



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم التسيير



الرقم التسلسلي:/2024

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه نظام LMD في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

الموضوع:

اختيار المزيج التمويلي الأمثل كآلية لتحقيق الكفاءة المالية
بالمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة المؤسسات المدرجة في
بورصة الجزائر

إشراف الأستاذ الدكتور:

عبد العزيز قتال

إعداد الطالب:

إسلام بودن

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	جامعة الانتساب	الصفة
د. رياض موساوي	أستاذ محاضر - أ-	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	رئيسا
أ. د. عبد العزيز قتال	أستاذ التعليم العالي	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	مقررا
د. فارس قاطر	أستاذ محاضر - أ-	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	ممتحنا
د. نصر الدين ساري	أستاذ محاضر - أ-	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	ممتحنا
د. أيمن فريد	أستاذ محاضر - أ-	جامعة محمد الشريف مساعديّة - سوق أهراس	ممتحنا
أ. د. خالد علي	أستاذ التعليم العالي	جامعة الشهيد حمة لخضر - الوادي	ممتحنا

السنة الدراسية: 2025/2024.



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم التسيير



الرقم التسلسلي:/2024

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه نظام LMD في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

الموضوع:

اختيار المزيج التمويلي الأمثل كآلية لتحقيق الكفاءة المالية
بالمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة المؤسسات المدرجة في
بورصة الجزائر

إشراف الأستاذ الدكتور:

عبد العزيز قتال

إعداد الطالب:

إسلام بودن

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	جامعة الانتساب	الصفة
د. رياض موساوي	أستاذ محاضر - أ-	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	رئيسا
أ. د. عبد العزيز قتال	أستاذ التعليم العالي	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	مقررا
د. فارس قاطر	أستاذ محاضر - أ-	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	ممتحنا
د. نصر الدين ساري	أستاذ محاضر - أ-	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	ممتحنا
د. أيمن فريد	أستاذ محاضر - أ-	جامعة محمد الشريف مساعديّة - سوق أهراس	ممتحنا
أ. د. خالد علي	أستاذ التعليم العالي	جامعة الشهيد حمة لخضر - الوادي	ممتحنا

السنة الدراسية: 2025/2024.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

أول الشكر شكر الله تعالى، نشكره شكرا لا يعد
ونحمده حمدا لا يحد.

وأشكر أستاذي الكريم الدكتور " عبد العزيز قتال " ممنونا له نصائحه
وتوجيهاته الرشيدة طيلة مدة إنجاز هذا العمل.
كما أتوجه بالشكر أيضاً لكل عمال جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي
بمدينة تبسة المضيفة.

والشكر موصول أيضاً إلى كل من ساهم من قريب
أو بعيد في إنجاز وإنجاح هذا البحث.

إهداء

إلى أعز مخلوقين أوصى بهما الله تعالى خيراً أبي وأمي، فقال في
حقهما: (ووصينا الإنسان بوالديه حسناً).

إلى إخواني وأخواتي وجميع أفراد عائلتي الذين وقفوا معي سنداً
طيلاً مشوارتي التعليمي.

إلى كل من كانت له علي يد العوم والمساعدة للوصول إلى
ما وصلت إليه.

أهدي هذا العمل

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة تقييم الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية وبالتحديد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر بواسطة مؤشرات ونسب الكفاءة المالية، وعددها 4 مؤسسات خلال الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى سنة 2021، وذلك بالاعتماد على أدوات وأساليب التحليل المالي.

وبعد عرض لأهم المصادر التمويلية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر وتحديد تكلفتها ومدى مرونتها في اختيار مزيجها التمويلي، تم الإجابة على الإشكالية المطروحة والمتمثلة في كيفية تحقيق الكفاءة المالية لهذه المؤسسات من خلال اختيارها لمزيج تمويلي أمثل، بمعنى أن إصلاح خلل المزيج التمويلي للمؤسسات المدرجة في البورصة يكون من خلال تحليل وضعيتها المالية بواسطة مؤشرات الكفاءة المالية، وأن الاستخدام الأمثل لهذه الموارد يمكنها من الحصول على هيكل مالي متوازن.

