



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي



جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي -

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم المحاسبة و علوم التسيير

قسم : العلوم المالية و المحاسبية

تقرير تربص يدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة ليسانس

في تخصص مالية مؤسسة

أثر الرفع المالي على الأداء التشغيلي و مردودية المؤسسة

دراسة حالة بنك الجزائر الخارجي - الوادي -

إشراف الدكتور :

طهراوي التجاني

من إعداد الطلبة :

- فارح العرابي
- صبتي خميس
- عطلي شيماء
- عبد الجواد هاني

السنة الجامعية : 2019/2018

الاهداء

الى كل من أثاره الطموح الى المعرفة . . . ودفعة بأحلامي نحو دروب العلم والتحصيل . . باعثة في روحي الأمل . . الى نبع الحنان

والحبة ونبراس الجد والكفاح . . الى شريكتي في كل نجاح.

الى "أمي الحبيبة" فلترضي عني يا من تحت قدميك الجنان وليحفظك الرب الواحد المنان.

الى الروح الطاهرة التي غادرت فظاظة المكان . . وعسف الزمان

راضية مرضية في برزخ الرضا والنور روح "أبي العزيز" رحمه الله

لهم مجروف تسبح على مجار وكلمات تجرفها الأنهار ومفردات محتواها الحب والحنان الى اخوتي وأخواتي الأعزاء

والى كل "أصدقائي وأحبابي"

الى رفقاء الدرب "يوسف وخميس" حفظهم الله وأطال في عمرهم.

والى من حمل شعار الوفاء والاخلاص في زمن الغدر والخديعة.

الى كل من نسيهم قلبي وتذكرهم قلبي

اهدي ثمرة عملي.

العرايبي فارح

الاهداء

نحمد الله تعالى الذي قدرنا على شرب جرعة ماء من هذا العلم الواسع، فالعلم لا يتم الا بالعمل وان العلم كالشجرة والعمل به كالشجرة.

أهدي عملي المتواضع الى من وعيت على الدنيا وهي أمامي بذور الحياة فكانت السند و النبراس لدربي من زرعت في قلبي ونور عيني "أمي الغالية" أطال الله في عمرها .

الى "الأب الكريم" الذي صال الليل والنهار من أجلي .

كما أهدي هذا العمل الى "أخي وأختي"

الى كل من جمعني بهم المحبة والصدقة والوفاء .

الى المؤطر الدكتور التجاني طهراوي .

الى كل من علمني حرفا فصرت له عبدا أسألتني الكرام الذين رافقوني في كل أطوار التعليم .

الى من نسيتهم أو سهوت عن ذكر أسمائهم.

خميس صبتي

الاهداء

الشكر الأول والأخير لله عز وجل على توفيقه لي لهذا العمل المتواضع . .

الهي لا يطيب الليل الا بشكرك . . . ولا يطيب النهار الا بذكرك..

ولا تطيب الآخرة الا بعفوك . . .

ولا تطيب الجنة الا برؤيتك . .

إلى من كلله الله بالوقار وإلى من أحمل اسمه بكل افتخار "والدي العزيز"

وإلى بسمه الحياه وسر الوجود وإلى معنا الحب والحنان "أمي الحبيبة"

وإلى كل أصدقائي وأخوتي الاعزاء الذين وقفوا بجانبني طوال مسيرتي الدراسية

هذه الوقفة التي لطال ما تمنينا ان تقفها والثمار التي قد حان اقتطفها بعد مسيره دراسية طويلة

اسأل الله ان يمن علينا بالتوفيق والنجاح الدائم في كل معتركات الحياه والحمد لله على ما كان وما نحن به وما سيكون.

هاني عبد الجواد

الاهداء

إلى من تجرع الكأس فارغاً ليستقيني قطرة حب... إلى من كَلَّتْ أنامله ليقدّم لنا لحظة سعادة... إلى من حصد الأشواك عن

دربي ليمهد لي طريق العلم... إلى القلب الكبير "والدي الحبيب"

إلى من أَرْضَعَنِي الحب والحنان... إلى رمز الحب والشفاء... إلى القلب الناصع بالبياض "والدتي الحبيبة"

إلى ملاكي في الحياة... إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان التقاني... إلى بسملة الحياة أُمِّي الثانية "عمتي الغالية"

إلى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس البريئة إلى رياحين حياتي "أخوتي وأخواتي"

إلى الذين طالما داعبوا أقدامي بأناملهم الصغيرة.... وهم لم يدركوا بعد معنى القراءة والكتابة... وشاكسوني لدفاع عن حقهم في

اللعب

أبناء أخوتي وأخواتي: "سدرة المنتهى، محمد الكبير، حيدر سيف الدين، صفوان، رزان، يعقوب، تاج الدين، عز الدين"

إلى من كانوا لي ملاذي وملجئي... إلى من تذوقت معهم أجمل اللحظات رفيقاتي دربي "فردوس وأميرة"

إلى من سأقتدهم... و أتمني أن يفقدوني... إلى من جعلهم الله أخواتي بالله..... ومن أحببتهم بالله

ومن جمعتني مقاعد الدراسة بهم "صديقاتي الغاليات"

إلى كل من نسيهم قلبي وتذكرهم قلبي... إلى كل من ساهم في هذا العمل المتواضع من قريب أو بعيد

شيماء عطلي

شكر وعرفان

بسم الله الرحمن الرحيم

رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ ﴿١٩﴾ الآية 19 من سورة النمل

بداية نحمد الله عز وجل على فضله ونعمه التي لا تعد ولا تحصى ونحمده على نعمة العلم التي أمدنا بها وجعلنا ممن يكون لهم الفضل العظيم، ونحمده لتيسيره لنا لإتمام هذا العمل واخراجه بالصورة النهائية، وامثالا لقول الرسول صلى الله عليه وسلم "من لا يشكر الناس لا يشكر الله" نود أن تقدم بالشكر الجزيل لسعادة الأستاذ: تجاني طهراوي بالأشراف على إعداد هذه المذكرة .
ثم الوقفة البطولية لأستاذ بن عمر البشير بالدعم الذي قدمه لنا والدكتور الفاضل لطفي مخزومي على المرافقة الكريمة والمتابعة الحريصة على اتمام هذه المذكرة.

كما نوجه وتقدم بالشكر الجزيل والخالص من القلب الى الأستاذ الفاضل مدير البنك الجزائري الخارجي على ما قدمه لنا من معلومات وترحيب، نسأل الله أن يجعل كل أعماله في ميزان حسنته

كما نوجه خالص شكرنا وتقديرنا الى كل الأساتذة الكرام وإطارات الجامعة، ادارة وتدريسا وموظفين الى كل الأصدقاء الأوفياء والزملاء الأعزاء الذين ساندونا ولو بكلمة طيبة، الى أولئك الذين أبدوا كل استعداد للمساعدة ولم يقصروا عند الطلب وعند عدم الطلب، نشكرهم جميعا...

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

العناوين	الصفحات
الاهداء	
تشكرات	
فهرس المحتويات	
فهرس الأشكال	
فهرس الملاحق	
مقدمة عامة	أ_ب_ت_ث
الفصل الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي والرفع المالي للمؤسسة	
تمهيد	2
المبحث الأول: الهيكل المالي للمؤسسة	3
المطلب الأول : تعريف الهيكل المالي	3
المطلب الثاني : عناصر الهيكل المالي	4
المطلب الثالث: حالات الهيكل المالي (BFR) (التوازن، التمويل الذاتي...الخ)	9
المبحث الثاني: الرفع المالي والمردودية المالية	14
المطلب الأول: تعريف الرفع المالي	14
المطلب الثاني: قياس الرفع المالي	16
المطلب الثالث: أثر الرفع المالي على المردودية المالية	17
المطلب الرابع: المخاطر المالية	22
المبحث الثالث: الرفع التشغيلي والمردودية الاقتصادية	27
المطلب الأول: تعريف الرفع التشغيلي	27
المطلب الثاني: قياس الرفع التشغيلي	28
المطلب الثالث: أثر الرفع التشغيلي على المردودية الاقتصادية	30
المطلب الرابع: المخطر التشغيلي	31

	الفصل الثاني: الرفع المالي في البنك الجزائري الخارجي
35	تمهيد
36	المبحث الأول: تقديم حول البنك الجزائري الخارجي
36	المطلب الأول: نشأة وكالة بنك الجزائر الخارجي
36	المطلب الثاني: الخدمات التي يقدمها البنك
37	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للوكالة
38	المبحث الثاني: تحليل لأهم مؤشرات الميزانية المالية
38	المطلب الأول: دراسة مؤشرات التوازن المالي
38	المطلب الثاني: تحليل مؤشرات التوازن المالي
41	الخاتمة
44	قائمة المصادر والمراجع
49	الملاحق

فهرس الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	الهيكل التنظيمي للباك الجزائر الخارجي	37

مقدمة عامة

تمهيد

من المعلوم أن الهدف الأساسي للإدارة المالية هو تعظيم القيمة السوقية لثروة أصحاب المشروع عن طريق زيادة سعر السهم في السوق المالي ، وهي في سبيل ذلك تعتمد على مبدأ

(The Trade – Off Between Risk and Return) المبادلة بين العائد والمخاطرة عند القيام بعمليات التمويل والاستثمار. وانطلاقاً من هذا المفهوم تبرز أهمية الرفع كأحد الأساليب التي تلجأ إليها الشركات لتحسين أرباحها ، فالرفع في مفهومه الفيزيائي يعني " تضخيم جهد عمل عادي." وكما قال أركميدس في هذا المجال قبل آلاف السنين " أعطوني مكاناً أفّ عليه أزحزح لكم الأرض "، وهو بذلك يأمل في تضخيم نتائج جهد عضلي باستخدام الرافعة ليحرك كتلة كبيرة، أما في مجال الإدارة المالية فيستخدم الرفع لتضخيم نتائج أعمال المنشأة والتي تتمثل في الأرباح والعوائد. لذلك تعد العلاقة بين الرفع المنشأة على القروض في تمويل موجوداتها، في حين تمثل كلفة التمويل أدنى معدل عائد على الموجودات يجب تحقيقه لإرضاء المستثمرين.

الاشكالية الرئيسية:

وبناء على مما سبق يمكن طرح السؤال الجوهرى التالي:

ما هو تأثير الرفع المالي على الاداء التشغيلي على مردودية المؤسسة عموماً؟ وعلى البنك الجزائري الخارجى خصوصاً؟

التساؤلات الفرعية:

_ ماذا نقصد بالهيكل المالي للمؤسسة وما هي حالاته؟

_ ما لمقصود بالرفع المالي والرفع التشغيلي؟

_ ما هو أثر الرفع المالي على المردودية المالية واثر الرفع التشغيلي على المردودية التشغيلية للمؤسسة ؟

الفرضيات:

- الفرضية الأولى: الهيكل المالي للمؤسسة هو الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها
- الفرضية الثانية: يكون للاستدانة أثر ايجابي على المردودية المالية، كما يمكن أن يكون لها أثر سلبي عليها.
- الفرضية الثالثة: انخفاض نقطة التعادل يعني انخفاضا للمخاطر الناتجة عن استخدام الرفع التشغيلي.

أهداف البحث:

يمكن ان نوجز أهداف الدراسة في النقاط التالية:

1. توضيح مفهوم الهيكل المالي ومعرفة أهم عناصره وحالاته.
2. تحديد مفهوم الرفع المالي والرفع التشغيلي وكذلك التعرض الى درجة قياسهما.
3. ابراز أثر الرفع المالي على المردودية المالية والرفع التشغيلي على المردودية الاقتصادية.

أهمية البحث:

تبرز أهمية البحث في هذا الموضوع الى:

- الدور الكبير الذي يمثله هيكل التمويل وحالاته.
- معرفة الصيغة الرياضية لقياس درجة الرفع التشغيلي والرفع مالي.
- هذا الموضوع يربط بشكل مباشر أو غير مباشر بالمنافع والمزايا التي يمكن أن يوفرها الرفع المالي من تقليل تكلفة التمويل والاستفادة من المزايا الضريبية وغيرها ومن ثم أثره على تخفيض المصاريف وزيادة الأرباح والسيولة لدى الشركات.
- كون هذا الموضوع منتشرا جدا وسط المؤسسات.
- ابراز دور الرفع المالي في المؤسسات .

أسباب اختيار البحث:

✓ ان أبرز الدوافع التي حفزتنا لاختيار أثر الرفع المالي على الأداء التشغيلي ومردودية المؤسسة لمذكرتنا نابعة من واقع اطلعنا على نماذج مختلفة من المؤسسات القلقة بشأن تطبيق الرفع المالي.

- ✓ الرغبة الشخصية للتعرف أكثر على هذا الموضوع .
- ✓ التوافق مع التخصص الذي ندرسه و هو مالية مؤسسة.
- ✓ حاجة المؤسسة لتطبيق الرفع المالي لتحقيق الأهداف المطلوبة .

حدود الدراسة:

- ☒ الحدود المكانية: تتجلى حدود الدراسة في معرفة أبرز وأهم آثار لرفع المالي على الأداء التشغيلي ومردودية المؤسسة وقد اقتصر مجال دراستنا على البنك الجزائري الخارجي - وكالة الوادي-.
- ☒ الحدود الزمانية: تتمثل الحدود الزمانية في فترة التربص خلال شهر أفريل 2019.

المنهج المستخدم:

- ❖ المنهج الوصفي: كأسلوب مناسب لوصف واستعراض الاطار النظري لأثر الرفع المالي على الأداء التشغيلي وعلى مردودية المؤسسة.
- ❖ منهج دراسة حالة: لضرورة وجود جانب تطبيقي لأثر الرفع المالي ولا تبقى مجرد وصف نظري، قمنا بدراسة حالة أثر الرفع المالي على الاداء التشغيلي ومردودية المؤسسة ببنك الجزائري الخارجي - وكالة الوادي- لتوضيح المعلومات ومعرفة طبيعة الرفع المالي.

صعوبات الموضوع:

- صعوبة الحصول على الوثائق الضرورية من طرف البنك.
- صعوبة ايجاد مراجع لهذا الموضوع.

خطة البحث:

وفي معالجتنا لهذا الموضوع قمنا بتقسيم بحثنا هذا الى فصلين، يمكن أن نجمع محتواهما في ما يلي:

الفصل الأول بعنوان مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي والرفع المالي للمؤسسة و قسم الى ثلاث مباحث : المبحث الاول المعنون بالهيكل التمويلي للمؤسسة ويضم كل من تعريف الهيكل المالي وأهم عناصره وحالاته، أما المبحث الثاني المعنون بالرفع المالي والمردودية المالية فيشمل كل من تعريف الرفع المالي وقياسه وأثر الرفع المالي على المردودية المالية والمخاطر المالية، أما المبحث الثالث فكان بعنوان الرفع التشغيلي والمردودية الاقتصادية وتطرقنا فيه الى تعريف الرفع التشغيلي وقياسه، وأثر الرفع التشغيلي على مردودية المؤسسة، والمخطر التشغيلي.

أما الفصل الثاني فهو عبارة عن الجانب التطبيقي لدراسة حالة البنك الجزائري الخارجي تحت عنوان الرفع المالي في البنك الجزائري الخارجي حيث يتكون من مبحثين: المبحث الأول ماهية البنك الجزائري الخارجي ويضم كل من النشأة والخدمات التي يقدمها وهيكله التنظيمي، أما المبحث الثاني تحت عنوان دراسة تطبيقية لبنك الجزائري الخارجي - وكالة الوادي- يضم كل من دراسة مؤشرات التوازن المالي وتحليلها.

الفصل الأول:

مفاهيم أساسية حول الهيكل

المالي للرفع المالي للمؤسسة

تمهيد

لكلمة الرفع أو الرافعة معان ثلاث تختلف في مضمونها باختلاف الاستعمال، فالفيزيائي يعني استعمال الرافعة لرفع الأوزان الثقيلة باستعمال قوة صغيرة، والانسان العادي يعني بها التأثير الكبير للكلمة أو فعل الشخص صاحب المكانة، أما بالنسبة للمالي فيعني بها أن تغيرا صغيرا في المبيعات قد يؤدي الى تغير كبير في الربح وهذا ما يعرف بالرفع التشغيلي، كما يمكن أن تعني مدى الاعتماد على الاستدانة في تمويل موجودات المؤسسة وهذا ما يعرف بالرفع المالي.

