

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة عمار ثليجي - الأغواط -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

أثر إختيار الهيكل التمويلي على ربحية المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة
مؤسستي صيدال وروبية للفترة ما بين 2012-2019

إشراف الأستاذ الدكتور:

بن تريح بن تريح

اعداد الطالبة:

- معاش أمينة دلال

نوقشت و أجازت في 2023/06/15

لجنة المناقشة

الاسم و اللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
بن ثابت علال	أستاذ التعليم العالي	جامعة الأغواط	رئيسا
بن تريح بن تريح	أستاذ التعليم العالي	جامعة الأغواط	مشرفا ومقررا
نبق أبو بكر	أستاذ محاضر أ	جامعة الأغواط	مناقشا
بوهالي محمد	أستاذ محاضر أ	جامعة الأغواط	مناقشا
طلال زغبة	أستاذ التعليم العالي	جامعة المسيلة	مناقشا
السعيد بلخضر	أستاذ محاضر أ	جامعة المسيلة	مناقشا

السنة الجامعية : 2022/2023

الإهداء والتشكر

إهداء

كفاني عزا أن تكون لي ربا وكفاني فخرا أن أكون لك عبدا

إلى من كان دعاؤها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي

إلى بسمه الحياة وسر الوجود، إلى أمي الحنون.

إلى من ذكراه خالدة في قلبي إلى يوم الدين

إلى أبي الرحيم.

إلى الروح التي سكنت روحي، إلى سدي وزوجي محمد.

إلى من تنير دربي، إلى أختي أسماء العريزة.

إلى قطعة من قلبي ومصدر فرحي، إلى إبتلي أبة وأميرة.

إلى كل فرد ينتمي إلى عائلتي الثانية، عائلة ميلودي.

معاش أمينة دلال

كلمة شكر

أشكر الله عز وجل على إتمام هذا العمل، وأتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد في إنجازه، أخص بالشكر أستاذي ومشرفي والذي هو بمثابة أبي الثاني الدكتور المحترم بن تريح بن تريح على مساعدته القيمة لي والذي لم يبخلني يوما بتوجيهاته ونصائحه، كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر الوفير للدكتور بوهالي محمد على رحابة صدره وتوجيهاته طول فترة دراستي، فجزاهما عني كل خير وجعلها في ميزان حسناتهما، والشكر موصول إلى أساتذتي الموقرين أعضاء لجنة المناقشة على قبول تقييم ومناقشة هذا العمل المتواضع، كما أشكر أسرة قسم العلوم الاقتصادية في كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.

الفهـرس

الصفحة	الفهرس
	الإهداء
	كلمة الشكر
	الفهرس
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة الملاحق
	قائمة الاختصارات
	ملخص الدراسة باللغة العربية
	ملخص الدراسة باللغة الفرنسية
	ملخص الدراسة باللغة الإنجليزية
أ - ل	مقدمة
57-2	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مصادر تمويل المؤسسة
3	المطلب الأول: ماهية التمويل
7	المطلب الثاني: التمويل قصير ومتوسط الأجل
16	المطلب الثالث: التمويل طويل الأجل
24	المبحث الثاني: تكلفة الأموال
25	المطلب الأول: تكلفة مصادر الأموال

36	المطلب الثاني: طرق ومداخل حساب تكلفة الأموال
40	المطلب الثالث: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تقدير تكلفة الأموال
43	المبحث الثالث: المفاهيم الأساسية للهيكل التمويلي
43	المطلب الأول: ماهية الهيكل التمويلي
46	المطلب الثاني: محددات الهيكل التمويلي
52	المطلب الثالث: الرفع المالي
57	خلاصة الفصل الأول
88-59	الفصل الثاني: الإطار النظري للهيكل التمويلي
59	تمهيد
60	المبحث الأول: النظريات الرافضة لأمثلية الهيكل التمويلي
60	المطلب الأول: مدخل صافي ربح العمليات
62	المطلب الثاني: مدخل موديلاني وميلر
68	المطلب الثالث: تقييم النظريات الرافضة لأمثلية الهيكل التمويلي
70	المبحث الثاني: النظريات المؤيدة لأمثلية الهيكل التمويلي
70	المطلب الأول: المدخل التقليدي
72	المطلب الثاني: مدخل صافي الربح
75	المطلب الثالث: تقييم النظريات المؤيدة لأمثلية الهيكل التمويلي
77	المبحث الثالث: مداخل أخرى لتفسير الهيكل التمويلي الأمثل
77	المطلب الأول: النظرية متعددة الأشكال
81	المطلب الثاني: نظرية التوازن
85	المطلب الثالث: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل

88	خلاصة الفصل الثاني
117-90	الفصل الثالث: المفاهيم الأساسية حول ربحية المؤسسة الاقتصادية
90	تمهيد
91	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للمؤسسة الاقتصادية
91	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول المؤسسة الاقتصادية
93	المطلب الثاني: تصنيفات المؤسسات الاقتصادية
95	المطلب الثالث: أهداف المؤسسة الاقتصادية
97	المبحث الثاني: مدخل إلى الربحية
97	المطلب الأول: ماهية الربحية
101	المطلب الثاني: أهداف تعظيم الربحية
105	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على الربحية
107	المبحث الثالث: مؤشرات الربحية
108	المطلب الأول: مؤشرات ربحية الإستثمارات
111	المطلب الثاني: مؤشرات ربحية المبيعات
112	المطلب الثالث: تحليل الربحية
117	خلاصة الفصل الثالث
163-119	الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال وروبية للفترة 2012-2019
119	تمهيد
120	المبحث الأول: تقديم المؤسستين محل الدراسة والإجراءات التطبيقية
120	المطلب الأول: التعريف بمؤسسة "صيدال"
122	المطلب الثاني: التعريف بمؤسسة "روبية"
124	المطلب الثالث: إجراءات الدراسة

126	المبحث الثاني: أثر إختيار الهيكل التمويلي على ربحية مؤسسة صيدال للفترة 2012-2019
126	المطلب الأول: الهيكل التمويلي لمؤسسة صيدال للفترة 2012-2019
130	المطلب الثاني: مؤشرات ربحية مؤسسة صيدال
135	المطلب الثالث: أثر الهيكل التمويلي على ربحية مؤسسة صيدال
145	المبحث الثالث: أثر إختيار الهيكل التمويلي على ربحية مؤسسة رويبة للفترة 2012-2019
145	المطلب الأول: الهيكل التمويلي لمؤسسة رويبة للفترة 2012-2019
149	المطلب الثاني: مؤشرات ربحية مؤسسة رويبة
154	المطلب الثالث: أثر الهيكل التمويلي على ربحية مؤسسة رويبة
163	خلاصة الفصل الرابع
165	خاتمة
171	قائمة المراجع
185	الملاحق

فهرس الجداول والأشكال والملاحق

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
(01)	الفرق بين أنواع الإستئجار	15
(02)	تطور الهيكل التمويلي لمجمع صيدال للفترة 2012-2019	127
(03)	تطور مؤشرات ربحية الإستثمارات لمؤسسة صيدال للفترة 2012-2019	131
(04)	تطور مؤشرات ربحية المبيعات لمؤسسة صيدال للفترة 2012-2019	133
(05)	أثر الهيكل التمويلي على مؤشرات ربحية الإستثمارات لمؤسسة صيدال	136
(06)	أثر الهيكل التمويلي على مؤشرات ربحية المبيعات لمؤسسة صيدال	140
(07)	تطور الهيكل التمويلي لمؤسسة رويبة للفترة 2012-2019	145
(08)	تطور مؤشرات ربحية الإستثمارات لمؤسسة رويبة للفترة 2012-2019	149
(09)	تطور مؤشرات ربحية المبيعات لمؤسسة رويبة للفترة 2012-2019	151
(10)	أثر الهيكل التمويلي على مؤشرات ربحية الإستثمارات لمؤسسة رويبة	154
(11)	أثر الهيكل التمويلي على مؤشرات ربحية المبيعات لمؤسسة رويبة	159

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
(01)	العلاقة بين تكلفة التمويل ونسبة الإقتراض وفق مدخل صافي ربح العمليات	61
(02)	نموذج موديلاني وميلر في ظل غياب الضرائب	64
(03)	نموذج موديلاني وميلر في ظل وجود ضرائب	66
(04)	تكلفة الأموال وفق المدخل التقليدي	71
(05)	العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وبين نسبة الإقتراض وفق مدخل صافي الربح	74
(06)	نموذج تعظيم أرباح الشركة	102
(07)	المنطق العملي لمفهوم تعظيم الربح	104
(08)	العوامل المؤثرة على ربحية المؤسسة الإقتصادية	122
(09)	الطريقة البيانية لنقطة التعادل التمويلي	131
(10)	نموذج الدراسة	124
(11)	تطور الهيكل التمويلي لمجمع صيدال للفترة 2012-2019	127
(12)	تطور مصادر التمويل لمجمع صيدال للفترة 2012-2019	128

129	تطور إجمالي الإلتزامات إلى حقوق الملكية لمؤسسة صيدال للفترة 2012-2019	(13)
132	تطور مؤشرات ربحية الإستثمارات لمؤسسة صيدال للفترة 2012-2019	(14)
135	تطور مؤشرات ربحية المبيعات لمؤسسة صيدال للفترة 2012-2019	(15)
136	أثر إختيار الهيكل التمويلي على العائد على الأصول لمؤسسة صيدال	(16)
138	أثر إختيار الهيكل التمويلي على العائد على حقوق الملكية لمؤسسة صيدال	(17)
139	أثر إختيار الهيكل التمويلي على العائد على الإستثمار لمؤسسة صيدال	(18)
141	أثر إختيار الهيكل التمويلي على هامش إجمالي الربح لمؤسسة صيدال	(19)
142	أثر إختيار الهيكل التمويلي على هامش صافي الربح لمؤسسة صيدال	(20)
143	أثر إختيار الهيكل التمويلي على هامش الربح التشغيلي لمؤسسة صيدال	(21)
146	تطور الهيكل التمويلي لمؤسسة روية للفترة 2012-2019	(22)
147	تطور مصادر التمويل لمؤسسة روية للفترة 2012-2019	(23)
148	تطور اجمالي الالتمامات إلى حقوق الملكية لمؤسسة روية للفترة 2012-2019	(24)
151	تطور مؤشرات ربحية الإستثمارات لمؤسسة روية للفترة 2012-2019	(25)
153	تطور مؤشرات ربحية المبيعات لمؤسسة روية للفترة 2012-2019	(26)
155	أثر إختيار الهيكل التمويلي على العائد على الأصول لمؤسسة روية	(27)
156	أثر إختيار الهيكل التمويلي على العائد على حقوق الملكية لمؤسسة روية	(28)

157	أثر إختيار الهيكل التمويلي على العائد على الإستثمار لمؤسسة روية	(29)
159	أثر إختيار الهيكل التمويلي على هامش إجمالي الربح لمؤسسة روية	(30)
160	أثر إختيار الهيكل التمويلي على هامش صافي الربح لمؤسسة روية	(31)
162	أثر إختيار الهيكل التمويلي على هامش الربح التشغيلي لمؤسسة روية	(32)

قائمة الملحق

الرقم	العنوان الملحق
(01)	القوائم المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2012
(02)	القوائم المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2013
(03)	القوائم المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2014
(04)	القوائم المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2015
(05)	القوائم المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2016
(06)	القوائم المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2017
(07)	القوائم المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2018
(08)	القوائم المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2019
(09)	القوائم المالية لمؤسسة رويبة لسنة 2012
(10)	القوائم المالية لمؤسسة رويبة لسنة 2013
(11)	القوائم المالية لمؤسسة رويبة لسنة 2014
(12)	القوائم المالية لمؤسسة رويبة لسنة 2015
(13)	القوائم المالية لمؤسسة رويبة لسنة 2016
(14)	القوائم المالية لمؤسسة رويبة لسنة 2017
(15)	القوائم المالية لمؤسسة رويبة لسنة 2018

المصطلح	بالإنجليزية	بالفرنسية
الهيكل التمويلي	The Financial Structure	Structure Financière
التمويل قصير الأجل	Short term Financing	Financement à court terme
التمويل متوسط الأجل	Intermediate Term Financing	Financemnt à moyen terme
التمويل طويل الأجل	Long term financing	Financement à long terme
الأسهم العادية	Ordinary shares	Les actions ordinaires
الأسهم الممتازة	preferred stock	Les actions
السندات	Bonds	Les obligation
القروض طويلة الأجل	Long Term Loans	prêts à long terme
الأرباح المحتجزة	Retained earnings	L'autofinancement
تكلفة الأموال	cost of financing	Le coût de capital
الرفع المالي	Financial Leverage	levier financier
الربحية	profitability	profitabilité
معدل العائد على الأصول	Return on Assets	taux de rendement des actifs
معدل العائد على حقوق الملكية	Return On Equity	taux de rendement des fonds propres
العائد على الإستثمار	Return On Investement	Retour sur investissement
هامش إجمالي الربح	Gross Profit Margin	marge brute
هامش صافي الربح	Net Profit Margin	la marge bénéficiaire nette

المخلص

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى الكشف عن أثر إختيار الهيكل التمويلي على ربحية المؤسسة الاقتصادية، حيث سيتم معالجة متغير الهيكل التمويلي من خلال نسبة المديونية، بينما سيتم التعبير عن الربحية من خلال ستة مؤشرات وهي: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على الإستثمار، هامش إجمالي الربح، هامش صافي الربح وهامش الربح التشغيلي. وقد أختيرت كل من مؤسسة صيدال وروبية لتطبيق هذه الدراسة وذلك من خلال الفترة الممتدة ما بين 2012-2019، وبالإستعانة بالمنهج الوصفي، التاريخي والتحليلي.

تم التوصل إلى عدم وجود أثر لإختيار الهيكل التمويلي على ربحية كل من المؤسستين، وهذا انطلاقا من النتائج المتعلقة بدراسة أثر إختيار الهيكل التمويلي على كل مؤشر من مؤشرات الربحية سابقة الذكر على حدى والتي تم تنفيذها جميعا.

الكلمات المفتاحية: التمويل، مصادر التمويل، الهيكل التمويلي، الربحية.

Résumé

Cette étude vise à révéler l'impact du choix de la structure de financement sur la profitabilité de l'entreprise économique, où la variable structure de financement sera abordée à travers le taux d'endettement, tandis que la profitabilité sera exprimée à travers six indicateurs : rendement des actifs, rendement des fonds propres , retour sur investissement, marge bénéficiaire brute, marge bénéficiaire nette et marge bénéficiaire d'exploitation. La Fondation Saidal et Rouiba a été sélectionnée pour mettre en œuvre cette étude, durant la période 2012-2019, en utilisant la méthode descriptive, historique et analytique.

Il a été conclu qu'il n'y a pas d'effet du choix de la structure de financement sur la profitabilité de chacun des deux établissements, et ceci est basé sur les résultats liés à l'étude de l'effet du choix de la structure de financement sur chacun des indicateurs de profitabilité susmentionnés séparément , qui ont tous été réfutés.

Mots clés : Financement, sources de financement, structure de financement, profitabilité.

Abstract

This study aims to reveal the impact of choosing the financing structure on the profitability of the economic enterprise, where the financing structure variable will be addressed through the indebtedness ratio, while the profitability will be expressed through six indicators: return on assets, return on equity, return on investment, Gross profit margin, net profit margin and operating profit margin. The Saidal and Rouiba Foundation were selected to implement this study, during the period between 2012-2019, using the descriptive, historical and analytical method.

It was concluded that there is no effect of choosing the financing structure on the profitability of each of the two institutions, and this is based on the results related to the study of the effect of choosing the financing structure on each of the aforementioned profitability indicators separately, all of which were refuted.

Keywords: financing, financing sources, financing structure, profitability..

مقدمة

إن المؤسسات الاقتصادية تعد المحرك الرئيسي وحجر الأساس لأي إقتصاد، وهذا يوجب تسييرها بطريقة فعالة لضمان نجاحها في تحقيق الأهداف التي سطرت لها بكفاءة، وعليه يجب الاهتمام بكل جانب من جوانب تسييرها وإيلاء العناية اللازمة والمتابعة الجيدة لكل وظيفة من وظائفها، ولعل من أهم الوظائف التي قد تعطىها المؤسسة الأولوية هي الوظيفة المالية لما لها من آثار سواء على الأداء المالي للمؤسسة أو على المتعاملين معها منه على الإقتصاد عامة.

إن الوظيفة المالية تحتل مكانة هامة في الهيكل التنظيمي للمؤسسة الاقتصادية حيث تقوم على نشاطات معينة هدفها الجوهرى بلوغ نقطتين أساسيتين هما تدبير الأموال اللازمة وإختيار أحسن الطرق للحصول عليها؛ بالإضافة إلى حسن التصرف فيها بما يتلائم مع أهداف المؤسسة ويخدم خططها، فبالنسبة للنقطة الأولى تحديدا يحرص القائمون على الإدارة المالية على إختيار الأفضل من بين المصادر المتاحة أمامها وهذا بالإستناد إلى طرق ومعايير معينة وعلى أساس دراسات موضوعية والتي ستشكل فيما بعد في مجملها الهيكل التمويلي للمؤسسة والذي سيقابل إحتياجاتها ويغطي نشاطاتها.

يعد الهيكل المالي جوهر القرارات المالية حيث يعبر عن التوليفة المختارة من مصادر الأموال التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل أصولها وإستثماراتها، وتتبع أهميته من الأثر الذي قد يحدثه على أداء المؤسسة عامة وبالأخص الأداء المالي والذي غالبا مايختصر في عنصر الربحية والتي تعتبر بمثابة الصورة العاكسة لنتائج القرارات المتخذة المالية منها خاصة، وعليه فإنه يجب على المؤسسة وبغية تحسين ربحيتها بإعتبارها واحدة من أهم الأهداف المالية أن تأثر على القرارات وتتحكم في عملية تنفيذها.

يرتبط الهيكل أو المزيج التمويلي بكل وظيفة من الوظائف الأساسية للمؤسسات الاقتصادية، فلا يمكن تجسيد الأهداف الجزئية لكل وظيفة إلا إذا توفرت التغطية المالية المناسبة والتي يمنحها هذا الهيكل، وبالتالي قد يؤثر بشكل مباشر على نتائج الأعمال ونشاط المؤسسة، وهذا مايؤدي للتفكير في مدى تأثيره على تحقيق الأرباح.

إن العلاقة التي قد تربط بين كل من الديون وأموال الملكية والربحية تطرح عدة تساؤلات حول الأثر الذي قد يحدثه الهيكل التمويلي للمؤسسة على ربحيتها.

1- إشكالية الدراسة

من خلال ما سبق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

- هل يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على ربحية المؤسسة الاقتصادية؟ وما واقع ذلك في كل من مؤسستي صيدال وروبية خلال الفترة 2012 - 2019 ؟

2- التساؤلات الفرعية

إنطلاقا من الإشكالية الرئيسية يمكن إستنتاج التساؤلات الفرعية التالية:

- هل يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على الأصول لمؤسستي صيدال وروبية خلال الفترة 2012 - 2019 ؟
- هل يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد حقوق الملكية لمؤسستي صيدال وروبية خلال الفترة 2012 - 2019 ؟
- هل يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد علنالإستثمار لمؤسستي صيدال وروبية خلال الفترة 2012 - 2019 ؟
- هل يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على هامش إجمالي الربح لمؤسستي صيدال وروبية خلال الفترة 2012 - 2019 ؟
- هل يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على هامش صافي الربح لمؤسستي صيدال وروبية خلال الفترة 2012 - 2019 ؟
- هل يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على هامش الربح التشغيلي لمؤسستي صيدال وروبية خلال الفترة 2012 - 2019 ؟

3- فرضيات الدراسة

للإجابة على الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية يمكن صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية الأولى:

- يوجد أثر لإختبار الهيكل التمويلي على ربحية كل من مؤسستي صيدال وروبية خلال الفترة 2012- 2019 .

الفرضيات الفرعية

- H_1 : يوجد أثر لإختبار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على الأصول لكل من مؤسستي صيدال وروبية خلال الفترة 2012- 2019 .
- H_2 : يوجد أثر لإختبار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد حقوق الملكية لكل من مؤسستي صيدال وروبية خلال الفترة 2012- 2019 .
- H_3 : يوجد أثر لإختبار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد الإستثمار لكل من مؤسستي صيدال وروبية خلال الفترة 2012- 2019 .
- H_4 : يوجد أثر لإختبار الهيكل التمويلي على هامش أجمالي الربح لكل من مؤسستي صيدال وروبية خلال الفترة 2012- 2019 .
- H_5 : يوجد أثر لإختبار الهيكل التمويلي على هامش صافي الربح لكل من مؤسستي صيدال وروبية خلال الفترة 2012- 2019 .
- H_6 : يوجد أثر لإختبار الهيكل التمويلي على هامش الربح التشغيلي لكل من مؤسستي صيدال وروبية خلال الفترة 2012- 2019 .

4- أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها من خلال أهمية موقع الوظيفة المالية بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية، والتي من مهامها الأساسية الإختيار السليم للهيكل التمويلية وضمان تحقيق مستويات معينة من الربحية ومدى تداخلها الوثيق مع باقي الوظائف.

5- أهداف الدراسة

ترمي الدراسة الحالية إلى بلوغ الأهداف التالية:

- التطرف لمختلف المفاهيم المتعلقة بكل من الهيكل التمويلي والربحية؛
- إستعراض أهم النظريات المتعلقة بموضوع الهيكل التمويلي؛
- محاولة الكشف عن الأثر المحتمل لإختيار الهيكل التمويلي على ربحية المؤسسة الاقتصادية؛

- محاولة إسقاط المفاهيم السابقة على الواقع من خلال مؤسستي صيدال وروبية، وكذا معرفة مدى تأثير الهيكل التمويلي على ربحية كل منهما.

6- حدود الدراسة

- الحدود المكانية: من أجل تطبيق هذه الدراسة على أرض الواقع كان لزاما تحديد مؤسسة معينة، وقد وقع الاختيار على مؤسستي صيدال وروبية وهذا لعدة إعتبارات أهمها:
 - ✓ كونهما مؤسستين إقتصاديتين بالدرجة الأولى؛
 - ✓ تمثل كل واحدة منهما مؤسسة مساهمة SPA؛
 - ✓ سهولة الحصول على القوائم المالية الخاصة بكليهما فهي متاحة عبر شبكة الإنترنت وهو ماتحتاجه دراستنا الحالية.
- الحدود الزمانية: للقيام بهذه الدراسة إرتأينا أن تمتد الفترة المدروسة من سنة 2012 إلى غاية 2019، وهذا للأسباب التالية:
 - ✓ توفر القوائم المالية لهذه الفترة؛
 - ✓ نظرا للتطورات الكبيرة التي شهدتها كلتا المؤسستين خلال هذه الفترة.

7- مبررات إختيار الموضوع

- هنالك عدة أسباب تدعونا لإختيار هذا الموضوع والتي يمكن إيجازها كالتالي:
 - الأسباب الموضوعية:
 - ✓ أهمية الموضوع بالنسبة للمؤسسات الإقتصادية منها خاصة؛
 - ✓ لفت الإنتباه للعلاقة بين الهيكل التمويلي وتحقيق الربحية؛
 - ✓ الضرورة القاضية بإستخراج المعايير والمؤشرات التي من خلالها يمكن الحكم على مدى تأثير الهيكل التمويلي على الربحية.
 - الأسباب الذاتية:
 - ✓ يعد هذا الموضوع متضمن في إختصاص الطالبة؛
 - ✓ الشعور بالحاجة الملحة لدراسة هذا الموضوع والتعمق في معالجته بطرق مختلفة.

8- منهج الدراسة

بهدف التعرف على أثر إختيار الهيكل التمويلي على ربحية مؤسستي صيدال وروبية خلال الفترة 2012-2019، تم إستخدام المنهج الوصفي كخطوة أولى لتغطية الجانب المفاهيمي للدراسة، بالإضافة إلى المنهج التاريخي والذي غطى الجانب النظري، كما تم الإستعانة بالمنهج التحليلي لمعالجة البيانات المتعلقة بكلا المؤسستين الإقتصاديتين.

- بالنسبة للمعلومات المتعلقة بالمفاهيم النظرية فقد تم التحصل عليها من مختلف الكتب والأطروحات التي تنوعت بين أطروحات دكتوراه وماجستير وبالإعتماد على عملية المسح المكتبي، بالإضافة إلى مختلف المنشورات الدولية والوطنية من مقالات وملتقيات وما إلى ذلك. أما فيما يخص البيانات التي تم توظيفها في الجانب التطبيقي فقد تم الحصول عليها من خلال القوائم المالية المنشورة فبر شبكة الأنترنت لكلا المؤسستين.

9- صعوبات الدراسة

كأي دراسة أو بحث لابد من وجود عراقيل قد تصعب مهمة إنجازها، ومن بين الصعوبات والعراقيل التي واجهتنا مايلي:

- إستحالة تمديد فترة الدراسة إلى ما قبل سنة 2012 لإزدواجية المعايير المحاسبية التي تعالج بها القوائم المالية؛
- عدم التمكن من إخضاع الدراسة لبرامج المعالجة المختلفة، إما لعدم ملائمة البيانات المتحصل عليها لمعايير البرامج أو لعدم كفايتها؛
- إختلاف المفاهيم والمصطلحات الخاصة بالدراسة بين مختلف الدراسات السابقة والمرجع المستعملة، مما صعب ضبط المفاهيم والإعتماد عليها في تطبيق دراستنا.

10- الدراسات السابقة

أولاً: الدراسات باللغة العربية

1. دراسة: عادلة حاتم ناصح و عبد الخالق ياسين البدران، بعنوان: علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2004-2011، هي عبارة عن مقال منشور في

مجلة العلوم الاقتصادية من خلال المجلد 37 والعدد 10 لسنة 2014، تناولت إشكالية الكشف عن العلاقة التي تربط بين هيكل التمويل والربحية لعينة من 14 شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وباستخدام الإحصاء الوصفي وأسلوب الإنحدار البسيط توصلت النتائج إلى:

- عدم وجود علاقة بين نسبة المديونية ممثلاً لهيكل التمويل والعائد على الموجودات ممثلاً للربحية.

2. دراسة: مرسلتي نزيهة بعنوان: أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر، دراسة مقارنة بين مجموعة من البنوك العمومية والبنوك الخاصة للفترة 2006-2015، هي أطروحة دكتوراه مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير لجامعة غرداية، عالجت إشكالية مدى تأثير تركيبة الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر وذلك باستخدام أسلوب الإنحدار المتعدد وتحليل السلاسل الزمنية من خلال برنامج Eviews9 لعينة من البنوك الجزائرية العامة والخاصة، وقد توصلت النتائج إلى:

- وجود أثر معنوي لنسبة الإقتراض ممثلاً عن الهيكل المالي على نسب الربحية وعلى نسب قياس المخاطر المصرفية ممثلان عن الأداء المالي في البنوك العمومية
- وجود أثر معنوي لنسبة رأس المال الممتلك ممثلاً عن الهيكل المالي على نسب الربحية ونسب قياس المخاطر المصرفية ممثلاً عن الأداء المالي للبنوك العمومية؛
- عدم ثبوت وجود أثر معنوي لنسبة الإقتراض ممثلاً عن الهيكل المالي على نسب الربحية وثبوته بالنسبة لنسب قياس المخاطر في البنوك الخاصة،
- وجود أثر معنوي لنسبة رأس المال الممتلك ممثلاً عن الهيكل المالي على كل من نسب الربحية ونسب قياس المخاطر المصرفية ممثلان عن الأداء المالي في البنوك الخاصة.

3. دراسة: بقباقي مسعودة بعنوان أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الجزائرية دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه في علوم التسيير مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير لجامعة الجزائر 3 لسنة 2021، عالجت هذه الدراسة إشكالية مدى تأثير إختيار الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية بالجزائر خلال الفترة 2013-2017،

- شملت العينة 147 مؤسسة ص و م، تم الإعتماد على طريقة التحليل بالمركبات الأساسية وأسلوب تحليل الانحدار المتعدد التدريجي، توصلت النتائج إلى:
- الكشف عن العوامل المؤثرة على الأداء المالي بقطاع الصناعات التحويلية وهي المردودية الاقتصادية، معدل المديونية قصيرة الاجل، المردودية التجارية، السيولة، معدل نمو النشاط، الهيكل المالي.
 - الكشف عن العوامل المؤثرة على الأداء المالي بقطاع الخدمات وهي حجم الإستثمار، معدل نمو النشاط، السيولة، الهيكل المالي، المردودية التجارية، حجم النشاط.
 - العوامل المؤثرة على الأداء المالي بقطاع الزراعة هي حجم الإستثمار، المردودية التجارية، الإستقلالية المالية، معدل النمو، التوازن المالي، الهيكل المالي.
4. دراسة: محمد عبد المحسن العفيف وأنس علي القضاة بعنوان: أثر التمويل طويل الأجل على خطر وربحية الشركات دراسة تحليلية لقطاع الصناعة وبورصة عمان، وهي عبارة عن مقال منشور في مجلة الاقتصاد والاعمال في المجلد رقم 25، العدد 01 لسنة 2017، تناول إختبار أثر التمويل طويل الأجل على كل من خطر وربحية عينة من الشركات والمكونة من 20 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان وبتوظيف نموذج الانحدار تم الحصول على النتائج التالية:
- وجود أثر ذو دلالة إحصائية للتمويل طويل الأجل على خطر وربحية الشركات الصناعية المنتمية للعينة خلال الفترة المدروسة 2009-2014.
5. دراسة جمال معتوق وأمين عويسي بعنوان: أر الرفع المالي على الربحية المالية، وهي عبارة عن مقال منشور في المجلة الجزائرية للأبحاث الاقتصادية والمالية من خلال المجلد 01 في العدد 01 لسنة 2018، عالج إشكالية أثر الرفع المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة الصناعية المدرجة في بورصة قطر من خلال مؤشر العائد على حقوق الملكية، تم إستخدام برنامج Eviews 8 لمعالجة بيانات التقارير المالية للشركات المعنية، وبالإستعانة بنماذج السلاسل الزمنية المقطعية Panel DATA وتطبيق نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، نموذج التأثيرات العشوائية توصلت النتائج إلى:
- وجود أثر إيجابي للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية.

6. دراسة: عبيدي سعد نوح بعنوان: محددات الهياكل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية حالة عينة من المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات خلال الفترة الممتدة بين 2010-2015، وهي عبارة عن مذكرة ماجستير في علوم التسيير مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، عالجت هذه الدراسة إشكالية مدى تأثير العوامل المحددة للهيكل المالي على توليفة الهياكل التمويلية للمؤسسات العاملة في قطاع المحروقات في الجزائر، تم الإستعانة بأسلوب الإنحدار الخطي المتعدد ونموذج الإنحدار التدريجي، توصلت النتائج إلى:

- وجود خمسة عوامل تؤثر على إختيار الهيكل المالي هي: المردودية الاقتصادية، الضمانات، المخاطر التشغيلية، حجم المؤسسة والملكية المشتركة؛
 - تطابق النتائج مع النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي.
7. دراسة: بسام محمد الأغا بعنوان: أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار، دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، هي عبارة عن رسالة ماجستير مقدمة لكلية التجارة بالجامعة الإسلامية لسنة 2005، تناولت إشكالية أثر كل من الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار لعينة مكونة من 15 شركة مساهمة خلال 1999-2003 بإستخدام المنهج الوصفي، من نتائجها:

- وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الإستثمار؛
- وجود علاقة عكسية بين الإعتماد على مصادر التمويل المملوكة والمقترضة وتكلفة هذه المصادر؛
- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الإستثمار.

ثانيا: الدراسات باللغة الأجنبية

1. Esmail Balwei & others, the impact of financial structure o, financial performance of Banks listed in TAHRAN stock Exchange : An Ampirical Application

هو عبارة عن مقال منشور من خلال مجلة التقدم في التمويل الرياضي والتطبيقات في المجلد رقم 03، العدد 03 لسنة 2018، بحثت هذه الدراسة في تأثير الهيكل المالي للبنوك على عوائدها

التمثلة في العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية بالإضافة إلى دور كل من حوكمة الشركات، القيود المالية وكثافة رأس المال وحجمه، وذلك لعينة شملت جميع البنوك المدرجة في بورصة طهران للفترة 2009-2016، وباستخدام بيانات اللوحة غير المتوازنة لمعالجة البيانات المالية للشركات المعنية، وهي تعتبر دراسة تطبيقية ارتباطية وصفية، توصلت النتائج إلى:

- وجود علاقة ذات دلالة للهيكل المالي علة كل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية؛
- تلعب كل من كثافة رأس المال وحجمه دور كبير في تعديل العلاقة بين الهيكل المالي والعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية.

2. Albert Amponsah addae & others, the effects of capital structrure on profitability of listed firms in ghana.

هو مقال منشور في المجلة الأوروبية للأعمال والإدارة من خلال المجلد رقم 05، العدد 31 لسنة 2013، تناولت الدراسة العلاقة بين هيكل رأس المال وربحية الشركات المدرجة في غانا، وذلك خلال الفترة 2005-2009 تم استخدام تحليل الإنحدار في ذلك، إعتمدت الدراسة على متوسط الربحية ونسب الدين للتعبير عن المتغيرين التابع والمستقل، توصلت النتائج إلى:

- وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الديون قصيرة الاجل والربحية؛
- وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الديون طويلة الاجل والربحية؛
- وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين إجمالي الديون والربحية.

3. Sameh FAKHRI OBEIDAT & khaled Abdalla Mohamed AL-TAMIMI, Impact of Cost of Capital,financial Leverage,and Growth rate of Dividends on Rate of Return on Investement An Ampirical study of AMAN stock Exchange

هو عبارة عن مقال منشور في المجلة الدولية للبحوث الأكاديمية في علوم الاقتصاد والإدارة من خلال المجلد رقم 02 في العدد 04 لسنة 2013، تناولت هذه الدراسة إشكالية التعرف على محددات معدل العائد على الإستثمار في الأسهم، تم أخذ عينة من 91 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان وإختيار الفترة من 1997-2009 كفترة لتطبيق الدراسة، تم الإستعانة بنموذج

الإنحدار الخطي المتعدد لقياس أثر كل من تكلفة رأس المال، الرافعة المالية، معدل نمو الأرباح على معدل العائد على الإستثمار، توصلت النتائج إلى:

- وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل نمو الأرباح على معدل العائد على الإستثمار؛
- عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لكل من تكلفة رأس المال والرافعة المالية علة معدل العائد على الإستثمار.

4. Babolola Yisau Abiodun, The Effect of firm size on Firm Profitability in Nigeria

هي عبارة عن مقال منشور في مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة من خلال المجلد رقم 04 في العدد 05 لسنة 2013، تناولت هذه الدراسة إشكالية تحليل تأثير حجم الشركة على ربحية 80 شركة تصنيع مدرجة في البورصة النيجيرية خلال الفترة الممتدة بين 2000-2009، إستخدمت هذه الدراسة إطار بيانات اللوحة وبالإعتماد على التقارير السنوية لشركات العينة، تم التعبير عن الربحية من خلال العائد على الأصول بينما إستخدم كل من إجمالي الأصول وإجمالي المبيعات للتعبير عن حجم الشركة، توصلت النتائج إلى:

- وجود أثر لحجم الشركة من خلال إجمالي الأصول على ربحية شركات التصنيع في نيجيريا؛
- وجود أثر لحجم الشركة من خلال إجمالي المبيعات على ربحية شركات التصنيع في النيجيرية.

5. Camilia Burja, factors Influencing The Companies Pofitability

هي عبارة عن مقال منشور في سلسلة حوليات جامعة أبولينسيس الاقتصادية ضمن المجلد 13 في العدد 02 لسنة 2011، تناولت الدراسة مشكلة العوامل التي بإمكانها أن تؤثر على تحقيق الربحية ومنه أداء المؤسسة، قدمت الدراسة بعض النماذج المعتمدة لتحليل الأداء والتي تأخذ بعين الإعتبار تلك العوامل، تستند معظمها على تحليل الإنحدار، تم التوصل إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة بين معدل العائد على الأصول معبرا عن الربحية وإدارة الموارد المتاحة.

6. Ksenija Dencic- Mihajlov, profitability During the Financial Crisis Evidence from The Regulated Capital Market in SERBIA

هي عبارة عن مقال منشور في مجلة جنوب شرق أوروبا للإقتصاد في العدد الأول لسنة 2014، بحثت هذه الدراسة في كيفية إدارة الشركات الكبيرة والمتوسطة الحجم المدرجة في قطاعات السوق الخاضعة لبورصة بلغراد خلال الفترة 2008-2011 أي خلال فترة الركود، أظهرت النتائج مايلي:

- الشركات الأكبر والتي له القدرة على الحفاظ على السيولة تظهر قدرة أكبر على تحقيق الربح؛
- وجود أثر ذو دلالة إحصائية لفرص النمو، كفاءة الأصول، الملكية المؤسسية على معدل العائد على الأصول كمقياس للربحية.

7. Lorena Katusiime, COVID 19 and Bank Profitability in Low Income Countries :The Case of Uganda

هو عبارة عن مقال منشور في مجلة المخاطر والإدارة المالية من خلال المجلد 14، العدد 588 لسنة 2021، بحثت هذه الدراسة في تأثير جائحة كورونا COVID 19 على ربحية القطاع المصرفي في أوغندا للفترة مابين الربع الأول من عام 2020 إلى الربع الأول لعام 2021، تم استخدام أسلوب التراجع الموزع ذاتي الانحدار (ABDL Bound) للتكامل المشترك مع التحكم في المحددات الخاصة بالبنك والإقتصاد الكلي، تم قياس ربحية البنك من خلال العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وصافي هامش الفائدة، توصلت النتائج إلى:

- وجود أثر سلبي كبير لجائحة كورونا COVID 19 على ربحية البنوك على المدى الطويل فقط.

مميزات الدراسة الحالية:

بالرغم من وجود عدة دراسات سابقة في موضوع الهيكل التمويلي أو الربحية أو كلاهما معا، إلا أن دراستنا الحالية تنفرد عنها في عدة نقاط نذكر منها:

- أن هذه الدراسة إختارت التطبيق على المؤسسة الاقتصادية وهو ما لم نلاحظه في الدراسات السابقة إذ أن معظمها إتجه نحو دراسة القطاع المصرفي بالخصوص ما تعلق بموضوع الربحية؛

- أن هذه الدراسة ربطت بين الهيكل التمويلي والربحية بصفة مباشرة وصريحة عوض إقترانه بالاداء المالي الذي لاحظناه في معظم تلك الدراسات؛
- أن دراستنا الحالية إختارت مؤسستين مختلفتين من حيث عدة عوامل كالحجم ونوع النشاط وما إلى ذلك لإعطاء نتائج أكثر شمولية ودقة؛
- أننا في هذه الدراسة إختارنا التعبير عن الربحية من خلال جميع مؤشراتها والمتعارف عليها لتحسين عملية الحكم عليها.

11- هيكل الدراسة

تم تصميم الدراسة الحالية حول أثر إختيار الهيكل التمويلي على ربحية المؤسسة الاقتصادية على جزئين أساسيين، أما الجزء الأول فهو الجزء النظري للدراسة والذي يحتوي على ثلاثة فصول نظرية، بالنسبة للفل الأول تناول المتغير المستقل وهو الإطار المفاهيمي للهيكل التمويلي من خلال ثلاثة مباحث، كان أولها حول مصادر تمويل المؤسسة والثاني فخصص لتكلفة الأموال بالإضافة إلى الهيكل التمويلي الذي تناوله المبحث الثالث، ثم بعد ذلك الفصل الثاني الذي إرتأينا تخصيصه للجانب النظري الذي ورد في موضوع الهيكل التمويلي وقد تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، بالنسبة للمبحث الأول كان حول النظريات الرافضة لأمثلية الهيكل التمويلي، وفي المقابل إحتوى المبحث الثاني على النظريات المؤيدة لفكرة أمثلية الهيكل التمويلي، فيما جمع المبحث الثالث باقي النظريات التي وردت في هذا الموضوع، ثم و إينتقلنا للفصل الثالث تطرقنا إلى المتغير التابع وهو ربحية المؤسسة الاقتصادية وذلك من خلال ثلاثة مباحث هي كالتالي: المبحث الأول يتكلم عن الإطار المفاهيمي حول المؤسسة الاقتصادية، والمبحث الثاني يتطرق لماهية الربحية والمفاهيم المتعلقة بها، فيما يورد المبحث الثالث والأخير مختلف المؤشرات الدالة على الربحية.

بالنسبة للجزء الثاني وهو التطبيقي، فقد تم تناوله من خلال فصل واحد، تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث أساسية، بالنسبة للمبحث الأول خصص للحديث عن المؤسسات محل الدراسة وكذا إجراءاتها، أما المبحث الثاني فقد كان حول أثر إختيار الهيكل التمويلي على ربحية مؤسسة صيدال، فيما خصص المبحث الأخير لأثر إختيار الهيكل التمويلي على ربحية مؤسسة روية.

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي حول

الهيكل التمويلي

تقوم المؤسسات الاقتصادية بعدة نشاطات متنوعة ومتداخلة وهذا في إطار تنمية وتوسيع دائرة منتجاتها وخدماتها، وهو ما يحتم عليها اللجوء إلى مصادر مختلفة للأموال لتغطية تلك النشاطات والقيام بإستثمارات أكبر، فتتنوع مصادرها وتتعدد حسب الهدف وفترة توظيفها وحسب قدرتها على سدادها وهذا بعد الدراسة المعمقة للظروف المحيطة بكل مصدر على حدى بالنظر إلى التكلفة والمخاطر المحتملة من إستغلالها وغيرها من الجوانب التي تهتم بها المؤسسة خلال عملية الإختيار، لتستطيع بعد ذلك أن تشكل مجموعة من المصادر كل حسب حاجتها إليه والذي يسمى بالمزيج أو الهيكل التمويلي للمؤسسة، حيث تحرص هذه الأخيرة على أن يحتوي على كل المصادر التي تحتاجها بأقل تكلفة ممكنة وبأعلى قدر ممكن من الفعالية والكفاءة التي ترضو تحقيقها في سبيل بلوغ أهدافها وتطبيق سياساتها.

إن الغرض من إدراج هذا الفصل هو محاولة الإلمام بأكبر قدر ممكن من المعلومات والمفاهيم حول هذا الموضوع، ولقد تم تقسيم هذا الفصل إلى عدة مباحث كما يلي:

- المبحث الأول: مصادر تمويل المؤسسة
- المبحث الثاني: تكلفة الأموال
- المبحث الثالث: ماهية الهيكل التمويلي

المبحث الأول: مصادر تمويل المؤسسة

إن الهدف الأساسي للمؤسسات الاقتصادية هو ضمان إستمرارية مزاولة نشاطاتها ولهذا تحرص على إستغلال مواردها بأحسن صورة ممكنة والإستفادة من الفرص المتاحة أمامها، ولعل من أهم الأمور التي توليها المؤسسات أهمية بالغة هي كيفية الحصول على التمويل الملائم زيادة على توظيفه بالشكل الذي يضمن تحقيق الهدف الأساسي لها.

المطلب الأول: ماهية التمويل

تعتمد المؤسسة الاقتصادية على نشاط التمويل في ضمان إستمرارية أنشطتها والوفاء بالتزاماتها وتعزيز وتحسين مكائنها في السوق، فالتمويل يعتبر ركيزة أساسية تقوم عليها جميع وظائف المؤسسة.

الفرع الأول: مفهوم التمويل

أولاً: تعريف التمويل

يجمع الباحثون على أن التمويل يعني توفير الأموال اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام، وأنه باعتبار التمويل يقصد به الحصول على الأموال بغرض استخدامها لتشغيل أو تطوير المشروع كان يمثل نظرة تقليدية، حيث تركز النظرة الحديثة للوظيفة التمويلية على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة فيما بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد.¹

إن مصطلح التمويل يعبر عن مجموع الإجراءات المتخذة في سبيل الوصول والحصول على الأموال التي تتلائم واحتياجات المؤسسة.²

كما يمكن تعريفه على أنه: " ذلك النشاط الذي يهتم بتدبير الأموال اللازمة لتسيير عمليات المؤسسة من أفضل مصدر تمويلي".³ حيث تنطوي عملية التمويل على مجموعة الممارسات التي من شأنها الحصول على الأموال من مصادر مختلفة ومناسبة، والاستفادة القصوى من هذه الأموال بحيث تتحقق من جراء ذلك

¹ - أحمد بوراس، " تمويل المنشآت الاقتصادية "، دار العلوم للنشر والتوزيع، ب. ط، عنابة- الجزائر، 2008، ص ص 24 25.

² - سلمان عبدالله معلا، "التمويل والمؤسسات التمويلية: مفهوم وأهداف وسياسات"، دار أمجد للنشر والتوزيع، ب ط، عمان- الأردن، 2014، ص 32.

³ - محمد الصيرفي، "إدارة المال وتحليل هيكله"، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية- مصر، 2008، ص 19.

درجة عالية من الكفاءة في استخدام هذه الأموال. وبهذا المفهوم يمكن النظر الى التمويل كعملية على أنها مجموعتين من الممارسات:¹

- المجموعة الأولى: تشتمل على الممارسات التي تقود الى توفير الاحتياجات المالية اللازمة للمؤسسة؛

- المجموعة الثانية: وهي تلك التي تهتم بحسن استخدام هذه الأموال وتحقيق مثالية مرتفعة.

و يمكن تعريف التمويل بأنه: "تلك المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل إستثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة".²

وعليه يمكن أن نضع تعريفا إجرائيا مستقى من التعاريف السابقة كما يلي:

التمويل هو عملية توفير المصادر التمويلية اللازمة والمتاحة أمام المؤسسة والإستفادة القصوى منها بالمفاضلة بينها وإختيار افضل مصدر، لضمان تحقيق الفعالية والكفاءة في تسيير عمليات المؤسسة.

ثانيا: ماهية السياسة التمويلية

1. تعريف السياسة التمويلية

يمكن تعريف السياسة التمويلية عموما على أنها: "مجموعة المبادئ والمفاهيم التي تضعها المستويات العليا في المؤسسة لتسترشد بها المستويات الإدارية الأخرى عند ممارسة أنشطتها وإتخاذ قراراتها".³

كما يمكن تعريفها على أنها: "مجموعة من القواعد والأساليب والإجراءات والتدابير التي تعمل على توفير الأموال اللازمة للمشروع في الوقت المناسب، وبأقل تكلفة ممكنة، مع إستخدام تلك الأموال أحسن إستخدام ممكن من خلال هيكل التمويل الأمثل الذي يحقق أقصى ربح ممكن أو أي أهداف أخرى للمشروع".⁴

¹ - كنجو عبود كنجو، ابراهيم وهي فهد، " الادارة المالية"، ط1، دار الميسرة، عمان، 1997، ص 41.

² - محمد بوشوشة، "تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر -بسكرة - الجزائر، 2016، ص 80.

³ - أيمن الشنطي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 37.

⁴ - بوعلام لطيفة، " التوفيق بين السياسة الإستثمارية والسياسة التمويلية في المؤسسة الاقتصادية لتعظيم ربحيتها - دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة بومرداس، 2010، ص 96.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

أو هي: " مجموعة من التعليمات المالية التي تضعها الإدارة العليا في المشروع ليقوم الموظفون المعنيون بإتباعها. فالسياسة المالية تحدد الطريق الواجب إتباعها أمام هؤلاء الموظفين وتقوم الإدارة العليا بوضعها بمساهمة من المدير المالي حيث يقدم الإقتراحات التي يراها مناسبة." ¹

يمكن القول أن السياسة التمويلية تشير إلى مجموعة القواعد والأطر المتعلقة بالجانب المالي لنشاط المؤسسة الاقتصادية والواجب إتباعها وتطبيقها من طرف الإدارة المالية، حيث تفرض من طرف أعلى سلطة فيها والتي تحرص من خلالها على توضيح الخطط المالية وبلوغ الأهداف المرجوة.

2. أهداف السياسة التمويلية

تتلخص أهداف السياسة المالية في:²

- ضمان المستوى الأمثل من السيولة المالية: وبالتالي الرفع من قدرة المؤسسة على مواجهة الإستحقاقات المالية وتقادي مخاطر التوقف عن الدفع؛
- تحقيق مردودية عالية: وذلك عن طريق تدنية تكاليف الإستدانة والأموال الخاصة؛
- توفير الأموال اللازمة للمؤسسة في الوقت المناسب؛³
- تحديد الكيفية التي يمكن أن تحصل بها المؤسسة على الأموال اللازمة ومصادرها المختلفة للقيام بنشاطها في مراحلها المختلفة وهي مراحل التطوير والتوسع والنمو والتشغيل الدوري؛
- تحديد كيفية إدارة هذه الأموال لتحقيق الأهداف المرجوة؛
- تحديد كيفية الحصول على الأموال، وتكوين هيكل التمويل الأمثل الذي يحقق الأهداف المطلوبة بأقل تكلفة ممكنة مع مراعاة تكلفة الفرض البديلة.

الفرع الثاني: أهمية التمويل

تعتبر عملية التمويل التي تنفرد بها الوظيفة المالية أهم نشاط بالمؤسسة الاقتصادية للدور الذي تؤديه والصلة المباشرة لها مع باقي الوظائف، التي لا يمكنها ان تحقق طموح الإدارة دون توفر الأموال الضرورية لذلك. ولا تنصب أهمية التمويل في تدفق نشاطات باقي الأقسام فحسب بل أهميتها كانت دوما أبعد من ذلك

¹- محمد طنيب، محمد عبيدات، " الإدارة المالية في القطاع الخاص"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2009، ص 198.

²- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، " التسيير المالي (الإدارة المالية)"، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 2، عمان - الأردن، 2011، ص 201.

³- محب خله توفيق، " إقتصاديات التمويل الإداري"، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية- مصر، 2014، ص ص 344 345.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

بكثير، وتطورت مع تطور المؤسسة ونشاطاتها، وما نجده اليوم من تطور لمصادر الأموال كان في السابق عبارة عن ممارسات بين مجموعة من الأشخاص وأصحاب المؤسسات وتوسع اليوم ليشمل العديد من المجالات، وعموما أصبحت أهمية التمويل تتجلى في:¹

- توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز مختلف المشاريع؛
- تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة (توفير مناصب شغل جديدة تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد)؛

بالإضافة إلى:²

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

¹- بقاش وليد، بن دادة عمر، " حاجة المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية"، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 4، العدد 1، 2019، ص 55.

²- سالم صلال راهي الحسناوي، " أساسيات الإدارة المالية"، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، ط1، 2015، ص 61.

المطلب الثاني: التمويل قصير ومتوسط الأجل

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى نوعين رئيسيين من التمويل تبعا لمعيار المدة الزمنية وهما على التوالي التمويل قصير الأجل والتمويل متوسط الأجل والتميز بين أهم المصادر التي ينطويان عليها.

الفرع الأول: التمويل قصير الأجل

أولا: تعريف التمويل قصير الأجل

بغض النظر عن مصدر التمويل طويل الأجل، يمكن للمؤسسات أن تولد التمويل بمساعدة مصادر قصيرة الأجل مثل القروض والسلف من البنوك التجارية والمقرضين وما إلى ذلك. ليقابل مصدر التمويل قصير الأجل النفقات التشغيلية للأعمال ذات الصلة.¹

تحتاج معظم الشركات إلى التمويل قصير الأجل من أجل الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الجزء الأكبر من أصولها المتداولة كالنقدية وحسابات القبض والمخزون. وعادة ما يتكون التمويل قصير الأجل من تلك الإلتزامات التي تستحق على الشركة خلال عام أو أقل.²

يتمثل التمويل قصير الأجل في كل الإلتزامات التي تستحق على المنظمة خلال عام أو أقل، وتلجأ إليه معظم المنظمات لتدبير الأموال اللازمة لتمويل الجزء الأكبر من أصولها المتداولة كالنقدية وحسابات القبض والمخزون السلعي.³

يمكن تعريف الإئتمان قصير الأجل الذي تحصل عليه المؤسسات على أنه أي من المطلوبات التي سبق أن تم جدولة تسديدها خلال فترة أقل من سنة واحدة.⁴

وإنطلاقا من التعريفات السابقة يمكن تعريف التمويل قصير الأجل على أنه "مجموع المطلوبات والإلتزامات التي تقع على عاتق المؤسسة والواجب سدادها في فترة زمنية لا تتعدى السنة الواحدة والتي غالبا ماتوجه لتمويل الأصول المتداولة للمؤسسة".

¹- C.Paramasivan, T.Subramanian, " **Financial Management**", New Age International publishers, India, p 26.

²- سعد عبد الحميد مطاوع، " الإدارة المالية مدخل حديث"،

³- أحمد محمد عني، "الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء"، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، ب ط، مصر، 2008، ص 100.

⁴- عبد الستار الصياح، سعود العامري، "الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية"، دار وائل للنشر، ط 4، عمان - الأردن، 2010، ص 241.

ثانياً: مصادر التمويل قصير الأجل

هناك عدة مصادر للتمويل قصير الأجل:

1. الإئتمان التجاري

- تعريف الإئتمان التجاري

تقوم منشآت الأعمال، بشكل عام، بشراء ماتحتاجه من مستلزمات تدخل في عملياتها وأنشطتها التشغيلية من منشآت أخرى (الموردين) على أساس الدفع الآجل لقيمة تلك المستلزمات. وتظهر قيمة هذه المستلزمات في سجلات المنشأة تحت إسم " الحسابات أو الذمم الدائنة"، ويطلق على هذا النوع من التمويل مصطلح " الإئتمان التجاري المكتسب". ويشكل هذا المصدر النسبة الأكبر من إجمالي المديونية قصيرة الأجل حيث يصل كمتوسط في منشآت الأعمال غير المالية (40%) من مجموع الخصوم المتداولة، وقد يشكل هذا النوع من التمويل المصدر الأساسي في المنشآت صغيرة الحجم، التي تكون غير مؤهلة لإستخدام مصادر التمويل الأخرى بسبب ضعف مركزها المالي.¹

يمكن القول أن الإئتمان التجاري ينشأ عندما تحصل المنظمة على بضاعة من أحد مورديها وذلك دون أن تقوم بالسداد الفوري لقيمة هذه البضاعة، حيث قد تتفق مع هذا المورد على سداد هذه القيمة بعد مدة معينة (شهر مثلاً).²

- أشكال الإئتمان التجاري:

هناك عدة أشكال للإئتمان التجاري، أهمها:

الحساب المفتوح (الحساب الجاري): ويعد هذا الشكل أكثر الأشكال شيوعاً وانتشاراً من أشكال الإئتمان التجاري، ووفقاً له فإن البائع يرسل البضاعة مرفقاً بها الفاتورة وشروط الدفع إلى المشتري الذي لا يقوم بتوقيع أي مستند رسمي لإثبات مديونيته لهذا المورد، بيد أنه تظهر هذه القيمة بالميزانية العمومية للمنظمة التي حصلت على هذا الإئتمان وذلك في جانب الأصول تحت بند " مدينون" أو " حسابات القبض" كما تظهر هذه القيمة أيضاً في جانب الخصوم من ميزانية البائع.³

¹-عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، " أساسيات في الإدارة المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط 1، عمان- الأردن، 2007، ص 145.

²- أحمد محمد عني، مرجع سبق ذكره، ص 100 101 .

³- أحمد محمد عني، مرجع سبق ذكره، ص 101 102.

الكمبيالة: وفي هذه الحالة تثبت مديونية العميل بموجب كمبيالة وهي إحدى الأوراق التجارية، ويلاحظ أن الكمبيالة بها ثلاثة أطراف أو أشخاص أحدهم البائع أو الدائن أو الساحب وهو المورد الذي يمنح الائتمان لعميله بالمبلغ الموجود بالكمبيالة، والثاني وهو المشتري أو المدين أو المسحوب عليه وهو الذي يأخذ البضاعة بالأجل ويقبل الكمبيالة ويوقع عليها، والثالث المستفيد وهو الذي تسحب الكمبيالة لصالحه وغالبا ما يكون دائنا بمبالغ معينة للدائن الأصلي (الساحب) وهو الذي يقبض القيمة الموجودة بالكمبيالة، وبدون التوقيع على الكمبيالة من المسحوب عليه تصبح الكمبيالة مجرد ورقة لا قيمة لها.¹

الشيكات المؤجلة: غير مفضلة من المدينين بسبب خطورتها وعدم إلزامية التاريخ المكتوب عليها أي يمكن صرف الشيك في أي وقت.² وهي وسيلة مفضلة لدى البائعين لكونها تحفظ حقوقهم بدرجة أكبر من الشكل الأول والثاني.³

2. الائتمان المصرفي

- تعريف الائتمان المصرفي

تعد القروض المصرفية قصيرة الأجل ثاني أكبر مصدر من بين مصادر التمويل قصير الأجل في المؤسسة، بعد الائتمان التجاري، غير أنه في حين يعتبر الأخير مصدرا تلقائيا لتمويل عمليات المؤسسة، فإن القروض (الائتمان) المصرفية لا تعتبر كذلك، فهي لا ترتبط تلقائيا بالمشتريات الآجلة، وإنما تستعمل في تمويل المؤسسة.⁴

- أشكال القروض المصرفية

هناك أشكال عديدة للقروض المصرفية كان أهمها:

أ- القروض الفردية:

يشير هذا النوع من القروض المصرفية قصيرة الأجل إلى تلك القروض المصرفية التقليدية والشائعة لأكثر الناس، وأن مدة هذه القروض قد تمتد لغاية سنة واحدة إلا أنها غالبا ماتتصر بين (30-

¹- جمال الدين مرسي، أحمد عبدالله اللحج، "الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، ب ط، الإسكندرية- مصر، 2007، ص 312.

²- محمد بوهالي، " أثر القرارات المالية على الأداء المالي للمؤسسة - دراسة مجموعة من المؤسسات المالية"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3 ، 2018، ص 16.

³- فيصل محمود الشاورة، "مبادئ الإدارة المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان- الأردن، 2013، ص 95.

⁴- عبد الستار الصباح، سعود العامري، مرجع سبق ذكره، ص 246.

90) يوم، ومن خصائص هذه القروض أنها تتم على أساس التفاوض، وأنها تمنح لغرض محدد ويتم توثيقه عن طريق الكمبيالة (promissory note)، وهي تسديد دفعة واحدة حسب التاريخ المحدد بموجب الكمبيالة، وأنها قابلة للتجديد.¹

ب- القروض غير المكفولة بضمان معين

إذا كانت المؤسسة من النوع الذي يقترض بإستمرار من البنك فلا شك أن تفاوضها من البنك كل مرة تريد الإقتراض يسبب الكثير من المشاكل إلى جانب الوقت والجهد الذي يضيع عليها وعلى رجال البنك في كل مؤه يحدث فيها تفاوض وإتفاق. ولتجنب هذه المفاوضات المتكررة والمتعددة فقد يتم الاتفاق على أن يفتح البنك إعتامادا للمؤسسة line on credit، ومعنى ذلك أن البنك يوافق (لمدة معينة من الزمن) على السماح للمشروع بالإقتراض كلما لزمه المال بشرط ألا تزيد الكمية المقترضة عن مبلغ معين في أي وقت.²

ج- القروض المكفولة بضمان:

النوع الآخر من القروض المصرفية هي القروض المكفولة بضمان. وهذا الضمان إما أن يكون شخص آخر أو أصل معين كالحسابات المدينة أو أوراق القبض أو أوراق مالية أو بضائع. والقاعدة هنا أن البنوك لا تمنح عملائها القروض المطلوبة بالقيمة الكاملة للضمان المقدم بل تحتفظ بنسبة من قيمة الضمان لتغطية أخطار إنخفاض قيمته وقت الرجوع إليه لإستخلاص الدين.³

3. الأوراق التجارية

- تعريف الأوراق التجارية

بالإضافة إلى الإئتمان التجاري والقروض المصرفية، فقد سادت في السنوات الأخيرة مصادر أخرى لتمويل المؤسسات تتمتع بقابلية عالية للتسويق أو التحويل إلى نقد (Marketbel)، وهي تلك القروض التي يمكن تداولها (بيعا وشراء) في السوق المفتوح.⁴ وهي أوراق تجارية على شكل سندات أذنية غير مضمونة، تقوم ببيعها أو إصدارها الشركات الكبيرة في أسواق الدول المتقدمة، للحصول على مصدر تمويلي قصير

¹ - عدنان تايه النعيمي وآخرون، " الإدارة المالية النظرية والتطبيق"، دار المسيرة للنشر والتوزيع للطباعة، ط 2، عمان-الأردن، 2008، ص 354.

² - جميل أحمد توفيق، "أساسيات الإدارة المالية"، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، ب ط، بيروت - لبنان، ب س، ص 343.

³ - عبد العزيز النجار، "أساسيات الإدارة المالية"، المكتب العربي الحديث، ب ط، الإسكندرية- مصر، 2007، ص ص 473 474.

⁴ - عدنان تايه النعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 151.

الأجل. ويتراوح أجل الأوراق التجارية المذكورة بين (2-6) أشهر حسب المتداول حالياً في أسواق الدول المتقدمة.¹

ينطلق المفهوم المصرفي المعاصر من غاية هذه الأوراق كأداة للتمويل قصير الأجل، ولا يشمل هذا المفهوم الكمبيالات والشيكات أو شهادات الإيداع، وإنما يقتصر فقط على سند السحب أو السند لأمر، وتعرف الأوراق التجارية وفقاً لهذا المفهوم بأنها أسناد الأمر قصيرة الأجل تصدر في السوق المفتوحة من قبل الشركات ذات الملاءة المالية العالية، دون وجود ضمانات معينة كالإلتزام على الجهة المصدرة ذاتها، ومن أهم الفروق بين الأوراق التجارية والكمبيالات والأسناد لأمر هو أن الأوراق التجارية لا تنطلق في وجودها من عملية تجارية، بل هي عملية مالية مستقلة بذاتها، ولكون مثل هذه الأوراق لا تكون مضمونة وتحمل اسم المصدر فقط، لذلك كانت أوراق الشركات الكبيرة ذات الملاءة الائتمانية العالية هي الغالبة على السوق المفتوحة.²

ومن مزايا استخدام الأوراق التجارية:³

- ذات تكلفة فوائد أقل من القروض المصرفية؛
- أكثر تيسيراً في الاقتراض من الإتصال بالبنوك؛
- ليس هناك حد أقصى لحجم الاقتراض باستخدامها؛
- تعتبر وسيلة فعالة من للتمويل عندما تأخذ البنوك بتقييد الإقراض؛
- يفضلها عدد كبير من الشركات بناءً على توجيهات المتعاملين بها في أسواق المال.

- أشكال الأوراق التجارية

أ- الورقة المباشرة

ب- الورقة غير المباشرة

الفرع الثاني: التمويل متوسط الأجل

¹- عبد الستار الصياح، سعود العامري، مرجع سبق ذكره، ص 256.

²- فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص 100.

³- فريد راغب النجار، "التمويل المعاصر"، الدار الجامعية، ب ط، الإسكندرية-مصر، 2009، ص ص 233 234.

تحتاج المؤسسة الاقتصادية لجميع مصادر التمويل المتاحة أمامها لمواجهة التزاماتها المختلفة، ومن بينها مصادر التمويل متوسط الأجل.

أولاً: تعريف التمويل متوسط الأجل Intermediate Term Financing

عادة ماتكون إستحققات التمويل طويل الأجل واقعة بين التمويل طويل الأجل والتمويل قصير الأجل، وعندما يبدأ التمويل طويل الأجل لفترة تزيد عن خمس سنوات فمعنى ذلك أن التمويل متوسط الأجل يمتد إلى خمس سنوات فقط.¹

إن التمويل قصير الأجل هو مجموع الأموال التي تحصل عليها المؤسسة الاقتصادية والتي لا يتجاوز مدة إستحقاقها 07 سنوات، في الغالب تقوم المؤسسة بتخصيص جزء من الأرباح لمواجهة آجال إستحقاقها لأنها تعتبر من الأعباء التشغيلية.²

ينطوي التمويل متوسط الأجل على مصدرين أساسيين هما القروض المباشرة متوسطة الاجل بالإضافة إلى آلية الإستئجار والذي يميزهما معا أنهما يستحقان في مدة لا تتجاوز آجالها الـ 10 سنوات.³

بناءا على التعريفات السابقة يمكن إستنتاج مفهوم شامل للتمويل متوسط الأجل على أنه أحد الطرق الأساسية المعتمدة في تمويل المؤسسات والذي يعبر عن مصدرين هما القروض المباشرة متوسطة الأجل و التمويل الإستئجاري، ورغم الإختلاف الواقع بين الكتاب والمؤلفين حول فترة إستحقاقها إلا أنه في الغالب لا تتعدى الآجال 10 سنوات.

ثانياً: مصادر التمويل متوسط الأجل

يتمثل التمويل متوسط الأجل بـ:

1. القروض المصرفية متوسطة الأجل (القروض المباشرة)

¹ - بسام محمد الأغا، "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار"، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة-فلسطين، 2005، ص 46.

² - يوسف حسن يوسف، "التمويل في المؤسسات الاقتصادية: التحليل المالي في المؤسسات - التوازن المالي - وسائل التمويل - معايير الإختيار والمفاضلة"، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، ب ط، 2012، ص 252.

³ - بن عزة هشام، "دور القرض الإيجاري Leasing في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة بنك البركة الجزائري"، مكررة ماجستير في الاقتصاد، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة وهران، 2012، ص 35.

للبنوك التجارية دور كبير في هذا النوع من أنواع القروض فبعد أن كانت تقتصر في التعامل المالي على التمويل قصير الأجل.. إتجهت البنوك التجارية إلى تمويل المشروعات والمؤسسات بقروض متوسطة الأجل تزيد فترتها على السنة وتصل إلى خمس سنوات، وسمي هذا النوع - المحدد بين فترة السنة ونهاية خمس سنوات- بالقروض متوسطة الأجل. وغالبا يتم تسديد هذا النوع من القروض على شكل أقساط يتم تحديد مواعيد إستحقاقها وقيمها، التي قد تكون متساوية، في شروط عقد الإقراض. ويكون سعر الفائدة للقروض متوسطة الأجل أعلى من سعر الفائدة للقروض قصيرة الأجل.¹

والقروض عبارة عن إتفاق بين المقترض والمقرض يقدم بموجبه المقرض مبلغا من المال ويلتزم بإعادة المبلغ المقترض في مواعيد محددة بموجب دفعات متفق على قيمتها ومواعيد دفعها إضافة إلى الفوائد.²

2. الإستئجار

- تعريف الإستئجار التمويلي

يطلق على الإستئجار التمويلي العديد من المصطلحات فهناك من يطلق عليه الإئتمان التجاري أو التمويل بالإستئجار أو التمويل التأجيري أو الإيجار التمويلي أو غيرها من المسميات ومهما اختلفت هذه التسميات إلا انها تتفق في العناصر الأساسية المكونة له، على إعتباره مصدرا تمويليا مبتكرا وحديثا نسبيا، يوفر للمشروعات الإستثمارية أصولا رأسمالية إنتاجية لآجال طويلة، عن طريق التأجير، ودون الحاجة إلى شرائها أو تملكها، أو تحمل تبعات تمويلها وهذا يحقق للمستأجر ميزتين هما: سرعة الحصول على الأصول الرأسمالية الإنتاجية المطلوبة للتشغيل والإنتفاع بها وزيادة الإستثمارات وذلك من خلال تخفيف الأعباء على الموارد المالية للعنيل المستأجر، وتوفيرها للإستخدامات الأخرى للمشروع؛ في حين توفر للمستأجر ميدانا واسعا للإستثمار بعوائد مناسبة.³

¹ - عدنان هاشم السامرائي، "الإدارة المالية (المدخل الكمي)"، دار زهران للنشر والتوزيع، ط1، عمان- الأردن، 2013، ص 280.

² - فيصل جميل السعيدة، نضال عبدالله فريد، " الملخص الوجيز للإدارة والتحليل المالي"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، ط1، 2004، ص 77.

³ - أحمد زكريا صيام، " دور التأجير التمويلي في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة"، مجلة الدراسات المالية والإقتصادية، المجلد 7، العدد 2، 2014، ص

يعرفه المعيار المحاسبي الدولي رقم 17 الأصلي بأنه: " ترتيب ينقل بموجبه المؤجر الحق في استخدام أصل مقابل بدل إيجار يستحق على المؤجر". ويعدل المعيار المحاسبي الدولي رقم 17 المعدل التعريف باستبدال المصطلح بدل الإيجار بدفعة أو سلسلة دفعات.¹

- أنواع الإستئجار التمويلي

أ- التأجير التشغيلي (الإستئجار التشغيلي): يمنح هذا النوع للمؤسسة المستأجرة كلا من التمويل والصيانة، فهو عادة ما يتطلب من المؤجر خدمة صيانة المعدات المؤجرة التي يحتسب تكلفتها عند تقدير دفعات الإيجار، يتمتع قرض الإيجار التشغيلي (التأجير التشغيلي) بميزتين مهمتين تتمثل الأولى في أن المعدات أو الأصول المأجرة لا تهتك بشكل كامل، بمعنى آخر أن الدفعات الإيجارية المحددة في العقد لا تكفي المؤجر لتغطية التكلفة الكلية للأصل، لأن العقد يبرم لفترة أقصر من العمر الافتراضي للأصل، بالتالي المؤجر يتوقع إسترداد جميع التكاليف إما عن طريق بيع الأصل أو إعادة تأجيره.