الكلمات المفتاحية: المزيج التمويلي الأمثل، الكفاءة المالية، التحليل المالي، النسب المالية، بورصة الجزائر.

Abstract:

The objective of this study is try to evaluate the financial situation of the economic companies specifically the companies listed on the Algiers stock exchange by financial effeciency ratios and indicators, There are 4 companies during the period from 2015 to 2021, Depending on financial analysis tools and methods.

After presenting the most important financial sources for institutions listed on the Algerian stock exchange determining their cost and the extent of their flexibility in choosing their financing mix, The presented problem of how to achieve financial effeciency for these institutios has been answered by choosing on optimal financial mix, This means that correcting the imbalance in the financial mix of institutions listed on the stock exchange in through analizing their financial effeciency indicators, and that the optimal use of these resources enables them to obtain a balanced financial structure.

Keywords : Optimal financing mix, Financial effeciency, Financial analysis, Financial ratios, Algiers stock exchange.

1.....المقدمة

ب.....تمهيد:

ج.....1- إشكالية الدراسة

ج.....2- الأسئلة الفرعية:

ج.....3- فرضيات الدراسة:

د.....4- أهمية موضوع الدراسة:

د.....5- أهداف الدراسة:

د.....6- حدود الدراسة:

ه.....7- المنهج المستخدم والأدوات المستعملة:

ه.....8- تقسيمات الدراسة:

7.....الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي الأمثل والكفاءة المالية في المؤسسة الاقتصادية.....

8.....تمهيد

9.....المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المزيج التمويلي الأمثل.

9.....المطلب الأول: مفهوم المزيج التمويلي الأمثل.

10.....المطلب الثاني: مكونات المزيج التمويلي وتكلفتها.

10.....الفرع الأول: أموال الملكية (التمويل الممتلك).

12.....الفرع الثاني: أموال الاستدانة (التمويل المقترض).

14.....الفرع الثالث: تكلفة الأموال.

16.....المطلب الثالث: المداخل المفسرة لأمثلية المزيج التمويلي.

16.....الفرع الأول: المداخل المؤيدة لوجود مزيج تمويلي أمثل.

17.....الفرع الثاني: المداخل المعارضة لوجود مزيج تمويلي أمثل.

19.....المطلب الرابع: محددات اختيار المزيج التمويلي الأمثل.

19.....الفرع الأول: المحددات الكمية.

20.....الفرع الثاني: المحددات الكيفية.

- المطلب الخامس: اختيار المزيج التمويلي المناسب. 21
- الفرع الأول: الرافعة وعلاقتها بالهيكل المالي. 21
- الفرع الثاني: العائد وطرق قياسه. 26
- الفرع الثالث: المخاطرة وأنواعها. 27
- المبحث الثاني: الكفاءة المالية للمؤسسة ومؤشرات قياسها. 29
- المطلب الأول: مفهوم الكفاءة المالية. 29
- المطلب الثاني: علاقة الكفاءة المالية بالإنتاجية، الفعالية والأداء. 30
- الفرع الأول: علاقة الكفاءة بالإنتاجية. 30
- الفرع الثاني: علاقة الكفاءة بالفعالية. 30
- الفرع الثالث: علاقة الكفاءة بالأداء. 31
- المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي للمؤسسة. 31
- الفرع الأول: مفهوم تقييم الأداء المالي. 31
- الفرع الثاني: أهمية تقييم الأداء المالي. 32
- الفرع الثالث: مراحل عملية تقييم الأداء المالي. 32
- المطلب الرابع: مؤشرات قياس الكفاءة المالية. 33
- الفرع الأول: مؤشر التوازن المالي. 33
- الفرع الثاني: مؤشر السيولة. 33
- الفرع الثالث: مؤشر الربحية. 34
- الفرع الرابع: مؤشر المردودية وأثر الرافعة المالية. 35
- الفرع الخامس: مؤشر إدارة الأصول. 35
- الفرع السادس: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة. 35
- المبحث الثالث: تقييم المزيج التمويلي للمؤسسة بواسطة مؤشرات الكفاءة المالية. 37
- المطلب الأول: تقييم المزيج التمويلي. 37
- الفرع الأول: تقييم المزيج التمويلي من حيث التوازن المالي. 37

