



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
الشعبة: علوم مالية ومحاسبة
التخصص: مالية المؤسسة

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

دور نظرية الرفع المالي في اتخاذ قرارات التمويل بالمؤسسات الاقتصادية
دراسة حالة مجمع صيدال

الأستاذ المشرف	إعداد الطلبة	
بن جدو سامي	فوغال محمد	1
	ساحلي محمد صالح	2

لجنة المناقشة:

الصفة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	ميمون معاذ
مشرفا ومقرا	بن جدو سامي
ممتحنا	ضيف روفية

السنة الجامعية 2024/2023



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
الشعبة: علوم مالية ومحاسبة
التخصص: مالية المؤسسة

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

دور نظرية الرفع المالي في اتخاذ قرارات التمويل بالمؤسسات الاقتصادية
دراسة حالة مجمع صيدال

الأستاذ المشرف	إعداد الطلبة	
بن جدوسامي	فوغال محمد	1
	ساحلي محمد صالح	2

لجنة المناقشة:

الصفة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	ميمون معاذ
مشرفا ومقرا	بن جدوسامي
ممتحنا	ضيف روفية

السنة الجامعية 2024/2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وعرافان

بسم الله الرحمن الرحيم

اللهم أعنا على ذكرك وشكرك وحسن عبادتك

اللهم لك الحمد حتى ترضى ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضى

على نعمة الهدايا والإرشاد والتوفيق.

وعملا بقول النبي ﷺ من لا يشكر الناس لا يشكر الله -

نتقدم بالشكر الجزيل للأستاذ "بن جدو سامي" على توجيهاته ونصائحه القيمة التي قدمها لنا طيلة إعداد هذا البحث

كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى جميع "أساتذة قسم العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير" في المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف

كما نتقدم بجزيل الشكر إلى كل من ساعد من قريب أو من بعيد لإنجاز هذا العمل ولو بالدعاء.

الملخص

تهدف هذه الدراسة الى القاء الضوء على الدور الذي تلعبه نظرية الرفع المالي في اتخاذ القرارات التمويلية بالمؤسسة الاقتصادية، لأن للرفع المالي دور كبير في تحديد الهيكل التمويلي لأي مؤسسة اقتصادية، وقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي لدراسة أثر الرفع المالي، المنهج الوصفي في الجانب النظري اما المنهج التحليلي تم استخدامه في الجانب التطبيقي وتم اسقاط هذه الدراسة على حالة مجمع صيدال خلال الفترة من سنة 2019 الى سنة 2022 حيث قمنا بتحليل القوائم المالية واستخراج النسب الأكثر دلالة على المديونية والتمويل وحساب أثر الرافعة المالية انطلاقا من المردودية الاقتصادية والمالية للمجمع. وقد خلصت الدراسة الى العديد من النتائج النظرية والتطبيقية أهمها أن للرافعة المالية دور كبير في اتخاذ القرارات التمويلية لمؤسسة صيدال، من خلال تأثير الرافعة المالية على كل من تكلفة رأس المال وكذا التأثير في مردوديتها المالية بزيادة ربحية السهم أي زيادة أرباح المساهمين.

الكلمات المفتاحية: الرفع المالي، قرار التمويل، الهيكل المالي.

Abstract

This study aims at shedding light on the role played by financial leverage theory in making financial decisions within economic institutions since financial leverage has a significant impact on determining the financial structure of any economic entity. For this, the descriptive-analytical method was used to study the effect of financial leverage from a theoretical perspective, while the analytical method was employed for the practical part. The study was applied to the case of the Soidal Group during the period from 2019 to 2022. We analyzed the financial statements and extracted the most relevant ratios related to indebtedness and financing. By considering the economic and financial performance of the group, the study concluded that financial leverage plays a crucial role in the financial decision-making process for Soidal, affecting both capital cost and shareholder profitability.

Keywords: financial leverage theory, financial decision-making process, financial structure.

الفهرس

الصفحة	المحتوى
ii	شكر وعرفان
iii	الملخص
iv	الفهرس
vii	قائمة المختصرات
ix	قائمة الجداول
xii	قائمة الأشكال
xv	قائمة الملاحق
أ-هـ	مقدمة عامة
1	الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي
2	تمهيد
3	المبحث الاول: التمويل في المؤسسة الاقتصادية
3	المطلب الاول: ماهية التمويل
5	المطلب الثاني: مبادئ ووظائف التمويل
6	المطلب الثالث: مصادر التمويل
12	المبحث الثاني: الهيكل المالي وتكلفة التمويل
12	المطلب الاول: مفهوم الهيكل المالي
13	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في الهيكل المالي
14	المطلب الثالث: مناهج اختيار الهيكل المالي
14	المطلب الرابع: تكلفة التمويل
18	المبحث الثالث: الإطار النظري للرفع المالي
18	المطلب الاول: مفهوم الرفع المالي وأهميته
20	المطلب الثاني: مزايا وعيوب الرفع المالي
21	المطلب الثالث: المردودية وأثر الرفع المالي
26	خلاصة الفصل الأول
27	الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي
28	تمهيد

29	المبحث الأول: ماهية اتخاذ القرارات
29	المطلب الأول: مفهوم اتخاذ القرار
31	المطلب الثاني: أنواع القرارات والعوامل المؤثرة في صنع القرار التمويلي
33	المطلب الثالث: مراحل وخطوات اتخاذ القرارات
34	المبحث الثاني: محددات اتخاذ القرار التمويلي
34	المطلب الأول: ماهية قرار التمويل
36	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على اتخاذ القرار التمويلي
37	المطلب الثالث: الأدوات المستخدمة في اتخاذ القرار التمويلي
43	المبحث الثالث: دور الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي
43	المطلب الأول: العلاقة بين هيكل التمويل والرفع المالي
43	المطلب الثاني: تأثير الرفع المالي على العائد المالي
44	المطلب الثالث: الرفع المالي والمخاطر المالية
49	خلاصة الفصل الثاني
50	الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي في مجمع صيدال للفترة 2019-2022
51	تمهيد
52	المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال SAIDAL
52	المطلب الأول: تعريف مجمع صيدال
52	المطلب الثاني: لمحة تاريخية عن مجمع صيدال
53	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي و شرح مكوناته
54	المبحث الثاني: عرض الميزانيات المالية والميزانيات المختصرة لمجمع صيدال للفترة 2019-2022
54	المطلب الأول: عرض الميزانيات المالية المفصلة لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة
60	المطلب الثاني: إعداد الميزانيات المالية المختصرة لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة
65	المطلب الثالث: حساب مؤشرات التوازن المالي
69	المبحث الثالث: تحديد قرارات التمويل لمجمع صيدال اعتمادا على الرفع المالي للفترة 2019-2022
69	المطلب الأول: حساب النسب المالية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة
75	المطلب الثاني: حساب المردودية الاقتصادية والمالية ونسبة الرفع المالي لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة

81	المطلب الثالث: تحليل العلاقة بين الرفع المالي وقرارات التمويل لمجمع صيدال
85	خلاصة الفصل الثالث
86	خاتمة عامة
89	المراجع
95	الملاحق

قائمة المختصرات

قائمة المختصرات

الترجمة بالعربية	الدلالة	الرمز
الأصول الاقتصادية	Actifs Économique	AE
احتياج رأس المال العامل	Besoin de fonds de roulement	BFRL
رأس مال خاص	Capital prive	CP
الديون	Dettes	D
المصاريف المالية	Charges financières	Di
الرفع المالي	Levier financier	EL
رأس المال العامل	Fonds de roulement	FRL
رأس المال العامل الإجمالي	Fonds de roulement général	FRNG
تكلفة الاستدانة	Coût de l'emprunt	I
الضريبة على أرباح الشركات	Impôt sur les bénéfices des sociétés	Ibs/t
تكلفة الأموال الخاصة	Coût capital privé	KCP
تكلفة التمويل بالاستدانة	Le coût du financement par emprunt	Kd
تكلفة الوسطية المرجحة	Coût moyen pondéré	KO
مردودية الأموال الخاصة	rendement du capital privé	Rcp
المردودية الاقتصادية	Rentabilité économique	Re
النتيجة الاقتصادية	résultat économique	RE
نتيجة الاستغلال	résultat de l'exploitation	Rexp
المردودية المالية	rendement financier	RF
النتيجة الصافية	résultat net	Rnet
النتيجة العملياتية	résultat opérationnel	Roper
الخزينة الصافية	Trésorerie nette	TN

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان
55	الجدول رقم 01 جانب الأصول للميزانيات المالية لمجمع صيدال للفترة 2019-2022
58	الجدول رقم 02 جانب الخصوم للميزانيات المالية لمجمع صيدال للفترة 2019-2022
60	الجدول رقم 03 الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2019
61	الجدول رقم 04 الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2020
62	الجدول رقم 05 الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2021
63	الجدول رقم 06 الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2022
65	الجدول رقم 07 حساب راس المال العامل من اعلى الميزانية للفترة 2019-2022
66	الجدول رقم 08 حساب راس المال العامل من اسفل الميزانية للفترة 2019-2022
67	الجدول رقم 09 حساب الاحتياج لراس المال العامل للفترة 2019-2022
68	الجدول رقم 10 حساب صافي الخزينة العامة لمجمع صيدال للفترة 2019-2022
69	الجدول رقم 11 حساب نسبة الديون الى اجمالي الأصول للفترة 2019-2022
70	الجدول رقم 12 حساب نسبة الديون إلى حقوق الملكية للفترة 2019-2022
71	الجدول رقم 13 حساب نسبة المديونية طويلة الأجل للفترة 2019-2022

71	حساب نسبة المديونية قصيرة الأجل للفترة 2019-2022	الجدول رقم 14
72	حساب نسبة التمويل الذاتي لمجمع صيدال للفترة 2019-2022	الجدول رقم 15
72	حساب نسبة الاستقلالية المالية لمجمع صيدال للفترة 2019- 2022	الجدول رقم 16
73	حساب نسبة قابلية السداد لمجمع صيدال للفترة 2019-2022	الجدول رقم 17
74	حساب القدرة على التمويل الذاتي للفترة 2019-2022	الجدول رقم 18
76	الميزانيات الاقتصادية لمجمع صيدال للفترة 2019-2022	الجدول رقم 19
78	حساب المردودية الاقتصادية لمجمع صيدال للفترة 2019- 2022	الجدول رقم 20
79	حساب المردودية المالية لمجمع صيدال للفترة 2019-2022	الجدول رقم 21
79	حساب أثر الرفع المالي لمجمع صيدال للفترة 2019-2022	الجدول رقم 22
80	حساب نسبة الرفع المالي لمجمع صيدال للفترة 2019-2022	الجدول رقم 23
81	حساب نسبة التمويل بالاستدانة للفترة 2019-2022	الجدول رقم 24
82	حساب تكلفة رأس المال لمجمع صيدال للفترة 2019-2022	الجدول رقم 25
83	تطور كل من المردودية المالية و أثر الرفع المالي للفترة 2019- 2022	الجدول رقم 26

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان
11	الشكل رقم 01 مصادر التمويل حسب التصنيفات المختلفة
22	الشكل رقم 02 توزيع الثروة في المؤسسة
25	الشكل رقم 03 الحالات المحكمة لأثر الرافعة المالية على مردودية الأموال الخاصة
34	الشكل رقم 04 مراحل اتخاذ القرارات
46	الشكل رقم 05 العلاقة بين المردودية المطلوبة من طرف المساهمين ونسبة الرفع المالي حسب نظرية الافلاس
47	الشكل رقم 06 تأثير نسبة الرفع المالي على تكلفة الوكالة
60	الشكل رقم 07 التمثيل البياني لعناصر الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2019
61	الشكل رقم 08 التمثيل البياني لعناصر الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2020
62	الشكل رقم 09 التمثيل البياني لعناصر الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2021

63	التمثيل البياني لعناصر الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2022	الشكل رقم 10
64	التمثيل البياني لتطور أصول وخصوم الميزانيات المالية المختصرة للفترة 2019 - 2022	الشكل رقم 11
66	التمثيل البياني لتطور رأس المال العامل لمجمع صيدال للفترة 2019 - 2022	الشكل رقم 12
67	التمثيل البياني للاحتياج في رأس المال العامل لمجمع صيدال للفترة 2019-2022	الشكل رقم 13
68	التمثيل البياني لصافي خزينة مجمع صيدال خلال الفترة 2019-2022	الشكل رقم 14
74	التمثيل البياني لتطور القدرة على التمويل الذاتي لمجمع صيدال للفترة 2019 - 2022	الشكل رقم 15
77	التمثيل البياني لتطور الأصول الاقتصادية، والأموال الخاصة، والاستدانة للفترة 2019-2022	الشكل رقم 16
80	التمثيل البياني لنسبة الرفع المالي لمجمع صيدال للفترة من 2019 الى 2022.	الشكل رقم 17
82	التمثيل البياني لتطور تكلفة رأس المال مقارنة مع الرافعة المالية للفترة 2019-2022	الشكل رقم 18
84	تطور كل من المردودية المالية والمردودية الاقتصادية وأثر الرافعة المالية لمجمع صيدال للفترة 2019-2022.	الشكل رقم 19

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان
96	الملحق رقم 01 جانب الاصول لميزانية مجمع صيدال لسنة 2019
97	الملحق رقم 02 جانب الخصوم لميزانية مجمع صيدال لسنة 2019
98	الملحق رقم 03 جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال لسنة 2019
99	الملحق رقم 04 جانب الاصول لميزانية مجمع صيدال لسنة 2020
100	الملحق رقم 05 جانب الخصوم لميزانية مجمع صيدال لسنة 2020
101	الملحق رقم 06 جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال لسنة 2020
102	الملحق رقم 07 جانب الاصول لميزانية مجمع صيدال لسنة 2021
103	الملحق رقم 08 جانب الخصوم لميزانية مجمع صيدال لسنة 2021
104	الملحق رقم 09 جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال لسنة 2021
105	الملحق رقم 10 جانب الاصول لميزانية مجمع صيدال لسنة 2022
106	الملحق رقم 11 جانب الخصوم لميزانية مجمع صيدال لسنة 2022
107	الملحق رقم 12 جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال لسنة 2022

مقدمة عامة

تمهيد

يعرف المحيط الاقتصادي المالي الذي تنشط فيه المؤسسة سواء العمومية أو الخاصة كبيرة الحجم أو صغيرة تحولات عميقة حيث أصبح للمؤسسة الاقتصادية دور هام في الاقتصاد باعتبارها بمثابة خلية الانتاج وتعمل من خلال وظائفها وخصائصها على تحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية متعددة.

وفي ظل هذه التحولات، تعتبر مسألة التمويل من المسائل المعقدة التي تواجه المسير المالي في المؤسسة، إذ يتوجب عليه الحصول على المواد المالية اللازمة لضمان استمرار نشاط المؤسسة، الا أنه في ظل التطوير الكبير الذي تشهده السوق التمويلية، فقد برزت مجموعة متعددة من البدائل المتاحة أمام المؤسسة، فقد أصبحت الصعوبة التي تواجه المسير هي ليست البحث عن المصادر التمويل في حد ذاتها، بقدر ما تكمن المشكلة في طريقة المزج بين مصادر التمويل المختلفة وبالتالي إيجاد التوليفة المثلى من بين المصادر المتاحة، ولعل من أبرز القرارات التي تهتم بها الادارة المالية هي القرارات المتعلقة باختيار الهيكل المالي المناسب الذي يحدد مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل استثماراتها، سواء كان ذلك عن طريق التمويل بحقوق الملكية، أو عن طريق التمويل بالقروض الذي ينتج ما يسمى بالرفع المالي، فكلما اعتمدت المؤسسة على أموال الغير في تمويل احتياجاتها لماله من مزايا جبائية وتكلفة الاستدانة ثابتة أقل من تكلفة حقوق الملكية، مما جعله مصدر مستحسن للتمويل، لكن استخدام هذا النوع يجب أن يرافقه كفاءة في تسييره لتجنب مخاطر ارتفاع تكلفة الديون عن العائد المتوقع من النشاط، بحيث يجب على المؤسسة الموازنة بين العائد والمخاطرة فكلما كان أثر الرفع المالي إيجابيا كلما ارتفعت المردودية المالية، ولهذا تسعى المؤسسة من خلال استخدام آلية الرفع المالي إلى تعظيم ثروة المالك وتحقيق مستوى مردودية مرضي.

كما أن المردودية تعتبر إحدى الغايات التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها باعتبار أن مستقبل هذه الأخيرة مرتبط بمردوديتها ومدى فعاليتها في الاستخدام الامثل للموارد المتاحة لها، وإن تحقيق المردودية وتعظيمها هدف كل مؤسسة اقتصادية مهما كان نوعها، فهي تعتبر مؤشر رئيسي للدلالة على قدرة المؤسسة على اتخاذ مختلف القرارات وخاصة تلك المتعلقة بالتمويل بشكل سليم من أجل تحقيق الكفاءة والفعالية المالية. ولدراسة المردودية المالية وجب استخدام الدراسة التحليلية التي تعتبر من أهم الدراسات الحديثة التي تعتمد على التحليل للظواهر الاقتصادية التي يتم معالجتها من خلال وضعها في نماذج تحليلية.

1- مشكلة البحث:

تتمثل الإشكالية الرئيسية في البحث عن ما إذا كانت المؤسسات الاقتصادية تستطيع استخدام نظرية الرفع المالي بشكل فعال لتحسين جودة قراراتها التمويلية. ومنه يمكننا طرح التساؤل التالي:
ما هو دور الرفع المالي على قرارات التمويل لمؤسسة صيدل؟
ومن أجل المعالجة الدقيقة والمفصلة لهذه الاشكالية تم طرح الأسئلة الفرعية التالية:
- ما المقصود بالتمويل والهيكل التمويلي ؟
- ما هو الرفع المالي وما علاقته بالتمويل ؟
- ما هي اهم محددات اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي؟

2- الفرضيات:

تقوم هذه الدراسة على مجموعة من الفرضيات التي يمكن أن تمثل إجابة نموذجية أولية عن التساؤلات الفرعية السابقة، يمكن تحديدها كما يلي:
أولاً: الفرضية الرئيسية:
لرفع المالي دور هام في اتخاذ قرارات التمويل في مجمع صيدال.
ثانياً: فرضيات فرعية:

- التمويل هو الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها ، أما الهيكل المالي فهو تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها .
- الرفع المالي يعني استعمال المؤسسة للدين في هيكلها المالي، و الهيكل المالي المناسب هو الذي يحقق اكبر عائد.
- اهم محددات اتخاذ قرارات التمويل هي مستوى الربحية أو المردودية المالية ، و الأدوات المالية ومستوى المخاطرة .

3- أهمية الدراسة:

من خلال هذا البحث نحاول أن نبرز أهمية موضوعنا، وهو التعرف على الدور الذي يلعبه الرفع المالي في اتخاذ القرارات التمويلية بالمؤسسة الاقتصادية، وعلى مصادر التمويل الممكنة والطرق التي يتم من خلالها المفاضلة بين المصادر المختلفة في تطبيق آلية الرفع المالي على أرض الواقع للوصول إلى نتائج تشخيص الوضعية الحقيقية للمؤسسة، مما يساعد المساهمين والمستثمرين في التمكن من معرفة وقراءة واقع المؤسسة والقدرة على اتخاذ القرارات الهامة لاسيما منها المالية للوصول في الأخير الى اتخاذ قرار مناسب يمكن المؤسسة وملاكها من تحقيق ارباح وفيرة.

4- حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة فيما يلي:

- الحدود الموضوعية: سيتم التعرف على كل من الهيكل المالي والرفع المالي والمردودية المالية... الخ، وفي الأخير سوف نبرز أثر الرفع المالي على اتخاذ القرار التمويلي.
- الحدود المكانية: سيتم إسقاط الدراسة على مجمع صيدال الجزائر SAIDAL.
- الحدود الزمنية: من أجل تحديد أهداف الدراسة والوصول لنتائج صادقة تم إجراء الدراسة خلال فترة زمنية اربع سنوات متتالية، 2019-2020-2021-2022.

5- منهج الدراسة:

من خلال محاولتنا للإجابة على التساؤلات المطروحة تم الاعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري اما المنهج التحليلي تم استخدامه في الجانب التطبيقي من خلال دراسة حالة مجمع صيدال الجزائر خلال الفترة زمنية 2019-2020-2021-2022.

6- هيكل الدراسة:

تبعاً للأهداف المرجوة من الدراسة، ولمعالجة الإشكالية والتساؤلات الفرعية، تم تقسيم البحث إلى فصلين الأول الإطار النظري للتمويل والرفع المالي والفصل الثاني تم التطرق الى اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي مع الفصل التطبيقي تسبقهم مقدمة وتعقبهم خاتمة تتضمن تلخيص عام وعرض للنتائج التي تم التوصل إليها.

7- دراسات سابقة:

• دلفوف سفيان (2018)

أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي.

هذه الدراسة تسلط الضوء على العلاقة بين قرارات التمويل وقيمة الرفع المالي للمؤسسة. تحليل المؤسسات المالية المدرجة في السوق المالي الماليزي يساعد في فهم كيفية تحقيق الأهداف المالية والاقتصادية.

• رضا زهواني . خير الدين وصيف فائزة . سمير بوعافية. (2017)

"دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية (قرار التمويل، قرار الاستثمار، وتوزيع الأرباح)"

تسلط هذه الدراسة الضوء على أهمية التحليل المالي في اتخاذ القرارات المالية داخل المؤسسات الاقتصادية. يتمحور البحث حول القرارات المالية وكيف يمكن أن يؤثر التحليل المالي في تحقيق الأهداف المالية والاقتصادية للمؤسسات.

• سلامي رياض: جامعة محمد بوضياف-المسيلة (2018)

"التحليل المالي في المؤسسة الاقتصادية ودوره في اتخاذ القرارات التمويلية: دراسة حالة وحدة أغذية الأنعام في الجزائر"

- إن الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو إظهار دور التحليل المالي لاتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية، قد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:
- للوصول إلى قرارات جيدة وفعالة لابد من وجود تحليل مالي داخل المؤسسة.
 - التحليل المالي أداة لكشف نقاط القوة والضعف داخل المؤسسة.
 - لكي تتجح عملية التحليل المالي في تحقيق أهدافها المنشودة لابد من توفر مجموعة من المتطلبات والشروط.

الفصل الاول:
الإطار النظري للتمويل
والرفع المالي

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

تمهيد

يعتبر التمويل أحد الركائز الأساسية لنشاط المؤسسة وضمان استمرارها، وذلك بإمدادها بالأموال اللازمة في الأوقات المناسبة، وتظهر الحاجة إلى التمويل إما بسبب السياسة الاقتصادية للمؤسسة التي تحاول استغلال كل إمكانياتها في خلق ثروة جديدة تضمن لها حصتها في السوق، أو توسيع نشاطها بسبب ملائمة ظروف اقتصادية مع ما توافق إمكانيات المؤسسة.

ونظرا لكون عملية اختيار الهياكل التمويلية من اهم العوامل المحددة للاستراتيجية المالية للمؤسسة، فمن الضروري اتخاذ قرار تمويلي جيد من خلال المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة واختيار انسب مزيج من المصادر، وينتج عن التمويل بالاقتراض ما يسمى بالرافعة المالية.

من خلال هذا الفصل سنتطرق الي ثلاثة مباحث:

المبحث الاول: التمويل في المؤسسة الاقتصادية

المبحث الثاني: الهيكل المالي وتكلفة التمويل

المبحث الثالث: الإطار النظري للرفع المالي

المبحث الاول: التمويل في المؤسسة الاقتصادية

يعد التمويل عصب الحياة لأي مؤسسة اقتصادية، فهو يمثل الوقود الذي يحرك عجلة الإنتاج ويمكنها من تحقيق اهدافها وسنتطرق الى ماهيته، مبادئه، وظائفه، وكذلك مصادره.

المطلب الاول: ماهية التمويل

سنتطرق في هذا المطلب الى تعريف التمويل وأهميته وكذا مراحلها.

أولاً: تعريف التمويل

لغة: هو الإمداد بالمال اما اصطلاحاً: مجموعة الأعمال والتصرفات التي تمت بوسائل الدفع.¹

تختلف وجهات نظر الباحثين في تقديم تعريف للتمويل. سنتعرض في ما يلي إلى بعض التعاريف.

1- هو توفير الموارد المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة واستخدامها لبناء الطاقات الإنتاجية من أجل إنتاج السلع والخدمات.²

2- هو البحث عن إمكانية الدفع بطريقة عقلانية تضمن توفير الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف المسطرة ومن هنا فهو ينطوي على مشكلتين أساسيتين: الأولى تتعلق بالحجم المحدود للموارد، وأما الثانية تتعلق بكيفية تسيير هذه الموارد.³

3- يمكن اعتبار التمويل مختلف العمليات التي تمكن المؤسسات من الحصول على الأموال اللازمة لتمويل نشاطها سواء كان من مصادر داخلية عن طريق التمويل الذاتي، أو مصادر خارجية عن طريق الاقتراض.⁴

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن التمويل هو العملية التي تشمل جميع الأنشطة المتعلقة بتوفير الأموال اللازمة لدعم العمليات الاقتصادية والاستثمارية، يتضمن ذلك تحديد الحاجة إلى الموارد المالية والبحث عن مصادر التمويل سواء كانت خارجية أو داخلية، وتخطيط كيفية استخدام هذه الموارد بكفاءة لتحقيق الأهداف الاستثمارية والمالية للمؤسسة، يتطلب التمويل أيضاً الخوض مع التحديات المتمثلة في محدودية الموارد المتاحة وضرورة إدارتها بطريقة تضمن أقصى قدر من الفعالية والعائد على الاستثمار، مع الأخذ في الاعتبار المخاطر المرتبطة بالاستثمارات المختلفة.

ثانياً: أهمية التمويل

يلعب التمويل دوراً حيوياً كأحد القرارات الرئيسية التي تهتم بها الشركات، حيث تقع على عاتقها مسؤولية تحديد فعالية صانعي القرارات المالية. يتمثل ذلك في تحديد المصادر المناسبة للتمويل التي تتناسب مع

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 117.

² رابع الخوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ابراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008، ص 95.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 06.

⁴ عدنان هاشم رحيم السامرائي، الإدارة المالية - منهج تحليلي شامل، الجامعة المفتوحة، طرابلس، 1997، ص 23.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

خصائص المشروع الاستثماري المقصود، واختيار الخيار الأفضل الذي يضمن الحصول على أعلى عائد ممكن بأدنى تكلفة وأقل مخاطرة، مما يسهم في تحقيق الأهداف المحددة. وتتمثل أهمية التمويل فيما يلي:

- ✓ يساعد على انجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة وهذا يؤدي إلى زيادة الدخل؛
- ✓ تحرير الأموال والموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها؛
- ✓ يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء واستبدال المعدات؛
- ✓ يعتبر كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي؛
- ✓ المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية.¹

ثالثاً: مراحل التمويل:

تتباين استراتيجيات التمويل بين المؤسسات بناءً على عدة العوامل مثل الحجم، نوع العمل، والظروف المحيطة. وعلى الرغم من التحديات في تقديم مراحل موحدة لكل مؤسسة، فإنه يمكننا بحث الخطوات الرئيسية التي يمكن للمؤسسات المختلفة اعتمادها وتطبيقها. يمكن أن نوجزها فيما يلي:²

1- **التعرف على الاحتياجات المالية للمنشأة:** يجب على المؤسسة أن تعرف احتياجاتها المالية في الفترة الحالية والفترة المستقبلية، وبعد ذلك تعمل على ترتيب هذه الاحتياجات وفق أولويتها وأهميتها. وهذا الأمر يتطلب من المخطط المالي أن يضع خطة مالية تتسم بالمرونة وإمكانية التفسير، والتعرف على الاحتياجات التمويلية يكون بصفة مستمرة، فلا يتم فقط عند تأسيس المنشأة بل يستمر خلال مراحل نموها.

2- **تحديد حجم الأموال المطلوبة:** بعد أن يتم التعرف على الاحتياجات المالية، تبدأ عملية تحديد كمية الأموال المطلوبة لتغطية هذه الاحتياجات. هذه المرحلة ليست سهلة لأنه من الصعب تقدير كمية الأموال بشكل دقيق، لهذا لا بد من تحديد الحد الأعلى والحد الأدنى لتمويل أي صفقة، ومحاولة الالتزام بهذين الحدين بالاستناد إلى حساب تكلفة الأصول الرأسمالية و تحديد رأس مالها العامل والنفقات الأخرى الفردية.

3- **تحديد شكل التمويل المرغوب:** قد تلجأ المؤسسة إلى الاعتماد على القروض لإصدار بعض الأسهم والسندات. وعادة ما يتم تحويل الأنشطة الموسمية بقروض موسمية ذات دفعات موسمية. حيث من الضروري أن تتناسب مدة التمويل وأسلوب التمويل.

4- **وضع برنامج زمني للاحتياجات المالية:** بعد أن يتم تحديد الاحتياجات، ومقدارها، وشكل التمويل، فإنه يجب وضع خطة أو جدول زمني. وأثناء وضع هذا الجدول الزمني لا بد من الأخذ بعين الاعتبار المدة التي يحتاجها الممول لتلبية طلبات التمويل.

¹ - رايح خوني، رقية حساني، مرجع سبق ذكره، ص 96.

² - كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، 1997 دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 51 - 52.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

5- وضع وتطوير الخطة التمويلية: تتضمن الخطة التمويلية النشاطات التي ستحقق بها توفير الأموال والعائد المتوقع منها، بالإضافة إلى الضمانات التي تساعد في الحصول على الأموال اللازمة وتجنب المشاكل المتعلقة بالسداد. وهذه الخطة تبين مقدار التدفقات الداخلة والخارجة، لتطمئن المقرضين على الإقراض.

6- تنفيذ الخطة التمويلية والرقابة عليها وتقييمها: إن تنفيذ الخطة يتطلب وضعها بشكل موضوعي قابل للتطبيق كما يتطلب المتابعة، والمراقبة المستمرة، وتصحيح الانحرافات الناجمة عن التنفيذ الخاطئ أو أسباب أخرى. ولاشك أن الخطة التمويلية يمكن أن تتقدم، لذا يجب تعديلها وفق المتطلبات الحديثة.¹

المطلب الثاني : مبادئ ووظائف التمويل

سننتظر في هذا المطلب الى مبادئ التمويل ووظائفه.

اولا: مبادئ التمويل

يقوم نشاط التمويل في المؤسسة على مجموعة من المبادئ. ومن أهمها:²

- 1- الاستحقاق: يعني أن الأموال المتحصل عليها لها تاريخ استحقاق معين يجب تسديدها فيه، وحتى بالنسبة للأموال الخاصة في المؤسسات الفردية التي لا يكون فيها عدد المساهمين كبيرة.
- 2- الحق في الدخل: يعني أن مصادر التمويل لها الأولوية في الحصول على جزء من النتائج التي تحققها المؤسسة، حيث الأولوية لأصحاب الديون، ثم أصحاب الأموال الخاصة.
- 3- الحق في الأصول: ففي حالة عجز المؤسسة عن تسديد التزاماتها اتجاه مصادر التمويل، فإن لهذه المصادر الحق في الحصول على مقابل التنازل عن هذه الأصول حسب الأولوية.
- 4- الملاءمة: إن تنوع مصادر التمويل، وتعددتها، يعطي للمؤسسة فرصة من أجل اختيار مصدر التمويل الملائم الذي يناسب المؤسسة من حيث التوقيت، والشروط، والحجم.

ثانيا: وظائف التمويل

يقوم التمويل بعدة وظائف مهمة خاصة في تحليل البيانات المالية التي تركز عليها بقية الوظائف الأخرى وتمثل هذه الوظائف بما يلي:³

- 1- تحليل البيانات المالية: تختص بتحويل البيانات المالية الى نمط يستخدم لمعرفة جوانب قوة المركز المالي للمشروع.
- 2- تحديد هيكل أصول المؤسسة: ويعني ذلك حجم النقود المستثمرة في الأصول الثابتة والمتداولة.

¹ كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، ص 51 - 52، 1997.

² محمد هيثم الزغبى، إدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان، 2000 ص 78.

³ حسين يوسف حسين، التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 214.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

3- تحديد الهيكل المالي للمؤسسة: يوجد نوعين من القرارات الخاصة بالهيكل المالي، فالأول خاص بالمزيج الملائم للتمويل قصير الأجل، بينما الثاني خاص بالمفاضلة بين القروض قصيرة الأجل، والدراسة المعمقة للبدائل المتاحة.

المطلب الثالث: مصادر التمويل

تتخذ مصادر التمويل تصنيفات عديدة، تختلف حسب الهدف المنتظر من التصنيف، فهناك من يعتمد على معيار الملكية، وبذلك يفرق بين الأموال الخاصة والديون، وهناك من يقسم هذه المصادر إلى تقليدية وحديثة، وذلك حسب ظهورها، أخذاً في الاعتبار الاتجاهات الحديثة في شأن الأوراق المالية التقليدية، ويمكننا أيضاً تصنيف مصادر التمويل حسب منشأ الأموال إلى مصادر داخلية ومصادر خارجية. ومنه، يمكن أن نصنف التمويل من خلال ثلاثة زوايا تتمثل في الآتي:

أولاً: من زاوية المدة التي يستغرقها التمويل

بموجب هذه الزاوية يمكن تقسيم التمويل إلى قصير وطويل الأجل.¹

1- التمويل قصير الأجل: يتمثل في مجموعة الالتزامات المالية التي لا تتجاوز فترة استحقاقها سنة، والتي تلجأ إليها المؤسسة لدفع البرامج التشغيلية، وهي تلعب دوراً هاماً في استمرار النشاط وتوسيعه، فهو بمثابة المحرك للعمليات الجارية عن طريق تغطية جزء كبير من عناصر الأصول المتداولة كالمخزون، وتتمثل أنواعه فيما يأتي:

أ- الائتمان التجاري: هو عبارة عن تمويل قصير الأجل، يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة قصد إعادة بيعها أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة، ويحتاج المشتري إلى الائتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأس مال العامل لمقابلة الحاجات الجارية وعدم قدرته على الحصول على القروض المصرفية وغيرها من القروض القصيرة ذات التكلفة المنخفضة، ومن ناحية أخرى فإن رغبة الدائنين التجاريين في منح هذا النوع من الائتمان يتوقف على مجموعتين من العوامل، تتمثل المجموعة الأولى في العوامل الشخصية مثل مركز البائع المالي ومدى رغبته في التخلص من مخزونه السلعي وتقديره لأخطار الائتمان، أما المجموعة الثانية هي تلك العوامل الناشئة عن حالة التجارة والمنافسة مثل: طبيعة السلع المباعة، حالة المنافسة، موقع العملاء والحالة التجارية. ويتخذ الائتمان التجاري أشكالاً متعددة منها: الحساب الجاري (الحساب المفتوح)، وأوراق الدفع، وجميع هذه الأشكال تمكن المشتري من الحصول على ما يحتاج إليه من بضائع بصفة عاجلة مقابل وعد بتسديد قيمتها للبائع في تاريخ أجل.²

ب- الائتمان المصرفي: يقصد به تلك القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، ويأتي هذا النوع في الرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه

¹ محمد هيثم الزعبي، مرجع سبق ذكره، ص 75.

² محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2000 ص 293.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

كمصدر للتمويل قصير الأجل، ويتميز بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تغشل فيها المؤسسة للاستفادة من الخصم وهو أكثر مرونة إذ أنه في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة، كما أنه لا يتغير تلقائياً مع تغير حجم النشاط.¹

وينقسم الائتمان المصرفي إلى نوعين هما:²

- **القروض المكفولة بضمان** : في بعض الحالات، يقوم البنك بطلب ضمانات معينة لتلتزم المؤسسة بتقديمها قبل حصولها على القروض، ويمكن للمؤسسات استخدام أنواع مختلفة من الضمانات مثل: الأراضي، المباني، المعدات، وحسابات الخصم، ويحرص البنك على طلب ضمانات معينة للمؤسسات ذات المركز المالي الضعيف أو في حالة المؤسسات التي تكون نسب الاقتراض لديها مرتفعة.

- **قروض غير المكفولة بضمان** : يتم الاتفاق بين البنك والمؤسسة على فتح اعتماد للمؤسسة يسمح لها أن تقترض كلما احتاجت إلى أموال ولمدة زمنية محددة، شرط ألا تزيد الكمية المقترضة عن مبلغ معين في أي وقت خلال هذه الفترة.

2- التمويل متوسط الأجل: يستخدم التمويل متوسط الأجل لتمويل حاجة دائمة للمؤسسة كتمويل أصول ثابتة (المعدات، الآلات...) أو تمويل مشاريع تحت التنفيذ والتي تستغرق سنوات، ولا شك أن للبنوك والمؤسسات المالية دور في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات الاقتصادية، فهو ذلك النوع من القروض الذي يتم سداه في فترة تزيد عن السنة ولكن تقل عن عشرة سنوات حيث ينقسم إلى قسمين:

أ- **قروض مباشرة**: عادة يتم سداد هذا القرض بصورة منتظمة على مدار عدد من السنوات، ويطلق على أقساط السداد في هذه الحالة مدفوعات الاهتلاك بالإضافة إلى ذلك يكون عادة القرض مضمون بأصل معين أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى. وتمثل البنوك وشركات التأمين المصدر الرئيسي لهذه القروض، وإن كانت البنوك عادة تتراوح بين سنة و5 سنوات، في حين أن قروض شركات التأمين يمكن اعتبارها قروض طويلة الأجل، كما يمكن أن تتعاون أحد البنوك مع الشركات التأمين لتقديم قرض كبير يعجز عن تقديمه كل واحد على حدا.³

ب- **التمويل بالاستئجار**: يهدف إلى استئجار المباني والمعدات وليس امتلاكها، وإن كان هذا الامتلاك في معظم الأحيان يحقق لها هدف، وقد ظهر في السنوات الأخيرة في معظم الدول استئجار هذه الأصول بدلاً من شرائها، وبعد أن كان الاستئجار مقتصرًا على الأراضي والمباني فقد أصبح يتمثل تقريباً جميع الأصول الثابتة. ونظرياً فإن الاستئجار يشبه الاقتراض إلى حد كبير، وبالتالي فيترتب عليه "رفعا مالياً" مثله في ذلك مثل الاقتراض، ويتخذ الاستئجار أشكالاً عديدة أهمها:

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 08.

² علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، إثراء للنشر والتوزيع، الشارقة، 2008، ص 274-275.

³ محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 294,295.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

- **البيع ثم الاستئجار:** تقوم المنشأة عند امتلاكها أراضي أو مباني أو معدات من نوع معين، ببيعها إلى منشأة مالية، وتقوم في نفس الوقت باستئجار الأصل المباع لمدة محددة وبشروط خاصة، وإذا كان الأمر متعلق بأراضي أو مباني المقرض في هذه الحالة يكون عادة شركة التأمين، أما إذا كان الأمر متعلقاً بمعدات وآلات فإن المنشأة المالية قد تكون شركة تأمين أو بنك أو أحد شركات التمويل المتخصصة. ويلاحظ في هذا النوع أن البائع (المستأجر) يتلقى فوراً قيمة الأصل من المشتري (المؤجر) في نفس الوقت يستمر البائع في استخدام الأصل، ويكون بتحرير عقدين البائع والمشتري، ويتم إعداد جدول للسداد يتخذ صورة دفعات سنوية متساوية تكفي لتغطية قيمة الأصول وتزويد المؤجر بعائد مناسب على استثماره.

- **الاستئجار المالي:** وهو لا يتضمن خدمات صيانة، ولا يمكن إلغاؤه، وفيه لا بد من سداد قيمة الأصل بالكامل.¹

3- التمويل طويل الأجل: يحقق للمؤسسة مصدر مالي بمبالغ كبيرة لتمويل عمليات أو شراء أصول، ويمكن تعريفه بأنه ذلك النوع من القروض أو الأوراق المالية أو الاستئجار الذي يتم سداؤه في فترة تزيد عن 5 سنوات ويتخذ أنواع منها:

أ- **السندات:** يعتبر السند تمويل طويل الأجل، يحمل سعر فائدة ثابت، توافق بموجبه الشركة التي أصدرته بدفع الفائدة المستحقة عليه لمالك السند في تواريخ محددة، بالإضافة لي التزامها بدفع قيمة السند في تاريخ استحقاقه، وتصدر السندات بفترات استحقاق تتراوح بين 5 إلى 10 سنوات، ويتم إصدارها عن طريق الإعلان والدعاية، وتعرض على الجمهور، وتباع إلى عدة مستثمرين مختلفين أفراد أو شركات.² وتوجد أنواع عديدة للسندات نذكر البعض منها:

- **سندات الرهن:** وتسمى كذلك بسندات الضمان، تكون مدعومة بموجودات ثابتة تقدمها الشركة كضمان لحملة السندات تلتزم بموجبها بدفع القيمة الاسمية بالإضافة للفوائد المستحقة في مواعيد استحقاقها، أو في حالة تعرض الشركة للإفلاس أو التصفية تلجأ إلى بيع موجوداتها المرهونة للوفاء بالتزاماتها اتجاه حملة هذه السندات.³

- **سندات الدخل:** هذا السند مشروط بتحقيق الشركة للأرباح، فإذا حققت الشركة ربحاً، فإن حامل السند يحصل على فائدة أعلى من سعر الفائدة الثابت على السندات الأخرى. فلا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المؤسسة أرباحاً، ومع هذا فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على فوائد عن سنة لم تحقق فيها أرباحاً، وذلك من أرباح سنة لاحقة

¹ عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 480.

² سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1998، ص 113.

³ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 279.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

كما قد ينص على ضرورة قيام المؤسسة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عندما يحل تاريخ استحقاقها.¹

- **سندات المشاركة:** تعطي الحق لحملتها المشاركة بأرباح الجهة المصدرة لها بجانب الفائدة²

ب- الأسهم : هو صك ملكية يمثل لحامله جزءا من رأس مال مشروع معين، وبالتالي فإنه يخول له حق المشاركة في عائد هذا المشروع؛ فإن حقق المشروع أرباحا يكون عائد السهم كما موجبا وإذا حقق المشروع خسارة يكون سالبا.³
وهناك نوعان من الأسهم:

- **الأسهم العادية:** تمثل رأس المال الأصلي الذي تم تأسيس المشروع بموجبه، وغالبا ما يكون هذا المشروع شركة مساهمة، وتطرح الأسهم العادية على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، وهي قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد.

- **الأسهم الممتازة:** تعتبر من الأموال الخاصة، وتضمن ربح بنسبة مئوية ثابتة من قيمة السهم ولحاملها الأولوية في الحصول على نصيبه في حالة التصفية. تلجأ الشركات للتمويل عن طريق الأسهم الممتازة في عدة حالات:

✓ إذا كانت تكلفتها أقل من تكلفة الأسهم العادية؛

✓ عندما لا تتمكن المنشأة من طرح السندات أو الحصول على قروض من المؤسسات المالية المختلفة.

ثانيا: من زاوية مصدر الحصول عليه

ينقسم التمويل من زاوية مصدر الحصول عليه إلى:

1- **التمويل الداخلي (الذاتي):** يشكل الادخار الداخلي المسجل بواسطة نشاط المؤسسة الذي

يخصص لتمويل الجهاز الإنتاجي، لهذا تحرص المؤسسة على تخفيض النفقات المتعلقة بالإنتاج إلى أكبر قدر ممكن، أو تسعى للحصول على أكبر ربح ممكن وهذا يمكنها من تحقيق فوائض نقدية تجعل المؤسسة في وضعية أكثر استقرارا كما توضح لنا مدى قدرة وكفاءة المسيرين.⁴

2- **التمويل الخارجي:** يتمثل في لجوء المؤسسة إلى المدخرات المتاحة في البنوك أو السوق المالي

سواء كانت محلية أو أجنبية بواسطة التزامات مالية (قروض، سندات، أسهم) لمواجهة احتياجاتها التمويلية؛ وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الذاتي المتوفرة لدى المؤسسة.⁵

وينقسم التمويل الخارجي إلى:

¹ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 280.

² أسامة عزمي سلام، راشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية- تحليل وإدارة، دار الميسرة، عمان، 2004، ص 68.

³ معروف هوشيار، الاستثمارات والأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 92.

⁴ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص 153.

⁵ الطاهر لطرش نفس المرجع السابق ص 153.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

أ- التمويل المباشر: يعبر عن العلاقة المباشرة بين المقرض والمستثمر دون تدخل أي وسيط ما (مصرفي أو غير مصرفي)، فالوحدات التي لها فائض في الموارد توجهها إلى الوحدات ذات العجز في الموارد التي تحتاجها في عملياتها الاستثمارية.

ب- التمويل غير المباشر: يتم هذا النوع من التمويل عن طريق الأسواق بواسطة المؤسسات المالية بمختلف أنواعها (مصرفية أو غير مصرفية)، فتقوم هذه الأخيرة بتجميع المدخرات النقدية من الوحدات ذات الفائض سواء كانوا أفراد أو مشروعات لم توزعها على الوحدات التي تحتاج إليها.¹

ثالثا: من زاوية الغرض الذي يستخدم لأجله

يمكن أن نصنف من خلال هذه الزاوية كما يلي:

1- تمويل الاستغلال: يتمثل في ذلك القدر من الموارد المالية التي يتم التضحية به في فترة معينة من أجل الحصول على عائد في نفس فترة الاستغلال، وبهذا المعنى، ينصرف تمويل الاستغلال إلى تلك الأموال التي ترصد لمواجهة النفقات التي تتعلق أساسا بتشغيل الطاقة الإنتاجية للمشروع قصد الاستفادة منها كنفقات شراء المواد الخام ودفع أجور العمال وغيرها من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية، والتي تشكل في مجموعها أوجه الإنفاق الجاري.

2- تمويل الاستثمار: وهي تلك الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي تترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة أو لأجل توسيع الطاقة الحالية للمشروع، كإقتناء أو شراء بعض الآلات والتجهيزات وما يليها من العمليات التي تؤدي إلى زيادة تكوين رأسمال المشروع. ومن وجهة نظر المخطط الجزائري، الاستثمار هو حصيلة ثلاث أنشطة تتمثل في:

✓ إقتناء أو خلق سلعة معمرة بهدف زيادة طاقة الإنتاج أو إنشاء مجموعات إنتاجية كاملة؛ جديد التجهيز الموجود المتعلق باستبدال سلعة معمرة بسلعة أخرى معمرة للمحافظة على طاقات الإنتاج.

✓ نفقات الصيانة والإصلاحات الكبيرة للعتاد المتخصصة لإطالة الحياة الاقتصادية للتجهيزات الموجودة.

أما الخاصية الأساسية لتمييز تمويل الاستثمار هي أن العائد على الأموال المنفقة على الاستثمار تتحقق بعد فترة زمنية طويلة نسبيا، كما أن العائد لا يتحقق دفعة واحدة وإنما يتوزع على فترات.²

ويمكن تلخيص ما سبق في الشكل التالي:

¹الطاهر لطرش نفس المرجع السابق ص 153.

²رابح خوني، رقية حساني، مرجع سبق ذكره، ص 98.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

الشكل رقم: 01 مصادر التمويل حسب التصنيفات المختلفة



المصدر: من إعداد الطلبة

المبحث الثاني: الهيكل المالي وتكلفة التمويل

لا يقتصر عمل المدراء الماليين على مجرد التعرف على مصادر الأموال، بل أن يحصل عليها بأفضل الشروط وأن يشكل ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد وبأقل تكلفة، ويعرف هذا المزيج بالهيكل المالي. حيث يرتبط الأداء المالي الجيد للمؤسسة على قدرتها في تشكيل التوليفة المثلى من هذا الهيكل، ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي، بما يضمن تشكيل الثروة والرفع من معدل النمو، وبالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام.

المطلب الاول: مفهوم الهيكل المالي

1- يعرف على أنه "تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة بجانب الخصوم وحقوق الملكية.¹ وفقاً لهذا التعريف، يُعد الهيكل المالي مجموعة القرارات المتعلقة بالتمويل التي تظهر على الجانب الأيسر من الميزانية العمومية، وذلك من منظور محاسبي.

2- الهيكل المالي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وسواء كانت من مصادر قصيرة أو طويلة الأجل.²

يُفهم الهيكل المالي في هذا السياق على أنه يشمل المصادر المختلفة التي تستخدمها المؤسسة لتمويل عملياتها، والتي تتضمن الأموال التي تأتي بأجل قصير أو طويل، بالإضافة إلى الأموال المستدانة والأموال الخاصة بالمؤسسة.

3- يعرف الهيكل المالي بأنه يعبر عن الجانب الأيسر للميزانية العمومية للمؤسسة، ويعبر عن تركيب أو مكونات الاموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول الموجودة في الجانب الأيمن في الميزانية، حيث يمكن تمويل هذه الأصول من مصادر متعددة مثل رأس المال و الفائض المحتجز وقروض قصيرة أو طويلة الأجل.³

4- يعرف الهيكل المالي الأمثل بأنه ذلك المزيج من التمويل الممتلك والمقترض الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حد ممكن وإذا ما نجحت المؤسسة في تحقيق ذلك تمكنت من تعظيم ثروة المالكين.⁴

يمكننا استخلاص تعريف الهيكل المالي للمؤسسة بأنه يشمل جميع المصادر التي تحصلت عليها المؤسسة لتمويل استثماراتها، سواء كانت هذه المصادر على شكل ملكية أو اقتراض، وتشمل الأموال طويلة

¹ عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009 ص 349.

² عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره ص 128.

³ عبد الغفار حنفي، نفس المرجع السابق ص 130.

⁴ محمد علي إبراهيم العامري، "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الأولى، دار إثراء لمنشر والتوزيع، الأردن، 2010 ص 161.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

الأجل وقصيرة الأجل. ويعبر الهيكل المالي عن الجانب الأيسر للميزانية العمومية، حيث يتم تمويل الأصول الموجودة في الجانب الأيمن من خلال مزيج متنوع من رأس المال، الفائض المحتجز، والقروض. ويُعتبر الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الذي يحقق المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حدوده، مما يساهم في تعظيم ثروة المالكين.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك فرق بين المصطلحين التاليين: الأول الهيكل المالي، والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني هيكل رأس المال، والذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة، والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحق الملكية، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعتبر جزءاً من الهيكل المالي للمؤسسة.¹

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على الهيكل المالي

هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر وتساهم في ضبط هيكل المالي للمؤسسة منها:²

1- نمو المبيعات: إذا كان مبيعات المؤسسة تزداد بمعدل عالية، فإن ذلك يعتبر مقياساً لمدى التضاعف المحتمل في الإيرادات الناتجة عن الزيادة في نمو المبيعات. وبالتالي إمكانية تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من عواقب تراجع المبيعات.

2- درجة استقرار المبيعات: هنا علاقة طردية بين درجة استقرار المبيعات، ونسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة، فكلما زادت درجة استقرار المبيعات تمكن المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل خطورة ممكنة والعكس بالعكس.

3- درجة المنافسة: تعتبر المنافسة من العوامل الرئيسية المؤثرة على الربحية، حيث كلما ارتفع عدد المنافسين انخفض ربحية المؤسسة، وبالتالي يقل اعتمادها على الاستدانة وتلجأ للأموال الخاصة، لأن خدمة الديون تتوقف على ربحية المؤسسة وعلى حجم مبيعاتها.

4- هيكل الأصول: يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بشكل مباشر، إذ أن المؤسسات التي تحتوي على نسبة عالية من الأصول الثابتة، والتي تعتبر كضمانات تقدمها المؤسسة عند حصولها على أموال مقترضة، تكون أكثر قدرة على الاستفادة من درجات عالية من الاستدانة.

5- اتجاهات رجال الإدارة: يتأثر اختيار مصادر التمويل في المؤسسة باتجاهات الإداريين من خلال وجهتين، الأول هو التحكم والسيطرة على إدارة المؤسسة، والثاني هو الخطر، فالمؤسسات التي تحتوي على عدد كبير جداً من المساهمين ستقوم عادة بإصدار أسهم عادية في حالة الحاجة إلى أموال إضافية..

1 دعاس مصعب، ايمن فريد. (2020) الخيارات الاستراتيجية واثرها على الهيكل المالي - دراسة حالة مؤسسة نفضال. مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة (5) 1، (23-40) ص30.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث للنشر، مصر، 2007 ص 285.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

6- اتجاهات المقرض: نلاحظ في غالبية الأحوال أن المؤسسة تناقش هيكلها المالي مع المقرض، وهو من يوافق أولاً على نسبة الاقتراض التي تطلبها المؤسسة، وكثيراً ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الاقتراض، لأن ذلك يعتبر تهديد لمصالحه في المؤسسة.

المطلب الثالث: مناهج اختيار الهيكل المالي

هناك ثلاثة مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب وهي:¹

1- منهج التوازن: يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرونة مالية للهيكل المالي، وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة، في ظل افتراضات محددة وهي أن هناك عائد متوقع، وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالي تتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة، ثم القيام باختيار المزيج التمويلي والذي يصاحبه أقل تكلفة تمويل.

2- منهج التوازن المقارن: يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال، لذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية، التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف، وتقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال، وبالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب، وبمقارنة هذه الخطط، يمكن اختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة.

3- منهج التوازن الحركي الديناميكي: يفترض وجود متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي، وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقيود البيئية الداخلية والخارجية المحيطة بالمؤسسة، وبمجموعة من العوامل المتمثلة في مدة الائتمان، مدى توفر المعلومات، وجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم، على أن يتم اتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الاستغناء عنها مثل: التكلفة، المركز الائتماني للمؤسسة، مجال استخدام الأموال والقرارات المالية التي اتخذت في الماضي... الخ، وفي ضوء العمليات الإنتاجية، والتسويقية، ودرجة استغلال الأصول والموارد الإنتاجية، لأن ذلك يؤدي إلى تغير المزيج التمويلي مع كل متغير في حجم أعمال المؤسسة، وعليه يجمع هذا المنهج بين المناهج السابقة الذكر عند اختيار المزيج التمويلي المناسب ما يجعله منهج متكامل.

المطلب الرابع: تكلفة التمويل

سنتناول في هذا المطلب تعريف تكلفة التمويل، أهميته وكيفية حسابه.

أولاً: تعريف تكلفة التمويل

1- تعرف تكلفة التمويل بأنها الحد الأدنى للمعدل الواجب تحقيقه على المشاريع الاستثمارية للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم الشركة بدون تغير، لهذا فإن تحقيق عائد يقل عن تكلفة التمويل يؤدي إلى أن يصبح الوضع المالي لأصحاب المؤسسة أسوأ مما كان عليه من قبل، مع انخفاض إجمالي للقيمة

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق ص 128.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

السوقية لأسهم الشركة، بينما يؤدي تحقيق عائد يزيد عن هذا المعدل إلى تحسين الوضع المالي لأصحاب المشروع، مع ارتفاع أجمالي القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.¹

2- كما تعرف تكلفة التمويل بأنها المرشد إلى تحديد الهيكل المالي الأمثل وتعظيم العائد وذلك بقبول تلك المشروعات التي تكون عوائدها أكبر من كلفة تمويلها، لأنها بمثابة الحد الأدنى للعائد المطلوب على المؤسسة و تعرف بشكل شامل بأنها الكلفة الكلية للتمويل متكونة من كلفة المزيج الذي يشكل الهيكل المالي.²

تكلفة التمويل اذا هي مقياس للعائد الأدنى الذي يجب أن تحققه الاستثمارات للحفاظ على قيمة أسهم الشركة في السوق. إذا كان العائد أقل من تكلفة التمويل، فإن ذلك يؤدي إلى تدهور الوضع المالي للمساهمين وانخفاض القيمة السوقية للأسهم. بينما يؤدي العائد الذي يتجاوز تكلفة التمويل إلى تحسين الوضع المالي للمساهمين وزيادة القيمة السوقية للأسهم. تكلفة التمويل تعمل أيضاً كمؤشر لتحديد الهيكل المالي الأمثل وتعظيم العائد، حيث يتم قبول المشروعات التي توفر عوائد تفوق تكلفة تمويلها. وبشكل عام، تكلفة التمويل هي الكلفة الإجمالية للأموال المستخدمة في الهيكل المالي، وتشمل كلفة كل من الأموال الذاتية والمقترضة.

ثانياً: أهمية تكلفة التمويل

تكمن أهمية تكلفة التمويل في ما يلي:³

- ✓ تعيد تكلفة التمويل في تقييم المشروعات التي تستخدم فيها الأموال، فإن تبين أن تكلفة التمويل تزيد عن العائد المتوقع أصبح عبئ على إدارة المؤسسة. أما إذا حسب تكلفة التمويل وقدر عائدها بدقة مقدماً، فإنه يمكن لإدارة المؤسسة أن تتفادى الدخول في المشروعات غير المجدية.
- ✓ إن تدنية تكلفة التمويل كهدف استراتيجي للإدارة المالية، يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المؤسسة، ولغرض تخفيض تكلفة التمويل يتطلب حسابها. كما أن قرارات الموازنة المالية لها تأثير رئيسي على المؤسسة واعداد الموازنة بشكل صحيح يتطلب تقديراً لتكلفة التمويل.
- ✓ إن اتخاذ تكلفة التمويل معياراً لتحديد سياسة التمويل والاستثمار يعد ضرورة لكل المنشآت (خاصة أو عامة)، حيث تمثل الفرصة البديلة للأموال المستثمرة في الموجودات التشغيلية.

ثالثاً: حساب تكلفة مصادر التمويل

إن الأموال التي تحتاجها المنشأة لممارسة نشاطها الاقتصادي تأتي من مصدرين أساسيين هما التمويل قصير الأجل (عن طريق، الائتمان التجاري والائتمان المصرفي)، والتمويل طويل الأجل (عن طريق

¹ سمير محمد عبد العزيز اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي مركز الإسكندرية للكتاب مصر ، 2006 ص 166.

² محمد علي ابراهيم العامري الادارة المالية الحديثة، ط1 ، دار وائل عمان الأردن ، 2013 ص 341.

³ فاطمة معاوي دور قرارات التمويل في تحديد انتاجية المؤسسة مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص إدارة أعمال مالية جامعة قلمة الجزائر، 2015/2016 ص 30.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

الاقتراض، الأسهم و الأرباح المحتجزة)، وهذه التمويلات تتحمل تكاليف معينة يجب العمل على الموازنة بينها وبين العائد من عملية التمويل. سندرجها في ما يلي:

1- تكلفة مصادر تمويل القصيرة الأجل¹

أ- **تكلفة التمويل في حالة الائتمان التجاري:** تتوقف قيمة تكلفة التمويل باستخدام الائتمان التجاري على الشروط الائتمانية التي يضعها المورد لمنح هذه التسهيلات الائتمانية ففي ظل غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويلي بدون تكلفة تذكر.

غير انه قد ينقلب إلى مصدر تمويلي مرتفع التكلفة إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه وتلتزم بالشروط الائتمانية التي حددها المورد فعندما تمر الفترة المقررة لسداد الائتمان التجاري دون قيام المؤسسة بالسداد قد يترتب عليه تدهور سمعة المؤسسة في السوق وقد ينتهي بها الأمر إلى الخروج كلية من السوق.

وفي حالة ما إذا كان الائتمان التجاري الممنوح من المورد يتضمن شرطاً يقضي بمنح خصم نقدي للعملاء في حالة السداد خلال فترة معينة فإن البند الرئيسي في تكلفة الائتمان في هذه الحالة تتوقف قيمته على إمكانية حصول المؤسسة على هذا الخصم من عدمه فإذا التزم المؤسسة بالسداد خلال فترة الخصم النقدي وبالتالي تكلفة الائتمان التجاري في هذه الحالة تكاد معدومة فيما تزيد تكلفة الائتمان التجاري عندما تقوم المؤسسة بسداد مستحققاتها بعد انتهاء الفترة المقررة لمنح الخصم النقدي.

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

ب- تكلفة التمويل في حالة الائتمان المصرفي:

تتمثل تكلفة التمويل في حالة هذا الائتمان في الفائدة التي تدفعها المؤسسة كنسبة مئوية من قيمة القرض التي حصل عليه ويمكن أن يطلق على هذه التكلفة بالتكلفة الإسمية تمييزاً لها عن التكلفة الفعلية المرتبطة بشروط الاتفاق بين المؤسسة والجهة المانحة للقرض والمتأثرة أيضاً بمعدل الضريبة الخاضعة له أرباح المؤسسة. وهناك ثلاث احتمالات بشأن هذه الشروط هي:

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

ويمكن احتساب الفائدة وفق الأساليب التالية:

- **احتساب الفائدة البسطة:** يمكن احتساب الفائدة وفق هذه الطريقة على أساس قيام العميل بتسديد مبلغ الفائدة عند استحقاق القروض مع أصل قيمة القرض ويكون معدل الفائدة الحقيقي مساوياً لمعدل الفائدة الإسمي وتحسب كما يلي:

¹ بوربيعة غنية محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير تخصص مالية المؤسسات جامعة الجزائر 3 (2011/2012) ص 59. 60.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

كلفة الفائدة البسيطة = نسبة الفائدة × قيمة القرض × المدة

- الفائدة المخصومة: وهي الفائدة التي يتم خصمها من قيمة القرض عند توقيع العقد مع المصرف ولذلك يسمى بالقرض المخصوم وبموجب هذا الشرط سوم لا يحصل المقترض على كامل قيمة القرض، وهنا سيختلف معدل الفائدة الحقيقي إذ سيكون أكبر من معدل الفائدة الإسمي ولمعرفة كلفة القرض الحقيقي يتم احتساب معدل الفائدة الحقيقي بالطرق التالية :

معدل الفائدة الحقيقي = مبلغ الفائدة / أصل قيمة القرض - الفائدة المدفوعة

- احتساب كلفة القرض بطريقة الرصيد المعوض

تتضمن بعض الشروط عند منح الائتمان المصرفي إلزام العميل بالاحتفاظ بحد أدنى من الرصيد لدى حسابه في المصرف وتتراوح النسبة بين 10% - 20% من قيمة القرض، والغرض من ذلك تقوية المركز النقدي للعميل هذا الشرط سيؤدي إلى رفع معدل الفائدة الحقيقي للقرض لانخفاض المبلغ المستثمر فعلا من قبل العميل.

2 - تكلفة مصادر التمويل الطويلة الأجل¹

أ- تكلفة الاقتراض: بوجه عام يمكن تعريف كلفة الديون بأنها معدل العائد الذي يتوقع الدائنون الحصول عليه عندما يحين موعد السداد مقابل استخدام أموالهم من قبل المقترضين.

تكلفة المديونية بعد الضريبة = العائد المطلوب من قبل حملة المديونية - الوفر الضريبي

إن السبب الذي يدعو المؤسسات إلى استخدام تكلفة الدين بعد خصم الضريبة هو أن زيادة قيمة السهم تعتمد على التدفقات النقدية بعد خصم الضريبة وبما أن الفوائد نفقات قابلة للخصم فإنها تولد وفورات ضريبية تخفض التكلفة الصافية للدين حيث تصبح تكلفة الدين بعد خصم الضريبة أقل من تكلفة الدين قبل خصم الضريبة وحيث أن التدفقات النقدية ومعدلات العائد تستند على أسس متماثلة فقد تم تعديل سعر الفائدة لمراعاة المعالجة الضريبية المفضلة للدين.

ب- تكلفة الأسهم 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 ويمكننا تحديد تكلفة إصدار الأسهم الممتازة بالمعادلة التالية:

كلفة الأسهم الممتاز = حصة سهم من الربح / صافي سعر السهم

أو

كلفة الأسهم الممتاز = حصة سهم من الربح / سعر بيع السهم - كلفة الإصدار

¹ بوربيعة غنية، مرجع سابق ، ص 61 . 62.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

نلاحظ أن عملية حساب تكلفة الأسهم الممتازة تم بدون أي تعديلات ضريبية لأن أرباح الأسهم الممتازة على العكس من نفقات الفائدة على الدين غير قابلة للخصم وبالتالي لا يوجد وفورات ضريبية مرتبطة باستخدام السهم الممتاز، والسبب في ذلك يعود إلى أن الفوائد على الدين تعامل كتكلفة يتم طرحها من المبالغ التي تخضع للضريبة، بينما الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة يتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر من التكاليف.

ج- حساب تكلفة الأسهم العادية: تعرف تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية على أنها العائد الذي يطلبه المستثمرون حملة الأسهم لقاء امتلاكهم له وهي بالضرورة تكون أعلى من كلفة الأرباح المحتجزة والسبب يعود إلى وجود تكاليف قد تتحملها المؤسسة عند إصدار أسهم جديدة وتسمى بعلاوة الإصدار يمكن حساب تكلفة السهم العادية باستخدام أسلوبين مختلفين هما:

- أسلوب الأرباح الموزعة: ويركز على أن تكلفة رأس المال المتحصل من إصدار الأسهم العادية تعتمد على توقعات الأرباح الموزعة واحتمال تزايدها لهذا الأسلوب

تكلفة السهم العادي = (العائد المتوقع من السهم / القيمة السوقية للسهم - 1) - تكلفة الإصدار (السهم) + العائد المتوقع من السهم

- أسلوب الأرباح المنسوبة لسعر السهم: ويعتمد هذا الأسلوب في قياس تكلفة رأس المال المتحصل من بيع الأسهم العادية على نسبة الأرباح سعر السهم من خلال العلاقة التالية:

تكلفة السهم العادي = الأرباح الحالية للسهم / القيمة الصافية للسهم

د- تكلفة الأرباح المحتجزة : بما أن الأرباح المحتجزة هي أرباح قررت المؤسسة احتجازها على المساهمين لاستخدامها في تمويل الاستثمارات، لذا فإن المستثمرين يعتبرون هذه الأرباح تكلفة، وتتمثل هذه التكلفة في مقدار العائد الذي كان بإمكانهم الحصول عليه لو أن المؤسسة قامت بتوزيع هذه الأرباح عليهم.

المبحث الثالث: الإطار النظري للرفع المالي

سننتقل في هذا المبحث إلى الإلمام بالجانب النظري للرفع المالي من خلال تعريفه، وذكر أهميته، وكذا مميزاته وعيوبه، كما سنتناول العلاقة الرياضية لحسابه.

المطلب الاول: مفهوم الرفع المالي وأهميته

سنتناول في هذا المطلب مفهوم الرفع المالي وأهميته.

أولاً: مفهوم الرفع المالي

تعددت تعريفات ومفاهيم الرفع المالي وإن كان مصطلح الرفع المالي من المصطلحات التي ابتدعتها الذهنية المؤسساتية لتغليف الأشياء غير المحببة أو السلبية وإعطائها مظهرًا جميلًا، فبدل أن نقول

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

استدانة أو مديونية وهو مصطلح يوحي بالمخاطرة والضعف نقول رافعة مالية وهو مصطلح يوحي بالثقة والقوة.¹

- **تعريف أول:** يعني شراء الأصول من الأموال المقترضة أو من إصدار أسهم ممتازة وهو ما يعني محاولة المؤسسة استثمار رأس المال المقترض بما يحقق أكبر عائد من تكلفة الاقتراض.²

- **تعريف ثاني:** يعرف الرفع المالي بأنه درجة اعتماد المنشأة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء كان قروضا أو سندات أو أسهما ممتازة مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها.³

- **تعريف ثالث:** الرفع المالي هو الاستعانة بأموال الغير لتحقيق أرباح إضافية يستفيد منها ملاك المؤسسة لذا فهو يعتمد على الاقتراض لتمويل عمليات المؤسسة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك.

- **تعريف عام:** هو درجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة (قروض مصرفية، سندات، أسهم ممتازة) وهذا بهدف رفع مردودية المساهمين، مع انقاص مخاطرتهم.

ثانيا: أهمية الرفع المالي

تظهر أهمية الرفع المالي من خلال ما يقدمه للمؤسسة من فوائد كبيرة وتم تلخيص أبرز النقاط التي تظهر أهمية الرفع المالي على الشركة كالاتي:⁴

- الحفاظ على سيطرة وقوة التصويت للمساهمين القدامى ومن ثم التقليل من احتمالات السيطرة الخارجية وإن هذه السياسة ستقود بالنهاية إلى تعزيز وتقوية أداء تلك الشركات.