تتمثل الميزة الثانية في أن العقد غالبا ما يحتوي على بند إلغاء يعطي للمستأجر الحق في إلغاء العقد وإعادة الأصل للمؤجر قبل نهاية العقد الأساسي، وهذا يعني إمكانية المستأجر إعادة الأصل للمؤجر لتجنب خطر التقادم التكنولوجي أو ربما لم يعد بحاجة للأصل نتيجة تغيير نشاطه.²

ب- التأجير الرأسمالي (Capital lease): التأجير الرأسمالي أو تأجير الدفع الكامل (Fully payout lease) هو نوع من التأجير يمثل مصدرا تمويليا للمؤسسة المستأجرة، يعوضها عن الإقتراض لإمتلاك الأصل، لتقتصر إلتزاماتها المالية على دفع إيجارات دورية للمؤجر تضمن له تغطية تكلفة الأصل، وتحقيق عائد يماثل معدل الفائدة على قرض مضمون (secured loan) كان يمكن أن يحصل عليه المستأجر لتمويل شراء الأصل، وحتى لو قررت المؤسسة الإقتراض لشراء الأصل، فلن تدفع أيضا من مواردها شيئا لشراء الأصل، غير أن عليها أن تدفع للمقرض دفعات نقدية (تقابلها أقساط الإيجار في حالة الإستئجار) تكفي لإسترداد قيمة القرض وتحقيق عائد من ورائه.

¹ - قرارات يزيد، عامرة ياسمين، " تقييم صيغ التمويل الحديثة في المؤسسة الاقتصادية - المعالجة المحاسبية للتمويل التأجيري نموذجا في المؤسسة الوطنية لمناجم الفوسفات Somiphos بولاية تبسة"، حوايات جامعة الجزائر 1، المجلد 34، العدد 2، 2020، ص 427.

² - سلمى شيهب، امر عزوي، " قرض الإيجار كبديل تمويلي حديث للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة - تجارب عربية -"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 7، العدد 3، 2018، ص 131.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

ومن خصائص عقد التأجير الرأسمالي أنه لا يقدم أية خدمة صيانة للتجهيزات حيث يتكفل المستأجر بنفقات الصيانة بالكامل، وكذلك بتكاليف التأمين والضرائب العقارية، كما أن عقد التأجير الرأسمالي لا يمكن إلغائه، فإذا أراد المستأجر أن ينهي العقد فعليه أن يسدد كافة الإيجارات المتبقية (les loyers résiduelles) دفعة واحدة، أما إذا تخلف عن تسديد الإيجارات فإن ذلك قد يؤدي في النهاية إلى إعلان إفلاس المؤسسة المستأجرة.¹

جدول رقم(01): الفرق بين أنواع الإستئجار

العناصر	التأجير الرأسمالي	التأجير التشغيلي
مدة العقد	مدة العقد طويلة جدا تصل إلى مايقارب العمر الافتراضي للأصل	مدة العقد قصيرة لاحتياج الفترة التي يتجاوز فيها المستأجر الأصل لأداء عمل معين وعادة ما تتجدد سنويا.
مسؤولية تقادم الأصل	يتحمل المستأجر عدم صلاحية الأصل سواء بالهلاك أو بالتقادم	يتحمل المؤجر مسؤولية عدم صلاحية الأصل سواء بالهلاك أو بالتقادم
الصيانة والتأمين	المستأجر يتحمل تكاليف صيانة وإصلاح الأصل وكذا تكلفة التأمين عليه خلال فترة التعاقد	المؤجر يتحمل تكاليف صيانة وإصلاح الأصل وكذا تكلفة التأمين عليه خلال فترة التعاقد
العلاقة بين المؤجر والمستأجر	تحتاج لقانون ينظم هذه العلاقة ويحافظ على حقوق كل طرف فيها وذاط بسبب طول فترة التعاقد والأهمية النسبية لقيمة العقد	العلاقة بين المؤجر والمستأجر تتسم بالسهولة ولا تثير مشاكل قانونية وذلك لقصر فترة التأجير.
مال الملكية	يكون المستأجر أمام ثلاث بدائل في نهاية مدة العقد:	لايجوز للمستأجر ملكية أو شراء الأصل المؤجر في نهاية مدة العقد بل يرد الأصل محل التأجير

¹- رابح خوني وآخرون،"التأجير التمويلي كتقنية حديثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، مجلة مقاربات، المجلد 2، العدد 3، 2017، ص

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

إلى المؤجر في نهاية مدة العقد مرة أخرى.	- أن يعيد الأصل إلى المؤجر؛ - أن يعيد تأجير الأصل مرة أخرى _ شراء الأصل من المؤجر	
يجوز إلغاء عقد الإيجار من قبل المستأجر خلال المدة المتفق عليها في العقد وفي هذه الحالة يلتزم المستأجر بسداد الإيجار	لا يجوز إلغاء عقد الإيجار خلال المدة المتفق عليها من قبل أحد طرفيه	نظام إلغاء لتعاقد

المصدر: تقارير يزيد، عمارة ياسمين، "تقييم صيغ التمويل الحديثة في المؤسسة الاقتصادية- المعالجة المحاسبية للتمويل التأجيري نموذجاً في المؤسسة الوطنية لمناجم الفوسفات Somiphos بولاية تبسة"، حليات جامعة الجزائر 1، المجلد 34، العدد 2، 2020، ص 428.

ج- البيع ثم الإستئجار : وفي هذا النوع تقوم المؤسسة بملك أراضي أو مبان من نوع معين ببيعها إلى مؤسسة مالية أخرى وتقوم الأولى بنفس الوقت بإستئجار هذا الأصل المباع (أراضي أو مباني) من المؤسسة المشترية لمدة محدودة وبشروط خاصة.¹

المطلب الثالث: التمويل طويل الأجل

يضم التمويل طويل الأجل مصادر متنوعة من أموال الملكية بالإضافة إلى أموال الاقتراض طويلة الأجل، وهذا ما سيتم التطرق له بالتفصيل من خلال هذا المطلب.

الفرع الأول: تعريف التمويل طويل الأجل

التمويل طويل الأجل هو: "التمويل الذي تحصل عليه المؤسسة من البنوك والمؤسسات المالية، والذي يتم إهلاكه في فترة تتجاوز عادة السبع سنوات".²

¹ - هيثم محمد الزعبي، "الإدارة والتحليل المالي"، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، عمان- الأردن، 2000، ص 60.

² - بقاش وليد، بن دادة عمر، مرجع سبق ذكره، ص 55.

إن الهدف الأساسي من توجه المؤسسات إلى التمويل طويل الأجل هو تمويل شراء عناصر الإنتاج التي تحتاجها في المدى الطويل، مثل الأراضي والمباني والألات وغيرها، بمعنى أن مصادر التمويل طويل الأجل تقابل الإستثمارات طويلة الأجل.¹

إن التمويل طويل الأجل هو ذلك التمويل الذي يستخدم في إقتناء الأصول والتثبيات طويلة الأجل والتي قد يصل عمرها الإنتاجي إلى أكثر من 20 سنة، ويضم هذا النوع مصدرين أساسيين هما أموال الملكية وأموال الإقتراض.²

إنطلاقا مما سبق من تعاريف يمكن القول أن التمويل طويل الأجل يمثل مجموع الأموال التي تقع تحت تصرف المؤسسة سواء كانت أموالها الخاصة أو التي حصلت عليها من الغير والموجهة أساسا نحو الإستثمارات طويلة الأجل، وهذا يعني أن فترة إستغلالها تفوق 10 سنوات فما فوق.

الفرع الثاني: مصادر التمويل طويلة الاجل

تتمثل مصادر التمويل طويلة الأجل في:

أولا: الأسهم العادية

1. تعريف الأسهم العادية Ordinary shares

هي وثيقة ذات قيمة إسمية واحدة تطرح للإكتتاب العام، ولها القابلية على التداول، وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها، ولا تستحق الدفع في تاريخ معين؛ أي أنها أبدية على طول عمر المؤسسة، ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح، أو فترات إستحقاقها. ويصدر هذا النوع من الأسهم شركات المساهمة العامة فقط، ويكون لكل سهم نفس الحقوق والواجبات. وتعتبر الأسهم العادية المصدر الرئيسي لتمويل شركات المساهمة العامة خاصة في مرحلة التأسيس، إذ تقوم المؤسسة بتحديد حجم رأس المال المطلوب وتقسيمه إلى عدد من الأسهم يتم طرحها للجمهور عبر بنك معين في السوق الأولية (عملية

¹ - زواوي فضيلة، "تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر - دراسة حالة مؤسسة سونالغاز"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أحمد بوقرة - بومرداس، 2009، ص 14.

² - بن عزة هشام، مرجع سبق ذكره، ص 35.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

الإكتتاب)، وتسمى هذه الأسهم المباعة في هذه المرحلة بالأسهم المصدرة، ولاحقا تتغير قيمة الأسهم العادية وفقا لظروف المؤسسة الاقتصادية والمالية.¹

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة إسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الإسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة مايكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية (التي لا تتضمن الأسهم الممتازة) مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في قيمة السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية.² حيث:

$$(01)...القيمة الدفترية للسهم = \frac{\text{صافي الموجودات} - \text{الإلتزامات}}{\text{عدد الأسهم}^3}$$

وبالتالي فإن القيمة الدفترية تتأثر بزيادة عدد الأسهم المصدرة أي بزيادة رأس المال. وتشمل حقوق الملكية رأس المال المدفوع (الأسهم) والأرباح المحتجزة والإحتياطيات وبالتالي تعتبر القيمة الدفترية دليلا على القيمة للأسهم.⁴

بالنسبة للقيمة الإسمية للسهم فهي تتمثل في مبلغ تقريبي لقيمة السهم، كما أن كل الأسهم المماثلة لها تمتلك نفس القيمة الإسمية والتي عادة ما تختلف عن سعر إصدار السهم حيث دائما يزيد سعر الإصدار عن القيمة الإسمية بفارق علاوة الإسم.⁵

2. أشكال الأسهم العادية

يمكن تحديد أهم أنواع الأسهم بالتالي:⁶

أ- الأسهم المدافعة: هي الأسهم التي يتوقع بقاء أسعارها مستقرة وآمنة ومتزايدة خلال الركود الاقتصادي وتدهور الأعمال أو خلال التقلبات الحادة لأسواق المال؛

¹ - نشأت حكمت عليوي، مرجع سبق ذكره، ص 16 17.

² - سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سبق ذكره، ص 72.

³ - هيثم محمد الزعبي، مرجع سبق ذكره، ص 90.

⁴ - عبد الوهاب يوسف أحمد، " التمويل وإدارة المؤسسات المالية"، دار الحامد، ط1، عمان- الأردن، 2008، ص 83.

⁵ - برايان كويل، ترجمة خالد العامري، "التمويل المالي للأسهم"، دار الفاروق للاستشارات الثقافية، ط1، القاهرة- مصر، 2007، ص 10.

⁶ - عبد الناصر علك حافظ وآخرون، " أثر التمويل طويل الأجل في صافي الربح: دراسة تحليلية لعينة من المصارف العراقية"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 7، العدد 20، الفصل 3، 2012، ص 220.

- ب- الأسهم الدورية: وهي الأسهم التي يرتبط مستوى أرباحها وأسعارها تمام مع الحالة الاقتصادية العامة؛
- ج- أسهم المضاربة: تشتري أسهم المضاربة على أمل تزايد أسعارها مستقبلاً؛
- د- الأسهم الناجحة أو الرابحة: تعود هذه الأسهم لشركات توصف بأنها شركات كبيرة وقديمة ومعروفة؛
- هـ- أسهم الدخل: يسعى بعض المستثمرين إلى شراء أسهم الدخل بهدف الحصول على المقسوم النقدي من الأرباح
- و- أسهم النمو: تعد أسهم النمو واحدة من الإستثمارات الشائعة والمؤلفة لدى العديد من الأفراد والشركات أيضاً.

ثانياً: الأسهم الممتازة

1. تعريف الأسهم الممتازة

يعتبر هذا النوع من الأسهم وسطاً بين الأسهم العادية والسندات، وتعرف بالأدوات المالية الهجينة، فهي تشبه الأسهم العادية لكونها حصة من ملكية المؤسسة، كما يحق لحاملها المطالبة بحصته، وتشبه السندات لكونها تحصل على عائد ثابت، كما تضمن المؤسسة حداً أدنى أو أعلى من الأرباح لحملة الأسهم الممتازة، كما أن حملة هذه الأسهم لا يشتركون في التصويت كحملة السندات، ولهم الأولوية بعد حملة السندات في إسترداد حقوقهم عند التصفية للمؤسسة، وتجمع هذه الأسهم بعض الشروط التي تصدر على أساسها السندات، كقابلية إلى التحويل لأسهم عادية، أو القابلية للإستدعاء في الوقت الذي تحدده المؤسسة المصدرة لهذه الأسهم. هذا وتعد الأسهم الممتازة من أقل مصادر التمويل طويلة الأجل شيوعاً، ويمكن الإستغناء عنها بإصدار الأسهم العادية أو السندات.¹

2. أشكال الأسهم الممتازة

لغرض تحفيز المستثمر تعتمد بعض المؤسسات إلى تضمين شروط الإصدار بعض أو كل من

الحوافز التالية:2

¹ - محمد عبد المحسن العفيف، أنس علي القضاة، " أثر التمويل طويل الأجل على خطر وريحية الشركات (دراسة تحليلية: قطاع الصناعة بورصة عمان)"، مجلة الاقتصاد والأعمال IUG، الجامعة الإسلامية- غزة، المجلد 25، العدد 1، 2017، ص 146.

² - دريد كامل آل شبيب، " مبادئ الإدارة المالية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، ط1، عمان - الأردن، 2006، ص 109 110.

أ- الأسهم مجمعة الأرباح: يتم منح حامل السهم الممتاز الحق في الحصول على الأرباح حتى وإن لم يتم توزيعها في نفس السنة المالية التي تتحقق بها، أي يتم ترحيل نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح المتحققة في سنوات سابقة ودفعها في سنوات لاحقة عند اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح حتى وإن أدى ذلك إلى عدم حصول حملة الأسهم العادية على حصتهم من هذه الأرباح؛

ب- الأسهم الممتازة متقاسمة الأرباح: وتقصّد بها أن يحصل حامل الأسهم الممتازة على حصته من الأرباح المقررة في شروط الإصدار، بالإضافة إلى المشاركة في الأرباح الباقية مع حملة الأسهم العادية ضمن شروط يتفق عليها؛

ج- الأسهم القابلة للإستبدال: ويقصّد بها أن يتم منح حق الإستبدال للأسهم الممتازة بأسهم عادية، وهذا يعني أن حامل السهم الممتاز يستفاد من هذا الحق بتغطية درجة المخاطر التي قد يتعرض لها، ونقصد بذلك أن حامل السهم الممتاز يستفاد من حالة وجود كساد من النسبة الثابتة المحددة من الأرباح للسهم الممتاز، وهو لا يتعرض لمخاطر إنخفاض الأرباح. أما في حالة الراج الاقتصادي فيقوم بتحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية للإستفادة من ارتفاع الأرباح كنتيجة للراج الاقتصادي؛

د- الأسهم القابلة للإستدعاء: في هذا النوع من الأسهم تقوم المؤسسة المصدرة للأسهم الممتازة بفرض شرط الإستدعاء بغرض شراء الأسهم الممتازة التي قامت بإصدارها أي يتم إستدعاء الأسهم الممتازة مقابل دفع قيمة السهم نقداً إلى حامله، وعادة يتم منح علاوة على عند إستدعاء السهم الممتاز، فمثلاً إذا كانت قيمة السهم 15 دينار وقيمة الإستدعاء 18 دينار فالفرق بين قيمة السهم الممتاز وقيمة الإستدعاء كما هو واضح ثلاثة دنانير لصالح حاملي الأسهم الممتازة، وتمنح هذه العلاوة لتغطية الخسارة التي قد يتحملها مستثمر الأسهم الممتازة جزأً التنازل عن حقه بالإحتفاظ بها.

ثالثاً: السندات

1. تعريف السندات

يعتبر السند قرضاً طويلاً الأجل، يحمل سعر فائدة ثابت توافق بموجبه الشركة التي أصدرته بدفع الفائدة المستحقة عليه لمالك السند في تواريخ محددة بالإضافة إلى إلزامها بدفع قيمة السند في تاريخ إستحقاقه. وقد كانت السندات سابقاً تصدر بإستحقاقات من 10-20 سنة، إلا أنه أصبح مألوفاً الآن إصدار سندات بفترات إستحقاق أقل تتراوح بين 5-10 سنوات، فالسندات كمصدر طويل الأجل يشبه القروض محددة المدة، ولكن إصدار السندات يتم الإعلان عنه والدعاية له، ويعرض على الجمهور، ويبيع إلى عدة

مستثمرين مختلفين أفرادا وشركات، بينما ف حالة القرض محدد المدة فإنه يتم الحصول عليه عادة من جهة واحدة، ولا يعتبر حامل السند مالكا في الشركة، ولا يحق له التدخل في شؤونها، ولكن ولكن يحق له إسترداد دينه في حالة تعرضها للإفلاس أو التصفية قبل أن يحصل حملة الأسهم الممتازة والعادية على حقوقهم، ويعتبر السند من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالية.¹

2. أشكال السندات

للسندات عدة أشكال، كان أهمها:

أ- السندات المضمونة:

وهي سندات مضمونة برهن أصل ثابت كالأرض أو العقار أو الآلات أو برهن أوراق مالية لشركة أخرى.²

ب- السندات غير المضمونة:

وهي السندات التي تصدرها المؤسسات دون أن تكون مضمونة برهن عقاري أو موجودات أو أي ضمانات أخرى وهي أبسط أنواع السندات ، وفي حالة إفلاس المؤسسة أو عدم قدرتها على سداد قيمة الكوبون في أوقاتها المحددة أو بالكمية والمبالغ المتفق عليها، فإن حملة السندات (المقرضون) يصرح لهم القانون برفع دعوى قضائية ضد تلك المؤسسة لبيع وتصفية تلك الموجودات المرهونة وإستعادة أموالهم أو معضمها إن أمكن.³

ج- السند لحامله: تدفع الفائدة وقيمة السند لحامل السند.⁴

د- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:

من المعلوم أن هناك عدة طرق يمكن أن تنهي الشركة إلتزاماتها تجاه المقرضين (حملة السندت)، ولكن هذا النوع من السندات يتحول من نوع من أنواع الإستثمارات المالية إلى نوع آخر، فالخيار هنا

¹ - علي عباس، " الإدارة المالية"، دار إثراء للنشر والتوزيع، ط 1، عمان - الأردن، 2008، ص 271.

² - محمد سعيد عبد الهادي، " الإدارة المالية: الإستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، عمان - الأردن، 2008، ص 244.

³ - أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 258.

⁴ - فيصل جميل السعايدة، نضال عبدالله فريد، مرجع سبق ذكره، ص 80.

للمستثمر (المقرض) حيث يمتلك كامل الحرية في إستبدال ما يحمله من سندات بأسهم عادية ومن أسهم الشركة، وغالبا ما يتم تحديد الوقت أو المدة التي يستطيع خلالها حامل أو مالك السندات تحويل أو إستبدالها بأسهم، كما يتم عادة تحديد عدد الأسهم لكل سند عند الأستبدال، ولكون هذا النوع من السندات يقدم خيارا ثانيا للمستثمر (المقرض)، فإن سعر الفائدة على هذا النوع من السندات يكون عادة أقل من السندات الأخرى وبذلك تكون كلفته على الشركة التي أصدرتها أقل من السندات الأخرى.¹

هـ - السندات القابلة للإستدعاء:

هي سندات يمكن للجهة التي أصدرتها تسديد قيمتها الإسمية قبل تاريخ إستحقاقها، في حين أن السندات غير القابلة للإستدعاء تسدد في تاريخ إستحقاقها فقط. وقد يكون هذا الإستدعاء مطلقا حيث يمكن إستدعاء السندات في أي وقت قبل تاريخ الإستحقاق، وقد يكون مقيدا بحيث يحدد مصدر السندات فترة زمنية محددة يمكن خلالها إستدعاء السندات، ولا يمكن إستدعاء السندات في غير هذه الفترة.²

و- السندات التي لا تحمل معدلا للفائدة :

وهي سندات تباع بخصم على القيمة الإسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الإسمية عند تاريخ الإستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد وذلك إذا رغب التخلص منها قبل تاريخ الإستحقاق، ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الإسمية، سعر البيع مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر.³

ز - سندات الدخل:

وبموجب هذا النوع من السندات تتعهد المؤسسة التي أسدرتها بدفع الفوائد عليها في فترات محددة، ولكن دفع الفوائد لا يتم إلا إذا حققت المؤسسة ربحا يمكنها من دفع الفوائد، فإذا حققت الشركة ربحا كافيا، فإنها تدفع الفوائد بالكامل أما إذا حققت المؤسسة ربحا ولم يكن كافيا لتغطية دفعات الفوائد بالكامل، فإنها تدفع جزءا من الفوائد، أما في حالة الخسارة فإن المؤسسة لاتدفع أية فوائد.⁴

¹ - أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 259.

² - فايز تيم، " مبادئ الإدارة المالية"، إثراء للنشر والتوزيع، ط 3، عمان - الأردن، 2013، ص 113.

³ - محمد سعيد عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، ص 225.

⁴ - فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 113.

ح- السندات التسلسلية:

وهي سندات تصدر بتواريخ إستحقاق متتالية حتى تاريخ الإستحقاق، فمثلا قد تصدر المؤسسة سندات بقيمة 20 مليون دينار لفترة 8 سنوات، على أن يستحق 2 مليون دينار من الإصدار في نهاية كل سنة، ويهدف إصدار السندات بهذا الشكل إلى إجتذاب عدد أكبر من المستثمرين، بمنحهم فرصة إختيار السندات بفترات إستحقاق تتناسب مع أهدافهم.¹

رابعاً: القروض طويلة الأجل

هي إحدى مصادر التمويل المتاحة طويلة الأجل وتكون مدتها أكثر من سنة. وتمنح مثل هذه القروض من البنوك ومؤسسات الأموال الأخرى وقد تكون هذه البنوك من داخل البلد أو من خارجه، ويتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالإتفاق مع المقترض، وكذلك أسلوب إعادة المبلغ المقترض في المواعيد التي يتفق عليها وتكون على شكل دفعات مختلفة حسب الاتفاق بين الطرفين.²

إن الإئتمان المصرفي طويل الأجل لا يختلف عن الائتمان المصرفي قصير الأجل إلا من حيث مدة الإئتمان التي تتجاوز في الإئتمان طويل الأجل المدة المحاسبية أو أكثر من دورة تشغيلية أي أن عمر الإئتمان الافتراضي أكثر من سنة واحدة ليصل في بعض الأحيان إلى عشر سنوات أو عشرين سنة كما أن نسبة الفائدة على الإئتمان طويل الأجل تكون أكبر من نسبة الفائدة على الإئتمان المصرفي قصير الأجل، والبعض يقسم الإئتمان المصرفي طويل الأجل إلى إئتمان متوسط الأجل وإئتمان طويل الأجل على الرغم من أن مفهوم كلا النوعين من الإئتمان هو واحد باختلاف المدة الزمنية للأول من أكثر من سنة إلى 5 أو 7 سنوات في حين أن المدة الزمنية للنوع الثاني هي أكثر من 7 سنوات.³

إن أسباب إختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل يعود إلى الصعوبات التي تواجهها المؤسسات في إصدار أسهم جديدة أو عدم إمكانيتها في الحصول على مصدر تمويل مناسب، وفي بعض الأحيان يشكل هذا النوع من الإقتراض أقل كلفة من المصادر الأخرى على إعتبار أن الفائدة على القرض والعمولة المدفوعة تخفض من الربح الخاضع للضريبة أي توفر الميزة الضريبية لمثل هذا النوع من مصادر الأموال، مع الإشارة إلى وجود عوامل محددة لمبلغ القرض وخاصة في حالة عدم توفر الضمانات الكافية

¹ - المرجع السابق، ص 114.

² - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 120.

³ - علي قابوسة، "أثر هيكل التمويل على ربحية السهم العادي ومعدلات نمو الودعيات الاقتصادية"، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 1، 2008، ص 132 133.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

لتغطية مبلغ القرض أو لمحدودية قدرة المقرض على تسديد الإلتزامات المترتبة عليه، ويعتمد إحتساب كلفة القروض على المبلغ المقرض ومعدل سعر الفائدة وفترة الإقتراض.¹

خامسا: الأرباح المحتجزة

عبارة عن ذلك الجزء من الأرباح الذي تقرر المؤسسة عدم توزيعه على المساهمين وذلك لأغراض تسديد الإلتزامات أو تنفيذ بعض عمليات التوسع في المؤسسة، وهناك علاقة عكسية بين معدل توزيع الأرباح وبين معدل الأرباح المحتجزة، ففي الوقت الذي يكون فيه التوسع مطلوباً فإن توزيع الأرباح على المساهمين مطلوب أيضاً، فكلما زاد معدل الأرباح المحتجزة، إنخفض معدل توزيع الأرباح، والعكس صحيح.

والأرباح المحتجزة أرباح تحققت فعلاً ولكن المؤسسة قررت إحتجازها وذلك للحصول على مصدر تمويلي لتوفير السيولة اللازمة للوفاء بالإلتزامات أو تمويل عمليات المؤسسة أو التوسع في الإنتاج.²

إن الأرباح المحتجزة هي الأموال التي تحتفظ بها المؤسسة والناجمة عن الأرباح المحققة من أعمالها وإستثماراتها، وهي ماتبقى من إجمالي الأرباح بعد توزيعها على الملاك والدائنون وغيرهم.³

المبحث الثاني: تكلفة الأموال

إن تكلفة المرتبطة بالأموال التي تحتاجها المؤسسة الاقتصادية في تمويل إحتياجاتها تعد عامل أساسي في عملية الإختيار والمفاضلة بين المصادر المتاحة، وهذا يستلزم الدراسة المدققة لكل مصدر تمويلي والتكلفة المترتبة عنه من طرف المسير المالي والإدارة المالية لضمان الوصول إلى تحقيق الأهداف المالية الموضوعة.

¹ - دريد كامل آل شبيب، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط2، عمان الأردن، 2009، ص 218.

² - هيثم محمد الزعبي، مرجع سبق ذكره، ص94.

³ - عبيد علي أحمد الحجازي، "مصادر التمويل مع شرح لمصدر القروض وبيان كيفية معاملته ضريبياً"، دار النهضة العربية، 2001، ص 37.

المطلب الأول: ماهية تكلفة الأموال

تتوقع كل مؤسسة تستخدم مجموعة معينة من المصادر لتمويل أنشطتها دفع تكلفة متأتية عن ذلك حيث تختلف التكلفة حسب نوع المصادر المعتمدة عليها.

الفرع الأول: تعريف تكلفة الأموال

تكلفة الأموال بمعنى معدل العائد المطلوب للمحافظة على قيمة المؤسسة السوقية (أو المحافظة على أسعار أسهم المؤسسة) لذا يجب على المدراء معرفة تلك التكلفة وعادة ماتسمى بالحد الأدنى من العائد المطلوب The Minimum Required Rate of Return حيث تفيد في:¹

- إتخاذ قرارات الإستثمار الرأسمالي؛
- المساعدة في تحديد هيكل رأس المال الأمثل The Optimal Capital Structure ؛
- إتخاذ القرارات المتعلقة بالتأجير Leasing، أو إدارة رأس المال العامل Working Capital Management.

كما نعرف التكلفة الكلية للأموال بأنها "العائد المطلوب من قبل المستثمرين الممولين للإستثمارات والتي قاموا بتوفير رأسمالها".²

وببساطة يمكننا تعريف تكلفة الأموال بأنها: "الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الإستثمارات الرأسمالية المقترحة". وتحقيق معدل عائد أقل من هذا المعدل يؤدي إلى سوء الحالة المالية لأصحاب المؤسسة مما كانت عليه من قبل وما يترتب على ذلك من إنخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، بينما تحقيق معدل أكبر من هذا الحد الأدنى يؤدي إلى تحسين الحالة المالية لملاك المؤسسة مع زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.³

يمكن القول أن تكلفة الأموال مثلها مثل أسعار السلع الأخرى التي تتحدد بقوى العرض والطلب في الأسواق، وتتوقف تكلفة الأموال على أقل سعر يمكن أن يقبل به صاحب الأموال عندما يقرضها أو يستثمرها، وعلى أعلى سعر يمكن أن يدفعه مستخدم الأموال، كما تتوقف تكلفة الأموال على مصادر

¹- عبد الغفار حنفي، "تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى"، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2009، ص 303.

²- مدحت إبراهيم الطراونة، "قياس تكلفة الأموال في منشآت الأعمال"، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 13، العدد 01، 2002، ص 9.

³- محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، "الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، ص 273.

ونوعية الأموال (ملكية أو دين) وعلى المخاطر المرافقة لها. فيوجد علاقة بين العائد المتوقع من الإستثمار في الورقة المالية (سهم أو سند) والمخاطرة، وهذه العلاقة تختلف باختلاف طبيعة الورقة المالية والجهات المصدرة لها.¹

وعلى ضوء ماسبق يمكننا الخروج بتعريف لتكلفة الأموال بأنها: "الحد الأدنى من العائد المطلوب من قبل المستثمرين أصحاب الأموال والذي يحقق المحافظة على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل المخاطر المرتبطة باستخدام هته الأموال".

الفرع الثاني: تكلفة مصادر الأموال

أولاً: تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل

1. تكلفة الإئتمان التجاري

يمكن تقسيم الإئتمان التجاري إلى: إئتمان تجاري مجاني free-charge trade credit، وإئتمان تجاري ذو تكلفة costly trade credit فإذا إستقادت المؤسسة من خصم الدفع النقدي وسددت قيمة البضاعة ناقص الخصم في نهاية فترة الخصم النقدي، فإن التمويل المقدم للمؤسسة خلال فترة الخصم النقدي يعتبر إئتمان تجاري بدون تكلفة. أما إذا أرادت المؤسسة أن تستفيد من الإئتمان التجاري الذي يقدمه المورد بالكامل، وقامت وقامت بدفع قيمة المشتريات في نهاية فترة الإئتمان، فإنها تكون قد حصلت على تسهيلات إئتمانية من المورد بتكلفة مرتفعة نسبياً. لذلك يتوجب على الإدارة المالية حساب هذه التكلفة قبل إتخاذ القرار وتحديد ما إذا كان من المجدي أن تتحمل المؤسسة هذه التكلفة العالية للتمويل، أو أن هناك بدائل أخرى للتمويل أقل تكلفة. هذا يتوضح من خلال حساب كلفة الإئتمان التجاري وكما يلي:²

$$(02)... \text{تكلفة الإئتمان التجاري للمرة الواحدة} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{100 - \text{نسبة الخصم}} \times \frac{360 \text{ يوم}}{\text{مدة الإئتمان} - \text{مدة الخصم}}$$

2. تكلفة الإئتمان المصرفي

تتمثل تكلفة الإئتمان المصرفي في الفائدة التي تدفعها المؤسسة، والتي عادة ماتكون في صورة نسبة مئوية من قيمة القرض. ويمكن أن نطلق على هذه التكلفة بالتكلفة الإسمية، تمييزاً لها عن التكلفة الفعلية

¹ - مدحت إبراهيم الطراونة، مرجع سبق ذكره، ص 10.

² - محمد علي العامري، "الإدارة المالية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، ب ط، عمان - الأردن، 2015، ص ص 265 266.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

التي تتوقف على شروط الاتفاق بين البنك والمؤسسة، كما تتوقف على معدل الضريبة الذي تخضع له أرباح المؤسسة. وبالنسبة لشروط الاتفاق فهناك عدد من الإحتمالات بشأنها من أهمها: ¹

- أن يطلب البنك من المؤسسة الإحتفاض برصيد معوض؛
- أن يطلب البنك من المؤسسة سداد الفائدة مقدماً؛
- أن يطلب البنك من المؤسسة سداد القرض على دفعات.

ويتم حساب معدل الفائدة الفعلي للإئتمان المصرفي قصير الأجل حسب الحالات الممكنة الناتجة عن شروط الاتفاق بين المؤسسة والبنك، وفيما يلي الحالات الممكنة: ²

الحالة الأولى: عند طلب البنك من المؤسسة برصيد معوض يحسب معدل الفائدة الفعلي حسب

العلاقة:

$$(03)... \text{معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة} = \text{قيمة القرض} - \text{الرصيد المعوض} / \text{قيمة الفائدة قبل}$$

الضريبة

أما

$$(04)... \text{معدل الفائدة بعد الضريبة} = \text{معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة} (1 - \text{معدل الضريبة})$$

الحالة الثانية: عند طلب البنك من المؤسسة سداد الفائدة مسبقاً يحسب معدل الفائدة الفعلي وفق

العلاقة:

$$(05)... \text{معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة} = \text{قيمة القرض} - \text{قيمة الفائدة} / \text{قيمة الفائدة}$$

أما

$$(06)... \text{معدل الفائدة بعد الضريبة} = \text{معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة} (1 - \text{معدل الضريبة})$$

الحالة الثالثة: عند طلب البنك من المؤسسة سداد القرض على دفعات يحسب معدل الفائدة الفعلي

وفق العلاقة:

¹ - منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، ط 6، الإسكندرية- مصر، 2007، 530.

² - محمد بوهالي، مرجع سبق ذكره، ص ص 21 22.

(07)...معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة = قيمة القرض (عدد الدفعات + 1) / 2 × عدد الدفعات × قيمة الفائدة

أما

(08)...معدل الفائدة بعد الضريبة = معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة (1 - معدل الضريبة)

كما يتوقف تحديد سعر الفائدة على الائتمان المصرفي إلى حد كبير على العاملين التاليين:¹

- الضمان الذي يقدمه العميل للبنك عند طلبه الحصول على الائتمان المصرفي، حيث أن توفر هذا الضمان يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة التي يحصل عليها العميل من البنك، بينما في حالة وجود هذا الضمان فإن سعر هذه الفائدة يزداد نظرا لزيادة المخاطرة التي يتحملها البنك عند منح الائتمان في هذه الحالة؛

- المركز المالي للعميل: كلما كان هذا المركز قويا كلما أدى ذلك إلى انخفاض سعر الفائدة التي يحصل عليها العميل من البنك، ويحدث عكس ذلك تماما كلما كان المركز المالي للعميل ضعيفا.
3. تكلفة التمويل بالأوراق التجارية

يتبع السعر الذي يدفع للأوراق التجارية سعر الفائدة في السق النقدي وغ ذلك فإن فائدة الأوراق التجارية أعلى من سعر فائدة سندات الخزينة للأسباب التي تتعلق بما يلي:

- الخطر الائتماني؛
- الإعتبارات الضريبية حيث أن جزء من سندات الخزينة معفى من ضريبة الدخل؛
- السيولة حيث سندات الخزينة أبر سيولة من الأوراق التجارية.

هذا ويتم احتساب سعر الورقة التجارية كما يلي:²

الورقة التي لا تحمل سعر فائدة تحسب قيمتها من خلال المعادلة الآتية:

¹ - أحمد محمد عني، مرجع سبق ذكره، ص ص 108 109.

² - محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص ص 519 520.

$$(9)...السعر = 1 - \frac{\text{سعر الخصم} \times \text{الأيام المتبقية حتى تاريخ الإستحقاق}}{360} \times \text{القيمة الاسمية للورقة}$$

الورقة التي تحمل فائدة تصدر بالقيمة الاسمية وفقا للمعادلة التالية:

$$(10)...السعر =$$

$$\frac{(\text{سعر الفائدة المثبت على الورقة}) \times (\text{القيمة الاسمية للورقة}) + (\text{القيمة الاسمية للورقة}) \times (\text{سعر الفائدة المتبقية على الورقة})}{(\text{سعر الفائدة المثبت على الورقة}) \times (\text{القيمة الاسمية للورقة}) + (\text{القيمة الاسمية للورقة}) \times (\text{عدد الأيام المتبقية} + 360) - (\text{القيمة الاسمية للورقة})}$$

ومن ثم يمكن حساب التكلفة الحقيقية للفائدة من خلال المعادلة الآتية:

$$(11)...التكلفة الحقيقية للفائدة = \frac{\text{سعر الخصم}}{1 - (\text{سعر الخصم} \times \text{مدة الإستحقاق} + 360)}$$

ثانيا: تكلفة مصادر التمويل متوسط الأجل

تكلفة الإئتمان الإستثماري

بما أن تكلفة الإئتمان الإستثماري تمنح كاملة في كل تجهيزات أو عقارات فإن الإسترداد لابد أن يكون كاملا أيضا، ومعنى الإسترداد الكامل حصول المؤسسة الممولة على قيمة التجهيزات خلال فترة الإئتمان، بما تشمله من تكاليف التأمين، الصيانة، مخاطر التشغيل، وكل مايتحمله الممول من أعباء إضافية إلى ما يأمل الحصول تطبيقا لمبدأ المشاركة في الأرباح، وهي القيمة الإجمالية التي توزع على أقساط يراعي فيها ربط التكلفة مباشرة بالعائد وتطبيقا لمبدأ أن التجهيزات تدفع قيمتها من عوائدها، وتطبيقا أيضا لقواعد الإنتاجية الحدية، وتزايد معدلات الإهلاك بمرور الزمن، وبذلك لاينبغي أن تكون الأقساط متساوية، بل تكون مسايرة لإنتاجية المؤسسة، وبالتالي تكون قيم الأقساط محددة بطريقة متدرجة في كل تنازلي أي متناقصة مع الزمن، وتتمثل تكلفة الإئتمان الأيجاري في المعدل الذي تتساوى عنده قيمة الإستثمار الممول بالإئتمان الإيجاري،

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

مضافا إليها الخسارة الضريبية الناتجة عن الإهلاكات، بالإضافة إلى القيمة المتبقية للأصل في حالة إختيار الشراء في نهاية العقد، وتعطى هذه التكلفة بالعلاقة التالية:¹

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Li(1+t) + tAi}{(1+e)^t} + \frac{Rn}{(1+e)^t} \dots (12)$$

حيث:

V_0 : قيمة الأصل الممول بالإئتمان الإيجاري

Li : الإيجار للفترة i

t : معدل الضريبة

A : إهلاك الأصل فيما لو كانت لمؤسسة مالكة له

C : معدل تكلفة التمويل التمويل الإستثمار

Rn : القيمة المتبقية للأصل في نهاية العقد وهي قيمة شرائه

ثالثا: تكلفة مصادر التمويل طويل الأجل

يشكل كل عنصر من عناصر رأس المال أحد مكونات تكلفة الأموال ولكي يتم حساب تكلفة

كل عنصر نعطي الرموز الآتية:

Ke : تكلفة الأسهم العادية

K_{sp} : تكلفة الأسهم الممتازة

K_d : تكلفة التمويل بالسندات

K_s : تكلفة التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة

¹ - قطاف ليلي، بوسعدة سعيدة، " الإئتمان الإيجاري كطريقة حديثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع دراسة تطبيقية لمؤسسة BCR بسطيف"، الدورة الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الإقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف - الجزائر، 25 - 28 ماي 2003، ص 459.

1. تكلفة التمويل بالأسهم العادية

تتحمل المؤسسات تكلفة تسويق وتوزيع أسهمها الجديدة، وبالتالي كلفة إصدار الأسهم الجديدة غالباً أعلى من كلفة التمويل من خلال الأرباح المحتجزة. وتحسب كلفة إصدار الأسهم العادية بالمعادلة التالية:¹

$$K_e = \frac{D_1}{P_0(1 - \text{COST } T\%)} + g \dots (13)$$

حيث أن:

D_1 : الأرباح الموزعة لحملة الأسهم العادية (مقسوم الأرباح)

P_0 : سعر السهم السوقي الحالي

g : معدل النمو في توزيعات الأرباح (غالباً يفترض أن معدل النمو ثابت)

والجدير بالذكر أن إصدار الأسهم العادية الجديدة يعتبر أكثر مصادر التمويل الخارجي كلفة من حيث كلفة الإصدار والمخاطرة المرافقة لعملية الإصدار، حيث يتوجب على المؤسسة أن تستثمر هذه الأموال وتوظفها بشكل ناجح لكي تحقق معدل عائد يفوق كلفتها، وبالمقابل فإن إصدار الأسهم يخفض من الرفع المالي ويرفع من قدرة المؤسسة المستقبلية في الحصول على مصادر تمويل مقترضة.²

2. تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة

تختلف الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بأن الأولى تحصل عادة على معدل ثابت من الأرباح السنوية وكذلك الأمر فإن تكاليف إصدارها أعلى من تكاليف إصدار الأسهم العادية.

$$K_{sp} = \frac{D_{ps}}{P_{nt}} \dots (14)$$

$$= \frac{D_{ps}}{P(1 - \text{COST}\%)} \dots (14'')$$

¹ - أسعد حميد العلي، " الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية"، دار وائل للنشر، ط1، عمان - الأردن، 2010، ص 345.

² - نفس المرجع السابق، ص 345.

حيث: 1

D_{ps} : الأرباح الموزعة لحملة الأسهم الممتازة (ويطلق عليه مقسوم الأرباح؛

P_{nt} : السعر الصافي بعد إصدار السهم الممتاز الواحد، بمعنى يطرح من قيمة السهم مصروفات الإصدار والتوزيع؛

P : سعر بيع السهم الممتاز؛

$Cost$: كلفة (مصاريف) إصدار وتوزيع السهم الممتاز وتحسب كنسبة مئوية بقسمة كلفة الإصدار على سعر السهم الممتاز.

وبالنظر إلى المعادلة نجد أنها تساوي حاصل قسمة توزيعات الأرباح على الأسهم الممتازة (ز) على السعر الصافي لإصدار السهم الممتاز.²

3. تكلفة التمويل بالسندات

تكلفة القروض طويلة الأجل بعد الضريبة تساوي معدل العائد حتى تاريخ الإستحقاق للسندات طويلة الأجل الذي يطلبه حاملي هذه السندات أي أنه يساوي معدل الخصم الذي يحقق التساوي بين المدفوعات التي تتحملها المؤسسة (التدفقات النقدية الخارجة) بسعر السند ويمكن معرفة المعدل من خلال المعادلة التالية:

(15)...سعر السند السوقى = القيمة الحالية لمدفوعات الفوائد + القيمة الحالية لقيمة السند

عند الإستحقاق

أي أن معدل الخصم الذي يحقق هذا التساوي بين جانبي المعادلة يشكل معدل العائد المطلوب أي التكلفة للسند.³

ويمكن حساب تكلفة التمويل بالسند عن طريق المعادلة:

¹- أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 341 342.

²- منير شاكر محمد وآخرون، " التحليل المالي مدخل صناعة القرارات"، دار وائل للنشر، ط 2، عمان - الأردن، 2005، ص 293.

³- عبد الغفار حنفي، " الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات"، مؤسسة شباب الجامعة، ب ط، الإسكندرية - مصر، 2007، ص 369.

$$P = \sum_{r=1}^n \frac{I}{(1+r)^t} + \frac{MV}{(1+r)^n} \dots (16)$$

P: المبلغ الذي تم تحصيله نتيجة بيع السند؛

I: الفائدة السنوية على القرض؛

r: معدل العائد المطلوب أو تكلفة الدين (السند)؛

n : فترة إستحقاق القرض أو السند؛

MV: قيمة القرض في تاريخ الإستحقاق أو القيمة الإسمية للسند في تاريخ الإستحقاق.

ويعتمد حل المعادلة السابقة على طريقة التجربة والخطأ في إيجاد تكلفة التمويل، وهذه الطريقة تأخذ وقت وجهد، لهذا توجد طريقة تقريبية لإيجاد تكلفة التمويل وهي كما يلي:

$$K_d = \frac{I + \frac{M - N_d}{n}}{\frac{M + N_d}{2}} \dots (17)$$

حيث أن:

M: القيمة الإسمية للسند؛

I: الفائدة السنوية المدفوعة؛

N_d : صافي المتحصلات من بيع السند؛

n : مدة إستحقاق السند.

كما تتحمل المؤسسة عندما تصدر سندات مجموعة من المصاريف نلخصها كما يلي:

المصاريف التي تتكبدها لإجراء الدراسات اللازمة وتلك التي تنفقها لأغراض الحصول على موافقة الهيئة العامة ووزارة التجارة والصناعة ونفقات الطباعة والإعلان عن الإصدار، الرسوم المرتبطة برهن الأصول وخاصة إذا إرتبطت عملية الإصدار بشرط رهن بعض ممتلكات المؤسسة، العمولة التي تدفعها المؤسسة لقاء قيام الجهات المكلفة بإصدار السندات والتي هي غالبا عمولات

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

تتقاضاها الشركات المالية وفروعها، هناك مصاريف تتمثل الفرق بين القيمة الإسمية للسندات والمبالغ المحصلة من هذه السندات مقسومة على عمر السند.¹

4. تكلفة التمويل بالقروض طويلة الأجل

تعرف تكلفة الاقتراض بأنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الإستثمارات الممولة بالقروض والذي يحفظ الإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير. وعلى هذا الأساس فيمكن القول بأن تكلفة القرض ماهي إلا سعر الفائدة على القروض، وذلك بسبب أنه لو قامت المؤسسة بالإقتراض وإستثمار الأموال المقترضة للحصول على عائد - قبل الضرائب - يتساوى مع سعر الفائدة، فإن ذلك يؤدي إلى بقاء الإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير.²

يمكننا قياس تكلفة التمويل عن طريق الاقتراض كما يلي:

(18)...تكلفة التمويل عن طريق الاقتراض بعد الضريبة = معدل فائدة القرض (1 - معدل

$$\text{ضريبة الدخل} \times 100$$

$$(18)... \text{ت} = \text{ق} = \text{ف} (1 - \text{ف}) \times 100$$

ويعود سبب طرح معدل ضريبة الدخل من تكلفة الفائدة لأن الفائدة تعامل ضمن المصاريف التي تطرح من الإيرادات لغرض حساب ضريبة الدخل، وهذا يعني أن الدولة تتحمل جزءا من الفوائد مساويا لنسبة الضريبة المذكورة وبالتالي فإن الوفرات الضريبية تخفض من تكلفة الفائدة وتحسن من وضع المؤسسة لأن هذا يعتمد على المجرى النقدي بعد الضريبة، كما أن تكلفة المديونية هنا هي تكلفة حدية بمعنى أنها التكلفة المضافة التي تتحملها بسبب زيادة المديونية.³

5. تكلفة التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة

¹ - عبد المعطي أرشيد، حسني علي خريوش، " أساسيات الإدارة المالية"، دار زهران للنشر والتوزيع، ط 1، عمان الأردن، 2013، ص 212.

² - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، " الإدارة المالية مدخل القيمة وإتخاذ القرار"، الدار الجامعية، ب ط، الإسكندرية - مصر، 2002، ص 276.

³ - محمد إبراهيم عبد الرحيم، " إقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي"، مؤسسة شباب الجامعة، ب ط، الإسكندرية - مصر، 2008، ص 31.

إن الأرباح المحتجزة تعتبر إستثماراً لحملة الأسهم العادية وتكلفتها يجب أن تكون أقل من معدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم والذي يتوقف على توقعاتهم فيما يختص بالتوزيعات المتوقعة في علاقتها بسعر السهم.¹

هناك ثلاث طرق لحساب كلفة الأرباح المحتجزة:²

أ- الطريقة الأولى: نموذج (CAPM) وفق الخطوات التالية:

$$K_s = R_F + \beta (\overline{R_m} - R_F) \dots (19)$$

- الخطوة الأولى: تقدير سعر الفائدة الخالي من المخاطرة وهو معدل على حولات الخزنة (R_F)

- الخطوة الثانية: تقدير معامل β للسهم لغرض تقدير المخاطرة السوقية للسهم (β).

- الخطوة الثالثة: (السوق محفظة) للسوق المتوقع العائد معدل تقدير R_m

- تطبيق المعادلة

ب- الطريقة الثانية: عائد السند + علاوة المخاطرة

$$(\text{Bond} - \text{Yield}) + \text{Risk premium}$$

تعتمد هذه الطريقة على أساس إضافة ما بين 2% إلى 4% إلى سعر الفائدة السوقية على السندات التي تصدرها نفس الشركة للوصول إلى المردود المطلوب من السهم. وذلك بأن مخاطرة أسهم ملكية الشركة أعلى من مخاطرة سنداتها.

ج- الطريقة الثالثة: عائد مقسوم الأرباح + نسبة النمو

$$(\text{dividend} - \text{Yield}) + \text{Growth rate}$$

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + g \dots (20)$$

حيث:

¹ - عاطف جابر طه عبد الرحيم، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2008، ص 277.

² - أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 343 344.

$D_n = \text{مقسوم الأرباح المتوقع في السنة } 1, 2, 3, 4 \dots P_0 = D_n (g + 1)^n = \text{سعر السهم السوقي الحالي}$

$g = \text{معدل النمو في توزيعات الأرباح وغالبا يفترض أن معدل النمو ثابت.}$

المطلب الثاني: طرق حساب وتقدير تكلفة الأموال

نظرا لأهمية عنصر تكلفة الأموال المستخدمة في تمويل إستثمارات المؤسسة وعلاقتها بإختيار الهيكل التمويلي الأمثل لها، كان لابد من تلخيص أهم المداخل التي إهتمت بحساب هته التكلفة وبيان فحواها، وهذا ماسيتم تناوله في هذا المطلب.

الفرع الأول: تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان

نقصد بالتكلفة المرجحة للأموال كلفة هيكل التمويل للمشروع، أي كلفة الأموال المستثمرة في المشروع محسوبة على أساس المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر تمويلي في هيكل رأسمال المشروع، وهنا يتطلب الأمر إعطاء وزن نسبي معين لكل مصدر من مصادر التمويل أي تحديد مكونات هيكل رأس المال، وبعد إحتساب كلفة كل عنصر من عناصر التمويل نضرب كلفة كل عنصر بالوزن النسبي لمساهمة في هيكل رأس المال ونجمع النتيجة لنحصل على الكلفة المرجحة للأموال، والكلفة المرجحة المتوسطة للأموال تستخدم للمقارنة بين البدائل المطروحة من مصادر التمويل المتاحة للمشروع ويتم مقارنتها مع العائد لنسنتطيع بعدها أن نقرر إعتماد هذه المصادر بأهميتها النسبية المقترحة أو تغيير مقدار مساهمة كل عنصر، وخاصة تلك المصادر التي كلفتها عالية لتخفيف العبء إذ يتحمله المشروع والناجم عن ارتفاع كلفة مصادر التمويل.¹

من المعروف أن أغلب المؤسسات تمتلك هيكل أمثل لرأس المال، أو ما يطلق عليه بالمزيج التمويلي، الذي يتكون من المديونية، الأسهم الممتازة، وحقوق المديونية، التي تتشكل بدورها من التمويل الممتلك الخارجي (إصدار أسهم عادية جديدة) والتمويل الممتلك الداخلي (إحتجاز الأرباح) وبما يؤدي إلى تعظيم قيمة السهم في سوق الأوراق المالية. بناءا عليه فإن تعظيم قيمة المؤسسة

¹ - دريد كامل آل شبيب، " مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، مرجع سبق ذكره، ص 334.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

يتطلب من إدارتها تأسيس هيكل مستهدف (أمثل) لرأس المال وأن عليها أن تحافظ على ذلك الهيكل عند وجود الحاجة لتوفير الأموال لتوسيع نشاطها. ومن المعادلة أدناه يمكن إستخدامها لحساب تكلفة الأموال المتوسطة المرجحة:¹

تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان = [(نسبة الدين) × (تكلفة الدين)] + [(نسبة الأسهم الممتازة) × (تكلفة الأسهم الممتازة)] + [(نسبة حقوق الملكية) × (تكلفة حقوق الملكية)] ... (21)

$$= \text{ك د ض م} + \text{ك م م} + \text{ك ع م}$$

حيث أن:

ك د ض م: الكلفة الموزونة للدين بعد الضريبة

ك م م: الكلفة الموزونة للأسهم الممتازة

ك ع م: الكلفة الموزونة للأسهم العادية

من أهم السمات المميزة للتكلفة المحسوبة على أساس الأوزان المستهدفة أنها لا تتغير إلا إذا تغير القرار المحدد للهيكل المالي المستهدف، وإذا لم يطرأ تغير على هذا القرار فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة بصرف النظر عن الهيكل المالي الفعلي، أي سواء كان الهيكل المالي الفعلي للمؤسسة يماثل الهيكل المستهدف لها أم لا. غير أن هذا الاستقرار والثبات قد يترتب عليه آثار غير محمودة. فإذا كانت أوزان العناصر مرتفعة التكلفة في الهيكل المالي الفعلي، تفوق مثيلتها في الهيكل المالي المستهدف، فإن تكلفة الأموال المحسوبة على أساس المدخل المستهدف ستكون أقل من التكلفة الفعلية للأموال. وإذا ماتم تقييم الإقتراحات الإستثمارية على أساس معدل التكلفة للهيكل المستهدف، فقد يترتب على ذلك قبول إقتراحات إستثمارية كان يتبغي ان ترفض، مما يترك أثراً عكسياً على ثروة الملاك.²

الفرع الثاني: التكلفة التاريخية للأموال (الفعلية)

¹ - عدنان تايه التعييمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 421 422.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 579.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

يسمى هذا المدخل بالإستاتيكي Historical Weight Approche Statique، ويستند هذا المدخل إلى فرض أساسي هو أمثلية الهيكل الحالي للتمويل والإبقاء على هذا الوضع يتطلب مراعاة إستمرارية التمويل بنفس النسب الحالية لهذا المصدر بالمقارنة بإجمالي التمويل، فإذا كانت القروض تشكل عنصرا من عناصر الهيكل فلا بد من إستبدال المستهلكة بغيرها للمحافظة على هذا الوضع.

وقد تحدد هذه النسب وفقا للقيم الدفترية book value أو حسب القيم السوقية market value لكل عنصر من عناصر هيكل التمويل، حيث تعطي الأخيرة قيما أكبر لمعدل الرسملة مما لو أستخدمت القيم الدفترية بسبب التفاوت بين القيم الدفترية والسوقية، وبذلك يمكن القول بأن إستخدام القيم السوقية لحساب الأوزان لمصادر التمويل يؤدي إلى التوصل إلى تكلفة أو معدل أقرب إلى تكلفة الفرصة البديلة منه لو أستخدمت القيم الدفترية.

ونرى أن مدخل التكلفة التاريخية يمثل تكلفة لأوضاع ماضية وليست تكلفة مستقبلية، وبذلك لا تتماشى التكلفة التاريخية وطبيعة قرارات الإستثمار من حيث كونها مستقبلية. لذلك يفضل المدخل الذي يتماشى مع طبيعة هذه القرارات بحيث يقيس بدقة تكلفة الأموال المتوقع إستخدامها في تنفيذ مشروعات الإنفاق الرأسمالي، ويأخذ في الإعتبار التغيرات التي تحدث في مكونات هيكل التمويل والتكلفة المناظرة لهذه المكونات، هذا بالإضافة إلى إفتراض ثبات نسب التمويل من المصادر المختلفة، وإستخدام التكلفة المرجحة الثابتة كمعيار يؤدي إلى إستخدام معيار غير دقيق وإتخاذ قرارات غير سليمة، لأن هذا الإفتراض يعني تخفيض حق الملكية بنفس نسبة تخفيض القروض كشرط للمحافظة على أمثلة الهيكل المثالي، وثبات الأخير يتطلب إحلال قروض جديدة بدلا من المستهلكة بنفس القدر والتكلفة وهو ما يصعب تحقيقه، مما دعى البعض إلى تغيير معاملات الترجيح وفقا للتغير في القروض، وتقديم البدائل بإستخدام تكلفة حق الملكية، حيث يتم تحديد أفضلية البدائل حسب صافي القيمة الحالية لكل بديل، والذي يؤول إلى حق الملكية، وترى أن الرأي الأخير يربط البدائل بمصدر التمويل، حيث يدل هذا الرأي على أن التمويل يتم عن طريق حق الملكية لذلك يستخدم تكلفة حق الملكية في تقييم البدائل، ومن الصعب الربط بين الحصول على الأموال والتخصيص لهذه الأموال، والأنسب إستخدام التكلفة المرجحة المتغيرة للأخذ في

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

الحسبان التغيرات المنتظر حدوثها في نسب التمويل للعناصر المكونة له، والتكلفة المناظرة لهذه العناصر.¹

الفرع الثالث: التكلفة الحدية للأموال

يسمى بالمدخل الديناميكي حيث يهتم بقياس التكلفة المستقبلية للأموال وهو ما يميزه عن المدخل التاريخي (الإستاتيكي) فالمدخل الديناميكي - يعكس التغيرات التي تحدث في مصادر الأموال والتكلفة، وبذلك يقيس تكلفة الفرصة البديلة.

يرى جتمان Gitman أن المدخل الإستاتيكي يحقق الهدف المالي الخاص بتعظيم حق الملكية لمحافظة على إستمرارية النسب المثلى الحالية للتمويل، وهو ما لا يحدث في حالة إستخدام المدخل الحدي - حيث يترتب على إستخدامه اللجوء إلى المصادر المرتفعة التكلفة بعد إستنفاد المصادر المنخفضة التكلفة، وبذلك يتناقض ومبدأ المحافظة على الهيكل المالي الأمثل.

ونرى أن المدخل الديناميكي أكثر فعالية للأسباب التالية:

يقيس هذا المدخل التكلفة المستقبلية للأموال وبذلك يتماشى وطبيعة قرارات الإستثمار من حيث تكوينها متعلقة بالمستقبل على عكس المدخل الإستاتيكي، فهو يبين التكلفة الحالية أو الماضية للأموال وفقا للهيكل التمويلي الحالي، وبذلك يعطي المدخل الأول تكلفة الفرصة البديلة في أي لحظة خلال نطاق الدراسة، بينما لايعطي المدخل الثاني إلا معدل تقريبي لتكلفة الفرصة البديلة في لحظة إعداد الهيكل المالي، وفقا للقيم السوقية لعناصر التمويل.

أن هذا المدخل لا يستند إلى القيم الدفترية لعناصر التمويل، وإنما على القيمة الحقيقية لكل عنصر منسوبا لإجمالي التمويل الإضافي المتاح للإستثمار، وينتج على ذلك وزن حقيقي للعنصر في أي لحظة خلال نطاق الدراسة.

يمكن للتغلب على مسألة إحداث الخلل بالهيكل المثالي للتمويل، بمراعاة النسب المثلى للتمويل من المصادر المختلفة.

¹ - عبد الغفار حنفي، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية- مصر، 2002، ص ص 397 398.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

إستخدام التكلفة المرجحة الحدية وفقا لهذا المدخل كمعيار، تمنع قبول بدائل إستثمارية عوائدها أقل من هذه التكلفة

مما سبق يتضح أن المدخل الديناميكي يعطي أكثر دقة من إستخدام المداخل الإستاتيكي للتقييم والمفاضلة بين مشروعات الإنفاق الإستثماري، مع الإلتزام بمراعاة النسب المثلى للعناصر المكونة للهيكل الأمثل للتمويل.

يتطلب الأمر لتحقيق الفائدة المرجوة إعطاء فكرة موجزة عن الهيكل التمويلي الأمثل وأهم النظريات والآراء المتعلقة بهذه النقطة.¹

المطلب الثالث: إستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تقدير تكلفة الأموال

قد عمل كل من شارب 1964 ولنتر 1965 بتطوير نموذج هاري ماركويتز H. Markowitz الذي يعتمد على المفاضلة بين المخاطر والعائد، ويقدم نموذجهما بإفتراضين رئيسيين إضافيين. الإفتراض الأول هو إمكانية الإقتراض والإقراض بسعر خالي من المخاطر، أي انه يمكن للمستثمرين الإقتراض أو إقراض أي مبلغ من المال بسعر عائد خال من المخاطر وهو نفس الشيء بالنسبة لجميع المستثمرين، أما الإفتراض الثاني هو أن جميع المستثمرين لديهم توقعات متجانسة مما يؤدي إلى توزيع عائدات الأصول من الفترة $t-1$ إلى t .²

بني النموذج على عدة فرضيات أساسية، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:³

- العوائد تتبع التوزيع الطبيعي، أو دوال المنفعة تكون تربيعية؛
- يبني المستثمر إختياره على أساس "عائد- تباين"، ويعظم منفعته في نهاية الفترة؛
- المعلومات متوفرة، حيث تمكن المستثمر من صياغة التوزيعات الإحتمالية لعوائد السوق؛
- بإمكان المستثمر تحديد كل البدائل في السوق المالية، من دون تحمل تكاليف الصفقات؛

¹ - عبد الغفار حنفي، مصدر سبق ذكره، ص 398 399.

² - زودة عمار وآخرون، "نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية"، مجلة دراسات وأبحاث إقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد 7، العدد 2، 2020، ص 103.

³ - بدروني عيسى، شريط حسين الأمين، "دراسة واقعية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر " سهم أن سي أ روبية كنموذج"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 10، العدد 18، 2017، ص 55.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

- تنافسية السوق المالية وغياب الضرائب؛
- التجزئة اللامنتاهية للأصول المالية ممكنة؛
- إمكانية الإقراض والإقتراض في السوق؛
- وجود معدل عائد خالي من المخاطرة واحد.

ومن أهم إستخدامات CAPM:¹

- يعتبر الإستخدام الأساسي لهذا النموذج هو حساب كلفة التمويل والتي تمثل في نفس الوقت معدل العائد المطلوب على حق الملكية، فهو النموذج المفضل حالياً في حساب هذه المؤشرات المالية، ولكلفة التمويل المحسوبة بهذا النموذج أهمية كبيرة في القرارات المالية، بما في ذلك قرارات التمويل والإستثمار، لأنها هي بمثابة أدنى عائد يطلب من القرارات المالية تحقيقه؛

- يستخدم للمفاضلة بين الهياكل المالية من خلال إختيار الهيكل المالي الذي يحقق أقل معدل لكلفة التمويل، أو ذلك الذي يحقق أكبر فرق موجب بين معدل العائد المتوقع والمطلوب؛

- الإستخدام الثالث للـ CAPM هو في مجال قرارات الإنفاق الإستثماري، لأن قرار قبول أو رفض الإقتراح الإستثماري يتوقف على صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية لذلك الإقتراح، فصافي القيمة الحالية المحسوب على أساس هذا النموذج موزوناً بالمخاطر، عكس الطريقة التقليدية التي يعاب عليها أنها لم تأخذ أثر المخاطرة بعين الإعتبار؛

- تحديد العلاوة التي يجب تحصيلها مقابل تحمل المستثمر المخاطر المنتظمة.

- يستخدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تقدير تكلفة أموال الملكية في الشركة والتي تدمج مع عناصر التكلفة الأخرى لتحديد "متوسط التكلفة" والذي يستخدم كسعر خصم في معادلات تقييم إقتراحات الإنفاق الإستثماري. ويتم بذلك بإتباع الخطوات التالية:²

- تقدير مؤشرات السوق وذلك بغرض تقدير خط الإستثمار/ السوق (سعر السوق للخطر):

إن أهم مؤشرات السوق المطلوب تقديرها هي معدل العائد الخالي من الخطر ومعدل عائد

¹ - زودة عمار وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 104 105.

² - نهال فريد مصطفى، طارق الشهاوى، "الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات"، دار الجامعيين للطباعة والتجليد، الإسكندرية - مصر، 2012، ص 224.

السوق وأخيرا تباين عوائد السوق، وتمثل هذه المؤشرات الثلاثة المتغيرات التي تحدد خط الإستثمار / السوق.¹

- تقدير معاملات بيتا للمنشأة: إن العنصر المهم في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAMP هو العلاقة بين مخاطر السوق وعائد أصل مالي معين، ويتم التعبير عن هذه العلاقة بواسطة معامل البيتة β (Béta c=Coefficient)، إن هذا المعامل يعتبر مقياسا إحصائيا للمخاطر النظامية ومؤشرا لدرجة حساسية عائد أصل مالي معين نتيجة التغير في عائد السوق الدوري، ويمكن قياس معامل البيتة لأصل معين β_i ، من خلال إحدى الصيغتين الرياضيتين التاليتين:²

$$\beta_i = \frac{COV(i,m)}{\delta_m^2} = \frac{COV(i,m)}{VAR_m}$$

أو

$$\beta_i = \frac{\delta_i}{\delta_m} \times CORR(i,m) \dots (22)$$

تم إيجاد الصيغة الثانية للبيتة من خلال تعويض $COV(i,m)$ بدلالة $CORR(i,m)$ في الصيغة الأولى، وحل المعادلة رياضيا

$$CORR(i,m) = \frac{COV(i,m)}{\delta_i \times \delta_m} \dots (23)$$

- إستخدام التقديرات السابقة للتوصل إلى تكلفة أموال الملكية للمنشأة؛
- إستخدام أسلوب المتوسط المرجح بالأوزان بعد معرفة تكلفة السندات لتحديد تكلفة الأموال للمنشأة.

ويعرف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالصيغة الرياضية التالية:³

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] \dots (24)$$

¹ - نفس المرجع السابق، ص 224.

² - زودة عمار وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 105.

³ - بدروني عيسى، شريط حسين الأمين، مرجع سبق ذكره، ص 55 56.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

حيث، وبعد الدخول في تفاصيل هذه الصيغة يمكن قراءة مكوناتها كما يلي:

$E(R_i)$: معدل العائد المتوقع للأصل i ؛

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة $\sigma_f = 0$

$E(R_m)$: معدل العائد المتوقع للسوق المالية ككل (أي بأخذ كل الأصول المكونة للسوق

المالية)، والذي من خلاله يتم الحصول على محفظة مالية للسوق بأقل مخاطرة ممكنة $\min(\sigma_i^2)$.

المبحث الثالث: ماهية الهيكل التمويلي

تتنوع مصادر تمويل المؤسسة وتختلف حسب عدة معيير وحسب حاجة المؤسسة إلى كل مصدر، ومن غير المستحب لها أن تكتفي بمصدر وحيد أو أن تعتمد على كل المصادر وبنفس النسبة، لذا هناك عدة اعتبارات تأخذها المؤسسة بعين الاعتبار في إختيار المزيج الأمثل من مصادر التمويل والذي من شأنه أن يقلل المخاطر التي قد تتعرض لها ويعظم المنافع التي تنطوي عليها تلك المصادر.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل التمويلي

في هذا المطلب سيتم التطرق لمفهوم الهيكل التمويلي من خلال تسليط الضوء على أهم التعاريف الخاصة به، إضافة إلى تناول التعاريف الخاصة بالهيكل التمويلي الأمثل.

الفرع الأول: تعريف الهيكل التمويلي

يمكن تعريف الهيكل التمويلي على أنه: " مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول المتمثلة بالجانب الأيمن في الميزانية العمومية، أو الإستمرارية الدائمة في تمويل المشروع الذي

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

يمول أصول المؤسسة، ويتكون من تمويلين أساسيين هما التمويل المقترض (طويل الاجل وقصير الأجل) والتمويل الممتلك الذي يحوي رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة".¹

كما يقصد به: "مجموعة المصادر التي حصلت منها الشركة على الأموال بهدف تمويل إستثماراتها، وبالتالي فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها الجانب الأيسر من الميزانية العمومية (المطلوبات + حقوق الملكية)".²

"إن مصطلح الهيكل المالي يختلف عن هيكل رأس المال، حيث يظهر الهيكل المالي نمط التمويل الإجمالي، ويقيس مدى توفر الأموال الإجمالية لتمويل إجمالي أصول المؤسسة".³

الهيكل المالي = إجمالي الخصوم... (25)

أو هو

الهيكل المالي = هيكل رأس المال + الخصوم المتداولة... (25)

يقصد بالهيكل التمويلي Financial Structure، توليفة مصادر الأموال التي إختارتها المؤسسة لتغطية إستثماراتها. ويتكون الهيكل التمويلي للمؤسسة من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العامة سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم كانت قصيرة الأجل، وسواء كانت أموال دين (إقتراض) أو أموال خاصة. ويختلف الهيكل التمويلي بالمفهوم السابق عن هيكل رأس المال، الذي يتضمن تشكيلة مصادر التمويل طويلة الأجل فقط أي أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل التمويلي.⁴

¹ - نشأت حكمت عليوي، " أثر الرفع المالي على الأداء المالي في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، عمان- الأردن، 2019، ص 09.

² - محمود فهد عبد علي، " أثر الرافعة المالية في كلفة التمويل ومعدل العائد على حق الملكية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العراق، العدد 21، ص 243.

³ - C.Paramasivan, T.Subramanian, op cit, p48.

⁴ - حركاتي نبيل، "محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 18، العدد 01، 2018، ص 217.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

لذلك الهيكل التمويلي للمؤسسة يوضح الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لأصولها، حيث يتكون من عنصرين هما:¹

- الديون: وهي حصول المؤسسة على مبلغ معين والإستفادة منه وذلك بإبرام عقد تلتزم به بسداد ذلك المبلغ للهيئة المعنية؛
- الأموال الخاصة: وهي تلك المساهمات التي يساهم بها ملاك المؤسسة مقابل حصولهم على حقوق معينة.

ومن خلال ماسبق يمكن الخروج بتعريف شامل للهيكل التمويلي على أنه: "إجمالي الأموال التي تغطي إستثمارات المؤسسة والتي تمثل الجانب الأيسر من الميزانية العامة، والمتكونة من التمويل المقترض بالإضافة إلى التمويل الممتلك، بغض النظر عن نمطه سواء طويل أو متوسط أو قصير الأجل".

الفرع الثاني: الهيكل التمويلي الأمثل

تعمل الوحدات الاقتصادية على تحقيق هيكل التمويل الأمثل الذي يحقق أكبر ربح أو عائد للمالكين والذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للأسهم التي تصدرها الوحدة الاقتصادية إلى أقصى حد ممكن.

إن طريقة التمويل المختارة يجب أن تؤدي إلى تخفيض كلفة التمويل إلى أقصى حد ممكن، لأن طريقة التمويل تؤثر على ربحية المشروع وبالتالي على ربحية أسهمه لذا فإنه من الأهمية أن يؤدي إختيار هيكل التمويل إلى تحقيق التوازن بين الأرباح والمخاطر المرتبطة بهيكل التمويل ذاته ألا وهي المخاطر التمويلية التي تتأثر بمدى مساهمة كل من الديون وحقوق الملكية في تكوين هيكل التمويل، أي تأثرها بالرافعة التمويلية للوحدة الاقتصادية التي هي علاقة بين إجمالي الخصوم وإجمالي الأصول والتي تكون مرغوبة عندما يكون العائد المتحقق على الأصول أكبر من تكلفة الديون.²

¹ - يمينه مسراتي، رميدي عبد الوهاب، "أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر دراسة قياسية للفترة 2011-2017"، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11، العدد 01 (ج 1)، 2019، ص 318.