- 38.....ثانيا: الاحتياج في رأس المال العامل BFR:
- 39.....ثالثا: الخزينة الصافية TN.
- 39.....الفرع الثاني: تقييم المزيح التمويلي من حيث السيولة.
- 39.....أولا: نسبة السيولة العامة (نسبة التداول).
- 40.....ثانيا: نسبة السيولة المختصرة (السريعة).
- 40.....ثالثا: نسبة السيولة الجاهزة (الفورية).
- 40.....الفرع الثالث: تقييم المزيح التمويلي من حيث الربحية.
- 40.....أولا: العائد على حقوق الملكية ROE.
- 41.....ثانيا: العائد على الأصول ROA.
- 41.....ثالثا: معدل هامش الربح PM.
- 41.....رابعا: نسبة التغطية الشاملة.
- 41.....الفرع الرابع: تقييم المزيح التمويلي للمؤسسة من حيث المردودية وأثر الرفع المالي.
- 41.....أولا: المردودية الاقتصادية.
- 43.....الفرع الخامس: تقييم المزيح التمويل من حيث إدارة الأصول.
- 43.....أولا: معدل دوران المخزون.
- 43.....ثانيا: معدل دوران الذمم المدينة.
- 43.....ثالثا: معدل دوران الذمم الدائنة.
- 44.....الفرع السادس: تقييم المزيح التمويلي من حيث القيمة الاقتصادية المضافة EVA.
- 44.....المطلب الثاني: تقويم المزيح التمويلي.
- 47.....خلاصة الفصل:
- 48.....الفصل الثاني: عرض وتحليل الدراسات السابقة.
- 49.....تمهيد.
- 50.....المبحث الأول: عرض الدراسات السابقة حول المزيح التمويلي والكفاءة المالية.
- 50.....المطلب الأول: الدراسات المتعلقة بالمزيح التمويلي للمؤسسة.

57	المطلب الثاني: الدراسات المتعلقة بالكفاءة المالية للمؤسسة.
61	المبحث الثاني: تحليل الدراسات السابقة.
61	المطلب الأول: مناقشة الدراسات السابقة.
66	المطلب الثاني: مساهمة الدراسة الحالية.
67	خلاصة الفصل:
68	الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.
69	تمهيد:
70	المبحث الأول: تقديم عام للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.
70	المطلب الأول: تقديم مؤسسة " الأوراسي".
70	الفرع الأول: التعريف بمؤسسة " الأوراسي".
70	الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة " الأوراسي".
73	المطلب الثاني: تقديم مؤسسة " أليانس".
73	الفرع الأول: التعريف بمؤسسة " أليانس".
74	الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة " أليانس".
76	المطلب الثالث: تقديم مؤسسة " بيوفارم".
76	الفرع الأول: التعريف بمؤسسة " بيوفارم".
77	الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة " بيوفارم".
78	المطلب الرابع: تقديم مؤسسة " صيدال".
78	الفرع الأول: التعريف بمؤسسة " صيدال".
79	الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة " صيدال".
81	المبحث الثاني: تحليل الوضعية المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.
81	المطلب الأول: الدراسة التطبيقية لمؤسسة " الأوراسي".
81	الفرع الأول: دراسة وتحليل المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي".
89	الفرع الثاني: قياس الكفاءة المالية لمؤسسة " الأوراسي".