- الرفع المالي يؤدي إلى تحقيق أفضل النتائج عندما تتصف العمليات التشغيلية والتمويلية بالكفاءة وعندما تكون الظروف الخارجية المحيطة بالمؤسسة مناسبة كما يمكن أن يؤدي استعماله غير الكفء إلى نتائج عكسية.

- يعد الرفع المالي من العوامل المؤثرة على شكل وطبيعة الهيكل التمويلي داخل المؤسسة وقد ظهر ذلك من خلال طرح النظرية التقليدية في بداية الخمسينيات من القرن الماضي ففوق للنظرية التقليدية يمكن استخدام الرفع المالي بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية.

¹ قصبة نبال أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية والحلول المقترحة، بحث مقدم إلى مؤتمر الأزمات الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها وعالجها جامعة جرش، عمان، 2010، ص 08.

² علاش نور الدين ومشبك عبد المطلب أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار الاستراتيجي مذكرة تخرج تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص علوم التسيير جامعة تيسمسيلت الجزائر، 2017/2018، ص 39.

³ هندي منير الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ط، 2، دار المعارف للنشر الاسكندرية مصر، 2008، ص 614.

⁴ أياد ياسين، أثر الرفع المالي في ربحية المصارف الخاصة السورية، مشروع بحث أعد استكمالا لمتطلبات نيل درجة الاجازة في إدارة الاعمال تخصص مالية ومصرفية، جامعة المنارة، سوريا ، 2021/2022، ص 12.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

- يحدد الرفع المالي كمية الاقتراض المعقولة ودرجة المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون من جهة والانتفاع من مزاياها من جهة أخرى ذلك لأن الخطر التمويلي سيزداد إلى درجة يهدد وجود الشركة ومستقبلها في حالة زيادة الديون عن الحد المعقول.

- ومن جانب آخر فإنه يجب تظهر أهمية الرفع المالي للمؤسسة في تحديد درجة المخاطرة المالية للمؤسسة حيث تم إثبات أن المخاطرة المالية هي مقدار الفشل في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار وتعني كذلك مدى تعرض أموال المالك لمخاطر الإفلاس أو الضياع نتيجة زيادة العبء المالي على المؤسسة وهي نوعان مخاطر مالية ناتجة عن استخدام القروض ومخاطر تشغيلية ناتجة عن الظروف التي تعمل فيها المؤسسة.

من الضروري للغاية قياس مستوى الرفع المالي للشركة، إذ أن النفقات الثابتة تزيد من العائدات المتاحة للمساهمين بمعدل يفوق الزيادة في الأرباح الصافية بعد الضرائب. ومع ذلك، عندما تتخفف الأرباح الصافية من العمليات، يقل العائد متاح للمساهمين، مما قد يؤثر سلباً على قدرة الشركة على الإيفاء بالتزاماتها ويعرضها لخطر الإفلاس. لذلك، من المهم التنويه إلى أن المخاطرة المالية تمثل الخطر الإضافي الذي يتحمله المساهمون نتيجة اعتماد الشركة على الديون بالإضافة إلى رأس المال الخاص في تمويل استثماراتها، ويُقاس هذا الخطر بالتقلبات في الأرباح.

المطلب الثاني: مزايا وعيوب الرفع المالي

لرفع المالي مجموعة من المزايا والعيوب سنحاول ذكرها في النقاط التالية:

أولاً: مزايا الرفع المالي

- ✓ يحقق الرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد أعلى من تكلفة الاقتراض المميزات التالية:¹
- ✓ تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض والعائد على الاستثمار؛
- ✓ المحافظة على السيطرة في المنشأة لأن الدائنين ليس لهم حق التصويت؛
- ✓ عدم مشاركة أصحاب السندات المشاركة بالأرباح والمقرضين في الأرباح التي تحققها الشركة عدا ما يدفع لهم على شكل فوائد؛
- ✓ الاستفادة من ميزة أن الفوائد المدفوعة تنزل من الدخل الخاضع للضريبة؛
- ✓ في فترات التضخم فإن اقتراض الاموال ذات قوة شرائية مرتفعة و إعادتها ولكن بقوة شرائية منخفضة.

ثانياً: عيوب وسلبيات الرفع المالي

في مقابل هذه المجموعة من الميزات هناك مجموعة أخرى من السلبيات إذا ما تم الرفع المالي في ظل عائد على الموجودات أقل من تكلفة الاقتراض، وهي كما يلي:²

¹ محمد مفلح عقل مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي ط 1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2011 ص 400.

² محمد مفلح عقل مرجع سابق. ص 400.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

- ✓ انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من تكلفة الاقتراض؛
- ✓ احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة؛
- ✓ في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة؛
- ✓ قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إيذاء سمعة المؤسسة الائتمانية والحد من قدرتها على الاقتراض.

المطلب الثالث: المردودية وأثر الرفع المالي

سننتظر في هذا المطلب الى حساب اثر الرفع المالي انطلاقا بعد الإشارة الى مفهوم المردودية الاقتصادية والمالية.

أولاً: حساب أثر الرفع المالي

من أجل حساب أثر الرفع المالي، سننتظر أولاً الى تعريف كل من المردودية الاقتصادية والمردودية المالية:

1- مفهوم المردودية الاقتصادية: تسمح المردودية بتقدير النتيجة المتحصل عليها فيما يتعلق بالأصول الاقتصادية ورأس المال المستثمر، وبمعنى آخر الغرض من قياس المردودية الاقتصادية يتجلى في المقارنة بين التكاليف في عمليات الاستثمار والاستغلال.¹ وهي العلاقة بين النتيجة الاقتصادية التي تحققها المؤسسة ومجموع الأموال التي استعملتها، قد يعبر عن النتيجة الاقتصادية بالفائض الإجمالي للاستغلال، أو نتيجة الاستغلال. أما الأموال المستخدمة في تحقيق هذه النتيجة فيعبر عنها عادة بأصول المؤسسة. إلا أن البعض يستخدم الأصول الثابتة مضافاً إليها احتياج رأس المال العامل، للتعبير عن الأموال المستعملة لتحقيق النتيجة الاقتصادية.² وعليه يمكن القول أن المردودية الاقتصادية هي عبارة عن العلاقة أو النسبة بين النتيجة التي حققتها المؤسسة والأموال التي استخدمتها في ذلك. وتحسب وفق العلاقة التالية:

معدل المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصول الاقتصادية

2- مفهوم المردودية المالية : في إطار اقتصاد السوق، علي المؤسسة تحقيق مردودية مرتفعة حتى تستطيع أن تمنح المساهمين أرباحاً كافية تمكنهم من تعويض المخاطر المحتملة التي يمكن أن يتعرضوا لها نتيجة مساهمة في رأس مال المؤسسة.³ وتعرف كذلك بمردودية الأموال الخاصة؛ تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والتدفقات المالية، حيث تأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية.⁴ وعموماً يمكننا القول إن المردودية المالية تهدف

¹ ميلود ميمي، "أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة"، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012-2013 ص 03.

² عادل عشي، "الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2001-2002 ص 83.

³ مليكة زعيب، "ميلود بوشنيقر التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد"، الطبعة الثانية ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2010 ص 88.

⁴ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي: الإدارة المالية: دروس وتطبيقات"، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل لنشر والتوزيع، عمان، 2011 ص 201.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

إلى مقارنة الربح الصافي المحقق مع حجم الأموال الخاصة الذي خصص لتمويل الاحتياجات المالية لمؤسسة، وتحسب وفق العلاقة التالية:

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

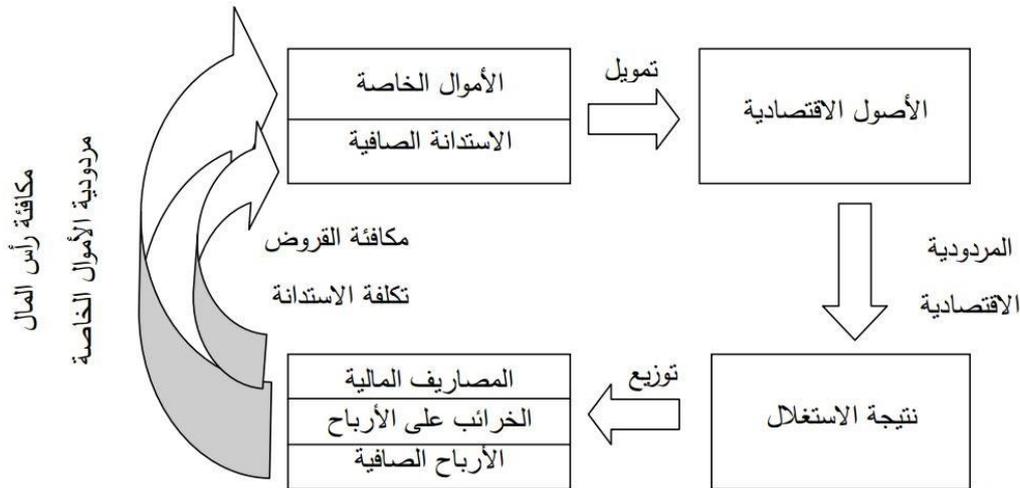
واعتمادا على التعريف المقدم لكلا المفهومين السابقين يمكن تعريف أثر الرافعة المالية على أنها الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية بعد الضريبة، فهي تقيس تأثير القرارات المالية على المردودية الاقتصادية بمدى تأثير المردودية المالية بذلك.¹

3- مبدأ أثر الرفع المالي

يقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط فهو نتاج المرونة المكافئة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة (أي الديون)، فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين. حيث تكون أما حالة أثر رافعة مالية إيجابي، أما في الحالة العكسية. أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف، تتخفض مردودية المساهمين ويصبح أثر الرافعة المالي سلبي.²

إذا يمكننا تفسير أثر الرافعة المالية بمعدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصول الاقتصادية وتكلفة الدين.

لغرض التوضيح، سنفترض أن جميع الأموال المستخدمة تتخذ شكل إما رأس المال الخاص أو الديون. هذه الأموال مُستثمرة في أصول من المتوقع أن تُنتج عوائد، كما يُظهر الشكل أدناه.
الشكل رقم: 2 توزيع الثروة في المؤسسة



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج 1، ط 2، ص: 221

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي: الإدارة المالية -أجوبة- تمارين وحلول"، الجزء الثاني، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 216.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 284.285.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

إجمالي الأموال التي يوفرها كل من المقرضين والمساهمين لتمول الأصول الاقتصادية للشركة، والتي بدورها تولد عوائد. هذه العوائد تُقسم إلى التكاليف المالية، وهي عبارة عن مكافآت للمقرضين، والأرباح قبل الضرائب التي تُصرف للمساهمين. عند المقارنة بين العائد على رأس المال الخاص والعائد الاقتصادي (قبل الضرائب للمقارنة بشكل متجانس)، نلاحظ أن الفارق ينشأ من تأثير الهيكل المالي. وبالتالي، يمكن تعريف الفارق بين العائد على رأس المال الخاص والعائد الاقتصادي بعد الضرائب على أنه تأثير رافعة الاستدانة، أو بمعنى آخر، تأثير الرافعة المالي إن للضريبة أثر واضح في حساب أثر الرفع المالي أي أن اللجوء إلى الاقتراض يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي، وذلك لأن الفوائد تطرح من الأرباح قبل حساب الضرائب وعليه فالشركات التي تدفع معدل ضريبة مرتفع تفضل مثلًا التمويل بالاقتراض بدلا من التمويل عن طريق الأموال الخاصة لأن الوفر الضريبي لهذه المؤسسات سيكون أكبر.¹

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

<i>Roper</i> : النتيجة العملياتية	<i>cp</i> : أموال خاصة
<i>Rnet</i> : النتيجة الصافية	<i>Rcp</i> : مردودية الأموال الخاصة
<i>Re</i> : المردودية الاقتصادية	<i>D</i> : الاستدانة الصافية
<i>I</i> : تكلفة الاستدانة	<i>Ibs</i> : معدل الضريبة علي أرباح الشركات

تحدد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الاستغلال:

$$Rnet = (Re - i.D)(1 - iBS)$$

وبالتالي يمكن صياغة العلاقة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية رياضيا كالتالي:

$$Rcp = (Re + (Re - i) \frac{D}{Cp})(1 - iBS)$$

حيث:

$(Re - i)$: الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة

$\frac{D}{Cp}$: الرافعة المالية وتقيس تركيبة الهيكل المالي

$(Re - i) \frac{D}{Cp}$: أثر الرافعة المالية.

فيكون لدينا:

مردودية الأموال الخاصة = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية.

وعليه:

¹ بكاري، بلخير، دغوم، عبد الرحمن، 2017، دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية- دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات بمنطقة حاسي مسعود، مجلة دراسات، العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، المجلد 8، العدد 1، ص 101.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 286-288.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

أثر الرافعة المالية = المردودية المالية - المردودية الاقتصادية.

ثالثا: حالات أثر الرافعة المالية

الغرض من تحليل الرفع المالي هو فحص كيفية تأثير الديون على العائد المالي للشركة. يمكن أن تسهم الديون في زيادة العائد المالي، ولكن يمكن أيضًا أن تكون لها تأثيرات سلبية. هذه التأثيرات تتفاوت بين الشركات المختلفة، ويمكن توضيح ذلك من خلال الحالات التالية:¹

1- حالة مؤسسة عديمة الاستدانة: هي حالة نادرة الحدوث، وهذا يعني أن المؤسسة تقوم بتمويل استثماراتها بأموالها الخاصة دون اللجوء إلى الاستدانة الخارجية، وفي هذه الحالة صياغة أثر الرافعة المالية تكتب بالشكل التالي:

$$D=0 \rightarrow Rcp = Re(1 - iBS)$$

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

2- حالة مؤسسة مستدينة: تعد الاستدانة من أهم مصادر التمويل، كما أنها تساهم في تحسين مستويات المردودية المالية، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق نمو لقدرة المؤسسة على التمويل الذاتي، لكن من الضروري مراقبة مستويات الاستدانة من خلال دراسة أثر الرفع المالي.

هنا يجب التمييز بين ثلاثة حالات يمكن أن تقع فيها المؤسسة:²

$$1-2- \text{ حالة المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الفائدة : } (Re > i) \rightarrow (Re - i) > 0$$

في هذه الحالة، يكون أثر الرفع المالي موجب، وبالتالي فزيادة الديون سيؤدي إلى تحسين المردودية المالية وهو ما يعني أنه مادامت المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة، فمن مصلحة المؤسسة اللجوء أكثر الاستدانة.

$$(Re - i > 0) \rightarrow Rcp - Re = \left(\frac{D}{cp}\right) (Re - i) > 0$$

أي أن زيادة اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة.

$$2-2- \text{ حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة } (Re < i) \rightarrow (Re - i) < 0$$

في هذه الحالة، يكون أثر الرفع المالي سالب، وبالتالي فزيادة الديون سيؤدي إلى تراجع المردودية المالية، وهو ما يعني أنه مادامت المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة، فليس من مصلحة المؤسسة اللجوء أكثر الاستدانة، بل الأفضل هو التمويل بالأموال الخاصة.

¹ تريفة ايناس، ساكر دعاء . أثر الرفع المالي على المردودية المالية في المؤسسات الاقتصادية دراسة ميدانية بمؤسسة نفضال - تبسة- . 2022 /2023 ص 31-33.

² درغوم عبد الرحمان "دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016-2015 ص 09.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

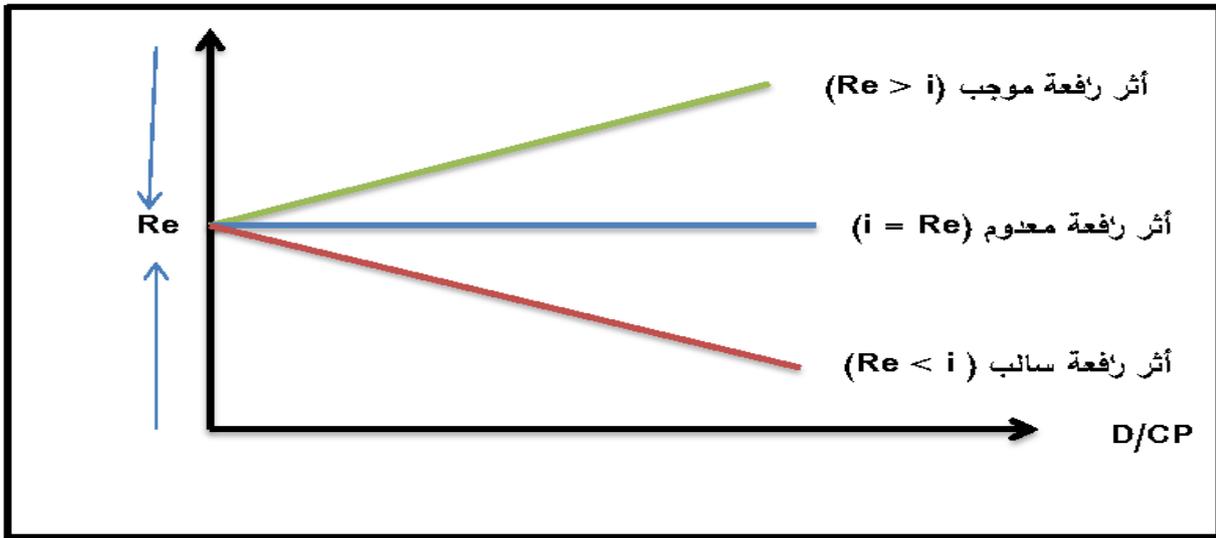
$$(Re - i < 0) \rightarrow Rcp - Re = \left(\frac{D}{cp}\right) (Re - i) < 0$$

أي أن مردودية الأموال الخاصة تنخفض بزيادة اللجوء إلى الاستدانة وذلك بسبب ارتفاع المصاريف المالية.

$$3-2- \text{ حالة المردودية الاقتصادية تساوي معدل الفائدة } (Re = i) \rightarrow (Re - i) = 0$$

ومنه أثر الرفع المالي يكون معدوم و بالتالي فزيادة الديون لن تؤثر على المردودية المالية والتي تبقى ثابتة ومستقلة عن الرفع المالي وبالتالي فلا فرق بين التمويل بالديون أو أموال خاصة لأن المردودية المالية لن تتغير نسبي هذه الوضعية نقطة التعادل التمويلي أو نقطة عدم الاهتمام.

الشكل رقم:3 الحالات المحكمة لأثر الرافعة المالية على مردودية الأموال الخاصة



المصدر: ميلودي ميلر، مرجع سبق ذكره، ص53.

الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل والرفع المالي

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل يمكن القول بأن التمويل هو العملية التي تشمل جميع الأنشطة المتعلقة بتوفير الأموال اللازمة لدعم العمليات الاقتصادية والاستثمارية، ويلعب التمويل دورًا حيويًا كأحد القرارات الرئيسية التي تهتم بها الشركات، أما الهيكل المالي للمؤسسة فهو يشمل جميع المصادر التي تحصلت عليها المؤسسة لتمويل استثماراتها، سواء كانت هذه المصادر على شكل ملكية أو اقتراض، وتشمل الأموال طويلة الأجل وقصيرة الأجل، ويعبر الهيكل المالي عن الجانب الأيسر للميزانية العمومية، والرفع المالي هو درجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة كالقروض المصرفية والسندات والأسهم الممتازة وهذا بهدف رفع مردودية المساهمين، مع كل هذا لا يمكن أن يكون التمويل جيدا الا باتخاذ القرار الصائب وهذا ما سنتناوله في الفصل الثاني.

الفصل الثاني:

اتخاذ القرار التمويلي

بناء على الرفع المالي

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

تمهيد

يعد قرار التمويل من بين أهم القرارات التي تهتم بها المؤسسة وتعييرها أهمية بالغة، لما له من تأثير على مختلف نشاطاتها، واختيار التوليفة المثلى للهيكل التمويلي المتكونة من الأموال الخاصة وأموال الاستدانة، وجب اتخاذ القرار الصائب حول اختيار الهيكل الأمثل و العلاقة التي تربطه بالرافعة المالية.

من خلال هذا الفصل سنتطرق الي:

المبحث الاول: ماهية اتخاذ القرارات

المبحث الثاني: محددات اتخاذ القرار التمويلي

المبحث الثالث: دور الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

المبحث الأول: ماهية اتخاذ القرارات

في هذا المبحث، سنتعرف على مفهوم اتخاذ القرارات مروراً بتعريف القرار، كما سنتطرق إلى أنواع القرارات وكذا مراحل اتخاذ قرار جيد.

المطلب الأول: مفهوم اتخاذ القرارات

سنتناول في هذا المطلب تعريف اتخاذ القرار، ومميزاته وأهميته.

أولاً: تعريف اتخاذ القرار

قبل التعمق في تفاصيل التعريفات المتعلقة بعملية اتخاذ القرار، من الضروري أولاً توضيح مفهوم القرار كأساس العملية الإدارية.

القرار لغة: هو فصل أو حكم في مسألة ما أو قضية أو خلاف. أما اصطلاحاً فهو: ذلك التصرف الشعوري الذي يرمى إلى اختيار أو استعمال أحسن وسيلة للوصول إلى غايتها أو استخدامها لتحقيق هدف ما.¹

1- لقد أدى تنوع التعاريف الواردة بشأن القرار الإداري وتعدددها، إلى تعدد المفاهيم المرتبطة بعملية اتخاذ القرار؛ على اعتبار أن هذه الأخيرة تمثل الإدراك الكامل للبدائل المتاحة و إمكانية المفاضلة بينها و اختيار أفضلها لتحقيق أهداف المؤسسة و ذلك بتوفير جميع الموارد المالية والبشرية خلال فترة زمنية محددة في ظل معطيات كل من عوامل البيئة الداخلية والخارجية والعمل على تنفيذه ومتابعته.²

2- أيضاً، يمكن تعريف اتخاذ القرار الإداري بأنه اختيار بديل من عدة بدائل متوفرة لتحقيق هدف، حل مشكل، تسيير عمل معين أو انتهاز فرصة.³

3- واتخاذ القرار، كذلك، هو عبارة عن حصيلة معقدة تتطافر فيها العديد من الاعتبارات سواء كانت اقتصادية، تقنية، اجتماعية، سياسية، قانونية فنية... الخ⁴

تعريف عام: من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن عملية اتخاذ القرار هي عملية تحليلية تتضمن تقييم البدائل المتاحة واختيار الأنسب منها لتحقيق أهداف المؤسسة، مع مراعاة الموارد المالية والبشرية والظروف البيئية الداخلية والخارجية، بهدف حل المشكلات، إدارة الأعمال، أو استغلال الفرص وذلك ضمن إطار زمني محدد وبالتكامل بين مختلف الاعتبارات الاقتصادية، التقنية، الاجتماعية، السياسية، والقانونية.

¹ بركبية محمد علي دور التحليل المالي في اتخاذ القرار التمويلي مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر العلوم المالية والمحاسبية تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر بسكرة الجزائر ، 2018/2019 ص 47.

² عادل عبد المنعم المسدي، إدارة الأعمال: فكر تحليلي معاصر، دار الخولي للطباعة، طنطا، مصر، 2015، ص: 65.

³ د. دلفوف سفيان، محاضرات في مادة: نظرية اتخاذ القرار: أعدت وفقاً للمقرر الوارد في محضر اجتماع اللجنة البيداغوجية الوطنية لميدان التكوين في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بتاريخ: 21 ماي 2017 بجامعة وهران، والعرض التكويني لتخصص: اقتصاد كمي و اقتصاد وتسيير المؤسسة بجامعة سطيف1

⁴ بركبية محمد علي، نفس المرجع ، نفس الصفحة

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

ثانياً: مميزات اتخاذ القرارات

- ✓ تتصف عملية اتخاذ القرار بخصائص ومميزات متعددة من بينها:¹
- ✓ أنها عملية قابلة للتشديد أي الوصول إلى أقصى حد ممكن من المعقولية والرشد.
- ✓ أنها عملية تتأثر بعوامل ذات الصيغة الإنسانية والاجتماعية، أي أنها تتأثر بشخصية متخذ القرار والتابعين وكل من يتأثر بهذا القرار.
- ✓ أنها عملية تمتد في الماضي والمستقبل، وتتبع هذه الصفة من كون القرارات المتكررة تكون امتداداً واستمراراً للقرارات سابقة.
- ✓ هي عملية تقوم على الجهود الجماعية المشتركة لأنها نتاج جهد مشترك سواء كان هذا الجهد مباشر أو غير مباشر.
- ✓ اتخاذ القرار تتصف بالعمومية والشمول، حيث أن أنواع القرارات وأساليب اتخاذها تكاد تكون عامة بالنسبة لجميع المؤسسات، وتتصف بالشمول من حيث القدرة على اتخاذها لذا ينبغي أن تتوفر في جميع من يشغلون المناصب الإدارية على اختلاف مستوياتها العليا الوسطى والتنفيذية.

ثالثاً: أهمية عملية اتخاذ القرارات

يمكننا توضيح أهمية عملية اتخاذ القرارات في النقاط التالية:²

- 1- **اتخاذ القرارات عملية مستمرة:** إن مجال العمل في المؤسسات ما هو إلا مجموعة مستمرة و متنوعة من القرارات الإدارية في مختلف المجالات كالإنتاج و التسويق و التنظيم و الأفراد و غيرها.
- 2- **اتخاذ القرارات أداة المدير في عمله:** إن اتخاذ القرارات هي أداة المدير في عمله اليومي، فاتخاذ القرارات هي أداة المدير التي بواسطتها يمارس العمل الإداري حيث يقرر ما يجب عمله ومن يقوم به ومتى يتم القيام به وأين يتم القيام به كلما ارتفع قدرات المدير في اتخاذ القرارات كلما ارتفع مستوى أدائه الإداري.
- 3- **القرارات الاستراتيجية تحدد مستقبل المؤسسة:** ترتبط القرارات بالمدى الطويل في المستقبل ومثل هذه القرارات يكون لها تأثير كبير على نجاح المؤسسة أو فشلها، حيث تلعب القرارات الاستراتيجية دوراً هاماً في مصيرها ومكانتها بين الدول العالم.
- 4- **اتخاذ القرارات لإدارة وظائف المؤسسة:** إن الدور الإداري في وظائف المؤسسة يحتوي على مجموعة من القرارات الخاصة بإدارة الجوانب المختلفة لهذه الوظائف سواء كان وظيفة الإنتاج أو التسويق أو التمويل وغيرها.
- 5- **اتخاذ القرارات جوهر العملية الإدارية:** يرى البعض أن اتخاذ القرارات هو جوهر وظيفة التخطيط نظر لأن العديد من نشاط وظيفية التخطيط ينطوي على سلسلة من القرارات، ولكننا نرى أن اتخاذ القرارات ليس

¹ سهيل عبيدات، إدارة الوقت وعملية اتخاذ القرارات والاتصال للقيادة الفعالة، ط1، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، اريد، 2007، ص 80 - 81.

² بركبية محمد علي، مرجع سابق، ص 48.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

جوهر وظيفة التخطيط وحدها، ولكنه أساس وجوهر كل الوظائف الإدارية الأخرى من تنظيم وتوجيه ورقابة لأن كلا من هذه الوظائف تنطوي على مجموعة من القرارات الحاسمة.

المطلب الثاني: أنواع القرارات والعوامل المؤثرة في صنع القرار التمويلي

سننتظر في هذا المطلب الى مختلف أنواع القرارات والعوامل المؤثرة في صنع القرار .

أولاً: أنواع القرارات

إن من أهم القرارات المالية الاستراتيجية بالمؤسسة متمثلة في التالي:

1- قرارات الاستثمار: هو القرار الذي يقوم على صرف الإنفاق الفوري من أجل الاستفادة من ربح على عدة فترات متتالية وترجع أهمية هذا النوع من القرارات إلى مجموعة من الاعتبارات التي يمكن تلخيصها في:

- تستمر نتائج قرارات الإنفاق الرأسمالي لفترة طويلة وهذا يعني مرور عدة سنوات قبل أن تظهر النتائج الفعلية للقرار .

- تتوقف كفاءة قرارات الإنفاق الرأسمالي على فعالية التخطيط وعلى دقة التنبؤ بالمبيعات المتوقعة.

- إن الاستثمار في الأصول الرأسمالية يتطلب حجماً كبيراً من الإنفاق وبالتالي لا بد من إجراء الدراسات المتعمقة لمصادر التمويل المتاحة، مما يتطلب جهداً أو وقتاً طويلاً وأن الأموال المطلوبة عادة ما تكون غير متاحة داخل المشروع.

- طالما إن قرارات الإنفاق الرأسمالي تنطوي على حجم كبير من الاستثمارات، لذلك لا بد من إعداد الدراسات الدقيقة قبل الموافقة على هذا النوع من الإنفاق فالاستثمار المبالغ فيه أو الاستثمار الأقل من اللازم يترتب عليه تحمل المشروع لمقدار كبير من الخسائر والتكاليف.¹

2- قرار التمويل: تعتبر القرارات المتعلقة بصياغة الهيكل التمويلي للمؤسسة من أصعب المهام التي تقوم بها الإدارة المالية والتي تتمثل في اختيار هيكل التمويل الأمثل الذي يسمح بتعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم، يتمثل الهدف الاستراتيجي للمؤسسة في اتخاذ قرار التمويل في تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم قيمة المنشأة التي تقاس بالقيمة السوقية لأسهمها العادية، لذلك يتعين على المؤسسة تحديد الكيفية التي من خلالها تحصل على الأموال اللازمة وبأقل تكلفة ممكنة.²

3- قرار توزيع الأرباح: يتعلق بجزء من الأرباح الذي سيوزع على المساهمين و الجزء الذي سيعاد استثماره، وهذا القرار ينتج عن القرارين السابقين، فكلما كان قرار الاستثمار وقرار التمويل جيداً، كلما أمكن للمؤسسة توقع ارتفاع أرباحها بانتظام.³

¹ إيناس ناصلي، التمويل الذاتي ودوره في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في المحاسبة والمالية، تخصص محاسبة، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي الجزائر ، 2018/2019 ص 11.

² زهواني رضا و آخرون، دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية قرار التمويل، قرار الاستثمار وتوزيع الأرباح، مجلة العلوم الادارية والمالية، المجلد 01 العدد 01 جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي. الجزائر، 2017، ص 242.

³ إيناس ناصلي، مرجع سابق، ص 12.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

ثانيا: العوامل المؤثرة في صنع القرارات

عملية صنع واتخاذ القرارات تؤثر عليها عوامل متعددة، من أهمها طبيعة المشكلة محل القرار والوقت المتاح لاتخاذ القرار ونوع المؤسسة فضلا عن القوى البشرية والمادية والبيئية المتوافرة لها، وتتمثل هذه العوامل في:¹

1- عوامل البيئة الخارجية: وتتمثل هذه العوامل في:

- ✓ الظروف الاقتصادية والسياسية والمالية السائدة في المجتمع.
- ✓ التطورات التقنية والتكنولوجية والقاعدة التحتية التي تقوم عليها الأنشطة الاقتصادية الظروف الإنتاجية القطاعية مثل المنافسين والموردين والمستهلكين.
- ✓ العوامل التنظيمية الاجتماعية والاقتصادية مثل النقابات والتشريعات والقوانين الحكومية والرأي العام والسياسة العامة للدولة وشروط الإنتاج درجة المنافسة التي تواجه المؤسسة في السوق.

2- عوامل البيئة الداخلية: وتتمثل بالعوامل التنظيمية وخصائص المؤسسة وهي عوامل كثيرة أهمها ما يلي:

- ✓ عدم وجود نظام المعلومات داخل المنظمة يفيد متخذ القرار.
- ✓ عدم وضوح درجة العاقات التنظيمية بين الافراد والإدارات والأقسام.
- ✓ درجة المركزية وحجم المؤسسة ودرجة انتشارها الجغرافي.
- ✓ درجة وضوح الأهداف الأساسية للمؤسسة.
- ✓ مدى توافر المواد المالية والبشرية والفنية للمؤسسة.
- ✓ القرارات التي تصدر عن مستويات إدارية أخرى.

3- عوامل شخصية ونفسية: هذه العوامل تشمل كل من له علاقة باتخاذ القرار ابتداء بالرجل الإداري متخذ القرار ومستشاريه ومساعديه الذين يشاركونه في صنع القرار وهذه العوامل تنقسم الي نوعين:²

أ/ عوامل نفسية: وهذه العوامل فمنها ما يتعلق ببواعث داخلية للشخص ومنها ما يتعلق بالمحيط النفساني المتصل به في عملية اتخاذ القرار وخاصة في مرحلة اختيار البدائل من البدائل المتاحة

ب/ عوامل شخصية: تتعلق بشخصية متخذ القرار ومقدراته وهنا الكثير منها التي تؤثر في عملية اتخاذ القرارات، فالقرار يعتمد على كثير من المميزات الفردية والشخصية للفرد التي تطورت معه قبل وصوله إلى التنظيم، وعليه تتشكل عمليات اختيار الأفراد وتدريبهم عوامل مهمة لنوعية القرارات المتخذة في التنظيم.

4- عوامل ظروف القرار : ويعد التعدد في اتخاذ القرار من العوامل التي تعيق إصدار القرارات السليمة في الوق المناسب مما يؤثر على المشكلة وفعالية حلها، وسبب التردد في اتخاذ القرار هو علاقة القرارات في المستقبل الذي يتميز بعدم القدرة على تحديد ما سيحدث فيه بشكل دقيق.³

¹ ميويحي إلياس، دور التحليل المالي في اتخاذ القرارات في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية تخصص فحص محاسبي، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014/2015 ص 46.

² ميويحي إلياس، مرجع سابق، ص 47.

³ ميويحي إلياس مرجع سابق ص 48.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

5- عوامل أخرى: والتي من أهمها:¹

- ✓ تأثير عنصر الزمن حيث يشكل عنصر الزمن كبيرا على متخذ القرار.
- ✓ تأثير أهمية القرار فكلما ازدادت أهمية القرار ازدادت ضرورة جمع المعلومات الكافية عنه.