حيث ان مفاهيم الرفع مهمة لدراسة مستوى ونوعية المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة وعلى العائد المحقق.

وقصد التعرف على هذا الموضوع والإلمام بجميع جوانبه سنتطرق من خلال هذا الفصل الى مفهوم الهيكل المالي والرفع المالي والرفع التشغيلي و أثرهما على المردودية المالية والاقتصادية للمؤسسة.

ومن خلال هذا الفصل ارتأينا أن نقسمه الى ثلاث مباحث من حيث المنهجية:

✓ المبحث الأول: الهيكل المالي للمؤسسة

✓ المبحث الثاني: الرفع المالي والمردودية المالية

✓ المبحث الثالث: الرفع التشغيلي والمردودية الاقتصادية

المبحث الأول : الهيكل المالي للمؤسسة

يعد التمويل الكيفية أو الطريقة التي تحصل بها المؤسسة على ما تحتاجه من أموال للقيام بنشاطها ، لذا فإن مهمة الإدارة المالية هي كيفية اختيار البدائل التمويلية المتعددة حسب ظروفها الخاصة وتكلفة كل بديل من عناصر الهيكل المالي ، وذلك بعد دراسة الاحتياجات المالية للمؤسسة والتي تتمثل في احتياجات مالية طويلة أو قصيرة الأجل ، تمويل بالدين ومن هنا نقول بأن المؤسسة تقوم برصد سياستها المالية . إذا من الضروري التفرقة بين المفاهيم المختلفة للهيكل المالي . ولذلك تناولنا في هذا المبحث مفهوم الهيكل المالي وعناصره، وحالاته المؤثرة على المؤسسة .

المطلب الأول : مفهوم الهيكل المالي

يعتبر الهيكل المالي من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومديرين، لما لها من تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي، وضمان عدم تعرضها للإفلاس، وعليه في هذا المطلب سنتعرف على تعريف الهيكل المالي.

تعريف الهيكل المالي :

يعرف الهيكل المالي للمؤسسة على أنه : " هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف الميزانية العمومية"¹

ويعرف أيضا بأنه " يتكون من جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل " ²، وبالتالي عرف الهيكل المالي هنا على أساس مصادر التمويل التي تمول المؤسسة بها نشاطها ؛ من أموال قصيرة وطويلة الأجل ، والأموال المقترضة أو المملوكة .

ويمكن تعريفه بأنه " يتعلق بكيفية تمويل إجمالي موجودات أو استثمارات المؤسسة ويتمثل ذلك في الجانب الأيسر للميزانية؛ أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تستخدمها المؤسسة. أي أن الهيكل المالي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وسواء كانت من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل " ³.

¹ عدنان تايه النعيمي وراشد فؤاد التميمي ، الإدارة المالية المتقدمة ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، الأردن، 2002، ص349.

² عبد الغفار الحنفي ورسمية زكي قرياقص ، الإدارة المالية ، الدار الجامعية ، مصر، 2002، ص31.

³ محمد أيمن عزت الميداني ، الإدارة التمويلية في الشركات ، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن لطنهران ، 1993 ، ص (555-556) .

ويعرف أيضا على أنه الجزء الخاص بالأموال الخاصة والاستدانة المالية المتمثلة في الموارد الدائمة. ولا بد من أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال الأول الهيكل المالي الذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني هيكل رأس المال والذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة والذي يكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحتى الملكية.¹ ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعتبر جزء من الهيكل المالي للمؤسسة².

أيضا يمكن تعريف الهيكل المالي أو (البنية المالية) للمؤسسة بأنها الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها وتختلف تكلفة التمويل من مورد مالي إلى آخر حسب الطبيعة ، فإذا كان مصدر التمويل هو الاقتراض فإن المؤسسة في وضع مخاطرة، لأنها ملزمة بدفع تكاليف الأموال التي حازت عليها على سبيل الاستدانة . بينما إذا كان مصدر التمويل هو التمويل الذاتي فإن المؤسسة أمام ما يعرف باسم تكلفة الأموال الخاصة، إذ أن هذا المصدر من التمويل يمثل ملكية في رأس مال المؤسسة ، وهي بالتالي على علاقة بالأرباح المتوقعة من طرف المساهمين ، وعليه فإن المؤسسة معرضة لمخاطرة تحقيق مردودية مساوية على الأقل لما هو متوقع من طرفهم ، ومن ثم تتحمل المؤسسة نوعين من التكلفة؛ تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة، عندها تكون أمام ما يسمى بتكلفة رأس المال أو تكلفة الأموال الخاصة .

المطلب الثاني : عناصر الهيكل المالي

يعتبر الهيكل المالي للمؤسسة الصورة التي تعكس مصادر التمويل لمختلف أصولها ، وتتخذ مصادر التمويل تصنيفات عديدة تختلف من كاتب لآخر، وتبعا لمعاري الملكية والمدة تقسم مصادر التمويل إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل ومصادر تمويل ممتلكة طويلة الأجل، مصادر تمويل مقترضة طويلة الأجل.

أولا : مصادر التمويل قصيرة الأجل

ينظر إلى التمويل قصير الأجل على أنه مشكلة مستمرة للمؤسسات التي تحتاج إليه ، وتتحدد مسألة استخدام التمويل قصير الأجل أو عدمه على طبيعة عمل كل مؤسسة، من حيث أن هذا النوع نادرا

¹سمية لزغم ، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مذكرة ماستر ، جامعة ورقلة ، 2012 ، ص31 .

ما يستخدم لتمويل الأصول الثابتة.¹ فالمؤسسات الكبيرة التي تمتاز بضخامة أصولها الثابتة لاتواجه مشكلة التمويل قصير الأجل بنفس المستوى الذي تواجهه المؤسسات الأصغر حجماً.

مما سبق يمكن تعريف التمويل قصير الأجل بأنه ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالباً لتمويل العمليات التشغيلية (الجارية) Current Operations التي تقوم بها المؤسسات؛ أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن سنة واحدة ويدخل ضمن مفاهيم رأس المال العامل، وتنقسم مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى نوعين أساسيين الأول الائتمان المصرفي والثاني الائتمان التجاري؛

نوضحهما في ما يلي :²

أ - **الائتمان التجاري** : هو عبارة عن تمويل قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة ، ولذلك فإن الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط الذي يمنحه التاجر إلى المستهلك لا يعتبر ضمن الائتمان التجاري ؛ لأن الشروط الخاصة بمنح الائتمان التجاري وتنص على بيع البضاعة والمتاجرة بها ، ويحتاج المشتري هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل³ ويمكن تعريف الائتمان التجاري من وجهة نظر الإدارة المالية بأنه :⁴ " تسهيلات قصيرة الأجل يحصل عليها المشتري من المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها ، وأحياناً يحصل عليها بدون تكلفة إذا ما تم منح الائتمان بدون شروط دفع ". والهدف من الائتمان التجاري هو تلبية الاحتياجات من مصادر خارجية في حالة عدم إمكانية الحصول على القروض المصرفية مع توفر الرغبة عند المورد لبيع البضاعة بالأجل أو لانخفاض تكلفة هذا الائتمان ، وهناك بعض الظروف التي تساعد على منح الائتمان التجاري وهي الظروف الموسمية وظروف الطوارئ .

ب - **الائتمان المصرفي** :

تقوم البنوك التجارية بتزويد المؤسسات المختلفة بما تحتاج إليه من أموال لتمويل عملياتها الجارية ، ويعتبر اختيار البنك من الأمور الرئيسية التي تواجه المؤسسة التي تفكر في استخدام الائتمان المصرفي ومن المعايير التي يستحسن على المؤسسة استخدامها في اختيار البنك ما يلي :

¹ عبد الوهاب دادن ، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلة الهيكل المالي ، مجلة الباحث ، العدد 4 ، جامعة ورقلة ، 2006 ، ص 108 .

² علي عباس ، الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، إثراء للنشر والتوزيع ، عمان : 2008 ، ص 257 .

³ Jonthan Berk , Perter Demazro , Edition Française Dirigée Par Cunther Capelle , Blancad , Nikolas Coudere , Finance D'entreprise , Pearson Education , France , 2008 , Page 863 .

⁴ فريد كامل آل نسيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان : 2007 ، ص 221 .

- لا بد أن يتناسب حجم البنك مع حجم المؤسسة المقترضة، ويرجع ذلك إلى القيود الاقتصادية والقانونية الموجودة على مقدار القرض الممنوح لعميل واحد .
 - على المؤسسة اختيار البنك الذي يتبع سياسات تتماشى مع حاجاته وظروفه نظرا لاختلاف البنوك فيما بينها.
 - يلاحظ أن البنك في حالة درايته وخبرته بعمليات المؤسسة يكون قادرا على مدها بالمشورة المالية .
 - ومن ناحية أخرى من غير المرغوب فيه أن يتم التعامل مع بنك له اتصال وثيق بالمؤسسات المنافسة
 - يجب على المؤسسات أن تتجنب التعامل مع البنوك التي لا تتمتع بعلاقات طيبة مع البنوك الأخرى أو مع البنك المركزي .
 - ينبغي التعامل مع البنوك القوية ذات المركز المالي السليم والمستقر .
- هناك العديد من الأسباب التي تشجع على استخدام الائتمان المصرفي، فالقروض المصرفية غالبا ما تكون متوفرة بسهولة أكبر وخاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة، وفي الغالب نجد أن الائتمان المصرفي أقل تكلفة من القروض طويلة الأجل والائتمان التجاري¹.

ثانيا : مصادر التمويل المملوكة طويلة الأجل

يمكن القول بشكل عام بأن الهيكل المالي لمعظم المؤسسات يتضمن حقوق الملكية (التمويل المملوكة)، وتنشأ هذه الحقوق بشكل أساسي من المدفوعات النقدية التي يقدمها المالكون لشراء الأصول المطلوبة للبدء بعمليات المؤسسة، يمكن أن تزداد حقوق الملكية عن طريق احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها في عمليات المؤسسة، وضمن هذه الفقرة سيتم استعراض مصادر التمويل متوسط وطويل الأجل :

أ- الأسهم العادية :

هو وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام قابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد؛ أي أنها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فقرات استحقاقها.

وهذا النوع عبارة عن حصة في ملكية المؤسسة يحق لصاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الآخرين كما يحق له حضور اجتماعات الجمعية العمومية والتصويت ، وكل سهم يمثل صوتا واحدا.²

¹ فريد كامل آل نسيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره ، ص 235 - 236 .
² عبيد علي أحمد الحجازي ، مصادر التمويل ، دار النهضة العربية ، مصر ، 2001 ، ص 26.

ب- الأسهم الممتازة :

يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات ، وهي تصنف ضمن بنود حقوق الملكية للمؤسسة إلا أنها تختلف عن الأسهم العادية ، إذ يكون لها الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح ، كما لها الأولوية في السداد في حالة التصفية على أن يتم السداد بالقيمة الاسمية للأسهم فقط ، وفي حالة تحقيق أرباح في المؤسسة لا يشترط ضرورة توزيع أرباح لحملة الأسهم الممتازة ، إلا أنه قد ينص بأن يكون من حق حملة الأسهم الممتازة الحصول على توزيعات مجمعة تغطي الأرباح التي كانت مستحقة لهم في السنة السابقة لم تقم المؤسسة بتوزيعها . ولا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة .

وهنا يثار سؤال حول ما إذا كانت الأسهم الممتازة جزء من حقوق الملكية أم أنها جزء من الديون ؟ يمكن القول رغم أن الأسهم الممتازة لها طبيعة الديون من حيث ثبات الأرباح الموزعة لها والالتزام بسداد قيمتها الاسمية عند التصفية، إلا أنها لا تعد ديون على المؤسسة ولا يترتب على عدم سداد أرباحها إفلاس للمؤسسة، كما أن توزيعات الأرباح الخاصة بها لا تخضع من الوعاء الضريبي¹.

ج- الأرباح المحتجزة :

تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي الذي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، وتمثل الأرباح المحتجزة رصيدا التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المؤسسة أو لم تضعه كاحتياطات للمؤسسة، وتستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطته كما تستخدمها أيضا لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح أو يتم فيها خسارة. وتعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الاقتراضية للمؤسسة².

ثالثا : مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل

تسعى المؤسسات إلى تعبئة الموارد المالية من مصادر متعددة وبأشكال مختلفة على وفق الظروف السائدة في الأسواق المالية وطبيعة هيكل رأس المال الخاص بالمؤسسة وتوجيهات إدارتها بشأن تحمل

¹ حسين عطا غنيم ، دراسات في التمويل ، المكتبة الأكاديمية ، مصر ، 2005 ، ص 504 .

² عاطف وليم أندلوس ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات ، دار الفكر الجامعي ، مصر ، 2008 ، ص (378-379) .

المخاطرة، كما أن المستثمرين قد يفضلون بعض أنواع الأوراق المالية على غيرها مما يعني ضرورة أخذ تلك الرغبات والتفضيلات بعين الاعتبار، بناء على ذلك فإن التمويل المقترض هو من مصادر التمويل الأساسية في المؤسسات وأخذت تشكل أحد بدائل الاستثمار لدى العديد من المستثمرين. ومن بين المصادر الأساسية للتمويل المقترض ما يلي :

أ- **السندات** : السند عبارة عن : " قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محدودة ويحمل سعر فائدة ثابت وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع فوائد سنوية " ويجب على المؤسسة أن ترفع القيمة الاسمية للسند كاملة عند الاستحقاق ويختلف السند عن القروض بأن يباع إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو المؤسسات أيضا ويمكن بيع السند إلى شخص آخر أو مؤسسة قبل تاريخ استحقاقه ولكن بسعر أقل من قيمته عند الاستحقاق.

تتأثر السندات بالظروف في الأسواق المالية وبأسعار الفائدة السائدة في السوق ، فعندما ترتفع أسعار الفائدة بشكل يزيد عن الفائدة التي يدفعها السند تنخفض القيمة السوقية للسندات وذلك لأن المستثمرين لا يرغبون في السند في هذه الحالة والعكس عندما تنخفض معدلات الفائدة ؛ ولا يعتبر حامل السند من المالكين للمؤسسة بل هو دائن .

ب- **القروض المصرفية طويلة الأجل** : تعد إحدى مصادر التمويل المتاحة طويلة الأجل والتي تمنح مباشرة من الجهاز المصرفي كالمصارف وشركات التأمين أو من مؤسسات خارجية وتكون مدتها أكثر من سنة ، وبخلاف السندات تمثل القروض وسيلة عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلال انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما.¹

شروط القروض المصرفية : ويتضمن عقد القرض شروطا تتعلق بالجوانب التالية :

- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ استحقاقه .

- الرهونات أو الضمانات المرتبطة بالقرض .

- فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض .

- أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض .

ج- **التمويل التأجيري** : الاستئجار هو " عقد يلزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها لمالك أصل من الأصول لقاء انتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة " . إن تاريخ استحقاق عقد الإيجار أقل من مدة حياة الأصل ، وقيمة الدفعات الاستئجار هي عموما

¹ عبد الوهاب يوسف أحمد ، التمويل وإدارة المؤسسات المالية ، الطبعة الأولى ، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان-الأردن، 2008، ص85.

أكثر من السعر الحالي للأصل . وفي نهاية مدة حياة الاستئجار الأصل يعود للمؤجر الذي إما يقوم ببيعه أو إعادة استئجاره لآخر.¹

ويمكن الاستئجار المؤسسات من الحصول على منافع أصل من الأصول دون امتلاكه ، ويصنف الاستئجار من هذا المنطلق كواحد من مصادر التمويل طويلة الأجل .

المطلب الثالث : محددات الهيكل المالي

سنتناول في هذا المبحث أهم القيود المتحكمة في عملية اختيار تشكيلة الهيكل المالي ، بالإضافة إلى أهم العوامل المؤثرة في عملية اختيار مصادر التمويل .