² - علي قابوسة، مرجع سبق ذكره، ص 126.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

الهيكل التمويلي الأمثل هو الهيكل الذي تحكمه قرارات مستمدة من سعي الإدارة لتحقيق أهدافها بأعلى كفاءة وبأقل تكلفة إقتصادية.¹

يعرف الهيكل المالي الأمثل على أنه: ذلك المزيج من التمويل الممتلك € والمقترض (D) الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حد ممكن، كما يعرف أيضا على أنه: هيكل التمويل الذي يحقق أكبر ربح لملاك المؤسسة، وبالتالي فهو الهيكل الذي يحقق أقصى قيمة سوقية للسهم، كما أن فان هورن (Van Horn) يرى أن الهيكل التمويلي الأمثل لرأس المال: ذلك الهيكل الذي تتساوى عنده التكاليف الحدية الحقيقية لمختلف مصادر التمويل المكونة له، وهذا يعني أن المؤسسة تحدد هيكلها التمويلي بحساب التغير في التكلفة المتوسطة المرجحة بالنسبة لكافة مصادر التمويل المستعملة، وذلك قبل وبعد إتمام عمليات التمويل. وعليه فيعتبر الهيكل التمويلي الأمثل ذلك المزيج من مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة والذي يحقق أكبر عائد على الأصول مقابل أدنى تكلفة مع أقل مستوى من الخطر المالي محدثا بذلك تأثيرا إيجابيا وهو رفع القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي زيادة عوائد المساهمين الذي يمثل أهم أهداف المؤسسة.²

نسمي الهيكل التمويلي الأمثل كل هيكل يتوفر على توليفة مصادر الأموال التي توظفها المؤسسة لتمويل أصولها بأعلى مستوى كفاءة، والتي عادة ماتقاس من خلال تحقيقه للتوازن بين الأرباح والمخاطر التمويلية من جهة وخفض تكلفة التمويل إلى أقل مستوى ممكن من جهة أخرى، بالإضافة إلى تعظيم القيمة السوقية للأسهم.

المطلب الثاني: محددات الهيكل التمويلي

نظرا لإختلاف وتنوع مصادر التمويل المكونة للهيكل التمويلي للمؤسسة من مصادر طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل من جهة ومصادر ذاتية من داخل المؤسسة ومن خارجها من جهة أخرى،

¹ - عبو هودة، عبو ربيعة، "الهيكل التمويلي الأمثل ومؤشرات تقييمه بالتطبيق على مؤسسة باتيميتال عين الدفلى 2015-2018"، مجلة القيمة المضافة لإقتصاديات الأعمال، المجلد 02، العدد 02، 2021، ص 81.

² - صديقي أحمد وآخرون، "تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة"، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 01، العدد 01، 2017، ص 81.

كان من المتوقع أن تنشأ عدة عوامل وعناصر من الممكن أن تؤثر بالسلب أو بالإيجاب على الهيكل التمويلي.

الفرع الأول: المحددات الداخلية لهيكل التمويل

- حجم المؤسسة:

لقد أقر كل من تيتمان وويسالز (titman & wissals) سنة 1988 بالعلاقة الطردية بين حجم المؤسسة ونسبة الأموال المقرضة، أي أنه كلما زاد حجم المؤسسة زادت نسبة الإقتراض في الهيكل المالي وبشروط ميسرة مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، وهذا راجع لارتفاع قيمتها ولانخفاض مخاطر أفلاس المؤسسات كبيرة الحجم، خاصة إذا ماتعلق الأمر بمؤسسات تتسم بقدر من التنوع و ذات سمعة عالية في مجال الأعمال، وأن محفظتها الإستثمارية غير خطرة.¹

- هيكل الأصول:

كشفت نتائج بعض الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول ونسبة الإقتراض فكلما زادت نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول زاد إعتداد المؤسسة على الأموال الخاصة وهو ما أكده March (1982)، حيث يرى أن تمويل المقرضين للأصول الثابتة يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب الإنخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية. بالإضافة إلى ذلك، فإن ارتفاع نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول يؤدي إلى إرتفاع نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف بسبب حجم تكاليف إهلاك الأصول الثابتة، وهذا يجعل أرباح المؤسسة شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات، وفي هذه الحالة يكون التمويل بالإقتراض عاملاً لزيادة النقلب وعدم الاستقرار في الأرباح المتاحة للمساهمين.

إلا أن هناك من يرى عكس هذا الرأي، حيث أشار كل من Scott (1977) و Titman (1988) إلى أن الشركات التي تحوز على نسبة كبيرة من الأصول الثابتة في هيكل أصولها والتي يمكن

¹ - دلفوف سفيان، " أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي في المؤسسة من وجهة نظر إسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي"، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد 19، 2018، ص 196.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

لها أن تقدمها كضمان للدائنين، ستلجأ إلى الإعتماد أكثر على التمويل بالقروض بسبب سهولة الحصول عليه مقارنة بمصادر التمويل الأخرى.¹

- السيولة:

تعتبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل المتوقعة منها وغير المتوقعة عند إستحقاقها من خلال التدفق النقدي العاجي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية. حيث تسمح السيولة بتعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها، وتمكنها من الوفاء بتسديد إلتزاماتها، ووجود السيولة في المؤسسة يعطي لها المرونة في إختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مجابهة متطلبات النمو، التوسع ومواجهة الأزمات الطارئة عند وقوعها... إلخ.²

- معدل نمو الشركة:

تشير الكثير من الدراسات التطبيقية السابقة إلى وجود علاقة طردية بين معدل النمو ومستوى الإقتراض في الشركة، حيث يرى Rieilly (1985) أن معدل نمو الشركة يؤثر بشكل جوهري في تحديد قدرتها على سداد إلتزاماتها المستقبلية، ومن ثم يحدد نسبة الإقتراض في الهيكل التمويلي. ويرى Bughn & Walker (1961) أن زيادة نمو الشركة يؤثر على حجم التمويل المطلوب، ويرفع من نسبة الإقتراض. حيث أن أغلب الشركات التي تسعى إلى إيجاد فرص إستثمارية مستقبلية لا تكتفي فقط بالتمويل الداخلي وإنما تتجه إلى التمويل الخارجي، حيث تمثل القروض أبرز مصادره.

غير أن دراسات كل من Long & Maltiz (1985) و Bradley (1984) كشفت عن وجود علاقة عكسية بين معدل النمو ونسبة القروض بالهيكل التمويلي وذلك لأن الشركات التي تنتمي لصناعات تتسم بتعدد الفرص الإستثمارية متاحة للنمو تتزايد بها تكلفة الوكالة للديون بمعدلات أكبر في حالة تمويل هذه الفرص بالأموال المقترضة. ولما كانت تكلفة الوكالة تؤدي إلى

¹- حركاتي نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 220.

²- سليم مجلخ، وليد بشيشي، "محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الإنحدار الذاتي VAR"، مجلة دراسات إقتصادية، المجلد 06، العدد 01، جوان 2019، ص 121.

ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة فإن الملاك قد يفضلون تمويل هذه الفرص بالإعتماد على التمويل الذاتي.¹

- الوفورات الضريبية المتأتية من المصاريف المالية:

بحكم العلاقة الطردية بين معدل الضريبة والوفورات الضريبية، وفي ظل محدودية البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة، من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تخضع للضريبة على الدخل للإقتراض بمعدلات مرتفعة بسبب ارتفاع حجم الوفورات الضريبية المتولدة عنها، ولقد برزت فكرة تأثير الضريبة على قرار إختيار الهيكل المالي من خلال دراسة ميلر سنة 1977م (Miller, 1977)، والتي تطرق فيها إلى تأثير كل من الضريبة على دخل الأفراد والضريبة على دخل المؤسسات على تفضيلات المستثمرين بشأن المصادر التمويلية المختارة،² والذي سنتطرق له بشي من التفصيل في الفصل الثاني.

- الوفورات الضريبية البديلة:

في ظل توفر الفرص البديلة لتحقيق وفورات ضريبية من مصادر أخرى غير القروض كأقساط الإهلاك والإعفاءات الضريبية المحصل عليها نتيجة لتنفيذ إستثمارات توسعية جديدة، فإن نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤسسة ستخف. وعليه يتوقع أن زيادة المصاريف غير المالية ستؤثر عكسيا على نسبة القروض في الهيكل المالي للمؤسسة.³

- إتجاهات رجال الإدارة:

إن إتجاهات رجال الإدارة التي لها تأثير مباشر على إختيار وسائل التمويل هي تلك المرتبطة بأحد الأمرين:

الأول: التحكم والسيطرة على إدارة المؤسسة، والثاني: الخطر. فالمؤسسات الضخمة التي تنتشت فيها ملكية الأسهم العادية وتوزع على عدد كبير جدا من المساهمين ستقوم عادة - في حالة الحاجة إلى أموال إضافية- بإصدار أسهم عادية حيث أن ذلك سيجتنب عليه تأثير ضئيل

¹ - حركاتي نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 221.

² - دلفوف سفيان، مرجع سبق ذكره، ص 196.

³ - المرجع السابق، ص 196.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

على السيطرة الحالية على إدارة الشركة. بالإضافة إلى ذلك فإن رجال الإدارة الذين يسهرون على مصالح ملاك الشركة يحاولون عادة تجنب الملاك خطر استخدام قروض زائدة عن الحاجة وما يترتب على ذلك من خطر التوقف عن دفع إلتزاماتها الثابتة.

ومن ناحية أخرى، فإن ملاك المؤسسات الصغيرة يفضلون تجنب إصدار الأسهم العادية حتى يتسنى لهم السيطرة الكاملة على إدارة الشركة. وبالإضافة إلى ذلك فإنهم عادة واثقون من مستقبل شركاتهم ويتوقعون مكاسب كبيرة من استخدام الرفع المالي، ولهذا الأسباب فإنهم دائماً على استعداد لزيادة نسب الاقتراض. وعلى كل، فلا يمكن اعتبار ذلك قاعدة عامة تنطبق على جميع ملاك الشركات الكبيرة، وبالتالي لا يكون مالك الشركة الصغيرة أكثر تحفظاً من إدارة الشركات الكبيرة، وبالتالي لا يكون مستعداً لقبول درجة أكبر من الخطر بالحصول على قروض إضافية، حيث انه قد يقنع بما يملكه في الشركة وليس لديه دافع قوي لزيادة حجم أرباحه عما يحصل عليه لاحقاً.¹

- نمو وإستقرار المبيعات:

تتوقف درجة الرفع المالي على هذا العامل، فعندما تتمتع المؤسسة بإستقرار في المبيعات فهذا يعني أنها تستخدم درجة عالية من الرفع المالي وبالتالي لاتواجهها صعوبات في مقابلة إلتزاماتها الثابتة، كما أن المؤسسة التي تتجه مبيعاتها نحو الإنخفاض فلا تستخدم القروض أو الأسهم الممتازة في هيكلها المالي لأنها ستواجه صعوبات في سداد إلتزاماتها الثابتة، والتي تؤدي إلى التصفية في حالة عدم سداد هذه التكاليف.²

الفرع الثاني: المحددات الخارجية لهيكل التمويل

- خصائص الصناعة:

يرتبط قطاع النشاط (الصناعة) بمحددات كثيرة لهيكل التمويل والتي وردت في النظريات الرئيسية، مثل تكاليف الإفلاس، قيمة التصفية، عدم تماثل المعلومات، قيمة الضمان والإتجاهات الصناعية للإقتصاد الكي. فنجد مثلاً، أن المؤسسات التي لها أصول ملموسة مثل شركات الفنادق

¹ - محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص ص 265 266.

² - عبو هودة، عبو ربيعة، مرجع سبق ذكره، ص 82.

وصناعة السفن، سيكون لها قيمة تصفوية كبيرة عند إفلاسها وسيساهم ذلك في تخفيض تكاليف عدم تماثل المعلومات لديها وهو ما يشجعها على الإقتراض أكثر، عكس الشركات الأخرى التي لها نسبة أكبر من الأصول غير الملموسة.¹

فالصناعات الموسمية تميل إلى الإعتماد على القروض قصيرة الأجل وكذلك الحال بالنسبة للصناعات التي تنتج السلع الضرورية فهي أيضا تعتمد على القروض ولاسيما طويلة الأجل أما الصناعات الخاصة بالسلع الكمالية فإنها لا تقبل على الإقتراض.²

- اتجاهات المقرض:

بالإضافة إلى العوامل السابقة التي تقوم المؤسسة بدراستها وتحليلها لتحديد درجة الرفع المالي، فإن اتجاهات وآراء المقرضين تلعب دور في غاية الأهمية في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة، فيلاحظ في غالبية الأحوال أن الشركة تناقش هيكلها المالي مع المقرض المحتمل وتعطي وزنا كبيرا لرأيه، وكثيرا ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الإقتراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحه في الشركة. فالهيكل المالي إذا لا يتوقف على اتجاهات إدارة المؤسسة أو ظروفها الداخلية، لأن طرفا خارجيا - وهو المقرض - يلعب دورا هاما في تحديد هذا الهيكل.³

- معدل النمو الاقتصادي:

تعتبر حالة الاقتصاد لبلد ما من بين العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي للمؤسسات التي تنشط في بيئته، إذ إن الأزمات الاقتصادية تزيد من مخاطر الإفلاس، مما يدفعها إلى التقليل من الآثار السلبية لظاهرة الرفع المالي والتي تنتج كما سبق بيانه من التكاليف المالية.⁴

¹ - حركاتي نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 222.

² - محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 554.

³ - محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 266.

⁴ - دلفوف سفيان، مرجع سبق ذكره، ص 197.

- معدل الفائدة:

تؤثر معدلات الفائدة على القروض تأثيراً مباشراً على قرارات الإقراض، فكلما ارتفعت معدلات الفائدة أصبحت الشركات أقل استعداداً لتمويل استثماراتها بالقروض، حيث تعتبر تكلفة الأموال من المعايير الأساسية المستعملة في المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة.¹

- التضخم:

يؤثر التضخم على طبيعة التوليفة التمويلية التي تتبناها إدارة المؤسسة، فارتفاع معدل التضخم من شأنه أن يؤثر على أسعار الفائدة وتكلفة القروض والرسوم الضريبية، ويخفض من القيمة الحقيقية للوفر الضريبي مما سيرفع من نسبة القروض في الهيكل المالي، وهذا راجع لتناقض القيمة الحقيقية لتكلفة التمويل بالقروض.²

- تطور السوق المالي:

مما هو معلوم في حقل مالية الأسواق، أن تطور السوق المالي يساعد على سهولة الوصول لمصادر التمويل عن طريق اللامسة، الأمر الذي يجعل المؤسسات تتجه أكثر نحو التقليل من الإعتماد على الديون.³

المطلب الثالث: الرفع المالي

يشير مصطلح الرفع إلى زيادة الوسائل من أجل تحقيق بعض الأغراض، حيث تستخدم الرافعة في رفع الأشياء الثقيلة والتي قد لا تكون ممكنة بخلاف ذلك. ومن وجهة النظر المالية، تشير الرافعة إلى توفير القدرة على استخدام الأصول أو الأموال ذات التكلفة الثابتة لزيادة العائد الذي يحصل عليه المساهمين.⁴

¹ - حركاتي نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 222.

² - دلفوف سفيان، مرجع سبق ذكره، ص 197.

³ - المرجع السابق، ص 197.

⁴ - C.Paramasivan, T.Subramanian, op cit, p83.

وقد عرف James Horn الرافعة على أنها: توظيف أصل أو مال تدفع الشركة مقابله تكلفة ثابتة أو عائد ثابت.

الفرع الأول: تعريف الرفع المالي

يمكن تعريف الرفع المالي بأنه: "إعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد إحتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة الفوائد المدفوعة، أما إذا كانت المؤسسة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الإحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين".¹

وتعرف الرافعة المالية أيضا على أنها: "درجة إعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء كانت قروضا أم سندات أم أسهما ممتازة، مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها".²

يتم تعريف الرافعة المالية على أنها: "قدرة المؤسسة على إستخدام الرسوم المالية الثابتة لتضخيم آثار التغييرات في العائد قبل إحتساب الفوائد والضرائب على ربحية السهم". وهكذا ستضمن إستخدام الأموال التي تم الحصول عليها يتكلفة ثابتة على أمل زيادة العائد للمساهمين. إن إستخدام الديون طويلة الأجل التي تحمل فائدة ثابتة ورأس المال التفضيلي جنبا إلى جنب مع رأس المال يسمى الرفع المالي أو التداول على حقوق الملكية.³

ويمكن حساب الرافعة المالية من خلال الصيغة التالية:⁴

$$FL = \frac{OP}{PBT} \dots (26)$$

حيث:

FL: الرافعة المالية

¹- جمال معتوق، أمين عويسي، " أثر الرفع المالي على الربحية المالية"، المجلة الجزائرية للأبحاث الاقتصادية والمالية، العدد 1، ماي 2018، ص 5.

²- صديقي أحمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 89.

³ - C.Paramasivan, T.Subramanian, op cit, p86.

⁴ - C.Paramasivan, T.Subramanian, op cit, p 86.

OP: الربح التشغيلي (EBIT)

PBT: الربح قبل الضريبة.

مما سبق يمكننا القول أن الرافعة المالية تعبر عن قدرة المؤسسة على إستخدام أموال الغير (قروض، سندات أو أسهم ممتازة)، والتي تحصل عليها سواء عن طريق مؤسسات مالية أو مصرفية مقابل دفع تكلفة ثابتة وبهدف التأثير على العائد قبل الفوائد والضرائب.

الفرع الثاني: درجة الرفع المالي

ترتبط المخاطر المالية بقرارات التمويل، أي بإختيار المزيج الذي يشكل هيكلها المالي، وإذا ما إستطاعت الشركة إستثمار الأموال المقترضة بعائد يفوق كلفة الإقتراض فإنها تستطيع زيادة العائد على حقوق الملكية، وهذا يسمى عادة بالمتاجرة على حقوق الملكية.¹

وتنشأ المخاطر المالية في المؤسسة نتيجة إعتمادها على التمويل بمصادر ذات تكلفة ثابتة والمتمثلة في القروض والتي تكون تكاليفها الثابتة عبارة عن الفوائد المدفوعة، إضافة إلى توزيعات الأسهم الممتازة والتي تعتبر من التكاليف المالية الثابتة، وبالتالي فالمؤسسة التي تعتمد في تمويل إحتياجاتها على أموالها الخاصة لا تتعرض عادة إلى المخاطر المالية، فإذا كان خطر الأعمال ينشأ عن قرارات الإستثمار في الأصول، فإن منشأ الأخطار المالية يكون نتيجة لقرارات تمويلية وذلك طالما يدخل في تركيبة رأس مال المؤسسة القرض، فإستخدام هذا المصير يؤدي إلى حدوث تقلبات في عائد المساهمين من خلال التذبذبات على مستوى صافي الربح بعد الضريبة، فوجود هذه التكاليف الثابتة يؤدي إلى زيادة في العائد المتاح للملاك بنسبة أكبر من نسبة الزيادة في صافي الربح بعد الضريبة، ولكن في حال الإنخفاض في صافي ربح العمليات فهذا يؤدي إلى إنخفاض العائد المتاح للملاك، وبالتالي قد يؤثر على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها مما يجر بها إلى مخاطر الإفلاس؛ وبالتالي فالمخاطر المالية هي عبارة عن الخطر الإضافي الذي

¹ - حسين محمد حسين سمحان، "أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والإستثمار الأردنية"، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، المجلد 9، العدد 1، جوان 2015، ص 139.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

يتحملة حملة الأسهم العادية في ظل اعتماد المؤسسة على القروض إلى جانب أموال الملكية في تمويل إستثماراتها، ويتم قياسه بالتغير في الأرباح.¹

ويتم قياس درجة الرفع المالي من خلال العلاقة التالية:²

درجة الرفع المالي = (الأرباح قبل الفوائد والضرائب) ÷ (الأرباح قبل الفوائد والضرائب - الفوائد)

أو:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I} \dots (27) \text{ (درجة الرفع المالي)}$$

حيث:

DFL: درجة الرفع المالي

EBIT: الأرباح قبل الفوائد والضرائب

I: الفوائد

إن العلاقة بين المخاطر المالية والرافعة المالية علاقة طردية، فزيادة درجة الرافعة المالية تزداد المخاطر، لأن ذلك يضيف ضغوطاً على المؤسسة، إذ تلتزم بدفع الفوائد والأقساط في تواريخ محددة بغض النظر عن موقعها النقدي وإذ لم تدفعها قد يعلن إفلاسها وتصفيته، الأمر الذي يؤدي إلى خلق إضطرابات مالية لها تكلفة قد تفوق المزايا المحققة من الاقتراض، فإن زيادة الرافعة المالية أي زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي تؤدي إلى زيادة المخاطر.³

الفرع الثالث: إستخدامات الرافعة المالية⁴

- تساعد الرافعة المالية في إختبار العلاقة بين الأرباح قبل الفوائد والضرائب وربحية السهم؛

¹ - أسماء محمد عبدالله الشهري، " العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية (قطاع الاتصالات)"، المجلة الإلكترونية الشاملة متعددة التخصصات، العدد 23، أبريل 2020، ص 13.

² - صديقي أحمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 89.

³ - أسماء محمد عبدالله الشهري، ص 13.

⁴ - C.Paramasivan, T.Subramanian, op cit, p p 87 88.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي حول الهيكل التمويلي

- تقيس الرافعة المالية النسبة المئوية للتغير في الدخل الخاضع للضريبة إلى النسبة المئوية للتغير في العائد قبل احتساب الفائدة والضريبة؛
- تحدد الرافعة المالية القرار المالي الصحيح المربح فيما يتعلق بهيكل رأس مال الشركة؛
- الرافعة المالية هي أحد الأجهزة المهمة التي تستخدم لقياس نسبة التكلفة الثابتة بإجمالي رأس مال الشركة؛
- إذا حصلت الشركة على أموال ذات تكلفة ثابتة بتكلفة أعلى ، فإن الأرباح من تلك الأصول، ورياح السهم والعائد على رأس المال السهمي ستتناقص.

خلاصة الفصل الأول

يتمثل الهيكل التمويلي من مجموعة من مصادر الأموال المتاحة التي تحتاجها المؤسسة والقادرة على الحصول عليها بشروط مناسبة، إن هذا المزيج التمويلي عبارة عن نسب مختلفة لكل مصدر من المصادر التي تنوي المؤسسة إستخدامها في تمويل نشاطاتها، وقد يختلف الهيكل التمويلي بناءً على عدة إعتبارات لعل من أهمها تكلفة الأموال المكونة له، فالإدارة المالية والمسير المالي يولي عناية كبيرة لعنصر التكلفة لما لها من أهمية بالغة في عملية إتخاذ قرار إختيار المصادر المناسبة والتي تعبر عن معدل العائد الواجب تحقيقه من جراء إستثماراتها، وقد تم رصد مداخل عدة لتقدير هذه التكلفة وكل مدخل يحمل منظور معين لطريقة حسابها فقد تم التمييز بين مدخل التكلفة المرجحة بالأوزان والذي يعطي أهمية لوزن كل مصدر ضمن الهيكل التمويلي، بالإضافة إلى مدخل التكلفة الفعلية أو التاريخية للأموال والذي يفترض ضرورة الحفاظ على التكلفة الماضية بغض النظر عن الأوضاع المستقبلية، ثم تجد مدخل التكلفة الحدية للأموال أو ما يعرف المدخل الديناميكي.

الفصل الثاني

الإطار النظري للهيكل

التمويلي

تمهيد

إن موضوع الهيكل التمويلي قد أثار العديد من وجهات النظر حول فكرة أمثلية هيكل رأس المال وبالتالي أمثلية الهيكل، وقد برزت العديد من المداخل والنظريات التي حاولت تقييم السلوك التمويلي للمؤسسات وعلاقة مصادر التمويل المختارة بكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، حيث ظهرت عدة تيارات متضاربة حول وجود هيكل تمويلي أمثل والذي من شأنه أن يذني من التكلفة الكلية لرأس المال ويرفع من قيمة المؤسسة من عدمه.

لقد تم تقسيم هذا الفصل إلى مجموعة من المباحث التي ضمت أكبر قدر ممكن من هذه النظريات والتي حاولت الإلمام بهذا الموضوع من كل جوانبه، وهي كالآتي:

- المبحث الأول: النظريات المعارضة لأمثلية الهيكل التمويلي
- المبحث الثاني: المداخل المؤيدة لأمثلية الهيكل التمويلي
- المبحث الثالث: مداخل أخرى لتفسير الهيكل المالي الأمثل

المبحث الأول: النظريات المعارضة لأمثلية الهيكل التمويلي

يبرز مدخلين أساسيين يتبنيان فكرة عدم وجود هيكل تمويلي أمثل وهما مدخل صافي ربح العمليات ومدخل موديلاني وميلر، وقد أقاما حججهما على مجموعة من الفرضيات الأساسية هي:¹

- يتكون الهيكل التمويلي للمؤسسة من نوعين من الأموال يتمثلان في القروض وأموال الملكية (الأسهم العادية)؛
- يكون للمؤسسة حق التصرف في الهيكل التمويلي بتغييره عن طريق الرفع المالي بإحلال جزء من أموال الملكية بالإقتراض؛
- الأرباح المحققة توزع كاملة، أي إنعدام الأرباح المحتجزة؛
- تكون احتمالات أرباح التشغيل المتوقعة من المشروع متساوية لدى كل المستثمرين؛
- إستبعاد الضرائب في التحليل المقدم من قبل هذه المداخل، مع إفتراضها ثبات مخاطر الأعمال.

المطلب الأول: مدخل صافي ربح العمليات

يؤكد مؤيدو هذه النظرية على أن التغير في الرفع المالي لا يؤثر على تكلفة رأس المال ولا قيمة المؤسسة والتي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية مضافا إليها القيمة السوقية للقروض، وعلى هذا المفهوم تكون قيمة المؤسسة مستقلة عن أي تغيرات قد تحدث في هيكل رأس المال وكذلك مستقلة عن تأثير تكلفة رأس المال. حسب هذه النظرية فإن طريقة تكوين الهيكل المالي وتوزيعه بين الأسهم والديون لا أهمية لها، فقيمة المؤسسة تظل ثابتة في جميع الحالات.²

على عكس مدخل صافي الربح وأيضا المدخل التقليدي يقوم هذا المدخل على إفتراض أساسي وهو أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة أيا كانت نسبة المديونية في المؤسسة. وذلك رغم أنه يفترض أيضا أن تكلفة الإقتراض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الإقتراض بينما تكلفة الملكية (أي العائد الذي يطلبه الملاك) سترتفع مع كل زيادة في نسبة الإقتراض. ويستند هذا المدخل على أن زيادة الإقتراض وما يصاحبها من زيادة المخاطر يؤدي إلى مطالبة أصحاب الأسهم بزيادة معدل العائد المطلوب مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية. ومن ناحية أخرى فإن

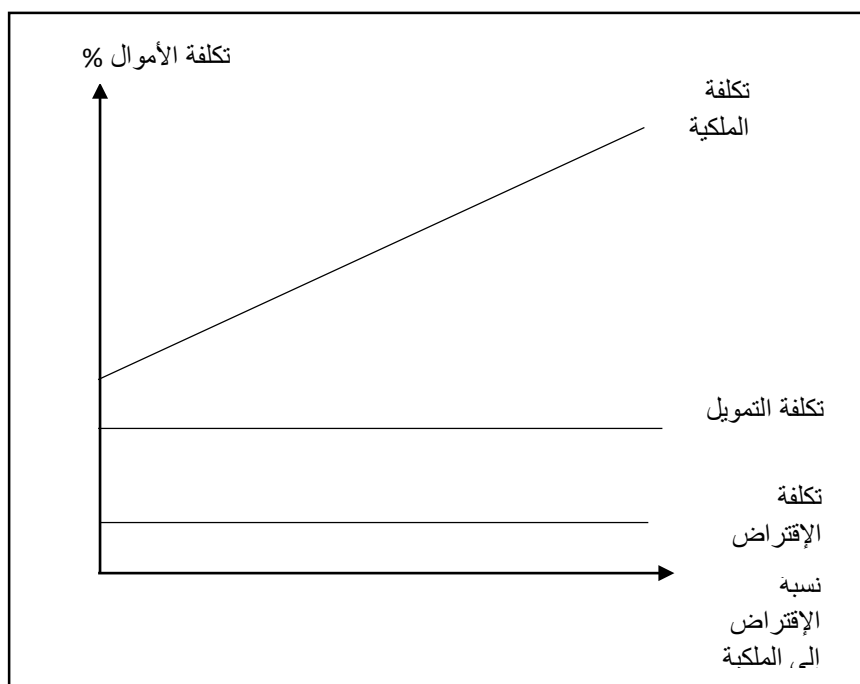
¹- صديقي أحمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 82.

²- بدر الدين قدوح، مولود مليكاوي، "قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البانل خلال الفترة 2014-2018"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 13، العدد 02، القسم (أ) العلوم الاقتصادية والقانونية، 2021، ص 181.

الفصل الثاني: الإطار النظري للهيكل التمويلي

زيادة تكلفة الملكية يعوضها إنخفاض بنفس القيمة في تكلفة الإقتراض ناتج من زيادة الإعتماد على هذا المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبيا. ولهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال الكلية ثابتة.¹

الشكل رقم (01): العلاقة بين تكلفة التمويل ونسبة الإقتراض وفق مدخل صافي ربح العمليات



المصدر: بوعلام لطيفة، " التوفيق بين السياسة الإستثمارية والسياسة التمويلية في المؤسسة الاقتصادية لتعظيم ربحيتها- دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة بومرداس، 2010، ص 146.

من خلال الشكل رقم (1) يمكن القول أنه ومع ارتفاع نسبة الإستدانة والإقتراض سوف ترتفع تكلفة أموال الملكية نتيجة ارتفاع معدل المردودية المطلوب من قبل الملاك، وذلك لتعويض المخاطر الناجمة عن الإقتراض، وفي المقابل وبما أن الديون تعتبر مصدر تمويلي رخيص (حسب هذه النظرية) فإن كل هذا سيؤدي إلى إنخفاض تكلفة الديون ومنه ثبات تكلفة رأس المال وبالتالي ثبات قيمة قيمة المؤسسة.

¹- محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 311.

في الأخير توصلت هذه النظرية إلى انه لا يوجد أثر للهيكل المالي على كل من قيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال، حيث أن قيمة المؤسسة ثابتة بغض النظر عن التغيرات التي قد تحدث لنسبة الإستدانة التي تعتمد عليها المؤسسة وحتى إذا اعتمدت أم لا على الديون.¹

المطلب الثاني: مدخل موديلاني وميلر

تقوم هذه النظرية على ما يسمى بنظرية أرباح الإستغلال التي تولد عنها أعمال كل من موديلاني وميلر Modigliani & Miller، ويشار إلى أنهما مؤسسا الإدارة المالية بمفهومها الحديث. ولقد جاءا بفكرة أساسية جوهرها ان قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة إستثماراتها، وهذه الأخيرة تتوقف على العائد المتوقع من ورائها، وأيضا على المخاطر التي تتعرض لها هذا العائد. وهذا يعني أنه مهما كان الخليط التمويلي للمؤسسة، فالقيمة السوقية لها لا بد أن تتساوى مع القيمة السوقية لإستثماراتها مهما كانت طريقة التمويل.²

ويقوم تحليلهما على نفس الإفتراضات التي سبق الإشارة إليها، إليها إلى إفتراضات أخرى أهمها:³

- المعلومات عن المؤسسات النشطة في السوق متاحة مجانا؛
- أن المؤسسات تنقسم إلى مجموعات حسب معيار درجة مخاطر التشغيل، حيث أن كل مجموعة تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر؛
- يمكن للأفراد (المستثمرين) الإقتراض دون قيود مثلهم في ذلك مثل المؤسسات فيما يخص شروط الإقتراض؛
- للمستثمر سلوك رشيد، ويمكن شراء الكمية التي يرغب بها من الأوراق المالية مهما صغرت.

والفكرة الأساسية التي يقوم عليها تحليل الباحثين هي أن قيمة المؤسسة تتمتع بالإستقلالية عن قرارات الهيكل التمويلي، معتمدين في ذلك على فكرة المراجعة التي تقضي بوجود مؤسستين الأولى تعتمد على أموال الملكية فقط والثانية تجمع بين أموال الملكية والإقتراض في التمويل،

¹ - زغود تبر، "محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر، 2009، ص 59.

² - محمد الأمين وليد طالب، "دور الجباية في إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 6، ديسمبر 2016، ص ص 224 225.

³ - صديقي أحمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 83.

ويستطيع المستثمر نقل ملكيته فيما بينهما حسب مصلحته الخاصة، وقد أضافا إفتراضين إضافة إلى الإفتراضات السابقة وهي:¹

- وجود أسواق رأس مال كاملة، أي تماثل المعلومات لدى المستثمرين وإمكانية بيع وشراء الأوراق المالية مهما كان حجمها؛

- يمكن تقسيم المؤسسات إلى مجموعات تتصف كل مجموعة بنفس درجة المخاطرة. حسب تحليل موديلاني وميلر، فإن المعدل المطلوب (K) من طرف الملاك والدائنين ثابت مهما كان مستوى الإقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة، وقد حاول كلا من منهما تفسير هذا الثبات في قيمة المؤسسة من خلال فكرة أساسية، جوهرها أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة إستثماراتها، وأن قيمة هذه الإستثمارات تتوقف على العائد المتوقع تحقيقه من تشغيلها، كما تتوقف على المخاطر التي قد يتعرض لها هذا العائد. ومنه فالقيمة السوقية للمؤسسة تتوقف على قرارات الإستثمار وليس على قرارات التمويل وهذا مايفسر العبارة المشهورة لميرتون ميلر Merton Miller عندما تحصل على جائزة نوبل للإقتصاد حيث قال: " حجم البيتزا غير مرتبط بكيفية تجزئتها " The size of the pizza is not related to how it is portioned ومنه فالقيمة السوقية للمؤسسة ثابتة مهما كانت تركيبة الهيكل المالي، ما لم تتغير التدفقات النقدية الناتجة عن التشغيلية.²

نماذج موديلاني وميلر في تفسير أمثلية الهيكل التمويلي:

- النموذج الأول: في ظل غياب الضرائب

إن كل من موديلاني وميلر لا يوافق على نتائج التحليل التقليدي، فالدراسة الرائدة المقدمة من طرف فرانكو موديلاني وميرتن ميلر سنة 1958 في ظل عالم لا يخضع فيه دخل المؤسسة للضريبة، كشف أنه ليس لقرار الإقتراض من تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا معناه أن قيمة المؤسسة مستقلة عن الهيكل التمويلي لها. وبالتالي فتكلفة الأموال ثابتة لكل المؤسسات المتماثلة المخاطر، فلو كانت هناك مؤسستان واحدة تعتمد في تمويلها كلياً على مصادر التمويل الداخلي والمؤسسة الأخرى تعتمد على مصادر التمويل الداخلي إضافة إلى مصادر التمويل الخارجي، وكلا المؤسستان تنتميان لنفس فئة المخاطر، فإن القيمة السوقية لكليهما متساوية³،

¹- نفس المرجع السابق، ص 83.

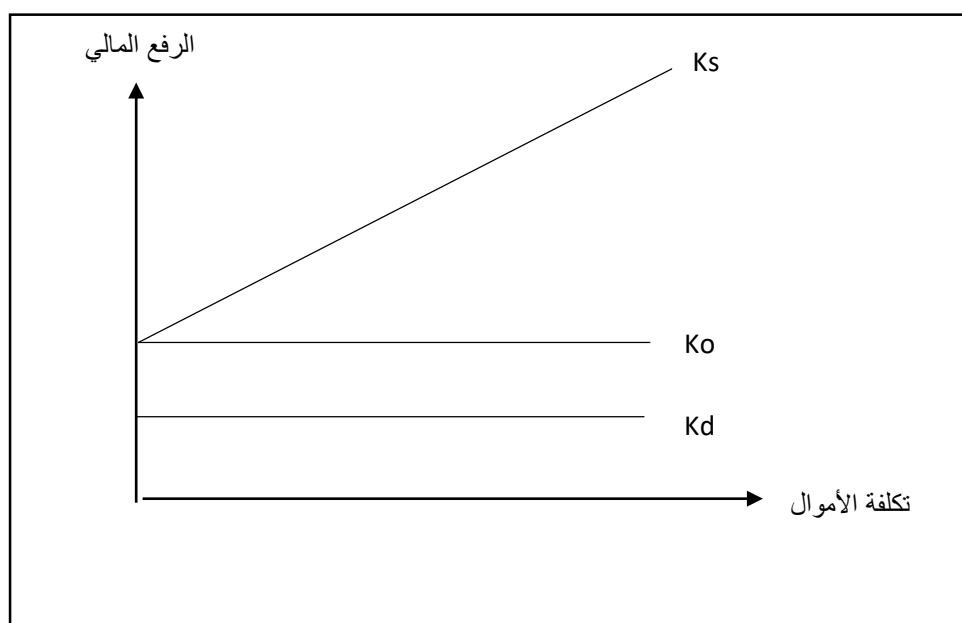
²- معيزة مسعود أمير، "نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الإستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 16، العدد 16، 2016، ص 110.

³- محمد الأمين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص 225.

الفصل الثاني: الإطار النظري للهيكل التمويلي

وإن تفوقت المؤسسة المستدينة من حيث القيمة، فإن المستثمر سيرى أن من صالحه أن يتنازل عن أسهمه في المؤسسة المقترضة وتعويضها بأسهم في المؤسسة المعتمدة على أموال الملكية فقط بالإستعانة برفع مالي شخصي، إذ يكون من المتوقع أن يحقق نفس العائد في ظل نفس المستوى من المخاطر ولكن بإستثمار أقل، وهذه الميزة ستجذب الكثير من المستثمرين للقيام بنفس التصرف، ما يكون سببا في زيادة الطلب على أسهم المؤسسة المقترضة وبالتالي ارتفاع قيمتها مقابل زيادة في عرض أسهم المؤسسة المقترضة وبالتالي إنخفاض قيمتها، ويستمر هذا الوضع إلى أن تتساوى قيمة المؤسستين، وهذا ما يدرج تحت مسمى المراجعة ويلخص الباحثان ماسبق في أنه لا وجود لهيكل تمويلي أمثل،¹ وإلى أن قيمة المؤسسة تتحدد بقيمة أصولها، بصرف النظر عن الكيفية التي تم بها تمويل تلك الأصول، فمهما كان خليط التمويل (أموال خاصة أو قروض) فلن يكون له تأثير على قيمة المؤسسة بمعنى أن هذه الأخيرة تبقى ثابتة.²

شكل رقم (02): نموذج موديلاني وميلر في ظل غياب الضرائب



المصدر: محمد الأمين وليد طالب، "دور الجباية في إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 6، ديسمبر 2016، ص 226.

- نموذج موديلاني وميلر في ظل وجود ضرائب

¹ - صديقي احمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 83 84.

² - جمال قدام، محمد زيدان، " إختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر دراسة قياسية للفترة 2011-2013"، مجلة رؤى إقتصادية، المجلد 5، العدد 9، 2015، ص 127.

في ظل وجود الضريبة من خلال المداخلة الثانية لموديلاني وميلر سنة 1963 حاولا دراسة الأثر الضريبي على العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة عن طريق إفتراض وجود ضريبة على دخل المؤسسات، هذا في ظل نظام ضريبي يعتمد على خصم المصاريف المالية التي تدفعها المؤسسة من الإيرادات قبل إقتطاع الضريبة، في حين أن الأرباح الموزعة لن تتم إلا بعد فرض الضريبة، وهو مانجده في معظم الإقتصاديات العالمية.¹

من المعروف أن فوائد القروض تعتبر من الأعباء أو المصروفات التي تدخل ضمن قائمة الدخل، ومن ثم فإن قبول إفتراض خضوع المؤسسة للضريبة على الدخل يعني أنه يمكن للمؤسسة التي يشمل هيكل رأسمالها على قروض أن تحقق وفورات ضريبية (تقدر بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة) ومن هنا فقط أدركا أن قيمة المؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من قروض وملكية سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد فقط على أموال الملكية في هيكل رأسمالها. وذلك كله يفترض أن الفرق بين هاتين القيمتين يتمثل أساسا في قيمة الوفورات الضريبية المحققة.²

ويمكن حساب الوفورات الضريبية بالصيغة التالية:³

$$DT = D \times I \times T \dots (27)$$

حيث:

DT: الوفورات الضريبية

D: قيمة القرض

I: معدل الفائدة على القرض

T: معدل الضريبة

ومع إدخال ضرائب دخل الشركات في التحليل، تصبح أرباح المؤسسة كما يلي:

$$X_t = X - t (X - K_d D) \dots (28)$$

$$X_t = (1-t) X + t K_d D$$

¹ - معيزة مسعود أمير، مرجع سبق ذكره، ص 111.

² - محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قياقص، مرجع سبق ذكره، ص 324.

³ - صديقي احمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 84.

حيث تمثل:

X_t : الإيرادات بعد الضرائب؛

t : معدل الضريبة على دخل المؤسسة

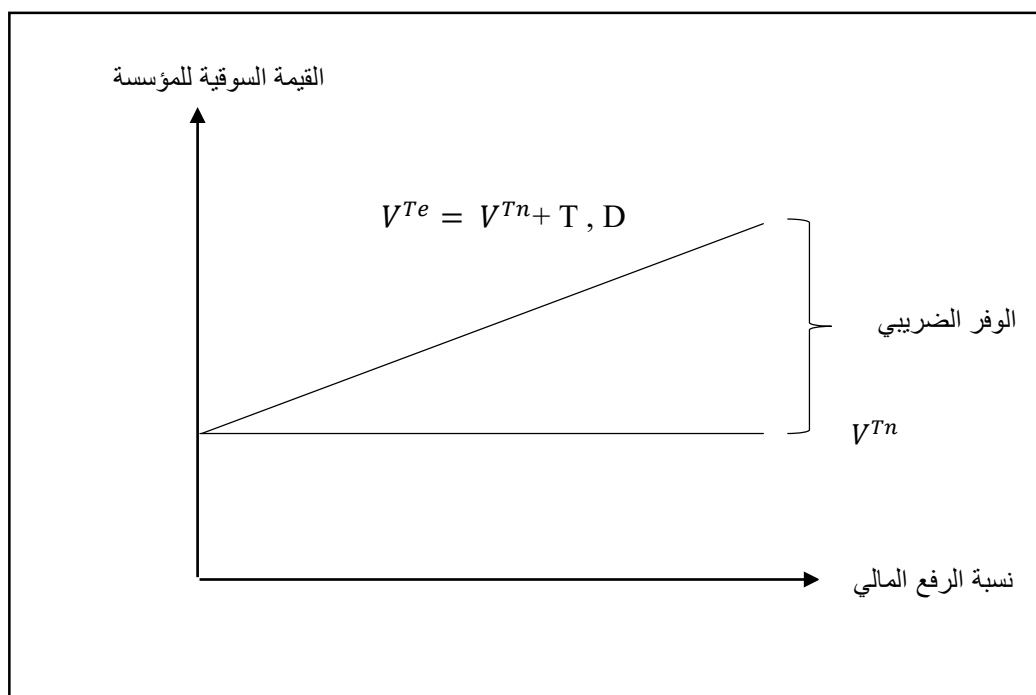
وتعتبر $X(1-t)$ عن أرباح المساهمين لما يكون الرفع المالي $(Kd D)$ معدوم، أما في حالة استخدام الرفع المالي بالقيمة $(DtKd)$ ، سترتفع إيرادات الملاك والمقرضتين، وبهذا تزيد قيمة المؤسسة المستخدمة للرفع المالي عن التي لا تستخدم الرفع المالي، وهذا طبعا بفرض تماثل المؤسستان في كل شيء ماعدا الهيكل التمويلي وكل هذا في ظل السوق الكامل لرأس المال.¹

في حالة وجود ضرائب فإن قيمة المؤسسة الدائنة تزيد عن قيمة المؤسسة غير الدائنة، وذلك بفارق خصم المصاريف المالية (الوفر الضريبي)، وهذا تحت إفتراض تماثل درجة المخاطر بينهما وفق الصيغة التالية:²

$$V^{Te} = \frac{X(1-T)}{R_a^T} + T \cdot R_F \cdot D / R_F \dots (29)$$

$$V^{Te} > V^{Tn} \quad \text{أي أن:}$$

الشكل رقم (03): نموذج موديلاني وميلر في ظل وجود ضرائب



¹ - محمد الأمين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص 228.

² - رمضاني فضيلة، "المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات إختيار التمويل الأمثل دراسة حالة المؤسسة الوطنية لتسويق وتوزيع المواد البترولية نفطال"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 03، 2014، ص 67.

الفصل الثاني: الإطار النظري للهيكل التمويلي

المصدر: . رمضان فضيلة، "المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات إختيار التمويل الأمثل دراسة حالة المؤسسة الوطنية لتسويق وتوزيع المواد البترولية نفطال"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 03، 2014، ص 67.

- نموذج ميلر (1977): بعد أن غير الباحثان وجهة نظرهما بأخذهما بعين الاعتبار تأثير الضرائب توصلا إلى وجود هيكل تمويل أمثل، إلا أن ميلر مالبث أن تراجع عن ذلك في مقال منشور تحت عنوان "ديون وضرائب" سنة 1977، إذ عاد وأكد أن قيمة المؤسسة مستقلة تماما عن هيكلها المالي حتى وإن إستفادت من الوفورات الضريبية، وذلك إذا ما أدخلت الضرائب الشخصية في الحساب وهي الضرائب التي تفرض على المستثمر وتخضع من أرباحه الشخصية وبذلك يمكنها إلغاء ميزة الوفورات الضريبية، وينعدم تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة ما يعني إندثار فكرة وجود هيكل تمويلي أمثل.¹

حسب تحليل ميلر فالوفورات الضريبية تتمثل في القيمة (ر × ض) حيث:

ر: قيمة القرض؛

ض: معدل الضريبة على أرباح المؤسسات.

وذلك في حالة واحدة فقط وهي عندما لا يخضع الدخل الشخصي من الأسهم للضريبة، أما في حالة خضوع المؤسسة للضريبة على الدخل وخضوع حملة الأسهم أيضا للضريبة الشخصية على دخولهم من تلك الأسهم فالوفورات الضريبية عند وجودها تحسب من خلال المعادلة التالية:

$$\text{الوفورات الضريبية} = [1 - (1 - ض) / (1 - ض^{**})] \times ر \dots (30)$$

حيث تمثل:

ض: معدل الضريبة على أرباح المؤسسة؛

ض*: معدل الضريبة الشخصية على دخل حملة الأسهم؛

ض**: معدل الضريبة الشخصية على دخل حملة السندات.

ومن خلال المعادلة أعلاه خلص ميلر إلى عدة إستنتاجات تمثلت فيما يلي:²

¹ - صديقي أحمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 84.

² - محمد الأمين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص 229 230.

- في حالة وجود المؤسسة في عالم بدون ضرائب فإن كل من: ض، ض*، ض** تكون مساوية للصفر، وبالتالي الوفورات الضريبية تصبح معدومة. وهذا يوضح أن الرفع المالي لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا ما يتفق مع وجهة نظر موديلاني وميلر (1958)؛
- في حالة (ض* = ض**)، فالوفورات الناتجة عن عملية الإقتراض تتمثل في " ر × ض"، ونجد نفس النتيجة في حال إغفال الضريبة الشخصية على الدخل؛
- في حالة كون (ض** < ض*)، فنجد أن الوفورات الضريبية الناتجة عن عملية الإقتراض تكون أقل من " ر × ض"، وبزيادة الفرق بين معدل الضريبة على دخل الأسهم ومعدل الضريبة على دخل السندات، فالقيمة الحالية للوفورات الضريبية تكون مساوية للصفر وقد تتحول إلى قيمة سالبة؛
- في حالة تساوي القيمة (1 - ض**) مع القيمة (1 - ض)، فنجد أن الوفورات الضريبية تكون مساوية للصفر، وبالتالي فالقيمة السوقية للمؤسسة لن تتأثر بزيادة نسبة الإقتراض، وهذه الحالة هي حالة التوازن التي تسعى إليها كل المؤسسات، إذ يتحقق فيها أكبر من الوفورات الضريبية وأعلى مستوى للقيمة السوقية.

المطلب الثالث: تقييم النظريات الرافضة لأمثلة الهيكل التمويلي

بالرغم من الحجج التي جاء بها أنصار هذا التوجه والفرضيات التي بنوا عليها نماذجهم وتحليلاتهم لعلاقة لجدلية علاقة الهيكل التمويلي بكل من قيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال، إلا أنه تم تسجيل عدة إنتقادات مست تلك النظريات وإكتشاف مواطن الضعف فيها والتي سيتم التطرق لها من خلال هذا المطلب.

الفرع الأول: الإنتقادات الموجهة لنظرية موديلاني وميلر

وجهت عدة إنتقادات لوجهة نظر "موديلاني وميلر" وتحديدًا قضية "واقعية النموذج". فقد تم إنتقاد فرضية مجانية الأسواق، وهذا في الوقت الذي تؤدي في هذه الفرضية دورًا أساسيًا في تحليل الكاتبين. ذلك أن قبول وجهة نظرهما مشروط بتدخل آلية التحكم، التي تفرض مسبقًا وجود إمكانية إحلال مطلق بين الأوراق المالية ذات الخصائص المتماثلة من حيث عنصري المردودية

والمخاطرة. هذا من جهة، ومن جهة أخرى إنتقد هذا النموذج من حيث إفتراض عدم وجود ضرائب، وهذا مالا يمكن قبوله في وجود فوائد قابلة للتخفيض في حساب الضرائب، في حين أن المساهمون يجنون أرباحا بعد الضرائب المفروضة على الأرباح.¹

وقد تم إنتقاد تحليل المفكرين من حيث فرضية السوق التام، والتي تنفي وجود أي تكاليف للمعاملات وخاصة أنها تدخل في عملية الترجيح أو المراجعة وقد يتوقع ان تفوق هذه التكاليف العوائد المترتبة عن هذه العملية، هذا وبالإضافة إلى الإفتراض القائل بأن العائد على الديون والخاص بالمستثمر هو نفسه الذي يخص المؤسسة وهذا غير ممكن من الناحية العملية حيث أن المؤسسة تملك أفضلية على المستثمرين من ناحية التفاوض.²

غير أن من أهم الإنتقادات لهذا المدخل هو إفتراض أن المستثمر يمكنه القيام بالرافعة المالية بدلا من الشركة وانهما متماثلان من حيث الآثار. وهذا يثير الشك، لأنه عندما تقترض الشركة وعلى فرض عدم قدرتها على السداد والوفاء بالتزاماتها تجاه المقرضين فقد يؤدي ذلك إلى إعلان إفلاسها. وفي هذه الحالة لاتمتد آثار هذا الإفلاس إلى الثروة الخاصة بالمستثمرين. أما إذا قام المستثمر نفسه بعملية الرافعة المالية ولم يتمكن بالوفاء بهذه الإلتزامات من سداده للقرض وفوائده فقد يؤدي ذلك إلى إعلان عسره المالي، وهنا تمتد آثار ذلك ليس فقط لضياح أمواله المستثمرة في شراء أسهم الشركة التي أعاد إستثمار أمواله فيها، بل يمتد أيضا إلى أمواله الخاصة.³

الفرع الثاني: الإنتقادات الموجهة لمدخل صافي ربح العمليات

إن إستمرار زيادة نسبة الديون في الهيكل التمويلي ترغم كل نت الملاك وأصحاب الديون إلى المطالبة برفع معدل العائد المترتب على أموالهم كل حسب نوعية مساهمته فيه، وهذا من أجل تغطية المخاطر محتملة الحدوث جراء هذه الزيادة، كل هذا من شأنه أن يزيد من التكلفة المرجحة لرأس المال. وبهذا تكون الفرضية التي بنيت عليها هذه النظرية أساسا غير محققة.⁴

¹ - ددان عبد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص 111.

² - زغود تبر، مرجع سبق ذكره، ص 75.

³ - محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 321.

⁴ - بقياقي مسعودة، "أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الجزائرية دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2021، ص 64.

المبحث الثاني: النظريات المؤيدة لأمثلية الهيكل التمويلي

بعد التطرق للنظريات التي تنفي وجود أي علاقة بين الهيكل التمويلي وتكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وتتبنى فكرة عدم وجود هيكل مالي أمثل يحقق تدنية التكلفة ورفع قيمة المؤسسة، كان من المنطقي التطرق لوجهة النظر المعاكسة والتي تقر بوجود مثل هذه العلاقة وهو ما سيتم التطرق له من خلال هذا المبحث والذي خصص ثلاثة مطالب لعرض وجهة النظر هذه بمختلف التحاليل والبراهين والحجج.

المطلب الأول: المدخل التقليدي

يعتبر المدخل التقليدي من بين وجهات النظر التي حاولت تحديد أثر الإقتراض وبالتالي الهيكل المالي على تكلفة الأموال ومنه على قيمة المؤسسة وهذا في ظل عدم وجود الضرائب.¹ يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل تمويلي أمثل، أي وجود نسبة إقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وبالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى، وهذا المدخل يفترض أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون يزداد مع زيادة نسبة الإقتراض، وذلك بسبب إزدیاد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه. والفكرة التي يقوم عليها هذا المدخل هي أن تكلفة الأموال تنخفض تدريجياً مع زيادة الأموال المقترضة إلى أن تصل نسبة الإقتراض حد معين، ثم بعد ذلك تبدأ تكلفة الأموال في الإرتفاع، وتسمى نسبة الإقتراض التي يتحول عندها إتجاه تكلفة الأموال بنسبة الإقتراض المثالية.² يمكن تمييز ثلاث مستويات لتكلفة الأموال والتي تتلخص فيما يلي:³

- المنطقة الأولى وتمثل منطقة تلاشي الخطر المالي نتيجة ضآلة نسبة المديونية حيث يتم التمويل أساساً عن طريق الملكية، وأن زيادة في نسبة المديونية تؤدي إلى تخفيض في التكلفة المرجحة للأموال طالما لم تتجاوز المديونية المستوى المقبول، وهو ما يوضح تزايد القيمة مع زيادة مستوى الرفع المالي حيث تبقى تكلفة القروض دون تغير يذكر مع التزايد الضئيل في تكلفة الملكية، وبذلك يمكن الوصول إلى مستوى أو نقطة تدمية التكلفة والتي يتحدد عندها الهيكل التمويلي الأمثل؛

¹ - معيزة مسعود أمير، مرجع سبق ذكره، ص 109.

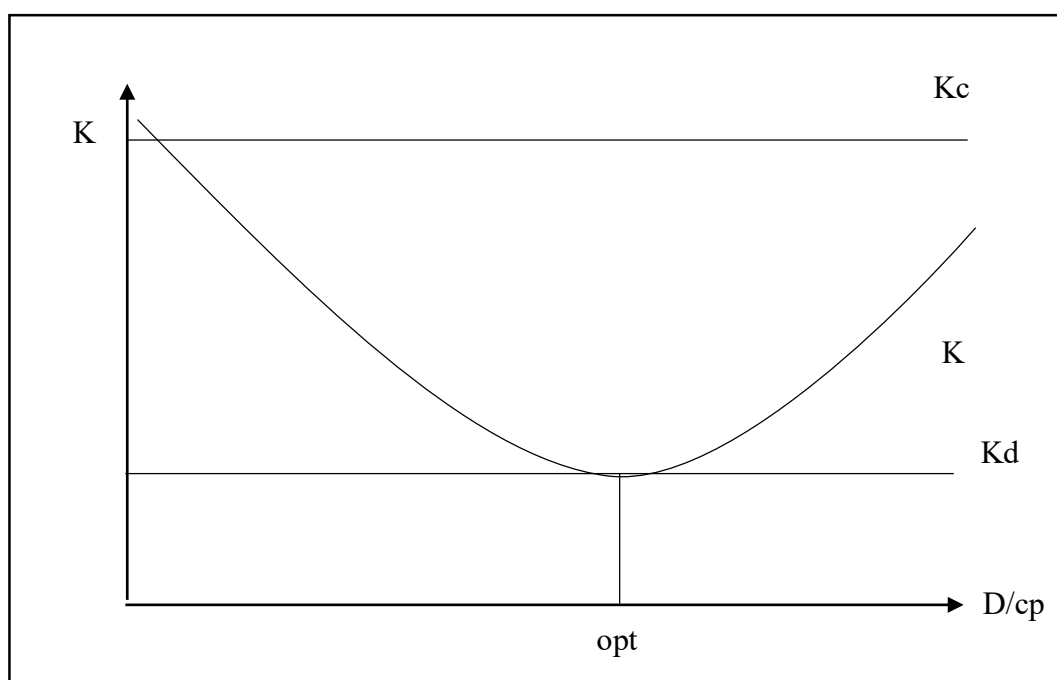
² - محمد الأمين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص 223.

³ - عبد الغفار حنفي، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 401

الفصل الثاني: الإطار النظري للهيكل التمويلي

- المنطقة الثانية وتمثل مستوى تجاوز المديونية النسب المقبولة، وبذلك يزيد الخطر المالي، وينعكس أثره على تكلفة القروض وحق الملكية والمحصلة النهائية، هي إتجاه النكسة المرجحة للأموال إلى الإرتفاع؛
- المنطقة الثالثة وهي منطقة الإفراط في إستخدام القروض مما يدفع بالتكلفة المرجحة إلى الإرتفاع نتيجة التزايد في تكلفة القروض والملكية ويرى Dubois في هذه المرحلة تتزايد التكلفة أسيا بدلالة نسبة المديونية.

الشكل رقم (04): تكلفة الأموال وفق المدخل التقليدي



المصدر: مرسلتي نزيهة، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر دراسة مقارنة بين مجموعة من البنوك العمومية والبنوك الخاصة للفترة 2006-2015، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر، 2018، ص 57.

يلاحظ من الرسم التوضيحي رقم (04) في حالة إنعدام المديونية فإن نسبة المديونية تساوي الصفر، وبذلك تعادل التكلفة المرجحة للأموال تكلفة حق الملكية، وكلما زادت هذه النسبة إتجهت تكلفة حق الملكية إلى الإرتفاع الضئيل، وبإستخدام القروض المنخفضة تتجه التكلفة المرجحة إلى الإنخفاض إلى أن نصل إلى نقطة دنية التكلفة، وعندما يتحدد المزيج التمويلي الأمثل، ويتجاوز

مستوى المديونية المقبول تتجه كلا من تكلفتي القروض وحق الملكية إلى التزايد معا مما يؤدي إلى تجاوز التكلفة المرجحة للأموال لنقطة التدنية للتكلفة نتيجة لتزايد الخطر المالي.¹

في ظل وجود ضرائب مفروضة على المؤسسة سيتم الإستفادة من التخفيض الضريبي الذي ستخضع له أموال الديون باعتبارها أعباء مالية، وبالتالي تخفيض تكلفة الإستدانة على عكس الأموال الخاصة ذات التكلفة الأعلى، حيث لن تستفيد من هذه الميزة والتي تحمل مخاطر أكبر من تلك التي تحملها أموال الغير، وبالتالي ستخفض أموال الإستدانة من تكلفة رأس المال من خلال الوفر الضريبي، ومنه فإن الحكم الأساسي لهذه النظرية يبقى قائما، بمعنى وجود أثر لتركيبية المزيج التمويلي على تكلفة رأس المال وبالتالي وجود هيكل تمويلي أمثل.²

المطلب الثاني: مدخل صافي الربح

يرى أنه يمكن للمشروع أن يعظم من قيمته السوقية ويخفض متوسط تكلفة الأموال الكلية بزيادة نسبة القروض في الهيكل المالي. من خلال إفتراض أساسي وهو أن تكلفة كل من أموال الملكية وأموال الإقتراض ثابتة لا تتغير. مما يعني أن ارتفاع أو انخفاض نسبة الإقتراض في هيكل رأس المال لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في تكلفة أموال القروض أو الملكية، وبما أن تكلفة الإقتراض أقل من تكلفة إصدار الأسهم فإن الإعتماد على الإقتراض في التمويل مقارنة بالتمويل بأموال الملكية يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للأموال. ويتواجد الهيكل المالي الأمثل حسب هذا المدخل عند النقطة التي يتعاطم عندها قيمة المشروع وتخفض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن، أي عند تمويل المشروع بالكامل من خلال الإقتراض.³

وعليه يمكن تلخيص اهم الفروض التي يقوم عليها هذا المدخل إلى:

¹ - نفس المرجع السابق، ص 402.

² - مرسلتي نزيهة، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر دراسة مقارنة بين مجموعة من البنوك العمومية والبنوك الخاصة للفترة 2006-2015، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر، 2018، ص 63.

³ - عمار بن نوار، "أثر قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية على العائد والمخاطرة دراسة حالة لمجمع صيدال"، مذكرة ماجستير في المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي الأغواط، الجزائر، 2013، ص 55 56.

-أنه لا يوجد أثر لزيادة الإعتماد على القروض ورفع نسبة المديونية علة معدل العائد المطلوب على أموال الملكية ومعدل العائد على أموال الغير، وهذا راجع لثبات المخاطر المتأتية من هذين المصدرين؛

-إن قيمة المؤسسة تتأثر بالتكلفة المرجحة للأموال والتي بدورها تتخفف بزيادة الرفع المالي، ولهذا وحسب هذه النظرية فإن الوصول إلى أعلى قيمة للمؤسسة مرهون بتدنية التكلفة لأقصى حد ممكن وهذا لن يتحقق إلا إذا إكتفت المؤسسة بإستخدام القروض فقط دون أموال الملكية في هيكلها المالي.¹

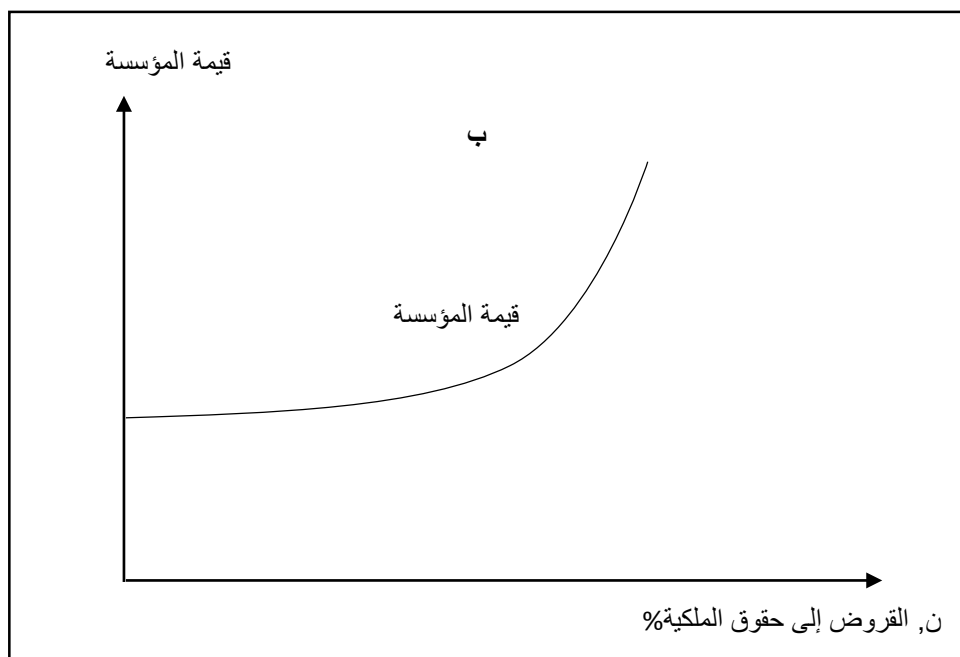
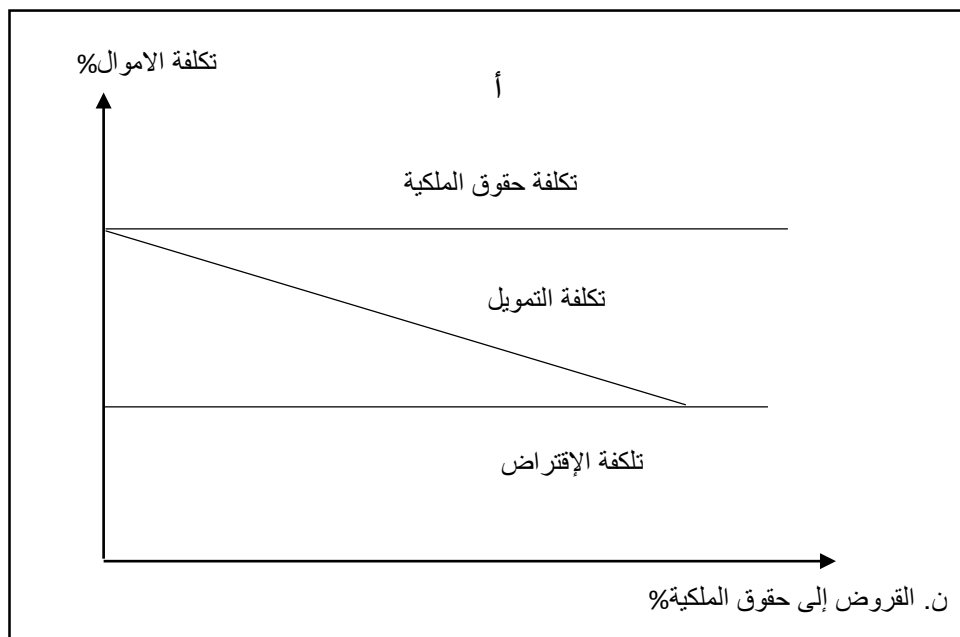
-يهدف مدخل صافي الربح أساسا إلى توضيح أنه لا أثر لزيادة الرافعة المالية على كل من معدل تكلفة القروض ومعدل تكلفة حق الملكية، وبالتالي فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك، ومعدل الفائدة على السندات لن يتغير بنسبة الإقتراض داخل الهيكل المالي.²

¹ - عبد المجيد تيماي، "نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر، 2015، ص 25.

² - زغيب مليكة، "علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية- دراسة نظرية تحليلية"، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 20، العدد 2، جوان 2009، ص 154.

الفصل الثاني: الإطار النظري للهيكل التمويلي

شكل رقم (05): العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وبين نسبة الإقتراض وفق مدخل صافي الربح



المصدر: عبد المجيد تيماي، "تحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر، 2015، ص 26.

المطلب الثالث: تقييم النظريات المؤيدة لأمثلية الهيكل التمويلي

الفرع الأول: الإنتقادات الموجهة للمدخل التقليدي

لعل من الواضح أن نقطة الضعف الأساسية التي تعاني منها هذه النظرية كذلك هي أنها تقوم على إفتراض عدم وجود تكلفة الإفلاس، كما يعاب عليها أيضا تجاهلها للمخاطر المالية المرتبطة بأثر الرافعة المالية التي كان من المفترض أن تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لتعرض مردودية السهم (المردودية المالية) لتقلبات أكبر مع زيادة نسبة الإستدانة، يحدث هذا حتى في ظل إفتراض عدم وجود تكلفة الإفلاس.¹

لكن بإعتبار أن هذه النظرية تنطلق من أن معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين يبقى ثابتا وأن قيمة المؤسسة ترتفع بالإستفادة من أثر الرفع الإيجابي، فإنه وإنطلاقا من تفكير سطحي تصور أصحاب النظرية أن المساهمين سوف يضلون دون رد فعل أمام ارتفاع معدل الإستدانة، إلا أن الواقع أثبت أنهم يأخذون في الإعتبار عامل المخاطرة ويرفعون تدريجيا من مطالبهم في تحقيق مستوى مردودية أعلى، ومن جهة أخرى أثبت الواقع العملي كذلك أن المقرضين حساسين أكثر للمخاطرة المرتبطة بإستدانة المؤسسة فيطلبون تدريجيا معدلات فائدة أكبر.²

الفرع الثاني: الإنتقادات الموجهة لمدخل صافي الربح

إن مدخل صافي الربح يعاني من نقطة ضعف أساسية هو إفتراض ثبات كل من تكلفة الإقتراض وتكلفة الملكية بغض النظر عن التغير في نسبة الإقتراض إلى الملكية وهذا الإفتراض بعيد كل البعد عن الواقع

العملي.³

إن عدم واقعية هذه النظرية تكشف أيضا عن جانب آخر للقصور فيها وهو تجاهل تكاليف الإفلاس والذي تداركته نظرية صافي ربح العمليات في بناء النموذج الخاص بها، حيث يلغي هذا النموذج ميزة تحفيض التكلفة الكلية للأموال والناجمة عن زيادة نسبة الرفع المالي.⁴

¹ - إلياس بن سامي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 285.

² - نفس المرجع السابق، ص 285.

³ - محمد صالح الحناوي وآخرون، "أساسيات الإدارة المالية"، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية- مصر، 2001، ص 432.

⁴ - إيمان عتارسية، محمد خميسي بن رجم، "المتاجرة بالملكية تحت تأثير تحليل ربحية المؤسسة ونشاطها الإستغلالي دراسة حالة شركة NCA ROUIBA"، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، المجلد 07، العدد 01، ص 139.