103	الفرع الثالث: نتائج تقييم المزيج التمويلي لمؤسسة "الأوراسي" ومقترحات تقويمه.
108	المطلب الثاني: الدراسة التطبيقية لمؤسسة " أليانس".
108	الفرع الأول: دراسة وتحليل المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس".
116	الفرع الثاني: قياس الكفاءة المالية لمؤسسة " أليانس".
128	الفرع الثالث: نتائج تقييم المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس" ومقترحات تقويمه.
184	الخاتمة
185	خاتمة
193	المصادر والمراجع
194	قائمة المصادر والمراجع
202	الملاحق

قائمة الجداول

- الجدول رقم 1: نسب المديونية للمزيج التمويلي الأمثل.....44
- الجدول رقم 2: تطور المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....81
- الجدول رقم 3: تكلفة أموال الملكية لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....84
- الجدول رقم 4: تكلفة أموال الاستدانة لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....84
- الجدول رقم 5: التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....85
- الجدول رقم 6: المؤشرات المرتبطة بحجم مؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....86
- الجدول رقم 7: هيكل الأصول لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....87
- الجدول رقم 8: نسب الاستقلالية المالية لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....87
- الجدول رقم 9: مخاطر الأعمال لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....88
- الجدول رقم 10: قياس خطر الإفلاس لمؤسسة " الأوراسي" وفق نموذج Zeta.....89
- الجدول رقم 11: رأس المال العامل الدائم لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....90
- الجدول رقم 12: رأس المال العامل الخاص لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....91
- الجدول رقم 13: احتياجات رأس المال العامل لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....91
- الجدول رقم 14: الخزينة الصافية لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2019.....92
- الجدول رقم 15: نسب السيولة لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....95
- الجدول رقم 16: نسب الربحية لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.....97
- الجدول رقم 17: المردودية وأثر الرافعة المالي لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....99
- الجدول رقم 18: نسب النشاط لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....100
- الجدول رقم 19: القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....102
- الجدول رقم 20: حصة الاستدانة في المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.....105
- الجدول رقم 21: تطور المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.....108
- الجدول رقم 22: تكلفة أموال الملكية لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.....110
- جدول رقم 23: تكلفة أموال الاستدانة لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.....111
- الجدول رقم 24: التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.....111
- الجدول رقم 25: المؤشرات المرتبطة بحجم مؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.....113
- الجدول رقم 26: هيكل الأصول لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.....114
- الجدول رقم 27: نسبة الاستقلالية المالية لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.....114
- الجدول رقم 28: مخاطر النشاط لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.....115
- الجدول رقم 29: قياس خطر الإفلاس لمؤسسة " أليانس" وفق نموذج Zeta.....116
- الجدول رقم 30: رأس المال العامل الدائم لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.....117
- الجدول رقم 31: رأس المال العامل الخاص لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.....118