المطلب الثالث : مراحل وخطوات اتخاذ القرارات

تشمل عملية اتخاذ القرار المالي على العديد من المراحل التي يمر بها المديرين حتى يتمكنوا من الوصول إلى الحل الأفضل واتخاذ القرار المناسب وتتمثل هذه المراحل في:²

أولاً: تشخيص واكتشاف المشكلة

يسمى بمرحلة البحوث والدراسات لاكتشاف المشكلة ففي مجال الإدارة المالية يتم الاستقصاء المنظم عن المعلومات التي يحتويها التنظيم الرسمي بحيث يمكن من تحسين نوعية القرارات المالية وذلك من خلال إجراء مقارنات لقوائم الدخل لعدة سنوات ماضية وكذلك التكاليف والأرباح والأصول والخصوم للكشف عن التغيرات وشكلها بالزيادة أو النقصان وقد تستخدم بهذا الشأن مختلف الأساليب لجمع المعلومات لقياس درجة النقلب أو الثبات في تدفقات الأموال وتغيرات القيمة وقد تمتد البحوث لجمع المعلومات المالية.

ثانياً: البحث عن البدائل

إن البديل هو الوسيلة الموجودة أمام الإدارة لحل المشكلة القائمة وتحقيق الأهداف المطلوبة والقرار المالي المناسب ولذلك يجب أن يتصف البديل بقدرته على تحقيق بعض النتائج التي يسعى متخذ القرار للوصول إليها، فإذا كان القرار المالي يتعلق بالتمويل فيمكن أن تكون البدائل في التمويل الداخلي أو الاقتراض أو طرح الأسهم أما إذا كان قراراً استثمارياً فيمكن الاعتماد على الاستثمار قصير الأجل أو الاعتماد على الاستثمار طويل الأجل والمتمثل في الاستثمار في الموجودات الثابتة وهو أصعب البدائل لارتباطه بنوع من الاستثمار يتصف بكبر المبالغ وطول الفترة الزمنية وقد يكون في الاعتماد على الاستثمارات الاستراتيجية المرتبطة بالاستثمار الاستراتيجي.

ثالثاً: مقارنة البدائل وتقييمها

وذلك عن طريق تقدير النتائج المتوقعة الإيجابية والسلبية لكل بديل ووضع معايير محددة، تقوم على أساس نتائج كل بديل واستبعاد البدائل التي لا تتطابق مع الحد الأدنى من المعايير الموضوعية التي لا تحقق مستوى الرضا، ومن المعايير التي يمكن استخدامها في المقارنة بين البدائل، المعايير المالية والفنية والإدارية والتي تتعلق بالربحية والتكاليف ومعدلات الفائدة ودوران رأس المال.

¹ ميوحى إلياس مرجع سابق ، نفس الصفحة.

² بن دادة عمر ، دور التحليل المالي في تقييم كفاءة القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، الجزائر 2016/2017 ص 93-94.

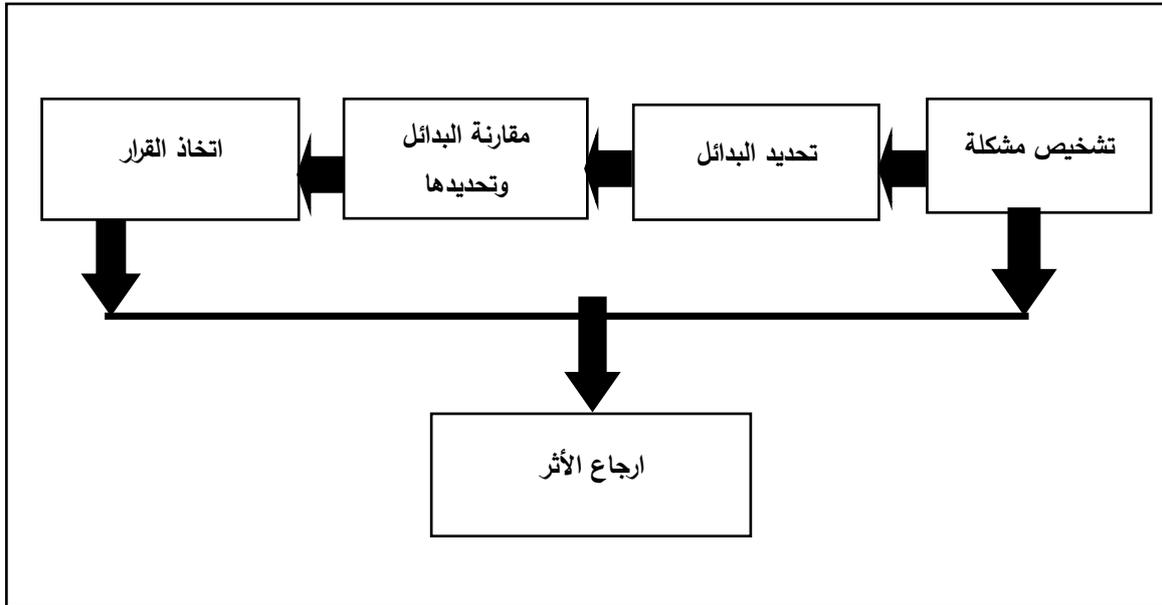
الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

رابعاً: اختيار البديل المناسب (القرار)

وفي هذه المرحلة يترجم المسيررون الماليون جهودهم السابقة إلى اختيار أفضل البدائل والذي يحقق أكبر قدر من الفوائد المحتملة ويقلص السلبيات والعيوب إلى أقل ما يمكن ويجب أن يعتمد القرار الخاص باختيار أحد البدائل على ما يلي:¹

- ✓ تحقيق الأهداف الجوهرية الصادرة من أجلها؛
 - ✓ الملائمة والإمكانات المتاحة؛
 - ✓ تقليل الآثار السلبية عند التطبيق؛
 - ✓ الاهتمام بدراسة عنصر المخاطرة في مراحل التنفيذ المختلفة مسبقاً.
- والشكل التالي يوضح مراحل اتخاذ القرارات:

الشكل رقم: 04 مراحل اتخاذ القرارات



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على ما سبق.

المبحث الثاني: محددات اتخاذ القرار التمويلي

سنقوم من خلال هذا المبحث بمعرفة ما هو القرار وكيفية اتخاذه والعوامل المؤثرة فيه و الأدوات المستخدمة في اتخاذ القرار التمويلي.

المطلب الأول: ماهية قرار التمويل

سننتظر في هذا المطلب الى تعريف قرار التمويل، وكيفية اتخاذ القرار.

¹ بن دادة عمر، مرجع سابق، ص 94.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

أولاً: تعريف قرار التمويل

- 1- **تعريف أول:** هو القرار الذي يتعلق بأنواع مصدر الأموال وكيفية الحصول عليها والموازنة بين أنواعها المختلفة في سبيل الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل.¹
- 2- **تعريف ثاني:** وهو الإدراك الكامل للبدائل المتاحة وإمكانية المفاضلة بينها واختيار أفضلها لتحقيق أهداف المؤسسة وذلك بتوفير جميع الموارد المالية والبشرية اللازمة خلال فترة زمنية محددة في ظل معطيات كل من البيئة الداخلية والخارجية والعمل على تنفيذه ومتابعته.²
- 3- **تعريف عام:** يعتبر قرار التمويل من أعقد وأصعب المسائل التي تواجه المسير المالي في المؤسسة الاقتصادية إذ تقع على عاتقه مهمة تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة بأقل التكاليف الممكنة.

ثانياً: كيفية اتخاذ قرار التمويل

إن عملية اتخاذ القرار هو ذلك الاختيار القائم على أساس بعض المعايير لبدل واحد من بين بديلين محتملين أو أكثر فالاختيار يقوم على أساس بعض المعايير مثل اكتساب حصة أكبر في السوق تخفيض التكاليف توفير الوقت زيادة حجم الانتاج والمبيعات وهذه المعايير عديدة لأن جميع القرارات تتخذ في ذهن القائم بالعملية وتؤثر في اختيار البديل الافضل الى حد كبير بواسطة المعايير المستخدمة. وبما أن هنا العديد من الوظائف والانتاج والمبيعات والتمويل ولكل وظيفة توجد قرارات عديدة وبما أننا في دراسة تخص التمويل فما يهمنا هو أنواع القرارات المتعلقة بالتمويل ومنها ما يلي:

- القرارات المتعلقة بالهيكل المالي؛
- القرارات المتعلقة بشروط الائتمان؛
- القرارات المتعلقة بمقدار رأس المال العامل؛
- طرق الحصول على أموال جديدة؛
- توزيع الأرباح؛
- خطط إعادة التمويل؛
- خطط إعادة التمويل؛
- الاجراءات المحاسبية؛
- الاندماج والتصفية.

إن قرار التمويل هو الاختيار بين الاشكال المختلفة ويرتكز على موقف المتعامل الاقتصادي حيث لا يقبل هذا الاخير التنازل على أموال إلا بمقابل تحقيق ربح ولكن لا يكون إلا بعد مدة زمنية معينة وبالتالي الاختيار سيتم بعد التأكد.

¹ محمد جمال ، أثر قائمة الدفقات النقدية في اتخاذ القرارات المالية دراسة تطبيقية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية ، عدد 04 ، 2015 ص 72.

² جمال الدين لعوينات، الادارة وعملية اتخاذ القرار، دار هومة للنشر والتوزيع ، الجزائر، 2003 ص 26.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

وعادة ما تقسم القرارات المالية الى قسمين:¹

1- القرارات المالية طويلة الاجل: هذه القرارات تخص بالدرجة الاولى قرارات الاستثمار وهذا يعني أن هدف خلق رأس مال الانتاج والذي يسمح بتحقيق تدفق نقدي عبر دورات الاستغلال وبسبب ضخامة رؤوس الاموال المخصصة لهذه الاستثمارات فإنه يتطلب اللجوء الى مصادر تمويل جديدة منها الاقتراض او مساهمات جديدة من خلال الشراء كما أن قرار التمويل طويل الاجل يستند الى كيفية توفير الاموال اللازمة من جهة وتكلفة التمويل عن طريق مردودية أو عائد استثماري من جهة أخرى وهذا في أقرب مدة ممكنة وهو ما يسمى بفترة الاسترداد.

2- القرارات المالية قصيرة الاجل: هذه القرارات تخص دورة الاستغلال حيث ترتبط بحجم نشاط المؤسسة ويتوقف قرار التمويل قصير المدى على مدى تغطية احتياجات رأس المال العامل من طرف التمويل طويل المدى.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على اتخاذ القرار التمويلي

قبل اتخاذ قرار التمويل يجب الأخذ بعين الاعتبار المبادئ التالية:²

1- ضرورة الموازنة بين المخاطرة والعائد: حيث لا يجب السعي إلى ضرورة المبادرة بمخاطر مالية جديدة مالم يكن هنا عائد إضافي متوقع من هذه العملية.

2- العبرة بالتدفقات النقدية وليس بالأرباح المحاسبية: بمعنى أن المدير المالي المحترم يجب أن يهتم بتوقيت الحصول على الأموال وتوقيت استثمارها وتوقيت الحصول على عوائدها وتوقيت توزيعها كعائد على حملة الأسهم أو الملاك حيث يجب إدراك حقيقة أن التدفقات النقدية وليس الأرباح هي التي يتم الحصول عليها بواسطة المؤسسة ويمكن إعادة استثمارها وفي المقابل تظهر الأرباح المحاسبية عند تحقيقها وليس عند مجرد الحصول على الأموال.

3- الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود: من المبادئ الأساسية للتمويل أن النقود لها قيمة زمنية مصاحبة لها، فالدينار الذي يمكن الحصول عليه الآن أعلى قيمة من نفس الدينار الذي يمكن الحصول عليه العام القادم لذلك من الأفضل السعي للحصول على الأموال كلما كان ذلك ممكنا.

4- كفاءة اسواق رأس المال: بما أن هدف التمويل هو تعظيم ثروة الملاك أو حملة الأسهم حيث لا يمكن قياس هذه الثروة إلا من خلال كفاءة الأسواق المالية والسوق الكفو هو ذلك السوق الذي تعكس فيه قيمة الأصول والسندات في أي لحظة مقدار المعلومات المتاحة لدى الجمهور.

5- التأثيرات الضريبية: بحيث يجب على المسير المالي الأخذ بعين الاعتبار التأثيرات الضريبية على أي قرار مالي ومعنى هذا أن جميع التدفقات النقدية يجب أن تحسب بعد خصم الضرائب.

¹ حسين يوسف حسين التمويل في المؤسسة الاقتصادية دار التعليم الجامعي الإسكندرية مصر، 2012 ص 213.

² جمال الدين مرسي أحمد عبد الله الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات الدار الجامعية للنشر والتوزيع الاسكندرية مصر 2007 ص 40.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

المطلب الثالث: الأدوات المستخدمة في اتخاذ القرار التمويلي

يقوم اتخاذ القرار التمويلي على مجموعة من الأدوات أهمها التحليل المالي والرفع المالي، وسوف نتطرق فيما يلي الى أدوات التحليل المالي:

أولاً: باستخدام النسب

تعد النسب المالية بأنها محاولة لإيجاد العلاقة بين معلومتين خاصتين إما بقائمة المركز المالية للمؤسسة أو بقائمة الدخل أو بهما معا لذا فهي تزود الاطراف المعنية بعملية التحليل بفهم أفضل عن حقيقة وضع المؤسسة.¹ وتنقسم هذه النسب الى:

1- نسب السيولة: هي مقدرة المنشأة على مقابلة التزاماتها الجارية في تواريخ استحقاقها، وتعتبر السيولة عن مقدرة المنشأة على تحويل أصولها المتداولة الى نقود.²

أ- **نسب السيولة العامة (نسبة التداول):** توضح هذه النسبة مدى قدرة الأصول المتداولة على تغطية الديون قصيرة الأجل وتحسب بالعلاقة التالية:³

نسب السيولة العامة = الأصول المتداولة / الديون قصيرة الأجل

ومن المفروض أن تكون سيولة المؤسسة كبيرة، كلما ارتفع هذه النسبة وهذا ما تبينه الحالات التالية:⁴

✓ إذا كان (النسبة = 1) هذا يعني أن الأصول المتداولة مساوية للديون قصيرة الأجل بمعنى توازن مالي أدنى.

✓ إذا كان (النسبة < 1) هذا يعني أن الأصول المتداولة كافية لتسديد الديون قصيرة الأجل، بمعنى توازن مالي جيد.

✓ إذا كان (النسبة > 1) هذا يعني أن الأصول المتداولة غير كافية لتسديد الديون قصيرة الأجل، والوضعية المثالية لهذه النسبة أن تغطي الأصول المتداولة مرتين الديون قصيرة الأجل.

ب- **نسبة السيولة السريعة (المختصرة):** توضح مدى قدرة الأصول المتداولة باستثناء المخزونات على تغطية الديون قصيرة الأجل وتحسب هذه النسبة وفقا للعلاقة التالية:

نسبة السيولة السريعة = (الأصول المتداولة - المخزونات) / الديون قصيرة الأجل

ولقد جرى العرف على اعتبار نسبة 100% مرضية وملائمة بشكل عام على أساس أن كل دينار من الخصوم المتداولة يقابله ويغطيه دينار من الأصول المتداولة التي يمكن تحويلها إلى سيولة في فترة قصيرة

¹ اجاسم ناصر حسين ، الخصائص الإحصائية للنسب المالية-دراسة تطبيقية في إحدى الشركات، مجلة البحوث الاقتصادية، المجلد 13، العدد 1-2، 2002، ص 55-56.

² مفلح محمد عقل مرجع سابق، 2011 ص 311.

³ علي حنفي مدخل الى الإدارة الحديثة. دار الكتاب الحديث للنشر مصر، 2008، ص 86.

⁴ كامل آل شيب دريد. مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المناهج للنشر والتوزيع 2007، ص 85.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

لتسديد الالتزامات ويعتبر التدني عن هذا المعدل المقبول ضغطاً على السيولة ويؤكد حاجة المؤسسة لتصفية بعض بضاعتها لتتمكن من دفع ديونها قصيرة الأجل.¹

ج- نسبة السيولة الجاهزة: توضح هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل باستخدام النقدية المتاحة وتقيس السيولة دون اعتبار الذمم أو المخزون وذلك حسب العلاقة التالية:²

نسبة السيولة الجاهزة = القيم الجاهزة / الديون قصيرة الأجل

وتكون نسبة السيولة الجاهزة (النقدية) حسب الحالات التالية:³

✓ إذا كان (النسبة = 1) يعني هذا أن نقدية المؤسسة كافية لتسديد الديون قصيرة الأجل.

✓ إذا كان (النسبة > 1) هذا يعني أن نقدية المؤسسة كافية لتسديد الديون قصيرة الأجل وهناك فائض عليها باستغلاله.

✓ إذا كان (النسبة < 1) هذا يعني أن نقدية المؤسسة غير كافية لتسديد ديونها قصيرة الأجل.

2- نسب التمويل: تقيس درجة اعتماد المؤسسة على أموال الغير لتمويل أنشطتها، ويكتسي المدى الذي تذهب إليه المؤسسة في الاقتراض أهمية خاصة من جوانب عديدة ولي غرض تقييم الأداء المرتبط بمدى اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل المقترضة فإنه يتم اللجوء إلى العديد من المؤشرات المالية وسوف نتطرق فيما يلي إلى أهمها:

أ- نسبة التمويل الخارجي (الاقتراض): وتسمى أيضاً نسبة القدرة على الوفاء تبين هذه النسبة مستوى تغطية موجودات المؤسسة بأموال خارجية، وهي مقارنة موجودات المؤسسة والمتمثلة في الأصول بمجموع الديون فكلما كان أقل من 0.5 كان أموال الدائنين مضمونة و لو تغيرت القيمة السوقية بالنقصان للموجودات و تصاغ نسبة التمويل الخارجي:⁴

نسبة الاقتراض = مجموع الديون / مجموع الأصول

ب- نسبة التمويل الدائم: تشير هذه النسبة إلى مستوى تغطية الأصول الثابتة

✓ فإذا كان هذه النسبة أقل من الواحد وهذا ما يدل على أن الأصول الثابتة ممولة عن طريق القروض القصيرة الأجل

✓ أما إذا كان هذه النسبة أكبر من الواحد فهذا يدل على أن الأصول الثابتة ممولة بالأموال الدائمة ويتم حساب هذه النسبة وفق العلاقة التالية:⁵

نسبة التمويل الدائم = الأموال الدائمة / الأصول الثابتة

¹ محمد مفلح عقل مرجع سبق ذكره ، 2006 ص 315.

² علي حنفي مرجع سبق ذكره، ص 83.

³ كامل آل شيب دريد مرجع سبق ذكره، ص 86.

⁴ بركبية محمد علي مرجع سبق ذكره، ص 53.

⁵ حمزة محمود الزبيدي التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالغش، مؤسسة الأورام للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2004، ص 139.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

ج- نسبة التمويل الخاص: تقيس هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة، وكلما كان هذه النسبة أكبر من الواحد كلما دل على أن المؤسسة استطاعت تمويل أصولها بواسطة أموالها الخاصة وهذه الوضعية تسمح للمؤسسة بالحصول على قروض إضافية بسهولة كلما أرادت ذلك والعكس صحيح وتحسب هذه النسبة وفق العلاقة التالية:¹

$$\text{نسبة التمويل الخاص} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

د- نسبة الاستقلالية المالية (التبعية المالية): مفاد هذه القاعدة أن مجموع الديون المالية يجب ألا تفوق الأموال الخاصة ويمكن التعبير عن هذه القاعدة باستعمال نسبة الاستقلالية المالية والتي هي:²

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الديون المالية}}$$

الالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد.

3- نسب النشاط: تشير هذه النسب إلى مدى كفاءة وفعالية المنشأة في إدارة أصولها ومدى استغلالها لمواردها وتستخدم لغرض تقييم الأداء المميز لنشاط إنتاجية الاستثمار وتمثل هذه النسب كما يلي:

أ- معدل دوران الموجودات: يشير هذا المعدل إلى كفاءة الإدارة في استخدام المصادر الاستثمارية لغرض توليد المبيعات من أجل تخفيض المخاطر التشغيلية ويعكس هذا المعدل مدى إنتاجية الدينار الواحد من الأموال المستثمرة في المنشأة ويعبر عنه بالعلاقة التالية:³

$$\text{معدل دوران الموجودات} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{مجموع الموجودات}} = \text{مرة}$$

ب- معدل دوران الموجودات الثابتة: يقيس كفاءة الإدارة وفعالية أدائها في استغلال واستخدام الموجودات الثابتة في خلق المبيعات قياساً بمعايير مقارنة وكلما زاد هذا المؤشر كلما دل على الاستغلال الجيد، ويحسب بالعلاقة التالية:⁴

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

ج- معدل دوران الموجودات المتداولة: يعبر عن كفاءة الأداء في الاستغلال الموجودات المتداولة في خلق المبيعات حيث كلما زادت عدد مرات الدوران كلما زادت إنتاجية الدينار الواحد المستثمر في الموجودات المتداولة في خلق المبيعات وفي ذلك تعظيم للأداء التشغيلي ويعبر عنه بالعلاقة التالية

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

د- معدل دوران الحسابات المدينة (الذمم المدينة): تقيس هذه النسبة مدى سرعة تحصيل ديون المنشأة أي عدد المرات التي تقوم فيها المنشأة بالبيع بالآجال وتحصيل الديون خلال الفترة المالية الواحدة ويعبر عنه بالعلاقة التالية:

¹ مبارك لسوس التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004 ص 46.

² زهواني رضا وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 243.

³ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 153.

⁴ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 154.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

معدل دوران الحسابات المدينة = صافي المبيعات / الحسابات المدينة (الذمم المالية) = مرة

هـ - متوسط فترة التحصيل: ويعبر عن عدد الأيام اللازمة لتحويل الحسابات المدينة الى نقد بفترة التحصيل والتي تستخدم لتقييم سياسة الائتمان والتحصيل للشركة وطول هذه الفترة يخفض من السيولة وتحسب كما يلي:¹

فترة التحصيل = 360 / معدل دوران الحسابات المدينة

4- نسب الربحية: وتمثل نسبة الربحية المرادوية المتأتية من استخدام عنصر من العناصر المحركة للنشاط في المؤسسة، وقياس للآثار المباشرة المترتبة عن استخدام أصول معينة أو خصوم معينة، وهي مقارنة النتيجة بما استخدم لتحقيقها وفي ما يلي بعض نسب الربحية:²

أ- نسبة ربحية الأصول: تبين هذه النسبة ما استخدم من أصول للحصول على النتيجة، وبالوحدات تمثل ما تعطيه الوحدة النقدية الواحدة من الاصول الثابتة والاصول المتداولة من نتيجة إجمالية، وتحسب كالتالي:

نسبة ربحية الأصول = النتيجة الصافية / مجموع الأصول

ب- نسبة ربحية الأموال الخاصة: وهي النتيجة المتحصل عليها من استخدام أموال المساهمين، أي ما تقدمه الوحدة الواحدة المستثمرة من أموال المساهمين من نتيجة صافية، وتمثل اهم النسب المالية لأن الهدف من التسيير المالي هو تعظيم حقوق المساهمين، وكلما كان هذه النسبة مرتفعة زادت اهمية وجاذبية أسهم والسندات المؤسسة، وتحسب هذه النسبة كما يلي:

نسبة ربحية الأموال الخاصة = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

ج- نسبة ربحية النشاط: تمثل النسبة مردودية رقم الاعمال و هذه النسبة تبين كفاءة المديرين في ادارة كل من رقم الاعمال و الأعباء الكلية، وتحسب هذه النسبة كما يلي:

نسبة ربحية النشاط = النتيجة الإجمالية / رقم الاعمال السنوي

ثانيا: التحليل باستخدام مؤشرات التوازن المالي

تتضمن مؤشرات التوازن ثالث عناصر أساسية هي رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل والخزينة الصافية:

1- رأس المال العامل (FRL): يعتبر من أهم مؤشرات التوازن المالي وهو ذلك مؤشر للتوازن على المدى الطويل إلى المدى القصير، ويتم حسابها بطريقتين³
* من أعلى الميزانية:

رأس المال العامل = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة

¹فاطمة معاوي، دور قرارات التمويل في تحديد انتاجية المؤسسة، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص إدارة أعمال مالية، جامعة قلمة الجزائر 2015/2016 ص 21 .

² مبارك لسوس ، مرجع سبق ذكره ، ص 51.

³ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 235.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

*من أسفل الميزانية:

رأس المال العامل = الأصول المتداولة (الجارية) - الخصوم الجارية

كما يمكن تمييز ثلاث حالات لرأس المال العامل وهي كالتالي:¹

أ- رأس المال العامل الصافي موجب: $FRL > 0$ يعني ذلك أن المؤسسة متوازنة مالياً على المدى الطويل حيث تمكن المؤسسة من تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام مواردها طويلة المدى، وتحقق فائض مالي يمكن استخدامه في تمويل الاحتياجات المالية المتبقية.

ب- رأس المال العامل المعدوم: $FRL = 0$ يعني ذلك أن المؤسسة في حالة التوازن الأمثل على المدى الطويل، حيث نجح في تمويل احتياجاتها طويلة المدى دون تحقيق فائض أو عجز.

ج- رأس المال العامل السالب: $FRL < 0$ يشير على أن المؤسسة عجزت عن تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية الثابتة باستخدام مواردها المالية الدائمة وحقق بذلك عجز في تمويل هذه الاحتياجات وبالتالي بحاجة إلى مصادر تمويل إضافية أو بحاجة إلى تقليص استثماراتها إلى الحد الذي يتوافق مع مواردها المالية الدائمة.

ويمكن تلخيص أهم أنواع رأس المال العامل كالتالي:²

أ- رأس المال العامل الإجمالي $FRNG$ ويضم مجموع عناصر الأصول التي تدخل ضمن الدورة الاستغلالية للمؤسسة، ويحسب كالتالي:

رأس المال العامل الإجمالي = الموارد الثابتة - الاستخدامات الثابتة

ب- رأس المال الخاص: هو المقدار من الأموال الخاصة عن تمويل الأصول الثابتة، ويحسب بالعلاقة التالية:

رأس المال الخاص = الأموال الخاصة - الأصول الثابتة

ج- رأس المال العامل الخارجي: وهو جزء من الديون الخارجية التي تمول الأصول المتداولة، ويحسب كالتالي:

رأس المال العامل الخارجي = مجموع الديون قصيرة وطويلة الأجل

2- احتياجات رأس المال العامل BFR : تدرس احتياجات رأس المال في الأجل القصير وتصبح ديوناً قصيرة الأجل ما لم يحن موعد تسديدها فالاحتياج في رأس المال العامل يعرف على أنه قسط أو جزء من الاحتياجات الضرورية المرتبطة بدورة الاستغلال التي لم تعطى من طرف الموارد الدورية أو احتياجات رأس المال تمثل احتياجات تمويل مكملة ومرتبطة بالتسيير العادي للمؤسسة.

¹ إلياس بن الساسي يوسف قريشي، التسيير المالي، ط 1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 58.

² حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، 235.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

وتحسب بالعلاقة التالية:¹

احتياج رأس المال العامل = (الأصول المتداولة - النقدية) - (ديون قصيرة الأجل - السلفات المصرفية)

يمكن تمييز ثلاث حالات لاحتياج رأس المال العامل وهي كالتالي:²

أ- احتياج في رأس المال العامل سالب: $BFR < 0$ ويعاب على المسيرين في هذه الحالة عدم استخدام لموارد المالية المتاحة الفائضة في دورة الاستغلال لتوسيع نشاط المؤسسة.

ب- احتياج رأس المال العامل معدوم: $BFR = 0$ ويدل ذلك على تساوي الاحتياجات مع الموارد المتاحة ومن خلاله يتحقق التوازن للمؤسسة وهو دليل الاستغلال الأمثل للموارد.

ج- احتياج رأس المال موجب: $BFR > 0$ ويدل على أن احتياجات الدورة أكبر من موارد الدورة أي المؤسسة بحاجة الى رأس المال لتمويل احتياجاتها، ويعاب على المسيرين أنهم لم يبحثوا على موارد مالية، مادام ضمان التسديد موجود .

3- **الخزينة:** هي مجموع الأموال الجاهزة التي توجد تحت تصرف المؤسسة لمدة دورة الاستغلالية، أي مجموع الأموال السائلة التي تستطيع المؤسسة استخدامها فوراً و تحسب كالتالي:³

الخزينة = القيم الجاهزة - السلفات المصرفية

أو

الخزينة = رأس المال العامل - الاحتياج في رأس المال العامل

يمكن تمييز ثلاث حالات للخزينة و هي كالتالي:

أ- **الخزينة الموجبة:** في حالة وجود فائض في الخزينة يجب على المسير المالي أن يوظف الفائض من الاموال ليحقق عائداً للمؤسسة في المدى القصير مع مراعاة الحد الأدنى للسيولة حتى لا تقع في صعوبات التسديد.

ب- **الخزينة سالبة:** المؤسسة في هذه الحالة تحقق عجز في الخزينة , يعني هنا عجز تمويلي لعدم قدرة المؤسسة على تغطية كل احتياجاتها حيث يتطلب من المسير البحث عن موارد اضافية جديدة للتغطية هذا العجز كالجوء الى قروض بنكية.

ج- **الخزينة معدومة:** في هذه الحالة يكون رأس المال العامل يساوي احتياجاته , هذه هي الحالة المثلى للمؤسسة تعنى بأن المؤسسة حققت توازن مالي حيث أنها تتوفر على سيولة مساوية لقيمة التزاماتها المالية أي لا توجد سيولة مجمدة و لا عسر مالي .

¹بركبية محمد علي، مرجع سبق ذكره، ص 46.

²مبارك لسوس , مرجع سبق ذكره، ص 34.

³إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 105.

المبحث الثالث : دور الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

سنقوم في هذا المبحث بتحليل العلاقة بين هيكل التمويل والرفع المالي وكذا تأثير هذا الأخير على العائد المالي بمراعات المخاطر المالية.

المطلب الأول : العلاقة بين هيكل التمويل والرفع المالي

الرفع المالي ينتج عن استخدام التكاليف الثابتة أو الدين في الهيكل المالي من أجل تعظيم العائد على حقوق المساهمين وبشكل عام فإن زيادة الرفع ينتج عنه زيادة في العائد والمخاطرة؛ ان كمية الرفع في الهيكل المالي يمكن أن يؤثر بشكل كبير ومهم على القيمة السوقية للمؤسسة عن طريق تأثيرها على كل من عائد المؤسسة و مخاطرتها وبسبب تأثير الرفع على القيمة السوقية للمؤسسة فإن على المدير المالي فهم كيفية قياس وتقييم الرفع خاصة عند اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل المالي للمؤسسة¹.

إن الفوائد هي نقطة الارتكاز في الروافع المالية فكلما كانت الفوائد مرتفعة كلما كانت درجة الرفع المالية مرتفعة و التمويل وهذا الوضع يجعل نقطة التعادل مرتفعة وهذا يحتاج إلي جهد اكبر من المؤسسة لزيادة المبيعات وبالتالي زيادة الأرباح قبل الفائدة والضريبة للوصول الى نقطة التعادل وتعديلها لتحقيق ارباح صافية بعد الفوائد وقبل الضريبة²

المطلب الثاني: تأثير الرفع المالي على العائد المالي

يظهر الأداء الاقتصادي بالعوائد العادية والعوائد الغير العادية من خلال بعض المؤشرات والمقاييس المالية التي تعكس هذا الأداء وتعتبر العوائد المحاسبية وأهمها العائد على الأصول والعائد على القيمة الصافية والعائد على المبيعات من أهم المؤشرات المالية المستخدمة في هذا المجال وقد أجريت العديد من الدراسات التي اختبرت العلاقة بين الرفع المالي وربحية المشاريع وتوصل هذه الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين ربحية المشاريع وبين نسبة الدين (إجمالي الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول) وتظهر الآثار المالية للرفع المالي على أداء منشآت الأعمال مع زيادة حجم التمويل بالدين , حيث يمكن للرفع المالي أن يؤثر إيجابا على أداء المشروع حتى حد معين من نسبة المديونية , وتستخدم مقاييس العوائد المحاسبية التقليدية مثل العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات ومعدل دوران الأصول كأساس ليعكس أثر الزيادة أو التخفيض في درجة الرفع المالي على أداء المؤسسة, وبشكل عام فان نتائج التوسع في الرفع المالي تعتمد على قدرة إدارة المؤسسة على استغلال الأموال المقترضة لزيادة العوائد المحاسبية , لذلك فإن الرفع المالي يحقق عوائد قد تكون أكبر من تكلفة الاقتراض أو مساويا لها أو أقل منها وبالتالي يمكن تصنيف نتائج التوسع في الرفع المالي كالتالي:³

¹ بوربيعة غنية مرجع سبق ذكره , ص 140.

² علاش نور الدين و مشبك عبد المطلب, مرجع سبق ذكره , ص 45.

³ اسامة محمد عبد الله الشهري , العلاقة بين الرفع المالي والاداء المالي , المجلة الالكترونية الشاملة متعددة التخصصات , العدد 2020, ص 23.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

1- الرفع المالي الجيد: وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أكبر من تكلفة

الاقتراض مما يترتب عليه ارتفاع العائد للمالك وزيادة نسبة العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية.

2- الرفع المالي المتوسط: وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة مساويا لتكلفة

الاقتراض مما يترتب عليه عدم إحداث أي تغير في العائد على المالك وبقاء نسبة العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية كما هي دون تغير.

3- الرفع المالي العكسي: وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أقل من تكلفة

الاقتراض مما يترتب عليه انخفاض معدل العائد على الأصول وانخفاض معدل العائد على حقوق الملكية.