إن إفتراض ثبات تكلفة الإقتراض يعني أن المؤسسة يمكنها أن تعتمد على القروض إلى ما لا نهاية دون أن يترتب عن ذلك زيادة المخاطر التي تتعرض لها وأيضا دون أن يطالب المقرضون بالزيادة في سعر الفائدة نتيجة لأي مخاطر متوقعة. أيضا إفتراض ثبات معدل العائد المطلوب للملاك يعني أن المساهمين لا يبالون بالخطر المالي الذي تتعرض له نتيجة التوسع في الإقتراض. وهذا التصرف لكل من المساهمين والمقرضين تجده بعيدا كل البعد عن الواقع مما أدى إلى ظهور مدخل آخر أطلق عليه المدخل التقليدي وقد إتبع نفس فكرة مدخل صافي الربح فيما يتعلق بوجود هيكل مثالي لرأس مال المؤسسة.¹

ومنه وإمتدادا لهذه الفكرة يمكن القول أن هذا النموذج قد أغفل نقطة أساسية والمتمثلة في إلغاء المخاطر المالية المترتبة عن زيادة الإعتماد على الرافعة المالية وما يترتب عنه من زيادة التكاليف المالية المتعلقة بقيمة السهم وخاصة مع إفتراض عدم وجود لتكاليف الإفلاس.²

¹ - نفس المرجع السابق، ص 432.

² - بقياقي مسعودة، مرجع سبق ذكره، ص 70.

المبحث الثالث: مداخل أخرى لتفسير الهيكل التمويلي الأمثل

إمتدادا للمبحثين السابقين فقد جمع هذا المبحث بين مجموعة متنوعة من المداخل المفسرة لأمثلية الهيكل التمويلي والتي قد بعضها عن بعض في فكرة نفي أو إثبات وجود هيكل أمثل لرأس المال، ومع تنوع أساليب وأسس تحليل الفرضيات والحجج التي تقوم عليها كل نظرية فكل واحدة منها تنطلق من جانب معين للوصول إلى النتائج الخاصة بها والتي سيتم عرضها تباعا من خلال المطالب المتضمنة التالية.

المطلب الأول: النظرية متعددة الأشكال

الفرع الأول: نظرية الإشارات المالية

أولاً: مضمون نظرية الإشارات المالية

ترتكز هذه النظرية على مفهوم عدم تماثل المعلومات وينشأ هذا الأخير عن نقطتين أساسيتين، النقطة الأولى أن نفس المعلومات لا يتم تقاسمها بين الجميع ذلك أن إدارة المؤسسة تمتلك معلومات لا يمتلكها المستثمرون. والنقطة الثانية أنه حتى وإن تم إقتسام المعلومات بين الجميع فإن نفس المعلومات لا يتم تفسيرها بنفس الطريقة بين جميع الأطراف. إذن فمن غير المعقول أن نظن أن المعلومات الموجودة لدى الإدارة موجودة لدى المستثمرين بمعنى أنها متماثلة كما جاء في مفهوم السوق الكامل ولكن العكس تماما فعدم تماثل المعلومات هي القاعدة العامة. وعليه تلجأ إدارة المؤسسة إلى إصدار إشارات مالية تعطي للمستثمرين تصور بأن التدفقات النقدية ستكون أحسن وأن المخاطر ستكون أقل مما يسمح للمستثمر بتوقع تحقيق أرباح رأسمالية، فالمستثمر دائم البحث عن إشارات مالية تسمح له بالتنبؤ بمرادودية أكبر أو مخاطر أقل.¹

تكون الإشارة المستعملة بأشكال عديدة، إذ يمكن ان تكون صورة أو وصفا لتكلفة رأس المال، سياسة توزيع الأرباح، أو أيضا اللجوء إلى أوراق مالية معقدة (Complexes) أو إلى شروط (Clauses) خاصة في مختلف أشكال التركيب المالي.² وسيكون قرار التمويل وإختيار هيكل

¹ - جمال قدام، محمد زيدان، ص 134.

² - دادن عبد الوهاب، "تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل التمويلي: الإسهامات النظرية الأساسية"، مجلة الباحث، المجلد 4، العدد 4، 2006، ص 112.

التمويل من بين الإشارات التي سيرسلها المسكرون للأطراف الخارجية من مستثمرين ومقرضين، للإفصاح عن حالة المؤسسة وآفاقها المستقبلية.¹

كما أن الإشارة ليست مجرد سرا أو تصريح مضلل، كما يعتقد الكثير، ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي، يؤدي إلى حدوث إنعكاسات سلبية على مسبها في حالة ظهور وإكتشاف عدم صحتها.²

وقد حاول العديد من المفكرين تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات في ظل إختلاف مستوى المعلومات بين مستخدمي تلك المعلومات الخارجيين والداخليين حول الفرص الإستثمارية وتوزيعات العائد الحقيقية للشركة. ويعتبر نموذج * (1977) Ross ونموذج (1977) *Leland ونموذج * (1984) Majluf & Myers الأساس الذي بني عليه هذا المدخل. فنموذج (1977) Ross يستخدم نسبة الإقتراض في الهيكل التمويلي - في ظل ثبات قرار الإستثمار - كمؤشر على نوعية المؤسسة، بينما يركز نموذج * (1977) Pyle & Ieland على تأثير نسبة الإقتراض في الهيكل التمويلي على نسبة الأسهم المملوكة من طرف المسكرين والتي تعتبر كمؤشر على نوعية المؤسسة. أما نموذج (1984) Majluf & Myers فيستخدم الهيكل التمويلي - في ظل عدم تماثل المعلومات بين المسكرين والمستثمرين - للحد من مشكلة سوء تقييم الأسهم الجديدة من طرف السوق.³

وهذا يجعل المديرين في موقف أفضل لقابليتهم على توقع التدفقات المستقبلية، بالإشارة إلى أن نسبة الدين إلى حق الملكية تنقل المعلومات للمستثمرين لسببين، السبب الأول يتعلق بالأزمات حيث يتجنب المديرون زيادة نسبة المديونية إذا كانت عندهم معلومات تشير إلى تعرض المؤسسة

¹ - حركاتي نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 219.

² - دادن عبد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص 112.

* - Stephen a. ross: ستيفن ألان "ستيڤ" روس (3 فبراير 1944 - 3 مارس 2017) كان أول أستاذ فرانكو موديليانو للاقتصاد المالي في معهد إم آي تي سلون للإدارة بعد مسيرة طويلة كأستاذ للاقتصاد والتمويل في مدرسة بيل للإدارة، اشتهر بالعديد من النظريات والنماذج الهامة في الاقتصاد المالي، كان مؤلفاً ذائع الصيت في العلوم المالية والاقتصاد، وكان مؤلفاً مشاركاً لكتاب تمويل الشركات الأكثر مبيعاً.

* - Hayne E. Leland: هاين ليلاند اقتصادي وأستاذ فخري بجامعة كاليفورنيا في بيركلي. قبل أن يصبح متقاعدًا، كان أستاذًا للتمويل في كلية هاس للأعمال. قبل انضمامه إلى بيركلي، كان أستاذًا مساعدًا في الاقتصاد بجامعة ستانفورد، كما شغل منصب أستاذ زائر في جامعة كاليفورنيا ولوس أنجلوس وجامعة كامبريدج. حصل على A.B. من كلية هارفارد، ثم ماجستير (اقتصاد) من كلية لندن للاقتصاد ودكتوراه، في الاقتصاد من جامعة هارفارد، حصل على درجة الدكتوراه الفخرية من جامعة باريس (دوفين) عام 2007.

* - Nicolas S. Majluf: أستاذ الجامعة البابوية الكاثوليكية في شيلي، حاصل على إجازة في الهندسة من جامعة PUC، وماجستير في العلوم، في بحوث العمليات بجامعة ستانفورد، ودكتوراه في الإدارة في إم آي تي سلون للإدارة.

* - Stewart C. Myers: ستيفارت كلاي مايرز أستاذ بروفييسور في الاقتصاد المالي بكلية إم آي تي سلون للإدارة، يتميز بعمله في هيكل رأس المال والابتكارات في إعداد الميزانية الرأسمالية وتقييمها.

* - David H. pyle: أستاذ فخري في العلوم المالية والمصرفية.

³ - حركاتي نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 219.

إلى صعوبات مالية وبالتالي تؤدي إلى إفلاس الشركة وبذلك يتعرض مدير الشركة المفلسة إلى عقوبات إصدار الدين، لهذا يكون للمديرين حافز قوب على إرسال إشارة صحيحة بعد أن يكونوا على قناعة لقابلية المؤسسة على إعادة الدين، وهذا يعني أن زيادة الدين إشارة على المستقبل المالي الجيد للشركة. كالشركات التي ترغب في مستويات عالية من الدين عندما تتوقع أنها تحقق تدفقات نقدية من الوفورات الضريبية. أما السبب الثاني، إذا أصدرت الإدارة الأسهم العادية فهذه معلومة للمستثمرين أن أسهم الشركة مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية، وهذه إشارة سلبية تؤدي إلى انخفاض سعر سهم الشركة في السوق، وأن إصدار الأسهم الجديدة في لمشاركة المستثمرين الجدد في الخسارة.¹

ثانيا: الإشارة بنسبة الأسهم المحازة

طور كل من Leland و Pyle نموذجا للتشوير يعتمد على الهيكل المالي وذلك بإستخدام نسبة الأسهم المحازة من قبل الإدارة كأداة للإشارة إلى قيمة المؤسسة للمستثمرين الخارجيين، إفتراض النموذج أن المسير إذا كان مساهما فإنه يقوم بإختيار هيكل أمثل للمشروع، كما إفتراض أنه قبل إتخاذ قرار التمويل والإستثمار كل الأطراف تجهل مردودية المشروع فيما عدا المسير الذي يعلم فقط أن العائد يكون بقرب العائد المتوسط للسوق. وهذه الفرضية تختلف عن نموذج Ross الذي إفتراض أنه عند التوازن تكون حالة تماثل المعلومات مكلفة.

تشير الإدارة إلى نوعية المشروع من خلال نسبة الأسهم التي تمتلكها، وتتمثل تكلفة التشوير في إمكانيات التنوع المتاحة، ويكفي أن يمتلك المسير نسبة هامة من الأسهم ليؤثر على قيمة المؤسسة، التي ترتفع بإرتفاع قيمة ونسبة الأسهم المحازة من قبل المسير.²

ثالثا: نظرية الإشارة بإستخدام الإقتراض

هذه النظرية تنص على أن مسيري المؤسسات التي تمتاز بالكفاءة يمتلكون معلومات عن آفاق مستقبلية إيجابية حول وضعية مؤسساتهم ويحاولون في نفس الوقت توفير هذه المعلومات للمساهمين القدامى في المؤسسة وبالإضافة إلى المستثمرين الجدد المحتملين، ولكن الإشكال يكمن في أنه لو قام مسيرو هذه المؤسسات بالإعلان عن الوضعية المستقبلية الإيجابية للمؤسسة

¹ - عادلة حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدان، "علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة: دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2004-2011"، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 37، العدد 10، 2014، ص ص 95 96.

² - العايب ياسين، "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011، ص ص 61 62.

بشكل علني ومباشر فقد يحاول مسيرو المؤسسات الأخرى القيام بنفس الإجراء أي الإعلان على أن وضعية مستقبلية لمؤسساتهم تمتاز بالإيجابية أيضا رغم أنها قد عكس ذلك، الأمر الذي سيثير الكثير من الشك في أوساط المستثمرين في مدى صحة المعلومات المعلن عنها من طرف مسيري المؤسسات. وعليه في هذه الحالة على مسيري المؤسسات التي تمتاز بالكفاءة الإعتماد على طريقة غير مباشرة للإعلان عن المعلومات الجيدة أي باستخدام الإشارة في توصيل المعلومة للمستثمرين والذي يكون عن طريق الرفع من الإقتراض.¹

فحسب هذه النظرية فإن إصدار السندات في أسواق رأس المال يقدم إشارة إيجابية على أن الأسهم مقيمة في السوق المالي بأقل من قيمتها الحقيقية وأن المسيرين يرغبون في توزيع الأرباح المستقبلية المتوقعة مع المساهمين القدامى (الحاليين) الأمر الذي يترك إنطباع على أن المسيرين لا يريدون تقاسم الأرباح المستقبلية مع مساهمين جدد.²

الفرع الثاني: نظرية المبادلة

وفقا لنظرية موديليانى وميلر فإن نظرية المقايضة للرافعة The trade-off theory leverage، فإن الشركة تقايض بالمنافع الناتجة عن التمويل بالقروض (المعالجة الضريبية للفوائد المترتبة عن القروض) مقابل معدلات الفائدة المرتفعة والتكاليف المترتبة على الإفلاس.³

برهن الباحثان موديليانى وميلر (MM)، في ظل مجموعة من الإفتراضات، أن قيمة المنشأة تزداد بشكل مستمر كلما زادت نسبة التمويل المقترض في هيكل رأس المال، وذلك بسبب ما يوفره هذا التمويل من إمكانية لتحقيق الوفرة الضريبية عن طريق الفوائد، التي تظهر ككلفة في قائمة الدخل، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض كلفة رأس المال، وبالتالي الوصول إلى أعلى قيمة للسهم في سوق الأوراق المالية. وتشتمل الإفتراضات التي بنى عليها (MM) نظريتهما على مايلي:⁴

- عدم وجود تكاليف وساطة في بورصات الأسواق المالية؛
- عدم وجود ضرائب على دخول الأفراد؛
- يستطيع المستثمرون الإقتراض بنفس معدل الفائدة الذي تستطيع المنشآت الإقتراض به؛

¹ - معيزة مسعود أمير، ص 119.

² - نفس المرجع السابق، ص 119.

³ - عبد الغفار حنفي، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2007، ص 397.

⁴ - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، "الإدارة المالية المتقدمة"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2009، ص 430.

- لدى المستثمرين نفس المعلومات التي لدى إدارة المنشآت حول الفرص الإستثمارية للمنشآت؛
- إن التمويل المقترض عديم الخطورة مهما بلغت نسبته في رأس المال؛
- أن الربح التشغيلي (قبل الفوائد والضرائب) لا يتأثر باستخدام التمويل المقترض.

المطلب الثاني: نظرية التوازن

تعتمد هذه النظرية على فكرة التوازن بين منافع الإقتراض وتكاليفه، أي التوازن بين التأثير الإيجابي الذي تحدثه الوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، فزيادة نسبة الإقتراض في الهيكل التمويلي يترتب عليها إنخفاض في متوسط تكلفة الأموال وإرتفاع في قيمة المؤسسة بالتبعية، نظرا لإنخفاض التكلفة الفعلية للأموال المقترضة بسبب الزفترات الضريبية. غير أن زيادة نسبة الأموال المقترضة عن حد معين يترتب عليه ارتفاع مخاطر إفلاس المؤسسة وتكاليف الوكالة بسبب الخوف من إخفاقها في الوفاء بالتزاماتها المالية إتجاه المقرضين وهو ماسينجم عنه زيادة معدل العائد المطلوب على الإستثمار في أسهم وسندات المؤسسة الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال وإنخفاض قيمة المؤسسة.¹

الفرع الأول: نظرية تكلفة الإفلاس

تتفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوع من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية، بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فوائد أو كليهما في تواريخ الإستحقاق. ويترتب عن الإفلاس الذي قد تتعرض له المؤسسات تحمل هذه الأخيرة لبعض التكاليف يطلق عليها تكاليف الإفلاس، جزء من تلك التكاليف مباشر وهي المصروفات الإدارية والقانونية بالإضافة إلى الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بقيمة أقل من قيمتها الدفترية. والجزء الآخر تكاليف غير مباشرة تتمثل في الخسائر أو الهبوط في الأرباح نتيجة لإنخفاض كفاءة عمليات المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس.²

بالإضافة إلى الإفتراض الخاص بعدم وجود علاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة وفقا لنظرية موديليانى وميلر، فإن الإفتراض الثاني لهذه النظرية هو بعدم وجود تكاليف الإفلاس، رغم

¹ - حركاتي نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 218.

² - جمال قدام، محمد زيدان، مرجع سبق ذكره، ص 129.

أنه من الناحية العملية فإنه يترتب على الإفلاس تكاليف عالية،¹ بدأ ميلر Miller (1977) بالإعتراف على أهمية تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، بوصفهما متغيران يلعبان دوراً في التأثير على هيكل رأس المال. فلقد أشار إلى أن الدراسات التي تؤكد على ارتفاع قيمة تلك التكاليف (حوالي 20% من القيمة السوقية للمنشأة) أجريت على منشآت صغيرة أو منشآت فردية، أسفر الإفلاس على تصفيتها وليس إعادة تنظيمها. أما بالنسبة للمنشآت الكبيرة فإن الدراسات المتاحة تؤكد صغر حجم تلك التكاليف، إذ تبلغ في المتوسط 5,3% من القيمة السوقية للمنشأة، وتتضاءل النسبة كلما زاد حجم المنشأة، حتى أنها قد وصلت في بعض الحالات إلى 1,7% من القيمة السوقية للمنشأة. يضاف إلى ذلك أن هذه التكاليف فعلية للإفلاس، وأن ما يهمنا عند اتخاذ قرار هيكل رأس المال هو التكاليف المتوقعة. ويشير ميلر في هذا الصدد إلى إحدى الدراسات التي كشفت عن أن التكاليف المقدرة للإفلاس قبل سبع سنوات من حدوثه، لم تتجاوز 1% من القيمة السوقية للمنشأة.²

تظهر المشاكل الخاصة بالإفلاس عندما تكون الشركة مفرطة عادة في استخدام القروض في التمويل، مما يعني أن التكاليف المترتبة على الإفلاس لا تحفز الشركات على التوسع في استخدام القروض.³ فبتزايد تكاليف الإفلاس ذات العلاقة الطردية مع التكاليف الكلية فإن المؤسسة تواجه احتمال انخفاض قيمتها السوقية بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس التي تحسب بالصيغة التالية:

$$VE = VE^* + DT - CF \dots (31)$$

حيث أن:

VE: قيمة المؤسسة المقترضة؛

VE*: قيمة المؤسسة غير المقترضة؛

DT: الوفورات الضريبية؛

CF: تكاليف الإفلاس.

¹ - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 395.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 654 655.

³ - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 396.

ومن المعادلة يرى مؤيدو مدخل تكلفة الإفلاس أن الهيكل التمويلي الأمثل الذي يحقق أهداف المؤسسة هو الهيكل الذي يحقق التوازن بين الأثر الإيجابي الذي توفره الوفورات الضريبية والأثر الإيجابي الذي يترتب نتيجة تكاليف الإفلاس.¹

الفرع الثاني: نظرية الوكالة

قد ينص في عقد القرض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل إتخاذ الإدارة لبعض القرارات التي قد يكون لها تأثير على مصالحهم، مثل قرارات شراء أصول جديدة والقرارات الخاصة بإجراء توزيعات الأرباح، وقرارات رفع مرتبات المديرين وماشابه ذلك وعادة ماينص عقد القرض على إعطاء الحق للدائنين في المطالبة فوراً بقيمة القرض إذا متجاهلت الإدارة الشرط المنصوص عليه في عقد الإقتراض والذي يقضي بضرورة الرجوع إلى الدائنين قبل إتخاذ القرارات المشار إليها.²

ولكي يتأكد المقرضون من أن إدارة المنشأة لم تخل بشروط التعاقد، فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة مايجري داخل المنشأة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم. ويطلق على التكاليف التي يتكبدها المقرضون من أجل عملية المتابعة بتكاليف الوكالة Agency cost، وكما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن المقرضين عادة ماينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك، وذلك برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، وهو أمر يضطر الملاك إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الإستثمار، والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وإنخفاض القيمة السوقية للمنشأة بالتبعية.³

إن الهدف من نظرية الوكالة يتمثل في تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل. ففي عام 1976 أدخل "جونسن ومكلينج" Jensen & Meckling عامل تعدد الأهداف لشركاء المؤسسة، حيث أثبتا أن هناك تكلفة وكالة للديون تلعب دوراً هاماً في قرار التمويل. وأصبح الهيكل التمويلي الأمثل بعد ظهور تكلفة الوكالة يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معاً.⁴

عرف كل من Meckling & Jensen علاقة الوكالة في كتاب Theory of the firm بأنها: "عقد بموجبه يعهد شخص أو أكثر إلى شخص آخر للقيام بأعمال معينة لفائدة الأول نيابة عنه،

¹ - صديقي أحمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 86.

² - جمال قدام، محمد زيدان، مرجع سبق ذكره، ص 131.

³ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 652.

⁴ - محمد الأمين وليد طالب، مرجع سبق ذكره، ص 233.

مما يستوجب تفويض السلطة في إتخاذ بعض القرارات للوكيل". أما نظرية الوكالة فتعرف بأنها " إطار فكري أستخدم كأداة بحث لتفسير ظاهرة العلاقات التعاقدية التي عرفت في ميادين كثيرة العمل والفكر الإنساني".¹

ويمكن تعريف تكلفة الوكالة بأنها التكاليف والمساوئ التي تنجر عن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الأشخاص الذين لايسمح لهم القانون بمراقبة المؤسسة.² ويمكن تصنيف تكاليف الوكالة حسب مصدرها إلى تكلفة الوكالة للملكية وتكلفة الوكالة للدين، أما حسب الصراعات بين الأصل والوكيل تقسم إلى ثلاثة أنواع:³

- تكاليف المراقبة: أو تكاليف الإشراف التي يتحملها الموكل (المالك أو المقرض = البنك) من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هدف تعظيم منفعته.
- تكاليف البرهنة: وتسمى أيضا تكاليف الإلتزام أو الإخضاع وتكون مجسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكل.
- التكاليف الباقية: والتي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل، أي التي تنجم عن إستحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل، كالتخصيص السيئ للموارد والإختيار الإستراتيجي غير الأمثل.

ومن المعتقد أن تصرف المقرضين على هذا النحو يعد مقبولا. فالإدارة تسعى أساسا لخدمة مصالح الملاك وليس مصالح المقرضين، ومن ثم فإنها تسعى للإستثمار في الإقتراحات التي تتطوي على قدر كبير نسبيا من المخاطر إذا كان تمويلها يتم من أموال مقترضة، بينما لا تسعى للإستثمار في مثل هذه الإقتراحات إذا كانت ستمول من حقوق الملكية. وإذا مانح لإقتراح الإستثماري فإن الملاك سيحصلون وحدهم على المكاسب، أما إذا فشل الإقتراح فقد يتحمل المقرضين جزء من نتائج هذا الفشل. لذا يصبح من حقهم المطالبة بعائد إضافي (زيادة سعر العائد) لتعويضهم عن مثل هذه المخاطر الإضافية.⁴

¹- سورية بن عزيزة، نور الدين زعبيط، "أثر هيكل الإستدانة في تكاليف الوكالة: حالة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2010-2017"، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 7، العدد 11(مكرر)، جوان 2019، ص 239.

²- جمال قدام، محمد زيدان، مرجع سبق ذكره، ص 131.

³- سورية بن عزيزة، نور الدين زعبيط، مرجع سبق ذكره، ص ص 240 241 .

⁴- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص 652 653 .

ولذلك فمن الممكن كتابة المعادلة التالية:¹

$$Ve = Vn + va(\text{avantage fiscale}) + va(\text{cout d'agence de fond propres}) - va(\text{cout de faillite}) - va(\text{cout d'agence de la dette}) \dots (32)$$

حيث:

Ve : قيمة المؤسسة المستدينة؛

Vn : قيمة مؤسسة مشابهة لها ولكن غير مستدينة.

هناك حالتين:

1. عندما يكون الهيكل المالي للمؤسسة ضعيف الديون، إستخدام الديون يؤدي إلى إدارة أكثر صرامة والتي توفر مزايا أكثر من العيوب التي تسببت فيها تضارب المصالح بين الدائنين والمساهمين، حيث ماتبقى من القيمة الحالية لتكاليف الوكالة للأموال الخاصة يخفض بنسبة الإستدانة ناقص القيمة الحالية لتكاليف الوكالة للديون هي موجبة. هذا الرصيد يساهم في رفع قيمة المؤسسة.

2. عندما تصبح نسبة الرافعة المالية كبيرة، إستخدام الدين يؤدي إلى تفاقم تكاليف الوكالة للديون، أين يكون الرصيد بين تكاليف الوكالة سلبيا وقيمة المؤسسة تتخفض.

المطلب الثالث: نظرية ترتيب مصادر التمويل

في سنة 1961 وضع جورد دونالدسون G. Donalson نظرية لترتيب مصادر التمويل حسب الأفضلية pecking order theory من وجهة نظر المؤسسة حيث تتلخص أبعاد هذه النظرية في النقاط التالية:²

- تفضل المؤسسة الإعتماد على مصادر التمويل الداخلي؛
- تضع المؤسسة نسب مستهدفة لتوزيعات الأرباح وهذا من خلال مقارنتها مع إحتياجاتها الإستثمارية وكذلك توقعاتها بشأن التدفقات النقدية المستقبلية وهذا في الظروف العادية؛

¹ - بوربيعة غنية، "محددات إختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة - الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز"، مكررة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012، ص ص

² - معيزة مسعود أمير، هباش فارس، "نظرية ترتيب إختيار مصادر التمويل كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الإستثمارية للم ص م في ظل إقتصاد الإستدانة - دراسة حالة الم ص م في الجزائر"، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد 5، العدد 2، 2016، ص ص 127 128.

- تتبع المؤسسة سياسة ثابتة بشأن توزيعاتها، بمعنى أنها تتجنب أي تغيرات مفاجئة خاصة تلك التي تنطوي على النقص في الأرباح الموزعة، فإذا كانت قيمة الأرباح المحتجزة تفوق الاحتياجات الإستثمارية فالمؤسسة تقوم بتوجيه جزء منها لسداد الديون أو بإستثمارها في أوراق مالية سهلة التسويق، وأما في حالة حدوث عجز في حجم الموارد المالية اللازمة لتمويل الإستثمارات فيصعب تأجيلها في هذه الحالة تلجأ المؤسسة لإستخدام جزء من الرصيد النقدي أو بيع جزء من الأوراق المالية سهلة التسويق؛
- إذا لم تتمكن المؤسسة من توفير الموارد المالية اللازمة من المصادر الداخلية فإنها تلجأ أولاً نحو الإقتراض مباشرة أو بإصدار سندات تقليدية لتأتي بعد ذلك إمكانية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم Convtribal Bonds ثم في الأخير يأتي دور إصدار الأسهم العادية.

وعليه ومن خلال ماسبق يمكن القول أنه وحسب هذه النظرية فإن الأولوية في إختيار مصادر تمويل المؤسسة تكون من نصيب الأموال الذاتية، ثم بعد ذلك يتم اللجوء إلى الإستدانة بنوعيتها لسد إحتياجاتها، وفي حالة ما إذا كان هناك الحاجة للتمويل فإنها تقوم أخيراً باللجوء إلى إصدار أسهم، وحيث أن هذه النظرية تعتبر من الرافضين لأمثلية الهيكل التمويلي فهي لا تعير أي أهمية للمزيج التمويلي المكون للهيكل.¹

إن هذه النظرية تستند في تحليلها وتقوم على عدة حجج وأسباب لتبرير هذا السلوك والتي يمكن إيجازها فيما يلي:2

- إن الإعتماد على التمويل الداخلي للمؤسسة لا يترتب عنه أي تكاليف كتلك التي تخص وعاملات الوكالة أو المترتبة عن إصدار أسهم جديدة؛
- أنه وفي حالة إصدار أسهم جديدة يعني ذلك أن الملكية إنتقلت جزئياً إلى مساهمين جدد والذي قد يعتبره الآخرون من أصحاب المصالح إشارة سيئة عن أداء المؤسسة من الناحية المالية؛

¹- عبيدي سعد نوح، "محددات الهياكل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية حالة عينة من المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات خلال الفترة الممتدة بين 2010-2015"، مذكرة مجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل، الجزائر، 2018، ص 121.

²- أنفال حدة خبيزة، "تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2012، ص 35.

- دخول مساهمين جدد يستوجب على المؤسسة الدفع لهم من الأرباح المحققة مقابل مساهمتهم على حساب الماهمين القدامى تحسبا لإمكانية زيادة رأس المال عن طريق التمويل الذاتي.

خلاصة الفصل الثاني

إستطعنا من خلال هذا الفصل أن نجمع بين مختلف الأسس النظرية والمداخل التي تناولت موضوع أمثلية الهيكل التمويلي وحاولت معالجة العلاقة المحتملة بين هذا الأخير وكل من التكلفة المرجحة لرأس المال وقيمة المؤسسة، وقد خلصنا إلى وجود تيارين أساسيين أولهما التيار الرافض لفكرة وجود هيكل أمثل يدني من التكلفة الكلية وفي نفس الوقت يرفع من قيمة المؤسسة، والذي ضم مدخل صافي ربح العمليات ومدخل موديلاني وميلر. أما التيار الثاني فهو التيار المؤيد للفكرة والذي إنطوى على كل من المدخل التقليدي بالإضافة إلى مدخل صافي الربح، ليتعززا بتيار ثالث جمع بين باقي النظريات المحللة والمناقشة لهذا الموضوع، حيث ورد فيه كل من النظرية متعددة الأشكال والتي جمعت بدورها بين نظرتي الإشارات المالية ونظرية المبادلة. هذا وبالإضافة إلى نظرية التوازن التي شملت نظرتي تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، وأخيرا تم التطرق لنظرية ترتيب مصادر التمويل.

الفصل الثالث

المفاهيم الأساسية حول

ربحية المؤسسة الإقتصادية

تمهيد

إن الهدف الأساسي للمؤسسات هو تحقيق ربحية جيدة التي تسمح لها بإستمرارية مزاوله نشاطها وتحسين صورتها ومركزها التنافسي، حيث أن نشاط المؤسسات قائم على تحقيق الأرباح، فالربحية كمقياس سيعطي العديد من المؤشرات والتفسيرات عن وضعية المؤسسة وتقدمها في الأعمال، والتي يعتمد عليها كل من الجهاز المالي والإداري من داخل المؤسسة وأصحاب المصلحة معها من السوق الذي تنشط فيه (سواء من طرف بنوك ومقرضين أو موردين... إلخ) في عملية تقييم أدائها وخاصة المالي.

إن قياس الربحية يعتمد على مجموعة من المؤشرات المالية، وتطبيق هذه المؤشرات يخضع لتنوع طبيعة أنشطة المؤسسة بين ما هو قصير وطويل الأجل حيث أن كل مؤشر يهدف لقياس الربحية وفق ظروف معينة وتختلف عن بعضها البعض وتعنى بقياس جانب معين من الأداء المالي، ولهذا وجب حساب هذه المؤشرات بشكل جيد وموضوعي للحصول على نتائج يعتمد عليها لتحليل ربحية المؤسسة ووصف وضعها الحقيقي، وهذا مايسمح بالوقوف على نقاط القوة في أدائها وتحديد مواطن الضعف التي يجب معالجتها والتقليل منها، كما وأن هناك عدة طرق يمكن الإستعانة بها لتعزيز عملية التحليل وتقييم أدائها المالي بشكل جيد.

تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

- المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للمؤسسة الاقتصادية
- المبحث الثاني: مدخل إلى الربحية
- المبحث الثالث: مؤشرات الربحية

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للمؤسسة الاقتصادية

تولي الإقتصاديات الكبرى الأهمية القصوى للمؤسسات الاقتصادية لأنها تعي تماما الدور الذي تقوم به لدعم التنمية والتكامل الإقتصاديين وهو ما يتطلب الإلمام بجميع الجوانب المتعلقة بها، وهذا ما سيتم التطرق له من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول المؤسسة الاقتصادية

الفرع الأول: تعريف المؤسسة الاقتصادية

تعتبر المؤسسة وحدة إنتاج للسلع والخدمات والموجهة أساسا للبيع، حيث تتوفر المؤسسة على مجموعة عناصر تدخل في عملية التحويل إلى سلع وخدمات في مقابل توزيع المداخر حسب مساهمة كل عنصر.¹

إن المؤسسة عبارة عن نظام عام ومستمر بين مجموعة من الأسس القائمة والمنظمة للعلاقات والإجراءات والتعاملات التي تنشأ عن مختلف أعمالها ونشاطاتها.²

هناك عدة تعريفات وردت بخصوص المؤسسات حيث بإختصار تم التركيز في معظمها على مجموعة عناصر لتعريفها وهي القواعد، الطابع البشري لتلك القواعد من حيث الابتكار والتصميم والموضوع بالإضافة إلى التفاعلات الإجتماعية الناتجة عن تطبيق تلك القواعد.³

المؤسسة هي عبارة عن توليفة من مجموعة من الموارد البشرية، المادية والمالية وغيرها والمجموعة معا حسب أهداف مسطرة لتحقيق منفعة معينة والتي تحدد وفق إطار زمني ومكاني معينين.⁴

"لابد أن تعرف المؤسسة من الإشارة إلى أن المؤسسة الاقتصادية هي شكل إقتصادي، وتقني، وقانوني وإجتماعي لتنظيم العمل المشترك للعاملين فيها، وتشغيل أدوات الإنتاج وفق

¹- GAMSOREL L . Francis, "cours de l'economie de l'entreprise duxième année DEUG . Elements de cours et études de cas corrigées", L'Harmattan, 2006, p 05.

²- Steve Wiggins, Junior Davis, " Economic Institutions", IPPG briefing paper No 03, IPPG programme Office, IDPM, School of Environment and Development, University of Manchester, July 2006, p01.

³ - Samarasinghe, Tharanga, " The relationship between institutions and economic development", Munich Personal RePEc Archive, December 2019, p 02.

⁴- عبد الرزاق بن حبيب، "إقتصاد وتسيير المؤسسة"، ديوان المطبوعات الجامعية، ب ط، الجزائر، 2002، ص 25.

أسلوب محدد لتقسيم العمل الاجتماعي، بغية إنتاج وسائل الإنتاج، أو إنتاج سلع الإستهلاك، أو تقديم الخدمات في مجال النقل والتجارة... إلخ.¹

وعليه يمكن تلخيص كل ماسبق في أن المؤسسة الاقتصادية تتمثل أساسا في النظام الذي يسمح بمزج مجموعة من العناصر وفق قواعد وإجراءات معينة بهدف الحصول على منفعة أو قيمة مضافة والتي تتمثل في سلع وخدمات تعود عليها بالأرباح.

الفرع الثاني: خصائص المؤسسة الاقتصادية

للمؤسسات الاقتصادية خصائص معينة تتميز بها، أهمها:²

- المؤسسة مركز للتحويل: من خلال تحويل مواردها إلى منتجات (سلع/ خدمات)؛
- المؤسسة مركز للتوزيع: ويقصد به توزيع الأرباح والمداخيل الناتجة عن بيع منتجاتها على عناصر الإنتاج المستخدمة كل حسب مساهمته في عميلة الإنتاج؛
- المؤسسة مركز للحياة الاجتماعية: تضم المؤسسة عددا من الأفراد الذين يعملون معا وفق قواعدها وتنظيماتها بحيث يتفاعلون معا ويؤدون وظائفهم بغية تحقيق أهداف المؤسسة؛
- المؤسسة مركز للقرارات الاقتصادية: يتم اتخاذ العديد من القرارات التي تؤثر على سير ونشاط المؤسسة والتي تختلف حسب هدفها ومستواها ومداها بين تلك القرارات الإستراتيجية، التكتيكية أو العملية وكذا بين ماهي قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل؛
- المؤسسة شبكة للمعلومات: على كل مؤسسة اقتصادية بناء نظام معلومات خاص بها يساعد متخذي القرار على الاختيار بين أفضل البدائل المتاحة أمامهم وبالتالي تحقيق الأهداف المسطرة؛
- المؤسسة مركز للمخاطرة: بمأن المؤسسة نظام مفتوح فهي معرضة لعدة مخاطر منها ماهو داخلي فيما يتعلق بسوء التسيير أو خارجي والمرتبط بأذواق الزبائن وتفضيلاتهم بالإضافة إلى إستراتيجيات المنافسين.

الفرع الثالث: دور المؤسسة الاقتصادية

¹ - صمويل عيود، "إقتصاد المؤسسة"، ديوان المطبوعات الجامعية، ب ط، الجزائر، 1982، ص 58.

² - غول عمار، "الوجيز في إقتصاد المؤسسة"، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، ط 01، الجزائر، 2008، ص 09-12 .

إن المؤسسات بإختلاف أنواعها لها دور أساسي في تحقيق التنمية الاقتصادية حيث أن العوامل والعناصر التي تتوفر عليها المؤسسات تضمن فرص النمو مثل رؤوس الأموال، الابتكار والإبداع، خاصية إقتصاديات الحجم... إلخ.¹

في الجانب الإقتصادي تقوم المؤسسات بدور هام حيث تعتبر مركز لتوليد الأرباح بفضل نشاطاتها، بالإضافة إلى مساهمتها في الرفع من الإنتاج المحلي من خلال منتجاتها وبالتالي إمكانية تحسين فرص التصدير والتقليل من الواردات، زيادة على مساهمتها في توسيع الوعاء الضريبي والذي يؤثر بالإيجاب على الاقتصاد الوطني.²

وللمؤسسة ثلاثة أدوار أساسية تجاه ثلاثة جهات مختلفة حيث تحرص على تحقيق مصلحة المالكين بالدرجة الأولى من خلال ضمان تحقيق الأرباح، كما يجب عليها مراعاة جانب العمال والمستخدمين بتكريس الرقابة الداخلية وتلبية حاجياتهم وإتاحة فرص الترقية لهم، بالإضافة إلى حرصها على تلبية متطلبات وأذواق المستهلكين وإشباع حاجياتهم الضرورية وحتى الثانوية.³

المطلب الثاني: تصنيفات المؤسسات الاقتصادية

يمكن الحكم وتقسيم المؤسسات الاقتصادية إلى أنواع عديدة وهذا بالرجوع إلى مجموعة من المعايير الموضوعية والتي سنستعرضها فيما يلي:

- تصنيف المؤسسات الاقتصادية حسب معيار الحجم:

من خلال هذا المعيار يمكننا الإعتماد في تصنيف المؤسسات الاقتصادية على مجموعة من العناصر هي: حجم وسائل الإنتاج مثل عدد العمال أو حجم الأموال المستثمر... إلخ، أو يمكن الإعتماد على حجم النشاط كرقم الأعمال مثلا، كما قد تتخذ الإيرادات كمقياس للحكم على الحجم وذلك بالإستعانة برقم الاعمال او القيمة المضافة وما إلى ذلك من مؤشرات، وعلى ضوء هذا يتم التمييز بين ثلاثة أنواع من المؤسسات هي الصغيرة، المتوسطة والكبيرة.⁴

¹ - Alice VITOLA, Maija SENFELDE, " The Role of Institutions in Economic Performance", Business : theory and practice journal, vol 16, issue 03, 2015, p 271.

² - يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 24.

³ - إسماعيل عربايجي، "إقتصاد المؤسسة: أهمية التنظيم ديناميكية الهياكل"، ديوان المطبوعات الجامعية، ب ط، الجزائر، 1996، ص 12.

⁴ - يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص ص 193 194.

- تصنيف المؤسسات الاقتصادية حسب معيار طبيعة الملكية:
من خلال هذا المعيار تتنوع المؤسسات الاقتصادية بين ماهي خاصة والتي تتميز بالملكية سواء الفردية أو الجماعية لها، وبين ماهي عامة تابعة للدولة وتقوم على تقديم الخدمات العمومية، وبين من تجمع بين النمطين معا أي مختلطة فتتقاسم فيها الدولة والخواص ملكيتها.¹
- تصنيف المؤسسات حسب المعيار الاقتصادي:
قسم الاقتصادي COLIN CLARK النشاطات الاقتصادية إلى ثلاثة قطاعات، وهي:²
 - أ- مؤسسات القطاع الأول (Secteur Primaire): ويجمع تلك المؤسسات المتخصصة في الزراعة (الفلاحة) بمختلف أنواعها ومنتجاتها، وتربية المواشي، بالإضافة إلى أنشطة الصيد البحري...
 - ب- مؤسسات القطاع الثاني (Le Secteur Primaire): وهي كل المؤسسات الاقتصادية التي تقوم باستغلال المواد الأولية والطبيعية وتخضعها لعمليات التحويل للحصول على منتجات مصنعة أو نصف مصنعة قد تدخل في تصنيع منتجات أخرى.³
 - ت- مؤسسات القطاع الثالث (Le secteur Tertiaire): تضم هذه الفئة مجموعة كبيرة من المؤسسات ذات الأنشطة المختلفة والمتنوعة والتي تصنف خارج المجموعتين السابقتين، فهي تضم كل المؤسسات الناشطة في مجالات التجارة، الصحة، النقل بالإضافة إلى المؤسسات المالية والمصرفية.⁴
- تصنيف المؤسسات الاقتصادية حسب المعيار القانوني:
ويتكون من مؤسسات فردية وشركات:
 - أ- مؤسسات فردية: "هي المؤسسة التي يمتلكها شخص واحد، وهو رب العمل وصاحب رأس المال وكذا عوامل الإنتاج ويديرها بنفسه، وهي المؤسسة التي تندمج فيها شخصيتها القانونية بشخصية صاحب رأس المال".⁵

¹- إسماعيل عرباجي، مرجع سبق ذكره، ص 13.

²- غول عمار، مرجع سبق ذكره، ص ص 18 19.

³- بن جيمة عمر، "دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التخفيف من حدة البطالة بمنطقة بشار"، مذكرة ماجستير، مدرسة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان- الجزائر، 2011، ص 05.

⁴- ناصر دادي عدون، "اقتصاد المؤسسة"، دار المحمدية العامة، ط 02، الجزائر، 2002، ص 71.

⁵- بن جيمة عمر، مرجع سبق ذكره، ص 06.

ب- المؤسسات الجماعية أو الشركات: وهي المؤسسات التي تنشأ عن طريق المساهمة التي يقدمها شخصين أو أكثر، بحيث تتمتع باستقلالية الذمة المالية والشخصية المعنوية، يمتاز هذا النوع من المؤسسات بكون كل مساهم يحصل على نصيبه من الأرباح أو يتحمل الخسائر حسب مقدار مساهمته في الشركة.¹ وهي تنقسم إلى قسمين:²

- ✓ شركات الأشخاص: وهي كشركات التضامن وشركات التوصية والشركات ذات المسؤولية المحدودة؛
- ✓ شركات الأموال: كشركات المساهمة والتوصية بالأسهم.

المطلب الثالث: أهداف المؤسسة الاقتصادية

تحمل المؤسسة الاقتصادية على عاتقها تحقيق جملة من الأهداف التي تتنوع حسب المعايير التالية:

- الأهداف الاقتصادية:

تتلخص الأهداف الاقتصادية للمؤسسة في مجموعة عناصر لعل أهمها هو تحقيق الأرباح أو الربح حيث يعد هدف أساسي تقوم عليه المؤسسات الاقتصادية من خلال تقديم منتجاتها والتي في المقابل تحقق هدف تلبية المجتمع الذي تنشط فيه حسب قدراتها الإنتاجية، بالإضافة إلى سعيها لتحقيق الكفاءة في الاستخدام من خلال ترشيد إستغلال الموارد حسب الخطط المسطرة ومتابعتها وتقويمها.³

- الأهداف الاجتماعية:

إضافة على الأهداف السابقة تولي المؤسسة عناية خاصة بالجانب الاجتماعي لنشاطها بحيث تحرص على تحقيق رضا العاملين بالدرجة الأولى من خلال ضمان مستوى مقبول للأجور حسب قدرة المؤسسة المالية والذي يسمح لهم بتحسين مستوى معيشتهم وهذا طبقا للتغيرات السريعة والمتوالية في المنتجات والأذواق، بالإضافة إلى مراعاة الجانب النفسي والصحي

¹ - بن سعد وسيلة، "تقييم المؤسسة ودوره في تحقيق ميزة تنافسية"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس- الجزائر، 2016، ص 13.

² - إسماعيل عرباجي، مرجع سبق ذكره، ص 12.

³ - بن سعد وسيلة، مرجع سبق ذكره، ص 23.

للعمال بإنشاء مرافق للراحة والتخلص من ضغط العمل وتسهيل الحصول على مختلف التأمينات ضد الأخطار... إلخ، كما تسعى المؤسسة إلى توطيد العلاقات المهنية والاجتماعية داخل محيطها لضمان الحصول على جو مفيد للعمل، كما أنها تهدف إلى بناء أنماط إستهلاكية معينة تتوافق ومتطلبات المجتمع وحاجياته وتسعى للترويج لها بمختلف وسائل الإشهار المتاحة.¹

- الأهداف الثقافية والرياضية:

تسعى المؤسسة من خلال خططها للإلمام بجميع الجوانب التي قد يحتاجها العمال بما في ذلك الجانب الثقافي والرياضي، حيث تحرص على تقديم التدريبات اللازمة للعمال الجدد لتطوير مهاراتهم دون إهمال العمال القدامى ومحاولة تمكينهم من مواكبة التطورات الجديدة في مجال عملهم والوسائل المستخدمة لذلك بما يسمى بالرسكلة، من جهة أخرى تراعي حاجات العمال للراحة والترفيه فتحرص على تقديم مختلف الخدمات الترفيهية والثقافية ليستفيدوا منها وعائلاتهم من أجل التأثير على حالة الرضا لديهم وإنعكاسها على أدائهم داخل المؤسسة، كما قد تخصص المؤسسة أوقاتا للرياضة لصالح العمال وكذا فعاليات ومنافسات رياضية فيما بينهم من أجل تحفيزهم كما وقد تنشأ مرافق خاصة بذلك.²

- الأهداف التكنولوجية:

على المستوى الجزئي ومن بين الوظائف المستحدثة في المؤسسات الاقتصادية هي وظيفة البحث والتطوير، حيث أصبحت تهتم بتتمية هذا النشاط من أجل تطوير وسائل الإنتاج وحتى الطرق والعمليات لضمان رفع الكفاءة والفعالية، وبهذا الصدد قد تخصص مبالغ معتبرة لها يزداد مقدارها كلما زاد الاهتمام بالبحث والتطوير. أما على المستوى الكلي فهي تدعم سياسات الدولة الرامية للدفع بنشاطات البحث والتطوير جنبا إلى جنب مع مراكز البحث والجامعات.³

وهذا بالإضافة إلى الأهداف التالية:⁴

- الإستقلال الاقتصادي ورفع مستوى المعيشة لأفراد المجتمع وتلبية حاجيات المستهلكين؛

¹ - يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص ص 195 196.

² - ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 20.

³ - بن سعد وسيلة، مرجع سبق ذكره، ص 25.

⁴ - عزيري أحمد عكاشة، "تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومساهمتها في التجارة الخارجية: دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، المدرسة الدكتورالية للإقتصاد وإدارة الأعمال، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة وهران، 2013، ص 13.

- تحقيق معدل من الربح وإمتصاص الفائض من العمالة؛
- الحد من الواردات وخاصة السلع الكمالية؛
- تشجيع فائض الصادرات من المنتجات النهائية وتقليل الصادرات من المواد الأولية.

المبحث الثاني: مدخل إلى الربحية

تقوم المؤسسات على الترابط القائم بين مختلف وظائفها والتي تتركز كلها أساسا على الوظيفة المالية، والتي تعنى بتقييم وتحسين الأداء المالي لها، حيث تسعى المؤسسات للإهتمام بالجانب المالي لنشاطها وتحسين مؤشراتته. ولعل أهم مؤشر على الأداء المالي هو الربحية التي تمثل النتيجة المحققة عن مختلف الأنشطة التي تقوم بها العادية منها والاستثنائية، وبما أن الربحية تعد من الأسس التي تقوم عليها عملية إتخاذ القرارات تحرص المؤسسات على مراعاة العناصر التي قد تمسها سواء بالإيجاب أو بالسلب، فتسعى دائما إلى تعظيم الإستفادة من المزايا المحققة أمامها والتقليل قدر الإمكان من الآثار السلبية التي قد تؤثر على الربحية وتضعف أدائها المالي.

المطلب الأول: ماهية الربحية

الفرع الأول تعريف الربحية

تعد الربحية من أبرز أهداف المدراء الماليين والتي قد تضمن إستمرارية المؤسسة وتحقيق الأهداف العريضة لها ، وبالتالي الرفع من قيمتها السوقية وتعظيم ثروة الملاك، كما يمكن أن تشكل مؤشرا هاما للأطراف الخارجية وخاصة المقرضين عن فعالية الإدارة وكفاءة إستخدام موارد المؤسسة من قبل المدراء.¹

إن الربحية المالية هي مقياس لكفاءة الإدارة في إستخدام أصولها التشغيلية،² وهي تعتبر أحد مؤشرات الأداء المالي الأبرز، والتي يعتمد عليها المساهمين لتقييم ربحية المؤسسة. كما أن الربحية المالية تقاس بعدة مؤشرات أهمها العائد على الأموال الخاصة (حق الملكية) والذي يعبر عن العائد الذي يحققه الملاك نتيجة إستثمارهم الأموال في المؤسسة.³

¹ - محمد عبد المحسن العفيف، أنس علي القضاة، مرجع سبق ذكره، ص 145.

² - حسين محمد حسين سمحان، مرجع سبق ذكره، ص 139.

³ - جمال معنوق، أمين عويسي، مرجع سبق ذكره، ص 6.

تعرف الربحية على أنها العلاقة بين إستثمارات المؤسسة والأرباح المترتبة عنها، وبالتالي تعتبر مؤشر هام على قدرة المؤسسة على تسيير شؤونها الداخلية وإدارة إستثماراتها.¹

إن الربحية تعتبر التجسيد الفعلي للنتائج التي تحققها المؤسسة من جراء ممارسة نشاطاتها وتطوير إستثماراتها حيث تعتمد عليها عدة أطراف من ملاك ومقرضين وعمال وغيرهم لملاحظة وضع المؤسسة ومدى تحقيقها لأهداف كل طرف منهم على حدى. وتتحدد الصيغة العامة للربحية وفق المعادلة التالية:²

$$(33) \dots \text{الربحية} = \frac{\text{النتائج}}{\text{الوسائل المستخدمة}} \times 100\%$$

يمكن إستخلاص تعريف شامل عن الربحية وبالإستناد إلى التعاريف السابقة كما يلي: تشير الربحية إلى العلاقة الرابطة بين إستثمارات المؤسسة والأرباح المترتبة عن تلك الإستثمارات، وبذلك تكون مقياس لكفاءة الإدارة في إستخدام مواردها المتاحة ومؤشر هام عن فعالية سياساتها أين يعتمد عليها عدة أطراف داخل وخارج المؤسسة لتقييم وضعها وأدائها المالي.

الفرع الثاني: تعريف الربح

يعبر الربح عن مقدار الفارق بين إجمالي الإيرادات وإجمالي التكاليف للشركة، لكن يجدر الذكر أن إختلاف مفاهيم التكاليف بين تلك الواردة في النظرية الاقتصادية وبين المفاهيم التي يعتمد عليها المحاسبون لحسابها يؤثر على ضبط مفهوم موحد للأرباح بين النظرية الاقتصادية والمفاهيم المحاسبية للربح.³

إن الأرباح هي المحصلة النهائية لمجموع القرارات والإجراءات التي نقوم بها المؤسسة، وهي تشير إلى مقدار الفرق بين الأسعار التي تضعها المؤسسة لقاء سلعها وخدماتها والتكاليف التي تتحملها في سبيل إنتاج تلك السلع والخدمات.⁴

¹ - عاشوري صورية، مهدي ذوادي، " أثر الربحية على كفاية رأس المال في البنوك التجارية - دراسة حالة البنوك الخاصة الجزائرية"، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 5، العدد 1، 2019، ص 102.

² - عبد اللطيف مصيطفي، عبد القادر مراد، " أثر إستراتيجية البحث والتطوير على ربحية المؤسسة الاقتصادية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 2، العدد 2، 2013، ص 35.

³ - Abhishec tripathi, " Profit maximization theory and value maximization theory", International journal of scientific development and research, vol 4, Issue 6, june 2019, p284.

⁴ - عبد الناصر علك حافظ وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 223.

إن الربح يصف الأداء المالي للشركة في فترة زمنية معينة ويعتبر أحد مؤشرات، حيث يمكن ترجمة بعض الظواهر المالية القابلة للقياس عن طريق الربح بوحدات نقدية ومن ثم عرضها على شكل بيانات مالية والتي تستعمل غالبا كأساس لصنع القرارات المالية وغيرها.¹

يمكن التعبير عن الفارق بين إجمالي الإيرادات والتكاليف الاقتصادية من خلال العلاقة التالية:²

$$\Pi = TR - TC \dots (34)$$

حيث:

Π : الأرباح الاقتصادية

TR: إجمالي الإيرادات

TC: إجمالي التكاليف الاقتصادية

بعد إستعراض مختلف التعاريف الواردة حول عنصر الربح، يمكن الخروج بمفهوم يجمع بين أهم العناصر الواردة في كل تعريف على حدى على النحو التالي، حيث أن الربح يعتبر أداة من الأدوات الأولية تقييم الأداء المالي للمؤسسات كما أنه يعتبر وجه لعملتين بمعنى أنه من بين العناصر التي تعتمد عليها المؤسسة في إتخاذ قراراتها خاصة المالية منها من جهة، ويعبر عن نتائج القرارات التي إتخذتها المؤسسة من جهة أخرى. إن الربح يشير إلى العلاقة بين إجمالي إيرادات المؤسسة والنتيجة عن الأسعار التي تضعها لسلعها وإجمالي التكاليف التي تقع على عاتقها من عملية الإنتاج.

الفرع الثالث: القوة الإيرادية للشركة

القوة الإيرادية للشركة هي قدرة إستثمار معين على توليد عائد خلال فترة زمنية محددة، يتم صياغته في شكل نسبة مئوية من الإستثمار ذاته بغرض مقارنته مع عوائد الفترات السابقة أو مع

¹ - zarah puspitaningtyas & others, "Understanding The Concept of Profit as an Economic Information Instrument : Disclosure of Semantic Meanings, Accounting and Financial control", vol 2, Issue 1, 2018, p 31.

² - Abhishec tripathi, OP CIT, P284.

الفصل الثالث: المفاهيم الأساسية حول ربحية المؤسسة الاقتصادية

نسب إستثمارات لشركات أخرى.¹ أي أنها تشير إلى قدرة أصول المؤسسة على توليد الدخل التشغيلي من خلال إستغلالها.²

عند حساب نسبة القوة الإيرادية يجب الإكتفاء فقط بالأصول والإستثمارات التي تدخل في العمليات العادية للمؤسسة بعبارة أخرى يجب الإعتماد على صافي ربح العمليات فقط في عملية الحساب. وتحسب نسبة القوة الإيرادية وفق العلاقة التالية:³

$$\text{القوة الإيرادية} = \frac{\text{صافي ربح العمليات قبل الفوائد والضرائب}}{\text{صافي الأصول العاملة}} \dots (35)$$

تعتبر هذه الطريقة هي الأسرع في إحتساب القوة الإيرادية كما وأنها مختصرة، إلا أنه يعاب عليها أنها لا تبرز العناصر الأساسية الداخلة في تحديد القوة الإيرادية، حيث أن هذه الأخيرة تقوم على سرعة معدل دوران الإستثمار إلى جانب هامش ربح العمليات (الحافة) وبالتأثير على هاذين العاملين بالإيجاب يمكن الحصول على أفضل النتائج للقوة الإيرادية.⁴

1. معدل الدوران: وهو يدل على عدد المرات التي ينتج عنها مبيعات من جراء إستخدام الأصول العاملة، أي أنه يقيس كفاءة تشغيل الأصول العاملة، ويتم حسابه وفقا للمعادلة التالية:⁵

$$\text{معدل الدوران} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول العاملة}} \dots (36)$$

2. الهامش الربحي (الحافة): وهو يعبر عن مقدار الربح من كل وحدة نقدية محصلة عن طريق المبيعات، ويتم إحتسابه من خلال المعادلة التالية:⁶

$$\text{الهامش الربحي} = \frac{\text{صافي ربح العمليات قبل الفوائد والضرائب}}{\text{صافي المبيعات}} \dots (37)$$

إن القوة الإيرادية هي حاصل ضرب معدل الدوران في الهامش الربحي (الحافة)، ولهذا يمكن القول أن أي تغير قد يحدث للقوة الإيرادية سيكون حتما راجع إما إلى التغير في معدل الدوران أو

¹ - جميل أحمد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 64.

² - عبد الناصر علك حافظ وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 224.

³ - هارون عزوي، "دور قائمة التدفقات النقدية في تحسين فعالية الإفصاح المحاسبي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة حالة الشركة العمومية الاقتصادية للكهرباء الريفية والحضرية- باتنة-" مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011، ص 55 .

⁴ - جميل أحمد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 64.

⁵ - هارون عزوي، مرجع سبق ذكره، ص 55 56.

⁶ - نفس المرجع السابق، ص 56.

التغير في الهامش الربحي أو كليهما معاً، والإلمام بكل هذه العناصر يؤدي إلى تحسين طريقة تحليل ربحية المؤسسة كونها تتأثر بالقوة الإيرادية.¹

واستناداً على كل ماسبق تتجسد فكرة القوة الإيرادية في العلاقة التالية:²

القوة الإيرادية = معدل الدوران × الهامش الربحي

$$\text{القوة الإيرادية} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول العاملة}} \times \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{صافي المبيعات}}$$

$$\text{القوة الإيرادية} = \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{صافي الأصول العاملة}} \dots (38)$$

بناءً على ماسبق يمكن القول أن القوة الإيرادية تركز على صافي ربح العمليات فهي تعبر عن مقدرة استثمار معين على توليد الدخل التشغيلي الناتج عن استخدام الأصول العاملة في فترة زمنية محددة، وعادة ما يستخدم للمقارنة بين عدة إستثمارات سواء التابعة لنفس المؤسسة، أو مقارنتها مع إستثمارات المؤسسات المنافسة. والجدير بالذكر أن القوة الإيرادية تتأثر ضمناً بعنصرين هما معدل الدوران بالإضافة إلى هامش ربح العمليات، فأى تغير يطرأ عليهما يؤدي إلى التغير في القوة الإيرادية بنفس الاتجاه، وبالتالي التأثير على ربحية المؤسسة كونها مرتبطة بهته الأخيرة.

المطلب الثاني: أهداف تعظيم الربحية

تتبع أهمية الربحية من مكانتها بالنسبة لأهداف المؤسسة ودورها في إستمراريتها وبقائها في السوق، وتعد عامل مهم لإستقطاب المزيد من أصحاب رؤوس الأموال للإستثمار في المؤسسة.³ تتسم الأعمال التجارية التي تحقق أرباحاً جيدة بالفعالية من حيث عمليات التشغيل وكذا الإستثمار، بناءً على ذلك، يتحقق المزيد من الأرباح والتي تعود على المؤسسة بالإيجاب ومنه تكوين صورة جيدة لعلامتها التجارية، كما أن الأرباح قد تكون دعامة المؤسسة ضد حالات الوقوع في أزمات مفاجئة كالإنهيار الإقتصادي أو الضائقة المالية... إلخ. والجدير بالذكر أن إدراك

¹ - روان مازن الضلاعين الجوازنة، "أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة في تحسين الأداء المالي - دراسة ميدانية على شركات التأمين الأردنية"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2014، ص 28.

² - هارون عزوي، مرجع سبق ذكره، ص 56.

³ - أبو شنب شادي وآخرون، "أثر الربحية على إدارة الأرباح في الشركات الصناعية والخدماتية في سوق فلسطين للأوراق المالية - دراسة تطبيقية على القطاع الصناعي والخدماتية في بورصة فلسطين"، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 23، العدد 1، 2020، ص 1103.

الفصل الثالث: المفاهيم الأساسية حول ربحية المؤسسة الاقتصادية

الأرباح الجيدة يشكل عامل جذب للمزيد من المستثمرين ممن يأملون في تحقيق دخل منتظم على المدى القصير وزيادة رأس المال في المدى الطويل، وهذا يعود لإدراكهم بوجود مخاطر أقل بالنسبة لهته المؤسسات بالمقارنة مع مؤسسات أخرى لا تحقق أرباحا جيدة، وبالتالي ارتفاع قدرتها على تسديد الديون والمستحقات التي تقع على عاتقها وإثبات جدارتها الائتمانية.¹

إن تحقيق هدف الربح يقتضي من المدير المالي تقليل التكاليف والمخاطر المرتبطة بعملية الحصول على الأموال أو ما يسمى بالتمويل؛ ومن ثم إستثمار هته الأموال في مشاريع تدر أرباحا لا تقل عن تلك التي تحققها مشاريع أخرى تتعرض لنفس درجة المخاطرة.²

في سبيل تعظيم أرباحها تتخذ الشركة مجموعة من القرارات التي تؤثر على الإنتاج والسعر كما هو موضح في الشكل رقم (06):³

الشكل رقم (06): نموذج تعظيم أرباح الشركة

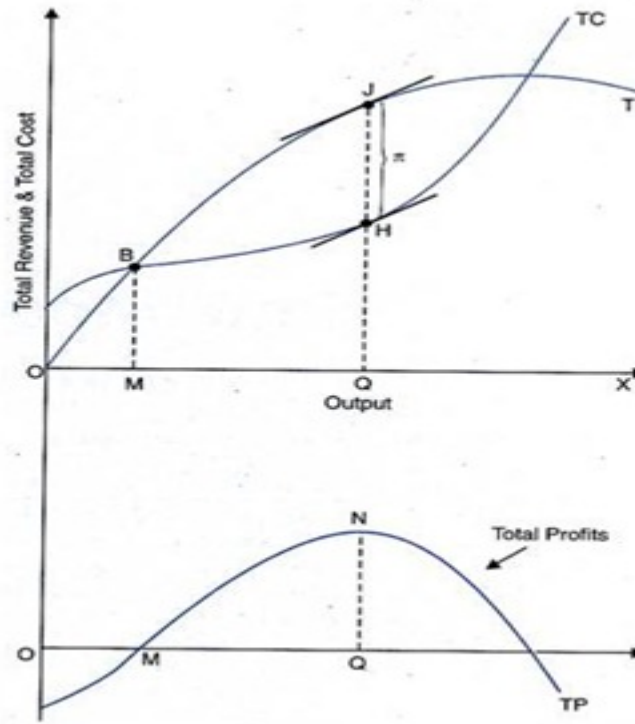


Fig. 2.1. Profit-Maximising Model of the Firm

Source Abhishec tripathi, " **Profit maximization theory and value maximization theory**", International journal of scientific devlopment and research, vol 4, Issue 6, june 2019, p 285.

¹ - Zubair Ahmed Khan, " **Profit Maximisation as an objective of a firm – A Robust Perspective**" , International Journal of Research in Finance and Marketing (IJRFM), vol 7,issue 6, june 2017, p 217.

² - أبو شنب شادي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 1103.

³ - Abhishec tripathi, op cit , p 284

حيث:

منحنى TR: يمثل إجمالي الإيرادات المكتسبة من بيع كميات متفاوتة من المنتج؛

منحنى TC: يمثل إجمالي التكاليف الاقتصادية عند مستويات الإنتاج المختلفة.

حيث يلاحظ وعند النقطة OM للإنتاج تساوي إجمالي الإيرادات مع إجمالي التكاليف والتي يطلق عليها نقطة التعادل.

بالنسبة للنقطة B فهي تمثل نقطة التعادل والتي يتقاطع فيها المنحنيين TR و TC بعد هذه النقطة تسجل الشركة أرباحاً إيجابية وهذا من خلال زيادة مستوى الإنتاج وهكذا إلى غاية أقصى حد وهو OQ ليصل الفارق بين TR و TC إلى أقصى حد ممكن (يعني JH) وهنا يمكن القول أن الشركة استطاعت تحقيق هدف تعظيم الربحية.¹

إنطلاقاً من المعادلة رقم (34) وللوصول إلى أعظم قيمة للأرباح الإجمالية يجب جعل المشتقة الأولى لدالة الربح الإجمالي تساوي الصفر على النحو التالي:

$$d\pi = d(TR)/dQ - d(TC)dQ = 0 \dots (39)$$

أو

$$d(TR)/dQ = d(TC)dQ \dots (39'')$$

حيث:

$d(TR)/dQ$: هو ميل منحنى TR

$d(TC)dQ$: هو ميل منحنى TC

نلاحظ من الشكل رقم (06) أن ميل كلا من TR و TC عند النقطة OQ من منحنى الإنتاج متساوية. في المقابل ومن خلال الجزء السفلي للشكل رقم (06) نلاحظ أن منحنى إجمالي الربح والذي نرمز له بـ TP وعند نفس النقطة OQ يبلغ أقصى مستوى له ثم يبدأ بالإنخفاض وهذا دليل على أن مستوى الإنتاج OQ يمثل أقصى ارتفاع يمكن للأرباح أن تصله، بالعودة للجزء العلوي لنفس الشكل نلاحظ أنه وبعد النقطة OQ تتراجع الأرباح وهذا نتيجة للتوسع في الإنتاج، وعليه فإن الشركة وللحفاظ على المستوى المرتفع للأرباح يتوجب عليها إنتاج مستوى OQ من المنتجات.²

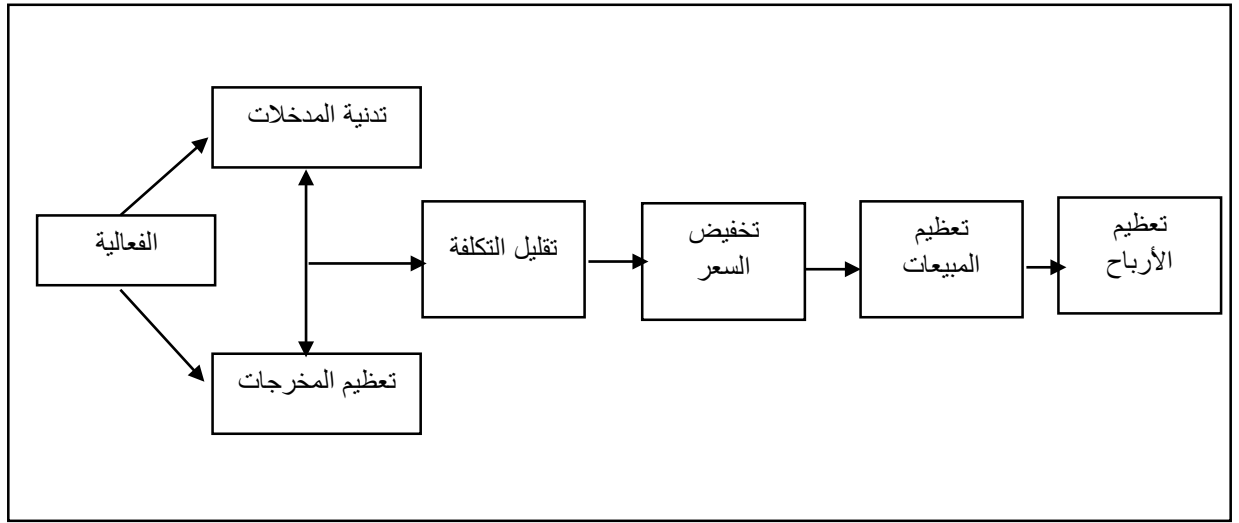
¹ - Abhishec tripathi, io cit , p 285.

² - Abhishec tripathi, op cit , p p 284 285.

الفصل الثالث: المفاهيم الأساسية حول ربحية المؤسسة الاقتصادية

يعود تحقيق الربح إلى زيادة المبيعات عن التكلفة، ولتحقيق ذلك بالنسبة للأعمال التجارية يمكن إما زيادة قيمة المبيعات أو تخفيض قيمة التكلفة. تقنيا سيكون هامش الإيرادات مساوي لهامش التكاليف، وإذا كانت هناك إمكانية لزيادة المبيعات سيكون إما من خلال زيادة سعر بيع المنتجات (تعظيم الهامش) أو من خلال زيادة حجم المبيعات (تعظيم المبيعات)¹، وعليه سيكون مصطلح تعظيم الربح دلالة على الحد الأقصى الذي يمكن أن تحققه المؤسسة في فترة زمنية معينة.²

الشكل رقم (07): المنطق العملي لمفهوم تعظيم الربح



Source : Zubair Ahmed Khan, " **Profit Maximisation as an objective of a firm – A Robust Perspective**", International Journal of Research in Finance and Marketing (IJRFM), vol 7, issue 6, june 2017, p 218.

يشير نموذج تعظيم الربح إلى أن الهدف الأساسي الذي تسعى له المؤسسات من خلال أعمالها يجب أن يكون تعظيم أرباحها، ولهذا يجب قياس كل قرار بالرجوع لمعايير الربح فقط ولا يجب أن يتم إتخاذها إلا إذا أدى في النهاية إلى تعظيم الأرباح³، بمعنى أن كل من الإستثمار، قرار التمويل وسياسة توزيع الأرباح يجب أن تكون كلها موجهة نحو تعظيم الأرباح⁴. حيث يوفر هذا النموذج إجراءات واضحة لإتخاذ القرارات والتي ستؤدي إلى تعظيم الأرباح حتما إذا ما توفرت الشروط التالية:⁵

¹ - Zubair Ahmed Khan, op cit , p218.

² - Sudhindra Bhat, " **Financial Management : Principles and Practice**", EXCEL BOOKS, 2nd ed, New Delhi, 2008, p 16.

³ - Zubair Ahmed Khan, op cit, p217.

⁴ - Sudhindra Bhat, op cit, p 16.

⁵ - Abhishec tripathi, op cit, p 285.