118.....	الجدول رقم 32: احتياجات رأس المال العامل لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.
119.....	الجدول رقم 33: الخزينة الصافية لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2019.
122.....	الجدول رقم 34: نسب السيولة لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.
124.....	الجدول رقم 35: نسب الربحية لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.
126.....	الجدول رقم 36: المردودية وأثر الرافعة المالي لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.
127.....	الجدول رقم 37: القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.
130.....	الجدول رقم 38: حصة الاستدانة في الميزج التمويلي لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.
133.....	الجدول رقم 39: تطور الميزج التمويلي لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
135.....	الجدول رقم 40: تكلفة أموال الملكية لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
136.....	الجدول رقم 41: تكلفة أموال الاستدانة لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
136.....	الجدول رقم 42: التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
138.....	الجدول رقم 43: المؤشرات المرتبطة بحجم مؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
139.....	الجدول رقم 44: هيكل الأصول لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
139.....	الجدول رقم 45: نسب الاستقلالية المالية لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
140.....	الجدول رقم 46: مخاطر الأعمال لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
141.....	الجدول رقم 47: قياس خطر الإفلاس لمؤسسة " بيوفارم" وفق نموذج Zeta.
142.....	الجدول رقم 48: رأس المال العامل الدائم لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
143.....	الجدول رقم 49: رأس المال العامل الخاص لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
143.....	الجدول رقم 50: احتياجات رأس المال العامل لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
144.....	الجدول رقم 51: الخزينة الصافية لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2019.
147.....	الجدول رقم 52: نسب السيولة لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
148.....	الجدول رقم 53: نسب الربحية لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
150.....	الجدول رقم 54: دراسة المردودية وأثر الرفع المالي لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
151.....	الجدول رقم 55: نسب النشاط لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
152.....	الجدول رقم 56: القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
155.....	الجدول رقم 57: حصة الاستدانة في الميزج التمويلي لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.
158.....	الجدول رقم 58: تطور الميزج التمويلي لمؤسسة " صيدال" خلال الفترة 2015-2021.
160.....	الجدول رقم 59: تكلفة أموال الملكية لمؤسسة " صيدال" خلال الفترة 2015-2021.
161.....	الجدول رقم 60: تكلفة أموال الاستدانة لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.
161.....	الجدول رقم 61: التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة " صيدال" خلال الفترة 2015-2021.
163.....	الجدول رقم 62: المؤشرات المرتبطة بحجم مؤسسة " صيدال" خلال الفترة 2015-2021.
164.....	الجدول رقم 63: هيكل الأصول لمؤسسة " صيدال" خلال الفترة 2015-2021.

- الجدول رقم 64: نسب الاستقلالية المالية لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.....164
- الجدول رقم 65: مخاطر الأعمال لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.....165
- الجدول رقم 66: قياس خطر الإفلاس لمؤسسة "صيدال" وفق نموذج Zeta.....166
- الجدول رقم 67: رأس المال العامل الدائم لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.....167
- الجدول رقم 68: رأس المال العامل الخاص لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.....167
- الجدول رقم 69: احتياجات رأس المال العامل لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.....168
- الجدول رقم 70: الخزينة الصافية لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2019.....169
- الجدول رقم 71: نسب السيولة لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.....172
- الجدول رقم 72: نسب الربحية لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.....174
- الجدول رقم 73: المردودية وأثر الرفع المالي لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.....176
- الجدول رقم 74: نسب النشاط لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.....177
- الجدول رقم 75: القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.....178
- الجدول رقم 76: حصة الاستدانة في الميزج التمويلي لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.....181

قائمة الأشكال

- الشكل رقم 1: نقطة التعادل التمويلي 25
- الشكل رقم 2: الهيكل التنظيمي لمؤسسة " الأوراسي " 71
- الشكل رقم 3: الهيكل التنظيمي لمؤسسة " أليانس " 75
- الشكل رقم 4: الهيكل التنظيمي لمؤسسة " بيوفارم " 77
- الشكل رقم 5: الهيكل التنظيمي لمؤسسة " صيدال " 79
- الشكل رقم 6: تطور مكونات المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015 - 2021 83
- الشكل رقم 7: تطور التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة " الأوراسي " خلال السنوات 2015 - 2021 86
- الشكل رقم 8: نسب السيولة لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015 - 2021 96
- الشكل رقم 9: نسب الربحية لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015 - 2021 99
- الشكل رقم 10: القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015 - 2021 103
- الشكل رقم 11: تطور مكونات المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015 - 2021 110
- الشكل رقم 12: تطور التكلفة الوسطية المرجحة WACC لمؤسسة " أليانس " خلال السنوات 2015 - 2021 112
- الشكل رقم 13: نسب السيولة للفترة 2015 - 2021 123
- الشكل رقم 14: نسب الربحية لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015 - 2021 125
- الشكل رقم 15: القيمة المضافة لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015 - 2021 128
- الشكل رقم 16: تطور مكونات المزيج التمويلي لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015 - 2021 135
- الشكل رقم 17: التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015 - 2021 137
- الشكل رقم 18: نسب السيولة لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015 - 2021 148
- الشكل رقم 19: نسب الربحية لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015 - 2021 150
- الشكل رقم 20: القيمة المضافة لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015 - 2021 153
- الشكل رقم 21: تطور عناصر المزيج التمويلي لمؤسسة " صيدال " خلال الفترة 2015 - 2021 160
- الشكل رقم 22: تطور التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة " صيدال " خلال السنوات 2015 - 2021 162
- الشكل رقم 23: نسب السيولة لمؤسسة " صيدال " خلال الفترة 2015 - 2021 173
- الشكل رقم 24: نسب الربحية لمؤسسة " صيدال " خلال الفترة 2015 - 2021 175
- الشكل رقم 25: القيمة المضافة لمؤسسة " صيدال " خلال الفترة 2015 - 2021 179