وفيما يتعلق بأثر الرفع المالي على القيمة السوقية للمشروع فقد قدم (دافيد دوراند) وجهتي نظر على طرفي النقيض فيما يتعلق بتأثير الرافعة المالية على قيمة المنشأة وهما مدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات حيث يهدم أسلوب مدخل صافي الربح إلى توضيح أن أفضل هيكل تمويلي هو الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من القروض وبالتالي فإن الهيكل التمويلي المثالي هو الذي يعتمد بدرجة كلية على الديون في التمويل، وبالتالي فإن متوسط تكلفة رأس المال (أموال ملكية و ديون) ستنخفض من زيادة استخدام القروض وحيث إن تكلفة رأس المال المقترض أقل تكلفة لذلك فإن الاستمرار في تخفيض تكلفة رأس المال من خلال زيادة الرفع المالي سيؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمشروع، وتتنقد وجهة النظر هذه لتجاهلها للعلاقة الطردية بين نسبة الاقتراض والمخاطر التي يتعرض لها المالك والدائنين، أما مدخل صافي ربح العمليات فهو قائم على أساس عدم وجود أثر للرفع المالي على القيمة السوقية للمنشأة، ومن ثم فإن فكرة الهيكل المالي المثالي غير مقبولة ويبرر ذلك من منطلق أن زيادة الرفع المالي لا يؤثر على معدل تكلفة الاقتراض، بينما يرتفع معدل تكلفة أموال الملكية كلما زادت نسبة القروض في الهيكل التمويلي، وذلك لأن حملة الأسهم سيكونون حذرين من المخاطر المالية.¹

المطلب الثالث : الرفع المالي و المخاطر المالية

أولاً: الرفع المالي وعلاقته بالمخاطر المالية

قبل التطرق إلى أثر الرافعة المالية وعلاقتها بالمخاطر المالية سنقوم أولاً بعرض معنى المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة، فالمخاطرة يقصد بها احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار، وتعني أيضاً مدى تعرض أموال الملاك لمخاطر الإفلاس أو الضياع نتيجة زيادة العبء المالي على المؤسسة وهي نوعان مخاطر مالية ناتجة عن استخدام القروض ومخاطر تشغيلية ناتجة عن الظروف التي تعمل فيها المؤسسة تمثل المخاطر التي تتعرض لها جملة الأصول المالية تظهر في المؤسسة عادة عند اعتمادها على مصادر التمويل المختلفة (قروض، أسهم....) مصدر هذه المخاطر المالية الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية، وتكون هذه المخاطر في العادة

¹إسامة محمد عبد الله الشهري. مرجع سبق ذكره، ص14.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

مصاحبة لنظام الاستدانة (الرافعة المالية) حيث أن المؤسسة المالية تكون في وضع مالي لا تستطيع فيه مقابلة التزاماتها من أصولها الجارية.¹

نستخلص أن المخاطرة المالية هي تلك المخاطر الإضافية التي تتحملها المؤسسة نتيجة اعتمادها على القروض وما ينجم عن هذا الأخير من تكاليف الاقتراض وعدم القدرة على السداد.

وتنشأ المخاطر المالية في المؤسسة نتيجة اعتمادها 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 احتياجاتها على أموالها الخاصة لا تتعرض عادة إلى المخاطر المالية، فإذا كان خطر الأعمال ينشأ عن قرارات الاستثمار في الأصول، فإن منشأ الأخطار المالية يكون نتيجة لقرارات تمويلية وذلك طالما يدخل في تركيبة رأس مال المؤسسة القرض فاستخدام هذا المصدر 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 الانخفاض في صافي ربح العمليات فهذا يؤدي إلى انخفاض العائد المتاح للملاك وبالتالي قد يؤثر على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها مما يجبرها إلى مخاطر الإفلاس؛ وبالتالي فالمخاطر المالية هي عبارة عن الخطر الإضافي الذي يتحملة حملة الأسهم العادية في ظل اعتماد المؤسسة على القروض إلى جانب أموال الملكية في تمويل استثماراتها.

ثانيا: التكاليف الناجمة عن الإفراط في استخدام الرفع المالي

كما عرفنا سابقا أن المؤسسة الاقتصادية التي تعتمد في تمويلها على الاستدانة يعطي لها آثار إيجابية كرفع في المردودية المالية، ولكن الإفراط في الاستدانة عن الحد المعقول ينجر عنو تكاليف إضافية، وهي أثر سلبي للرافعة المالية. وعليه سنتطرق لذكر تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

1- تكلفة الإفلاس: يمكن تعريف الإفلاس على أنه الوضعية التشريعية المتعلقة بإعلان التصفية لأصول المؤسسة، بسبب عدم قدرتها على تسوية التزاماتها تجاه المقرضين. ويعرف أيضا على أنه العجز ومن ثم عدم قدرة المؤسسة على إنتاج فوائض توزع على المساهمين.²

أما تكاليف الإفلاس في إجمالي التكاليف التي تتحملها المؤسسة قبل وبعد إعلان التصفية والتي تقوم بالتأثير السلبي على قيمة المؤسسة، كونها ترتبط بمعدل العائد على حقوق الملكية، وهذا الأخير يرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة، فانخفاض النتيجة بسبب ارتفاع تكاليف الإفلاس هو السبب الرئيسي في

¹ مالك شهلة وبحري هيام ، تحليل اثر الرافعة المالية في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية ، جامعة قلمة ، الجزائر ، 2021/2022 ص 38.

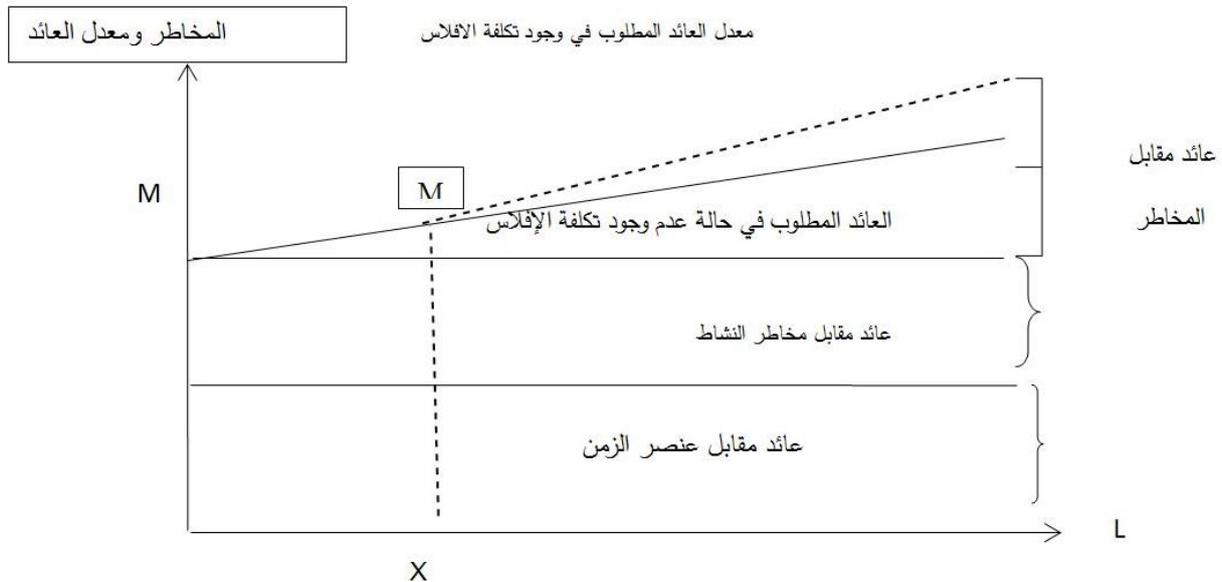
² 1 Louret p, Structure des capital : l'arbitrage entre le gain fiscal et les couts de faillite, cirage 94/01, Grenoble1994, p12

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

انخفاض قيمة المؤسسة. في هذه الحالة، فإن مختلف نتائج التخوفات من احتمال تحقق الإفلاس والتكاليف المرتبطة بالتصفية يطلق عليها تسمية تكاليف الإفلاس.¹

ويمكن تمثيل العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الاستدانة من خلال الشكل أدناه:

الشكل رقم 05: العلاقة بين المردودية المطلوبة من طرف المساهمين ونسبة الرفع المالي حسب نظرية الإفلاس



المصدر: سمية لزغم "أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة ومتوسطة"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011 ص65.

يظهر من خلال الشكل أن العائد الذي يطلبه المساهمون في حالة اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة فقط سوف يكون في النقطة (M) إلى أن تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة (X) أين يصبح معدل العائد المطلوب (M) أما إذا تجاوزت نسبة الاقتراض النقطة (X) فسيرفع المقرضون من تكلفة الديون هذا ما يؤدي إلى نقل المخاطر من المقرضين إلى المساهمين والنتيجة ترتفع المردودية المطلوبة من قبل المساهمين، بنسبة أكبر مما كانت ستكون عليه في حالة عدم وجود تكلفة الإفلاس.

2- تكلفة الوكالة : عرف الوكالة كل من Jensen و Meckling على أنها حق بموجبه يلزم شخص أو مجموعة من الأشخاص، شخصا آخر (العون) بتنفيذ لصالحه وظائفها مهما كان نوعها، مما ينشئ نيابة في سلطة اتخاذ القرار لدى العون، أما بالنسبة لـ Charreaux فعرفها على أنها كل اتفاق ينتج عن عقد بين طرفين.²

¹ Josée st pierre, la gestion financière des PME : théories et pratique, presse de l'université de Québec, 1999 p239.

² Benjamin c ivensteina, les nouvelles théories de l'entreprise, librairie générale française, paris, 1995, p288.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

تنشأ تكاليف الوكالة بإنشاء نظام الرقابة وتحفيز الموكل لكي يعمل بما يتماشى وأهداف المالك. أي أن تكاليف الوكالة تنشأ بسبب لجوء المالك إلى وضع نظام للرقابة على سلوك الإدارة بهدف التخفيف من حدة الصراع القائم بينهما والصراع القائم بين المالك والدائنين.

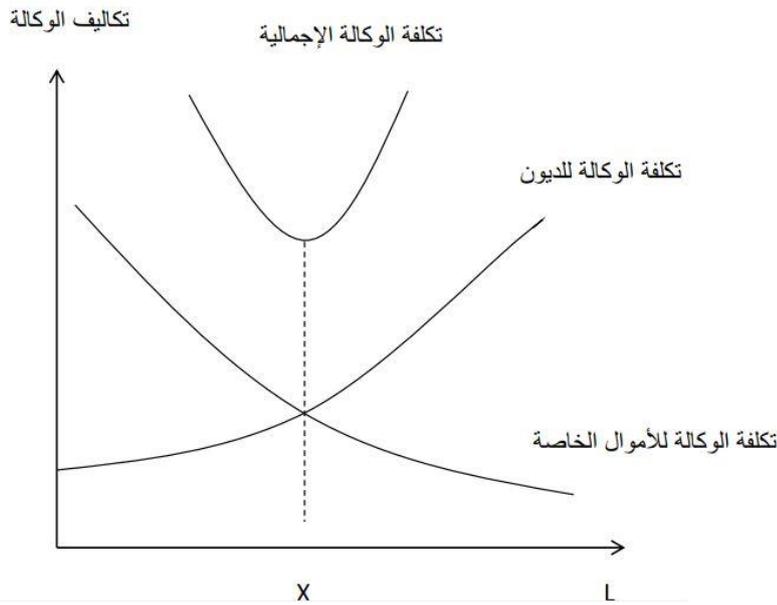
وهناك نوعين من تكاليف الوكالة:¹

أ- **تكاليف وكالة الديون:** ناجمة عن تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين، وقد تتمثل في الخسائر الناجمة عن تأثير القرارات الاستثمارية للمؤسسة، التكاليف التي يتحملها الدائنون للرقابة على قرارات الإدارة، أو تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم.

ب- **تكاليف وكالة الأموال الخاصة:** تنتج عن تعارض المصالح بين المساهمين والمسيرين بحيث يتحملها المساهمون من أجل ردع تصرفات المسيرين، والحد من انحرافات التسيير، مثلاً تحويل الموارد للمنافع الشخصية على حساب مصلحة المالك.

وسواء نجمت تكلفة الوكالة عن تعارض المساهمين والمسيرين، أو عن تعارض بين المساهمين والمقرضين، فإن العديد من الدراسات قد أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد مع زيادة نسبة الرفع المالي في المؤسسة.

الشكل رقم 06: تأثير نسبة الرفع المالي على تكلفة الوكالة



المصدر: سمية لزعم مرجع سبق ذكره، ص. 80

يتضح من خلال الشكل أن الزيادة من اعتماد المؤسسة على الاستدانة (الرفع المالي) يؤدي إلى رفع تكلفة الوكالة وعكس صحيح فكلما قل اعتماد المؤسسة على الرفع المالي أدى إلى خفض تكلفة الوكالة،

¹ العايب ياسين، "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري 2010/2011، قسنطينة ص42.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

ويعود السبب في ذلك إلى لجوء إلى قرارات أكثر حرص وصرامة في حال كان التمويل بالقروض مرتفع ويعود السبب أيضا للسياسات التي يعمل بها الدائنين لمواجهة مخاطر عدم التسديد، فكلما كانت القروض كبيرة أدى بهم إلى رفع معدل الفائدة وبالتالي ترتفع تكلفة الوكالة ومن خلال ما سبق يتضح وجود علاقة طردية بين تكلفة الوكالة ونسبة الرفع المالي. يمكن استخلاص أن نسبة الرفع المالي في المؤسسة يجب أن تكون عند نقطة استنادة مثلى لتجنب تكاليف إضافية كتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة لذلك يجب تحقيق التوازن بين الإيرادات التي يحققها الرفع المالي وتكاليفه.

الفصل الثاني: اتخاذ القرار التمويلي بناء على الرفع المالي

خلاصة الفصل

حاولنا من خلال هذا الفصل التطرق لتحليل العلاقة بين الرفع المالي واتخاذ قرار التمويل من خلال معرفة اهم محددات اتخاذ القرار التمويلي والمتمثلة في أهم العوامل المؤثرة في عملية اتخاذ القرارات التمويلية وكذلك التطرق الى أهم الادوات المستخدمة في اتخاذ القرارات المالية التمويلية في المؤسسة الاقتصادية بالإضافة الى ادوات الرفع المالي لنصل في الاخير الى تحديد العلاقة التي تربط الرفع المالي بأهم عناصر المؤثرة على اتخاذ القرار التمويلي والتي من أهمها علاقتها بالهيكل التمويل و المردودية او العوائد على الملاك إضافة الى المخاطرة المالية.

ولكن يبقى استخدام الرفع المالي أداة ذو وجهين فالإفراط منه يؤدي إلى تحميل المؤسسة مخاطر مالية إضافية وتنتج عنه تكاليف إضافية، لذلك يفضل استخدامه بنسب معقولة تحقق أكبر عائد بأقل تكلفة وبمخاطر مقبولة.

الفصل الثالث:

استخدام أثر الرفع المالي
في اتخاذ القرار التمويلي
في مجمع صيدال للفترة

2022-2019

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

تمهيد:

تستند دراستنا التجريبية لمجموعة صيدال إلى تحليل هيكلها المالي على مدى أربع سنوات مالية متتالية (2019، 2020، 2021، 2022)

ينقسم عملنا في هذا الفصل إلى ثلاثة أقسام:

- عرض المجمع.

- عرض ميزانياته المالية والمختصرة.

- تحديد قرارات التمويل للمجمع.

غالبًا ما نتناول المشاكل المالية من خلال الوثائق المحاسبية. المحاسبة هي تقنية تسجيل وتحليل هدفها الرئيسي هو حساب الربح لفترة معينة. من الصعب الفصل بين الجوانب القانونية والضريبية والمحاسبية والمالية لحياة الشركة. من السهل شرح استخدام المستندات المحاسبية، ولا سيما الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر. هذه المستندات هي المصدر الرئيسي للمعلومات المالية عن الشركة، وهي موضوع التحليل المالي.

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال SAIDAL

قبل التطرق لاختبار فرضيات الدراسة، ارتأينا أن نستفتح هذا الفصل بتقديم المؤسسة قيد الدراسة، وذلك بتعريفها، وإعطاء لمحة عن تاريخها، وكذا ذكر هيكلها التنظيمي و شرح مكوناته. تم تحديد المجال المكاني للدراسة في مجمع صيدال SAIDAL. وقد جرى اختيار هذه المؤسسة بناء على أسس موضوعية، إذ أن مجمع صيدال هو شركة رائدة في مجال المنتجات الصيدلانية وهو من أوائل الشركات الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر، كما أن المجمع ينشر المعلومات المالية اللازمة لهذه الدراسة.

المطلب الأول: تعريف مجمع صيدال

صيدال هو أول مخبر صيدلاني ينتج الأدوية الجينية في الجزائر. تأسس المجمع في عام 1982 لتلبية حاجة إقامة صناعة صيدلانية محلية قادرة على توفير الأدوية للمواطنين ، وتحسين فرص حصول الفرد الجزائري على العلاج، حاليا صيدال منظمة على شكل مجمع صناعي متخصص يتمتع بقدرة إنتاجية كبيرة وفريق ديناميكي من المديرين المتخصصين الذين تتمثل مهمتهم في تطوير وإنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري.

صيدال شركة ذات أسهم برأسمال 2.500.000.000 دينار جزائري. تم إدراج رأسمالها في البورصة سنة 1999 ، 80 % من رأسمال صيدال ملك للدولة و الـ 20 % المتبقية ملك للمستثمرين من المؤسسات والأشخاص.

يطمح المجمع اليوم إلى تعزيز مكانته كرائد في صناعة الأدوية الجينية في الجزائر وأن يصبح مرجعاً أساسياً وشريكاً مفضلاً في منطقة إفريقيا والشرق الأوسط من خلال تعزيز الجودة واحترام الممارسات الإنتاجية الجيدة.¹

المطلب الثاني: لمحة تاريخية عن المجمع

أنشئت شركة صيدال سنة 1982 نتيجة إعادة هيكلة الصيدلة المركزية الجزائرية بموجب مرسوم، 161/82 وقد استفادت في هذا الإطار من نقل مصانع: الحراش، الدار البيضاء و جسر قسنطينة.

كما أسندت لها مهمة إنتاج المضادات الحيوية في أبريل 1987 الذي يوجد مقره الاجتماعي بالمدينة تابع له كل من الوحدات "قرمال"، "بيوتيك" و مركب المدينة.

في فيفري 1989 تبعا لتنفيذ الإصلاحات الاقتصادية، أصبحت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية تتميز باستقلالية التسيير. في سنة 1993 تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للشركة حيث سمح لها

¹<https://www.industrie.gov.dz/saidal/#intro>. 2024-04-01 شوهده يوم

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

بالمشاركة في كل عملية صناعية أو تجارية يمكن أن تكون ذات صلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء فروع.

في فيفري 1996 اختيرت من بين أوائل المؤسسات الوطنية لكي تصبح شركة ذات أسهم، أصبحت المؤسسة بموجب إعادة الهيكلة الصناعية تحت وصاية الشركة القابضة العمومية كيمياء-صيدلة. في سنة 1997 خضعت المؤسسة إلى مخطط إعادة الهيكلة الصناعية حيث تحولت إلى مجمع صناعي يضم ثلاث فروع (فارمال، أنتيببوتيكال و بيوتيك).

في مارس 1998 عرضت أسهم مجمع صيدال للبيع في بورصة الجزائر حيث قدرت قيمة السهم الواحد بـ 800 دج و كانت أول تسعيرة لأسهم المجمع.

في فيفري 2005 تحصل مجمع صيدال على شهادة الجودة العالمية (إيزو 9001/2000). في سنة 2009 رفعت صيدال من حصتها في رأس مال سوميدال إلى حدود 59% ، وفي سنة 2010 قامت بشراء 20% من رأس مال شركة إيبيرال، كما رفعت من حصتها في رأس مال شركة تافكو من 38.75% إلى 44.51%.

في جانفي 2014 شرع مجمع صيدال في إدماج فروعها (أنتيببوتيكال، فارمال و بيوتيك) عن طريق الامتصاص.¹

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي و شرح مكوناته

في جانفي 2014 شرع مجمع صيدال في إدماج فروعها (أنتيببوتيكال، فارمال و بيوتيك) عن طريق الامتصاص، الأمر الذي أدى إلى تنظيم جديد للمجمع يتمحور أساسا حول:²

1. المديرية العامة للمجمع: يمثل الهيكل الإداري الذي تنطوي عليه المديرية المركزية الثمان عشر، وهي: مديرية التدقيق الداخلي؛ مديرية إدارة البرامج؛ مديرية الاستراتيجية والتنظيم؛ مديرية التسويق والمبيعات؛ مديرية مركز البحث والتطوير؛ مديرية مركز التكافؤ الحيوي؛ مديرية المشتريات؛ مديرية ضمان الجودة؛ مديرية الشؤون الصيدلانية؛ مديرية أنظمة الإعلام؛ مديرية المالية والمحاسبة؛ مديرية الممتلكات والوسائل العامة؛ مديرية الاتصالات؛ مديرية العمليات؛ مديرية التنمية الصناعية؛ مديرية المستخدمين؛ مديرية التكوين؛ ومديرية الشؤون القانونية.

2. مصانع الانتاج: تمتلك صيدال تسع مصانع للإنتاج وهي:

مصنع المدية؛ مصنع الدار البيضاء؛ مصنع جسر قسنطينة؛ مصنع الحراش؛ مصنع شرشال؛ مصنع قسنطينة؛ مصنع قسنطينة خاص بالأنسولين؛ مصنع باتة؛ ومصنع عنابة.

¹ https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28. شهود يوم 2024-04-01.

² سهامات اساليب التحليل المالي الحديث في التنبؤ بالفشل المالي دراسة عينة مجمع الشركات دكتوراه

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

3. مراكز التوزيع: تمتلك الشركة ثلاثة مراكز توزيع، وهي:

- مركز التوزيع وسط: تأسس سنة 1996 بالبلدية وهو أول مركز توزيع للشركة؛
- مركز التوزيع شرق: تأسس سنة 1999 بباتنة؛
- مركز التوزيع غرب: تأسس سنة 2000 بوهران.

4. الفروع: تمتلك صيدال فرعين، وهما:

- Somédial: يقع في المنطقة الصناعية واد سمار وهو نتاج شراكة بين مجمع صيدال و الاتحاد الصيدلاني الأوروبي.

- Ibéral: هي شركة ذات أسهم ناتجة عن شراكة بين القطاعين العام والخاص بين مجمع صيدال

وجلفار.¹

المبحث الثاني: عرض الميزانيات المالية والميزانيات المختصرة لمجمع صيدال للفترة 2019-2022

سنتناول في هذا المبحث عرض الميزانيات المالية وكذا اعداد الميزانيات المختصرة وتمثيلها بيانيا لمجمع صيدال خلال الفترة 2019-2022.

المطلب الأول: عرض الميزانيات المالية المفصلة لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة

سنقوم بتحليل جانبي الأصول والخصوم للميزانيات المالية المفصلة لمجمع صيدال خلال الفترة 2019-

2022

¹ https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28. شوهد يوم 01-04-2024.

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي
في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

الجدول رقم: 01 جانب الأصول للميزانيات المالية لمجمع صيدال للفترة 2019-2022

الأصول	2019	2020	2021	2022
الأصول غير المتداولة				
فارق الشراء	141648564.00	141648564.00	141648564.00	141648564.00
التشبيات المعنوية	174057244.76	125327090.76	74170413.60	122062837.32
التشبيات العينية				
الأراضي	3805721423.42	4398481823.42	4398481823.42	4398481823.42
البناءات	7492164949.94	7417264109.47	7342094769.19	7334722260.58
تشبيات عينية أخرى	5632128168.46	5416183100.77	5503675138.29	5628621109.75
التشبيات الجري إنجازها	3580260802.98	3523900855.21	322740000.00	316872000.00
سندات المساهمة	2960993718.84	21315175.224	2418384302.29	2218965232.68
المساهمات الأخرى	48760055.87	276523546.57	44667575.00	108983412.24-
الحسابات الدائنة الأخرى المثبتة	2500000000.00	2002300000.00	2001000000.00	1000000000.00

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي
في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

33330823.74	51251159.52	14614749.45	107512187.56	القروض والأصول المالية غير المتداولة الأخرى
244260019.92	244899794.64	352717927.73	329960563.53	الضرائب المؤجلة
25740174924.21	26393386486.04	25802976942.60	26773207679.36	مجموع الأصول غير المتداولة (1)
				الأصول المتداولة
6453249221.43	9804951484.95	6550453532.15	6887530621.19	المخزونات الجارية
7072433343.72	3350908815.99	4024729980.18	3177533740.40	العملاء
1468499117.14	1302856167.38	1316376598.39	1436859091.79	المدينون الآخرون
335215938.20	170411184.88	188887081.60	222336344.63	الضرائب
18559989.19	18559989.19	18559989.19	18559989.19	الاستثمارات والأصول المالية المتداولة الأخرى
3792667765.85	3770411504.24	2785566352.32	1918151410.71	خزينة الأصول
19140625375.53	18418099146.63	14884573533.83	13660971197.91	مجموع الأصول المتداولة (2)
44880800299.74	44811485632.67	40687550476.43	40434178877.27	مجموع الأصول (1)+(2) = (3)

الوحدة: دينار جزائري

من اعداد الطالبين اعتمادا على القوائم المالية المرفقة

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

تحليل جانب الأصول:

نلاحظ بشكل عام من خلال الميزانيات المالية المفصلة لمجمع صيدال للسنوات 2019-2020-2021-2022 أن:

- مجموع الأصول غير الجارية: متقاربة جدا، حيث أن التغير كان طفيف، فيلاحظ ما يلي:
 - تسجيل ارتفاع في قيمة الأراضي خلال سنة 2020 مقارنة بسنة 2019، لتبقى ثابتة بعد ذلك.
 - كانت قيمة المباني جد متقاربة طوال سنوات الدراسة.
 - قيمة التثبيات العينية الأخرى، كانت متقاربة خلال فترة الدراسة.
 - قيمة التثبيات جاري انجازها في تزايد لتصل ذروتها سنة 2022، وهذا يدل على توجه المجمع للزيادة في حجم التثبيات.
- القروض والأصول المالية الأخرى غير الجارية فنلاحظ أنها تناقصت في سنة 2020 مقارنة بسنة 2019، لتعاود الارتفاع سنة 2021، لتتخف مرة أخرى سنة 2022، وهذا يدل على تناقص حجم الاستثمارات في الأوراق المالية.
- الضرائب المؤجلة على الأصل سجلت ارتفاعا طفيفا سنة 2020 مقارنة بسنة 2019، لكنها سجلت انخفاضا ملحوظا سنتي 2021 و 2022، وهذا يدل على أن المجمع حصل جزءا من الضرائب المسددة مسبقا.
- مجموع الأصول الجارية: نلاحظ تقارب في سنتي 2019 و 2020 لترتفع سنتي 2021 و 2022.
- سجلت المخزونات انخفاضا طفيفا سنة 2020 مقارنة بسنة 2019، لتسجل ارتفاعا ملحوظا سنة 2021 مقارنة بالسنتين السابقتين، لتعاود الانخفاض مرة أخرى سنة 2022.
- قيمة الزبائن سجلت ثباتا خلال السنوات الثلاث الأولى، لتتضاعف قيمتها سنة 2022.
- خزينة الأصول سجلت قيمتها ارتفاعا ملحوظا طوال سنوات الدراسة.

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

الجدول رقم: 02 جانب الخصوم للميزانيات المالية لمجمع صيدال للفترة 2019-2022

2022	2021	2020	2019	الخصوم:
				رأس المال الخاص:
2500000000.00	2500000000.00	2500000000.00	2500000000.00	رأس المال
411677000.00	411677000.00	411677000.00	411677000.00	مساهمة الدولة
15796006288.78	15318040327.17	14634151624.90	14047153641.65	الأقساط والاحتياطيات
3055720451.96	3055720451.96	3063429710.86	2686752011.24	فارق إعادة التقييم
1463082352.04	1838063594.82	1408146175.93	1905284336.88	فارق المعادلة
2987159711.62-	48694704.82	189936341.33	793514004.08	النتيجة الصافية
2092312082.35-	1097023529.49-	797268702.03-	1178074235.34-	حقوق الملكية الأخرى-الارياح المحتجزة
818357587.56	837395665.76	824482635.96	609971657.90	حقوق الأقليات
18965371886.37	22912568215.05	22234554786.95	21776278416.42	مجموع الأموال الخاصة (1):
				الخصوم غير الجارية
14259371288.67	13825430092.80	10404842508.14	10403266267.81	قروض وديون مالية
7110987.15	7112411.32	24094670.27	21011203.32	ضرائب مؤجلة ومخصصة
316872000.00	322740000.00	00	593645268.24	ديون أخرى غير جارية
1028540134.63	1021362673.15	1626040712.04	1446788017.73	المخصصات والايرادات المعترف بها مسبقا
15611894410.45	15176645177.27	12054977890.45	12464710757.10	مجموع الخصوم غير الجارية (2):

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

				الخصوم الجارية
3293487276.35	2207198255.47	1247407073.70	1556885668.31	الموردون والحسابات
125547764.68	121945175.14	175915917.23	116625268.50	ضرائب
5080009086.66	4038233979.11	4052684542.80	3708972235.69	ديون أخرى
1804489875.23	354894830.63	922010265.30	810706531.25	خزينة الخصوم
10303534002.92	6722272240.35	6398017799.03	6193189703.75	مجموع الخصوم الجارية (3):
44880800299.74	44811485632.67	40687550476.43	40434178877.27	مجموع الخصوم (1)+(2)+(3):

الوحدة: دينار جزائري

من اعداد الطالبين اعتمادا على القوائم المالية المرفقة

تحليل جانب الخصوم: يلاحظ من خلال الميزانيات المالية ما يلي:

- الأموال الخاصة: قيمتها متزايدة بشكل طفيف خلال السنوات الثلاث الأولى للدراسة، لتتخفض بشكل ملحوظ سنة 2022، وهذا راجع الى تحقيق نتيجة خسارة في هذا العام.
- الديون طويلة الأجل: ارتفعت قيمتها سنة 2021 و 2022 مقارنة بالسنتين الأوليتين 2019 و 2022 وهذا راجع الى ارتفاع القروض والديون المالية وكذا ارتفاع في قيمة الديون غير الجارية الأخرى على الرغم من تراجع قيمة الضرائب المؤجلة والمخصصة.
- الديون قصيرة الأجل: مجموع الديون قصيرة الأجل متقارب خلال السنوات الثلاث الأولى من الدراسة (2019-2020-2021) لتشهد قيمتها ارتفاعا سنة 2022، بسبب ارتفاع في قيمة الموردين وكذا الديون الأخرى قصيرة الأجل، وخزينة الخصوم التي ارتفعت بشكل ملحوظ سنة 2022 مقارنة بالسنوات التي قبلها.

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

المطلب الثاني: إعداد الميزانيات المالية المختصرة لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة

يتم في هذا المطلب إعداد الميزانيات المالية المختصرة لمجمع صيدال لجميع سنوات الدراسة الممتدة من سنة 2019 إلى غاية سنة 2022 بالاعتماد على الميزانيات المالية المفصلة، كما سندرس تطور كل من مجموع أصول وخصوم الميزانيات المختصرة للمجمع بتغير سنوات الدراسة.

1- إعداد الميزانية المالية المختصرة لسنة 2019:

الجدول رقم: 03 الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2019.

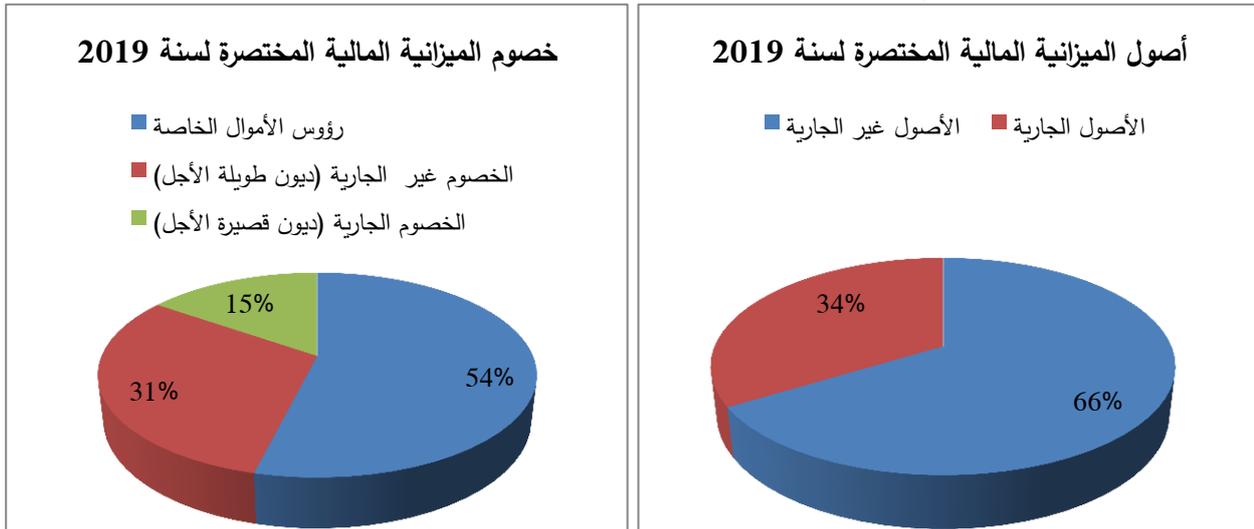
النسبة	المبالغ	الخصوم	النسبة	المبالغ	الأصول
53.86	21776278416.42	رؤوس الأموال الخاصة	66.21	26773207679.36	الأصول غير الجارية
30.83	12464710757.10	الخصوم غير الجارية (ديون طويلة الأجل)	33.79	13660971197.91	الأصول الجارية
15.31	6193189703.75	الخصوم الجارية (ديون قصيرة الأجل)			
100	40434178877.27	المجموع	100	40434178877.27	المجموع

الوحدة: دينار جزائري

من اعداد الطالبين بالاعتماد على الجدولين رقم: 1 . 2

من خلال الميزانية المختصرة لسنة 2019، سوف نقوم بإعداد التمثيل البياني لعناصرها في الشكل التالي:

الشكل رقم: 07 التمثيل البياني لعناصر الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2019



من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم: 3

نلاحظ من خلال الشكل أن الأصول غير الجارية تمثل أكبر نسبة من مجموع أصول المجمع، حيث بلغت النسبة 66%، وهذا يدل على أن المجمع يركز على الاستثمارات غير الجارية بالدرجة الأولى مقارنة بمجموع الأصول الجارية التي بلغت نسبتها ما يقارب الثلث من مجموع أصول الميزانية المالية للمجمع.

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

أما جانب الخصوم، فإن الأموال الخاصة تمثل أكبر نسبة، حيث تجاوزت نصف مجموع خصوم الميزانية المالية للمجمع، وهذا يدل على الاعتماد على الأموال الخاصة في تشكيل هيكلها المالي، تليها الخصوم غير الجارية بنسبة 31%، ثم الخصوم الجارية التي تمثل نسبة 15%. وهذا يدل على اعتماد المجمع على الديون طويلة الأجل في تمويل استثماراتها مقارنة بالديون قصيرة الأجل.

2- إعداد الميزانية المالية المختصرة لسنة 2020:

الجدول رقم: 04 الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2020.