- 1- أن هذه القرارات تؤدي إلى زيادة إجمالي الإيرادات أكثر من الزيادة في التكاليف؛
- 2- أنها تؤدي إلى زيادة الإيرادات في ظل ثبات التكاليف؛
- 3- أنها تقلل من التكاليف أكثر مما تقلل من الإيرادات؛
- 4- أنها تقلل من التكاليف في ظل بقاء الإيرادات ثابتة.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على الربحية

يمكن للربح أن يتزايد أو يتناقص وهذا تأثرا بمجموعة من العوامل نبينها كما يلي:

1. الحجم: يعبر عن حجم المؤسسة بعدة عناصر أهمها إمتلاكها لأصول أكثر مقارنة مع مثيلاتها من المؤسسات من نفس القطاع، وتوفر الأصول يعني التفوق من ناحية مستوى الإنتاجية وبالتالي تحقيق معدلات أكبر من الأرباح، بإختصار زيادة حجم المؤسسة يؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية ومنه ارتفاع الأرباح، ولكن يجدر الإشارة إلى أن الطلب على منتجات مؤسسة ما وعند حد معين من الأصول المستغلة سيصل إلى أقصاه،¹ لقد كان التوجه العام لدراسة العلاقة بين حجم المؤسسة والربحية نحو ملاحظة الأثر الناجم عن حجم المؤسسة على ربحيتها بغض النظر عن إمكانية حدوث تغذية عكسية أي تأثير الثانية على الأولى، ولكن هذا لايعني إستحالته حيث أكدت ذلك بعض الدراسات ففي ظل تزايد تحقيق الأرباح للمؤسسات تزداد معدلات نموها، ومن جهة أخرى تزايد حجم المؤسسة يعطي إنطباعا إيجابيا لأصحاب المصالح والمتعاملين الإقتصاديين مايجعلها نسجل المزيد من الأرباح، والدليل على ذلك الشركات متعددة الجنسيات والتكتلات والمؤسسات الناتجة عن عمليات الاندماج... إلخ؛²
2. الحصة السوقية: إن توجيه هدف الوظيفة التسويقية لصالح بناء والحفاظ على الحصة السوقية للمؤسسة من شأنه أن يوفر إمتيازات عديدة والتي بدورها تساهم في تحقيق المزيد من الأرباح؛³

¹ - Arif Singapurwoko, Muhammad Shalahuddin Mustofa El-Wahid, " The Impact of Financial Leverage to Profitability Study of Non-Financial Companies Listed in Indonesia Stock Exchange", European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Issue 32, May 2011, p 139.

² - Babalola, Yisau Abiodun, " The Effect of Firm Size on Firms Profitability in Nigeria", Journal of Economics and Sustainable Development, Vol.4, No.5, 2013, p 91.

³ - علي كنعان، علي ساعد، " أثر الرافعة المالية على الربحية دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 40، العدد 3، 2018، ص 272.

3. النتائج والإيرادات: بمأن تحقيق الأرباح يعتمد تماما على حجم المبيعات يمكن القول أن هناك علاقة طردية ومباشرة بينهما، حيث بارتفاع حجم المبيعات يزداد تحقيق الأرباح والعكس صحيح؛¹
4. تنوع الصناعات: إن الربحية تتأثر بطبيعة الصناعات والأنشطة التي تمارسها المؤسسة بحيث أن كل نوع من أنواع الصناعات يتطلب قيمة يتطلب قيمة معينة من رأس المال وبذلك يدر مقدار معين من الأرباح تختلف من صناعة إلى أخرى؛²
5. معدل الضريبة على الأرباح: تظهر آثار الضريبة على الأرباح بصورة مباشرة حيث تعمل على التخفيض من النتيجة الصافية للمؤسسة، التي هي عبارة عن النتيجة الإجمالية مخصوما منها مجموع الضرائب على الأرباح، وكلما كان معدل الضريبة على الأرباح مرتفعا كلما أدى إلى تخفيض حجم النتيجة الصافية بالمؤسسة، ويحدث العكس في حالة إنخفاض معدل الضريبة على الأرباح؛³
6. إدارة المؤسسة: إذا كانت الإدارة تعتمد على طرق علمية حديثة ومبتكرة في التنبؤ بإحتياجاتها وإيراداتها وكان لها المقدرة على تسيير نفقاتها بكفاءة سيزيد ذلك من فرص تحقيق أرباح أعلى، أما إذا كان خلاف ذلك فستقل في تحسين مستوى الأرباح.⁴

¹ - نفس المرجع السابق، ص 272.

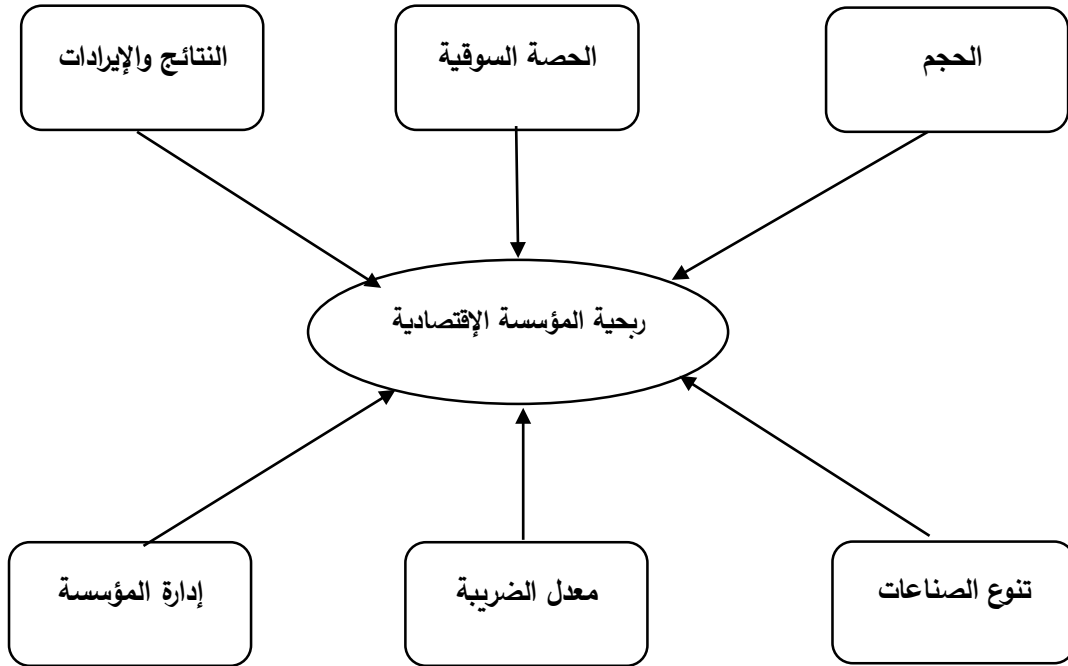
² - Arif Singapurwoko, Muhammad Shalauddin Mustofa El-Wahid, op cit, p139.

³ - سليم مجلخ، وليد بشيشي، "تأثير الضريبة على أرباح الشركات على المردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية -دراسة تطبيقية على مؤسسة الحصى -الجزائر - للفترة 2010/2016"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ABPR، المجلد 8، العدد 1، 2019، ص 19.

⁴ - علي كنعان، علي ساعد، مرجع سبق ذكره، ص 273.

الفصل الثالث: المفاهيم الأساسية حول ربحية المؤسسة الاقتصادية

الشكل رقم (08): العوامل المؤثرة على ربحية المؤسسة الاقتصادية



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ماسبق.

المبحث الثالث: مؤشرات الربحية

إن مؤشرات الربحية هي مجموعة من العناصر التي تدرس كفاءة أصول المؤسسة في توليد الأرباح،¹ وتعد مؤشرات الربحية من المعايير التي تعكس الأداء المالي لها حيث تقدم معلومات تفيد في تقييم وضعها في الأمد القصير رغم عدم سهولة الحكم بنجاحها في تحقيق أرباح، لأن المؤسسة في الغالب تضحي بالأرباح الحالية أملاً في تحقيق أرباح أكبر في المستقبل من خلال استثمارها.²

¹ - قيصر علي عبيد الفتلي، "استعمال التحليل المالي لتحديد العوامل المؤثرة على ربحية المصارف التجارية"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، مجلد 16، العدد 2، 2014، ص 208.

² - بن زعدة حبيبة، "دور الحوكمة المؤسسية في تعزيز وإستدامة نمو المؤسسات دراسة حالة بعض المؤسسات الاقتصادية من ولاية جيجل"، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2019، ص 154.

تقيس مؤشرات الربحية أيضا كفاءة الإدارة في تشغيل الأصول، وهي تعبر عن مختلف القرارات التي تتخذها وآثارها على الأداء العام للمؤسسة والتي يستغلها المساهمون في عملية التقييم.¹

المطلب الأول: مؤشرات ربحية الإستثمارات

الفرع الأول: معدل العائد على الأصول

يبين معدل العائد على الأصول (Return on Assets (ROA قيمة العائد المحقق من كل دينار مستثمر في موجودات المؤسسة وذلك بغض النظر عن مصدر تمويلها داخليا أو خارجيا.² هو مقياس يبين كفاءة استخدام الأصول التي تمتلكها المؤسسة من طرف الإدارة بهدف تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح.³

يمكن تعريف معدل العائد على الأصول على أنه معيار لقدرة المؤسسة على الاستخدام الفعال للأصول وخلق أرباح نتيجة لذلك، وهو يعبر عن العلاقة بين الأرباح بعد الضريبة وإجمالي الأصول.⁴

يعبر العائد على الأصول عن كل من الربحية بشكل خاص وعن الأداء المالي للمؤسسة بشكل عام، حيث كلما ارتفع هذا المعدل دل على الأداء الإيجابي للمؤسسة بتحقيق ربحية جيدة والعكس صحيح، وهو العلاقة بين الأموال والأصول المتاحة للإستثمار والأرباح المترتبة عنها كما يلي:⁵

$$\text{العائد على الأصول (ROA)} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}} \dots (40)$$

¹ - فالج حسن علوان جواد الجنابي، "أثر هيكل التمويل في الأداء المالي للشركات (دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة ضمن سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2008-2019)"، جزء من متطلبات نيل درجة الدبلوم العالي في إدارة المصارف، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، 2020، ص 21.

² - إبتسام السيد شاب الدين، "الحصة السوقية للتسهيلات المصرفية وأثرها على ربحية البنوك التجارية الأردنية دراسة إختبارية على البنوك على البنوك التجارية الأردنية للفترة 2010-2014"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2016، ص 37.

³ - نشأت حكمت عليوي، مرجع سبق ذكره، ص 37.

⁴ - Camilia Burja, " Factors influencing The Companies Profitability", Annales Universitatis Apulensis Series, Oeconomica, vol 13, Issue 2, 2011, p 217.

⁵ - عبد الله أنور حسن محمد، "أثر خصائص مجلس الإدارة على الأداء المالي دراسة تطبيقية على البنوك التجارية الأردنية المدرجة في بورصة عمان"، رسالة ماجستير في المحاسبة، قسم العلوم المالية والمحاسبية، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2021، ص 48.

إن كل مؤسسة تتوفر على أصول تستغلها في إستثماراتها بغرض تحقيق أرباح سواء كانت هذه الأصول ملكا لها أو حصلت عليها من مصدر خارجي، ومن الضروري أن يتم تقييم طريقة إستخدام هذه الأصول لتحديد العائد الذي يترتب على إستغلالها ومعرفة المدى الذي وصلت إليه الإدارة في الإستفادة منها، وهذا مايعبر عنه مؤشر العائد على الأصول إذ أنه يقوم على حساب الأرباح المترتبة عن إستثمار الأصول بعد طرح التكاليف والضرائب.

الفرع الثاني: معدل العائد على حقوق الملكية

يعتبر العائد على حقوق الملكية (Return On Equity (ROE من المؤشرات الهامة للربحية حيث يعبر عن مقدار الأرباح المتحققة من جراء إستثمار أموال المستثمرين.¹

كما يعتبر معدل العائد على حقوق الملكية مؤشر عن كفاءة الإدارة والأداء الفعلي للمؤسسة في تحويل الأموال التي يمتلكها المساهمين إلى أرباح فعلية.²

إن لمعدل العائد على حقوق الملكية دلائل عدة، فبجانب الأداء المالي للمؤسسة يشير هذا المعدل إلى مقدار المخاطر التي تتحملها المؤسسة، فبإرتفاعه ترتفع المخاطر التي سببها زيادة الإعتماد على القروض والعكس صحيح.³

يقوم حساب معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) على مفهوم الربح الشامل وهو عبارة عن المقابل الذي يتطلع المساهمون لتحقيقه من إستثمار أموالهم في أنشطة المؤسسة، وهو يقاس على النحو التالي:⁴

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}} \dots (41)$$

بناءً على التعاريف السابقة يمكن إستخلاص تعريف شامل لمؤشر معدل العائد على حقوق الملكية بأنه العائد الذي يطلبه المساهمون ويقع على عاتق الإدارة تحقيقه على خلفية إستثمار أموالهم، وهو المقابل الذي يعوض المخاطرة التي تتعرض لها تلك الأموال خاصة في ظل التوجه نحو زيادة التمويل عن طريق القروض.

¹ - علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 78.

² - فالح حسن علوان جواد الجنابي، مرجع سبق ذكره، ص 21.

³ - محمود فهد عبد علي، مرجع سبق ذكره، ص 242.

⁴ - بان ماجد صادق صادق، "أثر أستخدام بطاقة الأداء المتوازن على الربحية دراسة حالة بنك الإسكان للتجارة والتمويل 2004-2014"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الاعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2015، ص 30.

الفرع الثالث: العائد على الإستثمار

إن العائد على الإستثمار (Return On Investement (ROI هو ذلك المقابل الذي تحصل عليه المؤسسة من إستثمار الأموال طويلة الأجل والتي تتمثل في كل من حقوق الملكية بالإضافة إلى القروض طويلة الأجل، وهو يحسب كما يلي:¹

$$\text{العائد على الإستثمار} = \frac{\text{صافي الربح (قبل دفع فائدة القروض طويلة الأجل)}}{\text{حقوق الملكية + المطلوبات طويلة الأجل}} \dots (42)$$

إن هذا المؤشر هم مقياس لكفاءة الإدارة المالية بالمؤسسة في التصرف في رأس المال الموجه للإستثمار الدائم، بتعبير آخر يبين مدى تحقيق المسير المالي الأهداف المالية المسطرة من خلال إستثمار كل من أموال الملكية والقروض طويلة الأجل.²

"يمكن تعريفه على أنه سعر الفائدة الذي يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يدرها المشروع وبين التكاليف التي يتطلبها المشروع المقترح، وهو يقيس قدرة المشروع على تحقيق العائد لمعرفة الربح، ويلقى إهتماما من قبل القائمين على إدارة المشروع لمعرفة مدى نجاح وكفاءة الإنجاز على ضوء المنافسة الحادة للمشاريع الأخرى".³

إستنادا إلى التعاريف الواردة بخصوص العائد على الإستثمار، يمكن الخروج بنتيجة مفادها أن هذا المؤشر ماهو إلا إنعكاس لقدرة المؤسسة وإدارتها على إستثمار الأموال الدائمة من حقوق الملكية وقروض طويلة الأجل بفعالية وتوليد أرباح عن ذلك تتناسب مع حجم هذه الإستثمارات، حيث يجب أن تتساوى التدفقات النقدية الحالية عن الإستثمار على أقل تقدير أو تفوق تكاليفه.

¹ - جميل أحمد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 127.

² - علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 77.

³ - عبدالله مصيطفى، عبد القادر مراد، مرجع سبق ذكره، ص 35.

المطلب الثاني: مؤشرات ربحية المبيعات

الفرع الأول: هامش إجمالي الربح

هامش مجمل الربح Gross Profit Margin هو قيمة العائد المتولد عن إجمالي مبيعات المؤسسة بعد طرح جميع التكاليف المرتبطة بتلك المبيعات، ويعكس هذا العائد فعالية رقابة المؤسسة على إدارة التكاليف.¹

يعبر مجمل الربح عن العلاقة بين إجمالي الأرباح التي تحصل عليها المؤسسة نتيجة نشاطها الأساسي وصافي المبيعات التي ولدت تلك الأرباح، وترتبط هذه النسبة طردياً بالأداء المالي للمؤسسة حيث كلما إرتفعت دل ذلك على تحسن أدائها المالي والعكس صحيح، ويجدر الذكر بأن هامش مجمل الربح يحسب كما يلي:²

$$\text{نسبة هامش الربح} = \frac{\text{مجمّل الربح}}{\text{صافي المبيعات}} \dots (43)$$

إنطلاقاً من التعاريف السابقة الخاصة بهامش إجمالي الربح يمكن القول أنه أحد المؤشرات الدالة على الأداء المالي للمؤسسة، وهو يعبر عن العائد الذي تحصل عليه من أرباح نشاطها الأساسي وذلك بعد خصم التكاليف المتعلقة به.

الفرع الثاني: هامش صافي الربح

إن هامش صافي الربح Net Profit Margin يعبر عن العلاقة بين صافي المبيعات والأرباح المترتبة عنها بعد طرح كل من الضريبة والتكاليف الأخرى، إن زيادة هذه النسبة تدل على ربحية أفضل بالنسبة للمؤسسة وهي تحسب كما يلي:³

$$\text{هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{صافي المبيعات}} \dots (44)$$

¹ - إيتسام السيد شهاب الدين، مرجع سبق ذكره، ص 44.

² - أمجد حسن عبد الرحمن، "قياس الأثر التفاعلي لإدارة رأس المال العامل وإنعكاسه على الأداء المالي للشركات وفقاً لمتطلبات معايير التقارير المالية الدولية IFRS دراسة تطبيقية على شركات الأدوية المدرجة في البورصة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 24، العدد 4، ديسمبر 2020، ص 30.

³ - نفس المرجع السابق، ص 30.

الفصل الثالث: المفاهيم الأساسية حول ربحية المؤسسة الاقتصادية

يشير هذا المقياس إلى صافي الأرباح بعد الضريبة والمترتبة عن صافي مبيعات المؤسسة، يجدر الذكر أنه وللحفاظ أو تحسين هذه النسبة يجب المحافظة على الفرق بين معدلي التغير في كل من المبيعات والتكاليف بحيث يجب أن تكون الزيادة في المبيعات أكبر تماما من الزيادة في التكاليف لضمان التأثير على هامش الربح بالإيجاب.¹

يمكن القول في الأخير أن هامش صافي الربح هو حاصل قسمة صافي الربح بعد إقطاع قيمة الضريبة التابعة لها على إجمالي المبيعات مطروحا منه التكاليف المتعلقة بها، إن التأثير على الربحية عن طريق هذا المؤشر يتطلب الرفع من قيمة المبيعات وتخفيض قدر الإمكان التكاليف المترتبة عنها.

الفرع الثالث: هامش الربح التشغيلي Operating Profit Margin

هو أحد مؤشرات قياس الربحية والأداء المالي في الأجل القصير والذي يتم حسابه بعد طرح التكاليف التشغيلية.²

يعبر هامش الربح التشغيلي عن إجمالي الربح المترتب عن المبيعات بعد الأخذ بعين الاعتبار كل من التكاليف وأعباء التشغيل، يحسب هامش الربح التشغيلي على النحو التالي:³

$$\text{هامش الربح التشغيلي} = \frac{\text{الربح التشغيلي } EBIT}{\text{المبيعات}} \dots (45)$$

إن هامش الربح التشغيلي يعنى بتقديم صورة دقيقة عن الأداء المالي للمؤسسة وتقدير ربحيتها لفترة زمنية محدودة أي في الأجل القصير، وعلى المدير المالي وعند حساب هذا المؤشر أن يأخذ بعين الاعتبار طرح مجموع التكاليف التشغيلية المتعلقة بالمبيعات من فوائد وضرائب للحصول على الربح التشغيلي الذي يحتاجه لإستخراج هذه النسبة.

المطلب الثالث: تحليل الربحية

تقوم جميع المؤسسات باختلاف أنواعها بعملية تحليل الربحية لفائدة كل من المدراء والمسيرين الماليين، بالإضافة إلى حاجة أصحاب المصالح مع المؤسسة لها على غرار المقرضين والموردين،

¹ - بن زعدة حبيبة، مرجع سبق ذكره، ص 155.

² - توفيق سميح محمد الأغوات، "دور المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي لشركة البوتاس العربية"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، الأردن، 2015، ص 36.

³ - إبتسام السيد شهاب الدين، مرجع سبق ذكره، ص 44.

الفصل الثالث: المفاهيم الأساسية حول ربحية المؤسسة الاقتصادية

وهذا بهدف تحديد وضعية المؤسسة بدقة وتشخيص أدائها المالي ومن ثم وضع خطط مستقبلية لها على أساس نتائج هذا التحليل. ومن المفروض أن تبنى هذه النتائج على مجموعة عناصر مهمة تلخص في مدى تدنية تكلفة مصادر التمويل، مدى تعظيم أرباح الإستثمارات وتحسين قيمة المؤسسة.¹

الفرع الأول: نموذج Dupont

كان أول ظهور لهذا النموذج في بدايات القرن 20 حيث أستخدم لتقييم أداء المؤسسات، كان يعبر عن هذا النموذج من خلال نسبتين هما:

$$ن1 = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{المبيعات}} \dots (46)$$

$$ن2 = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{الأصول إجمالي}} \dots (47)$$

حيث تعكس الأولى مدى نجاح سياسات الإدارة في توليد الأرباح، أما الثانية فتعكس الكفاءة التشغيلية للأصول مقارنة مع معدلات تحقيق الأرباح، وعند حساب النسبتين معا يمكن تقييم المردودية الاقتصادية للمؤسسة. في عام 1970 وبإضافة نسبة مضاعف الرفع المالي والتي تعكس المخاطرة تعدى نموذج ديپونت تقييم المردودية الاقتصادية فقط إلى تقييم المردودية المالية أيضا، حيث:²

$$\text{نسبة مضاعف الرفع المالي} = \frac{\text{إجمالي الأصول}}{\text{حقوق الملكية}} \dots (48)$$

إن نموذج ديپونت يبين العلاقة بين الفرص والقيود المالية التي تحيط بالمؤسسة ومؤشرات أدائها المالي بالإضافة إلى نقاط القوة والضعف في أداء الإدارة، وعليه يساعدها في تحسين فعالية السياسات والقرارات المتخذة، والجدير بالذكر أن هذا النموذج تم وضعه في وضعه في لوحة القيادة لمؤسسة Dupond Nemours من قبل المفكر برونز دونالدسن لمراقبة الأقسام، حيث يفسر

¹ - عبد اللطيف مصيطفي، عبد القادر مراد، مرجع سبق ذكره، ص 36.

² - مرخوفي مولود وآخرون، "العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي حسب نموذج Dupont لتحليل المردودية دراسة قياسية لدى عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية"، مجلة آفاق للبحوث والدراسات، المجلد 3، العدد 1، 2020، ص 20.

الفصل الثالث: المفاهيم الأساسية حول ربحية المؤسسة الاقتصادية

هذا النموذج العوامل المؤثرة على المردودية.¹ يمكن تلخيص هذا النموذج من خلال معدل العائد على الموجودات وذلك كما توضحه المعادلة التالية:

العائد على الموجودات = هامش الربح الصافي × عدد مرات دوران إجمالي الأصول... (49)

$$= \text{صافي الربح} \times \text{معدل دوران الموجودات الكلية}$$

إن معادلة ديبيونت تعمل على تقييم الآثار الواقعة على القوة الإيرادية للمؤسسة والناجمة عن كل من الهامش الربحي ومعدل الدوران، حيث تبين الآلية التي تمكنا من التأثير عليها وبالتالي يمكن اعتبار هذا النموذج كوسيلة لتقييم الأداء المالي للمؤسسة والرقابة عليه.²

الفرع الثاني: تحليل نقطة التعادل Point of Equilibrium

يبين مدخل تحليل التعادل تأثير حجم النشاط على كل من الإيرادات والتكاليف التي تتحملها المؤسسة، وهو بذلك يعتبر نموذج للتنبؤ بالأرباح التي يمكن تحقيقها، ويتم بناء هذا التحليل إنطلاقاً من خريطة التعادل.³

من خلال نقطة التعادل يمكن الحكم بالربح أو الخسارة بالنسبة لنشاط المؤسسة، في النقطة التي لا يتم فيها تسجيل أي تفاوت بين الإيرادات والنفقات حيث على مستوى هذه النقطة يتساوى الإيرادات الكلية مع النفقات الكلية بما فيها التكاليف الثابتة والتي لا تتأثر بتغير حجم الإنتاج وتدفعها المؤسسة في كل الأحوال كإيجارات والرواتب... إلخ؛ بالإضافة إلى التكاليف المتغيرة والتي تتغير طردياً مع تغير في حجم الإنتاج مثل تكاليف المواد الأولية، استخدام الطاقة في عملية الإنتاج... إلخ.⁴

إن الربح التشغيلي الناتج عن أنشطة المؤسسة وعند هذه النقطة سيكون مساوياً للصفر، بمعنى أن كمية المبيعات التي حققتها في هذا المستوى ستغطي فقط التكاليف المترتبة عن عملية الإنتاج، دون تسجيل أي ربح أو خسارة، وعليه يمكن حساب كمية المبيعات عند نقطة التعادل كما يلي:⁵

¹ - عمر قمان، زيان قديد، "فاعلية نموذج (Dupont) في تحليل الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية دراسة تحليلية لشركة صيدال"، مجلة آفاق علوم الإدارة والاقتصاد، المجلد 5، العدد 2، 2021، ص 364.

² - علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 95.

³ - جميل أحمد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 171.

⁴ - علي عباس مرجع سبق ذكره، ص 236.

⁵ - فايز تيم مرجع سبق ذكره، ص 318.

$$(Q \times P) - [(Q \times V) + F] = \text{EBIT} = 0 \dots (50)$$

$$(Q \times P) - (Q \times V) - F = 0$$

$$Q(P - V) = F$$

$$Q = \frac{F}{P - V} \dots (50')$$

حيث:

Q: كمية المبيعات

P: سعر بيع الوحدة

V: التكلفة المتغيرة للوحدة

F: التكاليف الثابتة

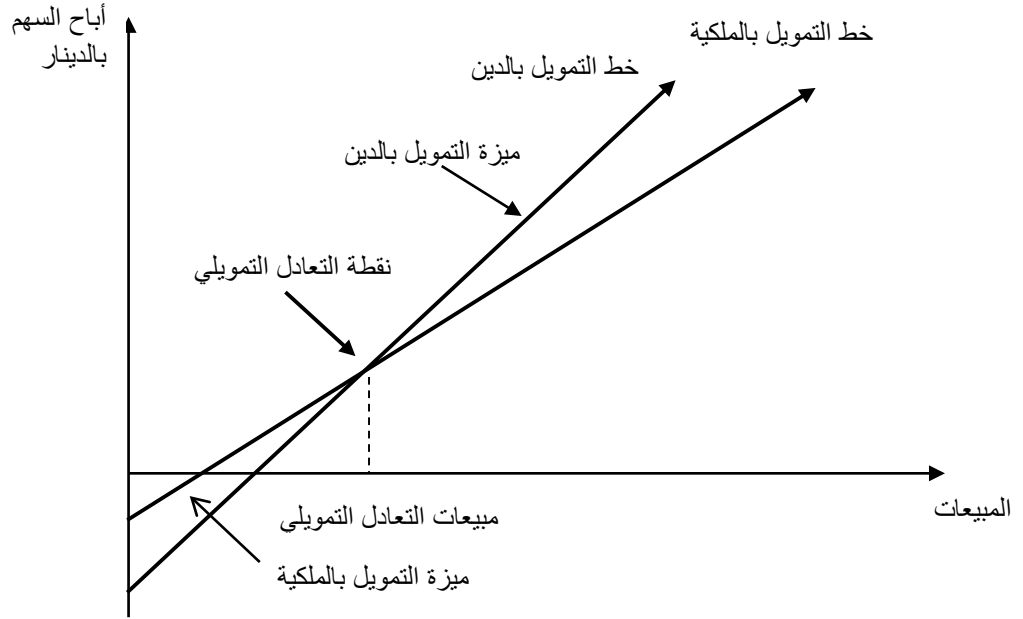
EBIT: الربح التشغيلي

- نقطة التعادل التمويلي: عند نقطة التعادل التمويلي يتحقق نفس العائد على السهم من كمية الوحدات المباعة في ظل أي مزيج تمويلي مختار سواء بالملكية أو بالدين، بينما يجب إختيار التمويل عن طريق الملكية عند المستويات التي تقع تحت هذه النقطة لزيادة فرصة رفع أرباح الأسهم والذي يضمنه هذا النوع من التمويل، في حين أنه وعند تجاوز نقطة التعادل التمويلي يجب التوجه للتمويل عن طريق الدين والذي سيرفع من أرباح السهم عند هذه المستويات، وهذا ماسنلاحظه في الشكل التالي:¹

¹ - مليكاوي مولود، "إستراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية"، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2019، ص ص 210 211.

الفصل الثالث: المفاهيم الأساسية حول ربحية المؤسسة الاقتصادية

الشكل رقم (09): الطريقة البيانية لنقطة التعادل التمويلي



المصدر: مليكاوي مولود، "إستراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية"، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2019، ص 211.

تأكيدا على ماسبق، نلاحظ أن المؤسسة وقبل الوصول إلى نقطة التعادل تستفيد من المزايا التي توفرها أموال الملكية كمصدر أساسي للتمويل، حيث يتم تسجيل أرباح على السهم تفوق تلك التي سجلت في حالة ما إذا تم الإعتماد على الديون، ويستمر هذا الحال إلى غاية الوصول إلى نقطة التعادل حيث يتماثل تأثير مصدري التمويل أين يتقاطع خط التمويل بأموال الملكية مع خط التمويل بالديون، وعليه يتم إهمال مبدأ إختيار مصدر التمويل. بعد هذه النقطة نلاحظ إرتفاع أرباح السهم الناتجة عن المبيعات التي تم تمويلها عن طريق الديون مقارنة مع أرباح السهم الناتجة عن المبيعات الممولة بالملكية.

خلاصة الفصل الثالث

إن هدف الربحية كمفهوم ليس بجديد بالنسبة للمؤسسات تسعى منذ إنشائها إلى تحقيقه، فهي مؤشر عن الأداء المالي الجيد للمؤسسة كما تدل على النتائج والأرباح المحققة من مختلف نشاطاتها، وحيث أن تعظيم الأرباح يؤدي بالضرورة إلى تعظيم الربحية فإن كل القرارات المتخذة من طرف الإدارة يجب أن تراعي هدف تعظيم الربحية، فالقرارات التي لا تؤدي في الأخير إلى التأثير على الأرباح على نحو إيجابي تتصف بعدم الفعالية، وفي هذا الصدد يجب أيضا الأخذ بعين الاعتبار العوامل التي من شأنها أن تؤثر عليها ومحاولة التحكم فيها إذا كانت من داخل المؤسسة مثل عامل الحجم وأساليب الإدارة... إلخ؛ أو مواكبتها على الأقل إذا كانت من محيطها الخارجي ولا تستطيع التحكم فيها مثل الضرائب المفروضة على نشاطها والحصة السوقية وظروف السوق الذي تنشط فيه.

تكمن أهمية تحليل الربحية في تقييم المشاريع المستقبلية التي من المحتمل أن تقوم بها المؤسسة الاقتصادية والسياسات التي تطبقها مستقبلا بالإعتماد على هذا التحليل (مثل سياسات توزيع الأرباح، التمويل والإستثمار)، وفي هذا الصدد قد تعتمد على نماذج مختلفة للحصول على نتائج حقيقية مثل نموذج Dupont والذي يقيس المردودية الاقتصادية في سبيل التقييم والرقابة على الأداء المالي، بالإضافة إلى نموذج تحليل نقطة التعادل والتي تهتم بتحديد إمكانية تحقيق أرباح على أساس دراسة كل من الإيرادات التي تحققها المؤسسة الاقتصادية والتكاليف التي تتحملها.

الفصل الرابع
دراسة حالة مؤسستي
صيدال و روية للفترة
2019-2012

تمهيد

إن دراسة أثر إختيار الهيكل التمويلي على ربحية المؤسسة الاقتصادية أوجبت القيام بإنشاء فصل تطبيقي يعنى بذلك، وهذا من خلال إختيار مؤسستين هما صيدال وروية لعدة إعتبرات، ومن ثم تطبيق المفاهيم النظرية التي تم تناولها في الفصول السابقة أين سيتم رصد مختلف المؤشرات والعناصر المتعلقة بالموضوع وذلك خلال الفترة الممتدة من سنة 2012 إلى 2019، وبالإعتماد على برنامج microsoft excel 2013 الذي تم الإستعانة به لحساب المؤشرات سابقة الذكر بالإضافة إلى الهياكل التمويلية والنسب المتعلقة بها، ومن ثم ملاحظة إمكانية تأثر كل مؤشر من مؤشرات ربحية المؤسستين بهياكلها التمويلية ومناقشة نتائج الملاحظة.

المبحث الأول: تقديم المؤسستين محل الدراسة والإجراءات التطبيقية

قبل الشروع في تفصيل الدراسة التطبيقية كان من الواجب تعريف المؤسسات محل الدراسة، حيث وقع الاختيار على كل من مؤسسة صيدال وروية من أجل محاولة إسقاط المفاهيم النظرية التي تم تداولها في الجانب المفاهيمي والنظري للدراسة على الواقع الحالي.

المطلب الأول: التعريف بمؤسسة "صيدال"

الفرع الأول: تعريف مؤسسة صيدال

تأسست صيدال سنة 1982، وهو يعتبر أول مجمع صناعي لصناعة الأدوية الجينية وطنيا، حيث كان الهدف من وراء تأسيسه هو تطوير صناعة الأدوية والمنتجات الصيدلانية وتوفيرها في السوق المحلي.

إنضم مجمع صيدال للبورصة سنة 1999 برأسمال قدره 2 500 000 000 دج وهي تعتبر شركة ذات أسهم، والجدير بالذكر أن 80% من أسهمها مملوكة من طرف الدولة الجزائرية أما الباقي أي 20% موزعة بين المستثمرين الخواص (أشخاص طبيعيين ومعنويين).¹

الفرع الثاني: رؤية مجمع صيدال

يمكن تلخيص الرؤية الخاصة بمجمع صيدال والتي جاءت في كلمة الرئيسة المديرة العامة للمجمع في النقاط التالية:²

- تعزيز وترسيخ مكانة مجمع صيدال في مجال الصناعة الصيدلانية محليا وتدويل نشاطها إقليميا؛
- محاولة تطبيق أهداف السياسة الوطنية ومتابعة الأهداف الخاصة بها؛
- التوجه نحو تنويع الإنتاج ومنه تطوير أنشطة المجمع والذي بالضرورة يؤدي إلى خلق قدرة تنافسية عالية في توفير إحتياجات السوق؛
- إقامة الشراكات التي تسمح بتبادل المعارف ونقل التكنولوجيا ومنه الإستفادة من فرص تحقيق التطور الذي تناشده صيدال.

¹ - الموقع الإلكتروني www.saidalgroup.dz ، تاريخ الإطلاع في 06/01 / 2022 ، 14 : 18.

² - نفس المرجع السابق، نفس التاريخ، 36 : 18.

الفرع الثالث: إلتزاماتها

يأخذ مجمع صيدال على عاتقه مجموعة من الإلتزامات التي يتعهد بتحقيقها من خلال نشاطاته في مجال الصناعة الصيدلانية وهي بإختصار كما يلي:³

- الإلتزام تجاه المريض: يتعهد المجمع بتوفير الأدوية المتنوعة التي يحتاجها السوق المحلي وبالأسعار المناسبة التي من شأنها حماية حياة الأفراد والحفاظ عليها؛
- الإلتزام تجاه السلطات: كونها مؤسسة تابعة للدولة وتمتلك هته الأخيرة أغلب أسهمها فهذا يجعلها أداة للدولة تستعملها لتحقيق أهدافها فيما يتعلق بمجال الصحة وتحسين صناعة الأدوية وخدماتها، وبالتالي تقليل الواردات وتحسين الصادرات الوطنية من الأدوية والتوجه أكثر نحو التنويع الاقتصادي خارج قطاع المحروقات؛
- الإلتزام تجاه مهني الصحة: تلتزم بدعم مهمة مهني الصحة فيما يخص تقديم الرعاية للمرضى من خلال نشاطات التكوين والتدريب المقدمة من طرفها، بالإضافة إلى حملات التوعية التي تقوم بها لمصلحتهم؛
- الإلتزام الأخلاقي: يعمل مجمع صيدال ضمن قواعد وقوانين تحكم مختلف أنشطته بالإضافة إلى القيم التي تتخذها كمبادئ راسخة على غرار النزاهة والشفافية والمساواة والتضامن؛
- الإلتزام بالجودة: يحرص مجمع صيدال على إنتاج منتجات وأدوية تتصف بالجودة العالية والفعالية دون إهمال عنصر السلامة، لهذا يتم تطبيق برنامج لمراقبة الجودة على كل أنشطة الشركة وتطبيق معايير وإجراءات تتوافق والأنشطة التصنيعية الجيدة، وتسعى الشركة لتكييف نظام تسيير الجودة مع المعايير التنظيمية والمعيارية ومنه إنتهاجها لنموذج التحسين المستمر والذي يؤدي بالضرورة إلى تحقيق الفعالية.

³- نفس المرجع السابق، نفس التاريخ، 44: 19.

المطلب الثاني: التعريف بمؤسسة "رويبة"

الفرع الأول: تعريف ونشأت مؤسسة رويبة⁴

إن سي أي رويبة هي شركة جزائرية تختص في إنتاج المشروبات والنكتارات وعصائر الفواكه وتوزيعها أنشأت سنة 1966 وكانت عبارة عن وحدة لتعليب الخضر والفواكه، وفي سنة 1984 إنتقلت الشركة إلى نشاط إنتاج مشروبات الفواكه تحت العلامة التجارية "رويبة" وذلك تبعا للمنطقة التي تنشط فيها وكدليل على الإنتماء لها.

في سنة 1989 نجحت شركة رويبة في تصنيع عصير فواكه مبستر وتقديمه في عبوات من الورق المقوى المعقم وهذا لأول مرة في الجزائر محققة بذلك قفزة نوعية في مجال الابتكار والإبداع، وقد قامت بذلك من خلال عملية البسترة السريعة المشتقة من الطريقة التي إبتكرها لويس باستور، محافظين بذلك على خصائص العصير المصنع من مذاق والعناصر المغذية كالفيتامين C بالإضافة إلى حماية المنتج من الفساد.

في 2009 وبعد النجاح المتواصل للشركة وإتساع محيط توزيع منتجاتها تجاوز إنتاجها عتبة 120 مليون عبوة عصير، لتمهد الطريق لتسجيل رقم أكبر قدر ب 200 مليون عبوة سنة 2012، لتتضم بعد ذلك للبورصة وتحديدا سنة 2013 برأسمال قدر ب 849 195 000 دج.

في سنة 2020 وإنطلاقا من إستراتيجيتها التوسعية قامت شركة رويبة بالإنضمام إلى مجموعة كاستيل Castel الدولية التي تنشط في مجال المشروبات المختلفة .

الفرع الثاني: مهمتها والرؤية الخاصة بها

تكمن مهمة شركة إن سي أي رويبة في تكريس مبادئ الجودة في منتجاتها وتقديم الأحسن قدر المستطاع وخلق ثروة مستدامة. أما فيما يخص رؤيتها فهي تتلخص في النقاط التالية :

- كسب ثقة الزبون والمحافظة على نفس مستوى الجودة العالي؛
- المساهمة في تحسين التنمية المحلية؛
- تطمح الشركة للريادة قاريا والمضي قدما أكثر خارج الحدود المحلية.

⁴ - الموقع الإلكتروني <https://rouiba.com.dz/>، تاريخ الإطلاع في: 2022/06/03، 18:06

الفرع الثالث: المبادئ التي تقوم عليها شركة إن سي أي رويبة :

- التميز: من خلال الاختيار الدقيق للمدخلات أي الفواكه للحصول على منتجات ذات جودة عالية؛

- التعاون: بالبحث عن فرص إنتاج وعمليات جديدة حرصا على تقديم الأحسن دائما؛
كل هذا يصب في مجرى تنافسية الشركة ودليل على النية في خلق ميزة تنافسية مستدامة،
بالإضافة إلى:

- الإحترام: الشيء الذي تأخذه الشركة على عاتقها تجاه كل من الموظفين والمستهلكين؛
- السلامة: والتي تركز على إحترام كل منتمي إليها بالإضافة إلى أصحاب المصالح معها؛
- التكافل: بدعم المهارات والكفاءات الوطنية ومنه التأثير على التنمية المحلية.

وهذا يوضح الإستراتيجية التي تنتهجها الشركة من خلال عنصرين مهمين هما: دعم المركز التنافسي والميزة التنافسية، والتركيز على تجسيد المسؤولية الاجتماعية نحو موظفيها والمستهلكين وكذا المحيط الذي تنشط فيه.

الفرع الرابع: الجودة والشهادات المتحصل عليها

استطاعت شركة إن سي أي الحصول على الشهادات التالية والمتعلقة بمعايير إدارة الجودة الشاملة⁵:

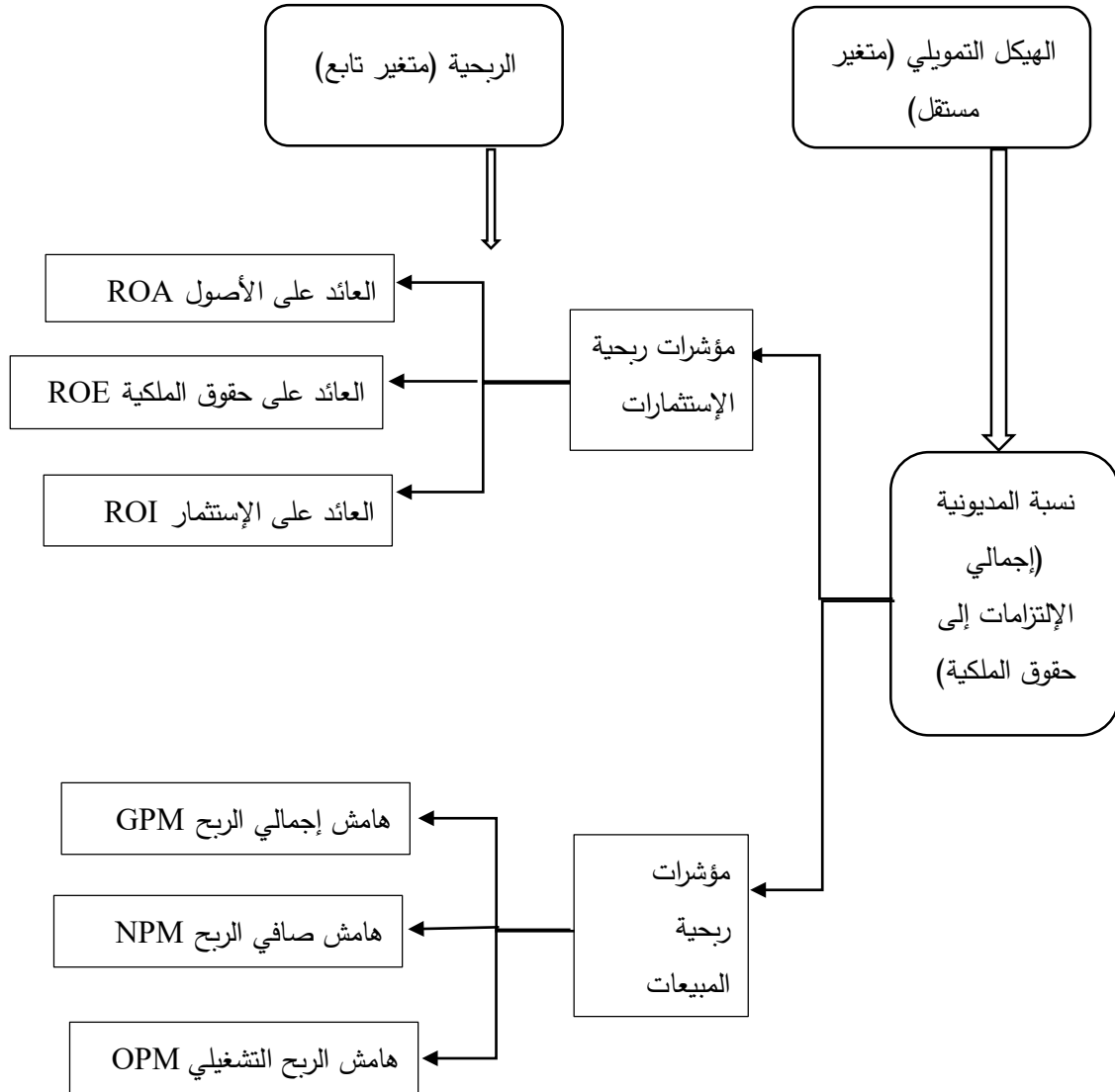
- ISO 14001 : وهي معيار الجودة للإدارة البيئية؛
- ISO 9001 : وهي معيار لسلسلة الإنتاج عالية الجودة؛
- ISO 22000 : وهو معيار دولي لإدارة المواد الغذائية؛
- ISO 26000 : وهو معيار المسؤولية الاجتماعية والمجتمعية.

⁵- نفس المرجع السابق، نفس التاريخ، 37: 18.

المطلب الثالث: إجراءات الدراسة

الفرع الأول: نموذج الدراسة

الشكل رقم (10): نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الدراسات السابقة.

سيتم القيام بالدراسة الحالية إنطلاقاً من النموذج السابق حيث سيتم إعتبار الهيكل التمويلي كمتغير مستقل معبرا عنه بنسبة المديونية والتي تشير إلى إجمالي الإلتزامات إلى حقوق الملكية لكل من مؤسستي صيدال وروية على حدى، فيما سيتم ترجم المتغير التابع بالربحية لنفس المؤسستين، وهذا من خلال مؤشراتها والمقسمة إلى مجموعتين: المجموعة الأولى وهي مؤشرات

ربحية الإستثمارات والتي تضم كل من العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE والعائد على الإستثمار ROI؛ بينما المجموعة الثانية والتي تخص مؤشرات ربحية المبيعات وتضم كل من هامش إجمالي الربح GPM، هامش صافي الربح NPM وهامش الربح التشغيلي OPM.

الفرع الثاني: أداة الدراسة

إنطلاقاً من نموذج الدراسة سيتم تحديد أثر إختيار الهيكل التمويلي لمؤسستي صيدال وروية على كل مؤشر من مؤشرات الربحية الستة الموضحة سابقاً، حيث سيتم تحديد الهياكل التمويلية لكل مؤسسة على مدار فترة الدراسة والممتدة بين 2012-2019، وكذا حساب العناصر المتعلقة به، ومن ثم حساب مؤشرات الربحية للمؤسستين لنفس الفترة بالإعتماد على برنامج Microsoft Office Excel 2013، بينما في الأخير سنقوم بتحليل تلك المؤشرات للمؤسستين ومقارنتها مع التغيرات التي طرأت على الهياكل التمويلية من خلال تغيرات نسبة المديونية وتحليل النتائج المتحصل عليها بناءً على ذلك.

المبحث الثاني: أثر إختيار الهيكل التمويلي على ربحية مؤسسة صيدال للفترة 2012-2019

في هذا المبحث سنحاول التطرق إلى مختلف الهياكل التمويلية التي إعتمدتها مؤسسة صيدال على مدى الفترة الممتدة بين 2012-2019 ، ومن ثم سيتم حساب كل المؤشرات الدالة على ربحيتها، كل هذا سيتحقق إنطلاقاً من مجموعة صيغ و معادلات تم التطرق لها في فصول سابقة.

المطلب الأول: الهيكل التمويلي لمجمع صيدال للفترة 2012-2019

بداية سيخصص هذا المطلب لعرض الهياكل التمويلية لمؤسسة صيدال وتغيراتها خلال فترة الدراسة بالإضافة إلى حساب كل من نسبتي أموال الملكية والديون ومن ثم إستخراج نسبة المديونية.

للتذكير:

الهيكل التمويلي = إجمالي الخصوم

بالإضافة إلى الإعتماد على الصيغ التالية:

$$\text{التغير في الهيكل التمويلي} = \frac{\text{الهيكل التمويلي}(n) - \text{الهيكل التمويلي}(1-n)}{\text{الهيكل التمويلي}(1-n)} \times 100 \dots (51)$$

$$\text{نسبة حقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي حقوق الملكية}}{\text{إجمالي الخصوم}} \times 100 \dots (52)$$

$$\text{نسبة أموال الدين} = \frac{\text{إجمالي المطلوبات}}{\text{إجمالي الخصوم}} \times 100 \dots (53)$$

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{إجمالي الإلتزامات (المطلوبات)}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}} \times 100 \dots (54)$$

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

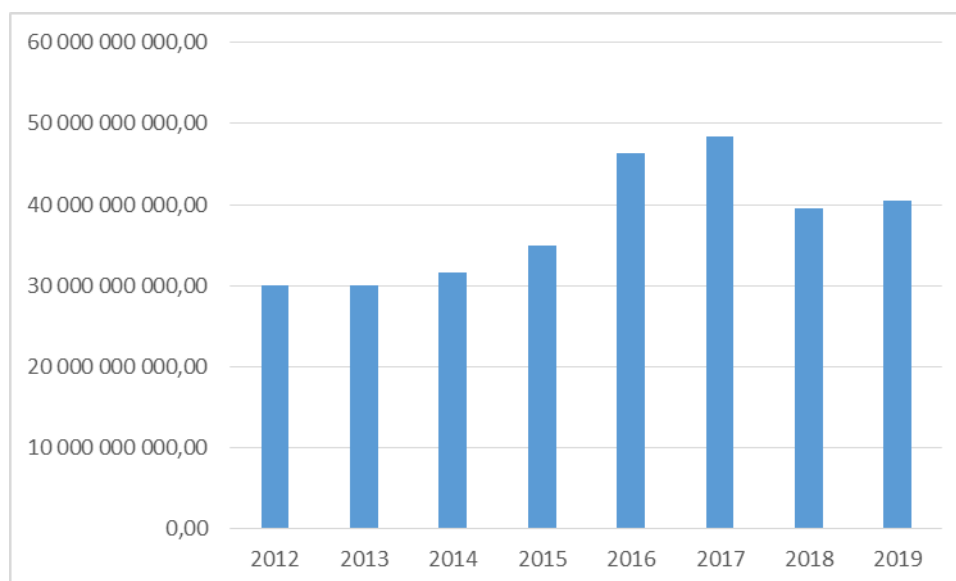
جدول رقم(02): تطور الهيكل التمويلي لمجمع صيدال للفترة 2012-2019

السنة	قيمة الهيكل التمويلي	حقوق الملكية %	أموال الدين %	التغير في الهيكل التمويلي	إجمالي الالتزامات إلى حقوق الملكية (نسبة المديونية)
2011	27 277 970 867,73	/	/	/	/
2012	30 021 145 494,54	49,120	50,880	10,056	1,035
2013	30 099 573 372,69	55,643	44,357	0,261	0,797
2014	31 587 704 405,93	55,688	44,312	4,944	0,796
2015	34 921 900 820,68	58,605	41,395	10,555	0,706
2016	46 390 536 657,45	59,202	40,798	32,840	0,689
2017	48 318 944 590,32	57,806	42,193	4,156	0,730
2018	39 574 343 961,92	50,023	49,977	-18,097	0,999
2019	40 434 178 877,27	53,856	46,144	2,172	0,857

المصدر : من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على القوائم المالية لمجمع صيدال 2012-

2019 (أنظر الملاحق رقم(01-08))

شكل رقم (11): تطور الهيكل التمويلي لمجمع صيدال للفترة 2012-2019



المصدر : من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على الجدول رقم (02)

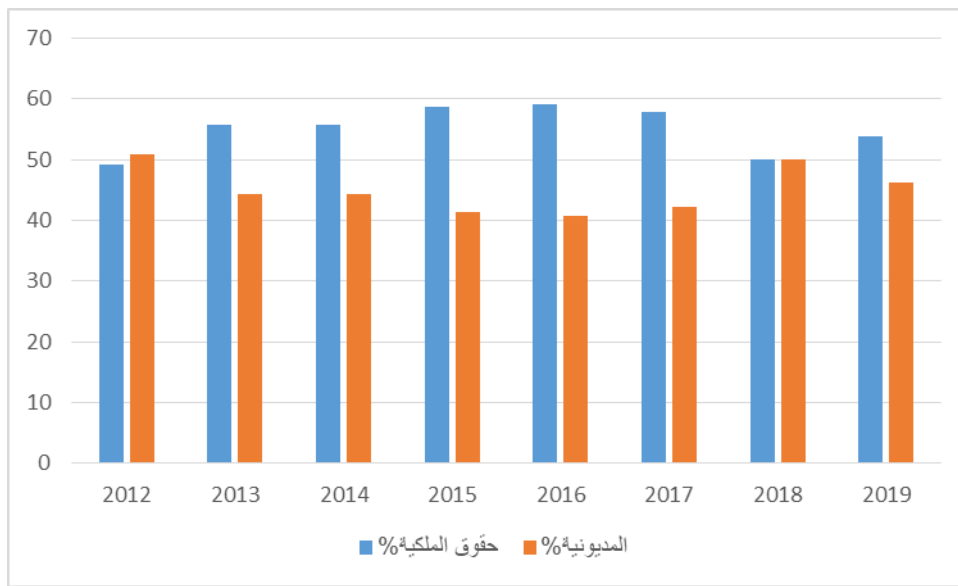
من خلال الجدول رقم (02) نلاحظ أن الهيكل التمويلي وإبتداءا من سنة 2012 شهد تطورا عاما، حيث في ذات السنة إزدادت قيمته بمعدل 10,056 % عن السنة الماضية، بينما في سنة 2013 شهد تطور طفيف وذلك بنسبة 0,261 % ، أما في سنة 2014 فقد إرتفعت القيمة بمعدل أكبر عن السنة الماضية بمقدار 4,944 % ، بينما سجلت سنة 2015 ارتفاع ملحوظ حيث بلغ المعدل 10,555 % ، وقد سجلت سنة 2016 أكبر معدل زيادة خلال الفترة المدروسة بمعدل

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

32,840 %، ليتراجع هذا المعدل في سنة 2017 بمعدل قدر ب 4,156 % وإستمر هذا التراجع إلى غاية 2018 حيث سجلت هذه السنة أقل نسبة خلال الفترة المدروسة ب 18,097 %، ومن ثم تعود هذه النسبة للإرتفاع قليلا بمعدل 2,172 % وذلك في سنة 2019.

من خلال ماسبق يمكن القول أن قيمة الهيكل المالي عرفت تطورا إيجابيا وذلك إبتداء من سنة 2012 وإلى غاية 2016 أين سجلت أعلى معدل لينخفض في سنتي 2017 و 2018 مقارنة بالسنوات السابقة، ويعود للإرتفاع بشكل بسيط في سنة 2019.

شكل رقم (12): تطور مصادر التمويل لمجمع صيدال للفترة 2012-2019



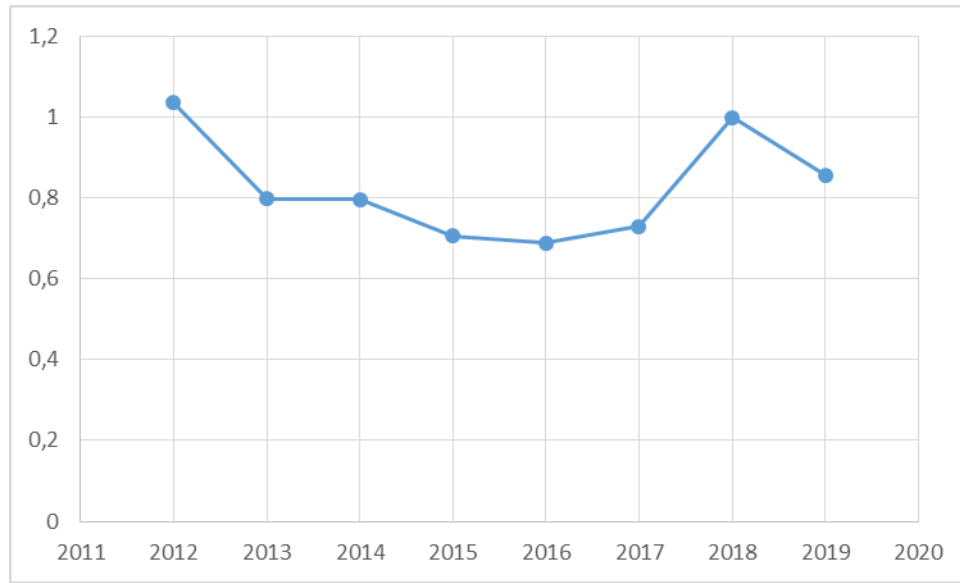
المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على الجدول رقم (02)

بناء على الجدول رقم (02) والشكل رقم (12) نلاحظ أن التركيبة المكونة للهيكل التمويلي لمجمع صيدال تتغير خلال الفترة مابين 2012 و 2019، حيث أنه وفي سنة 2012 كانت تشكل حقوق الملكية مانسبته 49,120 % من الهيكل التمويلي والتي تقريبا تساوي نسبة أموال المديونية أي 50,880 % ، ثم إبتداء من سنة 2013 كانت اكبر نسبة لصالح أموال الملكية حيث بلغت 55,643 % في مقابل 44,357 % لأموال الدين، وفي سنة 2014 شهدت النسبتين تغير طفيف جدا حيث قدرتا ب 55,688 % و 44,312 % لأموال الملكية والدين على التوالي، وتواصل هذا التطور في أموال الملكية بشكل ملحوظ في سنة 2015 ليصل إلى 58,605 % في مقابل إنخفاض نسبة أموال الدين إلى 41,395 %، ومع إستمرار هذا الوضع في 2016 بلغت أموال الملكية 59,202 % من الهيكل التمويلي في مقابل 40,798 % للمديونية، بينما في سنة 2017 تغير

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

الوضع قليلا لتعود أموال الدين للإرتفاع بمعدل بسيط مقارنة مع السنوات الماضية حيث قدر بـ 42,193 % في مقابل إنخفاض نسبة أموال الملكية إلى 57,806 % وإستمر هذا الوضع في 2018 بإنخفاض نسبة أموال الملكية إلى 50,023 % وإرتفاع نسبة أموال الملكية بمعدل 49,977 % مع بقاء إستحواذ أموال الملكية على النسبة الأكبر عموما، اما في سنة 2019 فقد شهدت في نسبة أموال الملكية مرة أخرى بمعدل 53,856 % وإنخفاض في أموال الدين بمعدل 46,144 %.

شكل رقم (13): تطور إجمالي الإلتزامات إلى حقوق الملكية لمؤسسة صيدال للفترة 2012-2019



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على الجدول رقم (02)

كما نلاحظ إنطلاقا من نفس الجدول والشكل رقم (13) أن نسبة المديونية لمؤسسة صيدال تساوي تقريبا 100 % سنة 2012 دليل على اللجوء إلى الإعتماد على الديون و أموال الملكية بنسب متساوية تقريبا في تمويل أنشطته، بينما وإبتداء من سنة 2013 إنخفضت هذه النسبة إلى أقل من 100 % في سنتي 2013 و 2014 تم تسجيل نفس النسبة تقريبا وهي 79 % لتشهد إنخفاض طفيف سنة 2015 بنسبة 70,6 %، ليستمر الوضع كذلك إلى غاية 2018 التي قاربت نسبته عتبة 100 % وهو دليل على تساوي أموال الملكية مع أموال الدين في المزيج التمويلي للمؤسسة لهته السنة، لتعود للإنخفاض سنة 2019 إلى 85,7 %.

إنطلاقا مما سبق يمكن القول أن مجمع صيدال وفي سنة 2012 كان يفضل الإعتماد على الهيكل التمويلي القائم على التماثل في نسب مصادر الأموال بين الملكية والمديونية في تمويل أنشطته، الأمر الذي تغير إبتداء من سنة 2013 وإلى غاية 2017 حيث لوحظ الإعتماد الكبير

على أموال الملكية مقارنة بأموال الدين، أما بالنسبة لسنة 2018 فقد كانت نسبتي أموال الملكية متقاربة جدا و تكاد تكون متماثلة الامر الذي يدل على تساوي أموال الملكية بأموال الدين، بينما تعود صيدال إلى رفع قيمة أموال الملكية في مقابل خفض المديونية في سنة 2019 وهو دليل على تفضيل الإعتماد على هذا المصدر بشكل أكبر من أموال الدين.

المطلب الثاني: مؤشرات ربحية مؤسسة صيدال

في هذا المطلب سيتم حساب مؤشرات ربحية مؤسسة صيدال والبالغ عددها ستة مؤشرات لفترة الدراسة وهي العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على الإستثمار بالإضافة إلى هامش إجمالي الربح، هامش صافي الربح وهامش الربح التشغيلي.

الفرع الأول: مؤشرات ربحية الإستثمارات لمؤسسة صيدال

للتذكير:

$$\text{العائد على الأصول (ROA)} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)} = \frac{\text{الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}}$$

$$\text{العائد على الإستثمار (ROI)} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{حقوق الملكية + المطلوبات طويلة الاجل}}$$

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

جدول رقم(03): تطور مؤشرات ربحية الإستثمارات لمؤسسة صيدال للفترة 2012-2019

السنوات	العائد على الأصول ROA	العائد على حقوق الملكية ROE	العائد على الإستثمار ROI
2012	0,065	0,133	0,093
2013	0,088	0,159	0,122
2014	0,047	0,084	0,057
2015	0,033	0,056	0,041
2016	0,033	0,055	0,039
2017	0,028	0,049	0,033
2018	0,030	0,059	0,035
2019	0,020	0,036	0,023

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمجمع صيدال 2012-2019 (أنظر الملحق رقم(08-01))

أولاً: بالنسبة للعائد على الأصول ROA

نلاحظ من خلال الجدول رقم (03) أن العائد على الأصول بلغ سنة 2012 نسبة 6,5 % ليرتفع بعد ذلك سنة 2013 ليبلغ 8,8 % ومن ثم يعود للإنخفاض إلى مايقارب 4,7 % سنة 2014، ويستمر في الإنخفاض إلى 3,3 % سنة 2015 ويحافظ على نفس النسبة في السنة الموالية، ويعود إلى الإنخفاض إلى 2,8 % سنة 2017، أما في سنة 2018 شهد ارتفاع طفيف حيث وصل إلى 3,0 % ، ويعود للإنخفاض في سنة 2019 إلى 2,0 %.

يمكن القول أن مؤسسة صيدال إستطاعت تحسين أدائها المالي خلال السنتين الأولتين للفترة المدروسة وهذا بعد النظر إلى معدلات العائد المتحقق من إستثمار موجوداتها خلال السنتين 2012 و 2013، ليشهد هذا المعدل إنخفاض مستمر خلال الفترة 2014-2017 ويرتفع بشكل طفيف خلال سنة 2018 ومن ثم ينخفض في 2019.

ثانياً: بالنسبة للعائد على حقوق الملكية ROE

نلاحظ من خلال الجدول رقم (03) أن العائد على حقوق الملكية بلغ مايقارب 13,5 % سنة 2012، وارتفع خلال 2013 إلى نحو 15,9 %، ثم إنخفض في سنة 2014 إلى 8,5 % وإستمر هذا الإنخفاض ليبلغ 5,6 % سنة 2015 وقد تم تسجيل نفس النسبة تقريباً سنة 2016 5,5 %، بلغ سنة 2017 مايقارب 4,9 %، وارتفع قليلاً سنة 2018 إلى نحو 5,9 % لينخفض بعد ذلك إلى 3,6 %.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

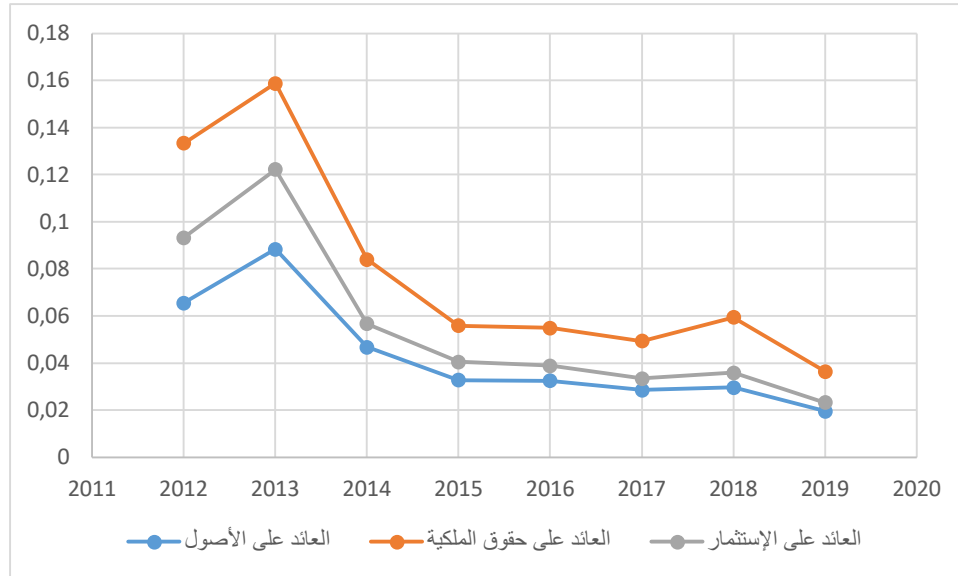
نستنتج من خلال ماسبق أن قيمة العائد المتحقق من إستثمار أموال المستثمرين شهد عدم إستقرار حيث خلال السنتين الأولتين من الفترة المدروسة كان يتجه نحو الإرتفاع ثم بعد ذلك أصبح يتناقص بإستمرار خلال السنوات الموالية من 2014 إلى غاية 2019 ماعدا في سنة 2018 التي عرفت ارتفاع طفيف في المعدل.

ثالثا: بالنسبة للعائد على الإستثمار ROI

نلاحظ من خلال الجدول رقم (03) أن العائد على الإستثمار بلغ خلال سنة 2012 عتبة 9,3 %، إرتفع خلال 2013 إلى 12,2 %، لينخفض بعد ذلك إلى غاية 5,7 % في 2014 وإلى 4,1 % في 2015 ليستمر الحال كذلك في 2016 ليسجل معدل 3,9 %، بلغ سنة 2017 نسبة 3,3 %، إرتفع بشكل طفيف سنة 2018 إلى 3,5 % لينخفض بعد ذلك إلى 2,3 %.

إن العائد المتأتي من إستثمار الأموال طويلة الأجل من حقوق ملكية بالإضافة إلى المطلوبات طويلة الأجل خلال الفترة المدروسة لمؤسسة صيدال كان متذبذب بعض الشيء حيث خلال سنتي 2012 و 2013 كان في حالة ارتفاع ثم أصبح ينخفض تدريجيا خلال باقي الفترة المدروسة تخللها حالة ارتفاع لمرة واحدة وبشكل طفيف خلال سنة 2018.

شكل رقم (14): تطور مؤشرات ربحية الإستثمارات لمؤسسة صيدال للفترة 2012-2019



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على القوائم المالية لمجمع صيدال 2012-2019 (أنظر الملحق رقم (08-01))

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

نلاحظ من خلال الشكل رقم (14) ان جميع مؤشرات ربحية إستثمارات مؤسسة صيدال تسلك نفس الإتجاه خلال تطورها عبر السنوات وبنفس المعدل تقريبا، بإستثناء سنة 2018 حيث يظهر أن العائد حقوق الملكية قد زاد بمعدل أكبر من معدل زيادة كل من العائد على الأصول ومعدل العائد على الإستثمار، بالإضافة إلى انه يتخذ قيم أكبر من قيم باقي المؤشرات.

الفرع الثاني: مؤشرات ربحية المبيعات لمؤسسة صيدال

للتذكير:

$$\text{نسبة هامش الربح} = \frac{\text{مجمّل الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$$

$$\text{هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{صافي المبيعات}}$$

$$\text{هامش الربح التشغيلي} = \frac{\text{الربح التشغيلي EBIT}}{\text{المبيعات}}$$

جدول رقم(04): تطور مؤشرات ربحية المبيعات لمؤسسة صيدال للفترة 2012-2019

السنوات	هامش إجمالي الربح GPM	هامش صافي الربح NPM	هامش الربح التشغيلي OPM
2012	0,283	0,141	0,181
2013	0,339	0,231	0,257
2014	0,263	0,150	0,165
2015	0,228	0,114	0,143
2016	0,264	0,148	0,204
2017	0,187	0,134	0,144
2018	0,136	0,113	0,125
2019	0,119	0,084	0,106

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمجمع صيدال 2012-2019 (أنظر الملحق رقم(08-01))

أولاً: بالنسبة لهامش إجمالي الربح GPM

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04) أن هامش إجمالي الربح بلغ 28,3 % سنة 2012، إرتفع سنة 2013 إلى 33,9 % وإنخفض في 2014 إلى 26,3 % وإستمر في الإنخفاض إلى 22,8 % سنة 2015، ثم عاد لتسجيل 26,4 % في 2016، إنخفض سنة 2017 إلى 18,7 % وواصل كذلك إلى 13,6 % و 11,9 % في 2018 و 2019 على التوالي.

من خلال ماسبق نستنتج أن مؤشر إجمالي الربح إتجه نحو الإرتفاع مابين السنتين الأولتين من فترة الدراسة ثم إلى الإنخفاض خلال السنتين الموالتين 2014 و 2015، ليرتفع سنة 2016 ويعود للإنخفاض لباقي السنوات الموالية إلى غاية 2019 وهو مايدل على تذبذب إجمالي الأرباح التي تحققها مؤسسة صيدال من صافي مبيعاتها.

ثانيا: هامش صافي الربح NPM

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04) أن هامش صافي الربح بلغ سنة 2012 نسبة 14,1 %، إرتفع سنة 2013 إلى 23,1 % وإنخفض بعد ذلك إلى 15 % سنة 2014، إستمر الإنخفاض إلى سنة 2015 إلى 11,4 %، إرتفع في سنة 2016 إلى 14,8 %، سجلت سنة 2017 نسبة 13,4 %، وفي سنة 2018 وصل إلى نسبة 11,3 %، اما في سنة 2019 إنخفض إلى مايقارب 8,4 %.

مما سبق يمكن القول أن صافي مبيعات مؤسسة صيدال قد ولدت صافي أرباح غير مستقرة ومتناقصة في معظم سنوات الفترة المدروسة، وهذا ماتم ملاحظته من خلال تطور نسب هامش صافي الربح حيث بعد الإرتفاع المسجل لسنة 2013 عن السنة الماضية كانت هذه النسبة دائما في إنخفاض مستمر إلى غاية 2019 ماعدا سنة 2016 التي سجلت ارتفاع معتبر.