أولا : القيود المتحكمة في عملية التمويل

يخضع متخذ القرارات التمويلية إلى مجموعة من القيود التي لا يمكن تجاهلها عند اختيار مورد مالي معين لأن ذلك يحدث أثارا سلبية تؤثر على تحقيق أهداف أخرى فاتخاذ قرار تمويلي دون النظر إلى قيد المردودية مثلا من شأنه أن يضخم المصاريف المالية وينعكس ذلك على نتائج المؤسسة، لذا لا بد من حصر كل القيود والتقييد بها من أجل سياسة تمويلية خالية من العيوب .

1- قاعدة التوازن المالي الأدنى : وهذه القاعدة تبين الاستخدامات المستقرة يجب أن تمويل بواسطة الموارد الدائمة ، فمثلا يجب تمويل الاستثمارات بديون متوسطة أو طويلة الأجل أو عن طريق التمويل الذاتي . كما يتوجب أن تمويل استخدامات الاستغلال باستخدام موارد الاستغلال ؛ أي يجب أن تغطي حقوق العملاء .

والمخزونة وما يماثلها عن طريق ديون المورد وما يليها ، الإخلال بهذه القاعدة عند اتخاذ القرار التمويلي يؤدي إلى عدة مشاكل ، أهمها عجز مفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأس المال العامل ، ويحدث ذلك مثلا عن طريق تمويل عملية شراء استثمار باستخدام قرض قصير الأجل²

2- قاعدة العظمى (الاستقلالية المالية) : وتعني أن مجموع الديون المالية (باستثناء الاعتمادات البنكية الجارية) ، يجب أن لا يفوق الأموال الخاصة ، ويمكن التعبير عن هذه القاعدة باستخدام نسبة الاستقلالية المالية ، والتي يمكن أن تأخذ عدة أشكال كما يلي³ :

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الديون المالية

فالالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أكبر من الواحد.

¹ فريد كامل آل نسيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره ، ص218 .

² Aswath Damodoran , Finance D' entreprise : Théorie Et Pratique , 01, Edition , Groupe De Boeck , Bruxelles , 2010 , Page 265 .

الاستقلالية المالية = الديون المالية / الأموال الخاصة

فالالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أقل من الواحد.

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الموارد الدائمة¹.

للتقيد بقاعدة الاستدانة العظمى لابد أن تتعدى النسبة أعلاه النصف قبل اتخاذ قرار التمويل وبعده .

فالهدف من قاعدة الاستدانة العظمى هو جعل المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية ، أي أن تكون ديونها أقل من أموالها الخاصة ، وقرار التمويل هنا يصبح متعلقا بالاستقلالية المالية ، فإذا كان مصدر التمويل يحقق للمؤسسة استقلالية مالية فسيتم اختياره ، أما إذا كان لا يحقق ذلك فتتخلى عنه المؤسسة وتختار مصدرا آخر .

3- قاعدة القدرة على السداد : هذه القاعدة تنص على أن الديون المالية يجب ألا تفوق ثلاثة أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة المقدرة ، ونسبة القدرة على السداد تستخدم لمساعدة متخذ القرار المالي على المراقبة والتغيير بهذه القاعدة .

القدرة على السداد = الديون المالية / القدرة على التمويل الذاتي

وتعني هذه القدرة على السداد أن تكون النسبة أعلاه أقل من ثلاثة، كما تعبر هذه النسبة عن مدة السداد المتوسطة بين المؤسسة ودائنيها والتي تقل عن ثلاث سنوات .

إن عدم الالتزام بهذه القاعدة يعني الاستمرار في الاستدانة بغض النظر عن مستوى القدرة التمويلية الذاتية ، وذلك مؤشر على زيادة احتمال عدم القدرة على السداد ، وبالتالي التوقف عن دفع الديون في آجال استحقاقها ومنه احتمال ارتفاع الإفلاس .

كما تعتبر النسبة أعلاه مؤشر للمقرضين ، يساعد على منح القروض للمؤسسة من عدمه ، ذلك أن ملف القرض يحتوي على كل المعطيات المالية الخاصة بالمؤسسة² .

4- قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي : وفي هذه القاعدة يجب على المؤسسة أن تمول في حدود الثلث من استثماراتها ذاتيا والباقي يغطي عن طريق الاستدانة ، فإذا مولت مؤسسة مشروعا استثماريا باستخدام الديون فقط ، فهذا يؤدي إلى احتمال زيادة مصاريف الاستدانة مقارنة بمردودية المشروع وأما

¹ إلياس بن ساسي ، يوسف قرشي ، التسيير المالي ، الإدارة المالية ، دروس وتطبيقات ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الجزائر ، 2006 ، ص301 .

² محمد صالح الحناوي ، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية ، دار الجامعات المصرية ، مصر ، سنة النشر غير مذكورة ، ص (434-435) .

إذا استعملت المؤسسة مواردها الذاتية فقط في تمويل مشروعها فقد تفقد فرصتها في الاستفادة من الوفرات الضريبية المحققة نتيجة الاستدانة.

ثانيا : العوامل المحددة لأنواع التمويل

أمام متخذ القرار التمويلي مجموعة من المعايير المستخدمة في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة، وقد تناولت العديد من الدراسات هذه المعايير وفي هذا المطلب اقتصرنا على بعض المعايير فقط والمتمثلة في مردودية المؤسسة حجم المؤسسة، هيكل الأصول، والشريحة الضريبية.

الفرع الأول :مردودية المؤسسة

يستمد عامل المردودية جذوره ومفهومه من نظرية الرفع المالي فأساس هذه النظرية أنو في حالة كون معدل العائد على مجموع الأصول أكبر من تكلفة الأموال المقترضة، ففي هذه الحالة الاقتراض يكون في صالح المؤسسة، أما إذا كان معدل العائد على مجموع الأصول أقل من تكلفة الأموال المقترضة، ففي هذه الحالة الاقتراض لا يكون في صالح المؤسسة ويمكن للرفع المالي التمييز بين ثلاث حالات كما يلي :

الحالة الأولى : ويكون فيها الرفع ايجابيا، ويحدث ذلك عندما يكون معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل فوائد الديون وهذا يؤدي لارتفاع المردودية المالية.¹

الحالة الثانية : وفيها يكون للرفع المالي أثر حيادي، ويحدث ذلك عندما يكون معدل العائد على الاستثمار يساوي معدل فوائد الديون، ولكنها حالة نادرة، ويحدث فيها ثبات المردودية المالية للمؤسسة.

الحالة الثالثة : وفي هذه الحالة يكون للرفع المالي أثر سلبي، ويحدث ذلك عندما يكون معدل العائد على الاستثمار أقل من معدل فوائد الديون وفي هذه الحالة نجد انخفاض في المردودية المالية للمؤسسة.

-وبخصوص العلاقة بين مردودية المؤسسة ونسبة الاقتراض، فقد أوضحت العديد من الدراسات أن هناك علاقة عكسية بين المردودية ونسبة الاقتراض.²

وعموما فإن المردودية في قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح بصفة دائمة في إطار نشاطها². بحيث نجد أن المؤسسات ذات العوائد المرتفعة على استثماراتها تميل إلى استخدام الدين على نطاق ضيق نسبيا ، وعلى الرغم من عدم وصول تعليل نظري لهذا الأمر يمكننا تفسيره بأن الشركات عالية الربحية

¹ إلياس بن ساسي ، يوسف قرشي، التسيير المالي ، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص302-303 .
² فيصل جميل السعادة ، نضال عبد الله فريد ، الملخص ، الوحيد للإدارة والتحميل المالي ، الطبعة الأولى ، مكتبة المجتمع العربي لمنشر والتوزيع ، عمان ، 2004 ، ص85 .

لا يحتاج إلى الاعتماد كثيرا على الدين ذلك أن معدلات العوائد المرتفعة على استثماراتها تميل إلى استخدام الدين على نطاق ضيق نسبيا، وعلى الرغم من عدم وصول تعليل نظري لهذا الأمر يمكننا تفسيره بأن الشركات عالية الربحية، لا تحتاج إلى الاعتماد كثيرا على الدين ذلك أن معدلات العائد المرتفعة تمكنها من توفير معظم احتياجاتها التمويلية من المصادر الداخلية.¹

الفرع الثاني: حجم المؤسسة

إن لحجم المؤسسة تأثير على نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي، وقد أشارت العديد من الدراسات لوجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومخاطر الإفلاس، فوجد المؤسسات الكبيرة التي يتصف نشاطها بقدر من التنوع تتعرض لتلك المخاطر بدرجة أقل، وبالتالي يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل ماليها، بينما في المؤسسات الصغيرة فالوضع مختلف حيث أن تكلفة إصدار الأسهم والسندات لتلك المؤسسات عادة ما تكون مرتفعة ففي هذه الحالة قد تفضل المؤسسة الصغيرة على الاعتماد بدرجة أكبر على القروض في عملية التمويل، وقد تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض.

الفرع الثالث: هيكل الأصول

يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصور عديدة ، فالمؤسسات التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة، وخاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير، تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة لضمانات معينة بدرجة كبيرة (المثال على هذا النوع من المؤسسات شركات المرافق العامة) ، ومن ناحية أخرى فإن الشركات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون ، تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل، وإن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل ولكن بدرجة محدودة (المثال على هذه المؤسسات هي المؤسسات التي تعمل في تجارة الجملة والتجزئة³ .

الفرع الرابع: الشريحة الضريبية

من الأمور التي تشجع المؤسسة على الاقتراض (استخدام التمويل المقترض)، هو ما تحققه من مزايا ضريبية أو ما يعرف "بالوفر الضريبي" الناتج عن ظهور فوائد في قائمة الدخل، حيث أن التكلفة الحقيقية للمدين تكون أقل عندما تكون المعدلات الضريبية مرتفعة وعليه ، كلما زادت إمكانية المؤسسة في الحصول على وفر ضريبي تزداد رغبتها في الاعتماد على المديونية في التمويل، وبالمقابل في بعض الحالات قد لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبة بسبب تمتعها بالإعفاء الضريبي، أو سبب تكبدها خسائر مالية أدت إلى انخفاض ربحيتها، وبالتالي انخفاض الضريبة وربما انعدامها، ففي حالة كهذه فإن المركز الضريبي، لا يشجع المؤسسة على الاقتراض.²

¹ ميلود بوشنيقر، مليكة زغيب، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 2010 ، ص 87 .

² عدنان تايو النعيمي وآخرون، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره ، ص 402 .

لقد اكتفينا في هذا المطلب بذكر بعض المعايير المتحكمة في اختيار مصادر التمويل بالمؤسسة، وإلى جانب هذه المعايير هناك معايير أخرى تؤثر في تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة من بينها، معدل النمو، المنافسة، مخاطر التشغيل، اتجاهات المقرض..... إلخ، فإتباع المؤسسة لهذه المعايير في اختيار مصادر تمويلها يوفر لها الهيكل المالي الأمثل والذي سيكون موضوع العنصر الموالي.

ثالثا : محددات الهيكل المالي الأمثل

يشتمل الهدف من تحديد الهيكل المالي الأمثل تحديد تركيبة الأموال التي تجعل التكلفة المتوسطة أو المرجحة للأموال عند حدها الأدنى وذلك ضمن الظروف أو المعطيات المتوفرة.¹

ويتحدد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة بمجموعة من العوامل، حيث لا يمكن تقديم نموذج تمويلي أمثل يتناول بصورة كافية كل العوامل التي تؤثر على قرارات المسير المالي للمؤسسة، إذ أن هذه العوامل على درجة عالية من التعقيد والتنوع ولا تتبع دائما نظرية محددة وهذا نظرا لأن أسواق المال أصبحت تتميز بظروف المخاطرة العالية.²

وسنتطرق على وجه التحديد لأهم العوامل المحددة للهيكل المالي الأمثل للمؤسسة على النحو التالي:

الفرع الأول: المرونة

ويجب على المؤسسة تحديد الهيكل المالي الأمثل، الذي يعمل على تعظيم قيمتها، وبأقل المخاطر الممكنة،

حيث لا يتحقق ذلك إلا من خلال التوازن بين كل تلك العوامل المؤثرة في الهيكل المالي وبطريقة مناسبة، وبالتالي فإن التخطيط السليم للهيكل المالي الأمثل هو الذي يأخذ في الاعتبار مصالح كلا من المساهمين في المؤسسة، العمال، الموظفين والدائنين.

الفرع الثاني: الربحية

لا بد أن يعود الهيكل المالي للمؤسسة بالنفع عليها عن طريق الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للرفع المالي، مع الإلتزام بأقل تكلفة ممكنة .

الفرع الثالث: التحفظ

والمقصود بهذا العامل المحافظة على المؤسسة من الانهيار أو الارتباك المالي، فيجب عليها خلق تدفقات نقدية من أجل الوفاء بالالتزامات من الاقتراض، فلا يجب أن يقتصر عملها على تدعيم قدرتها على الاقتراض فقط .

الفرع الرابع: القدرة على الوفاء

يحدد هذا العامل الحد الأقصى الذي يمكن أن تتحمله المؤسسة من القروض ، وفي نفس الوقت تجنب الهلاك

¹ محمد مطر، مرجع سبق ذكره ، ص311.

² اجين برعا ترجمة محمد فتوح وعمر عبد الكريم، الإدارة المالية 2، الطبعة الأولى، شعاع للنشر والتوزيع، حلب، سوريا، 2010 ، ص536 .

أو حملة الأسهم العادية بالمؤسسة، أية مخاطرة حالية إضافية.¹

الفرع الخامس :الرقابة

يجب على الهيكل المالي أن يتضمن أقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة.²

المبحث الثاني: الرفع المالي والمردودية المالية

يتوقف اختيار هيكل التمويل للمؤسسة على الرفع المالي والرفع التشغيلي الذي يتميز مصدره بارتفاع

تكلفته، التي تعد الوجه الآخر للعائد، والذي تتعرض المؤسسة بسببه لمخاطر كثيرة، وبالتالي فقرار اختياره إذن يتوقف على أثر العائد والمخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، وعلى القيمة السوقية لها.

المطلب الأول: تعريف الرفع المالي

تعريف الرفع المالي:

هناك عدة معاني لكلمة رفع Leverage وفي العديد من المجالات، فالرفع في اللغة هو عكس الخفض كقوله تعالى: < خافضة رافعة> أي أنها تخفض أهل المعاصي وترفع أهل الطاعة³. وفي ميدان السياسة يتمتع بعض الناس بقوة رفع اذا إذ إن اصغر كلامهم أو أفعالهم تحقق الكثير ويوصف الشخص بأنه له فاعليه أو تأثير He has a leverage اما الرفع بمفهومه الفيزيائي فهو تحريك أجسام ثقيلة بمجهود أقل أو استخدام أداة صغيرة لرفع أشياء ثقيلة . ويعود استخدام هذا المصطلح الى تشابه أثر الاقتراض وطريقة عمل الرافعة.⁴

وقد أشار العديد من الكتاب والباحثين في مجال الأدب المالي الى مفهوم الرفع او الرفع المالي Financial Leverage بأنه اعتماد الشركة على الاقتراض من المؤسسات المالية لسد احتياجاتها، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة المالية لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدنية أو المدفوعة، ما اذا كانت الشركة تطرح أسهما ممتازة لسد احتياجاتها فالتكاليف الثابتة المالية هنا هي، أرباح الأسهم

¹ عبد القادر بوعزة، التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة ، المدرسة العليا للتجارة ، جامعة الجزائر ، 2003 ، ص91 .
² بوعزة عبد القادر، نفس المرجع السابق ، ص9 .

³ الجوهري، اسماعيل بن حماد1984، تاج اللغة وصحاح العربية، الطبعة الثالثة، ص 40.