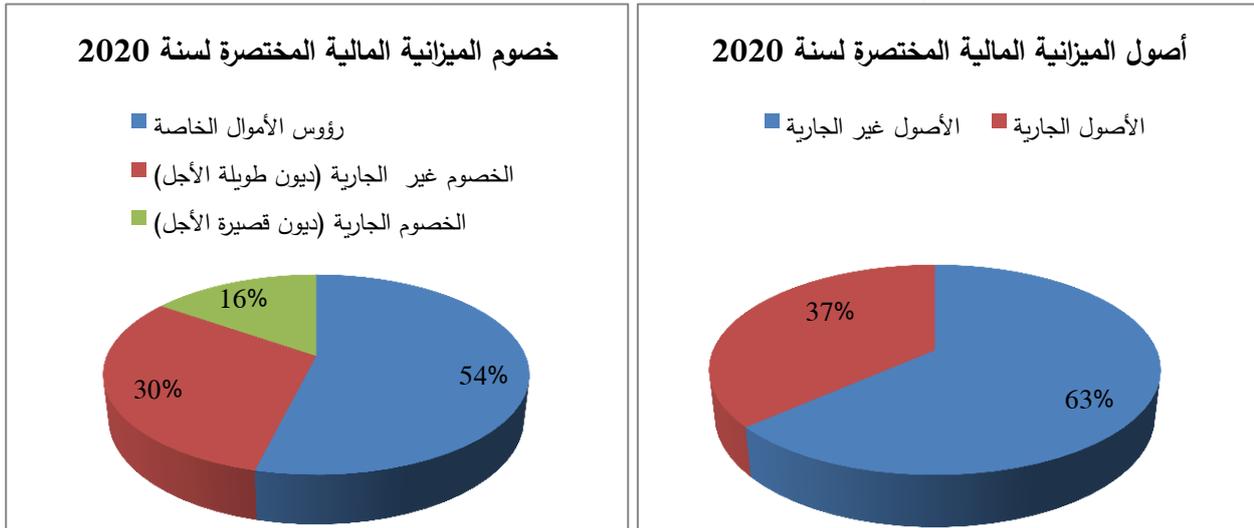
النسبة	المبالغ	الخصوم	النسبة	المبالغ	الأصول
54.65	22234554786.95	رؤوس الأموال الخاصة	63.42	25802976942.60	الأصول غير الجارية
29.63	12054977890.45	الخصوم غير الجارية (ديون طويلة الأجل)	36.58	14884573533.83	الأصول الجارية
15.72	6398017799.03	الخصوم الجارية (ديون قصيرة الأجل)			
100	40687550476.43	المجموع	100	40687550476.43	المجموع

الوحدة: دينار جزائري

من اعداد الطالبين بالاعتماد على الجدولين رقم: 1 . 2

من خلال الميزانية المختصرة لسنة 2020، سوف نقوم بإعداد التمثيل البياني لعناصرها في الشكل التالي:

الشكل رقم: 08 التمثيل البياني لعناصر الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2020



من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم: 4

يتضح من البيانات المقدمة أن الأصول الثابتة تشكل الجزء الأكبر من إجمالي أصول المجمع بنسبة 63% مما يشير إلى التركيز على الاستثمارات طويلة الأمد. في المقابل، تشكل الأصول المتداولة حوالي 37% من الإجمالي.

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

فيما يخص الخصوم، رأس المال الخاص يمثل النسبة الأعلى بأكثر من 50% من إجمالي الخصوم، ما يعكس استراتيجية المجمع في الاعتماد على التمويل الذاتي كعنصر أساسي في هيكلها المالي. الخصوم طويلة الأجل تأتي في المرتبة الثانية بنسبة 30%، بينما تمثل الخصوم قصيرة الأجل 16% فقط، مما يدل على تفضيل الشركة للديون طويلة الأمد لتمويل استثماراتها على الديون قصيرة الأمد.

3- إعداد الميزانية المالية المختصرة لسنة 2021:

الجدول رقم: 05 الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2021.

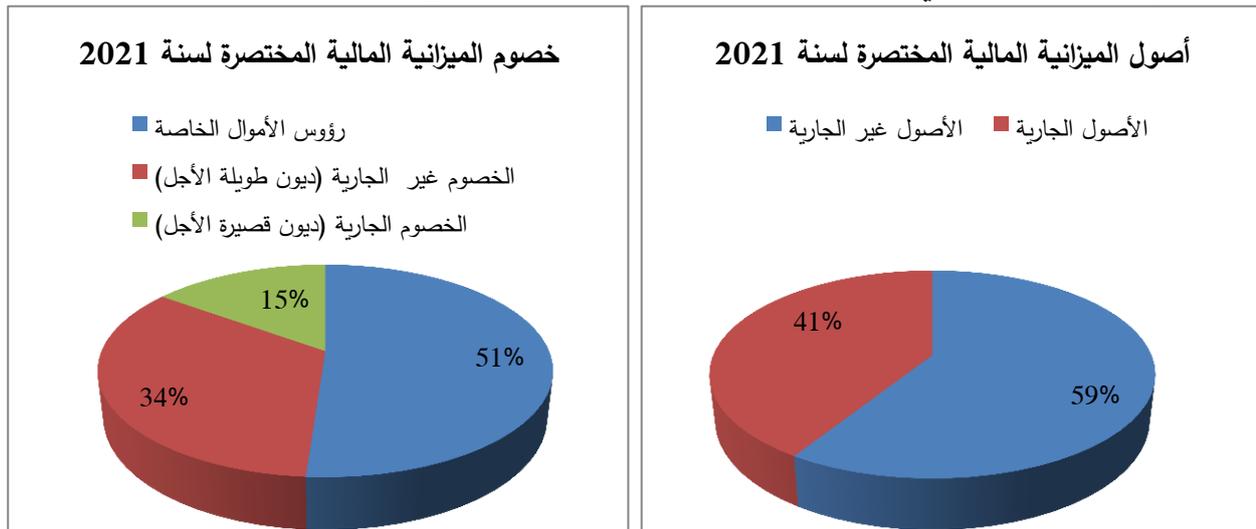
النسبة	المبالغ	الخصوم	النسبة	المبالغ	الأصول
51.13	22912568215.05	رؤوس الأموال الخاصة	58.91	26393386486.04	الأصول غير الجارية
33.87	15176645177.27	الخصوم غير الجارية (ديون طويلة الأجل)	41.09	18418099146.63	الأصول الجارية
15.00	6722272240.35	الخصوم الجارية (ديون قصيرة الأجل)			
100	44811485632.67	المجموع	100	44811485632.67	المجموع

الوحدة: دينار جزائري

من اعداد الطالبين بالاعتماد على الجدولين رقم: 1 . 2

من خلال الميزانية المختصرة لسنة 2021، سوف نقوم بإعداد التمثيل البياني لعناصرها في الشكل التالي:

الشكل رقم: 09 التمثيل البياني لعناصر الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2021



من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم: 5

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

من خلال المعطيات، يظهر أن الأصول الثابتة تشغل الحصة الأكبر من إجمالي أصول المجمع بنسبة 58%، ما يعكس توجهه نحو الاستثمارات طويلة الأجل على حساب الأصول المتداولة التي تمثل حوالي 41%.

بالنسبة للخصوم، التمويل الذاتي يستحوذ على النصيب الأكبر بنسبة 51% من إجمالي الخصوم، مما يشير إلى استراتيجية المجمع في الاعتماد على الموارد الداخلية كأساس لبناء هيكلها المالي. الخصوم طويلة الأمد تأتي في المرتبة التالية بنسبة 33%، في حين تشكل الخصوم قصيرة الأمد 15% فقط، ما يدل على تفضيل مجمع صيدال للتمويل طويل الأجل لدعم استثماراتها بدلاً من الاعتماد على الديون قصيرة الأجل.

4- إعداد الميزانية المالية المختصرة لسنة 2022:

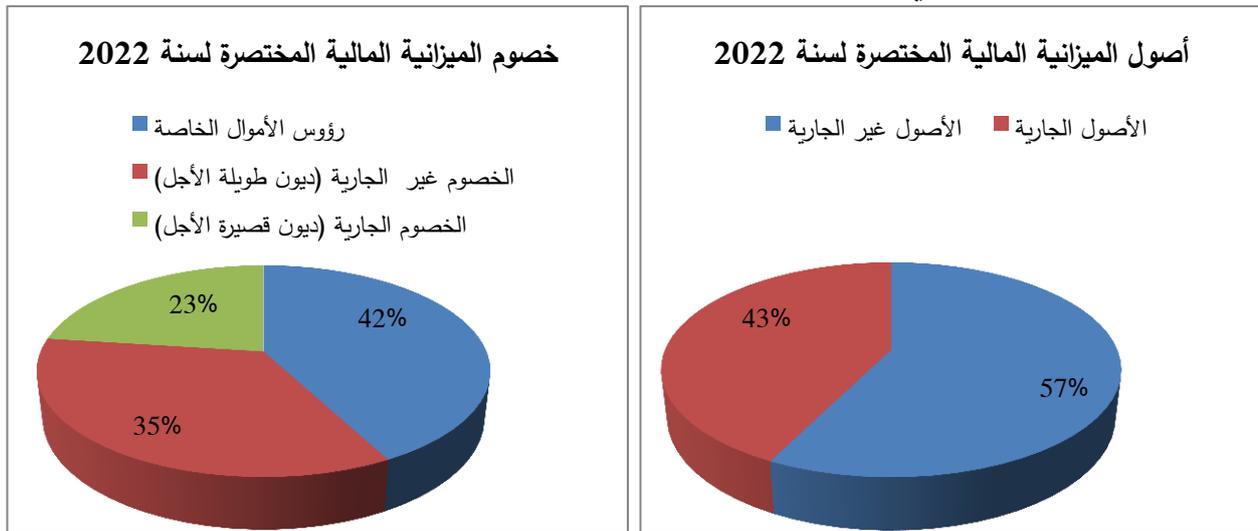
الجدول رقم: 06 الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2022.

الأصول	المبالغ	النسبة	الخصوم	المبالغ	النسبة
الأصول غير الجارية	25740174924.21	57.35	رؤوس الأموال الخاصة	18965371886.37	42.26
الأصول الجارية	19140625375.53	42.65	الخصوم غير الجارية (ديون طويلة الأجل)	15611894410.45	34.78
			الخصوم الجارية (ديون قصيرة الأجل)	10303534002.92	22.95
المجموع	44880800299.74	100	المجموع	44880800299.74	100

من اعداد الطالبين بالاعتماد على الجدولين رقم: 1 . 2 الوحدة: دينار جزائري

من خلال الميزانية المختصرة لسنة 2022، سوف نقوم بإعداد التمثيل البياني لعناصرها في الشكل التالي:

الشكل رقم: 10 التمثيل البياني لعناصر الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال لسنة 2022



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم: 6

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

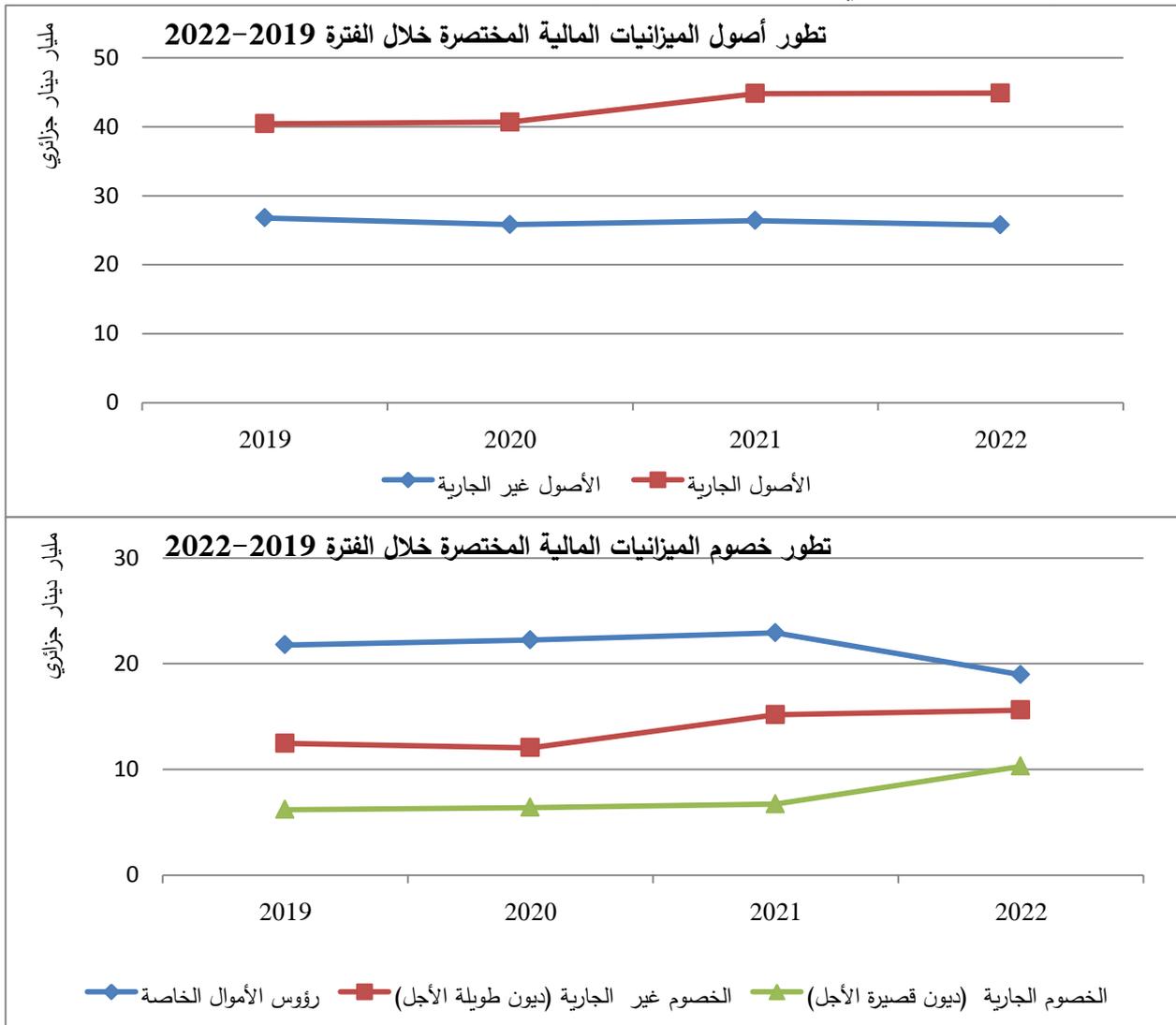
بنفس النسق، تشير البيانات المالية إلى أن الأصول الدائمة تستحوذ على الجزء الأكبر من إجمالي أصول المجمع، بنسبة 57%، مما يعني أن المجمع يعتمد بشكل أساسي على الاستثمارات الدائمة. من ناحية أخرى، تمثل الأصول المتداولة حوالي 43% من إجمالي الأصول.

في الجانب الآخر من الميزانية، التمويل الخاص يشكل النسبة الأكبر من الخصوم بنسبة تزيد عن 43%، ما يظهر توجه المجمع نحو استخدام الأموال الذاتية كعنصر رئيسي في بناء هيكلها المالي. الخصوم طويلة الأمد تلي ذلك بنسبة 35% والخصوم قصيرة الأمد تشكل 23%، ما يؤكد على استراتيجية صيدال في الاعتماد على الديون طويلة الأمد لتمويل استثماراتها على حساب الديون قصيرة الأمد.

5- تطور مجموعي أصول وخصوم الميزانيات المالية خلال سنوات الدراسة: (2019-2022)

التمثيل البياني التالي يظهر تغير الأصول والخصوم بتغير سنة الدراسة:

الشكل رقم: 11 التمثيل البياني لتطور أصول وخصوم الميزانيات المالية المختصرة للفترة 2019 - 2022



من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجداول رقم: 3 . 4 . 5 . 6.

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

نلاحظ من خلال الميزانيات المختصرة (2019-2022) أن مجموع الأصول والخصوم يرتفع خلال سنوات الدراسة بشكل طفيف سنة 2020 مقارنة بسنة 2019، أما في السنوات 2021، 2022 فنلاحظ ارتفاعا ملحوظا في مجموع الأصول والخصوم مقارنة بالسنتين السابقتين. فيما يخص الأصول، فنجد أن الأصول غير الجارية تمثل النسبة الأكبر في قيمة مجموع الأصول، وهذا يدل على أن مجمع صيدال يركز أكثر على الجانب الاستثماري مقارنة بالجانب التشغيلي. أما بالنسبة للخصوم، فما يميزها هو أن الأموال الخاصة تمثل النسبة الأكبر وهذا يدل على قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي، أما الخصوم غير الجارية فنسبتها أكبر من الخصوم الجارية طوال فترة سنوات الدراسة وهذا يدل على أن المجمع يعتمد على الديون طويلة الأجل.

المطلب الثالث: حساب مؤشرات التوازن المالي

ان متخذ القرار التمويلي يستعين بمؤشرات التوازن المالي لمعرفة البنية المالية للمؤسسة، إذا كانت في حالة توازن ام لا، حيث تساعده في اتخاذ القرار التمويلي المناسب. سنقوم في هذا المطلب بحساب مؤشرات التوازن المالي لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة.

1- حساب رأس المال العامل FRL

أ- من أعلى الميزانية: يحسب بالعلاقة التالية:

رأس المال العامل = الأموال الدائمة - الأصول غير الجارية

الجدول التالي يوضح قيم رأس المال العامل

الجدول رقم: 07 حساب راس المال العامل من اعلى الميزانية للفترة 2019-2022

البيان	2019	2020	2021	2022
الأموال الدائمة	34240989173.52	34289532677.40	38089213392.32	34577266296.82
الأصول غير الجارية	26773207679.36	25802976942.60	26393386486.04	25740174924.21
رأس المال العامل	7467781494.16	8486555734.8	11695826906.82	8837091372.61

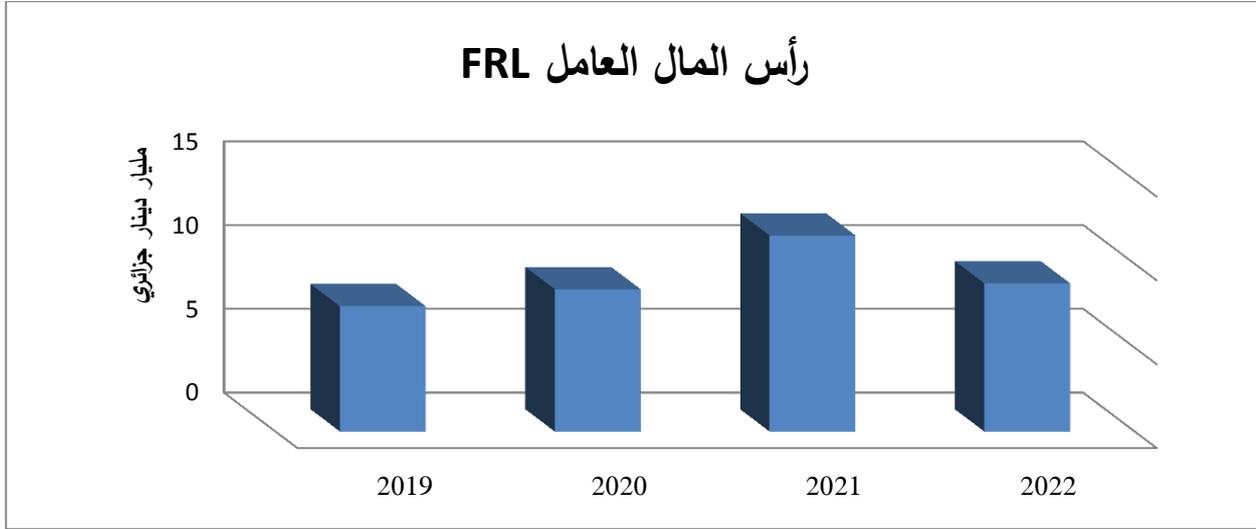
من إعداد الطالبين اعتمادا على القوائم المالية المرفقة

ويمكن تمثيل المعطيات بيانيا كما يلي:

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

الشكل رقم: 12 التمثيل البياني لتطور رأس المال العامل لمجمع صيدال للفترة 2019 - 2022



من إعداد الطالبين اعتمادا على الجدول رقم: 7

نلاحظ أن رأس المال العامل موجب أي ($FR > 0$) طول فترة الدراسة معناه وجود فائض في السيولة في المدى الطويل مما يعبر عن قدرة المؤسسة على تغطية استثماراتها طويلة الأجل بواسطة أموالها الدائمة هذا مؤشر على وضع مالي مريح من حيث التوازن المالي غير أن تدعيم هدف السيولة يؤثر سلبا على المردودية المالية للمجمع لأن الاعتماد على الأموال الدائمة في تمويل الاصول الجارية يعتبر بمثابة التجميد لموارد مالية تتحمل المؤسسة تكلفتها المتمثلة في تكلفة الفرصة البديلة أي أن الايرادات المضى بها لو أن المجمع قام باستخدام تلك الموارد في أحسن بديل اقتصادي.

ب- من أسفل الميزانية: يحسب بالعلاقة:

رأس المال العامل = أصول جارية - خصوم جارية

الجدول رقم: 08 حساب رأس المال العامل من أسفل الميزانية للفترة 2019-2022

البيان	2019	2020	2021	2022
أصول جارية	13660971197.91	14884573533.83	18418099146.63	19140625375.53
خصوم جارية	6193189703.75	6398017799.03	6722272240.35	10303534002.92
رأس المال العامل FRL	7467781494.16	8486555734.8	11695826906.28	8837091372.61

من إعداد الطالبين اعتمادا على القوائم المالية المرفقة

نلاحظ أن رأس المال العامل موجب أي ($FRL > 0$) معناه وجود فائض في السيولة على المدى القصير مما يعبر عن قدرة المؤسسة على ضمان الوفاء بديونها عند تاريخ استحقاقها هذا مؤشر على وضع مالي مريح.

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

2- حساب الاحتياج لرأس المال العامل BFRL

الاحتياج لرأس المال العامل هو مقدار الأموال اللازمة لتغطية الاحتياجات المالية لدورة الاستغلال والتي تمثل العجز في تمويل الأصول المتداولة خارج الخزينة. ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{الاحتياج لرأس المال العامل} = (\text{أصول جارية} - \text{موجودات}) - (\text{خصوم جارية} - \text{سلفات بنكية})$$

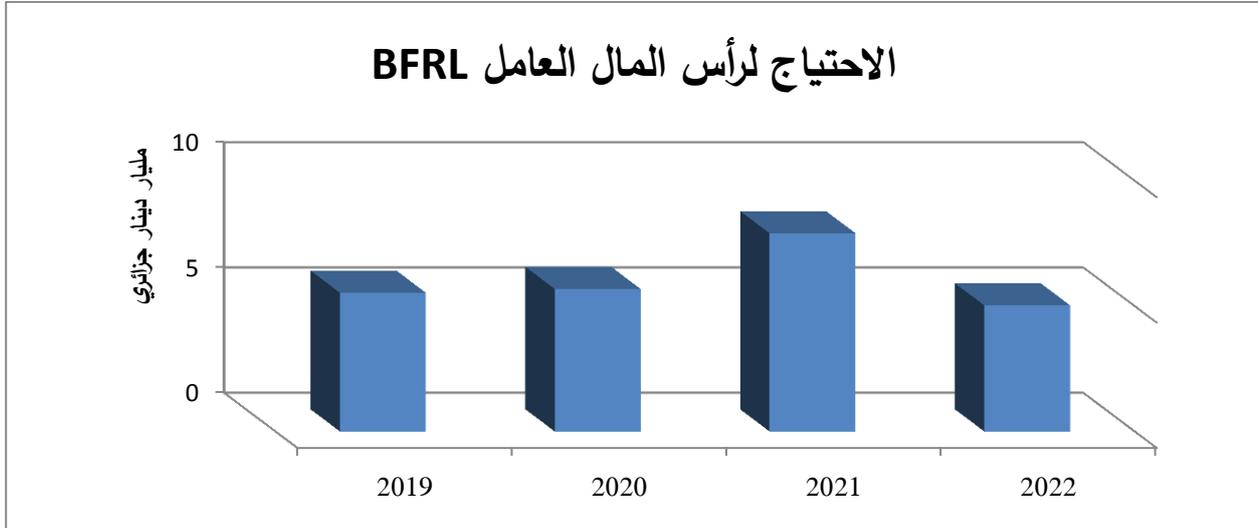
الجدول رقم: 09 حساب الاحتياج لرأس المال العامل للفترة 2019-2022.

البيان	2019	2020	2021	2022
أصول جارية	13660971197.91	14884573533.83	18418099146.63	19140625375.53
خصوم جارية	6193189703.75	6398017799.03	6722272240.35	10303534002.92
موجودات	1936711399.90	2804126341.51	3788971493.43	3811227755.04
الاحتياج لرأس المال العامل	5531070094.26	5682429393.29	7906855412.85	5025863617.57

من إعداد الطالبين اعتمادا

يمكن تمثيل المعطيات بيانيا في الشكل التالي:

الشكل رقم: 13 التمثيل البياني للاحتياج في رأس المال العامل لمجمع صيدال للفترة 2019 - 2022



من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم: 9.

نلاحظ أن الاحتياج لرأس المال العامل موجب ($BFR > 0$) يدل على أن هناك احتياجات استغلالية

للمؤسسة غير مغطات بالموارد المالية قصيرة الأجل

3- حساب صافي الخزينة TN:

صافي الخزينة هو مؤشر مالي يستخدم لقياس السيولة النقدية التي تمتلكها الشركة، ويحسب بالعلاقة

التالية:

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

صافي الخزينة = رأس المال العامل - الاحتياج لرأس المال العامل

الجدول رقم: 10 حساب صافي الخزينة لمجمع صيدال للفترة 2019-2022.

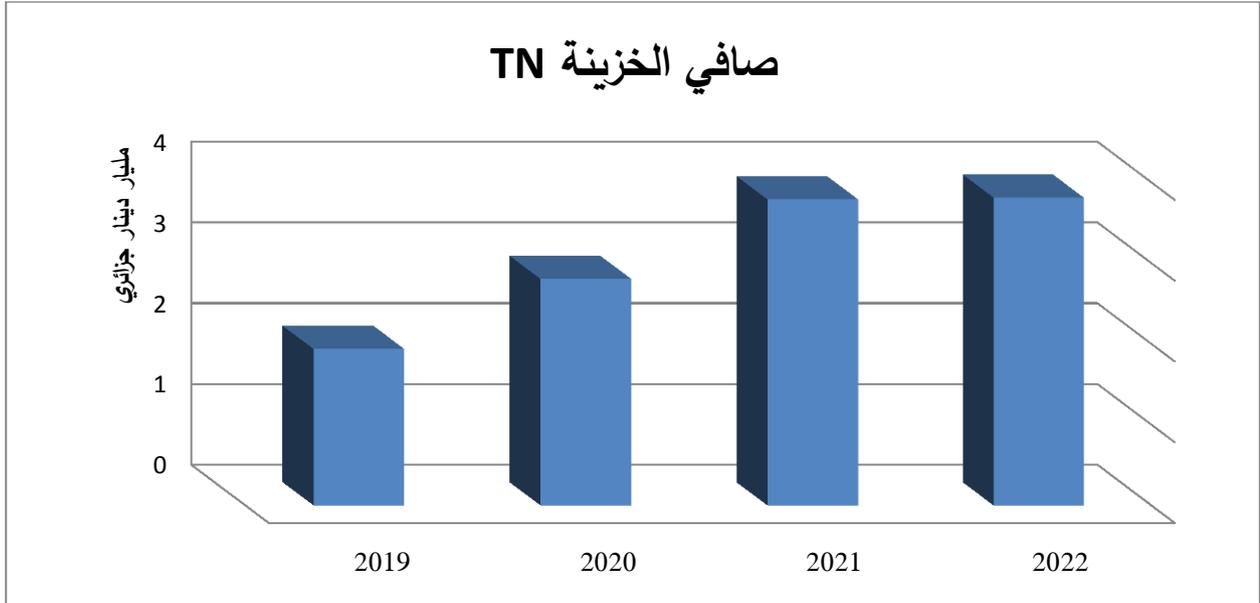
2022	2021	2020	2019	البيان
8837091372.61	11695826906.82	8486555734.8	7467781494.16	رأس المال العامل FRL
5025863617.57	7906855412.28	5682429393.29	5531070094.26	الاحتياج لرأس المال العامل BFRL
3811227755.04	3788971493.43	2804126341.51	1936711399.9	صافي الخزينة TN

الوحدة: دينار جزائري

من اعداد الطالبين اعتمادا على الجدولين: 8 . 9

ويمكن أن نمثل معطيات الجدول بيانيا كما يلي:

الشكل رقم: 14 التمثيل البياني لتطور صافي خزينة مجمع صيدال للفترة 2019 - 2022



من إعداد الطالبين اعتمادا على الجدول رقم: 10.

نلاحظ من خلال الجدول أن وضعية الخزينة الصافية موجبة خلال السنوات الأربعة مما يعكس وجود توازن مالي في المدى الطويل بين رأس المال العامل و احتياجات رأس المال العامل من الواجب على المؤسسة توظيفه لتفادي بقاء الاموال مجمدة دون فائدة.

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

المبحث الثالث: تحديد قرارات التمويل لمجمع صيدال اعتمادا على الرفع

المالي للفترة 2019-2022

سننظر في هذا المبحث الى حساب مختلف النسب المالية المتعلقة بالتمويل و الاستدانة وكذا حساب الرفع المالي و تأثيره على المردودية المالية و الهيكل المالي لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة

المطلب الأول: حساب النسب المالية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة

سنقوم في هذا المطلب بحساب بعض النسب المالية المتعلقة بالتمويل وكذا الاستدانة، وحساب القدرة على التمويل الذاتي.

أولاً: نسب المديونية

أو نسبة إدارة الديون وتقيس هذه النسب مدى مساهمة الديون في تمويل احتياجات المؤسسة مقارنة بمساهمة الملاك كما تقيس مدى نجاح سياسات التمويل المتبعة من خلال الموازنة بين التمويل الخارجي والداخلي ومن ثم انعكاساتها على مخاطر الرفع المالي.

1- نسبة المديونية: هذه النسبة تهم كلا من الملاك و الدائنين , فهي تبين للملاك كفاءة سياسات التمويل التي تسيروها و تشكل للدائنين مؤشر على هامش الأمان لديونهم اتجاه المؤسسة وهل سيتبعون نفس سياسة الاقراض مع المؤسسة أم يتطلب الأمر تغييرها مستقبلا ويطلق على هذه النسبة نسبة التمويل الخارجي تعبر هذه النسبة الى مساهمة الديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل في تمويل أصول المؤسسة، وتعبر النسبة (1) النسبة المعيارية المقبولة، وتحسب نسبة المديونية الى اجمالي الأصول وفق العلاقة التالية:

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

الجدول رقم: 11 حساب نسبة الديون إلى إجمالي الأصول لمجمع صيدال للفترة 2019-2022.

البيان	المبالغ 2019	المبالغ 2020	المبالغ 2021	المبالغ 2022
إجمالي الديون	18657900460.85	18452995689.48	21898917417.62	25915428413.37
إجمالي الأصول	40434178877.27	40687550476.43	44811485632.67	44880800299.74
النسبة	0,4614	0.4535	0,4886	0,5774

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية المرفقة.

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة الديون إلى إجمالي الأصول متقاربة خلال الأربع سنوات، إن هذه النسبة لم تتجاوز 1 وهذا يدل على أن المؤسسة تتحمل أعباء كبيرة من أجل خدمة هذه الديون، كما أن المؤسسة لن تواجه صعوبات كبيرة في الحصول على الأموال المقترضة مستقبلا بمعنى آخر المؤسسة لا تعتمد بشكل كبير على التمويل الخارجي في تمويل استثماراتها.

2-نسبة الديون إلى حقوق الملكية: تشير هذه النسبة إلى مدى اعتماد المؤسسة على ديون الغير بالمقارنة مع حقوق المساهمين والملاك، وتعتبر النسبة (1) النسبة المعيارية المقبولة، وتحسب نسبة الديون إلى حقوق الملكية وفق العلاقة التالية:

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

الجدول رقم: 12 حساب نسبة الديون إلى حقوق الملكية لمجمع صيدال للفترة 2019-2022.

البيان	المبالغ 2019	المبالغ 2020	المبالغ 2021	المبالغ 2022
إجمالي القروض	18657900460.85	18452995689.48	21898917417.62	25915428413.37
حقوق الملكية	21776278416.42	22234554786.95	22912568215.05	18965371886.37
النسبة	0,85	0,82	0,95	1,36

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية المرفقة.

نلاحظ من خلال الجدول أن أعلى نسبة سجلت سنة 2022 مقارنة بالسنوات السابقة التي سجلت نسب بين 0.82 إلى 0.95 أي أقل من (1) وتعتبر هذه النسب في صالح المجمع حيث يعتبر هذا المؤشر ايجابيا باعتبار أن إجمالي الأموال الخاصة اكبر من إجمالي الديون هذا يعني انه كلما ارتفعت هذه النسبة عن (1) زادت احتمالات عدم قدرة المؤسسة على خدمة دينها وزادت مخاطر المقرضين وتزيد أيضا مخاطر المستثمرين، لأن عدم القدرة على خدمة الدين قد يؤدي إلى الإفلاس.

3- المديونية طويلة الأجل: تقيس هذه النسبة مدى مساهمة الديون طويلة الأجل في مجموع الأصول

وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{المديونية طويلة الأجل} = \frac{\text{ديون طويلة الأجل}}{\text{مجموع الأصول}}$$

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

الجدول رقم: 13 حساب نسبة المديونية طويلة الأجل لمجمع صيدال خلال الفترة 2019-2022.

البيان	المبالغ 2019	المبالغ 2020	المبالغ 2021	المبالغ 2022
الديون طويلة الأجل	12464710757.10	12054977890.45	15176645177.27	15611894410.45
مجموع الأصول	40434178877.27	40687550476.43	44811485632.67	44880800299.74
النسبة	0,30	0,29	0,33	0,34

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية المرفقة.