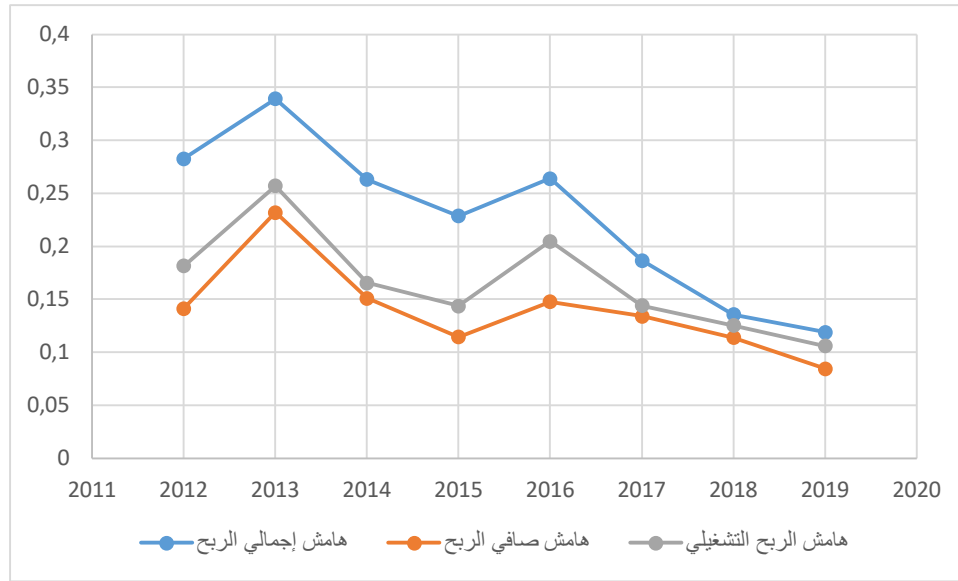
ثالثا: هامش الربح التشغيلي OPM

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04) أن هامش الربح التشغيلي كان يساوي 18,1 % وذلك سنة 2012، أما في سنة 2013 إرتفع إلى 25,7 %، إنخفض سنة 2014 إلى 16,5 % وإستمر في ذلك إلى غاية 2015 ليبلغ 14,3 %، إرتفع سنة 2016 إلى قرابة 20,4 %، ليعود للإنخفاض سنة 2017 إلى 14,4 % ثم إلى 12,5 % في 2018، ثم إلى 10,6 % في سنة 2019.

من خلال ماسبق يمكن القول أن مؤسسة صيدال إستطاعت تحقيق أرباح تشغيلية إنطلاقا من صافي مبيعاتها حيث كان معدل هامش الربح التشغيلي معتبر نوعا ما خلال السنتين الأولتين من فترة الدراسة، بينما خلال السنتين الموالتين إنخفضت تلك الأرباح لترتفع بعد ذلك سنة 2016 حصرا وبمعدل لا بأس به ثم تعود لتتراجع أرباحها التشغيلية خلال السنوات الثلاثة الأخيرة من الفترة المدروسة.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

شكل رقم (15): تطور مؤشرات ربحية المبيعات لمؤسسة صيدال للفترة 2012-2019



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناءا بناءا على القوائم المالية لمجمع صيدال 2019-2012 (أنظر الملحق رقم (08-01))

نلاحظ من خلال الشكل رقم (15) أن مؤشرات ربحية مبيعات مؤسسة صيدال تسلك جميعا نفس إتجاه التطور، إلا أن معدلات التطور تختلف في بعض السنوات وبين بعض المؤشرات، حيث خلال سنة 2013 تطور هامش صافي الربح بمعدل أكبر من باقي المؤشرات الأخرى، أما في سنة 2016 فقد كان أكبر معدل زيادة لصالح هامش الربح التشغيلي مقارنة بباقي المؤشرات، وفي سنة 2018 إنخفضت كل المؤشرات غير أن هامش إجمالي الربح تراجع بمعدل أكبر عن باقي المؤشرات بينما في 2019 إنخفض هامش صافي الربح بمعدل أكبر نسبيا من المؤشرين الآخرين.

المطلب الثالث: أثر الهيكل التمويلي على ربحية مؤسسة صيدال

بالنسبة لهذا المطلب ستنم بداية ملاحظة التغيرات المتزامنة لكل من الهيكل التمويلي ومؤشرات ربحية مؤسسة صيدال كخطوة أولى، ثم بعد ذلك سيتم تحليل ومناقشة نتائج إختبار أثر إختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة على مؤشرات ربحيتها.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

الفرع الأول: أثر الهيكل التمويلي على مؤشرات ربحية الإستثمارات لمؤسسة صيدال

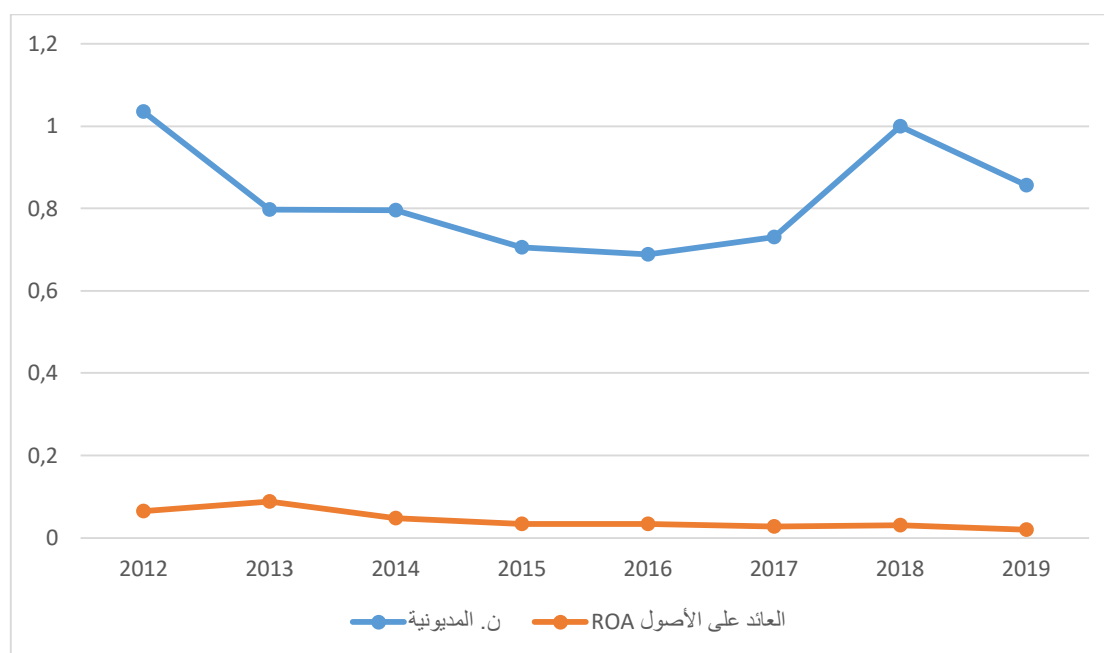
جدول رقم (05): أثر الهيكل التمويلي على مؤشرات ربحية الإستثمارات لمؤسسة صيدال

السنة	التغير في الهيكل التمويلي	ن. المديونية	العائد على الأصول ROA	العائد على حقوق الملكية ROE	العائد الإستثمار ROI
2012	10,056	1,035	0,065	0,133	0,093
2013	0,261	0,797	0,088	0,159	0,122
2014	4,944	0,796	0,047	0,084	0,057
2015	10,555	0,706	0,033	0,056	0,041
2016	32,840	0,689	0,033	0,055	0,039
2017	4,156	0,730	0,028	0,049	0,033
2018	-18,097	0,999	0,030	0,059	0,035
2019	2,172	0,857	0,020	0,036	0,023

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمجمع صيدال 2012-2019

أولاً: بالنسبة لأثر الهيكل التمويلي على العائد على الأصول (ROA)

شكل رقم (16): أثر إختيار الهيكل التمويلي على العائد على الأصول لمؤسسة صيدال



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على القوائم المالية لمؤسسة صيدال 2012-2019

من خلال الجدول رقم (05) نلاحظ أنه في سنة 2012 وعندما كانت نسبة المديونية تساوي 103,5 % (نسبة الإلتزامات إلى حقوق الملكية) بلغ العائد على حقوق الملكية 6,5 %، وعند

إنخفاض هذه النسبة إلى 79,7 % سنة 2013 إرتفع العائد إلى 8,8 %، ومع بقاء نفس النسبة سنة 2014 إنخفض العائد أكثر إلى 4,5 %، في سنة 2015 إنخفضت النسبة إلى 70,6 % وإنخفض العائد إلى 3,3 % وبقي كذلك في السنة الموالية مع إنخفاض النسبة إلى 68,9 %، عادت النسبة للإرتفاع في سنة 2017 إلى مايقارب 73 % ليسجل العائد بالمقابل 2,8 % مسجلا بذلك تراجع عن السنة الماضية، في سنة 2018 إرتفعت نسبة المديونية إلى 99,9 % ليرتفع قليلا العائد إلى 3 % إنخفضت النسبة في 2019 إلى 85,7 % منخفضا كذلك العائد إلى مايقارب 2 %.

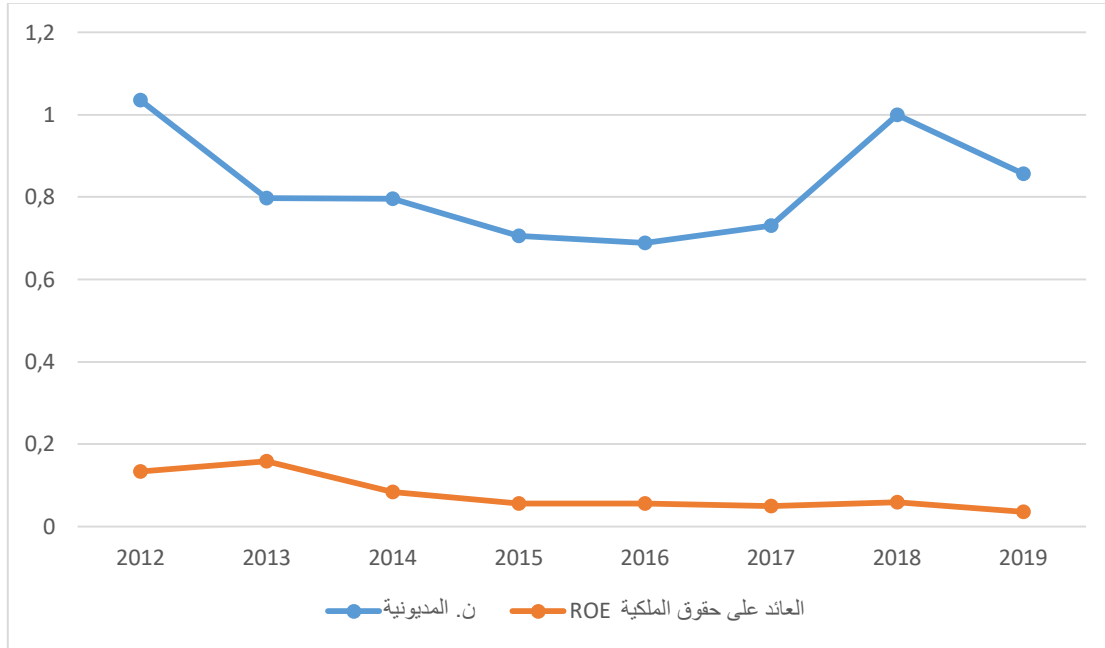
من خلال ماسبق وإنطلاقا من الشكل رقم (16) يمكن القول أن العائد المتولد عن إستثمار أصول مؤسسة صيدال ونسبة إلتزاماتها إلى حقوق الملكية عرفتا تذبذب نسبي حيث أن الأولى (ROA) إرتفع بعد السنة الأولى وبعد ذلك إستمر في الإنخفاض إلى غاية 2017 ليرتفع في 2018 ويعود للإنخفاض مجددا في سنة 2019، في هذا الأثناء كانت نسبة المديونية مرتفعة في سنة 2012 ثم بدأت بالإنخفاض إلى غاية 2016 لترتفع في السنتين الموالتين لها ومن ثم تنخفض قليلا في سنة 2019.

إستخلاصا لما سبق نجد أنه عندما كانت نسبة المديونية تساوي تقريبا 100 % وهذا يعني تساوي أموال الملكية مع الديون ضمن الهيكل التمويلي لصيدال في 2012، كان المعدل مقبول نوعا ما (6,5 %)، وبعد إنخفاض أموال الديون في 2013 زاد المعدل أكثر (8,8 %)، ومع التناقص المستمر في نسبة المديونية بين 2014-2016 تناقص ROA وإستمر كذلك بالرغم من الإرتفاع في نسبة المديونية سنة 2017، إرتفع المؤشر مع إعادة تسجيل ارتفاع نسبة المديونية إلى 100 % بالتقريب سنة 2018، وعاد للإنخفاض قليلا بإنخفاض الديون، ولهذا يمكن إستنتاج أن أثر نسبة المديونية على العائد على الأصول غير واضح ، وعليه يمكن القول أنه لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على الأصول لمؤسسة صيدال للفترة المدروسة.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

ثانيا: بالنسبة لأثر الهيكل التمويلي على العائد على حقوق الملكية (ROE)

شكل رقم(17): أثر إختيار الهيكل التمويلي على العائد على حقوق الملكية لمؤسسة صيدال



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناءا على القوائم المالية لمؤسسة صيدال 2019-2012

من خلال الجدول رقم (05) نلاحظ أن العائد على حقوق الملكية كان يساوي 13,3 % سنة 2012 حيث كانت نسبة المديونية تساوي 103,5 %، في سنة 2013 إنخفضت النسبة إلى 79,7 % مع إرتفاع العائد إلى مايقارب 8,4 % في سنة 2014، أما في سنة 2015 إنخفضت النسبة إلى 70,6 % وتم تسجيل أيضا إنخفاض في العائد قدر ب 5,6 % ليستمر الإنخفاض بالنسبة لنسبة المديونية حيث قدرت ب 68,9 % وكذلك العائد الذي تراجع إلى 5,5 % سنة 2016، في 2017 إرتفعت النسبة إلى مايقارب 73 % مع إستمرار إنخفاض العائد إلى غاية 4,9 %، إرتفعت النسبة إلى مايقارب 100 % سنة 2018 وكذا الأمر بالنسبة للعائد حيث بلغ 5,9 % ، أما بالنسبة لسنة 2019 فقد كلاهما فسجلا 85,7 % و 3,6 % لنسبة المديونية والعائد على حقوق الملكية على التوالي.

من خلال ماسبق يمكن القول أن كل من نسبة المديونية والعائد على حقوق الملكية سجلا معدلات متذبذبة حيث أن العائد على حقوق الملكية إرتفع بشكل طفيف في سنة 2013 فيما إنخفضت نسبة المديونية بشكل ملحوظ جدا خلال هذه السنة، ثم إستمر العائد في التراجع إلى غاية 2018 حيث زادت بشكل طفيف جدا بينما نسبة المديونية إرتفع بشكل كبير في ذات السنة

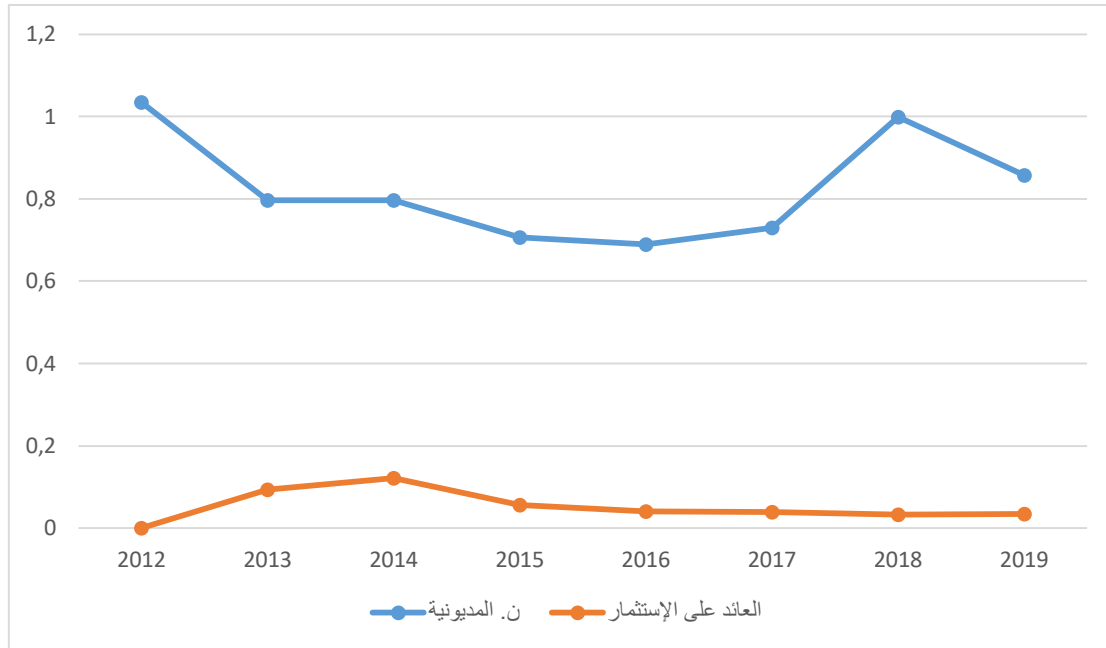
الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

ليعودوا للإنخفاض معا في 2019 ولكن بشكل متفاوت حيث كان معدل إنخفاض نسبة المديونية اكبر من معدل الإنخفاض للعائد على حقوق الملكية.

نستنتج أن أثر نسبة المديونية على معدل العائد على حقوق الملكية غير واضح، وعليه يمكننا القول أنه لا يوجد أثر لإختبار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على حقوق الملكية لمؤسسة صيدال.

ثالثا: بالنسبة لأثر الهيكل التمويلي على العائد على الإستثمار (ROI)

شكل رقم(18): أثر إختبار الهيكل التمويلي على العائد على الإستثمار لمؤسسة صيدال



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناءً على القوائم المالية لمؤسسة صيدال 2012-2019

من خلال الجدول رقم (05) نلاحظ أنه وفي سنة 2012 كان العائد على الإستثمار يبلغ 9,3 % في حين بلغت نسبة المديونية 79,7 % وذلك سنة 2013، إنخفض العائد على الإستثمار في السنة الموالية أي 2014 إلى 5,7 % في مقابل ثبات نسبة المديونية، في 2015 أستمّر الإنخفاض إلى 4,1 % للعائد مع إنخفاض نسبة المديونية إلى 70,6 %، وإستمّر الإنخفاض لكليهما في سنة 2016 حيث كان العائد 3,9 % ونسبة المديونية 68,9 %، وبالنسبة لسنة 2017 فقد إنخفض العائد أكثر إلى 3,3 % في حين إرتفعت نسبة المديونية إلى 73 %، أما في سنة 2018 فقد إرتفع العائد

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

إلى 3,5 % وواصلت نسبة المديونية الإرتفاع إلى مايقارب 100 %، في 2019 إنخفض العائد بشكل ملحوظ إلى إلى 2,3 % كما إنخفضت نسبة المديونية إلى 85,7 %.

إنطلاقا مما سبق يمكننا القول أن كل من نسبة المديونية والعائد على الإستثمار عرفا تغيرات غير ثابتة الوتيرة خلال فترة الدراسة حيث أن نسبة الإلتزامات على مؤسسة صيدال إلى حقوق الملكية بدأت في الإنخفاض إنطلاقا من سنة 2013 وإلى غاية 2016 ليعود للإرتفاع في سنتي 2017 2018 وينخفض في 2019، في المقابل كان العائد المتولد عن إستثمار الأموال طويلة الأجل قد إرتفع سنة 2013 ثم أخذ في الإنخفاض إلى غاية 2017 ليرتفع في 2018 ثم يعود للإنخفاض في 2019.

إستخلاصا لما سبق نجد أن أثر نسبة المديونية على العائد على الإستثمار غير واضح، وعليه يمكننا القول أنه لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على الإستثمار لمؤسسة صيدال خلال الفترة 2012-2019.

الفرع الثاني: أثر إختيار الهيكل التمويلي على مؤشرات ربحية المبيعات لمؤسسة صيدال

جدول رقم (06): أثر الهيكل التمويلي على مؤشرات ربحية المبيعات لمؤسسة صيدال

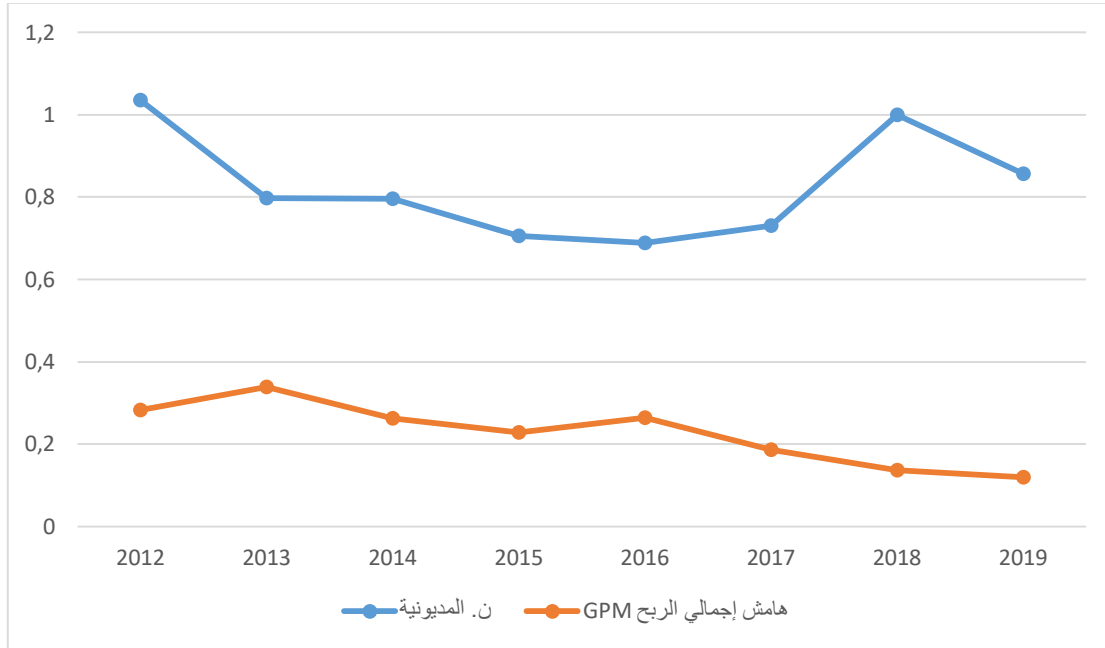
السنة	التغير في الهيكل التمويلي	ن. المديونية	هامش إجمالي الربح GPM	هامش صافي الربح NPM	هامش الربح التشغيلي OPM
2012	10,056	1,035	0,283	0,141	0,181
2013	0,261	0,797	0,339	0,231	0,257
2014	4,944	0,796	0,263	0,150	0,165
2015	10,555	0,706	0,228	0,114	0,143
2016	32,840	0,689	0,264	0,148	0,204
2017	4,156	0,730	0,187	0,134	0,144
2018	-18,097	0,999	0,136	0,113	0,125
2019	2,172	0,857	0,119	0,084	0,106

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمجمع صيدال 2012-2019

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

أولاً: بالنسبة لأثر الهيكل التمويلي على هامش إجمالي الربح GPM

شكل رقم (19): أثر إختيار الهيكل التمويلي على هامش إجمالي الربح لمؤسسة صيدال



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناءاً على القوائم المالية لمؤسسة صيدال 2019-2012

من خلال الجدول رقم (06) نلاحظ أنه في سنة 2012 وعندما كانت نسبة المديونية تساوي 103,5 % كان هامش إجمالي الربح يساوي 28,3 % ومع إنخفاض النسبة إلى 79,7 % إرتفع الهامش إلى 33,9 % سنة 2013، عاد الإنخفاض إلى 26,3 % مع بقاء النسبة ثابتة وذلك سنة 2014، ومع إنخفاض نسبة المديونية إلى 70,6 % إستمر الهامش في الإنخفاض إلى 22,9 % سنة 2015، وكذلك الحال لسنة 2016 حيث إنخفضت النسبة إلى 68,9 % بينما إرتفع الهامش قليلاً إلى 26,4 %، بينما في سنة 2017 عادت نسبة المديونية للإرتفاع إلى 73 % في حين إنخفض هامش إجمالي الربح إلى 18,7 %، وإستمر كذلك في 2018 حيث وصل لـ 13,6 % فيما إرتفعت النسبة إلى قرابة 100 % وبقي الهامش ينخفض إلى أن وصل 11,9 % سنة 2019 في مقابل إنخفاض نسبة المديونية حيث سجل معدل 85,7 %.

بناءاً على ماسبق يمكننا إستخلاص أن كل من المزيج التمويلي وإجمالي الربح سجلا تغيرات غير منتظمة وذلك خلال الفترة المدروسة بين 2019-2012 حيث عرف هامش إجمالي الربح إرتفاع ملحوظ سنة 2013 في مقابل إنخفاض نسبة المديونية بشكل أكبر، ليحصل نفس الشيء

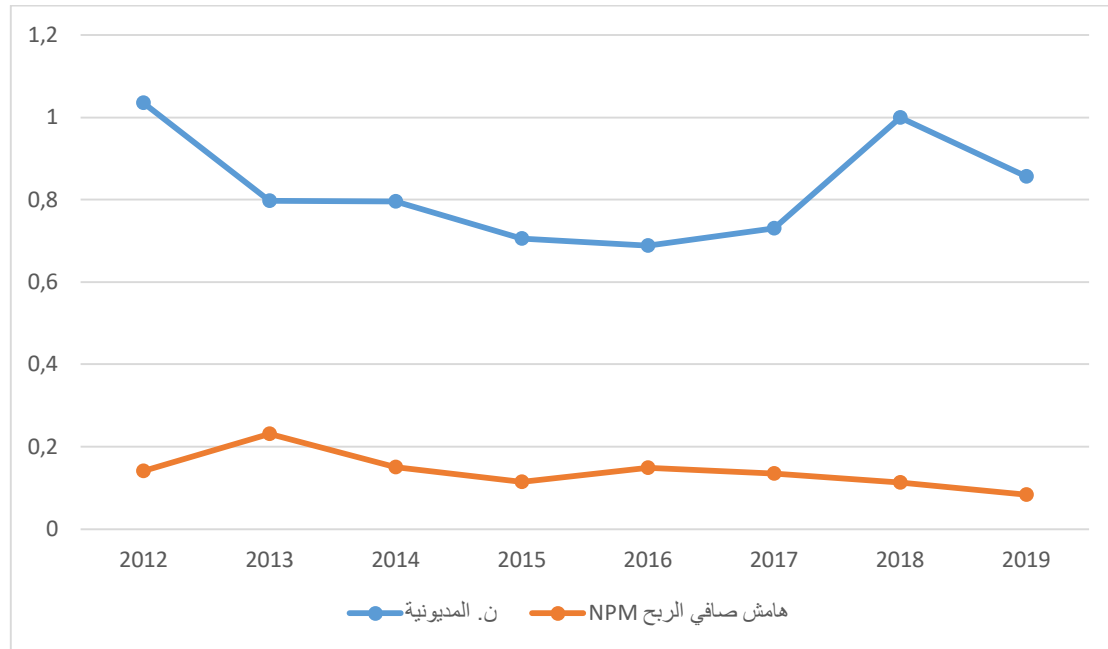
الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

سنة 2016 لكن بمقدار أقل سواء بإنخفاض نسبة المديونية أو ارتفاع الهامش، بينما في 2018 شهدت نسبة المديونية ارتفاع كبير قابله إنخفاض طفيف جدا في معدل هامش إجمالي الربح.

إتضح مما سبق أن تطور مؤشر هامش إجمالي الربح غير مرتبط بتطور نسبة المديونية حيث عند إنخفاض هذه الأخيرة يرتفع تارة وينخفض تارة أخرى وكذلك الحال عند إرتفاعها، وهذا مايدل على التغيرات غير المنتظمة وغير المترابطة لنسبة المديونية مع هذا المؤشر، وعليه يمكن القول أنه لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش إجمالي الربح لمؤسسة صيدال.

ثانيا: بالنسبة لأثر الهيكل التمويلي على هامش صافي الربح NPM

شكل رقم(20): أثر إختيار الهيكل التمويلي على هامش صافي الربح لمؤسسة صيدال



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على القوائم المالية لمؤسسة صيدال 2019-2012

من خلال الجدول رقم (06) نلاحظ أن هامش صافي الربح بلغ 14,1 % عندما كانت نسبة المديونية تساوي 103,5 % سنة 2012، إرتفع هذا المؤشر إلى 23,1 % سنة 2013 مع إنخفاض نسبة المديونية إلى 79,7 %، إنخفض الهامش إلى 15 % مع بقاء النسبة ثابتة تقريبا سنة 2014، في 2015 إنخفض كلاهما إلى 11,4 % بالنسبة للهامش و 70,6 % لنسبة المديونية، لتستمر في الإنخفاض إلى 68,9 % في سنة 2016 عكس المؤشر حيث إرتفع قليلا إلى 14,8 %، ويعود للإنخفاض بشكل طفيف إلى 13,4 % في مقابل ارتفاع النسبة إلى 73 % في 2017، وإستمرت

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

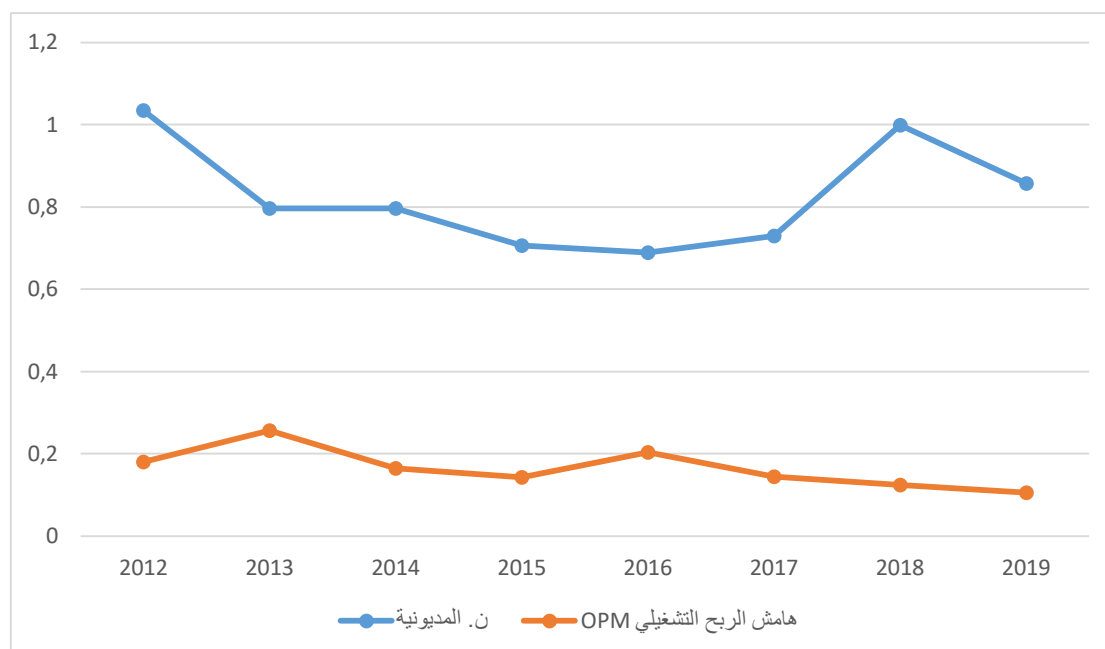
كذلك لتصل إلى 99,9 % في سنة 2018 مع انخفاض هامش صافي الربح إلى 11,3 %، ومع حلول 2019 إنخفض كلاهما حيث وصل الهامش إلى مايعادل 8,4 % مع تسجيل معدل 85,7 % لنسبة المديونية.

بناءا على ماسبق يمكن الخروج بنتيجة مفادها أن هامش صافي الربح مر بتغيرات غير ثابتة خلال الفترة المدروسة وفق تغير الهيكل التمويلي، حيث وعند إنخفاض نسبة المديونية في 2013 زاد الهامش، بينما في 2015 وعند إنخفاض النسبة بشكل طفيف إنخفض المؤشر أيضا تقريبا بنفس المقدار، أما في 2018 وعند ارتفاع نسبة المديونية بشكل كبير إنخفض الهامش بمقدار ضئيل جدا، وكذا الحال بالنسبة لـ 2019 أين إنخفضت نسبة المديونية بشكل ملحوظ.

من الواضح أن تغيرات هامش إجمالي الربح غير مرتبطة بالتغيرات التي تطرأ على نسبة المديونية لمؤسسة صيدال، حيث في بعض السنوات ينخفض هذا المؤشر مع إنخفاض النسبة وغي سنوات أخرى ينخفض بإرتفاعها، لذا يمكن القول أنه لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر صافي الربح لمؤسسة صيدال.

ثالثا: بالنسبة لأثر الهيكل التمويلي على هامش الربح التشغيلي OPM

شكل رقم(21): أثر إختيار الهيكل التمويلي على هامش الربح التشغيلي لمؤسسة صيدال



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناءا على القوائم المالية لمؤسسة صيدال 2019-2012

من خلال الجدول رقم (06) نلاحظ أن هامش الربح التشغيلي بلغ 18,1 % سنة 2012 في حين أن نسبة المديونية كانت تساوي 103,5 %، إنخفضت في 2013 إلى 79,7 % ليرتفع الهامش إلى 25,7 %، ومع ثبات النسبة في 2014 إنخفض الهامش إلى 16,5 % وإستمر كذلك ليصل إلى 14,3 % سنة 2015 مع إنخفاض النسبة إلى 70,6 %، ومع إستمرار إنخفاضه إلى 68,9 % إرتفع المؤشر إلى 20,4 % سنة 2016، في 2017 إرتفعت نسبة المديونية إلى 73 % مع إنخفاض الهامش إلى 14,4 %، إستمر في الإنخفاض سنة 2018 إلى 12,5 % في مقابل ارتفاع النسبة إلى 99,9 %، وفي 2019 إستمر إنخفاض هامش الربح التشغيلي إلى 10,6 % مع إنخفاض نسبة المديونية إلى 85,7 %.

بناءً على ماسبق مرت كل من نسبة المديونية وهامش الربح التشغيلي بتغيرات غير منتظمة من حيث الإتجاه والمقدار، حيث وبإنخفاض الأول بشكل كبير في سنة 2013 إرتفع المؤشر لكن بمقدار أقل بينما عندما إرتفعت نسبة المديونية بشكل كبير في سنة 2018 إنخفض مؤشر هامش الربح التشغيلي بشكل طفيف جداً.

إن التغيرات التي تحدث لهامش الربح التشغيلي غير مرتبطة بتلك التي تحدث لنسبة المديونية، حيث أحيانا ينخفض الهامش بإنخفاض النسبة ويرتفع بإنخفاضها في أحيان أخرى، وهذا يعني أنه لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش الربح التشغيلي لمؤسسة صيدال.

المبحث الثالث: أثر إختيار الهيكل التمويلي على ربحية مؤسسة روية للفترة 2012-2019

في هذا المبحث سنحاول عرض مختلف البيانات والمعلومات المالية لمؤسسة روية خلال الفترة المقررة للدراسة الحالية وهذا يشمل الهياكل التمويلية التي إعتمدتها المؤسسة بالإضافة إلى حساب مختلف مؤشرات ربحيتها، ل يتم في الأخير تحليل النتائج المتحصل عليها من ملاحظة التغيرات التي طرأت على تلك المعلومات.

المطلب الأول: الهيكل التمويلي لمؤسسة روية خلال الفترة 2012-2019

سننتظر في هذا المطلب إلى عرض الهياكل التمويلية التي تخص مؤسسة روية وحساب مختلف النسب المتعلقة بها وهذا بتطبيق المعادلات التي سبق ذكرها في المطلب الأول ضمن المبحث السابق، وعليه سيكون:

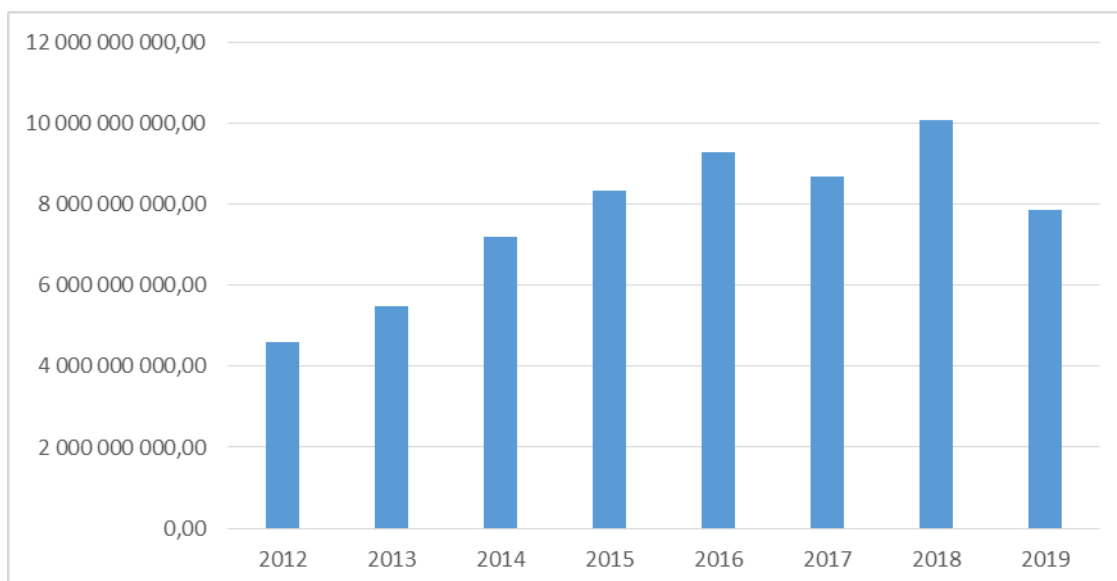
جدول رقم(07): تطور الهيكل التمويلي لمؤسسة روية للفترة 2012-2019

السنة	قيمة الهيكل التمويلي	حقوق الملكية %	المديونية %	التغير في الهيكل التمويلي	إجمالي الالتزامات إلى حقوق الملكية
2012	4 594 799 545,00	34,506	65,494	/	1,898
2013	5 482 582 944,00	32,009	67,991	19,321	2,124
2014	7 209 674 494,00	27,479	72,521	31,501	2,639
2015	8 340 204 759,00	24,798	75,202	15,680	3,033
2016	9 280 392 524,00	22,327	77,673	11,273	3,479
2017	8 694 763 694,00	15,750	84,250	-6,310	5,349
2018	10 069 231 214,00	25,182	74,818	15,808	2,971
2019	7 866 819 875,00	-6,861	106,861	-21,873	-15,575

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة روية 2012-2019 (أنظر الملاحق رقم (09-16))

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

شكل رقم (22): تطور الهيكل التمويلي لمؤسسة روية للفترة 2012-2019



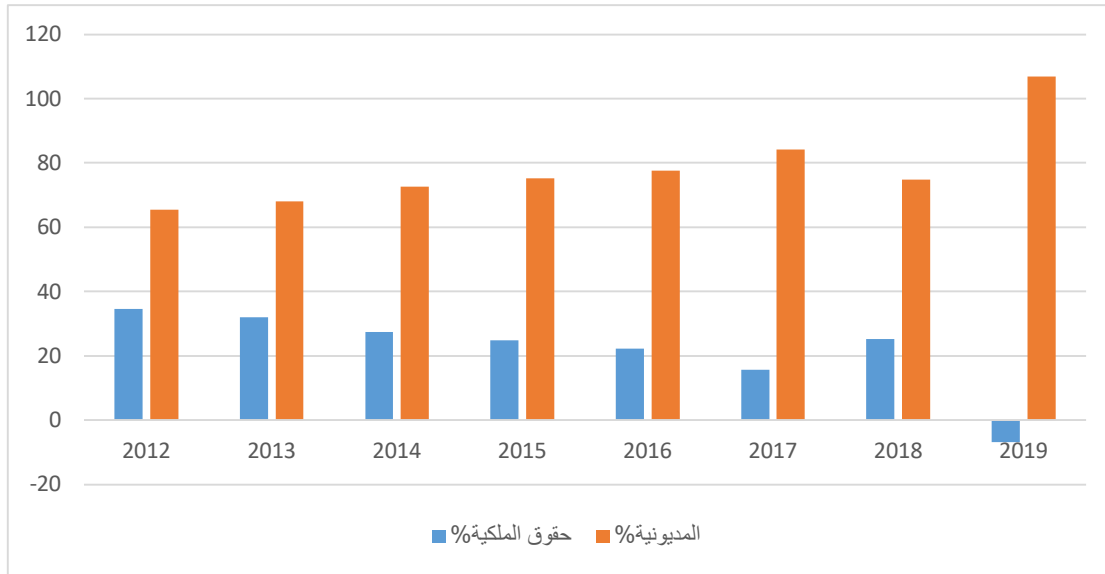
المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على الجدول رقم (07)

من خلال الجدول رقم (07) نلاحظ أن التغير في قيمة الهيكل التمويلي كان متذبذب، حيث في سنة 2013 بلغت هذه النسبة 19,321 % مقارنة مع السنة الفارطة (2012)، ثم في 2014 قفزت هذه النسبة إلى عتبة 31,501 %، ثم عادت للانخفاض في 2015 بنسبة قدرها 15,680 % وإستمر هذا الانخفاض للسنة الموالية إذ سجلت سنة 2016 نسبة تغير قدرت بـ 11,273 % وصولاً إلى سنة 2017 أين سجلت تراجع كبير لقيمة الهيكل التمويلي بـ 6,310 - %، لتعود إلى الإرتفاع مرة أخرى في سنة 2018 بمعدل 15,808 % إلى غاية 2019 أين تم تسجيل أكبر نسبة تراجع في قيمة الهيكل التمويلي والتي قدرت بـ 21,873 - %.

مما سبق نستنتج أن الهيكل التمويلي التي تعتمده مؤسسة روية خلال الفترة ما بين 2012 و 2019 عرف تذبذب كبير وعدم إستقرار، حيث في السنتين الأولتين عرف ارتفاع ملحوظ لينخفض بعد ذلك إبتداءً من 2015 إلى غاية 2017، ليرتفع بعد ذلك في سنة 2018 ويتراجع بشكل كبير جداً خلال 2019.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

شكل رقم (23): تطور مصادر التمويل لمؤسسة روية للفترة 2012-2019

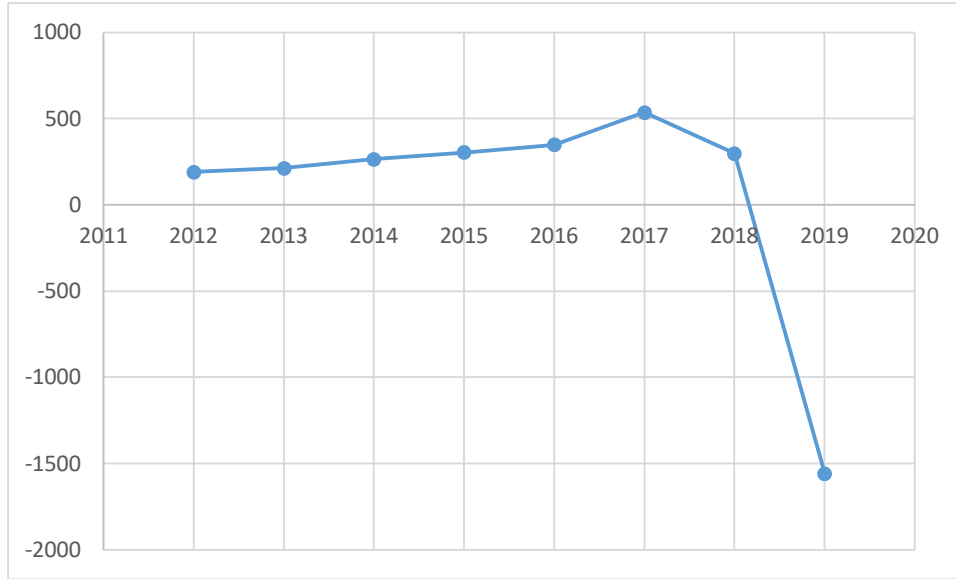


المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على الجدول رقم (07)

من خلال الجدول رقم (07) والشكل رقم (23) نلاحظ أن التوليفة المشكلة للهيكل التمويلي كانت في حالة تغيير مستمر حيث في سنة 2012 كانت حقوق الملكية تمثل 34,506 % من إجمالي الهيكل التمويلي في مقابل 65,494 % لأموال الدين، وقد إتجهت تلك النسبة إلى الانخفاض بمقدار 32,009 % في مقابل ارتفاع نسبة حقوق الدين بنسبة 67,991 % سنة 2013، ليستمر هذا الحال لسنة 2014 لتتخفض النسبة أكثر إلى 27,479 % وارتفاع النسبة المقابلة لأموال الدين إلى 72,521 %، ومع تواصل انخفاض نسبة حقوق الملكية سجلت سنة 2015 تراجعاً قدر بـ 24,798 % ونسبة 75,202 % لأموال الدين، في سنة 2016 تواصل هذا التراجع بمعدل 22,327 % لأموال الملكية وارتفاع حقوق الدين إلى 77,673 % وكذلك الحال بالنسبة لسنة 2017 حيث سجلت تراجع ملحوظ بنسبة 15,750 % لأموال الملكية وزيادة قدرت بـ 84,250 % لجانب الديون، أما سنة 2018 فقد تغير الوضع قليلاً بارتفاع أموال الملكية بنسبة 25,182 % وإنخفاض نسبة أموال الدين بمقدار 74,818 %، أما سنة 2019 فقد قفزت أموال الدين إلى أكبر نسبة مسجلة وهي 106,861 % وتراجع كبير في نسبة مساهمة أموال الملكية بمقدار -6,861 %.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و رويبة للفترة 2012-2019

شكل رقم (24): تطور اجمالي الالتزامات إلى حقوق الملكية لمؤسسة رويبة للفترة 2012-2019



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على الجدول رقم (07)

من خلال نفس الجدول السابق والشكل رقم (24) نلاحظ أن نسبة إجمالي الالتزامات إلى حقوق الملكية غالبا مافاقت 100 % حيث في سنة 2012 بلغت 189 % لتزداد في سنة 2013 إلى 212 % مستمرة بذلك في الإرتفاع إلى غاية 263 % سنة 2014، بلغ في سنة 2015 نسبة 303 % ليرتفع أكثر في سنة 2016 حيث قدرت نسبة الديون إلى إجمالي حقوق الملكية بـ 347 % مستمرة بذلك في الإرتفاع وبالأخص في سنة 2017 أين سجلت 534 % لتتخف في سنة 2018 بما يعادل 297 %، أما سنة 2019 فقد كانت سنة إستثنائية يتسجيل أكبر معدل قدر بـ 1557 %.

بناء على ماسبق يمكن القول أن مؤسسة رويبة وخلال الفترة المدروسة مابين 2012 و 2019 كانت تعتمد على هيكل تمويلي يقوم بنسبة طاغية على أموال الديون وبالتحديد كانت تمثل مابين ضعفي إلى خمسة أضعاف أموال الملكية وهذا واضح من خلال إستمرار التوجه نحو زيادة الديون في مقابل أموال الملكية خلال الفترة 2012- 2017 وإنخفاض بسيط في سنة 2018 مع بقاء إستحواذ الديون على أعلى نسبة مساهمة في تشكيل الهيكل التمويلي حيث كانت تمثل تقريبا ثلاثة أضعاف أموال الملكية، أما سنة 2019 فقد كانت إستثنائية بالنسبة للمؤسسة فقد غطت الديون الهيكل التمويلي كاملا بالإضافة إلى العجز الحاصل في أموال الملكية حيث وبناء على المعلومات السابقة فقد شكلت أموال الدين 15 أضعاف أموال الملكية.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

المطلب الثاني: مؤشرات ربحية مؤسسة روية

من خلال هذا المطلب سنستعرض مختلف المؤشرات المتعلقة بربحية مؤسسة روية من خلال مؤشرات كل من ربحية الإستثمارات الخاصة بها وربحية المبيعات وهذا خلال الفترة الممتدة بين 2012 – 2019

الفرع الأول: مؤشرات ربحية الإستثمارات

جدول رقم(08): تطور مؤشرات ربحية الإستثمارات لمؤسسة روية للفترة 2012-2019

السنوات	العائد على الأصول ROA	العائد على حقوق الملكية ROE	العائد على الإستثمار ROI
2012	0,036	0,106	0,070
2013	0,042	0,130	0,070
2014	0,043	0,157	0,067
2015	0,023	0,091	0,036
2016	0,014	0,063	0,026
2017	-0,080	-0,513	-0,181
2018	-0,027	-0,108	-0,066
2019	-0,390	-5,697	-4,005

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة روية 2012-2019 (أنظر الملحق رقم(09-16))

أولاً: بالنسبة للعائد على الإستثمار ROA

نلاحظ من خلال الجدول رقم (08) أن العائد على الأصول بلغ سنة 2012 عتبة 3,6 %، ثم في 2013 بلغ 4,2 %، ليرتفع في 2014 بشكل طفيف جدا إلى 4,3 %، ثم إنخفض في سنة 2015 إلى 2,3 %، ليستمر كذلك في 2016 وينخفض إلى 1,4 %، أما في سنة 2017 فقد تم تسجيل نسبة سالبة قدرت بـ 8 %، تم في سنة 2018 تسجيل نسبة سالبة أخرى قدرت بـ 2,7 %، وكذلك الحال بالنسبة للسنة الموالية 2019 حيث سجلت نسبة 39 % بالسالب.

من خلال ماسبق نستنتج أن قيمة العائد الذي تحققه مؤسسة روية من إستثمار موجوداتها إتخذ قيم موجبة رغم ضعفها ذلك خلال الخمس سنوات الأولى من فترة الدراسة، إبتداء من سنة 2012 كان هذا المعدل في ارتفاع مستمر، ليبدأ في الإنخفاض بداية من سنة 2015 وحتى 2017 أين أصبحت قيمه بالسالب إلى غاية 2019 وذلك لعدم تسجيل عوائد مترتبة عن أصول المؤسسة.

ثانياً: بالنسبة للعائد على حقوق الملكية ROE

من خلال الجدول رقم (08) نلاحظ أن العائد على حقوق الملكية سجل معدل 10,6 % سنة 2012، ليرتفع في سنة 2013 إلى 13 % ثم إلى 15,7 % سنة 2014، إنخفضت في سنة 2015 إلى مايقارب 9,1 %، ثم إلى 6,3 % في 2016، إنخفض بشكل كبير في 2017 إلى النسبة السالبة التي قدرت آن ذاك بـ 51,3 %، إرتفعت في 2018 إلى 10,8 % بالسالب، إنخفض مرة أخرى في 2019 بشكل كبير جدا إلى 569,7 % بالسالب.

من خلال ماسبق نستنتج أن العائد المتحقق من إستثمار أموال المساهمين سجل معدلات لابأس بها في السنوات الأولى لفترة الدراسة إلى غاية 2016، حيث كان في ارتفاع مستمر خلال الفترة 2012-2014، ثم بدأ بالإنخفاض إلى غاية 2017 أين سجل معدلات سالبة إلى غاية 2019 حيث كان المعدل الكبير والسالب دلالة على عدم قدرة تغطية الأرباح المترتبة لأموال المستثمرين في مؤسسة روية.

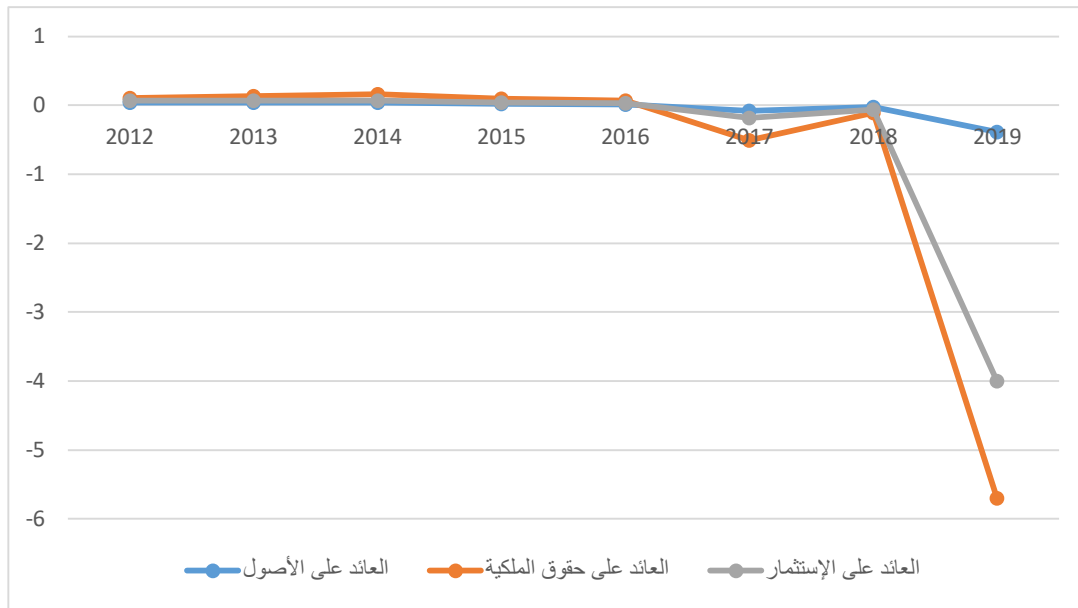
ثالثا: بالنسبة للعائد على الإستثمار ROI

نلاحظ من خلال الجدول رقم (08) أن العائد على الإستثمار بلغ سنة 2012 عتبة 7 % وإستمر كذلك للسنة الموالية أي 2013، إنخفض قليلا في 2014 إلى 6,7 % وواصل الإنخفاض في 2015 إلى 3,6 %، بلغ 2,6 % سنة 2016، سجل معدل 18,1 % بالسلب سنة 2017، إرتفع قليلا مع بقاء القيمة السالبة في 2018 إلى 6,6 % لينخفض أكثر وبشكل كبير جدا سنة 2019 إلى 400,5 % بالسالب.

من خلال ماسبق يمكن القول أنه وخلال الخمس سنوات الأولى من فترة الدراسة تمكنت مؤسسة روية من تحقيق أرباح تغطي أموال المستثمرين وتكاليف إستثمارها رغم ضعف المعدل، وبداية من سنة 2017 أصبحت المؤسسة غير قادرة على تحقيق الأرباح التي تغطي أموال المستثمرين وتكاليفها وهذا بعد تسجيل معدلات سالبة لهذه الفترة.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

شكل رقم (25): تطور مؤشرات ربحية الإستثمارات لمؤسسة روية للفترة 2012-2019



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على القوائم المالية لمؤسسة روية 2012-2019 (أنظر الملحق رقم (09-16))

من خلال الشكل رقم (25) يمكننا القول أن كافة مؤشرات ربحية إستثمارات مؤسسة روية وخلال الفترة 2012-2019 كانت تسلك نفس إتجاه التطور تقريبا، في سنة 2017 كان معدل إنخفاض العائد على حقوق الملكية أكبر من معدل إنخفاض كل من العائد على الأصول والعائد على الإستثمار، وكذلك الأمر بالنسبة لسنة 2019 حيث إنخفض العائد على الأصول تحت الصفر بمعدل أقل بكثير من معدل إنخفاض كل من العائد على الإستثمار والعائد على حقوق الملكية والذي سجل معدل إنخفاض ضخم، وهو مايدل على ضعف الأداء المالي للمؤسسة خلال هذه الفترة.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

الفرع الثاني: مؤشرات ربحية المبيعات لمؤسسة روية

جدول رقم(09): تطور مؤشرات ربحية المبيعات لمؤسسة روية للفترة 2012-2019

السنوات	هامش إجمالي الربح GPM	هامش صافي الربح NPM	هامش الربح التشغيلي OPM
2012	0,136	0,030	0,059
2013	0,129	0,038	0,063
2014	0,145	0,044	0,064
2015	0,138	0,025	0,059
2016	0,125	0,016	0,040
2017	0,071	-0,124	-0,075
2018	0,078	-0,046	-0,010
2019	-0,060	-0,859	-0,791

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على القوائم المالية لمؤسسة روية 2012-2019 (أنظر الملحق رقم(09-16))

أولاً: بالنسبة لهامش إجمالي الربح GPM

من خلال الجدول رقم (09) نلاحظ أن هامش إجمالي الربح بلغ 13,6 % وذلك سنة 2012، إنخفض إلى 12,9 % سنة 2013، عاد للارتفاع إلى 14,5 % سنة 2014، ثم سجل 13,8 % سنة 2015، إستمر في الإنخفاض إلى 12,5 % سنة 2016، وإلى 7,1 % سنة 2017، إرتفع بشكل طفيف في 2018 إلى 7,8 % لينخفض في الأخير بشكل كبير سنة 2019 حيث سجل نسبة سالبة بلغت 6 %.

مما سبق يمكن الخروج بإستنتاج مفاده أن مؤسسة روية إستطاعت تحقيق أرباح من خلال مبيعاتها خلال السبع سنوات الأولى من فترة الدراسة أي من 2012 إلى 2017 ولو بشكل غير مستقر ومتدني بعض الشيء، بينما عجزت تلك المبيعات عن تحقيق ذلك سنة 2019 وهذا ما لاحظناه من خلال تسجيل معدل سالب في تلك السنة.

ثانياً: بالنسبة لهامش صافي الربح NPM

نلاحظ من خلال الجدول رقم (09) أن هامش صافي الربح بلغ 3 % سنة 2012، إرتفع إلى 3,8 % في 2013، وإلى 4,4 % في 2014، ثم إنخفض إلى 2,5 % في 2015 وإلى 1,6 % سنة 2016، سجل سنة 2017 معدل سالب قدر بـ 12,4 %، إرتفع قليلاً إلى النسبة السالبة 4,6 % في 2018، ليعود للإنخفاض سنة 2019 مسجلاً 85,9 % سالب.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

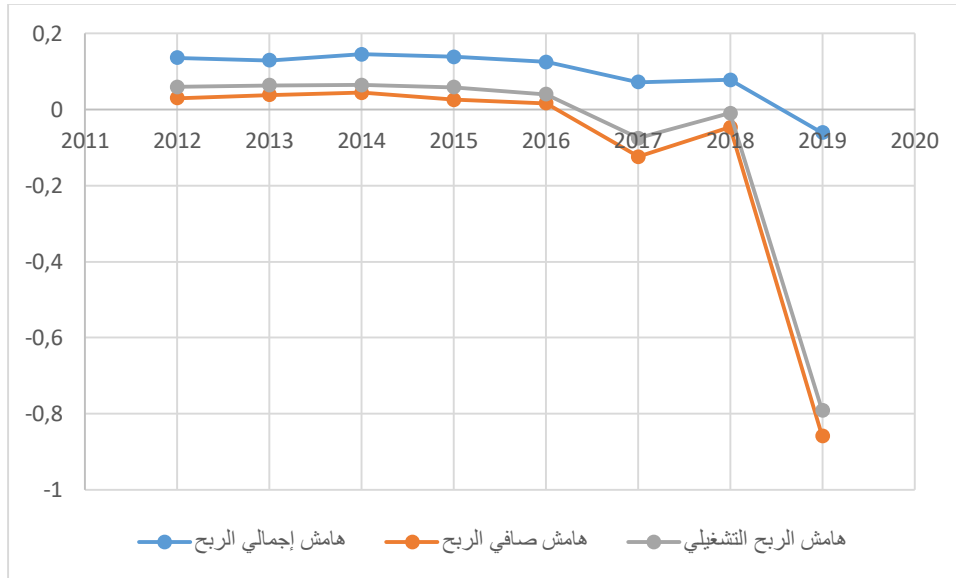
إنطلاقاً مما ورد سابقاً يمكن القول أن مؤسسة روية حققت صافي أرباح عن مبيعاتها جيدة وهذا خلال الخمس سنوات الأولى بداية من 2012 إلى 2016، ثم تغير الوضع حيث تم تسجيل معدلات سالبة وهو ما يدل على عجزها عن تحقيق أرباح تغطي مبيعاتها والتكاليف المقترنة بها.

ثالثاً: بالنسبة لهامش الربح التشغيلي OPM

نلاحظ من خلال الجدول رقم (09) أن هامش الربح التشغيلي بلغ 5,9 % سنة 2012، إرتفع إلى 6,3 % في 2013، وبارتفاع بسيط بلغ 6,4 % سنة 2014، عاد للانخفاض سنة 2015 إلى 5,9 %، و إلى 4 % سنة 2016، إستمر في الانخفاض أكثر في السنة الموالية حيث سجل معدل سالب قدر بـ 7,5 % سنة 2017، إرتفع قليلاً في 2018 إلى 1 % تحت الصفر، إنخفض مرة أخرى بشكل كبير جداً في 2019 إلى 79,1 % سالب.

من خلال ماسبق يمكن القول أن المؤسسة شهدت تحقيق أرباح تشغيلية جيدة غطت المبيعات وتكاليفها وذلك خلال الفترة 2012-2016، بعد ذلك عجزت مؤسسة روية عن تحقيق ذلك وهذا ما تم ملاحظته من خلال المعدلات السالبة التي سجلت خلال الفترة 2017-2019.

شكل رقم (26): تطور مؤشرات ربحية المبيعات لمؤسسة روية للفترة 2012-2019



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على القوائم المالية لمؤسسة روية 2012-2019 (أنظر الملحق رقم (09-16))

من خلال الشكل رقم (26) نلاحظ أن جميع المؤشرات إتخذت نفس إتجاه التطور عبر السنوات المدروسة مع تماثل المدى الذي تتطور به هذه المؤشرات تقريباً، ماعدا في سنة 2017

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

التي إنخفض فيها هامش إجمالي الربح بنسبة أقل عن باقي المؤشرات والذي مكنه من المحافظة على قيمته الموجبة عكس المؤشرين الآخرين، كذلك الأمر بالنسبة لسنة 2018 حيث زاد بنسبة ضئيلة مقارنة مع باقي المؤشرات، أما في سنة 2019 فقد إنخفض كل من هامش صافي الربح وهامش الربح التشغيلي بمعدلات كبيرة جدا مقارنة مع هامش إجمالي الربح والذي إتخذ في هذه السنة قيمة سالبة مثل باقي المؤشرات.

المطلب الثالث: أثر الهيكل التمويلي على ربحية مؤسسة روية 2012-2019

من خلال هذا المطلب سنحاول إستخراج الأثر الممكن لهياكل التمويلية لمؤسسة روية على المؤشرات الدالة على ربحيتها والمصنفة تحت عنصرين هما ربحية الإستثمارات وربحية المبيعات.

الفرع الأول: أثر الهيكل التمويلي على مؤشرات ربحية الإستثمارات لمؤسسة روية

جدول رقم (10): أثر الهيكل التمويلي على مؤشرات ربحية الإستثمارات لمؤسسة روية

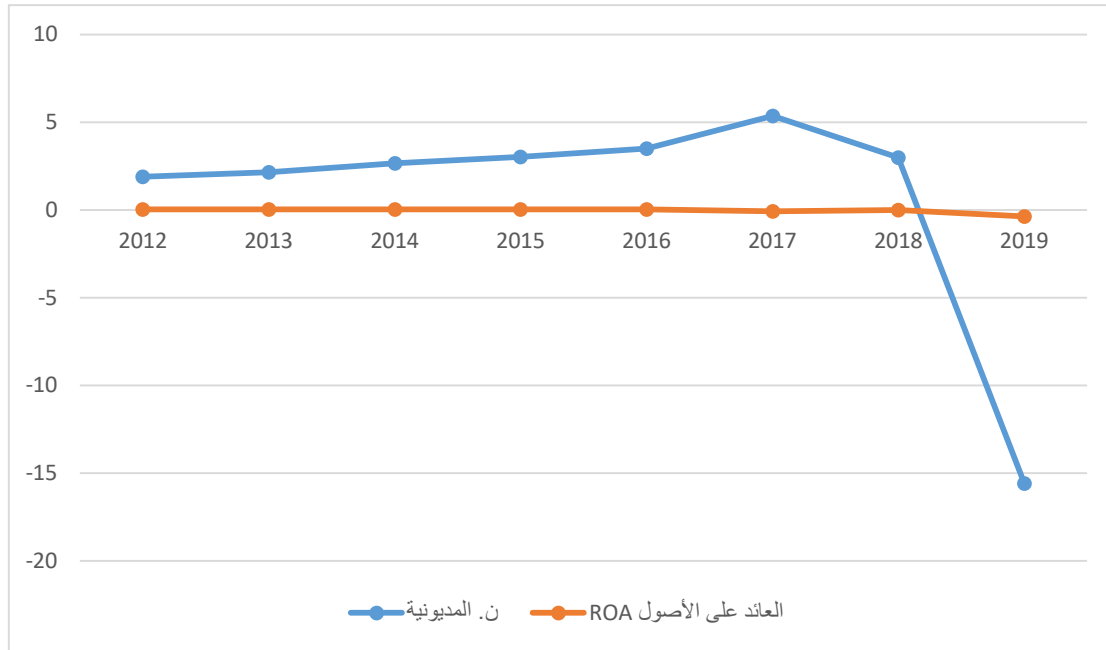
السنة	التغير في الهيكل التمويلي	ن. المديونية	العائد على الأصول ROA	العائد على حقوق الملكية ROE	العائد على الإستثمار ROI
2012	/	1,898	0,036	0,106	0,070
2013	19,321	2,124	0,042	0,130	0,070
2014	31,501	2,639	0,043	0,157	0,067
2015	15,680	3,033	0,023	0,091	0,036
2016	11,273	3,479	0,014	0,063	0,026
2017	-6,310	5,349	-0,080	-0,513	-0,181
2018	15,808	2,971	-0,027	-0,108	-0,066
2019	-21,873	-15,575	-0,390	-5,697	-4,005

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة روية 2012-2019

أولاً: بالنسبة لأثر الهيكل التمويلي على العائد على الأصول ROA

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

شكل رقم (27): أثر إختيار الهيكل التمويلي على العائد على الأصول لمؤسسة روية



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على القوائم المالية لمؤسسة روية 2012-2019

نلاحظ من خلال الجدول رقم (10) أن نسبة المديونية كانت تساوي 189,8 % وذلك سنة 2012 بينما يقابلها مانسبته 3,6 % للعائد على الأصول، إرتفعت كلتا النسبتين سنة 2013 حيث وصل العائد إلى 4,2 % أما نسبة المديونية قدرت بـ 212,4 %، إستمر الحال كذلك سنة 2014 حيث إرتفع العائد بمقدرا طفيف إلى 4,3 % أما النسبة فقد وصلت إلى 263,9 %، بينما في سنة 2015 فقد إنخفض العائد إلى 2,3 % بالرغم من ارتفاع نسبة المديونية إلى أكثر من 303 %، إستمر التراجع في العائد إلى السنة 2016 حيث وصل إلى 1,4 % بينما إرتفعت النسبة إلى 347,9 %، إستمر الحال كذلك في سنة 2017 حيث إنخفض العائد إلى 8 % سالب أما نسبة المديونية فقد إرتفعت إلى 534,9 %، أما في 2018 تراجعت النسبة قليلا إلى 297,1 % بينما العائد إرتفع قليلا إلى 2,7 % سالب، في سنة 2019 إرتفعت نسبة المديونية بشكل رهيب إلى مايقارب 1557 % وفي المقابل تراجع العائد بشكل كبير إلى أن وصل إلى 39 % سالب.

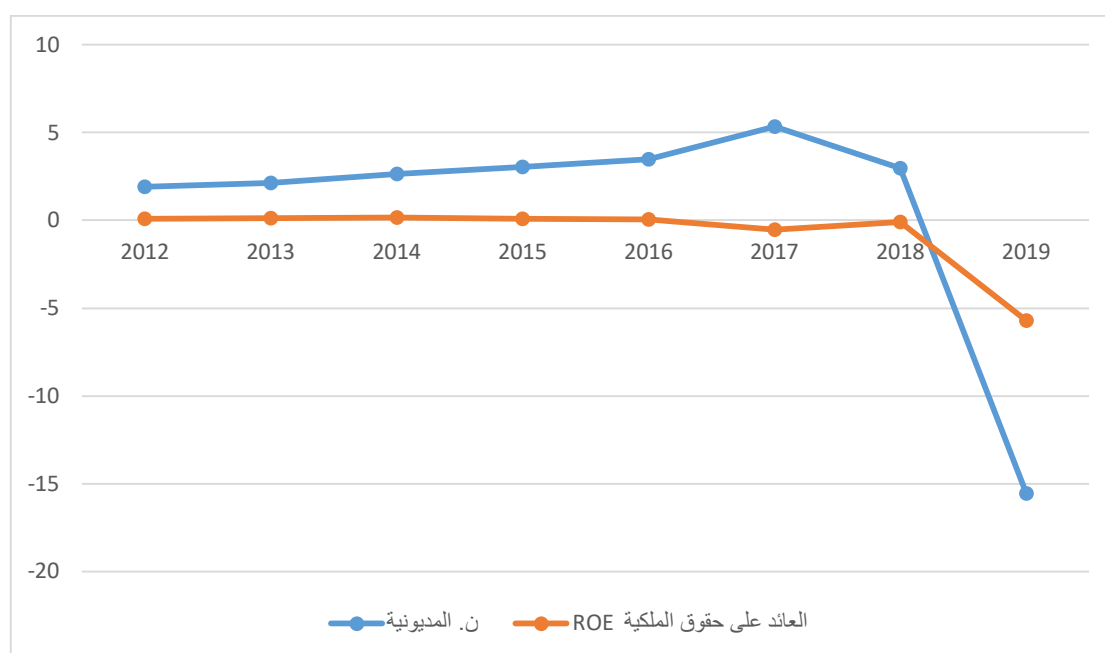
بناء على ماسبق يمكن القول أن العائد على الأصول قد كان في تراجع بصفة عامة وفي معظم فترة الدراسة حيث وإبتداء من سنة 2015 إلى غاية 2019 تم تسجيل معدلات متناقصة في المقابل كانت نسبة المديونية تزداد من سنة لأخرى وإبتداء من سنة 2015 كانت هذه تتزايد بمعدلات كبيرة إلى غاية سنة 2019 حيث سجلت أكبر معدل ممكن.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روبية للفترة 2012-2019

ومنه يمكن القول أنه عندما تكون الديون تمثل من الضعف إلى الضعفين حقوق الملكية كان العائد على في تزايد (2012-2013-2014-2018)، وعندما تجاوزت الديون ثلاثة أضعاف أموال الملكية تراجع العائد بشكل كبير (باقي السنوات). غير أن الأثر المحتمل لنسبة المديونية على العائد على الأصول غير واضح وعليه يمكن القول أنه لا وجود لأثر إختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على الأصول لمؤسسة روبية خلال 2012-2019.