⁴ Brigham, E.F. and Ehrhardt, M.C. (2008) . Financial Mahovnagement

التمتازة التي ستقوم الشركة بدفعها الى المساهمين الممتازين، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة.¹

كما حدد مفهوم الرفع المالي بأنه استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة مالية وقد تكون أموال الغير (القروض أو الأسهم الممتازة) إذ أن كلاهما له تكلفة ثابتة مالية على الشركة الالتزام بدفعها، أي بمعنى آخر أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل الشركة فكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح الرفع المالي فعلا اذا استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة اموال الاقتراض، واذا لم تتجح الشركة في ذلك فإنها ستعرض لخطر أكبر وتحقق خسارة أكبر مما يعني فقدان ميزة استخدام الرفع المالي بهيكل الشركة التمويلي.²

وعرف أيضا بأنه توليفة من اموال المقرضين والدائنين ويعبر عن نسبة الدين الى مجموع الموجودات، وأن درجة اعتماد الشركة في تمويل موجوداتها على أموال الغير (سندات، أو قروض، أو أسهم ممتازة) يؤثر على العائد الذي يحصل عليه الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة الذي يتعرض لها هذا العائد. كما عرف الرفع المالي على أنه الاستخدام المحتمل للكلف المالية الثابتة، مثل الفوائد، من أجل تعظيم تأثير التغيرات التي تحصل في الأرباح التشغيلية قبل الفوائد والضرائب في حصة السهم من الربح EPS، إذ ان هناك نوعان من الكلف المالية الثابتة التي قد تتواجد على قائمة الدخل للشركة هي الفوائد المدفوعة على المديونية، ومقسوم الأرباح للأسهم الممتازة، والتي يتوجب على الشركة دفعها بصرف النظر عن الأرباح المنخفضة. ويظهر الرفع المالي مع ظهور الكلف الثابتة في قائمة الدخل أي عندما يترتب على الشركة دفع الفوائد جراء استخدامها للتمويل المقترض.³

ويشير الرفع المالي الى استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب، وهو عبارة عن نسبة القروض الى مجموع الخصوم.⁴ وتقيس درجة الرفع المالي مدى تعرض الشركة الى المخاطر المالية ، وهي كذلك تعكس درجة التغير في عائد السهم الواحد من أرباح التشغيل الناتجة عن التغير في نسبة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب (EBET). ويعرف أيضاً بأنه الاستعانة بأموال الآخرين ، لتحقيق أرباح إضافية يستفيد منها ملاك الشركة ، لذا فهو يعتمد على

¹ الشريف، عليان، والعصار، رشاد، وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، 2007، البركة للنشر، عمان، ص200.

² كراجة، عبد الحليم، ربابعة علي، وآخرون، الإدارة والتحليل المالي (اسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، الصفاء للنشر، 2006، عمان، ص100.

³ النعيمي، عدنان تايه، وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، المسيرة للنشرة، 2007، عمان، ص47.

⁴ الهواري السيد، الإدارة المالية-منهج اتخاذ القرارات-، مكتبة عين شمس، 1996، القاهرة، ص166.

الاقتراض لتمويل عمليات الشركة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك، وتزداد درجة الرفع المالي بازدياد استخدام مصادر التمويل الخارجي ويمكن للرفع المالي أن يزداد بأدوات مالية غير تقليدية مثل استخدام الخيارات المالية والعقود الآجلة.

وهناك من يعتبر الرفع المالي أو الرافعة المالية من المصطلحات التي ابتدعتها الذهنية المؤسساتية لتغليف الأشياء غير المحببة أو السلبية وإعطائها مظهرًا جميلًا، فبدلاً من أن نقول استدانة أو مديونية وهو مصطلح يوحي بالمخاطرة والضعف نقول رافعة مالية وهو مصطلح يوحي بالثقة والقوة.¹

ومن خلال التعاريف السابقة يمكننا استنتاج تعريف واحد وشامل لرفع المالي هو اعتماد المنشأة على الاقتراض من المؤسسات المصرفية والمالية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت الشركة تطرح أسهماً ممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم الشركة بدفعها إلى المساهمين، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة.²

المطلب الثاني: قياس الرفع المالي:

تعريف قياس الرفع المالي:

استخدمت عدة مقاييس لقياس درجة الرفع المالي في لبحوث والدراسات وكتب الادارة المالية، واعتمدت نماذج القياس عموماً على متغيرات رئيسية هي العائد على حقوق الملكية (ROE)، حصة السهم العادي من الارباح (EPS) وصافي الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) وهي كالآتي:³

1. حساب درجة الرفع المالي عند التغير في EPS:

$$DFL = \frac{\Delta \% EPS}{\Delta \% EBIT}$$

¹ الشيخ فهمي مصطفى، التحليل المالي، الطبعة الأولى، 2008، رام الله، ص52.

² بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة ماجستير، غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009، ص88.

³ النعيمي وآخرون، الادارة المالية النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 446.

2. حساب درجة الرفع المالي عند مستوى معين من المبيعات وذلك باستخدام الصيغة التالية:

$$DFL = \frac{Q(P-VC)-FC}{Q(P-VC)-FC-I}$$

اذ أن:

Q: كمية المبيعات

VC: التكاليف المتغيرة للوحدة

FC: التكاليف الثابتة

I: الفوائد على القروض أو مقسوم أرباح الأسهم الممتازة

3. حساب درجة الرفع المالي بمستوى معين من الربح التشغيلية (EBIT):¹

يبين الرفع المالي تأثير التغير في الربح التشغيلي على ربحية السهم أي ان الرفع المالي يبدأ من أد ينتهي الرفع التشغيلي، ويوضح الرفع المالي تأثير التغير في الربح التشغيلي على الربحية المتحققة للسهم الواحد وان الرفع المالي ينتج عن وجود التكاليف الثابتة المرتبطة بكيفية تمويل الشركة، فترتفع المديونية وبالتالي الفوائد المدفوعة عليها تؤدي الى زيادة درجة الرفع المالي DFL وتقاس هذه الدرجة

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT-I}$$

كالآتي:

المطلب الثالث: أثر المردودية المالية على الرفع المالي:

تقديم أثر الرافعة المالية: يقيس أثر الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة، إذن هو يوضح الشروط التي تستطيع من خلالها المؤسسة تحسين الأموال الخاصة (المردودية المالية) بواسطة الاستدانة داخل الهيكل المالي، كما يفسر الرافعة المالية والمردودية المالية بدلالة كلا من المردودية المالية وتكلفة الديون، أي أثر الاستدانة على الأموال الخاصة وتتوقف على الهيكل المالي للمؤسسة يعني مدى نسبة زيادة الأرباح ناتجة عن استخدام

أموال الغير (الاقتراض) في عمليات المؤسسة من اجل تمويل الاحتياجات المالية أيضًا:

يوضح "مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل المردودية لأصل الاقتصادي وتكلفة الديون فهي مقدار يترجم المردودية الاقتصادية إلى المردودية المالية.²

¹ النعيمي، وآخرون، نفس المرجع السابق، ص446.

² طير الويزة، سابغي باهية فريال، فعالية التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسة، مذكرة ماستر، منشورة، جامعة العقيد أكلي محند أولحاج، البويرة، 2015، ص78.

فهو يُعبّر عن "إمكانية تحقيق مردودية الأموال الخاصة تكون أعلى من مردودية مجمل الأصول المستثمرة التي يتم التعبير عنها المردودية الاقتصادية.¹

ومنه من خلال التعاريف السابقة لأثر الرفع المالية يتجلى أنها عملية الاستدانة التي تقوم بها المؤسسة ولاستثمار هذه الأموال في مشاريع مربحة تدر أرباح تغطي التكاليف المالية للديون وتفوقها.

الصياغة الرياضية لأثر الرافعة المالية: في البداية يجب الإشارة إلى أثر الضريبة على التحليل الذي تم استعراضه لأثر الرافعة المالية، "فالضريبة هي اقتطاع من النتيجة، فكل ناتج هو مولد للضريبة، وكل تكلفة تخفض من الضريبة (في حدود الربح الذي تحققه المؤسسة) فكل نتيجة من حسابات جدول النتائج فهو مرتبط بضريبة أو دين ضريبة نظري، الضريبة النهائية هي محصلة مجموع الضرائب أو دين الضرائب (إذا كان هذا المجموع موجب)، وعليه يمكننا حساب نتيجة اقتصادية صافية من الضرائب على الأرباح بضرب نتيجة الاستغلال في معدل الضريبة.²

وتتحدد علاقة اثر الرفع المالي من خلال المتغيرات التالية:

$$R(D \times R_e - i) \times (IBS - 1) \quad \leftarrow (1)$$

النتيجة العملياتية: Roper

النتيجة الصافية: Rnet

المردودية الاقتصادية: Re

المردودية المالية: Rf

الأموال الخاصة: CP

الاستدانة: D

المصاريف المالية (تكلفة الاستدانة): i

معدل الضريبة: IBS

من خلال العلاقة رقم (1) يمكن توضيح أثر الرافعة المالية من خلال النتيجة الصافية والنتيجة العملياتية:³

¹ الياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصباحي، العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 8، جامعة الموصل، العراق، 2012، ص 147.

² الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التفسير المالي-الإدارة المالية، دار وائل، الأردن، 2011، ص 270.

³ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، نفس المرجع السابق، 270.

$$\begin{aligned}
 RF &= \frac{R_{net}}{CP} = \frac{R_{oper} - i.D \times (1 - IBS)}{CP} \\
 &= \frac{R_{oper}}{CP + D} - \frac{i \times D}{CP + D} \\
 &= \frac{Re - iD}{CP - D} \times (1 - IBS) \times \frac{CP + D}{CP} \\
 &= Re \times \left(\frac{CP + D}{CP} - \frac{i \times D}{CP + D} + \frac{CP + D}{CP} \right) \times (1 - IBS) \\
 &= \left(Re \times \frac{CP + D}{CP} - \frac{i.D}{CP + D} \right) \times (1 - IBS) \\
 &= \left(Re \frac{CP}{CP} + Re \frac{D}{CP} - \frac{i.D}{CP + D} \right) \times (1 - IBS) \\
 &= \left(Re + Re \frac{D}{CP} - \frac{i.D}{CP} \right) \times (1 - IBS) \\
 R_f &= Re \times (1 - IBS) + (Re - i) \times \left(\frac{D}{CP} \right) \times (1 - IBS) \\
 R_f &= Re + \left[(Re - i) \times \frac{D}{CP} \right] \times (1 - IBS) \quad \leftarrow (2)
 \end{aligned}$$

حيث ومن العلاقة:¹

(Re-i) الهامش بين المردودية والاستدانة

$\frac{D}{CP}$: الرفع المالي

$(Re \times i) \times \frac{D}{CP}$: أثر الرافعة المالية

فيكون لدينا : المردودية المالية = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية

وبالتالي:

أثر الرافعة المالية = المردودية المالية - المردودية الاقتصادية

تحليل أثر الرافعة المالية: من خلال الصياغة الرياضية لأثر الرفع المالي يتضح أن للضريبة أثر واضح في حسابه حيث اللجوء الى عملية الاستدانة تؤدي الى تدني الوعاء الضريبي، وهذا بطبيعة الحال يتم من خلال طرح الفوائد من الأرباح قبل حساب الضريبة، ومن اجل أن تحقق المؤسسات وفورات الضريبة فهي تفضل التمويل بالاقتراض بدلا من التمويل او استعمال أموالها الخاصة. يتجلى الهدف من حساب الرفع المالي في دراسة أثر الاستدانة على المردودية المالية، حيث قد يكون للاستدانة أثر ايجابي على المردودية المالية، كما لا يمكن أن يهمل الأثر السلبي له.

¹ مسعودي سمية، أثر الرفع المالي على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، جامعة العربي بن مهيدي، ام البواقي، 2016/2017، ص32.

هذا يختلف من مؤسسة الى أخرى ويتم توضيح ذلك من خلال الحالات التالية، والتي تمثل حالات الرفع المالي:¹

- أ- حالة مؤسسة عديمة الاستدانة: هي حالة نادرة الحدوث على ارض الواقع، يعني أن المؤسسة تمول احتياجاتها المالية حصرا بواسطة التمويل الذاتي، والرافع في رأس المال:

$$D=0 \rightarrow i = 0 \rightarrow Rf = \left[Re + (Re - 0) \cdot \frac{0}{CP} \right] \times (1 - IBS)$$

$$Rf = Re \times (1 - IBS)$$

$$(1 - IBS) \text{ المردودية المالية} = \text{المردودية الاقتصادية}$$

ففي هذه الحالة، لا أثر الرفع المالي، بالتالي المردودية المالية تتساوى مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الارباح.²

- ب- حالة المؤسسة المستدانة: تعد عملية الاقتراض من اهم مصادر التمويل، كما أن الاستدانة تساهم في تحسين المردودية المالية بصفة خاصة ومستويات المردودية الكلية، هنا يجيب التمييز ثلاث حالات تقع فيها المؤسسة هي :

✓ حالة المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي غير صالح للمؤسسة أي بزيادة الاعتماد على قروض تؤدي الى انخفاض المردودية المالية ويسجل هذا الانخفاض من خلال زيادة المصاريف المالية.

$$(Re - i) < 0 \rightarrow Rf = (Re - i) \frac{D}{CP} < 0$$

(Re-i): الهامش بين المردودية والاستدانة

$$(Re - i) \times \frac{D}{CP} : \text{أثر الرافعة المالية}$$

Rf : الرافعة المالية.

الهامش بين المردودية والاستدانة أصغر من الصفر هذا يستلزم أن الرافعة المالية تساوي أثر الرافعة المالية أصغر من الصفر، ومن خلال هذه العلاقة يكون أثر الرفع المالي سالب.

✓ حالة المردودية الاقتصادية تساوي تكلفة الاستدانة: في هذه الحالة نفس حالة انعدام الاستدانة أي أن المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، والتالي الرفع المالي يكون بدون أثر على المردودية المالية.

¹ ميلود ميلي، أثر الرفع المالي على مردودية الاموال الخاصة ودرجة المخاطرة، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013، ص65.

² مسعودي سمية، أثر الرفع المالي على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص33

✓ حالة المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة: عندما تكون المردودية

الاقتصادية أكبر من معدل الاستدانة في هذه الحالة يكون الرفع المالي في صالح

المؤسسة، نظرا للأثر الايجابي للمؤسسة:¹

$$(Re - i) > 0 \rightarrow Rf = (Re - i) \times \frac{D}{CP} > 0$$

الهامش بين المردودية والاستدانة أكبر من الصفر هذا يستلزم أن الرافعة المالية تساوي أثر الرافعة المالية أكبر من الصفر.

اذن يمكن تحسين المردودية المالية، بزيادة الرفع المالي $\frac{D}{CP}$ ، أي يمكن زيادة اللجوء الى الاستدانة يؤدي الى زيادة المردودية المالية.²

الصيغة الرياضية لأثر الرافعة المالية:

لضريبة أثر واضح في حساب أثر الرافعة المالية، حيث أن اللجوء الى الاستدانة يؤدي الى تقليل الوعاء الضريبي وهذا لان الفوائد تطرح من الأرباح قبل حساب الضرائب، فالمؤسسات سيكون أكبر. يمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية، انطلاقا من المعطيات التالية:³

Roper: النتيجة العملياتية

Rnet: النتيجة الصافية

Re: المردودية الاقتصادية

Re: المردودية الاقتصادية

Rcp: مردودية الاموال الخاصة

CP: الاموال الخاصة

D: الاستدانة الصافية

I: تكلفة الاستدانة

IS: معدل الضريبة على ارباح الشركات.

تحدد النتيجة الصافية بدلالة النتيجة العملياتية كالتالي:⁴

$$Rnet = (Roper - D \times I)(1 - IS)$$

وبقسمة طرفي المعادلة السابقة على الأموال الخاصة CP نجد:

¹ بسام محمد الاغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص89.

² مسعودي سمية، أثر الرفع المالي على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص34

³ الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي-الادارة المالية ، مرجع سبق ذكره، ص286.