نلاحظ من خلال الجدول أن النسب متقاربة طوال فترة الدراسة حيث سجلت 29% سنة 2020 مقارنة بنسبة 30% سنة 2019 و نسبة 33% سنة 2021 أما سنة 2022 فسجلت أعلى نسبة قدرت بـ 34% هذا يدل على أن المؤسسة تعتمد على نسب متقاربة من الديون طويلة الأجل في تمويل هيكلها المالي.

4- المديونية قصيرة الأجل: تعبر هذه النسبة عن مدى قدرة أصول المؤسسة تغطية الديون قصيرة

الأجل في مواعيدها المحددة، وتعبر النسبة (1) النسبة المعيارية المقبولة، فكلما كانت النسبة أقل من 1 كان الأمر جيد، وتحسب نسبة المديونية قصيرة الأجل وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية قصيرة الأجل} = \frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{حقوق الملكية}}$$

الجدول رقم: 14 حساب نسبة المديونية قصيرة الأجل لمجمع صيدال للفترة 2019 - 2022

البيان	المبالغ 2019	المبالغ 2020	المبالغ 2021	المبالغ 2022
الخصوم المتداولة	6193189703.75	6398017799.03	6722272240.35	10303534002.92
حقوق الملكية	21776278416.42	22234554786.95	22912568215.05	18965371886.37
النسبة	0,2844	0,2877	0,2933	0,5432

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية المرفقة.

نلاحظ من خلال الجدول أن نسب المديونية قصيرة الأجل خلال الأربع سنوات أقل من 1 وهذا مؤشر جيد بالنسبة للمؤسسة، وهذا يدل على أن المؤسسة لا تعتمد على أموال الغير في تمويل احتياجاتها ولا تشكل خطر على المساهمين.

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

ثانياً: نسب السيولة

تهدف هذه النسب الى تقييم القدرة المالية للمؤسسة في الأجل القصير حيث تستخدم كأداة لتقييم المركز الائتماني والذي يعبر عادة عن مدى قدرة المؤسسة في الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل عند الاستحقاق زمن بن هذه النسب ما يلي:

1- نسبة التمويل الذاتي: تبين هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة لأصولها غير الجارية بأموالها

الخاصة وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الذاتي} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

الجدول رقم: 15 حساب نسبة التمويل الذاتي لمجمع صيدال للفترة 2019-2022

البيان	المبالغ 2019	المبالغ 2020	المبالغ 2021	المبالغ 2022
الأموال الخاصة	21776278416.42	22234554786.95	22912568215.05	18965371886.37
الأصول الثابتة	26773207679.36	25802976942.60	26393386486.04	25740174924.21
النسبة	0,8133	0,8617	0,8681	0.7368

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية المرفقة.

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة التمويل الذاتي خلال سنوات الدراسة لم تتعدى نسبة 100% أي أن الأموال الخاصة لم تغطي الأصول الثابتة.

2- نسبة الاستقلالية المالية: تبين هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة لأصولها غير الجارية بأموالها

الخاصة وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$$

الجدول رقم: 16 حساب نسبة الاستقلالية المالية لمجمع صيدال للفترة 2019-2022

البيان	المبالغ 2019	المبالغ 2020	المبالغ 2021	المبالغ 2022
الأموال الخاصة	21776278416.42	22234554786.95	22912568215.05	18965371886.37
مجموع الديون	18657900460.85	18452995689.48	21898917417.62	25915428413.37
النسبة	1,1671	1,2049	1,0462	0.7318

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية المرفقة.

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة الاستقلالية المالية تعدت نسبة 100% وهذا خلال الثلاث سنوات الأولى للدراسة 2019-2020-2021 يدل على اعتماد المجمع على الاموال الخاصة مقارنة بمجموع الديون في تمويل هيكلها المالي حيث اذا لاحظنا أن الاموال الخاصة تفوق الديون طويلة الأجل أما في سنة 2022 فإن النسبة قدرت بـ 73.18% يدل على عدم تغطية الأموال الخاصة لمجموع الديون وهذا يرجع لارتفاع الديون قصيرة الأجل مقارنة بالسنوات السابقة و كذا انخفاض في الأموال الخاصة مع تسجيل نتيجة خسارة في هذه السنة.

3- نسبة قابلية السداد: تبين هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة لمجموع ديونها اعتمادا على مجموع

أصولها وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة قابلية السداد} = \frac{\text{مجموع الأصول}}{\text{مجموع الديون}}$$

الجدول رقم: 17 حساب نسبة قابلية السداد لمجمع صيدال للفترة 2019 - 2022

البيان	المبالغ 2019	المبالغ 2020	المبالغ 2021	المبالغ 2022
مجموع الأصول	40434178877.27	40687550476.43	44811485632.67	44880800299.74
مجموع الديون	18657900460.85	18452995689.48	21898917417.62	25915428413.37
النسبة	2,1671	2,2049	2,0462	1.7318

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية المرفقة.

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة القابلية على السداد مرتفعة حيث فاقت 100% خلال سنوات الدراسة الأربعة خاصة السنوات الثلاثة الأولى هذا ما يدل على أن المجمع يتوفر على هامش أمان كبير للمقرضين حيث تعدت قيمة الأصول مجموع الديون الى أكثر من الضعف دليل على عدم اعتمادها بشكل كبير وكلي على التمويلات الخارجية.

ثالثا: حساب القدرة على التمويل الذاتي

يعتبر مؤشرا على أداء تسيير المؤسسة من الموارد الداخلية المحتملة الناتجة عن نشاط المؤسسة خلال سنة مالية معينة تصبح هذه المصادر بحوزة المؤسسة لتمويل احتياجاتها بعدما تصرف النفقات يحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{القدرة على التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الصافية} + \text{مخصصات الاهتلاكات} - \text{المؤونات} - \text{الاسترجاعات عن خسائر القيمة}$$

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

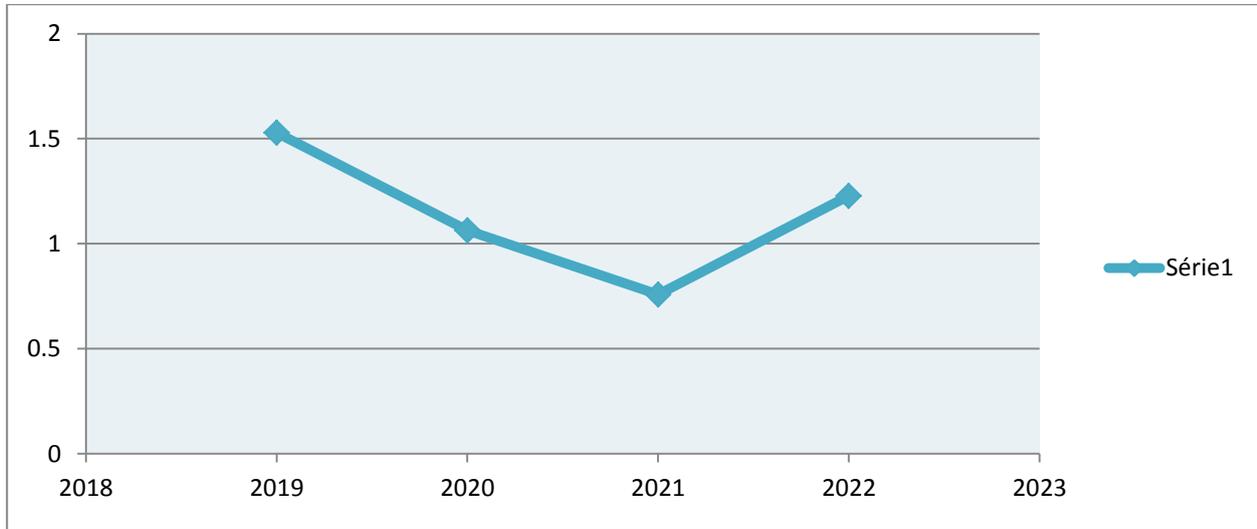
الجدول رقم: 18 حساب القدرة على التمويل الذاتي لمجمع صيدال للفترة 2019 - 2022

البيان	2019	2020	2021	2022
النتيجة الصافية للسنة المالية	793514004.08	189936341.41	48694704.82	2987159711.62-
المخصصات للاهلاكات والمؤونات	1399508839.03	1088338701.82	1036215417.74	4476289679.29
الاسترجاعات عن خسائر القيمة والمؤونات	664533494.03	214605132.80	326911529.02	261601989.89
القدرة على التمويل الذاتي	1528489349.08	1063669910.35	757998593.54	1227527977.78

من اعداد الطالبين اعتمادا على جداول حسابات النتائج المرفقة الوحدة: دينار جزائري

يمكن تمثيل البيانات بيانيا كما يلي:

الشكل رقم: 15 التمثيل البياني لتطور القدرة على التمويل الذاتي لمجمع صيدال للفترة 2019 - 2022



من اعداد الطالبين اعتمادا على الجدول رقم: 18

من خلال المعطيات السابقة نلاحظ أن قدرة مجمع صيدال على التمويل الذاتي سجلت تراجعا في قيمته خلال السنوات الثلاثة الاولى وهذا راجع لانخفاض في قيمة النتيجة الصافية، لكن خلال سنة 2022 سجلت ارتفاعا ملموسا في قيمة القدرة على التمويل الذاتي على الرغم من تسجيل نتيجة خسارة وهذا راجع لارتفاع قيمة المخصصات والاهلاكات.

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

المطلب الثاني: حساب المردودية الاقتصادية و المالية ونسبة الرفع المالي لمجمع صيدال

خلال فترة الدراسة

قبل حساب المردودية الاقتصادية و المالية واثر الرفع المالي سنقوم بإعداد الميزانيات الاقتصادية لمجمع صيدال خلال سنوات الدراسة من 2019 الى 2022.

1- اعداد الميزانيات الاقتصادية للسنوات 2019 الى غاية 2022.

تتكون الميزانية الاقتصادية من مجموع الأصول الاقتصادية، ومجموع الموارد الاقتصادية. حيث أن:

الأصول الاقتصادية = الاستثمارات الثابتة + الاحتياج لرأس المال العامل + الموجودات

و

الموارد الاقتصادية = الأموال الخاصة + الديون طويلة الأجل

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

الجدول رقم: 19 الميزانيات الاقتصادية لمجمع صيدال للفترة 2019 - 2022

2022	2021	2020	2019	الأصول الاقتصادية AE
25740174924.21	26393386486.04	25802976942.60	26773207679.36	الاستثمارات الصافية
5025863617.57	7906855412.85	5682429393.29	5531070094.26	الاحتياج لرأس المال العامل
3811227755.04	3811227755.04	2804126341.51	1936711399.9	الموجودات
34577266296.82	38089213392.32	34289532677.40	34240989173.52	المجموع
2022	2021	2020	2019	الموارد الاقتصادية
18965371886.37	22912568215.05	22234554786.95	21776278416.42	الأموال الخاصة
15611894410.45	15176645177.27	12054977890.54	12464710757.10	الاستدانة الصافية
34577266296.82	38089213392.32	34289532677.40	34240989173.52	المجموع

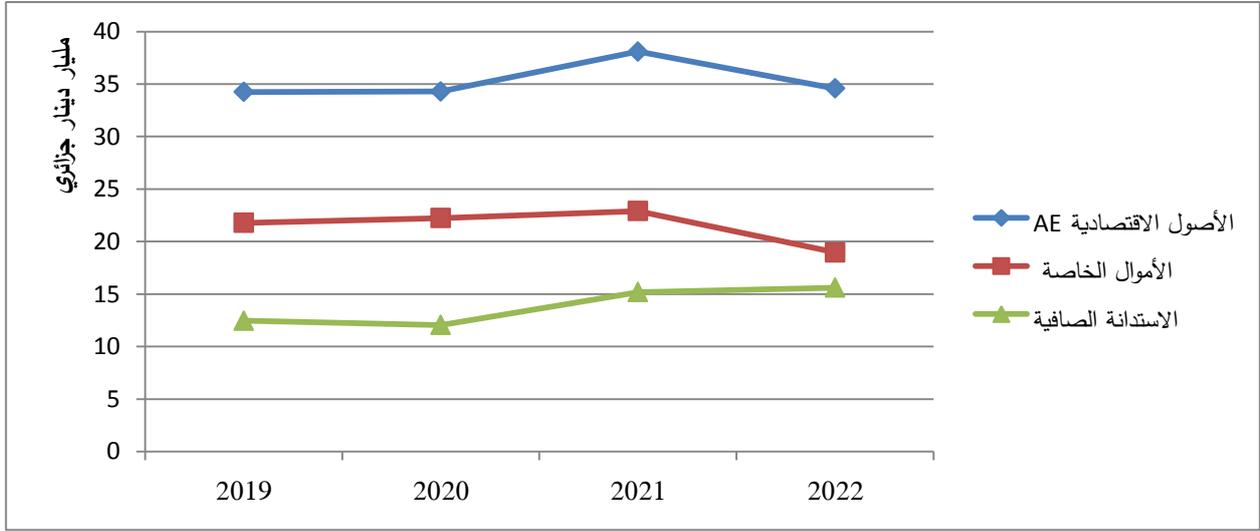
المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدولين: 1-2

من خلال الجدول رقم: 19، يمكننا تمثيل مجموع الأصول الاقتصادية، الأموال الخاصة، وكذا الاستدانة الصافية بيانياً كما هو موضح في الشكل التالي:

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

شكل رقم: 16 التمثيل البياني لتطور الأصول الاقتصادية، والأموال الخاصة، والاستدانة للفترة 2019-2022



المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم: 19.

بناءً على الرسم البياني المقدم، يمكننا ملاحظة أن الأصول الاقتصادية تُظهر انخفاضاً عاماً في قيمتها، وهذا قد يشير إلى بيع بعض الأصول أو انخفاض في قيمتها السوقية. نلاحظ أيضاً أن قيمة الأموال الخاصة تزداد عموماً، مما يعكس ربما تحسن في الأرباح المحتجزة أو زيادة في رأس المال المستثمر. أما الاستدانة الصافية فتُظهر استقراراً نسبياً في مستوياتها، مما يدل على أن الشركة لم تعتمد بشكل كبير على التمويل الخارجي خلال هذه الفترة.

من المهم النظر في هذه الاتجاهات في سياق الأحداث الاقتصادية والقرارات الإدارية التي قد تؤثر على الأصول والأموال الخاصة والاستدانة. يمكن أن تكون هذه التغييرات نتيجة لاستراتيجيات مالية محددة أو استجابة للتغيرات في السوق.

نلاحظ من خلال الشكل 16 أن الأصول الاقتصادية عرفت تقارباً في القيمة في السنتين 2019 و2020 وهذا راجع إلى تقارب في قيم الأموال الخاصة والاستدانة لترتفع سنة 2021 بسبب الزيادة في الاستدانة لتتخفف قيمة الأصول الاقتصادية مرة أخرى سنة 2022 وهذا راجع إلى تحقيق نتيجة خسارة بالرغم من ثبات الديون.

2- حساب المردودية الاقتصادية والمالية لمؤسسة صيدال SAIDAL خلال فترة الدراسة:

أ- المردودية الاقتصادية:

تعبر المردودية الاقتصادية عن معدل العائد على الأصول الاقتصادية وهي كمؤشر اقتصادي ومالي تقيس مدى مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال أي مساهمة كل وحدة نقدية

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

مستثمرة في الأصول في تكوين نتيجة الاستغلال وهي مستقلة عن الهيكل المالي ومرتبطة فقط بنشاط الاستغلال (الانتاج و البيع).

تحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\frac{\text{النتيجة الاقتصادية (نتيجة الاستغلال)}}{\text{مجموع الأصول الاقتصادية}} = \text{المردودية الاقتصادية}$$

الجدول رقم: 20 حساب المردودية الاقتصادية لمجمع صيدال للفترة 2019 - 2022

البيان	2019	2020	2021	2022
RE	995109063.74	329421601.86	426918801.91	2461393277.78
AE	34240989173.52	34289532677.4	38089213392.32	34577266296.82
Re	0.0290	0.0096	0.0112	0.07118-
Re(1-t)	%2.349	%0.7776	%0.9072	%7.118-

الوحدة: دينار جزائري

من إعداد الطالبين وفقا للقوائم المالية المرفقة

حيث: - النتيجة الاقتصادية RE - الأصول الاقتصادية AE

- المردودية الاقتصادية قبل الضريبة Re - المردودية الاقتصادية بعد الضريبة Re(1-t)

- الضريبة على أرباح الشركات $t = 19\%$ باعتبار صيدال مجمع صناعي فان معدل الضريبة هو 19% بموجب المادة 150 من قانون الضريبة المباشرة والرسوم المماثلة.

بناءً على البيانات في الجدول لشركة صيدال خلال السنوات من 2019 إلى 2022، ومع الأخذ في الاعتبار أن قيمة المردودية الاقتصادية قبل الضريبة (RE) ونسبة المردودية الاقتصادية بعد الضريبة (Re(1-t)) كانتا سالبتين في عام 2022، يمكننا تقديم التحليل التالي: القيمة السالبة للمردودية الاقتصادية كانت بسبب تسجيل نتيجة سالبة للنتيجة العملياتية للمجمع، أما خلال السنوات الثلاثة الأولى من الدراسة فسجلت قيم موجبة حيث سجلت تراجعاً خلال سنة 2020 و 2021 مقارنة بسنة 2019 لتراجع في قيمة النتيجة العملياتية مع ثبات نسبي في قيمة الأصول الاقتصادية لمجمع صيدال.

ب- المردودية المالية: المردودية المالية تقيس الأرباح الصافية التي يحققها المساهمون من كل

وحدة نقدية مستثمرة من طرفهم في المؤسسة و كلما كانت هذه النسبة مرتفعة دلت على زيادة العوائد التي يحصل عليها المساهمين و بالتالي زيادة ثروتهم. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{المردودية المالية}$$

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

الجدول رقم: 21 حساب المردودية المالية لمجمع صيدال للفترة 2019 - 2022

البيان	2019	2020	2021	2022
RN	793514004.08	189936341.33	48694704.82	-2987159711.62
CP	21776278416.42	22234554786.95	22912568215.05	18965371886.37
RCP	0.0364	0.0085	0.0021	-0.1575
النسبة	%3.64	%0.85	%0.21	-%15.75

المصدر: من إعداد الطالبين وفقا للقوائم المالية المرفقة الوحدة: دينار جزائري

حيث:- النتيجة الصافية RN - الأموال الخاصة CP - المردودية المالية بعد الضريبة RCP بناءً على الجدول، يمكن تغيرات ملحوظة في الأرقام عبر السنوات من 2019 إلى 2022. هناك انخفاض في المردودية المالية ابتداء من سنة 2019 الى غاية 2021 ما يدل على انخفاض في ارباح المجمع مع تسجيل نتيجة سالبة سنة 2022 كمردودية مالية ما يدل على تسجيل نتيجة خسارة.

3- أثر الرفع المالي

يقصد بالرفع المالي أو الرافعة المالية لجوء المؤسسة الى القروض طويلة الأجل لرفع ربحية السهم و بالتالي فإن الرفع المالي يقيس الأثر الايجابي أو السلبي لمديونية المؤسسة على مردوديتها، ويحسب بالعلاقة:

أثر الرفع المالي = المردودية المالية بعد الضريبة - المردودية الاقتصادية بعد الضريبة

الجدول رقم: 22 حساب أثر الرفع المالي لمجمع صيدال للفترة 2019 - 2022

البيان	2019	2020	2021	2022
المردودية المالية	0.0364	0.0085	0.0021	-0.1575
المردودية الاقتصادية	0.02349	0.007776	0.009072	-0.07118
اثر الرفع المالي	0.01291	0.0008	-0.0069	-0.2286

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على الجدولين رقم: 20 . 21 الوحدة: دينار جزائري

نلاحظ من خلال الجدول انخفاض في اثر الرفع المالي سنة 2020 مقارنة بسنة 2019 مع تسجيل قيمة سالبة لأثر الرفع المالي سنة 2021 وهذا لارتفاع في المردودية الاقتصادية مقارنة بالمالية يدل على ارتفاع في النتيجة العملياتية مقارنة بالنتيجة الصافية اما سنة 2022 فسجلت قيمة سالبة لتحقيق المجمع نتيجة خسارة.

4- نسبة الرفع المالي: نسبة الرفع المالي هي مقياس يستخدم لتحديد درجة استخدام الشركة للديون

(التمويل بالدين) لتمويل أصولها. هذه النسبة تعطي فكرة عن مدى تأثير الديون على العائدات المالية للشركة. بشكل عام، كلما ارتفعت نسبة الرفع المالي، زادت المخاطر المرتبطة بالاستقرار المالي للشركة،

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

لكنها قد تزيد أيضًا من العائد المحتمل على الاستثمار للمساهمين. يمكن التعبير عن العلاقة رياضياً كالتالي:

$$\text{نسبة الرفع المالي} = \frac{\text{مجموع الديون D}}{\text{الأموال الخاصة CP}}$$

حيث: **مجموع الديون (D)** هي إجمالي الديون أو الالتزامات المالية التي تحملها الشركة.
الأموال الخاصة (CP) هي قيمة حقوق الملكية أو الأموال التي يمتلكها المساهمون في الشركة.
تُستخدم هذه النسبة لتقييم مدى كفاءة الشركة في استخدام التمويل بالدين لتوليد الأرباح وتنمية الأعمال.

الجدول رقم: 23 حساب نسبة الرفع المالي لمجمع صيدال للفترة الدراسة 2019 - 2022

البيان	2019	2020	2021	2022
الاستدانة د ط أ	12464710757.10	12054977890.45	15176645177.27	15611894410.45
الأموال الخاصة	21776278416.42	22234554786.95	22912568215.05	18965371886.37
نسبة الرفع المالي	0.5723	0.5421	0.6623	0.8231

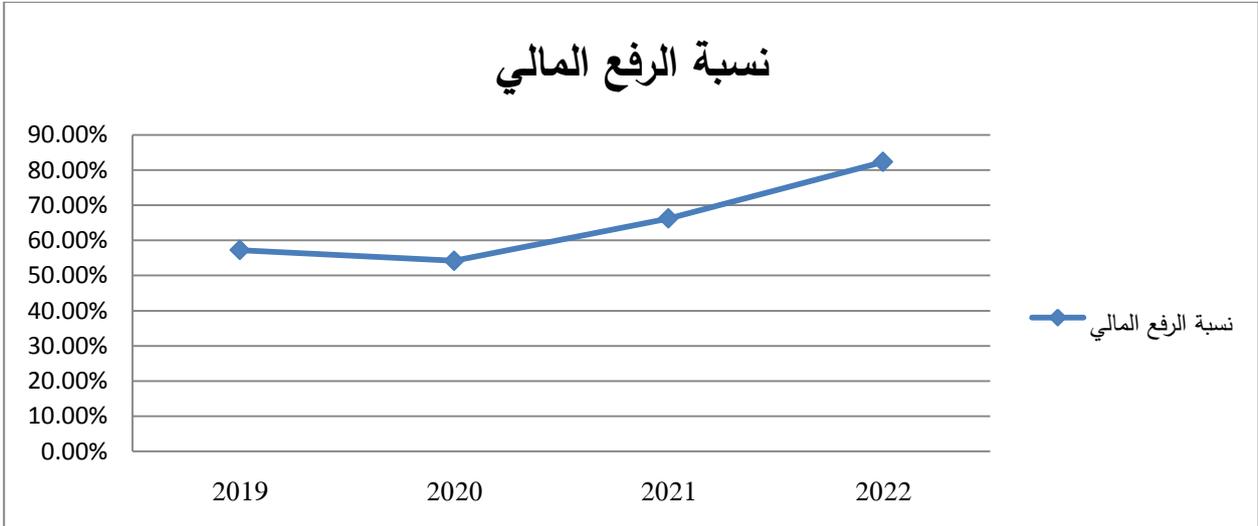
الوحدة: دينار جزائري

المصدر: من إعداد الطالبين وفقا للقوائم المالية المرفقة

حيث د ط أ: الديون طويلة الأجل

من خلال الجدول رقم: 23 اعلاه يمكننا تمثيل الشكل البياني التالي:

شكل رقم: 17 التمثيل البياني لنسبة الرفع المالي لمجمع صيدال للفترة من 2019 الى 2022.



المصدر: من اعداد الطالبين اعتمادا على الجدول رقم: 23.

نلاحظ من خلال الجدول رقم: 23 والشكل رقم: 17 أن نسبة الرفع المالي سجلت ثباتا نوعا ما سنوات 2019-2020 مع ثبات كل من الديون طويلة الأجل وكذا الأموال الخاصة لكن في سنة 2021 لاحظنا ارتفاع هذه النسبة الى 66.23% وهذا تزامنا مع ارتفاع قيمة الديون طويلة الأجل و ثبات في الأموال

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

الخاصة لترتفع مرة أخرى سنة 2022 مشكلة نسبة 82.31% مع انخفاض في قيمة الأموال الخاصة و ثبات في قيمة الديون طويلة الأجل مقارنة مع سنة 2021.

المطلب الثالث: تحليل العلاقة بين الرفع المالي وقرارات التمويل لمجمع صيدال

سنقوم في هذا المطلب بتحليل العلاقة بين الرفع المالي وقرارات التمويل لدى مجمع صيدال، لهذا الغرض، سوف ندرس أثر الرفع المالي على تكلفة رأس المال، وكذا تأثير الرافعة المالية على المردودية المالية لمجمع صيدال.

أولاً: تحليل أثر الرفع المالي على تكلفة رأس المال لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة

سنقوم بحساب مختلف تكاليف مصادر التمويل المعتمدة و تحليل أثر الرفع المالي على تكلفة رأس المال. حيث يتم حساب تكلفة رأس المال بواسطة التكلفة الوسطية المرجحة، وهي الحد الأدنى الذي يقبل به أصحاب رأس المال (الملاك و الدائنون) لتمويل مشروع و سنقوم بحسابها لمجمع صيدال خلال الفترة 2019-2022 وفقاً للعلاقة التالية:

$$ko = kcp \frac{c}{c+d} + kd \frac{d}{c+d}$$

حيث: - Ko - التكلفة الوسطية المرجحة. - Kcp - تكلفة الأموال الخاصة (المردود المالية)

- Kd - تكلفة الاموال المقترضة - Cp - الأموال الخاصة. - D - الديون طويلة الأجل

- $\frac{c}{c+d}$ هي الوزن النسبي للأموال الخاصة. - $\frac{d}{c+d}$ هي الوزن النسبي للاقتراض.

1- حساب تكلفة التمويل بالاستدانة (Kd):

تحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{تكلفة التمويل بالاستدانة } Kd = \frac{\text{المصاريف المالية}}{\text{الديون طويلة الأجل}}$$

الجدول رقم: 24 حساب نسبة التمويل بالاستدانة لمجمع صيدال للفترة 2019 - 2022

البيان	2019	2020	2021	2022
المصاريف المالية	343123098.91	154762522.08	105692416.20	520845400.17
الديون طويلة الأجل	12464710757.10	12054977890.45	15176645177.27	15611894410.45
Kd	0.0275	0.0128	0.0069	0.0333

المصدر: من اعداد الطالبين اعتماداً على القوائم المالية (الملاحق)

نلاحظ من خلال الجدول أن تكلفة التمويل بالاستدانة عرفت نسب متفاوتة خلال فترة الدراسة حيث سجلت انخفاضاً في السنوات الثلاثة الأولى حيث قدرت النسبة في سنة 2019 بـ 2.75% لتتخف سنة

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

2020 إلى 1.28% لتواصل الانخفاض سنة 2021 لتقدر بـ 0.69% هذا في ظل تسجيل تراجع في المصاريف المالية لترتفع سنة 2022 إلى نسبة 3.33% وهذا لارتفاع في المصاريف المالية.

2- حساب تكلفة الأموال الخاصة (المردودية المالية): لقد تم حساب المردودية المالية فيما سبق.

3- حساب تكلفة رأس المال

يتم حساب التكلفة الوسطية المرجحة لمجمع صيدال خلال الفترة 2019-2022 وفقا للعلاقة التالية:

$$ko = kcp \frac{c}{c+d} + kd \frac{d}{c+d}$$

سوف نلخص النتائج في الجدول التالي:

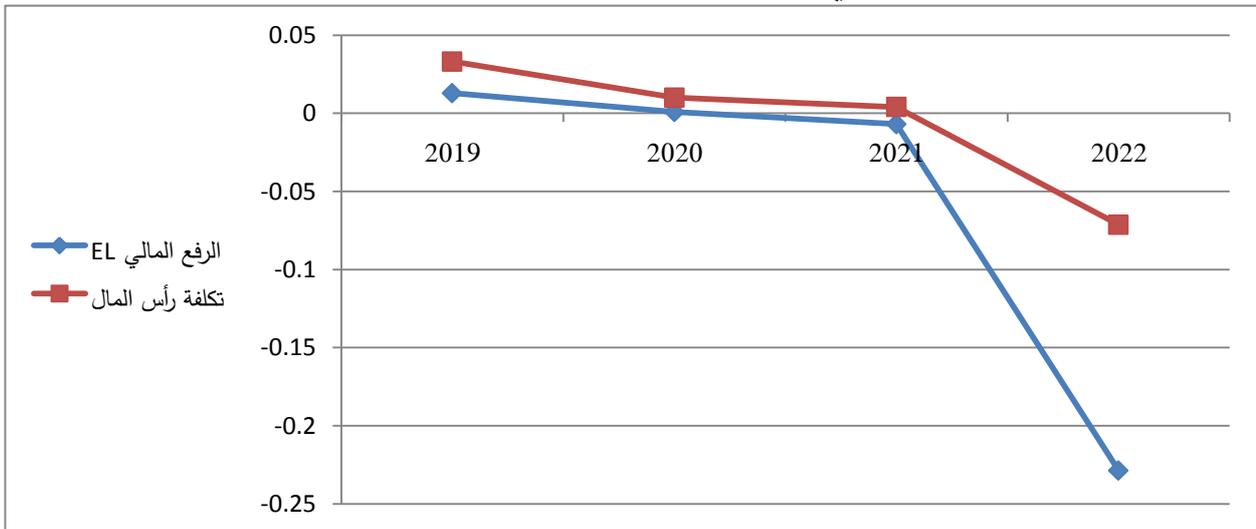
الجدول رقم: 25 حساب تكلفة رأس المال للمجمع للفترة 2019 - 2022

البيان	2019	2020	2021	2022
تكلفة الأموال الخاصة	0.0364	0.0085	0.0021	-0.1575
الوزن النسبي للأموال الخاصة	0.6359	0.6484	0.6015	0.5484
تكلفة الاقتراض	0.0275	0.0128	0.0069	0.0333
الوزن النسبي للاقتراض	0.3641	0.3516	0.3985	0.4516
التكلفة الوسطية المرجحة	0.0331	0.01	0.0040	-0.0713

المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على الجدولين رقم: 21 . 24

نلاحظ من خلال الجدول اعلاه أن التكلفة الوسطية المرجحة عرفت انخفاضا خلال الثلاث سنوات الأولى من الدراسة وهذا بسبب انخفاض في تكلفة الاقتراض و كذا انخفاض مستمر في هذه السنوات لتكلفة الأموال الخاصة، مع تسجيل قيمة سالبة سنة 2022 وهذا بسبب أن المردودية المالية سجلت قيمة سالبة في هذه السنة مع تسجيل ارتفاع في تكلفة الاستدانة مقارنة بالسنوات السابقة.

الشكل رقم: 18 التمثيل البياني لتطور تكلفة رأس المال مقارنة مع الرافعة المالية للفترة 2019-2022



المصدر: من اعداد الطالبين اعتمادا على الجدول رقم: 22 . 25.

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

نلاحظ من خلال الرسم البياني نلاحظ الانخفاض التدريجي لنسبة الرفع المالي خلال ثلاث سنوات الأولى من الدراسة ليسجل انخفاض حاد سنة 2022 مسجلا قيمة سالبة هذا راجع الى تحقيق نتيجة خسارة هذا العام بالموازاة مع ذلك نلاحظ انخفاض في منحنى تكلفة راس المال أي أن هناك علاقة طردية بين الرفع المالي و تكلفة رأس المال أي أن منحنى أثر الرفع المالي يتناقص مع تناقص منحنى تكلفة رأس المال (الهيكل المالي).

ثانيا: تحليل أثر الرفع المالي على المردودية المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2019-2022)

يظهر أثر الرفع المالي في حالة عدم تساوي المردودية المالية مع المردودية الاقتصادية، وهذا يدل على أن المؤسسة لجأت الى الاستدانة، ولكن هل المؤسسة استغلت الاستدانة في تحقيق نتيجة صافية أم لا وكيف أثر ذلك على القرارات التمويلية للمؤسسة . سوف نلخص النتائج المتحصل عليها سابقا من تطور المردودية الاقتصادية والمالية وأثر الرفع المالي في الجدول التالي:

الجدول رقم 26: تطور كل من المردودية المالية و أثر الرفع المالي للفترة 2019-2022

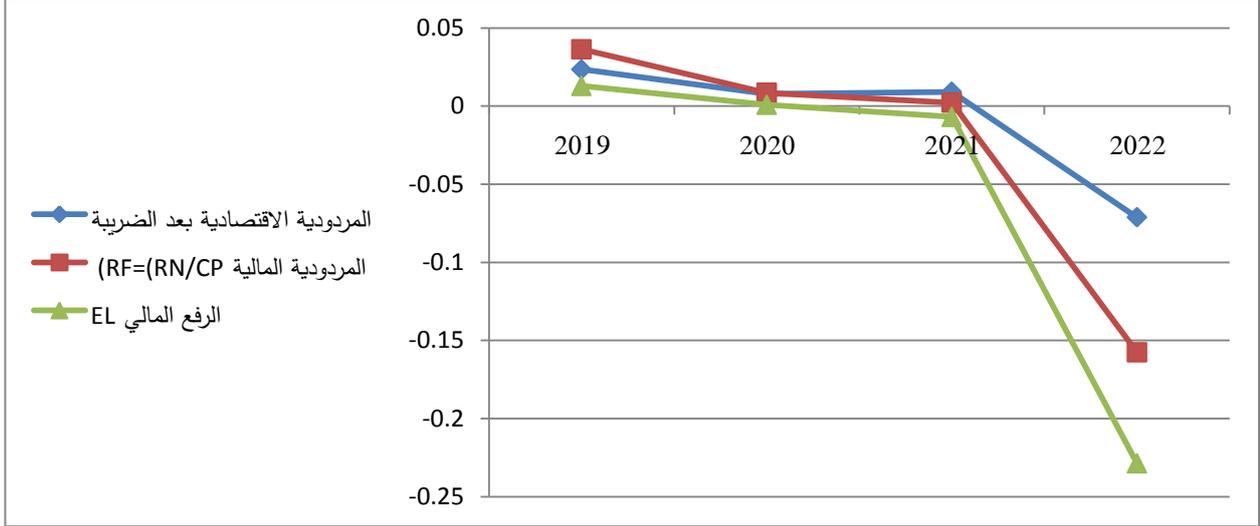
البيان	2019	2020	2021	2022
الأصول الاقتصادية AE	34240989173.52	34289532677.40	38089213392.32	34577266296.82
الأموال الخاصة CP	217766278416.42	22234554786.95	22912568215.05	18965371886.37
الديون المالية D	12464710757.10	12054977890.45	15176645177.27	15611894410.45
النتيجة الاقتصادية RE	995109063.74	329421601.86	105692416.20	520845400.17
النتيجة الصافية RN	793514004.08	189936341.33	48694704.82	2987159711.62-
تكلفة الاستدانة I	0.0275	0.0128	0.0069	0.0333
المصاريف المالية Di	343123098.91	154762522.08	105692416.20	520845400.17
المردودية الاقتصادية قبل الضريبة Re=(RE/AE)	0.0290	0.0096	0.0112	-0.07118
المردودية الاقتصادية بعد الضريبة Re(1-t)	0.02349	0.00776	0.009072	-0.07118
المردودية المالية RF=(RN/CP)	0.0364	0.0085	0.0021	-0.1575
الرفع المالي EL	0.01291	0.0008	- 0.0069	- 0.2286

المصدر: من اعداد الطالبين

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

من خلال الجدول قمنا بإعداد الرسم البياني بينا فيه تطور كل من المردودية الاقتصادية والمالية بعد الضريبة وكذا أثر الرفع المالي خلال الفترة 2019-2022. الشكل رقم: 19 تطور كل من المردودية المالية والمردودية الاقتصادية وأثر الرافعة المالية لمجمع صيدال للفترة 2019-2022.