المقدمة

تمهيد:

شغلت المؤسسة الاقتصادية أفكار العديد من الاقتصاديين ورجال الأعمال بمختلف اتجاهاتهم الإيديولوجية سواء من الشرق أو الغرب باعتبارها المحرك الأساسي والمنبع الرئيسي لكل نشاط اقتصادي، ومع ظهور العولمة الاقتصادية أصبحت تشكل عصب الحياة الاقتصادية والبنية الأساسية المكونة للاقتصاد الوطني. فالمؤسسة تعد دليل قوة أو ضعف اقتصاد أي دولة ونجاحها مقترن بمدى قدرتها على مواكبة التقدم التكنولوجي لا سيما في ظل تطور المجتمعات ودخولها في عصر الصناعة والمنافسة وانتشار الآلات والمعدات الحديثة.

من أكبر التحديات التي تواجه المؤسسة في الوقت الحالي هو التمويل، حيث يعتبر هذا الأخير أحد الدعائم الأساسية لقيام نشاط المؤسسة وإمدادها بالأموال اللازمة التي تغطي احتياجاتها المختلفة مما يضمن لها نموها واستمراريتها في السوق. لذلك، فمن المهام الرئيسية المسندة للمدير المالي داخل المؤسسة إجراء دراسات وأبحاث معمقة حول إيجاد مصادر الأموال الملائمة التي تتناسب مع نشاطها لأن المشكلة لا تكمن في نقص مصادر التمويل، وإنما في اختيار هذه المصادر وكيفية المفاضلة بينها. إن عملية اختيار المزيج التمويلي الأنسب للمؤسسة يتطلب المفاضلة بين العديد من البدائل التمويلية المطروحة، وهذا تبعا للسياسة التمويلية التي تنتهجها المؤسسة، فأمام المؤسسة عدة سيناريوهات أو اقتراحات تمويلية موزعة بين أموال الملكية وأموال الاستدانة، ولكل منها خصائص تميزها عن الأخرى وعلى المؤسسة اختيار المصادر الأكثر منفعة مع أقل تكلفة ممكنة.

تعددت جهات نظر الباحثين والخبراء حول أمثلية المزيج التمويلي للمؤسسة، فأصحاب نظرية

صافي الربح، المدخل التقليدي ومدخل التوازن يؤكدون على صحة وجود مزيج تمويلي مثالي يمكن للمؤسسة الوصول إليه، فيما ينفي البعض الآخر صحة هذه الفرضية على غرار أصحاب مدخل صافي ربح العمليات ومدخل " **Modigliani & miller** ". ورغم هذا الاختلاف يبقى الجواب الأكثر واقعية حول هذا الموضوع هو عدم وجود مزيج تمويلي أمثل يتناسب مع جميع المؤسسات، وإنما هناك مزيج تمويلي مناسب خاص بكل مؤسسة، والذي يقتصر على تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة.