ثانيا: بالنسبة لأثر الهيكل التمويلي على العائد على حقوق الملكية ROE

شكل رقم(28): أثر إختيار الهيكل التمويلي على العائد على حقوق الملكية لمؤسسة روبية



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على القوائم المالية لمؤسسة روبية 2012-2019

من خلال الجدول رقم (10) نلاحظ أنه في سنة 2012 بلغ العائد على حقوق المساهمين 10,6 % وهذا عندما كانت نسبة المديونية تساوي 189,8 %، إرتفع هذا المؤشر إلى 13 % بإرتفاع النسبة إلى 212,4 % سنة 2013، إستمر الإرتفاع إلى سنة 2014 حيث بلغ العائد 15,7 % في مقابل 263,9 % لنسبة المديونية، إستمر ارتفاع النسبة إلى 303,3 % سنة 2015 بينما العائد تراجع إلى 9,1 %، من ثم تراجع أكثر في 2016 إلى 6,3 % في حين إرتفعت النسبة إلى 347,9 %، أما في سنة 2017 فقد تراجع العائد بشكل كبير إلى 51,3 % سالب مع ارتفاع ملحوظ في نسبة المديونية إلى 534,9 %، شهدت سنة 2018 تراجع لهذه النسبة بـ 297,1 % وإرتفاع معتبر

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

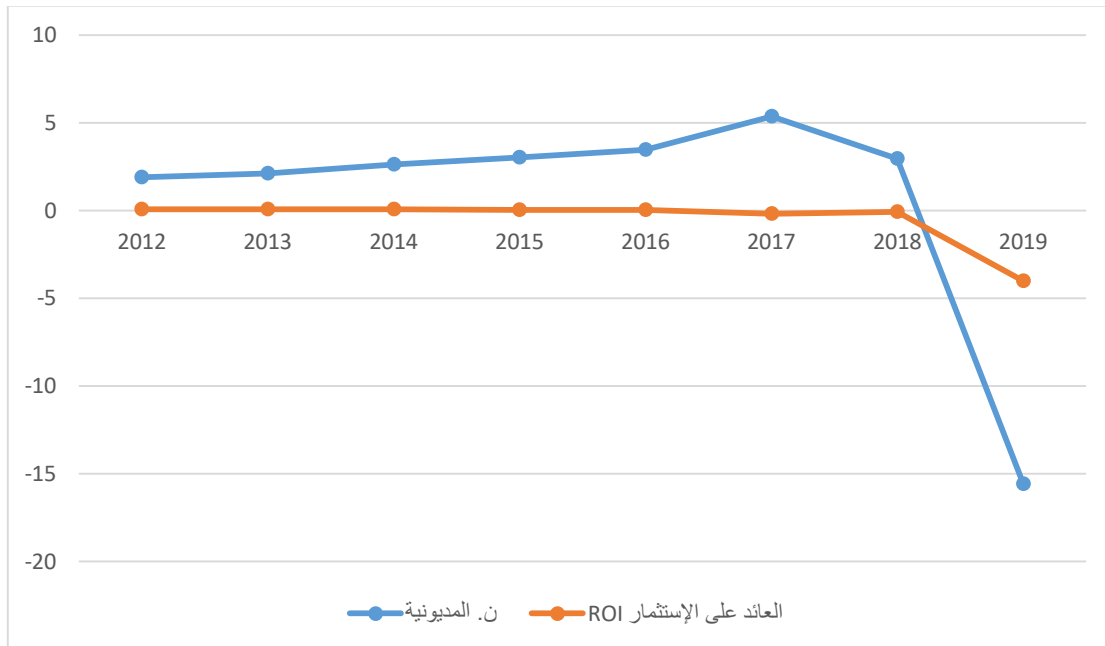
في المؤشر ليصل إلى إلى 10,8 % سالب، ليعود الإنخفاض بشكل كبير جدا سنة 2019 إلى 569,7 % سالب وهذا في مقابل ارتفاع النسبة إلى 1557,5 % سالب.

من خلال ماسبق ذكره يمكن القول أنه عندما كانت نسبة المديونية في ارتفاع متواصل كان يقابلها تراجع في العائد على حقوق الملكية وهذا ما تم ملاحظته خاصة ابتداء من سنة 2015 وصولا لسنة 2017 أين أصبحت مؤسسة روية غير قادرة على تحقيق أرباح من خلال استثمار أموال المساهمين وهذا وفقا لطريقة إختيار هيكلها التمويلي الذي أصبح يعتمد كليا على أموال الديون فقط.

ومنه يمكن القول أنه عندما كانت نسبة المديونية أقل من 300 % أي أن أموال الدين تمثل أقل من ثلاثة أضعاف أموال الملكية كان العائد على حقوق الملكية مقبول نوعا ما وفي تزايد، بينما وعند نضاعف نسبة المديونية إلى أكثر من 300 % بدأ العائد في التناقص وحتى تسجيل معدلات سالبة. غير أن الأثر المحتمل لنسبة المديونية على العائد على حقوق الملكية غير واضح وهذا بناء على عدم انتظام وتجانس التغيرات الحاصلة لكل منهما وعليه يمكن القول أنه لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على حقوق الملكية لمؤسسة روية للفترة المدروسة.

ثالثا: بالنسبة لأثر الهيكل التمويلي على العائد على الاستثمار ROI

شكل رقم(29): أثر إختيار الهيكل التمويلي على العائد على الاستثمار لمؤسسة روية



الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روبية للفترة 2012-2019

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على القوائم المالية لمؤسسة روبية 2012-2019

من خلال الجدول رقم (10) نلاحظ أن العائد على الإستثمار بلغ 7 % سنة 2012 حينما كانت نسبة المديونية 189,8 %، بقي الوضع كذلك بالنسبة للمؤشر وسجل نفس المعدل رغم ارتفاع النسبة إلى 212,4 % وذلك سنة 2013، ابتداء من سنة 2014 تناقص العائد إلى 6,7 % في حين إرتفعت النسبة إلى 263,9 %، في 2015 إنخفض أكثر إلى 3,6 % في حين كانت نسبة المديونية تساوي 303,3 %، إزدادت النسبة أكثر في 2016 إلى 347,9 % لينخفض العائد إلى 2,6 % مع إستمرار ارتفاع نسبة المديونية إلى 534,9 % إنخفض المؤشر بشكل غير مسبوق ليسجل 18,1 % بالسالب سنة 2017، أما سنة 2018 فقد تراجعت نسبة الإلتزامات إلى حقوق الملكية إلى 297,1 % مما أدى إلى تسجيل ارتفاع معتبر نوعا ما في العائد قدر بـ 6,6 % سالب، بينما في سنة 2019 تراجع المؤشر بشكل رهيب ليسجل 400,5 % سالب وهذا في مقابل ارتفاع كبير جدا في نسبة المديونية حيث قدرت بـ 1557,5 % سالب.

بناء على ماسبق يمكن القول أنه وطبقا للإرتفاع المستمر في نسبة الإلتزامات إلى حقوق الملكية كان العائد على الإستثمار في المقابل في تراجع مستمر تقريبا حيث وبداية من سنة 2012 كان يتم تسجيل معدلات متناقصة كل سنة إلى غاية 2017 أين إرتفعت النسبة بشكل كبير وتم تسجيل معدلات سالبة للعائد على الإستثمار دلالة على عدم تحقيق أرباح إنطلاقا من إستثمار الأموال طويلة الأجل.

عندما تعتمد مؤسسة روبية على هيكل تمويلي يتكون من أموال دين تساوي أو تفوق أموال الملكية في حدود الضعفين يتم تحقيق معدل عائد على الإستثمار جيد وثابت نوعا ما، أما إذا زادت نسبة المديونية عن 300 % يحدث تراجع للعائد، غير أن الأثر هما لنسبة المديونية على العائد على الإستثمار غير واضح بحيث يتغيرت بوتيرتين مختلفتين تماما وغير منتظمة، وعليه يمكن القول أنه لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على الإستثمار لمؤسسة روبية خلال 2012-2019.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

الفرع الثاني: أثر الهيكل التمويلي على ربحية مبيعات مؤسسة روية

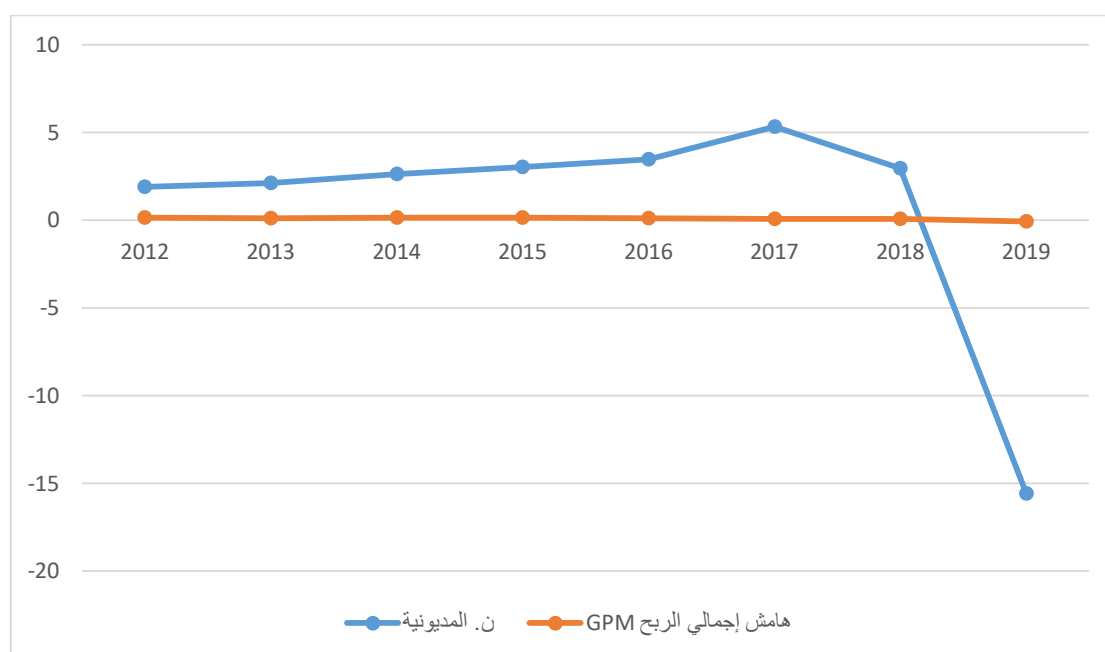
جدول رقم (11): أثر الهيكل التمويلي على مؤشرات ربحية المبيعات لمؤسسة روية

السنة	التغير في الهيكل التمويلي	ن. المديونية	هامش إجمالي الربح GPM	هامش صافي الربح NPM	هامش الربح التشغيلي OPM
2012	/	1,898	0,136	0,030	0,059
2013	19,321	2,124	0,129	0,038	0,063
2014	31,501	2,639	0,145	0,044	0,064
2015	15,680	3,033	0,138	0,025	0,059
2016	11,273	3,479	0,125	0,016	0,040
2017	-6,310	5,349	0,071	-0,124	-0,075
2018	15,808	2,971	0,078	-0,046	-0,010
2019	-21,873	-15,575	-0,060	-0,859	-0,791

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة روية 2012-2019

أولاً: بالنسبة لأثر الهيكل التمويلي على هامش إجمالي الربح GPM

شكل رقم (30): أثر إختيار الهيكل التمويلي على هامش إجمالي الربح لمؤسسة روية



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على القوائم المالية لمؤسسة روية 2012-2019

من خلال الجدول رقم (11) نلاحظ أنه عندما كانت نسبة المديونية تبلغ 189,8 % سنة 2012 كان هامش إجمالي الربح يساوي 13,6 %، إنخفض هذا المعدل إلى 12,9 % سنة 2013 في حين إرتفعت نسبة المديونية إلى 212,4 %، في سنة 2014 واصلت النسبة الإرتفاع إلى 263,9 %

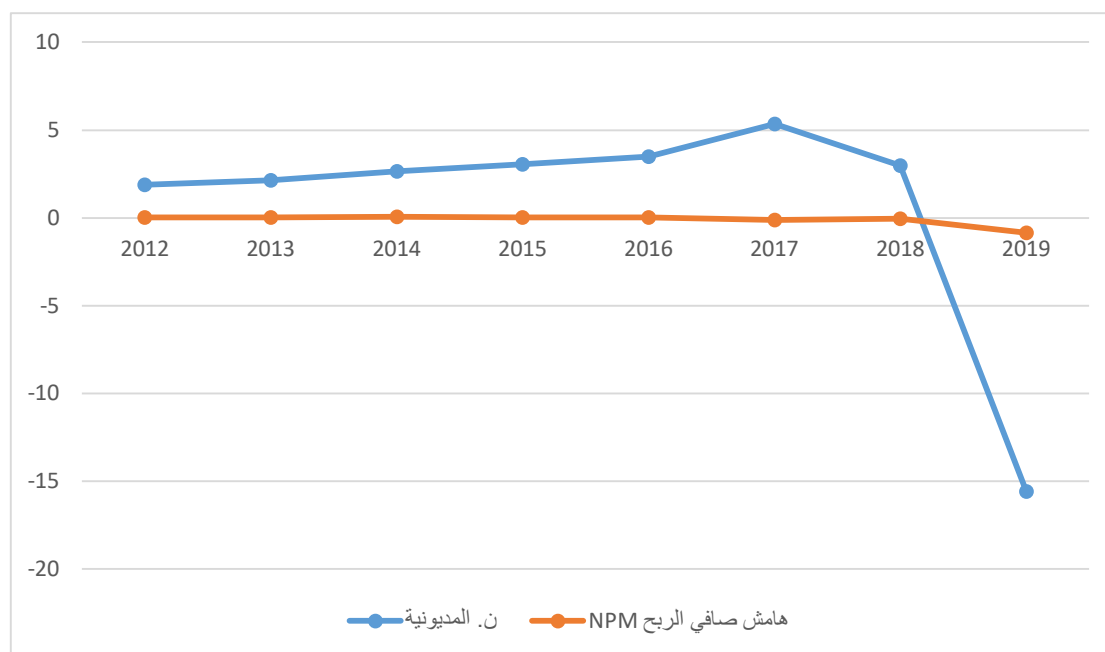
الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

وكذلك الهامش إرتفع إلى 14,5 %، إبتداءً من سنة 2015 إنخفض هذا المؤشر إلى 13,8 % مع زيادة نسبة المديونية إلى 303,3 %، إستمر الإنخفاض في هامش إجمالي الربح في سنة 2016 ليصل إلى 12,5 % في حين إرتفعت النسبة قليلاً إلى 347,9 %، في 2017 ومع الإرتفاع الملحوظ في نسبة المديونية إلى 534,9 % إنخفض المؤشر بدوره إلى 7,1 %، في 2018 إرتفع الهامش بشكل طفيف إلى 7,8 % في مقابل تراجع نسبة المديونية إلى 297 %، بينما في سنة 2019 تراجع هامش إجمالي الربح بشكل رهيب ليلغ 60 % بالسالب وهذا بعد تسجيل ارتفاع كبير وغير مسبوق لنسبة المديونية حيث بلغت 1557,5 % بالسالب.

من خلال ماسبق ولعدم وضوح العلاقة بين التغيرات التي طرأت على نسبة المديونية والتغيرات التي طرأت على هامش إجمالي الربح فإنه يمكن القول أنه لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش إجمالي الربح لمؤسسة روية.

ثانياً: بالنسبة لأثر الهيكل التمويلي على هامش صافي الربح NPM

شكل رقم(31): أثر إختيار الهيكل التمويلي على هامش صافي الربح لمؤسسة روية



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناءً على القوائم المالية لمؤسسة روية 2012-2019

من خلال الجدول رقم (11) نلاحظ أن هامش صافي الربح بلغ 3 % سنة 2012 أين كانت نسبة المديونية تساوي 189,8 %، في سنة 2013 زادت النسبة بشكل طفيف إلى 212,4 % بينما

إرتفع الهامش إلى 3,8 %، إستمر الحال كذلك بالنسبة لسنة 2014 حيث إرتفع كل من الهامش إلى 4,4 % والنسبة إلى 263,9 %، أما في سنة 2015 وبينما إستمرت نسبة المديونية في الإرتفاع إلى غاية 303 % إنخفض المؤشر إلى 2,5 %، وكذلك الحال للسنة الموالية 2016 حيث إنفض الهامش إلى 1,6 % في مقابل ارتفاع نسبة المديونية إلى 347,9 %، بداية من سنة 2017 تم تسجيل معدل سالب لمؤشر هامش صافي الربح قدر بـ 12,4 % سالب في ظل الإرتفاع الكبير الذي شهدته نسبة المديونية حيث بلغ 534,9 %، تراجعت هذه النسبة في سنة 2018 إلى 297,1 % وفي المقابل إرتفع هامش صافي الربح إلى 4,6 % سالب، في سنة 2019 تراجع الهامش بشكل رهيب إلى 85,9 % سالب وهذا بعد تسجيل نسبة مديونية مبالغ فيه تساوي 1557,5 % سالب.

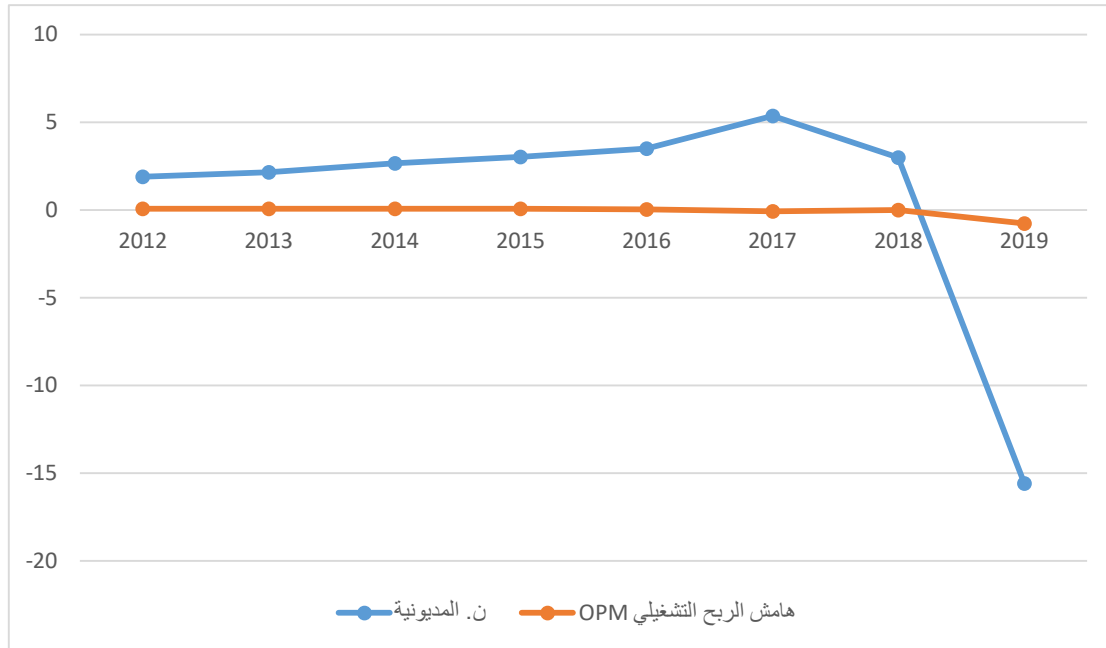
يمكن القول وبناءا على ماسبق أنه وعند الإرتفاع الطفيف لنسبة الإلتزامات لحقوق الملكية ظل هامش صافي الربح في تطور إيجابي وهذا ماتم ملاحظته خلال الفترة 2012-2014، بينما وإبتداء من سنة 2015 ومع التطور الكبير والمستمر في نسبة المديونية عن كل سنة أصبح المؤشر في تراجع إلى أن وصل إلى سنة 2017 أين أصبح يقدر بالسالب نظرا للإرتفاع الكبير لنسبة المديونية خاصة سنة 2019 والتي كانت إستثنائية.

من خلال ماسبق ولعدم وضوح العلاقة بين التغيرات التي طرأت على نسبة المديونية والتغيرات التي طرأت على هامش صافي الربح فإنه يمكن القول أنه لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش صافي الربح لمؤسسة روية.

ثالثا: بالنسبة لأثر الهيكل التمويلي على هامش الربح التشغيلي OPM

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسستي صيدال و روية للفترة 2012-2019

شكل رقم (32): أثر إختيار الهيكل التمويلي على هامش الربح التشغيلي لمؤسسة روية



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Excel 2013 بناء على القوائم المالية لمؤسسة روية 2012-2019

نلاحظ من خلال الجدول رقم (11) أن هامش الربح التشغيلي بلغ 5,9 % سنة 2012 أين كانت نسبة المديونية تساوي 189,8 %، في سنة 2013 إرتفعت النسبة إلى 212,4 % مرتقعا بذلك أيضا الهامش إلى 6,3 % واصل كلاهما الإرتفاع في سنة 2014 حيث بلغ الهامش 6,4 % في ظل ارتفاع نسبة المديونية إلى 263,9 %، في 2015 عاد المؤشر لتسجيل معدل 5,9 % بينما إرتفعت النسبة إلى 347,9 % وذلك سنة 2016، وبداية من 2017 تم تسجيل معدل سالب لمؤشر هامش الربح التشغيلي قدر بـ 7,5 % سالب وهذا في مقابل الإرتفاع الملحوظ لنسبة المديونية إلى 534,9 %، تراجعت هذه النسبة في السنة الموالية 2018 ليسجل ارتفاع معتبر في معدل المؤشر حيث بلغ 1 % سالب، بينما في سنة 2019 ومع القفزة الكبيرة التي شهدتها نسبة المديونية حيث إرتفعت إلى أكثر من 1557 % سالب تم تسجيل تراجع كبير جدا في هامش الربح التشغيلي قدر بـ 79,1 % سالب.

من خلال ماسبق ولعدم وضوح العلاقة بين التغيرات التي طرأت على نسبة المديونية والتغيرات التي طرأت على هامش صافي الربح فإنه يمكن القول أنه لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش صافي الربح لمؤسسة روية.

خلاصة

إن الهدف الأساسي للدراسة التطبيقية هو معرفة الأثر المحتمل لإختيار المزيج المكون من مصادر التمويل التي تحصل عليها المؤسسة الاقتصادية على مختلف المؤشرات الدالة على الربحية، والتي طبقت على مؤسستين هما مؤسسة صيدال وروية، أين تم رصد مختلف المعلومات المالية لكل منهما بالإستعانة ببرنامج Microsoft Office Excel 2013، وبعد تتبع وملاحظة تطورات تلك المعلومات المتمثلة في الهياكل التمويلية ونسب مؤشرات الربحية تبين عدم وجود أثر لإختيار الهيكل التمويلي على ربحية كل من مؤسسة صيدال وروية.

تبين من خلال هذا الفصل أيضا الإختلافات الجلية بين المؤسستين محل الدراسة، حيث هناك تفاوت كبير بين قيم الهياكل التمويلية التي تعتمدها مؤسسة صيدال عن تلك التي تعتمدها مؤسسة روية، بالإضافة إلى إختلاف مؤشرات ربحيتهما ولعل هذا راجع لمجموعة من الأسباب يمكن إختصارها فيما يلي: إختلاف قطاع وطبيعة النشاط؛ تفاوت حجم المؤسستين؛ حدة المنافسة؛ طبيعة الملكية؛ إختلاف أساليب الإدارة خاصة فيما يتعلق بالجانب المالي وهذا ما تم ملاحظته من خلال طريقة إختيار المزيج التمويلي ولعل هذا من أهم الأسباب التي أدت إلى الخروج بهته النتائج.

خاتمة

في ختام هذه الدراسة يمكن القول أننا حاولنا الإجابة على الإشكالية حول أثر إختيار الهيكل التمويلي على ربحية مؤسستي صيدال ورويبة، وقد تم ذلك من خلال تقسيم الدراسة أربعة فصول أساسية، خصص الفصل الأول لإثراء الدراسة بالمفاهيم المتعلقة بالهيكل التمويلي وتفصيل كل مصدر من مصادر التمويل، في حين تم إستعراض أهم النظريات المتعلقة بموضوع الهيكل التمويلي وهذا ضمن الفصل الثاني، أما الفصل الثالث فقد تعلق بالمفاهيم الخاصة بالربحية ومؤشراتها، وفي الأخير جاء الفصل الرابع ليتم إسقاط كل المفاهيم السابقة على المؤسستين محل الدراسة خلال الفترة الممتدة من سنة 2012 إلى سنة 2019، هذا أدى بالخروج بمجموعة من النتائج والتوصيات بالإضافة إلى آفاق بحث سيتم عرضها بالتتابع كما يلي:

أولاً: نتائج إختبار الفرضيات

تم التوصل إلى النتائج الآتية والتي تخص الفرضيات التي تم وضعها مسبقاً في بداية الدراسة:

1. مؤسسة صيدال

- بالنسبة للفرضية الرئيسية الأولى والتي تؤكد وجود أثر لإختيار الهيكل التمويلي على ربحية مؤسسة صيدال، هي خاطئة بحيث نقبل الفرضية الصفرية أي لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على ربحية مؤسسة صيدال.

- بالنسبة للفرضية الفرعية الأولى والتي تؤكد وجود أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على الأصول ROA لمؤسسة صيدال، هي خاطئة بحيث نقبل الفرضية الصفرية أي لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على الأصول لمؤسسة صيدال.

- فيما يخص الفرضية الفرعية الثانية والمتعلقة بأثر إختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على حقوق الملكية ROE لمؤسسة صيدال، هي خاطئة بحيث نقبل الفرضية الصفرية أي لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على حقوق الملكية لمؤسسة صيدال.

- فيما يخص الفرضية الفرعية الثالثة والمتعلقة بأثر إختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على الإستثمار ROI لمؤسسة صيدال، هي خاطئة بحيث نقبل الفرضية الصفرية

أي لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على الإستثمار لمؤسسة صيدال.

- فيما يخص بالفرضية الفرعية الرابعة والمتعلقة بأثر إختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش إجمالي GPM لمؤسسة صيدال، تم رفضها وعليه تم قبول الفرضية الصفرية حيث تبين أنه لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش إجمالي الربح لمؤسسة صيدال.

- فيما يخص بالفرضية الفرعية الخامسة والمتعلقة بأثر إختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش صافي الربح NPM لمؤسسة صيدال، تم رفضها وعليه قبول الفرضية الصفرية حيث تبين أنه لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش صافي الربح لمؤسسة صيدال.

- فيما يخص بالفرضية الفرعية الخامسة والمتعلقة بأثر إختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش الربح التشغيلي OPM لمؤسسة صيدال، تم رفضها وقبول الفرضية الصفرية حيث تبين أنه لا يوجد أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش الربح التشغيلي لمؤسسة صيدال.

2. بالنسبة لمؤسسة روية

- فيما يخص بالفرضية الرئيسية الثانية والمتعلقة بأثر إختيار الهيكل التمويلي على الربحية، هي خاطئة بحيث نقبل الفرضية الصفرية وتبين عدم وجود أثر لإختيار الهيكل التمويلي على ربحية مؤسسة روية.

- فيما يخص بالفرضية الفرعية الأولى والمتعلقة بأثر إختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على الأصول ROA، هي خاطئة بحيث نقبل الفرضية الصفرية وتبين عدم وجود أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على الأصول لمؤسسة روية.

- فيما يخص الفرضية الفرعية الثانية والمتعلقة بأثر إختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على حقوق الملكية ROE، هي خاطئة بحيث نقبل الفرضية الصفرية وتبين عدم وجود أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على حقوق الملكية لمؤسسة روية.

- فيما يخص الفرضية الفرعية الثالثة والمتعلقة بأثر إختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على الإستثمار ROI، هي خاطئة بحيث نقبل الفرضية الصفرية وتبين عدم وجود أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر العائد على الإستثمار لمؤسسة روية.

- فيما يخص الفرضية الفرعية الرابعة والمتعلقة بأثر إختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش إجمالي الربح GPM، هي خاطئة بحيث نقبل الفرضية الصفرية وتبين عدم وجود أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش إجمالي الربح لمؤسسة روية.
- فيما يخص الفرضية الفرعية الخامسة والمتعلقة بأثر إختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش صافي الربح NPM، هي خاطئة بحيث نقبل الفرضية الصفرية وتبين عدم وجود أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش صافي الربح لمؤسسة روية.
- فيما يخص الفرضية الفرعية السادسة والمتعلقة بأثر إختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش الربح التشغيلي OPM، هي خاطئة بحيث نقبل الفرضية الصفرية وتبين عدم وجود أثر لإختيار الهيكل التمويلي على مؤشر هامش الربح التشغيلي لمؤسسة روية.

ثانيا: النتائج العامة للدراسة

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى جملة من النتائج المستخلصة من مختلف المراحل التي مر بها هذا العمل وهي كالآتي:

بالنسبة لمؤسسة صيدال:

- أن كل من مؤشرات ربحية الإستثمارات ومؤشرات ربحية المبيعات تسلك نفس إتجاه التطور، بينما لا تتأثر بالمزيج التمويلي في المجل.
- كان مؤشر العائد على حقوق الملكية هو الأفضل نسبيا من بين باقي مؤشرات ربحية الإستثمارات وهذا راجع لسياسة مؤسسة صيدال في تفضيل إستثمار أموال المساهمين وتشغيلها لمواجهة إحتياجاتها.
- بالنسبة لربحية المبيعات كان مؤشر هامش إجمالي الربح هو الأفضل من بين باقي المؤشرات.

بالنسبة لمؤسسة روية:

- في مؤسسة روية إن كل من مؤشرات ربحية الإستثمارات ومؤشرات ربحية المبيعات تسلك نفس إتجاه التطور في حين لا تتأثر بالهيكل التمويلي.
- في روية كان مؤشر العائد على حقوق الملكية أفضل نسبيا من باقي المؤشرات وهذا دليل على أن الإستثمار في أموال المساهمين والملاك يحقق عائد أكبر من باقي مصادر التمويل الأخرى.

- كان مؤشر هامش إجمالي الربح هو الأفضل نسبيا من باقي المؤشرات وهذا يعني تمكن مؤسسة روية من توليد إجمالي أرباح معتبرة إنطلاقا من صافي المبيعات.
- عدم تمكن مؤسسة روية من تحقيق مؤشرات ربحية موجبة خلال الثلاث سنوات الأخيرة من الدراسة كان سببه الإعتماد المفرط على الديون لتمويل أصولها أو بالأحرى الإكتفاء بها دون أموال الملكية (السنة الأخيرة) وهو ما أدى إلى تأزم وضعها.

ثالثا: التوصيات والإقتراحات

إنطلاقا من النتائج المتحصل عليها ومن خلال دراسة موضوع أثر إختيار الهيكل التمويلي على ربحية المؤسسة الاقتصادية إرتأينا أن نقدم بعض التوصيات التي قد تكون مفيدة للمؤسسات محل الدراسة صيدال وروبية، مع إمكانية إعتمادها من طرف باقي المؤسسات الجزائرية والتي تحمل نفس صفات ومؤشرات هاتين الأخيرتين:

- على المؤسسة الاقتصادية أن تولي الأهمية القصوى لدراسة وتقييم المؤشرات الدالة على ربحيتها والتي من الممكن أن تتجنبها في المستقبل الوقوع في أزمات أو قد تضمن لها فرص نمو وتقدم في مجالها؛
- يجب على المؤسسات أن تتجنب الإفراط في اللجوء إلى الغير في تمويل إحتياجاتها وإستثماراتها والذي قد يؤدي إلى التأثير على أدائها بصفة عامة وبالتالي إحتماالية التأثير بالسلب وبطريقة غير مباشرة على أدائها المالي الذي قد يكون عنصر هام بالنسبة لها وبالنسبة للغير للتعامل معها؛
- على المؤسسات العمل على الإستفادة أكثر من مصادر التمويل قصير ومتوسط الأجل، حيث تشهد عزوف كبير من طرف المؤسسات الاقتصادية.

رابعا: آفاق الدراسة

حاولنا من خلال هذه الدراسة الإلمام بأكبر قدر ممكن من الجوانب المتعلقة بموضوع الهياكل التمويلية للمؤسسات وأثرها على الربحية، ولكن هناك جوانب أخرى لم يتسنى لنا التطرق لها أو تم عرضها بشكل موجز، وعليه يمكننا إقتراح جملة من المواضيع ذات الصلة والتي قد تشكل إمتداد وتكملة لموضوع دراستنا وهي كالآتي:

- أثر الهيكل التمويلي على الربحية دراسة مقارنة لعدة مؤسسات ناشطة في نفس القطاع.
- دراسة أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية.

- أثر التمويل عن طريق مصادر التمويل بالملكية طويلة الأجل على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات.
- الإستثمار التمويلي ودوره في الرفع من ربحية المؤسسات الاقتصادية دراسة مقارنة بين المؤسسات الجزائرية ومؤسسات أجنبية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

I. الكتب

1. أحمد بوراس، "تمويل المنشآت الاقتصادية"، دار العلوم للنشر والتوزيع، ب. ط، عناية-الجزائر، 2008.
2. أسعد حميد العلي، "الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية"، دار وائل للنشر، ط1، عمان -الأردن، 2010.
3. إسماعيل عرباجي، "إقتصاد المؤسسة: أهمية التنظيم ديناميكية الهياكل"، ديوان المطبوعات الجامعية، ب ط، الجزائر، 1996.
4. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي (الإدارة المالية)"، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 2، عمان - الأردن، 2011.
5. أيمن الشنطي وآخرون، "مقدمة في الإدارة والتحليل المالي"، دار البداية، ط 1، عمان - الأردن، 2010.
6. برايان كويل، ترجمة خالد العامري، "التمويل المالي للأسهم"، دار الفاروق للإستثمارات الثقافية، ط1، القاهرة-مصر، 2007.
7. جمال الدين مرسي، أحمد عبدالله اللحج، "الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، ب ط، الإسكندرية- مصر، 2007.
8. جميل أحمد توفيق، "أساسيات الإدارة المالية"، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، ب ط، بيروت - لبنان، ب س.
9. دريد كامل آل شبيب، "مبادئ الإدارة المالية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، ط ، عمان - الأردن، 2006.
10. دريد كامل آل شبيب، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط2، عمان الأردن، 2009.
11. سالم صلال راهي الحسناوي، "أساسيات الإدارة المالية"، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، ط1، 2015.
12. سلمان عبدالله معلا، "التمويل والمؤسسات التمويلية: مفهوم وأهداف وسياسات"، دار أمجد للنشر والتوزيع، ب ط، عمان - الأردن، 2014.
13. صمويل عبود، "إقتصاد المؤسسة"، ديوان المطبوعات الجامعية، ب ط، الجزائر، 1982.

14. عاطف جابر طه عبد الرحيم، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2008.
15. عبد الرزاق بن حبيب، "إقتصاد وتسيير المؤسسة"، ديوان المطبوعات الجامعية، ب ط، الجزائر، 2002.
16. عبد الستار الصياح، سعود العامري، "الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية"، دار وائل للنشر، ط 4، عمان- الأردن، 2010.
17. عبد العزيز النجار، "أساسيات الإدارة المالية"، المكتب العربي الحديث، ب ط، الإسكندرية- مصر، 2007.
18. عبد الغفار حنفي، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2007.
19. عبد الغفار حنفي، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية- مصر، 2002.
20. عبد الغفار حنفي، "الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات"، مؤسسة شباب الجامعة، ب ط، الإسكندرية - مصر، 2007.
21. عبد الغفار حنفي، "تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى"، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2009.
22. عبد المعطي أرشيد، حسني علي خريوش، "أساسيات الإدارة المالية"، دار زهران للنشر والتوزيع، ط 1، عمان الأردن، 2013.
23. عبد الوهاب يوسف أحمد، "التمويل وإدارة المؤسسات المالية"، دار الحامد، ط1. عمان- الأردن، 2008.
24. عبيد علي أحمد الحجازي، "مصادر التمويل مع شرح لمصدر القروض وبيان كيفية معاملته ضريبيا"، دار النهضة العربية، 2001.
25. عدنان تايه النعيمي وآخرون، "الإدارة المالية النظرية والتطبيق"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط 2، 2008.
26. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، "أساسيات في الإدارة المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط 1، عمان- الأردن، 2007.
27. عدنان هاشم السامرائي، "الإدارة المالية (المدخل الكمي)"، دار زهران للنشر والتوزيع، ط1، عمان- الأردن، 2013.
28. علي عباس، "الإدارة المالية"، دار إثراء للنشر والتوزيع، ط 1، عمان - الأردن، 2008.

29. غول عمار، "الوجيز في إقتصاد المؤسسة"، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، ط 01، الجزائر، 2008.
30. فايز تيم، "مبادئ الإدارة المالية"، إثراء للنشر والتوزيع، ط 3، عمان - الأردن، 2013.
31. فريد راغب النجار، "التمويل المعاصر"، الدار الجامعية، ب ط، الإسكندرية-مصر، 2009.
32. فيصل جميل السعيدة، نضال عبدالله فريد، "الملخص الوجيز للإدارة والتحليل المالي"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، ط 1، 2004.
33. فيصل محمود الشاورة، "مبادئ الإدارة المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط 1، عمان - الأردن، 2013.
34. كنجو عبود كنجو، ابراهيم وهبي فهد، "الإدارة المالية"، ط 1، دار المسيرة، عمان، 1997.
35. محب خله توفيق، "إقتصاديات التمويل الإداري"، دار الفكر الجامعي، ط 1، الإسكندرية-مصر، 2014.
36. محمد إبراهيم عبد الرحيم، "إقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي"، مؤسسة شباب الجامعة، ب ط، الإسكندرية - مصر، 2008 .
37. محمد الصيرفي، "إدارة المال وتحليل هيكله"، دار الفكر الجامعي، ط 1، الإسكندرية-مصر، 2008.
38. محمد سعيد عبد الهادي، "الإدارة المالية: الإستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط 1، عمان - الأردن، 2008.
39. محمد صالح الحناوي وآخرون، "أساسيات الإدارة المالية"، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية-مصر، 2001.
40. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "الإدارة المالية مدخل القيمة وإتخاذ القرار"، الدار الجامعية، ب ط، الإسكندرية - مصر، 2002.
41. محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، "الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر.
42. محمد طنبب، محمد عبيدات، "الإدارة المالية في القطاع الخاص"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط 1، الأردن، 2009.
43. محمد على العامري، "الإدارة المالية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، ب ط، عمان - الأردن، 2015.

44. مليكاوي مولود، "إستراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية"، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2019.
45. منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، ط 6، الإسكندرية- مصر، 2007.
46. منير شاكر محمد وآخرون، "التحليل المالي مدخل صناعة القرارات"، دار وائل للنشر، ط 2، عمان - الأردن، 2005.
47. ناصر دادي عدون، "إقتصاد المؤسسة"، دار المحمدية العامة، ط 02، الجزائر، 2002.
48. نهال فريد مصطفى، طارق الشهاوي، "الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات"، دار الجامعيين للطباعة والتجليد، الإسكندرية - مصر، 2012.
49. هيثم محمد الزعبي، "الإدارة والتحليل المالي"، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، ط 1، عمان- الأردن، 2000.
50. يوسف حسن يوسف، "التمويل في المؤسسات الاقتصادية: التحليل المالي في المؤسسات- التوازن المالي- وسائل التمويل- معايير الإختيار والمفاضلة"، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، ب ط، 2012.
- II. الأطروحات والمذكرات
51. إبتسام السيد شاب الدين، "الحصة السوقية للتسهيلات المصرفية وأثرها على ربحية البنوك التجارية الأردنية دراسة إختبارية على البنوك على البنوك التجارية الأردنية للفترة 2010-2014، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2016.
52. أنفال حدة خبيزة، "تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2012.
53. بان ماجد صادق صادق، "أثر أستخدم بطاقة الأداء المتوازن على الربحية دراسة حالة بنك الإسكان للتجارة والتمويل 2004-2014"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الاعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2015.
54. بسام محمد الأغا، "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار- دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين"، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005.

55. بقباقي مسعودة، "أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الجزائرية دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2021.
56. بن جيمة عمر، "دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التخفيف من حدة البطالة بمنطقة بشار"، مذكرة ماجستير، مدرسة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان - الجزائر، 2011.
57. بن زغدة حبيبة، "دور الحوكمة المؤسسية في تعزيز وإستدامة نمو المؤسسات دراسة حالة بعض المؤسسات الاقتصادية من ولاية جيجل"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2019.
58. بن سعد وسيلة، "تقييم المؤسسة ودوره في تحقيق ميزة تنافسية"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس - الجزائر، 2016.
59. بن عزة هشام، "دور القرض الإيجاري Leasing في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة بنك البركة الجزائري"، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة وهران، 2012.
60. بوعلام لطيفة، "التوفيق بين السياسة الإستثمارية والسياسة التمويلية في المؤسسة الاقتصادية لتعظيم ربحيتها - دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة بومرداس، 2010.
61. توفيق سميح محمد الأغوات، "دور المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي لشركة البوتاس العربية"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، الأردن، 2015.
62. رمضان فضيلة، "المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات إختيار التمويل الأمثل دراسة حالة المؤسسة الوطنية لتسويق وتوزيع المواد البترولية نفطال"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 03، 2014.
63. روان مازن الضلاعين الجوازنة، "أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة في تحسين الأداء المالي - دراسة ميدانية على شركات التأمين الأردنية"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2014.
64. زغود تبر، "محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر"، مذكرة ماجستير في

- علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر، 2009.
65. زواوي فضيلة، "تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر - دراسة حالة مؤسسة سونالغاز"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة - بومرداس، 2009.
66. العايب ياسين، "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011.
67. عبد الله أنور حسن محمد، "أثر خصائص مجلس الإدارة على الأداء المالي دراسة تطبيقية على البنوك التجارية الأردنية المدرجة في بورصة عمان"، رسالة ماجستير في المحاسبة، قسم العلوم المالية والمحاسبية، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2021.
68. عبد المجيد تيماي، "نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر، 2015.
69. عزيزي أحمد عكاشة، "تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومساهمتها في التجارة الخارجية: دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، المدرسة الدكتورالية للإقتصاد وإدارة الأعمال، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة وهران، 2013.
70. عمار بن نوار، "أثر قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية على العائد والمخاطرة دراسة حالة لمجمع صيدال"، مذكرة ماجستير في المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي الأغواط، الجزائر، 2013.
71. فالح حسن علوان جواد الجنابي، "أثر هيكل التمويل في الأداء المالي للشركات (دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة ضمن سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2008-2019)"، جزء من متطلبات نيل درجة الدبلوم العالي في إدارة المصارف، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، 2020.
72. محمد بوشوشة، "تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة - الجزائر، 2016.

73. محمد بوهالي، "أثر القرارات المالية على الأداء المالي للمؤسسة - دراسة مجموعة من المؤسسات المالية"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2018.
74. مرسل نزيهة، "أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر دراسة مقارنة بين مجموعة من البنوك العمومية والبنوك الخاصة للفترة 2006-2015"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر، 2018.
75. نشأت حكمت عليوي، "أثر الرفع المالي على الأداء المالي في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، عمان - الأردن، 2019.
76. هارون عزوي، "دور قائمة التدفقات النقدية في تحسين فعالية الإفصاح المحاسبي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة حالة الشركة العمومية الاقتصادية للكهرباء الريفية والحضرية - باتنة" - مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011.
77. عبيدي سعد نوح، "محددات الهياكل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية حالة عينة من المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات خلال الفترة الممتدة بين 2010-2015"، مذكرة مجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل، الجزائر، 2018.

III. المقالات

78. أبو شنب شادي وآخرون، "أثر الربحية على إدارة الأرباح في الشركات الصناعية والخدماتية في سوق فلسطين للأوراق المالية - دراسة تطبيقية على القطاع الصناعي والخدماتية في بورصة فلسطين"، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 23، العدد 1، 2020.
79. أحمد زكريا صيام، "دور التأجير التمويلي في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة"، مجلة الدراسات المالية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 2، 2014.
80. أسماء محمد عبدالله الشهري، "العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية (قطاع الاتصالات)"، المجلة الإلكترونية الشاملة متعددة التخصصات، العدد 23، أبريل 2020.

81. إلياس خيضر الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي، "العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم - دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 8، 2012.
82. أمجد حسن عبد الرحمان، "قياس الأثر التفاعلي لإدارة رأس المال العامل وإنعكاسه على الأداء المالي للشركات وفقا لمتطلبات معايير التقارير المالية الدولية IFRS دراسة تطبيقية على شركات الأدوية المدرجة في البورصة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 24، العدد 4، ديسمبر 2020.
83. بدر الدين قدوج، مولود مليكاوي، "قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البانل خلال الفترة 2014-2018"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 13، العدد 02، القسم (أ) العلوم الاقتصادية والقانونية، 2021.
84. بدروني عيسى، شريط حسين الأمين، "دراسة واقعية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر " سهم أن سي أ روية كنموذج"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 10، العدد 18، 2017.
85. بدروني عيسى، عزوي خالد، "أثر هيكل الملكية ومجلس الإدارة على نصيب السهم من الأرباح الموزعة -دراسة حالة شركات مؤشر بورصة تداول المملكة العربية السعودية خلال 2019-2020"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 13، العدد 3، 2020.
86. بقاش وليد، بن دادة عمر، "حاجة المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية"، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 4، العدد 1، 2019.
87. بكاري بلخير، ضيف أيوب، "محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة تطبيقية لعينة عاملة في قطاع الخدمات بولاية ورقلة للفترة 2011-2014"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 1، 2017.
88. بن سليمان سورية، بوهالي رتيبة، "أثر هيكل الملكية وتكاليف الوكالة على ربحية مؤسسات مؤشر Cac40 الفرنسية -دراسة قياسية باستخدام نماذج البانل"، مجلة الدراسات التجارية والإقتصادية المعاصرة، المجلد 5، العدد 1، 2022.
89. تقراريت يزيد، عمارة ياسمين، "تقييم صيغ التمويل الحديثة في المؤسسة الاقتصادية -المعالجة المحاسبية للتمويل التأجيري نموذجا في المؤسسة الوطنية لمناجم الفوسفات Somiphos بولاية تبسة"، حوليات جامعة الجزائر 1، المجلد 34، العدد 2، 2020.

90. جمال قدام، محمد زيدان، " إختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر دراسة قياسية للفترة 2011-2013"، مجلة رؤى إقتصادية، المجلد 5، العدد 9، 2015.
91. جمال معتوق، أمين عويسي، "أثر الرفع المالي على الربحية المالية"، المجلة الجزائرية للأبحاث الاقتصادية والمالية، العدد 1، ماي 2018.
92. حركاتي نبيل، "محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 18، العدد 01، 2018.
93. حسين محمد حسين سمحان، "أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والإستثمار الأردنية"، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، المجلد 9، العدد 1، جوان 2015.
94. دادن عبد الوهاب، "تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل التمويلي: الإسهامات النظرية الأساسية"، مجلة الباحث، المجلد 4، العدد 4، 2006.
95. دلفوف سفيان، " أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي في المؤسسة من وجهة نظر إسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي"، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد 19، 2018.
96. زحاف صونيا، قزال إسماعيل، "تحليل علاقة هيكل الملكية في ظل حوكمة الشركات بإستمرار الأرباح -دراسة حالة البنوك الجزائرية"، مجلة أوراق إقتصادية، العدد 3، ديسمبر 2018.
97. زغيب مليكة، "علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية- دراسة نظرية تحليلية"، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 20، العدد 2، جوان 2009.
98. زودة عمار وآخرون، "نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية"، مجلة دراسات وأبحاث إقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد 7، العدد 2، 2020.
99. سامي نصر أبو شمالة وآخرون، "أثر هيكل المديونية على الأداء المالي - بعض الأدلة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والإقتصادية، المجلد 2، العدد 8، 2017.
100. سلمى شيهب، امير عزاوي، "قرض الإيجار كبديل تمويلي حديث للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة- تجارب عربية-"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 7، العدد 3، 2018.

101. سليم مجلخ، وليد بشيشي، "تأثير الضريبة على أرباح الشركات على المردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية -دراسة تطبيقية على مؤسسة الحصى -الجزائر - للفترة 2010/2016"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ABPR، المجلد 8، العدد 1، 2019.
102. سليم مجلخ، وليد بشيشي، "محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR"، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 06، العدد 01، جوان 2019.
103. صديقي أحمد وآخرون، "تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة"، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 01، العدد 01، 2017.
104. صورية بن عزيزة، نور الدين زعبيط، "أثر هيكل الإستدانة في تكاليف الوكالة: حالة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2010-2017"، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 7، العدد 11 (مكرر)، جوان 2019 .
105. عادلة حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدان، "علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة: دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2004-2011"، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 37، العدد 10، 2014.
106. عاشوري صورية، مهدي ذواوي، "أثر الربحية على كفاية رأس المال في البنوك التجارية - دراسة حالة البنوك الخاصة الجزائرية"، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 5، العدد 1، 2019.
107. عبد اللطيف مصيطفي، عبد القادر مراد، " أثر إستراتيجية البحث والتطوير على ربحية المؤسسة الاقتصادية"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 2، العدد 2، 2013.
108. عبد الناصر علك حافظ وآخرون، "أثر التمويل طويل الأجل في صافي الربح: دراسة تحليلية لعينة من المصارف العراقية"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 7، العدد 20، الفصل 3، 2012.
109. عبو هودة، عبو ربيعة، "الهيكل التمويلي الأمثل ومؤشرات تقييمه بالتطبيق على مؤسسة باتيميتال عين الدفلى 2015-2018"، مجلة القيمة المضافة لإقتصاديات الأعمال، المجلد 02، العدد 02، 2021.
110. علي قابوسة، "أثر هيكل التمويل على ربحية السهم العادي ومعدلات نمو الوحدات الاقتصادية"، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 1، 2008.
111. علي كنعان، علي ساعد، "أثر الرافعة المالية على الربحية دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 40، العدد 3، 2018.

112. عمر قمان، زيان قديد، "فاعلية نموذج (Dupont) في تحليل الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية دراسة تحليلية لشركة صيدال"، مجلة آفاق علوم الإدارة والاقتصاد، المجلد 5، العدد 2، 2021.
113. قيصر علي عبيد الفتلي، "إستعمال التحليل المالي لتحديد العوامل المؤثرة على ربحية المصارف التجارية"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، مجلد 16، العدد 2، 2014.
114. محمد عبد المحسن العفيف، أنس علي القضاة، "أثر التمويل طويل الأجل على خطر وربحية الشركات (دراسة تحليلية: قطاع الصناعة بورصة عمان)"، مجلة الاقتصاد والأعمال IUG، الجامعة الإسلامية- غزة، المجلد 25، العدد 1، 2017.
115. محمود فهد عبد علي، "أثر الرافعة المالية في كلفة التمويل ومعدل العائد على حق الملكية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العراق، العدد 21.
116. مدحت إبراهيم الطراونة، "قياس تكلفة الأموال في منشآت الأعمال"، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 13، العدد 01، 2002.
117. مرخوفي مولود وآخرون، "العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي حسب نموذج Dupont لتحليل المردودية دراسة قياسية لدى عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية"، مجلة آفاق للبحوث والدراسات، المجلد 3، العدد 1، 2020.
118. معيزة مسعود أمير، "نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الإستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 16، العدد 16، 2016.
119. معيزة مسعود أمير، هباش فارس، "نظرية ترتيب إختيار مصادر التمويل كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الإستثمارية للم ص م في ظل إقتصاد الإستدانة - دراسة حالة الم ص م في الجزائر"، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد 5، العدد 2، 2016.
- IV. الملتيقيات
120. قطاف ليلي، بوسعدة سعيدة، "الإلتئان الإيجاري كطريقة حديثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع دراسة تطبيقية لمؤسسة BCR بسطيف"، الدورة الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الإقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف - الجزائر، 25-28 ماي 2003.
- ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

أ- المراجع باللغة الفرنسية

V. Les livres

121. GAMSOREL L . Francis, "**cours de l'economie de l'entreprise duxième année DEUG . Elements de cours et études de cas corrigées**", L'Harmattan, 2006.

VI. Sites web

122. <http://www.saidalgroup.dz/>
123. <https://rouiba.com.dz/>

ب-المراجع باللغة الإنجليزية

VII. The Books

124. C.Paramasivan, T.Subramanian, "**Financial Management**", New Age International publishers, India, (n d).
125. Sudhindra Bhat, "**Financial Management : Principles and Practice**", EXCEL BOOKS, 2nd ed, New Delhi, 2008.

VIII. Artcles

126. Abhishec tripathi, "**Profit maximization theory and value maximization theory**", International journal of scientific devlopment and research, vol 4, Issue 6, june 2019.
127. Alice VITOLA, Maija SENFELDE, "**The Role of Institutions in Economic Performance**", Business : theory and practice journal, vol 16, issue 03, 2015.
128. Arif Singapurwoko, Muhammad Shalahuddin Mustofa El-Wahid, "**The Impact of Financial Leverage to Profitability Study of Non-Financial Companies Listed in Indonesia Stock Exchange**", European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Issue 32, May 2011.
129. Babalola, Yisau Abiodun, "**The Effect of Firm Size on Firms Profitability in Nigeria**", Journal of Economics and Sustainable Development, Vol.4, No.5, 2013.
130. Camilia Burja, "**Factors influencing The Companies Profitability**", Annales Universitatis Apulensis Series, Oeconomica, vol 13, Issue 2, 2011.
131. Samarasinghe, Tharanga, "**The relationship between institutions and economic development**", Munich Personal RePEc Archive, December 2019.
132. Steve Wiggins, Junior Davis, "**Economic Institutions**", IPPG briefing paper No 03, IPPG programme Office, IDPM, School of Enviromment and Devlopment, University of Manchester, July 2006.

133. zarah puspitaningtyas & others, "**Understanding The Concept of Profit as an Economic Information Instrument : Disclosure of Semantic Meanings, Accounting and Financial control**", vol 2, Issue 1, 2018.
134. Zubair Ahmed Khan, "**Profit Maximisation as an objective of a firm – A Robust Perspective**", International Journal of Research in Finance and Marketing (IJRFM), vol 7,issue 6, june 2017.

قائمة الملاحق

ملحق رقم (01): القوائم المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2012

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

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

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

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

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

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

ملحق رقم (02): القوائم المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2013

BILAN 2013

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

3.2. Passif

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

3.3. Tableau de comptes de résultat

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

ملحق رقم (03): القوائم المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2014



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

ACTIF

DESIGNATIONS	31/12/2014		31/12/2013		%
	MONTANTS BRUTS	AMORTIS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
ACTIFS NON COURANTS					
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00	0,00	58 268 550,00	58 268 550,00	0%
Immobilisations incorporelles	201 799 344,60	189 768 823,00	12 030 521,60	13 511 340,46	-11%
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00		0%
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 525 499 753,87	-8%
Bâtiments	7 032 781 737,47	5 269 783 914,71	1 762 997 822,76	1 909 285 170,47	-20%
Autres immobilisations corporelles	15 300 746 955,15	13 696 697 490,28	1 604 049 468,87	2 003 175 106,47	-734%
Immobilisations en concession	87 528 246,00	1 266 904,74	86 261 341,26	10 346 779,38	432%
Immobilisations financières	2 502 907 388,68	0,00	2 502 907 388,68	470 133 457,73	16%
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 846 291 841,31	0,00	1 846 291 841,31	1 776 264 616,78	-35%
Autres participations et créances rattachées	102 167 575,00	53 136 386,28	49 030 988,72	75 281 129,79	2%
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00		0%
Prêts et autres actifs financiers non courants	103 321 318,61	0,00	103 321 318,61	109 092 099,30	-5%
Impôts différés actif	463 577 177,79	0,00	463 577 177,79	357 881 232,62	0%
TOTAL ACTIF NON COURANTS	32 213 883 092,48	19 210 655 719,01	13 003 229 373,47	11 308 739 239,87	15%
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	7 103 810 877,97	1 496 894 537,00	5 606 916 340,97	5 534 355 055,31	1%
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00		-10%
Clients	5 136 249 341,15	1 687 454 939,36	3 448 794 401,79	3 830 960 856,37	-44%
Autres débiteurs	1 036 790 150,80	0,00	1 036 790 150,80	1 865 186 534,90	121%
Impôts	601 389 838,47	345 347 828,24	225 042 010,23	115 898 709,75	0%
Autres actif courant	18 795 412,47	0,00	18 795 412,47	12 500 000,00	50%
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00		-4%
Placements et autres actifs financiers courants	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	5 413 572 987,30	18%
Tréorerie	5 281 852 295,08	83 275 568,07	5 198 576 727,01	5 413 572 987,30	5%
TOTAL ACTIFS COURANTS	22 197 447 905,13	3 612 972 872,67	18 584 475 032,46	18 790 834 132,82	-1%
TOTAL GENERAL ACTIF	54 411 330 997,61	22 823 628 591,68	31 587 704 405,93	30 099 573 372,69	5%

PASSIF

DESIGNATIONS	31/12/2014		31/12/2013		%
CAPITAUX PROPRES					
Capital émis	2 500 000 000,00	0,00	2 500 000 000,00		0%
Capital non appelé	0,00				20%
Primes et réserves (réserves consolidées)	11 282 665 927,33	218 627 945,68	9 421 690 281,30	435 055 761,63	-50%
Écarts de réévaluation	778 627 191,02		556 004 893,04		-44%
Écart d'équivalence	1 477 751 553,22		2 658 147 326,76		16%
Résultat Net	371 301 688,91		319 161 089,57		12%
Autres capitaux propres - report à nouveau	961 690 080,29		858 376 750,19		5%
Intrêtes minoritaires					
TOTAL CAPITAUX PROPRES I	17 590 664 386,45		16 748 436 102,49		5%
PASSIFS NON COURANTS					
Emprunts et dettes financières	3 383 163 695,36		2 911 046 961,36		16%
Impôts (différés et provisions)	267 823 005,95		252 388 287,15		0%
Autres dettes non courantes	3 456 705 764,33		493 645 268,24		600%
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 381 034 485,26		1 351 120 085,82		2%
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 488 726 950,90		5 008 200 602,57		69%
PASSIFS COURANTS					
Fournisseurs et comptes rattachés	1 460 434 895,94		1 227 878 705,58		19%
Impôts	363 399 782,75		564 464 142,35		-36%
Autres dettes	3 055 762 788,63		5 818 577 282,18		-47%
Tréorerie passif	628 175 601,26		732 016 536,52		-14%
TOTAL PASSIF COURANT III	5 508 313 068,58		8 342 936 667,63		-34%
TOTAL GENERAL PASSIF	31 587 704 405,93		30 099 573 372,69		5%

Production			
RUBRIQUES	31/12/2014	31/12/2013	
Quantités (1 000 LV)	111 020	130 576	
Valeurs (1 000 DA)	8 483 261	10 719 779	



COMPTE DE RESULTAT

DESIGNATIONS	30/06/2014	30/06/2013	%
Chiffre d'affaires	9 789 025 905,91	11 461 647 581,90	-13%
Variation stocks produits finis et en cours	47 596 284,29	782 030 567,10	-94%
Production immobilisée	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	9 836 622 190,20	12 243 878 149,00	-20%
Actes consommés	-3 017 970 352,54	-3 556 475 260,95	-13%
Services extérieurs et autres consommations	-815 279 475,31	-740 255 739,42	10%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-3 833 249 827,85	-4 296 731 000,37	-11%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	6 003 372 362,35	7 947 147 148,63	-24%
Charges de personnel	-3 222 199 202,24	-3 848 442 866,21	-16%
Impôts, taxes et versements assimilés	-205 064 473,74	-211 018 083,50	-3%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 576 108 686,37	3 887 686 198,92	-34%
Autres produits opérationnels	85 434 154,80	123 256 224,16	-31%
Autres charges opérationnelles	-204 467 978,10	-135 200 827,62	51%
Dotations aux amortissements et pertes de valeur	-1 130 374 262,15	-1 431 299 339,58	-21%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	292 035 551,31	501 957 026,14	-42%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 618 736 152,23	2 946 399 282,02	-45%
Produits financiers	106 709 253,37	73 629 153,44	43%
Charges financières	-157 011 457,30	-221 326 017,88	-29%
VI - RESULTAT FINANCIER	-50 302 205,93	-147 696 864,44	-66%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 568 433 946,30	2 798 702 417,58	-44%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-309 812 391,00	-500 440 495,49	
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-90 261 226,37	-4 662 574,50	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 320 801 147,68	12 942 720 552,74	-20%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-8 971 918 366,01	-10 649 121 205,15	-16%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 348 882 781,67	2 293 599 347,59	-41%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-21 476,75	
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-21 476,75	0%
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 348 882 781,67	2 293 577 870,84	-41%
Résultat minoritaires	14 686 721,26	70 792 332,18	-79%
part dans le Résultat dans Sites mises en équivalence	114 182 050,29	293 777 123,74	-61%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76	-44%

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

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

Première résolution : Examen des comptes sociaux de la Société Mère

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

- Adopte le rapport du Conseil d'Administration de l'exercice 2014
- Approuve les états financiers de l'exercice 2014, avec un total passif / actif net du bilan de 28 863 818 266,13 DA et un résultat net bénéficiaire pour un montant de 1 385 942 685,96 DA.
- Donne quitus de leur mandat aux Administrateurs de l'exercice 2014.
- Mande le Conseil d'Administration, à l'effet de prendre en charge sur l'exercice 2015 les recommandations formulées par Messieurs les Commissaires aux Comptes.

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

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE Spa GROUPE SAIDAL décide d'affecter le résultat net bénéficiaire d'un montant de : 1 385 942 685,96 DA comme suit:

- Dividendes 400 000 000,00 DA
- Tantièmes (3 fois le jeton de présence) 3 180 000,00 DA
- Intéressement des travailleurs 198 660 000,00 DA
- Réserves facultatives 784 102 685,96 DA

Troisième résolution : Résultat du bilan consolidé du Groupe SAIDAL

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

- Approuve les comptes sociaux consolidés de l'exercice 2014, avec un total passif / actif du bilan de 31 587 704 405,93 DA et un résultat net bénéficiaire pour un montant de 1 477 751 553,22 DA.