⁴ اسماء ريم، مدى تأثير الرافعة المالية على تقييم الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص8.

$$R_{cp} = \frac{R_{net}}{CP} = \frac{(R_{oper} - D \times I)(1 - IS)}{CP}$$

$$= \frac{(R_{opr} - D \times I)(1 - IS)}{CP} \times \frac{CP + D}{CP}$$

$$= \left(Re \times \frac{cp}{cp} + Re \times \frac{D}{CP} - I \times \frac{D}{CP} \right) (1 - IS)$$

وبالتالي يمكن صياغة أثر الرافعة المالية كالتالي:

$$R_{cp} = \left(Re + (Re - i) \times \frac{D}{CP} \right) \times (1 - IS)$$

حيث:¹

- (Re-i): الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة
- $\frac{D}{CP}$: الرافعة المالية وتقاس تركيبة الهيكل المالي.
- $(Re - i) \times \frac{D}{CP}$: أثر الرافعة المالية.

فيكون لدينا:

$$\text{مردودية الاموال الخاصة} = \text{المردودية الاقتصادية} + \text{أثر الرافعة المالية}$$

وبالتالي:

$$\text{أثر الرافعة المالية} = \text{مردودية الأموال الخاصة} - \text{المردودية الاقتصادية}$$

المطلب الرابع: المخاطر المالية

تعريف الخطر المالي: يعرف الخطر المالي على أنه: عدم انتظام العوائد المتوقعة، وتعود عملية عدم

انتظام العوائد اساسا الى حالة عدم التأكد المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية.²

هو احتمال حدوث حدث ما يؤثر على النتائج المتوقعة من الأعمال المؤداة، ويقاس الخطر بالانحراف

المعياري للنتائج المحققة عن النتائج المتوقعة.³

فيعرف الخطر المالي كذلك على أنه: مصطلح لأية مخاطر مرتبطة بأي شكل من أشكال التمويل،

المخاطر ممكن أن تأخذ شكل سلبي وهو الفرق بين العوائد الحقيقية والمتوقعة (عندما تكون العوائد

المتوقعة أقل)، أو عدم التأكد من العائد، المخاطر المرتبطة بالتدفق النقدي للمؤسسة تدعى بمخاطر

الأعمال، والمخاطر المرتبطة بالاستثمار تدعى بمخاطر الاستثمار.⁴

¹ دغوم عبد الرحمان، دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016/2015، ص9.

² مداني بلغيث، عبد الله ابراهيمي، تسيير الخطر في المؤسسة تحدي جديد، مجلة الباحث، العدد3، جامعة ورقلة، 2005، ص80.

³ محمد أحمد، الأخطار المالية على التسويق الدولي، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة دمشق، سوريا، 2010، ص23.

⁴ <http://www.mhabash.com/2014/05/16/business-risk-and-financial-risk/> (14:15:37).

يعرف أيضا على أنه : الخطر الإضافي الذي تضعه إدارة المؤسسة بسبب قراراتها بضم الديون الى هيكلها المالي.¹

1. خصائص الخطر المالي: تظهر خصائص الخطر المالي والنتائج المقابلة لها كما يلي:

يلي:

- السداد عند الاستحقاق، خطر عدم السيولة (العجز المالي الفوري أو الجزئي العارض) والعسر المالي.
- دفع الاعباء المالية الثابتة (الفوائد. خدمة الدين) ربحية مهددة.
- تغاير الربح على حساب، وذلك ب:³
 - ❖ انخفاض أو ارتفاع ارباح الأسهم، خطر المساهم.
 - ❖ انخفاض أو اختفاء طاقة التمويل الذاتي، خطر عدم التوسع.
 - ❖ ضعف الضمانات، وتهديد لحرية العمل والحركة.
 - ❖ إضعاف وتهديد الاستقلال المالي، خطر فقد السيادة المالية.

2. مخاطر الرافعة المالية: تنتج هذه المخاطر من لجوء المؤسسة الى التمويل بالاستدانة

بشكل مفرط "كأن نجد في جانب الخصوم من ميزانية المؤسسة ما ان 40% من مجموع الخصوم هو عبارة عن أسهم عادية (رأس مال خاص) و 60% ديون، فيتحمل المساهمون كافة المخاطر الناجمة عن ممارسة المؤسسة لنشاطها"⁴ ، على اعتبار أن الدائنين ممتازون، ولهم الأولوية في الحصول على حقوقهم بغض النظر عن النتيجة المحققة من طرف المؤسسة، وتحاول المؤسسات في الغالب الوصول الى مستوى معين من الاستدانة، في تمويل أنشطتها وذلك لاستفادة من مزايا تلك المصادر من التمويل أو ما يعرف بالرافعة المالية، على العموم تلك الشركات إلا تتوسع في الاستدانة دون مبرر مقنع للمخاطر المرتبطة بها. فهو ما يعرف ب: خطر الرافعة المالية الذي يعرف على أنه: "معدل التقلب المتوقع في دخل المؤسسة الاعمال بعد الفوائد والضرائب، وذلك نتيجة التقلب في تكاليف لتمويل الممتلك والمقترض، أو

¹ السعيد فرحات جمعة، الاداء المالي لمنظمات الاعمال، مجموعة النيل العربية طباعة نشر توزيع، 2000 ، ص318.

² السعيد فرحات جمعة، نفس المرجع سابق، ص 318.

³ حوري زينب، تحليل وتقدير الخطر المالي في المؤسسات الصناعية، مذكرة دكتوراه، غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2006، ص70.

⁴ جبار محفوظ، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ص97.

بعبارة أخرى هو يمثل أثر التقلب في الفوائد على الدخل بعد الفوائد والضرائب جراء التقلب في سعر الفائدة السائدة في السوق المالي". ويتم قياس المخاطر المتعلقة بالرافعة المالية بمعدل التغير في الأرباح بعد الفائدة والضريبة، وارتفاعها الشديد قد يؤدي الإفلاس نتيجة لعدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، أي أن تفوق تكلفة الخصوم المتداولة قيمة الأصول المتداولة، وهو ما يعرف بالعسر المالي¹، وخطر الرافعة المالية اذن هو ذلك الخطر الذي يتعرض له حملة الأسهم العادية، وينشأ جراء اعتماد المؤسسة على مصادر تمويل أخرى تدفع عنها تكاليف ثابتة، ونقصد بها القروض و الأسهم الممتازة، ويمكن أن يقاس الخطر المالي باستخدام درجة الرفع المالي من خلال العلاقة التالية:²

درجة الرفع المالي = صافي نتيجة الاستغلال / صافي نتيجة الاستغلال - أعباء التمويل (أو نسبة التغير في ربحية السهم) / نسبة التغير في الربحية

- ومنه فإن تكرار وثبات الالتزامات المرتبطة بالخطر الاقتصادي، والتي لا تستطيع التدفقات النقدية الجاهزة من تسديدها هي من يعمل على وجود الخطر المالي، وهذا الأخير يرتبط بحالة عدم التأكد من تحقيق أرباح الاستغلال، وعليه كلما كان هيكل رأس المال مؤلفا من الديون فإن الخطر المالي يزداد ويرتفع ويلاحظ تأثير الخطر المالي على الخطر الكلي في أربعة أمور حددها أهل الاختصاص في الآتي:³
- بتآكل الأرباح.
- مستوى تغطية النفقات الثابتة.
- هيكل وقدرة التمويل.
- انخفاض مرونة التمويل مستقبلا.

3. أنواع المخاطر المالية: هناك العديد من التصنيفات التي تواجه الباحثين في تصنيف

الأخطار المالية التي تواجه المؤسسات من مخاطر داخلية وخارجية، ومخاطر

¹ فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية (إطار نظري محتوى عملي)، دار المسيرة لنشر، عمان، 2013، ص 234.

² منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية -مدخ تحليلي معاصر، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1998، ص 369.

³ منير ابراهيم هندي، نفس المرجع السابق، ص 370.

منتظمة، وغير منتظمة، مخاطر عامة، وخاصة عامة، وخاصة، أما المخاطر التي
تهم في هذه الحالة هي المخاطر المتعلقة بالمؤسسة، وتتمثل في ¹:

✕ خطر التدفق النقدي: هو خطر يحدث عندما لا تنتظم التدفقات النقدية من الاستثمار

كما هو متوقع ويتم هذا عندما لا تنتظم التدفقات النقدية في الوقت المطلوب أو
الكمية المطلوبة أو كلاهما.

✕ خطر الاستمرار في المشروع: ويعني خطر عدم القدرة على متابعة تنفيذ أعمال

المشروع، وينجم من عدم القدرة على مواجهة الالتزامات اليومية نتيجة عدم انتظام
التدفقات النقدية، وهو من آثار خطر التدفق النقدي.

✕ خطر المبيعات: ويؤثر على العوائد، والعوامل التي تؤثر على هذا الخطر، تعتمد على

الظروف الاقتصادية وأعمال المنافسين والأسعار وحجم المبيعات ويؤثر على التدفق
النقدي.

✕ الخطر التشغيلي: ينجم عن مزيج تشكيل التكاليف المتغيرة، في هيكل المؤسسة

المالي، ويؤثر على التدفق النقدي، فكلما كانت التكاليف الثابتة أكبر من التكاليف
المتغيرة كلما أضعف ذلك من قدرة المؤسسة من التحكم في التكاليف التشغيلية عند
حدوث تغيرات في المبيعات، ان مزيج التكاليف الثابتة والمتغيرة يعتمد بشكل كبير
على نوع النشاط الذي تمارسه المؤسسة.²

✕ الخطر التمويلي: هو الخطر المرتبط بكيفية تمويل المؤسسة لعملياتها، أي اذا كانت

هذه الاخيرة تمويل عملياتها عن طريق الاقتراض فإنها ملزمة بدفع أقساط القرض عند
الاستحقاق ومثل هذه الالتزامات تزيد من مخاطرها المالية، أما اذا كانت المؤسسة
تمول عملياتها من خلال المشاركة فأما أن تحصل على الأموال من خلال الأرباح
المحتجزة أو من خلال اكتتابات جديدة فإنها تتجنب في هذه الحالة تحمل التزامات
ثابتة، أي أنه كلما زادت تكاليف الالتزامات الثابتة (الائتمان، القروض) التي تتحملها
المؤسسة كلما كان الخطر المالي أكبر.

¹ محمد أحمد، الأخطار المالية على التسويق الدولي، مرجع سابق، ص 5-6.

² محمد أحمد، الأخطار المالية على التسويق الدولي، مرجع سابق، ص 5-6.

☒ خطر الافلاس: كلما زاد قلق المؤسسات من عدم قدرتها على دفع الالتزامات

المرتبة عليها كلما اقتربت من خطر الافلاس.¹

يتأثر خطر الافلاس بخطر الاستمرار في نشاط المؤسسة، وخطر المبيعات، والخطر التشغيلي والخطر التمويلي، وبالتالي الأخذ بعين الاعتبار أثار القرارات المالية، والتشغيلية على خطر الافلاس.

¹ فيصل محمود الشواورة، مبادئ الادارة المالية (اطار نظري محتوى عملي)، مرجع سابق، ص250.

المبحث الثالث: الرفع التشغيلي والمردودية الاقتصادية

المطلب الأول: تعريف الرفع التشغيلي

تعريف الرفع التشغيلي (Operating leverage):

إن المقصود بالرفع التشغيلي هو تضخيم حجم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، حيث تركز الرافعة التشغيلية على التكاليف الثابتة. فلو نجحت الشركة في زيادة تكاليفها الثابتة، كأن تلجأ إلى استخدام المزيد من الآلات، واستطاعت بالمقابل أن تستغني عن عدد كبير من العمال الذين حلت هذه الآلات محلهم (تكاليف متغيرة) فإنها بذلك تكون قد لجأت إلى ما يعرف بالرفع التشغيلي؛ وسوف تكون النتيجة أنها تستطيع تحقيق أرباح أكبر (أو تتعرض في نفس الوقت لخسائر أكبر) عند نفس مستوى المبيعات مما كانت تحقق قبل لجوئها إلى الرفع التشغيلي. ومن هنا جاء مفهوم الرافعة التشغيلية، فإنها بإحلال التكاليف الثابتة محل المتغيرة تستطيع (وبنفس الجهد) مستوى المبيعات (أن تضخم النتائج) الأرباح أو الخسائر.¹

كما يعرف الهواري، الرافعة التشغيلية على أنها المدى الذي يصل إليه استخدام التكاليف الثابتة في النشاط الاقتصادي الذي تمارسه المنشأة.²

أما كلوب (Klob) فيعرفها بنتائج استخدام التكاليف الثابتة في العمليات التشغيلية

وتجدر الإشارة هنا أن استعمال الرفع التشغيلي سوف يؤدي إلى زيادة التكاليف الثابتة؛ وهذا سوف يؤدي إلى انتقال نقطة التعادل إلى أعلى، أي أن المنشأة بحاجة إلى حجم مبيعات أكبر لكي تغطي تكاليفها الثابتة، وهذا ما يعرف بمخاطرة الأعمال *Business Risk* وتبقى نقطة التعادل على حالها إذا كانت الزيادة في التكاليف الثابتة تساوي النقص في التكاليف المتغيرة الكلية للمنشأة. وتزداد فعالية الرفع

¹ رمضان زياد، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، دار الصفاء، عمان، 1996، ص 120.

² الهواري سيد، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل طويل الأجل، طبعة الأولى، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1976، ص 34.

التشغيلي إذا كانت الزيادة في التكاليف الثابتة أقل من التخفيض في التكاليف المتغيرة الكلية، وهذا سوف يؤدي إلى تضخيم أرباح المنشأة حيث أن المنشأة سوف تغطي تكاليفها الثابتة عند حجم مبيعات أقل من الحجم السابق (قبل استخدام الرفع) وبالتالي انتقال نقطة التعادل الى اسفل وهذا يعتبر انجازا جيدا بالنسبة للمنشأة.¹

كما تعرف الرافعة التشغيلية على أنها: تضخيم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، وهذا يعني بالضرورة إحلال الآلات مكان الأيدي العاملة، فإذا نجحت المؤسسة في تخفيض تكاليفها المتغيرة، والمتمثلة في الأيدي العاملة وزيادة تكاليفها الثابتة والمتمثلة في الآلات فإنها تستطيع زيادة أرباحها إلا أنها سوف تتعرض لمخاطر أكبر حيث أن عدم نجاحها في عملية الرفع التشغيلي سوف يلحق بالمؤسسة خسائر أكبر بالمقارنة مع الخسائر التي سوف تتحقق بدون الرافعة التشغيلية.²

وتعرف أيضا على أنها: المدى الذي يصل إليه استخدام التكاليف الثابتة في النشاط الاقتصادي الذي تمارسه المؤسسة.

المطلب الثاني: قياس الرفع التشغيلي

تعريف قياس الرفع التشغيلي:

تشمل درجة الرافعة التشغيلية معدل التغيير في صافي أرباح التشغيل (قبل الفوائد والضريبة) إلى معدل التغيير في المبيعات المحدد لمستوى معين من المبيعات.³

تشمل درجة الرافعة التشغيلية معدل التغير في صافي أرباح التشغيل (قبل الفوائد والضريبة) الى معدل التغير في المبيعات المحدد لمستوى معين من المبيعات، ومعادلة الرافعة التشغيلية تأخذ الشكل التالي:

4

¹ العمار، رضوان وليد، أساسيات في الادارة المالية، مدخل الى قرارات لاستثمار وسياسات التمويل، طبعة الاولى، دار المسيرة، عمان، 1997، ص120.

² هيثم محمد الزعبي، الادارة والتحليل المالي، دار الفكر لطباعة والنشر، عمان، الاردن، 2000، ص279.

³ السامرائي، عدنان هاشم، الاداة المالية: منهج تحليلي شامل، طبعة الاولى، الجامعة المفتوحة، طرابلس، 1993، ص280.

⁴ السامرائي، عدنان هاشم، الاداة المالية: منهج تحليلي شامل، مرجع سبق ذكره، ص93.