هذا ويعتبر موضوع الكفاءة المالية للمؤسسة من أهم المواضيع في حقل الإدارة المالية، لأن نجاح المؤسسة يقاس من خلال الاستغلال الجيد والأمثل لمواردها المالية، فالمؤسسة القادرة على تحويل مدخلاتها إلى مخرجات بأقل التكاليف، أي التي باستطاعتها التوفيق بين الوسائل المتاحة والنتائج المحققة هي التي تعد ذات كفاءة مقارنة بغيرها من المؤسسات الأخرى.

ينطوي ضمن هذا المفهوم للكفاءة المالية عدة مؤشرات ونسب تستخدم في الغالب لتقييمها، وتعتبر بمثابة دلالات اقتصادية تسمح بإعطاء صورة واضحة وشاملة لنشاط المؤسسة الاقتصادية، هذه المؤشرات تقتصر على قياس التوازن المالي، السيولة، الربحية، النشاط، المردودية والقيمة المضافة. ومن أجل الحكم على كفاءة المؤسسة ونجاحها في اختيار مزيجها التمويلي، أسقطنا هذه الدراسة على مجموعة من المؤسسات المدرجة ضمن بورصة الجزائر، مستخدمين المؤشرات السابقة لتقييمها واقتراح أهم الحلول لتقويمها وإعادة التوازن إليها.

1- إشكالية الدراسة:

من خلال ما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية للموضوع في السؤال الرئيسي التالي:

- كيف يمكن تحقيق الكفاءة المالية من خلال اختيار المزيج التمويلي الأمثل في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في البورصة؟

2- الأسئلة الفرعية:

تندرج ضمن الإشكالية الرئيسية السابقة مجموعة من الأسئلة الفرعية:

- ✓ ما المقصود بالمزيج التمويلي الأمثل؟ وماهي محدداته؟
- ✓ ما هي أهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة؟ وهل تعكس هذه المصادر مزيجها التمويلي؟
- ✓ ما هي أهم المداخل والنظريات التي تمحورت حول أمثلية المزيج التمويلي للمؤسسة؟
- ✓ ماذا نعني بالكفاءة المالية للمؤسسة؟ وماهي مؤشرات قياسها؟
- ✓ مما يتكون المزيج التمويلي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر؟
- ✓ هل تحقيق الكفاءة المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر يقتصر من خلال اختيارها لمزيج تمويلي أمثل؟

3- فرضيات الدراسة:

للإجابة على هذه التساؤلات، تم صياغة الرئيسية التالية:

- الفرضية الرئيسية: تساهم المؤشرات المرتبطة بالكفاءة المالية في تقييم وتقويم المزيج التمويلي الخاص بالمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

على ضوء هذه الفرضية تم استنباط الفرضيات الفرعية التالية:

- الفرضية الأولى: تساهم المؤشرات المرتبطة بالكفاءة المالية في تقييم وتقويم المزيج التمويلي لمؤسسة "الأوراسي"؛

- الفرضية الثانية: تساهم المؤشرات المرتبطة بالكفاءة المالية في تقييم وتقويم المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس "؛
- الفرضية الثالثة: تساهم المؤشرات المرتبطة بالكفاءة المالية في تقييم وتقويم المزيج التمويلي لمؤسسة " بيوفارم "؛
- الفرضية الرابعة: تساهم المؤشرات المرتبطة بالكفاءة المالية في تقييم وتقويم المزيج التمويلي لمؤسسة " سيدال ".

4- أهمية موضوع الدراسة:

تتجسد أهمية هذا الموضوع في كيفية استخدام وتوجيه الموارد المالية للمؤسسة، ففي ظل كثرة وتنوع مصادر التمويل تجد المؤسسة نفسها أمام عدة خيارات من أجل إيجاد المصادر التي تحقق لها أكبر ربحية مع أقل التكاليف، وبالتالي فإن هذا البحث قد يوجهها إلى اختيار أفضل هذه الأموال وأقلها تكلفة مما يسمح لها بتشكيل المزيج التمويلي الأمثل الذي يساعدها على القيام بمختلف نشاطاتها.