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

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

Sixième résolution : Jetons de présence

Septième résolution : Rémunération du Commissaire aux Comptes

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

Neuvième résolution : Formalités légales et réglementaires

ملحق رقم (04): القوائم المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2015

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

BILAN GROUPE

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

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA

Direction des Finances et Comptabilité

DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE

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

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

BILAN GROUPE

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

Groupe Sidal Bilan et TCR –Exercice 2016-**1. Actif Bilan consolidé**

ACTIF	31/12/2016			31/12/2015
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	87 341 040,00
Immobilisations incorporelles	212 104 001,73	195 224 374,97	16 879 626,76	21 588 150,02
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	10 383 338 837,77	0,00	10 383 338 837,77	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 329 947 475,94	5 637 047 200,46	1 692 900 275,48	1 649 608 532,26
Autres immobilisations corporelles	15 098 007 460,68	13 798 654 169,79	1 299 353 290,89	1 189 497 235,41
Immobilisations en concession	280 023 210,00	2 252 958,94	277 770 251,06	278 103 983,68
Immobilisations en cours	11 189 299 772,01	0,00	11 189 299 772,01	5 363 985 192,51
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 388 910 621,59	0,00	1 388 910 621,59	1 465 132 799,40
Autres participations et créances rattachées	691 518 175,00	58 940 054,97	632 578 120,03	584 859 076,01
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	154 332 649,23	0,00	154 332 649,23	140 479 615,20
Impôts différés actif	291 018 838,11	0,00	291 018 838,11	472 097 555,36
TOTAL ACTIF NON COURANT	50 133 915 242,06	19 692 118 759,13	30 441 796 482,93	15 767 186 133,72
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 358 574 088,97	629 232 318,65	5 729 341 770,32	4 965 900 019,13
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 547 718 023,80	1 906 769 106,35	3 640 948 917,45	3 822 680 037,51
Autres débiteurs	1 255 466 985,99	377 579,41	1 255 089 406,58	1 139 842 768,95
Impôts	185 798 351,63	11 998 649,03	173 799 702,60	179 420 574,16
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	40 666 666,67
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	5 214 275 956,41	83 275 568,07	5 131 000 388,34	5 987 644 631,35
TOTAL ACTIF COURANT	18 580 393 395,99	2 631 653 221,51	15 948 740 174,48	19 154 714 686,96
TOTAL GENERAL ACTIF	68 714 308 638,05	22 323 771 980,64	46 390 536 657,41	34 921 900 820,68

2. Passif du Bilan consolidé

UM : DA

PASSIF	31/12/2016	31/12/2015
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	0,00	2 586 812 201,59
Autres fonds propres	8 721 856 492,20	
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 861 813 853,88	12 251 816 341,17
Ecarts de réévaluation	1 585 712 860,28	145 245 635,13
Écart d'équivalence	1 037 081 287,61	1 025 006 852,16
Résultat Net	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 766 796 831,10	-166 052 299,51
Intérêts minoritaires	1 015 179 929,35	979 287 855,72
TOTAL I	27 464 009 197,27	20 465 934 577,15
<u>PASSIF NON COURANT</u>		
Emprunts et dettes financières	8 973 229 626,56	4 821 513 005,59
Impôts (différés et provisionnés)	17 509 995,00	285 333 000,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	1 061 401 552,48
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 345 087 321,65	1 605 571 934,62
TOTAL PASSIF NON COURANT II	11 397 228 495,69	7 773 819 493,64
<u>PASSIF COURANT</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 430 054 019,90	1 931 770 182,61
Impôts	776 153 641,37	402 507 323,51
Autres dettes	3 512 927 858,77	3 619 036 497,36
Trésorerie passif	810 163 444,41	728 832 746,41
TOTAL PASSIF COURANT III	7 529 298 964,45	6 682 146 749,89
TOTAL GENERAL PASSIF	46 390 536 657,41	34 921 900 820,68

3. Tableau de Compte de Résultats consolidé

UM : DA

TABEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2016	31/12/2015	R/O	Evolution 2016/2015
Chiffre d'affaires	10 223 411 484,28	9 984 043 757,71	86,31%	2,40%
Variation stocks produits finis et en cours	265 663 623,51	-11 893 123,70	458,59%	-2333,76%
Production immobilisée	0,00	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00	0,00		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 489 075 107,79	9 972 150 634,01	88,13%	5,18%
Achats consommés	-3 663 777 474,24	-3 470 479 457,80	94,99%	5,57%
Services extérieurs et autres consommations	-928 780 089,72	-996 298 147,20	105,49%	-6,78%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-4 592 557 563,96	-4 466 777 605,00	96,94%	2,82%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 896 517 543,83	5 505 373 029,01	82,30%	7,10%
Charges de personnel	-3 023 474 168,42	-3 056 024 245,03	95,38%	-1,07%
Impôts, taxes et versements assimilés	-173 817 524,53	-166 639 675,94	124,52%	4,31%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 699 225 850,88	2 282 709 108,04	70,01%	18,25%
Autres produits opérationnels	72 651 701,08	202 735 842,16	59,17%	-64,16%
Autres charges opérationnelles	-99 258 043,60	-143 865 838,16	54,72%	-31,01%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 299 102 638,36	-1 328 939 749,35	125,64%	-2,25%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	719 627 105,07	421 168 878,85	1195,39%	70,86%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 093 143 975,07	1 433 808 241,54	74,14%	45,98%
Produits financiers	183 271 195,24	142 454 921,27	225,48%	28,65%
Charges financières	-177 710 456,40	-132 453 560,20	118,08%	34,17%
VI - RESULTAT FINANCIER	5 560 738,84	10 001 361,07	-8,03%	-44,40%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 098 704 713,91	1 443 809 602,61	76,21%	45,36%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-628 653 272,00	-328 709 218,00	117,17%	91,25%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-96 986 328,41	15 393 711,92		-730,04%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 464 625 109,18	10 738 510 276,29	94,23%	6,76%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 897 587 338,86	-9 638 803 603,60	99,48%	2,68%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 567 037 770,32	1 099 706 672,69	70,67%	42,50%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)				
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)				
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00		
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 567 037 770,32	1 099 706 672,69	70,67%	42,50%
Résultats minoritaires	4 426 500,76	18 117 370,96	78,32%	-75,57%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-62 302 666,02	25 993 947,24		-339,68%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89	67,88%	31,94%

ملحق رقم (06): القوائم المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2017

Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

ACTIF	30/06/2017			30/06/2016
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	115 414 200,00
Immobilisations incorporelles	211 594 700,73	196 803 346,98	14 791 353,75	19 206 020,07
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	10 383 338 837,77	0,00	10 383 338 837,77	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 500 479 841,28	5 686 183 240,39	1 814 296 600,89	1 635 444 764,64
Autres immobilisations corporelles	15 159 780 240,91	13 823 884 566,74	1 335 895 674,17	1 067 697 204,83
Immobilisations en concession	280 023 210,00	2 957 340,78	277 065 869,22	277 937 117,37
Immobilisations en cours	12 118 208 399,64	0,00	12 118 208 399,64	7 355 762 025,73
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	613 937 791,04	0,00	613 937 791,04	1 442 046 132,80
Autres participations et créances rattachées	965 118 175,00	58 940 054,97	906 178 120,03	635 006 969,37
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	175 784 686,63	0,00	175 784 686,63	175 707 398,86
Impôts différés actif	292 668 387,21	0,00	292 668 387,21	505 901 216,21
TOTAL ACTIF NON COURANT	50 816 348 470,21	19 768 768 549,86	31 047 579 920,35	17 744 616 003,75
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	5 878 605 206,70	589 368 918,62	5 289 236 288,08	5 620 270 600,55
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 338 072 922,55	1 904 523 826,00	3 433 549 096,55	3 854 232 178,76
Autres débiteurs	1 444 071 399,15	377 579,41	1 443 693 819,74	1 191 716 426,17
Impôts	191 046 864,51	11 998 467,60	179 048 396,91	170 285 039,06
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	5 630 992 063,97	83 275 568,07	5 547 716 495,90	6 008 273 973,10
TOTAL ACTIF COURANT	18 501 348 446,07	2 589 544 359,70	15 911 804 086,37	19 863 338 206,83
TOTAL GENERAL ACTIF	69 317 696 916,28	22 358 312 909,56	46 959 384 006,72	37 607 954 210,58

Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

PASSIF	30/06/2017	30/06/2016
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'Etat		
Autres fonds propres	8 721 856 492,20	2 586 812 201,59
Primes et réserves – (réserves consolidées)	12 861 813 853,88	12 861 813 853,88
Ecart de réévaluation	1 409 985 997,08	76 201 670,88
Écart d'équivalence	623 195 120,21	1 072 343 934,07
Résultat Net	1 187 575 551,73	1 459 446 837,32
Autres capitaux propres –report à nouveau	-195 332 560,02	-380 570 626,65
Liaison inter unités	1 001 188 326,20	1 018 172 671,38
TOTAL I	28 110 282 781,27	21 194 220 542,46
<u>PASSIF NON COURANT</u>		
Emprunts et dettes financières	10 239 271 354,40	7 079 971 357,67
Impôts (différés et provisionnés)	17 509 995,00	285 333 000,95
Autres dettes non courantes	1 060 697 170,64	1 061 401 552,48
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 281 832 006,96	1 720 368 151,10
TOTAL PASSIF NON COURANT II	12 599 310 527,00	10 147 074 062,20
<u>PASSIF COURANT</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 393 961 106,29	1 266 013 920,23
Impôts	437 120 672,75	139 441 886,41
Autres dettes	3 575 572 707,55	4 008 024 085,52
Trésorerie passif	843 136 211,86	853 179 713,76
TOTAL PASSIF COURANT III	6 249 790 698,45	6 266 659 605,92
TOTAL GENERAL PASSIF	46 959 384 006,72	37 607 954 210,58

Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe)

UM : DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	30/06/2017	30/06/2016	Evol. S1 2017/s1 2016
Chiffre d'affaires	5 591 749 511,00	5 791 338 867,81	-3%
Variation stocks produits finis et en cours	-222 018 898,94	542 246 920,69	-141%
Production immobilisée	0,00	0,00	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/
I – PRODUCTION DE L'EXERCICE	5 369 730 612,06	6 333 585 788,50	-15%
Achats consommés	-1 954 911 040,22	-2 084 321 598,44	-6%
Services extérieurs et autres consommations	-455 104 255,22	-420 133 867,32	8%
II – CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-2 410 015 295,44	-2 504 455 465,76	-4%
III – VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I – II)	2 959 715 316,62	3 829 130 322,74	-23%
Charges de personnel	-1 513 827 803,10	-1 600 846 754,96	-5%
Impôts, taxes et versements assimilés	-89 782 823,28	-92 627 964,67	-3%
IV – EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 356 104 690,24	2 135 655 603,11	-37%
Autres produits opérationnels	22 799 830,52	18 329 342,61	24%
Autres charges opérationnelles	-35 796 694,47	-40 256 909,58	-11%
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-390 841 072,19	-780 261 289,35	-50%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	190 554 071,18	185 450 745,77	3%
V – RESULTAT OPERATIONNEL	1 142 820 825,28	1 518 917 492,56	-25%
Produits financiers	66 048 051,32	47 927 681,10	38%
Charges financières	-62 861 011,15	-110 308 933,00	-43%
VI – RESULTAT FINANCIER	3 187 040,17	-62 381 251,90	-105%
VII – RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 146 007 865,45	1 456 536 240,66	-21%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-11 000,00	-1 492 255,00	-99%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-1 649 549,10	-33 803 660,85	-95%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	5 649 132 565,08	6 585 293 557,98	-14%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-4 501 486 150,53	-5 096 445 911,47	-12%
VIII – RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 147 646 414,55	1 488 847 646,51	-23%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/
IX – RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	0,00
X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 147 646 414,55	1 488 847 646,51	-23%
RESULTAT MINORITAIRES	13 991 603,15	15 028 992,08	-7%
PART DANS LE RESUTAT DANS STES MISES EN EQUIVALENCE	25 937 534,03	-44 429 801,27	-158%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 187 575 551,73	1 459 446 837,32	-19%

ملحق رقم (07): القوائم المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2018

2.1. Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

ACTIF	31/12/2018			31/12/2017
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	115 414 200,00
Immobilisations incorporelles	378 857 436,59	239 123 450,08	139 733 986,51	13 643 850,95
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	2 391 687 791,42	0,00	2 391 687 791,42	10 383 338 837,77
Bâtiments	7 584 297 976,37	5 271 308 688,28	2 312 989 288,09	1 766 306 904,14
Autres immobilisations corporelles	18 277 440 502,83	14 301 350 363,06	3 976 090 139,77	1 351 564 152,29
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	276 361 487,38
Immobilisations en cours	10 759 890 495,72	0,00	10 759 890 495,72	13 501 512 857,53
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 433 217 458,23	0,00	1 433 217 458,23	1 466 608 492,92
Autres participations et créances rattachées	685 893 175,00	462 033 246,90	223 859 928,10	630 537 294,94
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	4 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	152 869 240,73	0,00	152 869 240,73	157 814 646,73
Impôts différés actif	324 860 044,51	0,00	324 860 044,51	296 251 741,16
TOTAL ACTIF NON COURANT	45 104 428 321,40	20 273 815 748,32	24 830 612 573,08	33 959 354 465,81
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 956 065 304,74	667 793 354,53	6 288 271 950,21	4 883 145 010,78
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 578 018 586,28	1 897 005 360,67	3 681 013 225,61	3 192 081 776,57
Autres débiteurs	1 391 498 314,49	7 500,00	1 391 490 814,49	1 357 618 287,35
Impôts	240 704 481,51	11 998 830,46	228 705 651,05	169 292 263,58
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 218 125 424,65	82 435 666,36	3 135 689 758,29	4 738 892 796,95
TOTAL ACTIF COURANT	17 402 972 100,86	2 659 240 712,02	14 743 731 388,84	14 359 590 124,42
TOTAL GENERAL ACTIF	62 507 400 422,26	22 933 056 460,34	39 574 343 961,92	48 318 944 590,23

2.2. Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

PASSIF	31/12/2018	31/12/2017
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	8 721 856 492,20
Primes et réserves -(réserves consolidées)	13 461 406 696,77	12 991 033 164,36
Ecarts de réévaluation	1 272 192 408,65	1 585 712 860,28
Écart d'équivalence	1 016 986 928,55	955 727 524,41
Résultat Net	1 174 214 390,98	1 376 295 647,88
Autres capitaux propres -report à nouveau	-866 679 031,92	-1 080 714 611,43
Intérêts minoritaires	826 612 003,56	881 619 980,04
TOTAL I	19 796 410 396,58	27 931 531 057,74
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et dettes financières	10 923 905 958,66	10 894 562 658,08
Impôts (différés et provisionnés)	19 887 217,01	17 509 995,00
Autres dettes non courantes	593 645 268,24	1 059 992 788,80
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 433 885 167,65	1 346 632 170,47
TOTAL PASSIF NON COURANT II	12 971 323 611,56	13 318 697 612,35
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 249 615 538,04	1 436 731 269,94
Impôts	201 334 246,61	726 697 526,43
Autres dettes	3 734 753 856,30	4 107 579 876,69
Trésorerie passif	620 906 312,83	797 707 247,08
TOTAL PASSIF COURANT III	6 806 609 953,78	7 068 715 920,14
TOTAL GENERAL PASSIF	39 574 343 961,92	48 318 944 590,23

2.3. Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe)

UM - DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2018	31/12/2017	R/O	Evol. 2018/2017
Chiffre d'affaires	10 317 577 775,54	10 265 897 771,06	88,10%	0,50%
Variation stocks produits finis et en cours	272 122 098,95	-558 329 961,16	52,76%	148,74%
Production immobilisée	0,00	0,00	/	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/	/
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 589 699 874,49	9 707 567 809,90	86,61%	9,09%
Achats consommés	-4 624 142 242,57	-3 755 793 245,73	109,60%	23,12%
Services extérieurs et autres consommations	-1 067 499 186,54	-1 002 621 754,72	100,13%	6,47%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 691 641 429,11	-4 758 415 000,45	107,69%	19,61%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	4 898 058 445,38	4 949 152 809,45	70,56%	-1,03%
Charges de personnel	-3 329 762 210,93	-2 866 108 087,05	104,82%	16,18%
Impôts, taxes et versements assimilés	-169 982 582,04	-167 524 872,66	94,54%	1,47%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 398 313 652,41	1 915 519 849,74	39,00%	-27,00%
Autres produits opérationnels	1 159 167 515,64	120 876 666,93	7418,71%	858,97%
Autres charges opérationnelles	-188 852 963,84	-58 405 988,66	319,38%	223,35%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 454 793 798,08	-868 249 692,56	89,39%	67,55%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	380 039 983,32	370 500 844,60	559,38%	2,57%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 293 874 389,45	1 480 241 680,05	65,27%	-12,59%
Produits financiers	200 013 164,65	163 571 611,87	199,85%	22,28%
Charges financières	-254 951 764,57	-164 840 374,12	194,88%	54,67%
VI - RESULTAT FINANCIER	-54 938 599,92	-1 268 762,25	178,72%	4230,09%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 238 935 789,53	1 478 972 917,80	63,48%	-16,23%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-127 206 062,00	-277 583 318,00	1180,37%	-54,17%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-21 232 781,46	7 032 819,01	571,46%	-401,91%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	12 328 920 538,10	10 362 516 933,30	99,34%	18,98%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 195 958 029,11	-9 168 160 152,51	106,98%	22,12%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 132 962 508,99	1 194 356 780,79	58,26%	-5,14%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	/	/
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 132 962 508,99	1 194 356 780,79	58,26%	-5,14%
Résultats minoritaires	44 778 352,30	85 189 898,58	/	-47,44%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-3 526 470,31	96 748 968,51	/	-103,64%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 174 214 390,98	1 376 295 647,88	60,38%	-14,68%

ملحق رقم (08): القوائم المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2019

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2019 – ACTIF –
« APRES RETRAITEMENTS »

ACTIF	31/12/19			31/12/18
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564.00		141 648 564.00	115 414 200.00
Immobilisations incorporelles	465 669 052.05	291 611 807.29	174 057 244.76	139 733 986.51
Immobilisations corporelles				
Terrains	3 805 721 423.42		3 805 721 423.42	2 391 687 791.42
Bâtiments	13 199 283 086.61	5 707 118 136.67	7 492 164 949.94	2 312 989 288.09
Autres immobilisations corporelles	20 621 201 809.67	14 989 073 641.21	5 632 128 168.46	3 976 090 139.77
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours	3 580 260 802.98		3 580 260 802.98	10 759 890 495.72
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 960 993 718.84		2 960 993 718.84	1 433 217 458.23
Autres participations et créances rattachées	102 167 575.00	53 407 519.13	48 760 055.87	223 859 928.10
Autres titres immobilisés	2 500 000 000.00		2 500 000 000.00	3 000 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants	107 512 187.56		107 512 187.56	152 869 240.73
Impôts différés actif	329 960 563.53		329 960 563.53	324 860 044.51
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	47 814 418 783.66	21 041 211 104.30	26 773 207 679.36	24 830 612 573.08
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	7 449 789 735.69	562 259 114.50	6 887 530 621.19	6 288 271 950.21
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 073 699 027.73	1 896 165 287.33	3 177 533 740.40	3 681 013 225.61
Autres débiteurs	1 436 866 591.79	7 500.00	1 436 859 091.79	1 391 490 814.49
Impôts	222 336 344.63		222 336 344.63	228 705 651.05
Autres actif courant				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989.19		18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie	2 000 587 077.07	82 435 666.36	1 918 151 410.71	3 135 689 758.29
TOTAL ACTIFS COURANTS	16 201 838 766.10	2 540 867 568.19	13 660 971 197.91	14 743 731 388.84
TOTAL GENERAL ACTIF	64 016 257 549.76	23 582 078 672.49	40 434 178 877.27	39 574 343 961.92

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2019 – PASSIF –
« APRES RETRAITEMENTS »

PASSIF	31/12/2019	31/12/2018
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état		
Autres fonds propres	411 677 000.00	411 677 000.00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 047 153 641.65	13 461 406 696.77
Ecart de réévaluation	2 686 777 592.57	1 272 192 408.65
Écart d'équivalence	1 905 284 336.88	1 016 986 928.55
Résultat Net	793 514 004.08	1 174 214 390.98
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 178 074 235.34	-866 679 031.92
Intérêts minoritaires	609 971 657.90	826 612 003.56
TOTAL I	21 776 278 416.42	19 796 410 396.58
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	10 403 266 267.81	10 923 905 958.66
Impôts (différés et provisionnés)	21 011 203.32	19 887 217.01
Autres dettes non courantes	593 645 268.24	593 645 268.24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 446 788 017.73	1 433 885 167.65
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	12 464 710 757.10	12 971 323 611.56
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 556 885 668.31	2 249 615 538.04
Impôts	116 625 268.50	201 334 246.61
Autres dettes	3 708 972 235.69	3 734 753 856.30
Trésorerie passif	810 706 531.25	620 906 312.83
TOTAL PASSIF COURANT III	6 193 189 703.75	6 806 609 953.78
TOTAL GENERAL PASSIF	40 434 178 877.27	39 574 343 961.92

**Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2019 – TCR –
« APRES RETRAITEMENTS »**

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2019	31/12/2018
Chiffre d'affaires	9 392 750 935.10	10 317 577 775.54
Variation stocks produits finis et en cours	1 085 935 007.08	272 122 098.95
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 478 685 942.18	10 589 699 874.49
Achats consommés	-4 577 729 592.68	-4 624 142 242.57
Services extérieurs et autres consommations	-1 113 922 480.89	-1 067 499 186.54
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 691 652 073.57	-5 691 641 429.11
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	4 787 033 868.61	4 898 058 445.38
Charges de personnel	-3 514 951 683.35	-3 329 762 210.93
Impôts, taxes et versements assimilés	-154 310 399.06	-169 982 582.04
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 117 771 786.20	1 398 313 652.41
Autres produits opérationnels	687 941 345.57	1 159 167 515.64
Autres charges opérationnelles	-75 628 723.04	-188 852 963.84
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 399 508 839.03	-1 454 793 798.08
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	664 533 494.03	380 039 983.32
V - RESULTAT OPERATIONNEL	995 270 118.85	1 293 874 389.45
Produits financiers	152 968 301.58	200 013 164.65
Charges financières	-343 123 098.91	-254 951 764.57
VI - RESULTAT FINANCIER	-190 154 797.33	-54 938 599.92
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	805 954 266.41	1 238 935 789.53
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-77 823 533.00	-127 206 062.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	5 579 922.73	-21 232 781.46
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 984 129 083.37	12 328 920 538.10
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 262 578 272.69	-11 195 958 029.11
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	721 550 810.68	1 132 962 508.99
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	721 550 810.68	1 132 962 508.99
Résultat minoritaires	19 736 411.44	44 778 352.30
part dans les Résultats nets des sociétés mises en équivalence	52 226 781.96	-3 526 470.31
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	793 514 004.08	1 174 214 390.98

ملحق رقم (10): القوائم المالية لمؤسسة رويبة لسنة 2013

NCA-ROUIBA
SPA

ETATS FINANCIERS 31.12.2013



BILAN ARRETE AU 31.12.2013

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

ACTIF	NOTE	2013 BRUT	2013 AMO&PROV	2013 NET	2012 NET
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	4.1	43 778 891	23 647 482	20 131 409	20 952 898
Immobilisations corporelles	4.2	4 753 169 011	1 623 217 678	3 129 951 333	2 384 759 181
Terrains		398 571 250	0	398 571 250	398 571 250
Bâtiments		447 994 117	100 161 465	347 832 652	312 422 769
Autres immobilisations corporelles		3 760 501 126	1 523 056 213	2 237 444 913	1 596 060 027
Immobilisations en concession		0	0	0	0
Immobilisations encours		146 102 518	0	146 102 518	77 705 136
Immobilisations financières	4.3	40 855 673	0	40 855 673	34 976 096
Autres participations et créances rattachées		0	0	0	0
Autres titres immobilisés		0	0	0	0
Prêts et autres actifs financiers non courants		3 060 000	0	3 060 000	5 010 000
Impôts différés actif		37 795 673	0	37 795 673	29 966 096
TOTAL ACTIF NON COURANT		4 837 803 574	1 646 865 160	3 190 938 414	2 440 688 175
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.4	1 122 849 330	63 236 578	1 059 612 751	907 407 607
Créances et emplois assimilés		1 195 373 445	137 705 358	1 057 668 087	1 063 842 011
Clients	4.5	928 052 214	137 705 358	790 346 856	680 918 960
Autres débiteurs	4.6	172 860 498	0	172 860 498	162 783 364
Impôts et assimilés	4.7	70 429 485	0	70 429 485	187 775 815
Autres créances et emplois assimilés	4.8	24 031 248	0	24 031 248	32 363 872
Disponibilités et assimilés		174 363 692	0	174 363 692	182 861 752
Placements et autres actifs financiers courants		4 788 000	0	4 788 000	0
Trésorerie	4.9	169 575 692	0	169 575 692	182 861 752
TOTAL ACTIF COURANT		2 492 586 467	200 941 936	2 291 644 531	2 154 111 370
TOTAL GENERAL ACTIF		7 330 390 041	1 847 807 097	5 482 582 945	4 594 799 546

NCA-ROUIBA
SPA

ETATS FINANCIERS 31.12.2013



BILAN ARRETE AU 31.12.2013
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

PASSIF	NOTE	31.12.2013	31.12.2012
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		676 833 846	564 163 334
Ecart de réévaluation		-	-
Résultat net		228 869 539	168 602 699
Autres capitaux propres		-	3 511 463
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	1 754 898 385	1 585 472 496
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	1 494 706 743	708 679 792
Impôts (différés et provisionnés)		3 645 260	-
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	8 224 687	120 141 415
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		1 506 576 690	828 821 207
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 334 090 677	1 121 817 918
Impôts	5.5	172 217 368	171 100 746
Autres dettes	5.6	516 970 256	386 695 528
Trésorerie passif	5.7	197 829 568	500 891 650
TOTAL PASSIFS COURANTS		2 221 107 869	2 180 505 842
TOTAL GENERAL PASSIF		5 482 582 945	4 594 799 546

COMPTE DE RESULTATSS PERIODE DU 01.01.2013 AU 31.12.2013

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NO TE	31.12.2013	31.12.2012
Chiffre d'affaires	6.1	6 032 294 441	5 669 817 158
Variation stocks produits finis et en-cours	6.2	14 508 722	166 504 084
Production immobilisée		-	-
Subventions d'exploitation		-	-
PRODUCTION DE L'EXERCICE		6 046 803 162	5 836 321 243
Achats consommés	6.3	(3 562 949 876)	(3 616 401 032)
Services extérieurs et autres consommations	6.4	(949 581 759)	(828 514 468)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		(4 512 531 635)	(4 444 915 500)
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		1 534 271 527	1 391 405 743
Charges de personnel	6.5	(640 731 682)	(528 526 658)
Impôts taxes et versements assimilés	6.6	(115 074 294)	(91 220 592)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		778 465 551	771 658 493
Autres produits opérationnels	6.7	7 606 478	39 643 564
Autres charges opérationnelles	6.8	(127 108 544)	(143 668 097)
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	(337 623 594)	(360 894 729)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		61 279 430	29 397 896
RESULTAT OPERATIONNEL		382 619 322	336 137 127
Produits financiers	6.10	22 103 744	15 091 358
Charges financières	6.11	(114 208 627)	(113 076 392)
RESULTAT FINANCIER		(92 104 883)	(97 985 034)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS		290 514 438	238 152 093
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		(65 829 216)	(75 756 721)
Impôts différés sur résultats ordinaires		4 184 316	6 207 327
Total des produits des activités ordinaires		6 137 792 814	5 920 454 061
Total des charges des activités ordinaires		(5 908 923 276)	(5 751 851 362)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		228 869 539	168 602 699
Eléments extraordinaires (produits)		-	-
Eléments extraordinaires (charges)		-	-
RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-	-
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		228 869 539	168 602 699

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE PERIODE DU 01.01.2013 AU 31.12.2013

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NOTE	31.12.2013	31.12.2012
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles			
Résultat net		228 869 539	168 602 699
Ajustement pour :			
* Amortissements immobilisations	7.1	330 436 106	233 084 672
* Autres Amortissements et provisions		(162 468 980)	98 412 160
* Variation des impôts différés		(4 184 316)	(6 207 327)
* variation des Stocks	7.2	(98 424 742)	(130 603 510)
* Variation des clients et autres créances	7.3	22 752 621	(140 030 145)
* Variation des Fournisseurs et autres dettes	7.4	248 927 286	35 364 539
* Plus ou moins values de cession nettes d'immobilisations		(683 675)	(6 077 040)
Flux de trésorerie générés par l'activité (A)		565 223 837	252 546 048
Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement			
Décassements sur acquisition d'immobilisations	7.5	(1 103 629 047)	(621 995 474)
Encaissement sur cession d'immobilisations		683 675	6 077 040
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières	7.6	1 950 000	
Décassements sur acquisition d'immobilisations financières		-	(750 000)
Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement (B)		(1 100 995 372)	(616 668 434)
Flux de trésorerie provenant des opérations de financement			
Dividendes versés aux actionnaires		(79 794 384)	(54 982 261)
Augmentation du capital en numéraire		-	-
Encaissements des subventions d'investissement	7.7	-	-
Emission d'emprunts	7.8	1 058 164 542	91 963 453
Remboursements d'emprunts	7.9	(152 822 601)	(120 351 246)
Flux de trésorerie liés aux opérations de financement (C)		825 547 557	(83 370 054)
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		289 776 022	(447 492 440)
Trésorerie au début de l'exercice		(318 029 897)	129 462 542
Trésorerie à la clôture de l'exercice		(28 253 876)	(318 029 897)
Variation de trésorerie		289 776 022	(447 492 440)

NCA-ROUIBA
SPA

ETATS FINANCIERS 31.12.2013



TABLEAU DE VARIATION DES CAPITAUX PROPRES

Période du 01/01/2013 au 31/12/2013

	Note	Capital social	Prime d'émission	Ecart d'évaluation	Ecart de réévaluation	Réserves et résultat
Solde au 31 décembre 2011		849 195 000	137 687 166	-	-	489 987 631
Changement de méthodes comptables		-	-	-	-	-
Corrections d'erreurs significatives		-	-	-	-	-
Réévaluation des immobilisations		-	-	-	-	-
Dividendes payés		-	-	-	-	(60 000 000)
Augmentation de capital		-	-	-	-	-
Résultat net de l'exercice		-	-	-	-	168 602 700
Solde au 31 décembre 2012		849 195 000	137 687 166	-	-	598 590 330
Réévaluation des immobilisations		-	-	-	-	-
Changement de méthodes comptables		-	-	-	-	-
Dividendes payés		-	-	-	-	(59 443 650)
Augmentation de capital		-	-	-	-	-
Résultat net de l'exercice		-	-	-	-	228 869 539
Solde au 31 décembre 2013		849 195 000	137 687 166	-	-	768 016 219

ملحق رقم (11): القوائم المالية لمؤسسة روية لسنة 2014

NCA-ROUIBA
SPA

ETATS FINANCIERS 31.12.2014

BILAN ARRETE AU 31.12.2014
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

ACTIF	NOTE	2014 BRUT	2014 AMO&PROV	2014 NET	2013 NET
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	4.1	44 454 071	31 273 033	13 181 038	20 131 409
Immobilisations corporelles	4.2	6 439 628 681	1 953 499 619	4 486 129 061	3 129 951 333
Terrains		1 183 751 184	-	1 183 751 184	398 571 250
Bâtiments		922 838 083	125 080 537	797 757 546	347 832 652
Autres immobilisations corporelles		4 179 585 921	1 828 419 082	2 351 166 839	2 237 444 913
Immobilisations en concession		-	-	-	-
Immobilisations encours		153 453 493	-	153 453 493	146 102 518
Immobilisations financières	4.3	54 539 112	-	54 539 112	40 855 673
Autres participations et créances rattachées		-	-	-	-
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		1 614 391	-	1 614 391	3 060 000
Impôts différés actif		52 924 721	-	52 924 721	37 795 673
TOTAL ACTIF NON COURANT		6 538 621 864	1 984 772 652	4 553 849 211	3 190 938 414
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.4	1 116 095 014	73 091 953	1 043 003 061	1 059 612 751
Créances et emplois assimilés		1 554 939 518	168 246 171	1 386 693 346	1 057 668 087
Clients	4.5	1 327 061 329	168 246 171	1 158 815 158	790 346 856
Autres débiteurs	4.6	134 907 092	-	134 907 092	172 860 498
Impôts et assimilés	4.7	65 911 892	-	65 911 892	70 429 485
Autres créances et emplois assimilés	4.8	27 059 205	-	27 059 205	24 031 248
Disponibilités et assimilés		226 128 876	-	226 128 876	174 363 692
Placements et autres actifs financiers courants		14 335 010	-	14 335 010	4 788 000
Trésorerie	4.9	211 793 866	-	211 793 866	169 575 692
TOTAL ACTIF COURANT		2 897 163 408	241 338 124	2 655 825 284	2 291 644 531
TOTAL GENERAL ACTIF		9 435 785 271	2 226 110 776	7 209 674 495	5 482 582 945

BILAN ARRETE AU 31.12.2014
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

PASSIF	NOTE	31.12.2014	31.12.2013
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		820 783 885	676 833 846
Ecart de réévaluation		-	-
Résultat net		310 853 613	228 869 539
Autres capitaux propres		282 440	-
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	1 981 114 938	1 754 898 385
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	2 676 780 567	1 494 706 743
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	1 728 774	3 645 260
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	3 640 997	8 224 687
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		2 682 150 338	1 506 576 690
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 255 300 864	1 334 090 677
Impôts	5.5	163 080 164	172 217 368
Autres dettes	5.6	718 996 498	516 970 256
Trésorerie passif	5.7	409 031 693	197 829 568
TOTAL PASSIFS COURANTS		2 546 409 218	2 221 107 869
TOTAL GENERAL PASSIF		7 209 674 495	5 482 582 945

NCA-ROUBA
SPA

ETATS FINANCIERS 31.12.2014



COMPTE DE RESULTA PERIODE DU 01.01.2014 AU 31.12.2014

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NOTE	31.12.2014	31.12.2013
Chiffre d'affaires	6.1	7 053 727 818	6 032 294 441
Variation stocks produits finis et en-cours	6.2	(8 788 499)	14 508 722
Production immobilisée		-	-
Subventions d'exploitation		1 251 776	-
PRODUCTION DE L'EXERCICE		7 046 191 095	6 046 803 162
Achats consommés	6.3	(4 150 717 902)	(3 562 949 876)
Services extérieurs et autres consommations	6.4	(1 038 591 810)	(949 581 759)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		(5 189 309 712)	(4 512 531 635)
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		1 856 881 382	1 534 271 527
Charges de personnel	6.5	(723 916 388)	(640 731 682)
Impôts taxes et versements assimilés	6.6	(108 206 669)	(115 074 294)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 024 758 326	778 465 551
Autres produits opérationnels	6.7	11 592 505	7 606 478
Autres charges opérationnelles	6.8	(115 600 837)	(127 108 544)
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	(471 393 651)	(337 623 594)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		5 041 476	61 279 430
RESULTAT OPERATIONNEL		454 397 817	382 619 322
Produits financiers	6.10	27 595 211	22 103 744
Charges financières	6.11	(113 049 816)	(114 208 627)
RESULTAT FINANCIER		(85 454 606)	(92 104 883)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS		368 943 211	290 514 438
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		(75 135 133)	(65 829 216)
Impôts différés sur résultats ordinaires		17 045 535	4 184 316
Total des produits des activités ordinaires		7 090 420 286	6 137 792 814
Total des charges des activités ordinaires		(6 779 566 672)	(5 908 923 276)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		310 853 613	228 869 539
Eléments extraordinaires (produits)		-	-
Eléments extraordinaires (charges)		-	-
RESULTAT EXTRAORDINAIRE			-
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		310 853 613	228 869 539

ملحق رقم (12): القوائم المالية لمؤسسة روية لسنة 2015

NCA-ROUIBA
SPA

ETATS FINANCIERS 31.12.2015

BILAN ARRETE AU 31.12.2015
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

ACTIF	NOTE	2015 BRUT	2015 AMO & PROV	2015 NET	2014 NET
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	4.1	68 304 064	41 152 648	27 151 416	13 181 038
Immobilisations corporelles	4.2	7 688 147 300	2 443 435 530	5 244 711 770	4 486 129 061
Terrains		1 183 751 184	-	1 183 751 184	1 183 751 184
Bâtiments		922 838 083	171 070 774	751 767 309	797 757 546
Autres immobilisations corporelles		5 430 343 521	2 272 364 756	3 157 978 766	2 351 166 839
Immobilisations en concession		-	-	-	-
Immobilisations encours		151 214 512	-	151 214 512	153 453 493
Immobilisations financières	4.3	30 694 806	-	30 694 806	54 539 112
Autres participations et créances rattachées		-	-	-	-
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		2 034 391	-	2 034 391	1 614 391
Impôts différés actif		28 660 415	-	28 660 415	52 924 721
TOTAL ACTIF NON COURANT		7 787 146 170	2 484 588 178	5 302 557 992	4 553 849 211
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.4	1 234 569 796	70 264 172	1 164 305 624	1 043 003 061
Créances et emplois assimilés		1 802 923 535	169 788 740	1 633 134 795	1 386 693 346
Clients	4.5	1 573 151 707	169 788 740	1 403 362 966	1 158 815 158
Autres débiteurs	4.6	80 974 412	-	80 974 412	134 907 092
Impôts et assimilés	4.7	97 145 337	-	97 145 337	65 911 892
Autres créances et emplois assimilés	4.8	51 652 079	-	51 652 079	27 059 205
Disponibilités et assimilés		240 206 347	-	240 206 347	226 128 876
Placements et autres actifs financiers courants		7 539 490	-	7 539 490	14 335 010
Trésorerie	4.9	232 666 857	-	232 666 857	211 793 866
TOTAL ACTIF COURANT		3 277 699 678	240 052 912	3 037 646 766	2 655 825 284
TOTAL GENERAL ACTIF		11 064 845 848	2 724 641 090	8 340 204 758	7 209 674 495

NCA-ROUIBA
SPA

ETATS FINANCIERS 31.12.2015



BILAN ARRETE AU 31.12.2015
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

PASSIF	NOTE	31.12.2015	31.12.2014
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		1 030 016 538	820 783 885
Ecart de réévaluation		-	-
Résultat net		188 985 195	310 853 613
Autres capitaux propres		-	282 440
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	2 068 196 733	1 981 114 938
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	3 117 402 307	2 676 780 567
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	5 143 251	1 728 774
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	8 613 837	3 640 997
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		3 131 159 396	2 682 150 338
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 367 058 312	1 255 300 864
Impôts	5.5	40 632 773	163 080 164
Autres dettes	5.6	1 134 931 902	718 996 498
Trésorerie passif	5.7	598 225 643	409 031 693
TOTAL PASSIFS COURANTS		3 140 848 630	2 546 409 218
TOTAL GENERAL PASSIF		8 340 204 758	7 209 674 495

COMPTE DE RESULTATSS PERIODE DU 01.01.2015 AU 31.12.2015

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NOTE	31.12.2015	31.12.2014
Chiffre d'affaires	6.1	7 490 167 433	7 053 727 818
Variation stocks produits finis et en-cours	6.2	66 962 859	(8 788 499)
Subventions d'exploitation		-	1 251 776
PRODUCTION DE L'EXERCICE		7 557 130 291	7 046 191 095
Achats consommés	6.3	(4 520 098 571)	(4 150 717 902)
Services extérieurs et autres consommations	6.4	(1 157 586 303)	(1 038 591 810)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		(5 677 684 874)	(5 189 309 712)
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		1 879 445 417	1 856 881 382
Charges de personnel	6.5	(729 349 666)	(723 916 388)
Impôts taxes et versements assimilés	6.6	(115 655 531)	(108 206 669)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 034 440 220	1 024 758 326
Autres produits opérationnels	6.7	12 238 979	11 592 505
Autres charges opérationnelles	6.8	(102 696 437)	(115 600 837)
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	(516 406 162)	(471 393 651)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		12 214 428	5 041 476
RESULTAT OPERATIONNEL		439 791 029	454 397 817
Produits financiers	6.10	33 609 894	27 595 211
Charges financières	6.11	(221 380 402)	(113 049 816)
RESULTAT FINANCER		(187 770 507)	(85 454 606)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS		252 020 521	368 943 211
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		(35 356 543)	(75 135 133)
Impôts différés sur résultats ordinaires		(27 678 783)	17 045 535
Total des produits des activités ordinaires		7 615 193 593	7 090 420 286
Total des charges des activités ordinaires		(7 426 208 398)	(6 779 566 672)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		188 985 195	310 853 613
Eléments extraordinaires (produits)		-	-
Eléments extraordinaires (charges)		-	-
RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-	-
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		188 985 195	310 853 613

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE PERIODE DU 01.01.2015 AU 31.12.2015
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NOTE	31.12.2015	31.12.2014
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles			
Résultat net		188 985 195	310 853 613
Ajustement pour :			
* Amortissements immobilisations	7.1	505 476 945	425 955 988
* Autres Amortissements et provisions		6 746 340	40 396 188
* Variation des impôts différés		27 678 783	(17 045 535)
* variation des Stocks	7.2	(118 474 782)	6 754 316
* Variation des clients et autres créances	7.3	(331 386 280)	(339 090 810)
* Variation des Fournisseurs et autres dettes	7.4	(127 046 513)	(33 632 153)
* Plus ou moins-values de cession nette d'immobilisations			(6 114 237)
Flux de trésorerie générés par l'activité (A)		151 979 689	388 077 370
Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement			
Décassements sur acquisition d'immobilisations	7.5	(1 181 274 627)	(1 820 231 921)
Encaissement sur cession d'immobilisations		-	6 114 237
Décassements sur acquisition d'immobilisations financières	7.6	(420 000)	-
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières		-	1 445 609
Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement (B)		(1 181 694 627)	(1 812 672 076)
Flux de trésorerie provenant des opérations de financement			
Dividendes versés aux actionnaires		(100 548 544)	(86 400 926)
Augmentation du capital en numéraire		-	-
Encaissements des subventions d'investissement	7.7	-	-
Emission d'emprunts	7.8	1 303 879 269	1 534 664 253
Remboursement d'emprunts	7.9	(341 936 747)	(192 652 572)
Flux de trésorerie liés aux opérations de financement (C)		861 393 978	1 255 610 755
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		(168 320 959)	(168 983 951)
Trésorerie au début de l'exercice		(197 237 827)	(28 253 876)
Trésorerie à la clôture de l'exercice		(365 558 786)	(197 237 827)
Variation de trésorerie		(168 320 959)	(168 983 951)

TABEAU DE VARIATION DES CAPITAUX PROPRES
Période du 01/01/2015 au 31/12/2015

	Note	Capital social	Prime d'émission	Ecart d'évaluation	Ecart de réévaluation	Réserves et résultat
Solde au 31 décembre 2013		849 195 000	137 687 166	-	-	768 016 219
Changement de méthodes comptables		-	-	-	-	-
Corrections d'erreurs significatives		-	-	-	-	-
Réévaluation des immobilisations		-	-	-	-	-
Dividendes payés		-	-	-	-	84 637 060
Augmentation de capital		-	-	-	-	-
Résultat net de l'exercice		-	-	-	-	310 853 613
Solde au 31 décembre 2014		849 195 000	137 687 166	-	-	994 232 772
Réévaluation des immobilisations		-	-	-	-	-
Changement de méthodes comptables		-	-	-	-	-
Dividendes payés		-	-	-	-	101 903 400
Augmentation de capital		-	-	-	-	-
Résultat net de l'exercice		-	-	-	-	188 985 195
Solde au 31 décembre 2015		849 195 000	137 687 166	-	-	1 081 314 567

قائمة الملاحق

ملحق رقم (13): القوائم المالية لمؤسسة روية لسنة 2016

النشاط: إنتاج العصير
العنوان : المنطقة الصناعية روية الطريق الوطني رقم 05

جدول 2 حسابات النتائج
الفترة: من 01 جانفي 2016 إلى 31 ديسمبر 2016

2015	2016	
7 490 167 433	7 983 651 413	المبيعات و المنتجات الملحقة
66 962 859	30 204 242	تغيرات المخزونات و المنتجات المصنعة و المنتجات قيد الصنع
-	-	الإنتاج المثبت
-	-	إعانات الإستغلال
7 557 130 291	8 013 855 655	1- إنتاج السنة المالية
(4 520 098 571)	(4 831 599 357)	المشتريات المستهلكة
(1 157 586 303)	(1 351 522 971)	الخدمات الخارجية و الإستهلاكات الأخرى
(5 677 684 874)	(6 183 122 328)	2- استهلاك السنة المالية
1 879 445 417	1 830 733 327	3- القيمة المضافة للإستغلال (2-1)
(729 349 666)	(766 196 342)	أجواء المستخدمين
(115 655 531)	(66 747 764)	الضرائب و الرسوم و المدفوعات المماثلة
1 034 440 220	997 789 221	4- إجمالي فائض الإستغلال
12 238 979	11 966 009	المنتجات العملياتية الأخرى
(102 696 437)	(102 978 529)	الأجواء العملياتية الأخرى
(516 406 162)	(603 224 179)	المخصصات للاحتلاكات و المؤونات و خسارة القيمة
12 214 428	14 081 771	استرجاع على خسائر القيمة و المؤونات
439 791 029	317 634 294	5- النتيجة العملياتية
33 609 894	64 871 996	المنتجات المالية
(221 380 402)	(230 916 633)	الأعباء المالية
(187 770 507)	(166 044 637)	6- النتيجة المالية
252 020 521	151 589 656	7 - النتيجة العادية قبل الضرائب (5+6)
(35 356 543)	(13 808 145)	الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية
-	7 106 073	الضرائب المؤجلة (تغيرات) عن النتائج العادية
7 615 193 593	8 104 775 430	مجموع منتجات الأنشطة العادية
(7 426 208 398)	(7 974 099 992)	مجموع أعباء الأنشطة العادية
188 985 195	130 675 438	8 - النتيجة الصافية للأنشطة العادية
-	-	عناصر غير عادية (منتجات) (يجب تبيانها)
-	-	عناصر غير عادية (أعباء) (يجب تبيانها)
-	-	9- النتيجة غير العادية
188 985 195	130 675 438	10- صافي نتيجة السنة المالية
		حصة الشركات الموضوعة موضع المعادلة في النتيجة الصافية (1)
		11- صافي نتيجة المجموع المدمج (1)
		و منها حصة ذوي الأقلية (1)
		حصة المجمع (1)

SPA NCA-ROUIBA

Adresse: Route national N°5 zone industrielle ROUIBA

COMPTE DE RESULTATSS PERIODE DU 01.01.2016 AU 31.12.2016
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NOTE	31.12.2016	31.12.2015
Chiffre d'affaires	6.1	7 983 651 413	7 490 167 433
Variation stocks produits finis et en-cours	6.2	30 204 242	66 962 859
Production immobilisée		-	-
Subventions d'exploitation		-	-
PRODUCTION DE L'EXERCICE		8 013 855 655	7 557 130 291
Achats consommés	6.3	(4 831 599 357)	(4 520 098 571)
Services extérieurs et autres consommations	6.4	(1 351 522 971)	(1 157 586 303)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		(6 183 122 328)	(5 677 684 874)
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		1 830 733 327	1 879 445 417
Charges de personnel	6.5	(766 196 342)	(729 349 666)
Impôts taxes et versements assimilés	6.6	(66 747 764)	(115 655 531)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		997 789 221	1 034 440 220
Autres produits opérationnels	6.7	11 966 009	12 238 979
Autres charges opérationnelles	6.8	(102 978 529)	(102 696 437)
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	(603 224 179)	(516 406 162)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		14 081 771	12 214 428
RESULTAT OPERATIONNEL		317 634 294	439 791 029
Produits financiers	6.10	64 871 996	33 609 894
Charges financières	6.11	(230 916 633)	(221 380 402)
RESULTAT FINANCER		(166 044 637)	(187 770 507)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS		151 589 656	252 020 521
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		(13 808 145)	(35 356 543)
Impôts différés sur résultats ordinaires		(7 106 073)	(27 678 783)
Total des produits des activités ordinaires		8 104 775 430	7 615 193 593
Total des charges des activités ordinaires		(7 974 099 992)	(7 426 208 398)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		130 675 438	188 985 195
Éléments extraordinaires (produits)		-	-
Éléments extraordinaires (charges)		-	-
RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		130 675 438	188 985 195

قائمة الملاحق

اسم الشركة: NCA الروبية
النشاط: إنتاج العصير
العنوان : المنطقة الصناعية روبية الطريق الوطني رقم 05

جدول 1 خصوم
الفترة: من 01 جانفي 2016 إلى 31 ديسمبر 2016

2015	2016	الخصوم
		رؤوس الأموال الخاصة
849 195 000	849 195 000	رأس المال الصادر (أو حساب المستغل)
-	-	رأس المال غير المطلوب
1 030 016 538	1 091 622 483	العلاوات و الاحتياطات (الاحتياطات المدمجة)
-	-	فارق إعادة التقييم
-	-	فارق المعادلة
188 985 195	130 675 438	النتيجة الصافية (النتيجة الصافية حصة المجمع)
-	573 426	رؤوس الأموال الخاصة الأخرى، ترحيل من جديد
-	-	حصة الشركة المدمجة
-	-	حصة ذوي الأقلية
2 068 196 733	2 072 066 347	المجموع 1
		الخصوم غير الجارية
3 117 402 307	2 903 896 190	القروض و الديون المالية
5 143 251	9 230 686	الضرائب (المؤجلة و المرصود لها)
-	-	الديون الأخرى غير الجارية
8 613 837	9 563 188	المؤونات و المنتوجات المدرجة في الحسابات سلفا
3 131 159 396	2 922 690 065	مجموع الخصوم غير الجارية
		الخصوم الجارية
1 367 058 312	1 809 080 211	الموردون و الحسابات الملحة
40 632 773	19 201 886	الضرائب
1 134 931 902	1 598 819 533	الديون الأخرى
598 225 643	858 534 482	خزينة الخصوم
3 140 848 630	4 285 636 112	مجموع الخصوم الجارية
8 340 204 758	9 280 392 524	المجموع العام للخصوم

SPA NCA-ROUIBA

Adresse: Route nationale N°5 zone industrielle ROUIBA

BILAN ARRETE AU 31.12.2016
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

PASSIF	NOTE	31.12.2016	31.12.2015
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		1 091 622 483	1 030 016 538
Ecart de réévaluation		-	-
Résultat net		130 675 438	188 985 195
Autres capitaux propres		573 426	-
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	2 072 066 347	2 068 196 733
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	2 903 896 190	3 117 402 307
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	9 230 686	5 143 251
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	9 563 188	8 613 837
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		2 922 690 065	3 131 159 396
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 809 080 211	1 367 058 312
Impôts	5.5	19 201 886	40 632 773
Autres dettes	5.6	1 598 819 533	1 134 931 902
Trésorerie passif	5.7	858 534 482	598 225 643
TOTAL PASSIFS COURANTS		4 285 636 112	3 140 848 630
TOTAL GENERAL PASSIF		9 280 392 524	8 340 204 758

قائمة الملاحق

اسم الشركة: NCA الرويية
النشاط: إنتاج العصير
العنوان : المنطقة الصناعية رويية الطريق الوطني رقم 05

جدول 1 أصول
الفترة: من 01 جانفي 2016 إلى 31 ديسمبر 2016

2015	2016			الأصول المالية
المجموع	المجموع	اكتلاكات	المجموع	
				الأصول المثبتة (غير الجارية)
				فارق الشراء (ou goodwill)
27 151 416	28 075 741	50 400 570	78 476 311	التثبيبات المعنوية
5 093 497 258	4 972 103 741	2 931 204 056	7 903 307 797	التثبيبات العينية
151 214 512	714 810 661	-	714 810 661	التثبيبات الجارية إنجازها
30 694 806	27 549 692	-	27 549 692	التثبيبات المالية
				المسندات الموضوعية موضع المعادلة - المؤسسات المشتركة
				المساهمات الأخرى و الحسابات الدائنة الملحقة
				المسندات الأخرى المثبتة
2 034 391	1 907 916	-	1 907 916	القروض و الأصول المالية الأخرى غير الجارية
28 660 415	25 641 777	-	25 641 777	الضرائب الموجبة على الأصول
5 302 557 992	5 742 539 835	2 981 604 626	8 724 144 461	مجموع الأصول غير الجارية
				الأصول الجارية
1 164 305 624	981 513 129	69 137 612	1 050 650 741	المخزونات و المنتجات قيد الصنع
				الحسابات الدائنة - الإستخدامات المماثلة
1 403 362 966	2 360 103 963	169 188 740	2 529 292 703	الزبائن
80 974 412	20 196 464	-	20 196 464	المدينون الآخرون
97 145 337	36 676 419	-	36 676 419	الضرائب
51 652 079	18 140 849	-	18 140 849	الأصول الأخرى الجارية
				الموجودات و ما يماثلها
7 539 490	7 114 730	-	7 114 730	توظيفات و أصول مالية جارية
232 666 857	114 107 135	-	114 107 135	أموال الخزينة
3 037 646 766	3 537 852 689	238 326 353	3 776 179 042	مجموع الأصول الجارية
8 340 204 758	9 280 392 524	3 219 930 979	12 500 323 503	المجموع العام للأصول

SPA NCA-ROUIBA

Adresse: Route nationale N°5 zone industrielle ROUIBA

BILAN ARRETE AU 31.12.2016
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

ACTIF	NOTE	2016 BRUT	2016AMO&PROV	2016 NET	2015 NET
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	4.1	78 476 311	50 400 570	28 075 741	27 151 416
Immobilisations corporelles	4.2	8 618 118 458	2 931 204 056	5 686 914 402	5 244 711 770
Terrains		1 183 751 184	-	1 183 751 184	1 183 751 184
Batiments		922 838 083	217 187 023	705 651 060	751 767 309
Autres immobilisations corporelles		5 796 718 530	2 714 017 033	3 082 701 497	3 157 978 766
Immobilisations en concession		-	-	-	-
Immobilisations encours		714 810 661	-	714 810 661	151 214 512
Immobilisations financières	4.3	27 549 692	-	27 549 692	30 694 806
Autres participations et créances rattachées		-	-	-	-
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		1 907 916	-	1 907 916	2 034 391
Impôts différés actif		25 641 777	-	25 641 777	28 660 415
TOTAL ACTIF NON COURANT		8 724 144 461	2 981 604 626	5 742 539 835	5 302 557 992
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.4	1 050 650 741	69 137 612	981 513 129	1 164 305 624
Créances et emplois assimilés		2 604 306 436	169 188 740	2 435 117 695	1 633 134 795
Clients	4.5	2 529 292 703	169 188 740	2 360 103 963	1 403 362 966
Autres débiteurs	4.6	20 196 464	-	20 196 464	80 974 412
Impôts et assimilés	4.7	36 676 419	-	36 676 419	97 145 337
Autres créances et emplois assimilés	4.8	18 140 849	-	18 140 849	51 652 079
Disponibilités et assimilés		121 221 865	-	121 221 865	240 206 347
Placements et autres actifs financiers courants		7 114 730	-	7 114 730	7 539 490
Trésorerie	4.9	114 107 135	-	114 107 135	232 666 857
TOTAL ACTIF COURANT		3 776 179 042	238 326 353	3 537 852 689	3 037 646 766
TOTAL GENERAL ACTIF		12 500 323 503	3 219 930 979	9 280 392 524	8 340 204 758

ملحق رقم (14): القوائم المالية لمؤسسة روية لسنة 2017

BILAN ARRETE AU 31.12.2017
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

ACTIF	NOTE	2017 BRUT	2017AMO&PROV	2017 NET	2016 NET*
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	4.1	92 865 682	59 039 534	33 826 148	28 075 741
Immobilisations corporelles	4.2	8 907 092 853	3 579 799 924	5 327 292 929	5 686 914 402
Terrains		1 183 751 184	0	1 183 751 184	1 183 751 184
Bâtiments		922 838 083	263 177 272	659 660 811	705 651 060
Autres immobilisations corporelles		6 787 766 703	3 316 622 652	3 471 144 052	3 082 701 497
Immobilisations en concession		0	0	0	0
Immobilisations encours		12 736 882	0	12 736 882	714 810 661
Immobilisations financières	4.3	113 301 317	0	113 301 317	27 549 692
Autres participations et créances rattachées		0	0	0	0
Autres titres immobilisés		0	0	0	0
Prêts et autres actifs financiers non courants		775 000	0	775 000	1 907 916
Impôts différés actif		112 526 317	0	112 526 317	25 641 777
TOTAL ACTIF NON COURANT		9 113 259 852	3 638 839 458	5 474 420 394	5 742 539 835
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.4	1 298 871 559	119 541 388	1 179 330 172	981 513 129
Créances et emplois assimilés		2 090 946 596	182 450 329	1 908 496 267	2 435 117 695
Clients	4.5	1 956 926 614	182 450 329	1 774 476 285	2 360 103 963
Autres débiteurs	4.6	52 269 968	0	52 269 968	20 196 464
Impôts et assimilés	4.7	68 623 477	0	68 623 477	36 676 419
Autres créances et emplois assimilés	4.8	13 126 537	0	13 126 537	18 140 849
Disponibilités et assimilés		132 516 862	0	132 516 862	121 221 865
Placements et autres actifs financiers courants	4.9	6 371 400	0	6 371 400	7 114 730
Trésorerie	4.10	126 145 462	0	126 145 462	114 107 135
TOTAL ACTIF COURANT		3 522 335 017	301 991 717	3 220 343 300	3 537 852 689
TOTAL GENERAL ACTIF		12 635 594 869	3 940 831 174	8 694 763 694	9 280 392 524

Etats financiers retraités

BILAN ARRETE AU 31.12.2017
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

PASSIF	NOTE	31.12.2017	31.12.2016*
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		1 222 871 347	1 091 622 483
Ecart de réévaluation		-	-
Résultat net		(702 610 250)	130 675 438
Autres capitaux propres		-	573 426
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	1 369 456 097	2 072 066 347
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	2 486 785 886	2 903 896 190
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	10 995 189	9 230 686
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	15 746 232	9 563 188
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		2 513 527 307	2 922 690 065
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 970 597 393	1 809 080 211
Impôts	5.5	3 194 534	19 201 886
Autres dettes	5.6	135 485 524	242 902 928
Trésorerie passif	5.7	2 702 502 840	2 214 451 087
TOTAL PASSIFS COURANTS		4 811 780 290	4 285 636 112
TOTAL GENERAL PASSIF		8 694 763 694	9 280 392 524

Etats financiers retraités

COMPTE DE RESULTATSS PERIODE DU 01.01.2017 AU 31.12.2017

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NOTE	31.12.2017	31.12.2016
Chiffre d'affaires	6.1	5 659 391 237	7 983 651 413
Variation stocks produits finis et en-cours	6.2	260 096 158	30 204 242
Production immobilisée		-	-
Subventions d'exploitation		-	-
PRODUCTION DE L'EXERCICE		5 919 487 396	8 013 855 655
Achats consommés	6.3	(3 607 011 260)	(4 831 599 357)
Services extérieurs et autres consommations	6.4	(1 129 603 933)	(1 351 522 971)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		(4 736 615 193)	(6 183 122 328)
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		1 182 872 203	1 830 733 327
Charges de personnel	6.5	(722 931 844)	(766 196 342)
Impôts taxes et versements assimilés	6.6	(54 753 822)	(66 747 764)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		405 186 536	997 789 221
Autres produits opérationnels	6.7	47 099 948	11 966 009
Autres charges opérationnelles	6.8	(138 477 963)	(102 978 529)
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	(744 037 721)	(603 224 179)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		3 247 456	14 081 771
RESULTAT OPERATIONNEL		(426 981 745)	317 634 294
Produits financiers	6.10	15 082 804	64 871 996
Charges financières	6.11	(375 831 347)	(230 916 633)
RESULTAT FINANCER		(360 748 543)	(166 044 637)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS		(787 730 288)	151 589 656
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		-	(13 808 145)
Impôts différés sur résultats ordinaires		85 120 037	(7 106 073)
Total des produits des activistes ordinaires		6 070 037 641	8 104 775 430
Total des charges des activités ordinaires		(6 772 647 891)	(7 974 099 992)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		(702 610 250)	130 675 438
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		(702 610 250)	130 675 438

Etats financiers retraités

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE PERIODE DU 01.01.2017 AU 31.12.2017
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NOTE	31.12.2017	31.12.2016*
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles			
Résultat net		(702 610 250)	130 675 438
Ajustement pour :			
* Amortissements immobilisations		677 124 902	590 868 968
* Autres Amortissements et provisions		69 848 408	(194 924)
* Variation des impôts différés		(85 120 037)	7 106 073
* variation des Stocks		(248 220 818)	183 919 055
* Variation des clients et autres créances		518 795 757	(802 690 436)
* Variation des Fournisseurs et autres dettes		123 901 228	453 369 690
* Plus ou moins-values de cession nettes d'immobilisations		(3 368 495)	(6 672 494)
Flux de trésorerie générés par l'activité (A)		350 350 693	556 381 371
Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement			
Décassements sur acquisition d'immobilisations		(413 755 225)	(1 003 632 339)
Encaissement sur cession d'immobilisations		3 368 495	6 672 494
Décassements sur acquisition d'immobilisations financières		-	-
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières		1 132 916	126 476
Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement (B)		(409 253 814)	(996 833 370)
Flux de trésorerie provenant des opérations de financement			
Dividendes versés aux actionnaires		-	(127 260 680)
Augmentation du capital en numéraire		-	-
Encaissements des subventions d'investissement		-	-
Emission d'emprunts		240 758 884	535 335 048
Remboursement d'emprunts		(657 869 188)	(748 841 165)
Flux de trésorerie liés aux opérations de financement (C)		(417 110 304)	(340 766 797)
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		(476 013 425)	(781 218 796)
Trésorerie au début de l'exercice		(2 100 343 952)	(1 319 125 157)
Trésorerie à la clôture de l'exercice		(2 576 357 378)	(2 100 343 952)
Variation de trésorerie		(476 013 425)	(781 218 796)
<i>Etats financiers retraités</i>			

ملحق رقم (15): القوائم المالية لمؤسسة روية لسنة 2018

NCA-ROUIBA
SPA

ETATS FINANCIERS 31.12.2018



BILAN ARRETE AU 31.12.2018

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

ACTIF	NOTE	2018 BRUT	2018 AMO&PROV	2018 NET	2017 NET
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	4.1	93 165 682	69 594 483	23 571 199	33 826 148
Immobilisations corporelles	4.2	10 160 529 386	3 789 187 371	6 371 342 015	5 327 292 929
Terrains		2 625 000 000	-	2 625 000 000	1 183 751 184
Bâtiments		922 838 083	309 167 507	613 670 576	659 660 811
Autres immobilisations corporelles		6 583 409 194	3 480 019 864	3 103 389 330	3 471 144 052
Immobilisations en concession		-	-	-	-
Immobilisations encours		29 282 109	-	29 282 109	12 736 882
Immobilisations financières	4.3	175 511 506	-	175 511 506	113 301 317
Autres participations et créances rattachées		-	-	-	-
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		3 700 000	-	3 700 000	775 000
Impôts différés actif		171 811 506	-	171 811 506	112 526 317
TOTAL ACTIF NON COURANT		10 429 206 574	3 858 781 854	6 570 424 720	5 474 420 394
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.4	823 488 969	112 891 183	710 597 785	1 179 330 172
Créances et emplois assimilés		2 719 914 436	182 450 329	2 537 464 108	1 908 496 267
Clients	4.5	2 561 782 326	182 450 329	2 379 331 998	1 774 476 285
Autres débiteurs	4.6	118 627 669	-	118 627 669	52 269 968
Impôts et assimilés	4.7	30 720 191	-	30 720 191	68 623 477
Autres créances et emplois assimilés	4.8	8 784 250	-	8 784 250	13 126 537
Disponibilités et assimilés		250 744 601	-	250 744 601	132 516 862
Placements et autres actifs financiers courants		5 649 308	-	5 649 308	6 371 400
Trésorerie	4.9	245 095 293	-	245 095 293	126 145 462
TOTAL ACTIF COURANT		3 794 148 006	295 341 512	3 498 806 494	3 220 343 300
TOTAL GENERAL ACTIF		14 223 354 580	4 154 123 366	10 069 231 214	8 694 763 694

BILAN ARRETE AU 31.12.2018
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

PASSIF	NOTE	31.12.2018	31.12.2017
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		520 261 097	1 222 871 347
Ecart de réévaluation		1 441 248 816	-
Résultat net		(275 035 966)	(702 610 250)
Autres capitaux propres		-	-
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	2 535 668 947	1 369 456 097
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	1 585 339 950	2 486 785 886
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	17 041 707	10 995 189
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	18 676 283	15 746 232
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		1 621 057 940	2 513 527 307
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	2 311 196 012	1 970 597 393
Impôts	5.5	5 316 881	3 194 534
Autres dettes	5.6	281 221 204	135 485 524
Trésorerie passif	5.7	3 314 770 229	2 702 502 840
TOTAL PASSIFS COURANTS		5 912 504 327	4 811 780 290
TOTAL GENERAL PASSIF		10 069 231 214	8 694 763 694

COMPTE DE RESULTATS PERIODE DU 01.01.2018 AU 31.12.2018

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NOTE	31.12.2018	31.12.2017
Chiffre d'affaires	6.1	5 936 615 369	5 659 391 237
Variation stocks produits finis et en-cours	6.2	(164 687 788)	260 096 158
Production immobilisée		-	-
Subventions d'exploitation		-	-
PRODUCTION DE L'EXERCICE		5 771 927 581	5 919 487 396
Achats consommés	6.3	(3 618 612 603)	(3 607 011 260)
Services extérieurs et autres consommations	6.4	(926 986 537)	(1 129 603 933)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		(4 545 599 140)	(4 736 615 193)
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		1 226 328 441	1 182 872 203
Charges de personnel	6.5	(711 630 826)	(722 931 844)
Impôts taxes et versements assimilés	6.6	(50 733 316)	(54 753 822)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		463 964 299	405 186 536
Autres produits opérationnels	6.7	89 892 128	47 099 948
Autres charges opérationnelles	6.8	(127 735 114)	(138 477 963)
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	(534 682 928)	(744 037 721)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		49 028 820	3 247 456
RESULTAT OPERATIONNEL		(59 532 796)	(426 981 745)
Produits financiers	6.10	21 728 182	15 082 804
Charges financières	6.11	(290 470 023)	(375 831 347)
RESULTAT FINANCER		(268 741 841)	(360 748 543)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS		(328 274 637)	(787 730 288)
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		-	-
Impôts différés sur résultats ordinaires		53 238 671	85 120 037
Total des produits des activistes ordinaires		5 985 815 381	6 070 037 641
Total des charges des activités ordinaires		(6 260 851 347)	(6 772 647 891)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		(275 035 966)	(702 610 250)
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		(275 035 966)	(702 610 250)

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE PERIODE DU 01.01.2018 AU 31.12.2018

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NOTE	31.12.2018	31.12.2017
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles			
Résultat net		(275 035 966)	(702 610 250)
Ajustement pour :			
* Amortissements immobilisations		492 304 313	677 124 902
* Autres Amortissements et provisions		(3 720 153)	69 848 408
* Variation des impôts différés		(53 238 671)	(85 120 037)
* variation des Stocks		475 382 591	(248 220 818)
* Variation des clients et autres créances		(590 781 086)	518 795 757
* Variation des Fournisseurs et autres dettes		464 792 996	123 901 228
* Plus ou moins-values de cession nettes d'immobilisations		-	(3 368 495)
Flux de trésorerie générés par l'activité (A)		509 704 023	350 350 693
Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement			
Décassements sur acquisition d'immobilisations		(98 650 645)	(413 755 225)
Encaissement sur cession d'immobilisations		-	3 368 495
Décassements sur acquisition d'immobilisations financières		(2 925 000)	-
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières		-	1 132 916
Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement (B)		(101 575 645)	(409 253 814)
Flux de trésorerie provenant des opérations de financement			
Dividendes versés aux actionnaires		-	-
Augmentation du capital en numéraire		-	-
Encaissements des subventions d'investissement		-	-
Emission d'emprunts		12 453 537	240 758 884
Remboursement d'emprunts		(913 899 472)	(657 869 188)
Flux de trésorerie liés aux opérations de financement (C)		(901 445 936)	(417 110 304)
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		(493 317 558)	(476 013 425)
Trésorerie au début de l'exercice		(2 576 357 378)	(2 100 343 952)
Trésorerie à la clôture de l'exercice		(3 069 674 936)	(2 576 357 378)
Variation de trésorerie		(493 317 558)	(476 013 425)

TABEAU DE VARIATION DES CAPITAUX PROPRES
Période du 01/01/2018 au 31/12/2018

	Note	Capital social	Prime d'émission	Ecart d'évaluation	Ecart de réévaluation	Réserves et résultat
Solde au 31 décembre 2016		849 195 000	137 687 166	-	-	1 085 184 181
Changement de méthodes comptables		-	-	-	-	-
Corrections d'erreurs significatives		-	-	-	-	-
Réévaluation des immobilisations		-	-	-	-	-
Dividendes payés		-	-	-	-	-
Augmentation de capital		-	-	-	-	-
Résultat net de l'exercice		-	-	-	-	- 702 610 250
Solde au 31 décembre 2017		849 195 000	137 687 166	-	-	382 573 931
Réévaluation des immobilisations		-	-	-	-	1 441 248 816
Changement de méthodes comptables		-	-	-	-	-
Dividendes payés		-	-	-	-	-
Augmentation de capital		-	-	-	-	-
Résultat net de l'exercice		-	-	-	-	- 275 035 966
Solde au 31 décembre 2018		849 195 000	137 687 166	-	-	1 548 786 781

ملحق رقم (16): القوائم المالية لمؤسسة رويبة لسنة 2019

NCA-ROUIBA
SPA

ETATS FINANCIERS 31.12.2019



BILAN ARRETE AU 31.12.2019

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

ACTIF	NOTE	2019 BRUT	2019 AMO&PROV	2019 NET	2018 NET
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	4.1	108 829 135	79 393 040	29 436 096	23 571 199
Immobilisations corporelles	4.2	10 048 645 990	4 111 185 498	5 937 460 492	6 371 342 015
Terrains		2 625 000 000	-	2 625 000 000	2 625 000 000
Bâtiments		922 838 083	355 157 743	567 680 340	613 670 576
Autres immobilisations corporelles		6 500 807 907	3 756 027 755	2 744 780 152	3 103 389 330
Immobilisations en concession		-	-	-	-
Immobilisations en cours		-	-	-	29 282 109
Immobilisations financières	4.3	288 527 885	-	288 527 885	175 511 506
Autres participations et créances rattachées		-	-	-	-
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		350 000	-	350 000	3 700 000
Impôts différés actif		288 177 885	-	288 177 885	171 811 506
TOTAL ACTIF NON COURANT		10 446 003 010	4 190 578 538	6 255 424 472	6 570 424 720
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.4	968 607 823	115 572 936	853 034 887	710 597 785
Créances et emplois assimilés		2 786 903 770	2 185 929 850	600 973 921	2 537 464 108
Clients	4.5	2 712 300 763	2 185 929 850	526 370 913	2 379 331 998
Autres débiteurs	4.6	41 497 864	-	41 497 864	118 627 669
Impôts et assimilés	4.7	30 663 894	-	30 663 894	30 720 191
Autres créances et emplois assimilés	4.8	2 441 250	-	2 441 250	8 784 250
Disponibilités et assimilés		157 386 596	-	157 386 596	250 744 601
Placements et autres actifs financiers courants		4 629 884	-	4 629 884	5 649 308
Trésorerie	4.9	152 756 712	-	152 756 712	245 095 293
TOTAL ACTIF COURANT		3 912 898 189	2 301 502 786	1 611 395 403	3 498 806 494
TOTAL GENERAL ACTIF		14 358 901 199	6 492 081 324	7 866 819 876	10 069 231 214

BILAN ARRETE AU 31.12.2019
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

PASSIF	NOTE	31.12.2019	31.12.2018
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		520 261 097	520 261 097
Ecart de réévaluation		1 441 248 816	1 441 248 816
Résultat net		(3 075 430 150)	(275 035 966)
Autres capitaux propres		(275 035 966)	-
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	(539 761 203)	2 535 668 947
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	1 245 395 104	1 585 339 950
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	39 129 329	17 041 707
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	22 958 302	18 676 283
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		1 307 482 735	1 621 057 940
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	2 904 353 541	2 311 196 012
Impôts	5.5	78 534 664	5 316 881
Autres dettes	5.6	313 201 421	281 221 204
Trésorerie passif	5.7	3 803 008 717	3 314 770 229
TOTAL PASSIFS COURANTS		7 099 098 343	5 912 504 327
TOTAL GENERAL PASSIF		7 866 819 876	10 069 231 214

COMPTE DE RESULTATS PERIODE DU 01.01.2019 AU 31.12.2019

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NOTE	31.12.2019	31.12.2018
Chiffre d'affaires	6.1	3 579 912 056	5 936 615 369
Variation stocks produits finis et en-cours	6.2	(89 584 332)	(164 687 788)
Production immobilisée		-	-
Subventions d'exploitation		-	-
PRODUCTION DE L'EXERCICE		3 490 327 724	5 771 927 581
Achats consommés	6.3	(2 414 209 035)	(3 618 612 603)
Services extérieurs et autres consommations	6.4	(607 420 666)	(926 986 537)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		(3 021 629 701)	(4 545 599 140)
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		468 698 023	1 226 328 441
Charges de personnel	6.5	(644 226 157)	(711 630 826)
Impôts taxes et versements assimilés	6.6	(42 269 732)	(50 733 316)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		(217 797 866)	463 964 299
Autres produits opérationnels	6.7	60 127 456	89 892 128
Autres charges opérationnelles	6.8	(158 979 193)	(127 735 114)
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	(2 560 766 169)	(534 682 928)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		45 018 988	49 028 820
RESULTAT OPERATIONNEL		(2 832 396 785)	(59 532 796)
Produits financiers	6.10	10 581 905	21 728 182
Charges financières	6.11	(365 166 799)	(290 470 023)
RESULTAT FINANCER		(354 584 894)	(268 741 841)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS		(3 186 981 679)	(328 274 637)
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		(1 660 673)	-
Impôts différés sur résultats ordinaires		113 212 202	53 238 671
Total des produits des activistes ordinaires		3 719 268 275	5 985 815 381
Total des charges des activités ordinaires		(6 794 698 424)	(6 260 851 347)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		(3 075 430 150)	(275 035 966)
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		(3 075 430 150)	(275 035 966)

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE PERIODE DU 01.01.2019 AU 31.12.2019

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NOTE	31.12.2019	31.12.2018
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles			
Résultat net		(3 075 430 150)	(275 035 966)
Ajustement pour :			
* Amortissements immobilisations		490 652 463	492 304 313
* Autres Amortissements et provisions		2 029 376 738	(3 720 153)
* Variation des impôts différés		(113 212 202)	(53 238 671)
* variation des Stocks		(145 118 854)	475 382 591
* Variation des clients et autres créances		(30 075 949)	(590 781 086)
* Variation des Fournisseurs et autres dettes		671 245 730	464 792 996
* Plus ou moins-values de cession nettes d'immobilisations		(26 479 283)	-
Flux de trésorerie générés par l'activité (A)		(199 041 507)	509 704 023
Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement			
Décaissements sur acquisition d'immobilisations		(71 419 999)	(98 650 645)
Encaissement sur cession d'immobilisations		26 479 283	-
Décaissements sur acquisition d'immobilisations financières		-	(2 925 000)
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières		3 350 000	-
Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement (B)		(41 590 716)	(101 575 645)
Flux de trésorerie provenant des opérations de financement			
Dividendes versés aux actionnaires		-	-
Augmentation du capital en numéraire		-	-
Encaissements des subventions d'investissement		-	-
Emission d'emprunts		685 418 915	12 453 537
Remboursement d'emprunts		(404 990 046)	(913 899 472)
Flux de trésorerie liés aux opérations de financement (C)		280 428 869	(901 445 936)
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		39 796 646	(493 317 558)
Trésorerie au début de l'exercice		(3 069 674 936)	(2 576 357 378)
Trésorerie à la clôture de l'exercice		(3 029 878 290)	(3 069 674 936)
Variation de trésorerie		39 796 646	(493 317 558)

TABLEAU DE VARIATION DES CAPITAUX PROPRES

Période du 01/01/2019 au 31/12/2019

	Note	Capital social	Prime d'émission	Ecart d'évaluation	Ecart de réévaluation	Réserves et résultat
Solde au 31 décembre 2017		849 195 000	137 687 166	-	-	382 573 931
Changement de méthodes comptables		-	-	-	-	-
Corrections d'erreurs significatives		-	-	-	-	-
Réévaluation des immobilisations		-	-	-	1 441 248 816	-
Dividendes payés		-	-	-	-	-
Augmentation de capital		-	-	-	-	-
Résultat net de l'exercice		-	-	-	-	(275 035 966)
Solde au 31 décembre 2018		849 195 000	137 687 166	-	1 441 248 816	107 537 965
Réévaluation des immobilisations		-	-	-	-	-
Changement de méthodes comptables		-	-	-	-	-
Dividendes payés		-	-	-	-	-
Augmentation de capital		-	-	-	-	-
Résultat net de l'exercice		-	-	-	-	(3 075 430 150)
Solde au 31 décembre 2019		849 195 000	137 687 166	-	1 441 248 816	(2 967 892 185)