المصدر: من اعداد الطالبين اعتمادا على الجدول رقم: 26.

من خلال الجدول رقم: 26 والمنحنى البياني رقم: 19 نلاحظ أن شروط الاستدانة متوفرة في سنة 2019 و 2020 كون المردودية الاقتصادية اكبر من تكلفة الاستدانة و كذلك اثر الرافعة المالية موجب اي ان المردودية المالية أعلى من المردودية الاقتصادية فمن مصلحة المجمع اللجوء الى الاستدانة هذا ما يحسن من مردوديتها المالية، لكن في سنة 2021 نلاحظ تراجع في المردودية الاقتصادية لتكون أقل من تكلفة الاستدانة نتيجة التراجع في النتيجة العملياتية ينجر عنه تسجيل قيمة سالبة لأثر الرفع المالي فهنا ليس من مصلحة المجمع ولا المساهمين اللجوء الى الاستدانة والافضل التمويل عن طريق أموالها الخاصة، أما في سنة 2022 فقد كانت قيمة اثر الرفع المالي سالبة وكذا مردودية مالية سالبة وهذا بسبب تسجيل نتيجة دورة خسارة أي لا وجود لمردودية مالية.

الفصل الثالث: استخدام أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار التمويلي

في مجمع صيدال للفترة 2019-2022

خلاصة الفصل الثالث:

تناولنا في هذا الفصل الجانب التطبيقي لدراستنا، حيث قمنا بتعريف لمجمع صيدال، و الإشارة لهيكلة التنظيمي وشرح لمكوناته، وقمنا بعرض ميزانيته المالية وإعداد الميزانيات المالية المختصرة والتعليق على مختلف مكوناتها لفترة الدراسة الممتدة من 2019 الى 2022. وقمنا كذلك بحساب مؤشرات التوازن المالي، وكذا مختلف النسب المالية للمجمع ذات الدلالة على طريقة التمويل وحجم الاستدانة، كما قمنا بحساب أثر الرفع المالي انطلاقا من المردودية الاقتصادية والمردودية المالية، وتحليل العلاقة بين الرفع المالي وقرار التمويل بعد حساب تكلفة رأس المال، فكانت النتائج أن نسبة الرفع المالي تتماشى طرديا مع تكلفة رأس المال و نسبة المردودية المالية.

خاتمة عامة

خاتمة عامة

تسعى المؤسسات الاقتصادية الى تعظيم ارباحها والزيادة في ربحية أسهمها من خلال انتهاج أسلوب مدروس لتمويل احتياجاتها واستثماراتها من خلال تمويل هيكلها المالي بمديونية طويلة الأجل من شأنها تحسين مردوديتها المالية للمساهمين، وقد حاولنا من خلال دراستنا لهذا الموضوع أن نوضح كل المفاهيم النظرية المتعلقة بالرافعة المالية ومدى تأثيرها على قرارات التمويل داخل المؤسسة الاقتصادية، واتجهنا بذلك الى اسقاط الدراسة النظرية على أرض الواقع من خلال اختيار مجمع صيدال كعينة لتطبيق البحث، وقد شملت الدراسة مدة أربع سنوات من سنة 2019 حتى سنة 2022، وكانت النتائج التالية:

- علاقة الرفع المالي مع قرارات التمويل ترتبط بتكلفة راس المال في تمويل الهيكل المالي والمردودية المالية للمساهمين بشكل مباشر، أي عند ارتفاع قيمة المردودية المالية و انخفاض قيمة تكلفة راس المال يشجع المساهمين والملاك على اتخاذ قرار التمويل بالاستدانة بدلا من الاعتماد على الأموال الخاصة بشكل كلي.

- كان أثر الرافعة المالية للمؤسسة ذات تأثير مزدوج (سلبا وايجابا) خلال سنوات الدراسة وهذا ارجع إلى التذبذب في المردودية الاقتصادية والتي حققت في بعض سنوات قيم أقل من تكلفة الاستدانة ومنه لم تستطع المؤسسة تغطية المصاريف المالية الخاصة باعتمادها على مصدر تمويل خارجي.

- القدرة على التمويل الذاتي كانت متذبذبة لكن بقيم عالية ما يدل على اعتماد مجمع صيدال على مصادر تمويله الداخلية بدرجة كبيرة.

- أظهرت كل النسب المالية الخاصة بالاستدانة والتمويل تمتع مجمع صيدال باستقلالية مالية.

- عدم توفر بيئة مناسبة للاستدانة خاصة مع تخطي تكلفة الدين المردودية الاقتصادية للمجمع خلال السنتين الأخيرتين مع التراجع الواضح في النتائج المحققة.

- الرافعة المالية سلاح ذو حدين لأن استخدام الديون في التمويل يؤدي الى زيادة ربحية السهم من جهة، لكنه في ذات الوقت يزيد من المخاطر المالية التي قد تؤدي الى الافلاس نتيجة للمخاطر المرتبطة بارتفاع نسبة الديون في الهيكل المالي.

- يتضح أن الشركة قد واجهت تحديات مالية كبيرة في عام 2022، مما أدى إلى خسائر ملحوظة. من المهم النظر في الأسباب المحتملة وراء هذه الخسائر، مثل تغيرات السوق، السياسات الجديدة، أو أحداث غير متوقعة لفهم الوضع بشكل أفضل.

اختبار الفرضيات:

بناءً على فرضيات هذه الدراسة، يمكننا القول أن للرفع المالي دورًا هامًا في اتخاذ قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية مثل مجمع صيدال. تأثير هذا الرفع يظهر في تحسين جودة قرارات التمويل وزيادة

خاتمة عامة

عائدها ومن أجل تحقيق هذه الأهداف، يجب أن تأخذ المؤسسات في اعتبارها محددات اتخاذ قرارات التمويل، مثل تكلفة رأس المال و المردودية المالية ومستوى المخاطرة، إذ يظهر هذا البحث أن استخدام نظرية الرفع المالي بشكل فعال يمكن أن يؤدي إلى تحسين جودة قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية.

أهم التوصيات:

1. **التحليل المستمر:** يجب أن تُحلّل نسبة الرفع المالي باستمرار لضمان استقرار المؤسسة وتحقيق أهدافها.
2. **التوازن بين الديون والأصول:** يجب أن تكون نسبة الرفع المالي متوازنة. يجب أن تكون هناك أصول كافية لتغطية الخصوم. يُفضل ألا تكون الديون مرتفعة جدًا بحيث تؤثر سلبًا على استقرار المؤسسة.
3. **تحديد القدرة على الاستثمار:** نسبة الرفع المالي تُستخدم كمؤشر لتحديد إمكانية استثمار المؤسسة. يجب أن يكون هناك توازن بين الديون والأصول للسماح بالاستثمارات المستدامة.
4. **تقدير مخاطر الرفع المالي:** يجب أن يُقدّر متخذو القرار في المؤسسات الاقتصادية مخاطر الرفع المالي ويأخذوها في اعتبارهم عند اتخاذ قرارات التمويل.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. أسامة عزمي سلام، راشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية- تحليل وإدارة، دار الميسرة، عمان، 2004.
2. إلياس بن الساسي يوسف قريشي، التسيير المالي، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
3. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي: الإدارة المالية -أجوبة- تمارين وحلول"، الجزء الثاني، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
4. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي: الإدارة المالية: دروس وتطبيقات"، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل لنشر والتوزيع، عمان، 2011.
5. جمال الدين لعوينات، الإدارة وعملية اتخاذ القرار، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003.
6. جمال الدين مرسي أحمد عبد الله، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع الاسكندرية مصر 2007.
7. حسين يوسف حسين، التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012.
8. حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالغش، مؤسسة الأورام للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2004.
9. رابح الخوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ابتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008.
10. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2006.
11. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1998.
12. سهيل عبيدات، إدارة الوقت وعملية اتخاذ القرارات والاتصال للقيادة الفعالة، ط1 ،عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، اربد، 2007.
13. عادل عبد المنعم المسدي، إدارة الأعمال: فكر تحليلي معاصر، دار الخولي للطباعة، طنطا، مصر، 2015.
14. عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007.
15. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.

16. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009.
17. عدنان هاشم رحيم السامرائي، الإدارة المالية- منهج تحليلي شامل، الجامعة المفتوحة، طرابلس، 1997.
18. علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، إثراء للنشر والتوزيع، الشارقة، 2008.
19. كامل آل شيب دريد. مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2007.
20. كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
21. لطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
22. مبارك لسوس التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
23. محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث للنشر، مصر 2007.
24. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2000.
25. محمد علي إبراهيم العامري الإدارة المالية الحديثة، ط1، دار وائل عمان الأردن، 2013.
26. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، دار إثراء لمنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
27. محمد مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2011.
28. محمد هيثم الزغبى، لإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان، 2000.
29. معروف هوشيار، الاستثمارات والأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
30. مليكة زغيب، ميلود بوشنيقر، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2010.
31. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
32. هندي منير، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط2، دار المعارف للنشر الاسكندرية مصر، 2008.

الرسائل العلمية:

1. أياد ياسين، أثر الرفع المالي في ربحية المصارف الخاصة السورية، مشروع بحث أعد استكمالاً لمتطلبات نيل درجة الاجازة في إدارة الاعمال تخصص مالية ومصرفية، جامعة المنارة، سوريا، 2021-2022.

2. إيناس ناصلي، التمويل الذاتي ودوره في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في المحاسبة والمالية، تخصص محاسبة، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي الجزائر، 2018-2019.
3. بركيبة محمد علي دور التحليل المالي في اتخاذ القرار التمويلي مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر العلوم المالية والمحاسبية تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2018-2019.
4. بن دادة عمر، دور التحليل المالي في تقييم كفاءة القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جبيل، الجزائر 2016-2017.
5. بوربيعة غنية محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
6. تريعة ايناس، ساكر دعاء، أثر الرفع المالي على المردودية المالية في المؤسسات الاقتصادية دراسة ميدانية بمؤسسة نفضال -تبسة- مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر العلوم المالية والمحاسبية تخصص مالية المؤسسة، جامعة العربي تبسي، تبسة، 2022-2023.
7. درغوم عبد الرحمان، دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015-2016.
8. سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة ومتوسطة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012.
9. عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم . التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2001-2002.
10. العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012.
11. علاش نور الدين ومشبك عبد المطلب أثر الرفع المالي في اتخاذ القرار الاستراتيجي مذكرة تخرج تتدرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص علوم التسيير جامعة تيسمسيلت الجزائر، 2017-2018.

12. عوني محمد الصغير، اسهامات اساليب التحليل المالي الحديث في التنبؤ بالفشل المالي دراسة عينة مجمع الشركات، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في علوم مالية ومحاسبة ، تخصص محاسبة ومالية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الواد، 2022.
13. فاطمة معاوي، دور قرارات التمويل في تحديد انتاجية المؤسسة مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص إدارة أعمال مالية جامعة قالمة الجزائر، 2015-2016.
14. قسبة نبال أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية والحلول المقترحة، بحث مقدم إلى مؤتمر الأزمات الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها وعالجها جامعة جرش، عمان، 2010.
15. مالك شهلة وبحري هيام، تحليل اثر الرافعة المالية في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة قالمة، الجزائر، 2021-2022.
16. ميلودة ميمي، أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012-2013.
17. ميوحى إلياس، دور التحليل المالي في اتخاذ القرارات في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية تخصص فحص محاسبي، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015.

المقالات العلمية:

1. اسامة محمد عبد الله الشهري، العلاقة بين الرفع المالي والاداء المالي، المجلة الالكترونية الشاملة متعددة التخصصات، العدد23، 2020.
2. بكاري، بلخير، دغوم، عبد الرحمن، دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية- دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات بمنطقة حاسي مسعود، مجلة دراسات، العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، المجلد8، العدد1. 2017.
3. جاسم ناصر حسين، الخصائص الإحصائية للنسب المالية-دراسة تطبيقية في إحدى الشركات، مجلة البحوث الاقتصادية، المجلد 13، العدد 1-2، 2002.
4. دعاس مصعب، ايمن فريد. الخيارات الاستراتيجية واثرها على الهيكل المالي - دراسة حالة مؤسسة نفضال. مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة (5)1، (23-40) 2020.
5. زهواني رضا و آخرون، دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية قرار التمويل، قرار الاستثمار وتوزيع الأرباح، مجلة العلوم الادارية والمالية، المجلد1، العدد1، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي. الجزائر، 2017.
6. محمد جمال ، إثر قائمة الدفقات النقدية في اتخاذ القرارات المالية دراسة تطبيقية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، عدد04 ، 2015.

المحاضرات:

1. د. دلفوف سفيان، محاضرات في مادة: نظرية اتخاذ القرار: أُعدت وفقا للمقرر الوارد في محضر اجتماع اللجنة البيداغوجية الوطنية لميدان التكوين في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بتاريخ: 21 ماي 2017 بجامعة وهران، والعرض التكويني لتخصص: اقتصاد كمي و اقتصاد وتسيير المؤسسة بجامعة سطيف 1

المواقع الإلكترونية:

- 1.https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28
- 2.<https://www.industrie.gov.dz/saidal/#intro>
- 3.<https://saidalgroup.dz/public/page/Nos-infrastructures>

ثانيا: المراجع بلغة أجنبية:

1. Benjamin c ivensteina, les nouvelles théories de l'entreprise, librairie générale française, paris, 1995.
2. Josée st pierre, la gestion financière des PME : théories et pratique, presse de l'université de Québec, 1999.
3. Louret p, Structure des capital : l'arbitrage entre le gain fiscal et les couts de faillite, cirage 94/01, Grenoble1994.

الملاحق

الملحق رقم 01

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	
<u>ACTIFS NON COURANTS</u>				
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
<u>ACTIFS COURANTS</u>				
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
Tresorerie	2 000 587 077,07	82 435 666,36	1 918 151 410,71	3 135 689 758,29
TOTAL ACTIFS COURANTS	16 201 838 766,10	2 540 867 568,19	13 660 971 197,91	14 743 731 388,84
TOTAL GENERAL ACTIF	64 016 257 549,76	23 582 078 672,49	40 434 178 877,27	39 574 343 961,92

الملحق رقم 02

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

الملحق رقم 3

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
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	721 550 810,68	1 132 962 508,99
Résultat minoritaires	19 738 411,44	44 778 352,30
part dans les Résultats nets des sociétés mises en équivalence	52 226 781,96	-3 526 470,31
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	793 514 004,08	1 174 214 390,98

الملحق رقم 4

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

BILAN CONSOLIDÉ DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

ACTIF	31/12/2020			31/12/2019
	MONTANTS BRUTS	AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	141 648 564,00
Immobilisations incorporelles	468 576 191,02	343 249 100,28	125 327 090,78	174 057 244,76
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	4 398 481 823,42	0,00	4 398 481 823,42	3 805 721 423,42
Bâtiments	13 261 407 322,31	5 844 143 212,84	7 417 264 109,47	7 492 164 949,84
Autres immobilisations corporelles	20 778 518 111,59	15 362 335 010,82	5 416 183 100,77	5 632 128 168,46
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations en cours	3 523 900 855,21	0,00	3 523 900 855,21	3 680 260 802,98
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 134 015 175,22	0,00	2 134 015 175,22	2 980 993 718,84
Autres participations et créances rattachées	335 939 575,00	59 416 028,43	276 523 546,57	46 760 055,87
Autres titres immobilisés	2 002 300 000,00	0,00	2 002 300 000,00	2 500 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	14 614 749,45	0,00	14 614 749,45	107 512 187,56
Impôts différés actif	352 717 827,73	0,00	352 717 827,73	329 980 563,53
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	47 412 121 234,95	24 609 143 952,35	22 802 975 942,60	28 773 207 679,36
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	0,00	0,00	0,00	0,00
Créances et emplois assimilés	7 191 892 769,17	641 539 237,02	6 550 353 532,15	6 887 530 621,19
Clients	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres débiteurs	5 911 959 706,26	1 887 228 728,08	4 024 729 980,18	3 177 533 740,40
Impôts	1 316 384 088,39	7 500,00	1 316 376 588,39	1 436 659 091,79
Autres actif courant	188 887 081,60	0,00	188 887 081,60	222 338 344,63
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	0,00	0,00	0,00	0,00
Trésorerie	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
TOTAL ACTIFS COURANTS	17 495 735 633,29	649 212 465,10	16 845 735 532,15	18 660 974 137,51
TOTAL GENERAL ACTIF	64 907 856 868,24	25 220 356 417,45	40 648 711 474,75	47 434 178 816,87



الملحق رقم 5

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

BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

PASSIF	31/12/2020	31/12/2019
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	411 677 000,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 634 151 624,90	14 047 153 641,65
Ecart de réévaluation	3 063 429 710,86	2 686 752 011,24
Écart d'équivalence	1 408 146 175,93	1 905 284 336,88
Résultat Net	189 936 341,33	793 514 004,08
Autres capitaux propres -report à nouveau	-797 268 702,03	-1 178 074 235,34
Intérêts minoritaires	824 482 635,96	609 971 657,90
TOTAL I	22 234 554 786,95	21 776 278 416,42
PASSIFS NON COURANTS	0,00	
Emprunts et dettes financières	10 404 842 508,14	10 403 266 267,81
Impôts (différés et provisionnés)	24 094 670,27	21 011 203,32
Autres dettes non courantes	0,00	593 645 268,24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 626 040 712,04	1 446 788 017,73
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	12 054 977 890,45	12 644 710 757,10
PASSIFS COURANTS	0,00	
Fournisseurs et comptes rattachés	1 247 407 073,70	1 556 885 668,31
Impôts	175 915 917,23	116 625 268,50
Autres dettes	4 052 684 542,80	3 708 972 235,69
Trésorerie passif	922 010 265,30	810 706 531,25
TOTAL PASSIF COURANT III	6 398 017 799,03	6 193 189 703,75
TOTAL GENERAL PASSIF	40 687 550 476,43	40 434 478 877,27

Act
Go t

الملحق رقم 6

Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2020

BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2020	31/12/2019
Chiffre d'affaires	9 809 929 760,98	9 392 750 935,10
Variation stocks produits finis et en cours	264 531 468,40	1 085 835 007,08
Production immobilisée	0,00	0,00
Subvention d'exploitation	0,00	0,00
VI PRODUCTION DES EXERCICES	10 074 461 229,38	10 478 585 942,18
Achats consommés	-4 245 356 684,94	-4 577 729 582,68
Services extérieurs et autres consommations	-910 765 524,13	-1 113 922 480,89
VII CONSOMMATION DE L'EXERCICE	-5 156 122 209,07	-5 691 652 063,57
III AVALUÉ À LA FIN DE L'EXPLOITATION DE III	-4 916 000 000,00	-4 760 000 000,00
Charges de personnel	-3 609 396 024,80	-3 514 951 683,35
Impôts, taxes et versements assimilés	-201 768 850,04	-154 310 399,06
IV EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	10 031 641 456,67	10 417 771 066,20
Autres produits opérationnels	205 038 628,28	687 941 345,58
Autres charges opérationnelles	-109 067 603,07	-75 628 723,04
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 088 338 701,82	-1 399 508 839,03
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	214 605 132,80	664 533 494,03
V RESULTAT OPERATIONNEL	820 421 301,86	395 039 053,74
Produits financiers	129 016 705,12	152 968 301,59
Charges financières	-154 762 522,08	-343 123 098,91
VI RESULTAT FINANCIER	-25 745 816,96	109 845 202,68
VII RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)	794 675 484,90	504 884 256,41
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-88 374 651,00	-77 823 533,00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-19 069 142,98	5 579 922,73
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	687 231 690,92	422 639 646,14
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-10 388 751 418,70	-11 262 578 272,69
VIII RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 701 519 727,78	-10 839 938 626,55
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00
X RESULTAT NET DE L'EXERCICE	-9 701 519 727,78	-10 839 938 626,55
Résultat minoritaires	-592 334,84	19 736 411,44
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	-43 841 600,71	52 226 781,99
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	-10 294 455 133,33	-10 760 500 433,12

الملحق رقم 7

Direction des Finances et Comptabilité

DATE DE CLOTURE : 30/06/2021

BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	30/06/21	30/06/20
Chiffre d'affaires	4 434 905 710.22	4 658 881 241.20
Variation stocks produits finis et en cours	431 550 576.48	913 777 996.69
Production immobilisée	0.00	0.00
Subvention d'exploitation	0.00	0.00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	4 866 456 286.70	5 572 759 237.89
Achats consommés	-1 988 427 686.70	-2 250 076 563.95
Services extérieurs et autres consommations	-454 296 060.24	-389 891 856.60
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-2 442 723 746.94	-2 639 968 460.55
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	2 443 730 539.76	2 932 790 787.34
Charges de personnel	-1 911 234 944.26	-1 853 162 844.42
Impôts, taxes et versements assimilés	-70 292 469.71	-74 446 531.47
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	482 203 125.77	1 005 181 411.45
Autres produits opérationnels	101 089 022.97	33 111 621.72
Autres charges opérationnelles	-26 953 430.60	-18 172 040.27
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-547 402 892.98	-879 557 308.58
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	486 757 589.81	81 297 599.41
V - RESULTAT OPERATIONNEL	475 673 414.97	201 861 283.72
Produits financiers	49 479 738.30	44 481 725.80
Charges financières	-58 638 233.02	-59 942 597.33
VI - RESULTAT FINANCIER	-9 158 493.72	-15 460 871.53
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	466 514 921.25	186 400 412.19
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-10 000.00	0.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	66 206 007.97	-14 736 266.74
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	5 523 762 638.78	5 711 660 184.92
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-5 123 463 725.50	-5 510 513 505.86
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	400 298 913.28	201 136 678.93
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0.00	0.00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	400 298 913.28	201 136 678.93
Résultat minoritaires	19 304 040.53	6 175 581.74
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	6 589 480.00	12 227 957.93
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	426 192 433.81	219 540 218.60



الملحق رقم 8

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
 Direction des Finances et Comptabilité
 DATE DE CLOTURE : 30/06/2021

BILAN CONSOLIDÉ DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

ACTIF	30/06/21			30/06/20
	MONTANTS BRUTS	AMORTIS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 584.00	0.00	141 648 584.00	141 648 584.00
Immobilisations incorporelles	466 576 191.02	368 821 528.38	99 754 661.64	148 383 700.04
Immobilisations corporelles	0.00	0.00	0.00	0.00
Terrains	4 398 481 823.42	0.00	4 398 481 823.42	3 805 721 423.42
Bâtiments	13 259 718 895.79	8 145 809 025.49	7 113 909 870.30	7 232 968 782.18
Autres immobilisations corporelles	20 741 725 319.76	15 307 876 150.77	5 434 049 168.99	5 307 106 758.83
Immobilisations en concession	322 740 000.00	0.00	322 740 000.00	0.00
Immobilisations en cours	3 701 829 193.34	0.00	3 701 829 193.34	3 549 197 333.38
Immobilisations financières	0.00	0.00	0.00	0.00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 020 141 333.37	0.00	2 020 141 333.37	755 600 934.80
Autres participations et créances rattachées	323 084 575.00	59 416 028.43	263 668 546.57	798 577 146.57
Autres titres immobilisés	2 002 300 000.00	0.00	2 002 300 000.00	2 000 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants	19 339 749.45	0.00	19 339 749.45	113 482 187.56
Impôts différés actif	289 236 080.20	0.00	289 236 080.20	353 502 647.84
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	47 687 801 705.35	21 881 722 734.07	25 808 078 971.28	24 206 429 478.18
ACTIFS COURANTS	0.00	0.00		
Stocks et encours	6 902 572 922.14	380 809 246.79	6 521 964 675.35	7 330 237 000.16
Créances et emplois assimilés	0.00	0.00	0.00	0.00
Clients	4 954 896 890.24	1 981 361 666.88	3 073 537 223.26	3 082 245 066.25
Autres débiteurs	1 342 387 030.01	7 500.00	1 342 379 530.01	1 343 786 475.10
Impôts	166 744 639.69	0.00	166 744 639.69	210 798 066.38
Autres actifs courants	0.00	0.00	0.00	0.00
Disponibilités et assimilés	0.00	0.00	0.00	0.00
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989.19	0.00	18 559 989.19	18 559 989.19
Tresorerie	3 657 935 933.28	82 435 663.36	3 575 500 269.92	3 048 333 145.87
TOTAL ACTIFS COURANTS	17 043 099 404.65	2 344 413 080.13	14 698 686 324.42	16 019 969 764.97
TOTAL GENERAL ACTIF	64 730 901 109.90	24 226 135 814.20	40 504 765 295.70	39 226 399 243.15

الملحق رقم 9

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA

Direction des Finances et Comptabilité

DATE DE CLOTURE : 36/06/2021

BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

PASSIF	30/06/21	30/06/20
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état	411 677 000.00	411 677 000.00
Autres fonds propres	0.00	0.00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	15 318 040 327.17	14 634 151 624.80
Écarts de réévaluation	3 063 429 710.88	2 686 752 011.24
Écart d'équivalence	1 397 841 253.37	495 975 976.86
Résultat Net	426 192 433.81	219 540 218.60
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 329 771 979.42	-793 079 369.19
Intérêts minoritaires	819 364 454.05	603 796 076.17
TOTAL I	22 606 773 199.84	20 758 813 538.57
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>	0.00	
Emprunts et dettes financières	10 718 529 011.25	10 465 431 779.36
Impôts (différés et provisionnés)	24 620 962.15	24 094 064.68
Autres dettes non courantes	322 740 000.00	0.00
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 156 882 715.28	1 543 847 443.59
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	12 222 772 708.68	12 033 373 287.63
<u>PASSIFS COURANTS</u>	0.00	
Fournisseurs et comptes rattachés	1 197 185 726.38	1 370 448 977.79
Impôts	113 539 110.30	43 364 596.73
Autres dettes	4 083 695 783.09	4 359 126 849.72
Trésorerie passif	280 798 767.41	661 261 992.70
TOTAL PASSIF COURANT III	5 675 219 387.18	6 434 202 416.94
TOTAL GENERAL PASSIF	40 504 765 295.70	39 226 389 243.14

الملحق رقم 10

2.3. Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

ACTIF	31/12/2022			31/12/2021
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	141 648 564,00
Immobilisations incorporelles	568 182 071,69	446 119 234,37	122 062 837,32	74 170 413,60
Immobilisations corporelles				
Terrains	4 398 481 823,42	0,00	4 398 481 823,42	4 398 481 823,42
Bâtiments	13 528 529 989,50	6 193 807 728,92	7 334 722 260,58	7 342 094 769,19
Autres immobilisations corporelles	21 173 669 435,11	15 545 048 325,36	5 628 621 109,75	5 503 675 138,29
Immobilisations en concession	316 872 000,00	0,00	316 872 000,00	322 740 000,00
Immobilisations en cours	4 410 193 665,04	0,00	4 410 193 665,04	3 850 372 946,09
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 218 965 232,68	0,00	2 218 965 232,68	2 418 384 302,29
Autres participations et créances rattachées	44 667 575,00	153 650 987,24	-108 983 412,24	44 667 575,00
Autres titres immobilisés	1 000 000 000,00	0,00	1 000 000 000,00	2 001 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	33 330 823,74	0,00	33 330 823,74	51 251 159,52
Impôts différés actif	244 260 019,92	0,00	244 260 019,92	244 899 794,64
TOTAL ACTIF NON COURANT	48 078 801 200,10	22 338 626 275,89	25 740 174 924,21	26 393 386 486,04
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	10 529 211 735,74	4 075 962 514,31	6 453 249 221,43	9 804 951 484,95
Créances et emplois assimilés				
Clients	9 256 533 457,23	2 184 100 113,51	7 072 433 343,72	3 350 908 815,99
Autres débiteurs	1 468 506 617,14	7 500,00	1 468 499 117,14	1 302 856 167,38
Impôts	335 215 938,20	0,00	335 215 938,20	170 411 184,88
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	18 559 989,19
Trésorerie	3 875 103 432,21	82 435 666,36	3 792 667 765,85	3 770 411 504,24
TOTAL ACTIF COURANT	25 483 131 169,71	6 342 505 794,18	19 140 625 375,53	18 418 099 146,63
TOTAL GENERAL ACTIF	73 561 932 369,81	28 681 132 070,07	44 880 800 299,74	44 811 485 632,67

الملحق رقم 11

2.4. Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

PASSIF	31/12/2022	31/12/2021
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	411 677 000,00	411 677 000,00
Autres fonds propres	0,00	0,00
Primes et réserves (réserves consolidées)	15 796 006 288,78	15 318 040 327,17
Ecart de réévaluation	3 055 720 451,96	3 055 720 451,96
Écart d'équivalence	1 463 082 352,04	1 838 063 594,82
Résultat Net	-2 987 159 711,62	48 694 704,82
Autres capitaux propres-report à nouveau	-2 092 312 082,35	-1 097 023 529,49
Intérêts minoritaires	818 357 587,56	837 395 665,76
TOTAL I	18 965 371 886,37	22 912 568 215,05
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et dettes financières	14 259 371 288,67	13 825 430 092,80
Impôts (différés et provisionnés)	7 110 987,15	7 112 411,32
Autres dettes non courantes	316 872 000,00	322 740 000,00
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 028 540 134,63	1 021 362 673,15
TOTAL PASSIF NON COURANT II	15 611 894 410,45	15 176 645 177,27
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	3 293 487 276,35	2 207 198 255,47
Impôts	125 547 764,68	121 945 175,14
Autres dettes	5 080 009 086,66	4 038 233 979,11
Trésorerie passif	1 804 489 875,23	354 894 830,63
TOTAL PASSIF COURANT III	10 303 534 002,92	6 722 272 240,35
TOTAL GENERAL PASSIF	44 880 800 299,74	44 811 485 632,67



ملحق رقم 12

2.5. Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe)

UM : DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2022	31/12/2021	Evolution 2022/2021
Chiffre d'affaires	15 518 343 549,99	10 211 439 983,73	51,97%
Variation stocks produits finis et en cours	1 916 701 144,87	997 900 766,87	92,07%
Production immobilisée	0,00	0,00	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	17 435 044 694,86	11 209 340 750,60	55,54%
Achats consommés	-10 304 903 076,96	-4 999 154 719,75	106,13%
Services extérieurs et autres consommations	-1 250 061 996,09	-1 067 885 794,68	17,06%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-11 554 965 073,05	-6 067 040 514,43	90,45%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 880 079 621,81	5 142 300 236,17	14,35%
Charges de personnel	-3 943 686 171,34	-3 944 240 090,42	-0,01%
Impôts, taxes et versements assimilés	-136 922 185,18	-162 116 139,62	-15,54%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 799 471 265,29	1 035 944 006,13	73,70%
Autres produits opérationnels	111 250 981,17	175 408 940,73	-36,58%
Autres charges opérationnelles	-157 427 854,84	-75 130 256,23	109,54%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-4 476 289 679,29	-1 036 215 417,74	331,98%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	261 601 989,89	326 911 529,02	-19,98%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	-2 461 393 297,78	426 918 801,91	-676,55%
Produits financiers	145 902 545,02	177 090 776,00	-17,61%
Charges financières	-520 845 400,17	-105 692 416,20	392,79%
VI - RESULTAT FINANCIER	-374 942 855,15	71 398 359,80	-625,14%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	-2 836 336 152,93	498 317 161,71	-669,18%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-20 000,00	-100 897 797,00	-99,98%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	1 525 656,79	25 670 878,24	-94,06%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	17 953 800 210,94	11 888 751 996,35	51,02%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-20 791 682 020,66	-11 517 003 509,88	80,53%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	-2 837 881 809,72	371 748 486,47	-863,39%
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	-2 837 881 809,72	371 748 486,47	-863,39%
Résultats minoritaires	-2 178 182,54	19 855 956,80	-110,97%
Part dans le résultat des Sociétés mises en équivalence	-147 099 719,36	-342 909 738,46	-57,10%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	-2 987 159 711,62	48 694 704,82	-6 234,47%

Désignation	Ratios 2022	Ratios 2021	Evol 2022/2021
Valeur ajoutée / Chiffre d'affaires	37,89%	50,36%	-24,76%
Excédent brut d'exploitation/ Chiffre d'affaires	11,60%	10,14%	14,30%
Charges du personnel /Chiffre d'affaires	25,41%	38,63%	-34,21%
Charges du personnel/ Valeur ajoutée	67,07%	76,70%	-12,56%
Résultat opérationnel / Chiffre d'affaires	-15,86%	4,18%	-479,38%