الفصل الأول : مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي والرفع المالي للمؤسسة

$$\text{درجة الرفع التشغيلية} = \frac{\text{نسبة التغير في الارباح}}{\text{نسبة التغير في المبيعات}}$$

$$\text{درجة الرفع التشغيلي (DOL)} = \frac{\text{سعر الوحدة الواحدة - التكاليف المتغيرة للوحدة}}{\text{الصافي الربح قبل الفوائد و الضرائب}} \times \text{حجم المبيعات}$$

وتختلف المؤسسات في مستوى استخدامها للرافعة التشغيلية، لذلك يجب استخدام الية لقياس درجتها، وفقا للعلاقات التالية:

الطريقة 1:

$$DOL = \frac{\text{التغير النسبي في EBIT}}{\text{التغير النسبي في الوحدات و المبيعة المنتجة}}$$

الطريقة 2: حيث يمكن تعريف درجة الرفع التشغيلي بأنها النسبة المئوية للتغير في الربح الصافي قبل الفوائد والضرائب عن نسبة مئوية للتغير في عدد الوحدات المباعة.¹

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} : \frac{\text{نسبة التغير في الربح الصافي قبل الفوائد و الضرائب}}{\text{نسبة التغير في المبيعات}}$$

وبالعودة للمثال:

في الشركة أ: $\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{50}{100} + 1 = 1.5$ = 2 درجة

في الشركة ب: $\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{50}{150} + 1 = 1.33$ = 3 درجة

ونفس النتيجة تعطيها عند الحساب في حالة انخفاض المبيعات.

الطريقة 3: التي يمكن تعريف درجة الرفع التشغيلي بأنها مجمل الربح من صافي الربح قبل الفوائد والضرائب أي:²

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{\text{مجمل الربح}}{\text{الربح الصافي قبل الفوائد و الضرائب}}$$

¹ د. محمد صالح الحناوي ود. جلال ابراهيم العبد، الادارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرار، طبعة 2006، ص 251.

² د. محمد صالح الحناوي ود. جلال ابراهيم العبد، نفس المرجع السابق، ص 251.

وبالعودة للمثال :

في الشركة أ: $\text{درجة الرفع التشغيلي} = 300/600 + 2 = 2.5$ درجة

في الشركة ب: $\text{درجة الرفع التشغيلي} = 200/600 + 3 = 2.33$ درجة

وإذا أخذنا بالوحدات :¹

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{Q(P-CV)}{Q(P-CV)-CF}$$

فاستخدام أي من المعادلات سنحصل على نفس النتيجة ويلاحظ انه كلما كانت التكاليف الثابتة مرتفعة والتكاليف المتغيرة منخفضة فان هذا الوضع يؤدي الى توفير الظروف لتحقيق نسبة مئوية اكبر في الارباح سواء أكان ذلك على اعلى أو أسفل.

ويقصد بنتيجة الرفع التشغيلي مثلا في الشركة أ فإن أي تغير في المبيعات بنسبة 1% يترتب عنه التغير في الربح الصافي بنسبة 2% وهذا التغير سواء كان بالانخفاض أو بالزيادة .

المطلب الثالث: أثر الرفع التشغيلي على المردودية الاقتصادية

لدراسة أثر الرفع التشغيلي على مردودية المؤسسة في حالة حدوث تغير ما في المبيعات سواء بالزيادة أو بالنقصان على كل حال من الشركتين (نضع نسبة التغير 50%).

فعند مقارنة التغير في المبيعات بالتغير الناتج عنه في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب حيث نلاحظ في كلتا الشركتين (المثال السابق) أن التغير في المبيعات (زيادة أو نقصان) ينعكس على صافي الربح قبل الفوائد والضرائب بنفس نسبة التغير مضروبة في درجة الرفع التشغيلي فيتضح أن زيادة في المبيعات ب 50% أدى الى زيادة الربح الصافي ب 100% في الشركة أ أي الضعف، وفي الشركة ب ب 150% أي 3 مرات من نسبة تغير المبيعات ، وهذا يبين أن الانتعاش يفيد المنشأة ذات الرفع التشغيلي أعلى وهي الشركة ب.²

¹ د. فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، طبعة 2011، ص 323.
² د. مبارك لسلوس، التسيير المالي، الطبعة 2، 2012، ص 89.

بالمثل في حالة الانخفاض يعطي نفس النتيجة والتي تكون بالنقصان، حيث انخفاض المبيعات ب 50% يؤدي الى انخفاض صافي الربح ب 100 % في الشركة أ وفي الشركة ب ب 150% ، وهذا يبين أن الانكماش لا يفيد المنشأة ذات الرفع التشغيلي الأعلى على خلاف ذلك في حالة الانتعاش.

ومن كل هذا يتضح أن الرفع التشغيلي يعمل في اتجاهين فعندما يكون هناك تكاليف ثابتة في الشركة فإن الرفع التشغيلي يكون حاضرا، فإذا كانت نسبة التكاليف الثابتة مرتفعة فهذا يعني أن الشركة تتميز برافعة تشغيل عالية والتي تعني أن أي تغير صغير في لمبيعات ينتج عنه ارتفاع كبير في الأرباح قبل الفوائد والضرائب كما أن أي انخفاض صغير في المبيعات ينتج عنه انخفاض كبير في الأرباح قبل الفوائد والضرائب وبالتالي فالرفع التشغيلي سلاح ذو حدين.

المطلب الرابع: المخطر التشغيلي

تعريف الخطر التشغيلي: يعرف بأنه الخطر الذي يتعلق بإدارة مخاطر التشغيل والعمليات وحوادث الأداء، وهنا يمكن جمع مخاطرة بمخاطر، فهي بذلك تنتمي الى ادارة المخاطر، وتتطوي تحت فرع إدارة الأزمات، وإدارة العمليات والادارة الإشرافية.¹

وتعرف كذلك على أنها ذلك النوع من المخاطر التي تصاحب فشل النظام الداخلي بسبب المشاكل الميكانيكية أو الخطأ الانساني (الفشل في تخصيص الموارد)، كما يمكن القول أنها احتمال خسارة ناجم عن عمليات فاشلة، أو غير مناسبة من طرف الأفراد أو المؤسسات، أو من أحداث خارجية كالكوارث الطبيعية التي تحطم الأصول المادية، والخسائر المادية التي تعطل العمل، وهي من المخاطر السهلة التحديد نسبيا، من الخسائر الناجمة عن مشاكل داخلية مثل تجاوزات الموظفين، واختلالات الأداء، فالمخاطر الناجمة عن مشاكل داخلية تصبح الى حد بعيد متعلقة بمنتجات وخدمات، وخطوط عمل محددة، لذا ينبغي أن تكون محددة أكثر من المخاطر العائدة الى أحداث خارجية، زيادة على ذلك بعض مشاكل التشغيل الفردي تؤدي الى حوادث ذات احتمال صغير بالنسبة للسير الجيد للمؤسسات لكنها تكشف للمؤسسة النتائج التي قد تكون مكلفة فعلا، لأن المخاطر التشغيلية مرتبطة بصفة عامة وبشكل دقيق بمشاكل عملية.²

¹ عبد الرشيد بن ديب، عبد القادر شلالي، مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر، ورقة بحث مقدمة للمشاركة في الملتقى الدولي 3 حول استراتيجية ادارة المخاطر في المؤسسات، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، يومي 25 و26 نوفمبر 2008، ص9.

² عبد الرشيد بن ديب، عبد القادر شلالي، نفس المرجع السابق، ص10.

1. مخاطر الرافعة التشغيلية: ان المفهوم الفني للرفع مستمد من العلوم الطبيعية كما ذكرنا في

السابق حيث أن استخدام الرافعة في الفيزياء يعني تضخيم الجهد لتحقيق أفضل النتائج، وبالتالي فان الرفع التشغيلي سلاح ذو حدين يؤدي الى تحقيق أفضل النتائج عندما تتصف العمليات التشغيلية بالكفاءة، ستظهر هنا من احتمال عدم قدرة المؤسسة على تحقيق صافي مبيعات تستطيع من خلاله أن تتجاوز نقطة التعادل إما لأسباب داخلية تتعلق بالمؤسسة نفسها، أو لأسباب تتعلق بالظروف البيئية المحيطة بها.

فانخفاض نقطة التعادل يعني انخفاضاً للمخاطر الناتجة عن استخدام الرفع التشغيلي مع ملاحظة أن تحمل أي قرار تصاحبه مخاطرة مالية عالية فان العائد المطلوب سيتناسب مع هذا القرار، وبالتالي المطالبة بعائد مرتفع لتعويض تلك الخسائر.¹

وقد بين بولتون وكون، أن المؤسسات التي تتصف بدرجة عالية من الرفع التشغيلي يجب أن لا تعتمد بدرجة كبيرة على الديون لتمويل استثماراتها، والسبب أنه كلما زادت درجات الرفع التشغيلي أدى ذلك الى زيادة التذبذب في قدرة المؤسسة على خدمة ديونها، وبالتالي زيادة المخاطر المتعلقة بالقدرة على الوفاء بالتزاماتها تجاه الدائنين ويمكن حسابه بالعلاقة التالية:²

الخطر التشغيلي = الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال / متوسط نتيجة الاستغلال

¹ طارق عبد العال حماد، ادارة المخاطر، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2007، ص 51.

² شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص 163.

خلاصة الفصل:

لقد اختلفت وجهات نظر الدارسين لموضوع التمويل بين مؤيد ومعارض لإمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل بالنسبة للمؤسسة والذي يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة، فحسب نظرية الوكالة مثلاً فإن الهيكل المالي الأمثل ينتج عن تحكيم مرضي بين أنماط التمويل المختلفة التي تسمح بحل إشكالية تضارب المصالح بين الأطراف المهتمين بمستقبل المؤسسة وحياة المؤسسة، في حين وحسب نظرية التسوية فإن الهيكل المالي الأمثل يتحقق انطلاقاً من تحقيق التوازن بين متغيرين الإفلاس والوفرات الضريبية.

يعكس الرفع المالي مدى اعتماد المؤسسة على أدوات الإنتاج، ومصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة، وللرفع تأثيران متضادان، فهو يساهم في زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية، إلا أنه يساهم أيضاً في زيادة المخاطر التي يتعرضون لها من جرائه في ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها، ويتوقع أن يترتب على زيادة العائد ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، كما يتوقع أن يترتب على زيادة العائد ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، أما بالنسبة للمردودية رغم اختلاف أنواعها إلا أنها تصب في مفهوم واحد ألا وهو قياس فعالية المؤسسة وكفاءتها، وهذا بتوفير متطلبات ملائمة، ونسب المردودية لا تخص المؤسسة فقط بل كل من لهم علاقة بالمؤسسة، كما أن المردودية هي سياسة للوصول إلى الأهداف، إذ تسعى المؤسسة إلى تحقيق معدلات نمو مرتفعة، إذ تواجه المؤسسة عدة صعوبات ومخاطر مالية وتجارية، في بعض الأحيان تتخلى المؤسسة عن مبدأ الاستقلالية المالية وتوسع نطاق الاستدانة لتحسين المردودية.

الفصل الثاني:

الرفع المالي في البنك

الجزائر الخارجي

تمهيد

يعتبر بنك الجزائر الخارجي من أهم البنوك التي تطبق الرفع المالي وهو من أهم البنوك التي تشهد تطورا ملحوظا في الجزائر فيما يخص بتطبيق الرفع المالي وتعامله مع مختلف المؤسسات وتقديمه لشتى أنواع الخدمات والتسهيلات للعملاء .

وعليه فأننا سنتطرق في هذا الفصل الى أهم ملامحه الأساسية .

✓ المبحث الأول: تقديم حول البنك الجزائري الخارجي.

✓ المبحث الثاني: تحليل لأهم مؤشرات الميزانية المالية

المبحث الأول: دراسة حول البنك الجزائري الخارجي

المطلب الأول: نشأة وكالة بنك الجزائر الخارجي

وكالة بنك الجزائر الخارجي: نشأت عام 1987 في 29 سبتمبر، مقرها بحي 400 سكن بالوادي، بعد تأسيس المقدمة الوطنية البترولية NAFAL وبعض المؤسسات الأخرى كشركات التأمين SAA، CAAT، ومؤسسات أخرى خاصة بمؤسسات البناء والأشغال العمومية، هذه المؤسسات أول الزبائن على مستوى وكالة بنك الجزائر الخارجي بالوادي.

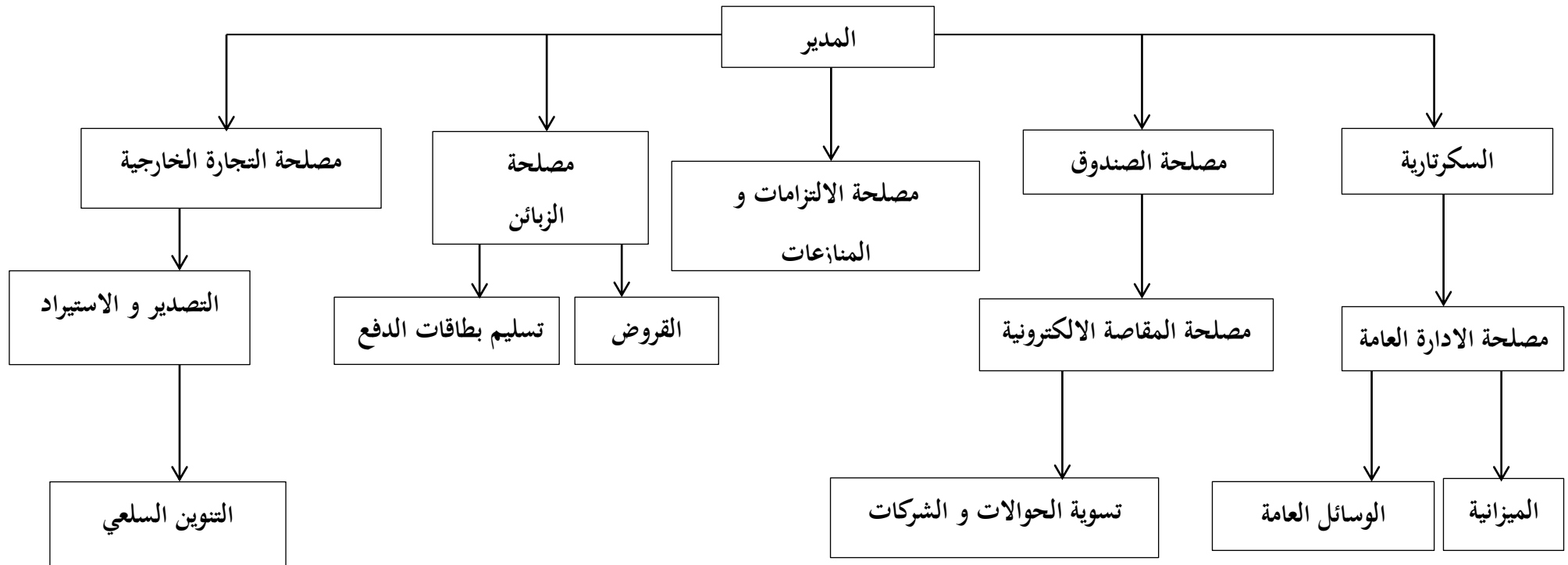
المطلب الثاني: الخدمات التي يقدمها البنك

الخدمات التي يقدمها البنك Services Bancaires:

- فتح الحسابات الجارية بأنواعها بالعملة الوطنية والصعبة.
- استقبال الزبائن ومسك ملفات القروض.
- اجراء عمليات الاستيراد والتصدير Les opérations d'importation /Exportation
- فتح الاعتمادات والضمانات لتحصيل عملية الصفقات العمومية لدى الزبائن Les cautions de soumissions
- فتح حسابات الودائع والتوفير والاحتياط .
- نشر أسعار الصرف على لوائح الكترونية يوميا لكل عملات العالم Devise international
- منح القروض والتسهيلات المالية لزيائنه.
- تسليم دفاتر الشيكات Les carnets de chèques

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للوكالة

الهيكل التنظيمي للبنك الجزائري الخارجي



المصدر البنك الجزائري الخارجي

الفصل الثاني: الرفع المالي في البنك الجزائري الخارجي

المبحث الثاني: تحليل لأهم مؤشرات الميزانية المالية

المطلب الأول: دراسة مؤشرات التوازن المالي

معيار الجدول : الوحدة (دج)

البيان	المؤسسة 2014	المؤسسة 2015	المؤسسة 2016	المؤسسة 2017
الأموال الخاصة	100.000	10 100 000	40100000	80 000 000
الديون الطويلة الأجل	0	12794134	12794134	0
مجموع الأصول	100.000	22804134	52894134	80 000 000
نتيجة الاستغلال	194229	4959978	1162179	5584013
معدل مردودية الأصول (المردودية الاقتصادية)	1.94 (194%)	0.21 (21%)	0.02 (2%)	0.06 (6%)
المصاريف المالية	1751	4135105	624000	94649
معدل الفائدة	0	0.32 (32%)	0.04 (4%)	0
الربح قبل الضريبة	192478	824873	538179	5489364

الفصل الثاني: الرفع المالي في البنك الجزائري الخارجي

141310	408333	1742694	0	الضريبة على أرباح الشركات
0.02 (2%)	0.35 (35%)	0.35 (35%)	0	معدل الضريبة
5348054	129846	- 917.821	192478	نتيجة الصافية (RNET)
0	- 0.006	- 0.13	0	أثر الرافعة المالية
0.006 (0.6%)	0.014 (1.4%)	0.07 (7%)	1.94 (194%)	معدل مردودية الأموال الخاصة
0.068	0.003	-1.19	1.92	المردودية المالية
للمرافعة المالية أثر منعدم على المردودية المالية فهما كانت التركيبية المالية فالمردودية تبقى ثابتة	للمرافعة المالية أثر سلبي على المردودية المالية فالزيادة في الديون تؤدي إلى الانخفاض في المردودية المالية.	للمرافعة المالية أثر سلبي على المردودية المالية فالزيادة في الديون تؤدي إلى الانخفاض في المردودية المالية.	المؤسسة عديمة الاستدانة أي استقلالية مالية كبيرة جدا وبالتالي لا توجد أثر للمرافعة المالية ، حيث تتساوى المردودية الاقتصادية مع مردودية الاموال الخاصة	التعليق

خاتمة عامة

خاتمة

الى هنا نكون قد أتينا الى المرحلة الأخيرة من مراحل البحث، والذي كان ثمرة عمل كلفنا الكثير من الجهد وأخذ منا وقتا ثميناً، محاولين في هذه الدراسة سبر غور موضوع أثر الرفع المالي على الأداء التشغيلي ومردودية المؤسسة بالدراسة والتحليل (دراسة تطبيقية لبنك الجزائري الخارجي وكالة الوادي) وتطبيق الرفع المالي على الميزانيات كدراسة حالة باعتبار البنك الجزائري الخارجي يطبقه.

وقد قادتنا هذه الدراسة في التوصل الى بعض النتائج والتي من أهمها:

- ✓ إن الوصول إلى هيكل مالي أمثل تحكمه مجموعة من المحددات أهمها: المرونة، الربحية، التحفظ، القدرة على الوفاء.
- ✓ يمكن القيام بتقييم الهيكل المالي باستعمال مؤشرات التوازن أو استخدام نسب الهيكله ففي حالة قضى ذلك التقييم بعدم أمثلية الهيكل المالي فإنه يستلزم اللجوء إلى تقويمه باتخاذ بعض الإجراءات التصحيحية من أجل السير بالهيكل المالي نحو الأمثلية.
- ✓ ان المعرفة بمقياس الرفع يساعد على التعرف على مستوى المخاطر الكلية التي تتعرض لها المؤسسة وإدارة هذه المخاطر بالطريقة المناسبة.
- ✓ اذا كان مستوى مخاطر الأعمال مرتفعاً بسبب ارتفاع التكاليف الثابتة فإن المحافظة على مستوى منخفض من المخاطر المالية يؤدي الى تخفيض التذبذب في الأرباح الاضافية الناتجة عن تذبذب المبيعات.
- ✓ اذا كانت التكاليف الثابتة منخفضة نسبياً فان زيادة الرفع المالي في هذه الحالة تؤدي الى زيادة ربحية السهم ومعدل العائد على حقوق المساهمين.
- ✓ إن الادارة الفعالة للمخاطر تتطلب الموازنة بين مخاطر الأعمال الناتجة عن طبيعة عمل المنشأة والمخاطر المالية الناتجة عن المديونية وذلك بغرض المحافظة على مستوى مقبول من الماطر التي تواجهها المؤسسة.

التوصيات والاقتراحات:

- تنظيم ملتقيات وندوات حول الرفع المالي من طرف البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة أو من طرف الجامعات لحسيس وتعريف المؤسسات والمتعاملين الاقتصاديين بأثر الرفع المالي على الأداء التشغيلي ومردودية المؤسسة.
- يجب على البنوك التي تطبق الرفع المالي في الجزائر ان تقوم بالدعاية والاشهار في مختلف وسائل الاعلام حتى يكون الرفع المالي يطبق في مختلف المؤسسات والبنوك وهذا لا يتم الا عن طريق سياسية تجارية وتسويقية محكمة.
- عقد اتفاقية بين جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي مع مختلف المؤسسات والبنوك بصفة عامة والبنك الجزائري الخارجي بصفة خاصة بغية تسهيل عملية البحث والدراسة التطبيقية التي يقدمها الطلبة في بحوثهم.

التقييم الشخصي:

- المعرفة الشخصية:
- معرفة طريقة سريان العمل.
- أخذ فكرة جيدة عن أثر الرفع المالي على الأداء التشغيلي ومردودية المؤسسة.
- التعرف على طريقة تطبيق الرفع المالي في الميزانيات في البنك الجزائري الخارجي (تطبيق الرفع على ميزانيات وحسابها)

❖ نقاط القوة:

- كثرة العملاء مع بنك الجزائري الخارجي باعتباره يطبق الرفع المالي.
- العلاقة الجيدة بين مدير البنك والمرووسين.
- اللامركزية في اتخاذ القرارات (التشاركية).
- المرونة في أداء العمل وتنفيذ الأوامر.

❖ نقاط الضعف:

- صعوبة الحصول على المعلومة.
- أخذ العطل السنوية لأغلب موظفي البنك في وقت واحد.

قائمة المصادر و المراجع

❖ الكتب:

- عدنان تايه النعيمي وراشد فؤاد التميمي ، الإدارة المالية المتقدمة ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، الأردن، 2002.
- عبد الغفار الحنفي ورسمية زكي قرياقص ، الإدارة المالية ، الدار الجامعية ، مصر، 2002.
- علي عباس ، الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، إثراء للنشر والتوزيع ، عمان، 2008.
- فريد كامل آل نسيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان، 2007.
- عبيد علي أحمد الحجازي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية ، مصر، 2000.
- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005.
- عاطف وليم أندلوس ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
- عبد الوهاب يوسف أحمد ، التمويل وإدارة المؤسسات المالية ، الطبعة الأولى ، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان-الأردن، 2008.
- إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، التسيير المالي، الإدارة المالية، دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر والتوزيع، الجزائر، 2006.
- فيصل جميل السعادة، نضال عبد الله فريد، الملخص، الوحيد للإدارة والتحميل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي لمنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- اجين برعا ترجمة محمد فتوح وعمر عبد الكريم، الإدارة المالية 2 ، الطبعة الأولى، شعاع للنشر والتوزيع، حلب، سوريا، 2010 .
- الجوهري، اسماعيل بن حماد، تاج اللغة وصحاح العربية، الطبعة الثالثة، 1984.
- الشريف، عليان، والعصار، رشاد، وآخرون، الادارة والتحليل المالي، البركة للنش، عمان، 2007.
- كراجة، عبد الحليم، ربابعة علي، وآخرون، الادارة والتحليل المالي (اسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، الصفاء للنشر، عمان، 2006.
- النعيمي، عدنان تايه، وآخرون، الادارة المالية النظرية والتطبيق، المسيرة للنشرة، عمان، 2007.

- الهواري السيد، الادارة المالية-منهج اتخاذ القرارات-، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1996.
- الشيخ فهمي مصطفى، التحليل المالي، الطبعة الاولى، رام الله، 2008.
- الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي-الادارة المالية، دار وائل، الأردن، 2011.
- السعيد فرحات جمعة، الاداء المالي لمنظمات الاعمال، مجموعة النيل العربية طباعة نشر توزيع، 2000.
- فيصل محمود الشواورة، مبادئ الادارة المالية(اطار نظري محتوى عملي)، دار المسيرة لنشر، عمان، 2013.
- رمضان زياد، الادارة المالية في الشركات المساهمة، دار الصفاء، عمان، 1996.
- الهواري سيد، الادارة المالية: الاستثمار والتمويل طويل الاجل، طبعة الاولى، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1976.
- العمار، رضوان وليد، أساسيات في الادارة المالية، مدخل الى قرارات لاستثمار وسياسات التمويل، طبعة الاولى، دار المسيرة، عمان، 1997.
- هيثم محمد الزعبي، الادارة والتحليل المالي، دار الفكر لطباعة والنشر، عمان، الاردن، 2000.
- السامرائي، عدنان هاشم، الاداة المالية: منهج تحليلي شامل، طبعة الاولى، الجامعة المفتوحة، طرابلس، 1993.
- د. محمد صالح الحناوي ود. جلال ابراهيم العبد، الادارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرار، طبعة 2006.
- محمد أيمن عزت الميداني ، الإدارة التمويلية في الشركات ، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن لطهران ، 1993.
- د. فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، طبعة 2011.
- د. مبارك لسلوس، التسيير المالي، الطبعة الثانية، 2012.
- طارق عبد العال حماد، ادارة المخاطر، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2007.
- ❖ الرسائل الجامعية:
- سمية لزغم ، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مذكرة ماستر ، جامعة ورقلة ، 2012.

- محمد صالح الحناوي ، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية ، دار الجامعات المصرية ، مصر ، سنة النشر غير مذكورة.
- عبد القادر بوعزة، التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة ، المدرسة العليا للتجارة ، جامعة الجزائر ، 2003.
- بسام محمد الآغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة ماجستير، غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009.
- طير الويزة، سايعي باهية فريال، فعالية التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسة، مذكرة ماستر، منشورة، جامعة العقيد أكلي محند أولحاج، البويرة، 2015.
- مسعودي سمية، أثر الرفع المالي على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، جامعة العربي بن مهيدي، ام البواقي، 2016/2017.
- ميلود ميلي، أثر الرفع المالي على مردودية الاموال الخاصة ودرجة المخاطرة، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013.
- دغوم عبد الرحمان، دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015/2016.
- محمد أحمد، الأخطار المالية على التسويق الدولي، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة دمشق، سوريا، 2010.
- حوري زينب، تحليل وتقدير الخطر المالي في المؤسسات الصناعية، مذكرة دكتوراه، غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2006.

❖ المنشورات والمقالات:

- محمد أيمن عزت الميداني ، الإدارة التمويلية في الشركات ، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن لطهران ، 1993.
- عبد الوهاب دادن ، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلة الهيكل المالي ، مجلة الباحث ، العدد 4 ، جامعة ورقلة ، 2006 .
- ميلود بوشنيقر، مليكة زغيب، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2010.

- الياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبحي، العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد4، العدد8، جامعة الموصل، العراق، 2012.
 - مداني بلغيث، عبد الله ابراهيمي، تسيير الخطر في المؤسسة تحدي جديد، مجلة الباحث، العدد3، جامعة ورقلة، 2005.
 - جبار محفوظ، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
 - عبد الرشيد بن ديب، عبد القادر شلال، مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر، ورقة بحث مقدمة للمشاركة في الملتقى الدولي 3 حول استراتيجية ادارة المخاطر في المؤسسات، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، يومي 25 و26 نوفمبر 2008.
- ❖ المراجع باللغات الاجنبية:

Jonthan Berk , Perter Demazro , Edition Française Dirigée Par Cunther Capelle , Blancad , Nikolas Coudere , Finance D'entreprise , Pearson Education , France , 2008.

Aswath Damodoran , Finance D' entreprise : Théorie Et Pratique , 01, Edition , Groupe De Boeck , Bruxelles , 2010.

Brigham, E.F. and Ehrhardt, M.C. (2008) . Financial Mahovnement.

<http://www.mhabash.com/2014/05/16/business-risk-and-financial-risk/>
(14:15:37)/ 19/5/2019.

قائمة الملاحق

Désignation de l'entreprise :

Activité :

Adresse :

Exercice clos le

31/12/2015

BILAN (ACTIF)

Serie G,n°2 (2010)

ACTIF	N		N-1
	Montant Bruts	Amortissements provisions et pertes de valeur	Net
ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)			
Ecart d'acquisition - Goodwill positif ou négatif			
Immobilisations incorporelles			
Immobilisations corporelles			
Terrains			
Bâtiments			
Autres immobilisations corporelles	96 672 540		96 672 540
Immobilisations en concession			
Immobilisations en cours			
Immobilisations financières			
Titres mis en équivalence			
Autres participations et créances			
Autres titres immobilisés			
Prêts et autres actifs financiers non courants	334 400		334 400
Impôts différés actif			
TOTAL ACTIF NON COURANT	97 006 940		97 006 940
ACTIF COURANT			
Stocks et encours			
Créances et emplois assimilés			
Clients	24 539 556		24 539 556
Autres débiteurs	2 462 459		2 462 459
Impôts et assimilés	17 104 675		17 104 675
Autres créances et emplois assimilés			
Disponibilités et assimilés			
Placements et autres actifs financiers courants			
Trésorerie	9 071 180		9 071 180
TOTAL ACTIF COURANT	53 177 870		53 177 870
TOTAL GENERAL ACTIF	150 184 811		150 184 811
			3 773 285
			7 286 692
			11 059 978
			11 059 978

Désignation de l'entreprise

Activité :

Adresse :

Exercice clos le

31/12/2015

BILAN (PASSIF)

PASSIF	2015 N	2014 N-1
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis <i>أموال خالة</i>	10 100 000	100 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)	9 652	
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1) <i>النتيجة</i>	4 959 978	193 059
Autres capitaux propres - Report à nouveau		
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
TOTAL I	15 069 631	293 059
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières <i>ك. ا. ا. ></i>	12 794 134	
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance		
TOTAL II	12 794 134	
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés		526 500
Impôts	2 057 886	229 873
Autres dettes	120 263 158	10 010 545
Trésorerie Passif		
TOTAL III	122 321 045	10 766 918
TOTAL PASSIF (I+II+III)	150 184 811	11 059 978

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

Désignation de l'entreprise : Activité : Adresse : 

Exercice du 01/01/2015 au 31/12/2015

COMPTE DE RESULTAT

Rubriques		N		N-1	
		DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Ventes de marchandises			95 640 529		5 165 543
Production vendue	Produits fabriqués				
	Prestations de services				
	Vente de travaux				
Produits annexes					
Rabais,remises,ristournes accordés					
Chiffre d'affaires net des Rabais,remises,ristournes			95 640 529		5 165 543
Production stockée ou destockée					
Production immobilisé					
Subventions d'exploitation					
I- Production de l'exercice			95 640 529		5 165 543
Achats de marchandises vendues		83 268 754		4 113 206	
Matières premières					
Autres approvisionnements					
Variations des stocks					
Achats d'études et de prestations de services					
Autres consommations					
Rabais,remises,ristournes obtenus sur achats					
Services extérieurs	Sous-traitance générale				
	Locations			450 000	
	Entretien, réparations et maintenance				
	Primes d'assurances				
	Personnel extérieur à l'entreprise				
	Rémunération d'intermédiaires et honoraires				
	Publicité				
Déplacements, missions et réceptions					
Autres services		609 919		61 752	
Rabais,remises,ristournes obtenus sur services extérieurs					
II- Consommations de l'exercice		83 878 674		4 624 959	
II- Valeur ajoutée d'exploitation (I - II)			11 761 855		540 584
	Charges de personnel	235 029		207 933	
	Impôts et taxes et versements assimilés	1 339 434		72 317	
V- Excédent brut d'exploitation			10 187 391		260 334

Désignation de l'entreprise : 

Activité : 

Adresse : 

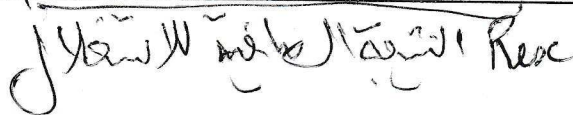
Exercice du 01/01/2015 au 31/12/2015

COMPTE DE RESULTAT

2015

2014

Rubriques	N		N-1	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Autres produits opérationnels		2		
Autres charges opérationnels	2 220			
Dotations aux amortissements				
Provision				
Pertes de valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
V- Résultat opérationnel		10 185 173		260 334
Produits financiers		652 604		
Charges financières	4 135 105		1 751	
VI- Résultat financier	3 482 500		1 751	
VII- Résultat ordinaire (V+ VI)		6 702 673		258 582
Eléments extraordinaires (produits) (*)				
Eléments extraordinaires (charges) (*)				
VIII- Résultat extraordinaire				
Impôts exigibles sur résultats	1 742 694		64 353	
Impôts différés (variations) sur résultats				
IX- RESULTAT NET DE L'EXERCICE		4 959 978		194 229



Désignation de l'entreprise :

Activité :

Adresse :

Exercice du 01/01/2015 au 31/12/2015

9/ Tableau de détermination du résultat fiscal :

I. Résultat net de l'exercice (Compte de résultat)	Bénéfice	4 959 978
	Déficit	
II. Réintégrations		
Charges des immeubles non affectés directement à l'exploitation		
Quote-part des cadeaux publicitaires non déductibles		
Quote-part du sponsoring et parrainage non déductibles		
Frais de réception non déductibles		
Cotisations et dons non déductibles		
Impôts et taxes non déductibles		
Provisions non déductibles		
Amortissements non déductibles		
Quote-part des frais de recherche développement non déductibles		
Amortissements non déductibles liés aux opérations de crédit bail (cf.art 27 de LFC 2010)		
Loyers hors produits financiers (bailleur) (cf.art 27 LFC 2010)		
X Impôts sur les bénéfices des sociétés	Impôts sur les bénéfices	1 742 694
Pertes de valeurs non déductibles		
Amendes et pénalités		
Autres réintégrations (*)		
Total des réintégrations		1 742 694
III. Déductions		
Plus values sur cession d'éléments d'actif immobilisés (cf.art 173 du CIDTA)		
Les produits et les plus values de cession des actions et titres assimilés ainsi que ceux des actions ou part d'OPCVM cotées en bourse		
Les revenus provenant de la distribution des bénéfices ayant été soumis à l'impôt sur les bénéfices des sociétés ou expressément exonérés (cf.art 147 bis du CIDTA)		
Amortissements liés aux opérations de crédit bail (Bailleur) (cf.art 27 de LFC 2010)		
Loyers hors charges financières (Preneur) (cf.art 27 de LFC 2001)		
Complément d'amortissements		
Autres déductions (*)		
Total des déductions		
IV. Déficit antérieurs à déduire (cf.art 147		
Déficit de l'année 2011		
Déficit de l'année 2012		
Déficit de l'année 2013		
Déficit de l'année 2014		
Total des déficits à déduire		
Résultat fiscal (I + II - III - IV)	Bénéfice	6 702 673
	Déficit	

(*) A détailler sur état annexe à joindre.

Désignation de l'entreprise :

Activité :

Adresse :

Exercice clos le

31/12/2016

BILAN (ACTIF)

Serie G,n°2 (2010)

ACTIF	N			N-1
	Montant Bruts	Amortissements provisions et pertes de valeur	Net	Net
ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)				
Ecart d'acquisition - Goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisations corporelles				
Terrains				
Bâtiments				
Autres immobilisations corporelles	134 873 348	1 406 530	133 466 818	96 672 540
Immobilisations en concession				
Immobilisations encours				
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés	1 225 000		1 225 000	
Prêts et autres actifs financiers non courants	334 400		334 400	334 400
Impôts différés actif				
TOTAL ACTIF NON COURANT	136 432 748	1 406 530	135 026 218	97 006 940
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 260 000		6 260 000	
Créances et emplois assimilés				
Clients	17 048 699		17 048 699	24 539 550
Autres débiteurs				2 462 450
Impôts et assimilés	24 670 487		24 670 487	17 104 670
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	14 725 445		14 725 445	9 071 180
TOTAL ACTIF COURANT	62 704 632		62 704 632	53 177 870
TOTAL GENERAL ACTIF	199 137 381	1 406 530	197 730 850	150 184 810

Désignation de l'entreprise :

Activité :

Adresse :

Exercice clos le

31/12/2016

BILAN (PASSIF)

PASSIF	N	N-1
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	40 100 000	10 100 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)	257 651	9 652
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	1 162 179	4 959 978
Autres capitaux propres - Report à nouveau		
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
TOTAL I	41 519 831	15 069 631
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	12 794 134	12 794 134
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance		
TOTAL II	12 794 134	12 794 134
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés		
Impôts	597 049	2 057 886
Autres dettes	142 819 834	120 263 158
Trésorerie Passif		
TOTAL III	143 416 884	122 321 045
TOTAL PASSIF (I+II+III)	197 730 850	150 184 811

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

Désignation de l'entreprise :

Activité

Adresse :

Exercice du 01/01/2016 au 31/12/2016

COMPTE DE RESULTAT

Rubriques	N		N-1	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Ventes de marchandises		29 420 102		95 640 52
Production vendue	Produits fabriqués			
	Prestations de services	1 230 000		
	Vente de travaux			
Produits annexes				
Rabais,remises,ristournes accordés				
Chiffre d'affaires net des Rabais,remises,ristournes		30 650 102		95 640 52
Production stockée ou destockée				
Production immobilisé				
Subventions d'exploitation				
I- Production de l'exercice		30 650 102		95 640 52
Achats de marchandises vendues	26 136 430		83 268 754	
Matières premières				
Autres approvisionnements				
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services				
Autres consommations				
Rabais,remises,ristournes obtenus sur achats				
Services extérieurs	Sous-traitance générale			
	Locations			
	Entretien, réparations et maintenance			
	Primes d'assurances			
	Personnel extérieur à l'entreprise			
	Rémunération d'intermédiaires et honoraires	20 000		
	Publicité	24 110		
	Déplacements, missions et réceptions			
Autres services	404 271		609 919	
Rabais,remises,ristournes obtenus sur services extérieurs				
II- Consommations de l'exercice	26 584 811		83 878 674	
III- Valeur ajoutée d'exploitation (I - II)		4 065 291		11 761 85
Charges de personnel	266 533		235 029	
Impôts et taxes et versements assimilés	426 207		1 339 434	
IV- Excédent brut d'exploitation		3 372 550		10 187 39

Désignation de l'entreprise :

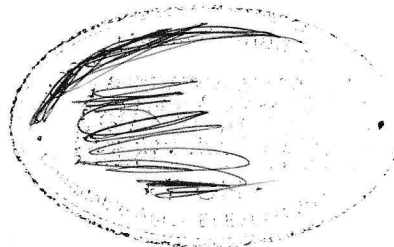
Activité :

Adresse :

Exercice du 01/01/2016 au 31/12/2016

COMPTE DE RESULTAT

Rubriques	N		N-1	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Autres produits opérationnels				
Autres charges opérationnels			2 220	
Dotations aux amortissements	1 406 530			
Provision				
Pertes de valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
V- Résultat opérationnel		1 966 020		10 185 1
Produits financiers		228 491		652 6
Charges financières	624 000		4 135 105	
VI- Résultat financier	395 507		3 482 500	
VII- Résultat ordinaire (V+ VI)		1 570 512		6 702 6
Eléments extraordinaires (produits) (*)				
Eléments extraordinaires (charges) (*)				
VIII- Résultat extraordinaire				
Impôts exigibles sur résultats	408 333		1 742 694	
Impôts différés (variations) sur résultats				
IX- RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 162 179		4 959 9



Désignation de l'entreprise :

Activité :

Adresse :

Exercice du 01/01/2016 au 31/12/2016

9/ Tableau de détermination du résultat fiscal :

I. Résultat net de l'exercice (Compte de résultat)	Bénéfice	1 162 179
	Déficit	
II. Réintégrations		
Charges des immeubles non affectés directement à l'exploitation		
Quote-part des cadeaux publicitaires non déductibles		
Quote-part du sponsoring et parrainage non déductibles		
Frais de réception non déductibles		
Cotisations et dons non déductibles		
Impôts et taxes non déductibles		
Provisions non déductibles		
Amortissements non déductibles		
Quote-part des frais de recherche développement non déductibles		
Amortissements non déductibles liés aux opérations de crédit bail (Preneur) (cf.art 27 de LFC 2010)		
Loyers hors produits financiers (bailleur) (cf.art 27 LFC 2010)		
Impôts sur les bénéfices des sociétés	Impôt exigible sur le résultat	408 330
	Impôt différé (variation)	
Pertes de valeurs non déductibles		
Amendes et pénalités		
Autres réintégrations (*)		
Total des réintégrations		408 330
III. Déductions		
Plus values sur cession d'éléments d'actif immobilisés (cf.art 173 du CIDTA)		
Les produits et les plus values de cession des actions et titres assimilés ainsi que ceux des actions ou part d'OPCVM cotées en bourse		
Les revenus provenant de la distribution des bénéfices ayant été soumis à l'impôt sur les bénéfices des sociétés ou expressément exonérés (cf.art 147 bis du CIDTA)		
Amortissements liés aux opérations de crédit bail (Bailleur) (cf.art 27 de LFC 2010)		
Loyers hors charges financières (Preneur) (cf.art 27 de LFC 2001)		
Complément d'amortissements		
Autres déductions (*)		
Total des déductions		
IV. Déficit antérieurs à déduire (cf.art 147)		
Déficit de l'année 2012		
Déficit de l'année 2013		
Déficit de l'année 2014		
Déficit de l'année 2015		
Total des déficits à déduire		
Résultat fiscal (I + II - III - IV)	Bénéfice	1 570 510
	Déficit	

(*) A détailler sur état annexe à joindre.

Désignation de l'entreprise :

Activité :

Adresse :

Exercice clos le

31/12/2017

BILAN (ACTIF)

Serie G,n°2 (2010)

ACTIF	N			N-1
	Montant Bruts	Amortissements provisions et pertes de valeur	Net	Net
ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)				
Ecart d'acquisition - Goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisations corporelles				
Terrains				
Bâtiments				
Autres immobilisations corporelles	29 295 683	5 116 824	24 178 859	133 466 8
Immobilisations en concession				
Immobilisations encours				
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés	1 225 000		1 225 000	1 225 0
Prêts et autres actifs financiers non courants	334 400		334 400	334 4
Impôts différés actif				
TOTAL ACTIF NON COURANT	30 855 083	5 116 824	25 738 259	135 026 2
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	21 532 750		21 532 750	6 260 0
Créances et emplois assimilés				
Clients	35 130 527		35 130 527	17 048 0
Autres débiteurs	345 000		345 000	
Impôts et assimilés	25 297 448		25 297 448	24 670 4
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	7 447 410		7 447 410	14 725 4
TOTAL ACTIF COURANT	89 753 137		89 753 137	62 704 4
TOTAL GENERAL ACTIF	120 608 221	5 116 824	115 491 397	197 730 4

Désignation de l'entreprise :

Activité :

Adresse :

Exercice clos le 31/12/2017

BILAN (PASSIF)

PASSIF	N	N-1
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	80 000 000	40 100 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)	257 651	257 651
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	5 584 013	1 162 179
Autres capitaux propres - Report à nouveau	1 162 179	
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
TOTAL I	87 003 844	41 519 834
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières		12 794 134
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance		
TOTAL II		12 794 134
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 670 748	
Impôts	1 520 074	597 049
Autres dettes	25 296 729	142 819 834
Trésorerie Passif		
TOTAL III	28 487 552	143 416 884
TOTAL PASSIF (I+II+III)	115 491 397	197 730 850

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

Désignation de l'entreprise :

Activité :

Adresse : EL-OUED

Exercice du 01/01/2017 au 31/12/2017

COMPTE DE RESULTAT

Rubriques		N		N-1	
		DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Ventes de marchandises			76 945 611		29 420 10
Production vendue	Produits fabriqués				
	Prestations de services		4 870 000		1 230 00
	Vente de travaux				
Produits annexes					
Rabais, remises, ristournes accordés					
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournes			81 815 611		30 650 10
Production stockée ou destockée					
Production immobilisée					
Subventions d'exploitation					
I- Production de l'exercice			81 815 611		30 650 10
Achats de marchandises vendues		68 360 308		26 136 430	
Matières premières					
Autres approvisionnements		836 100			
Variations des stocks					
Achats d'études et de prestations de services					
Autres consommations					
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats					
Services extérieurs	Sous-traitance générale				
	Locations				
	Entretien, réparations et maintenance				
	Primes d'assurances				
	Personnel extérieur à l'entreprise				
	Rémunération d'intermédiaires et honoraires	30 000		20 000	
	Publicité	30 110		24 110	
Déplacements, missions et réceptions					
Autres services		684 854		404 271	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs					
II- Consommations de l'exercice		69 941 373		26 584 811	
III- Valeur ajoutée d'exploitation (I - II)			11 874 238		4 065 291
	Charges de personnel	271 361		266 533	
	Impôts et taxes et versements assimilés	1 101 838		426 207	
IV- Excédent brut d'exploitation			10 501 038		3 372 550

Désignation de l'entreprise :

Activité :

Adresse :

Exercice du 01/01/2017 au 31/12/2017

COMPTE DE RESULTAT

Rubriques	N		N-1	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Autres produits opérationnels		5 423 508		
Autres charges opérationnels	64 956			
Dotations aux amortissements	8 971 466		1 406 530	
Provision				
Pertes de valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
V- Résultat opérationnel		6 888 124		1 966 02
Produits financiers		203 644		228 49
Charges financières ✓	94 649		624 000	
VI- Résultat financier		108 994	395 507	
VII- Résultat ordinaire (V+ VI)		997 119		1 570 51
Eléments extraordinaires (produits) (*)				
Eléments extraordinaires (charges) (*)				
VIII- Résultat extraordinaire				
Impôts exigibles sur résultats	1 413 106		408 333	
Impôts différés (variations) sur résultats				
IX- RESULTAT NET DE L'EXERCICE		5 584 013		1 162 179

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

NIF

Désignation de l'entreprise :

Activité :

Adresse :

Exercice du

01/01/2017

au

31/12/2017

9/ Tableau de détermination du résultat fiscal :

I. Résultat net de l'exercice (Compte de résultat)	Bénéfice	5 584 01
	Déficit	
II. Réintégrations		
Charges des immeubles non affectés directement à l'exploitation		
Quote-part des cadeaux publicitaires non déductibles		
Quote-part du sponsoring et parrainage non déductibles		
Frais de réception non déductibles		
Cotisations et dons non déductibles		
Impôts et taxes non déductibles		
Provisions non déductibles		
Amortissements non déductibles		
Quote-part des frais de recherche développement non déductibles		
Amortissements non déductibles liés aux opérations de crédit bail (Preneur) (cf.art 27 de LFC 2010)		
Loyers hors produits financiers (bailleur) (cf.art 27 LFC 2010)		
Impôts sur les bénéfices des sociétés	Impôt exigible sur le résultat	1 413 10
	Impôt différé (variation)	
Pertes de valeurs non déductibles		
Amendes et pénalités		64 95
Autres réintégrations (*)		
Total des réintégrations		1 478 06
III. Déductions		
Plus values sur cession d'éléments d'actif immobilisés (cf.art 173 du CIDTA)		1 627 05
Les produits et les plus values de cession des actions et titres assimilés ainsi que ceux des actions ou part d'OPCVM cotées en bourse		
Les revenus provenant de la distribution des bénéfices ayant été soumis à l'impôt sur les bénéfices des sociétés ou expressément exonérés (cf.art 147 bis du CIDTA)		
Amortissements liés aux opérations de crédit bail (Bailleur) (cf.art 27 de LFC 2010)		
Loyers hors charges financières (Preneur) (cf.art 27 de LFC 2001)		
Complément d'amortissements		
Autres déductions (*)		
Total des déductions		1 627 05
IV. Déficits antérieurs à déduire (cf.art 147)		
Déficit de l'année 2013		
Déficit de l'année 2014		
Déficit de l'année 2015		
Déficit de l'année 2016		
Total des déficits à déduire		
Résultat fiscal (I + II - III - IV)	Bénéfice	5 435 02
	Déficit	

(*) A détailler sur état annexe à joindre.