5- أهداف الدراسة:

- يسعى هذا الموضوع إلى تحقيق الأهداف التالية:
- التعرف على أهم مصادر تمويل المؤسسة وتقدير تكلفتها؛
- التعرف على المزيج التمويلي الأمثل ومختلف محدداته؛
- تحديد مفهوم الكفاءة المالية وأهم مؤشراتها؛
- تقييم وتقويم تركيبة المزيج التمويلي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر بواسطة مؤشرات الكفاءة المالية.

6- حدود الدراسة:

- تتمثل حدود هذه الدراسة فيما يلي:
- الحدود المكانية: ينحصر الإطار المكاني للدراسة في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر، والمتمثلة في أربع مؤسسات هي: مؤسسة " الأوراسي"، مؤسسة " أليانس"، مؤسسة " بيوفارم"، مؤسس " سيدال".
- الحدود الزمانية: الفترة الزمنية التي شملتها الدراسة 7 سنوات متتالية ممتدة من سنة 2015 إلى سنة 2021.

7- المنهج المستخدم والأدوات المستعملة:

بغية الوصول إلى أهداف الدراسة تم توظيف المنهج الوصفي الذي يتناسب مع الدراسة النظرية من خلال جمع المعلومات وعرضها، إضافة إلى المنهج التحليلي من خلال استخدام مجموعة من المؤشرات والنسب المتعلقة بالكفاءة المالية من أجل دراسة وتحليل المزيج التمويلي للمؤسسة. كما تم اعتماد أسلوب دراسة الحالة في الجانب التطبيقي من الدراسة، والذي يتضمن إسقاط ميداني على عينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر.

أما الأدوات المستخدمة خلال هذه الدراسة هي:

- المصادر والمراجع المختلفة من كتب ومجلات وملتقيات، فضلا عن الدراسات السابقة التي شملت هذا الموضوع؛
- استخدام أدوات التحليل المالي من خلال المؤشرات والتقنيات الكمية المستخدمة في عمليات التقييم؛
- الاعتماد على الملاحظة والاستنباط من قبل الباحث.

8- تقسيمات الدراسة:

تماشياً مع منهجية البحث العلمي استهلكت هذه الدراسة بمقدمة عامة تصاغ من خلالها الإشكالية المطروحة ومختلف الجوانب الرئيسية ذات الصلة بها، و بخاتمة يستعرض فيها أهم النتائج المتوصل إليها في ضوء نفي أو إثبات الفرضيات المقدمة، وذلك بعد معالجة ثلاث فصول رئيسية يمكن تقسيمها كالآتي: قسم الفصل الأول الموسوم بـ " الإطار النظري للمزيج التمويلي الأمثل والكفاءة المالية في المؤسسة الاقتصادية" إلى ثلاث مباحث، تناول المبحث الأول مفاهيم أساسية حول المزيج التمويلي الأمثل وفيه استعرض مفهوم المزيج التمويلي الأمثل، مكوناته، محدداته وأهم النظريات والمداخل المفسرة له.

أما المبحث الثاني فقد عالج موضوع الكفاءة المالية وإبراز أهم المؤشرات المرتبطة بقياسها. في حين ركز المبحث الثالث على العلاقة بين المتغيرين من خلال تقييم المزيج التمويلي للمؤسسة بواسطة مؤشرات الكفاءة المالية.

الفصل الثاني كان بعنوان: " عرض وتحليل الدراسات السابقة" وقسم إلى مبحثين رئيسيين، حيث استهدف المبحث الأول عرض بعض الدراسات العربية والأجنبية التي تناولت هذا الموضوع، في حين اقتصر المبحث الثاني على مناقشة هذه الدراسات واكتشاف أهم التشابهات والفروقات مع هذه الدراسة.

وفي الأخير يأتي الفصل الثالث والمسمى بـ " دراسة تطبيقية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر"، حيث قسم هذا الفصل إلى مبحثين رئيسيين، المبحث الأول أظهر تقديمًا مختصرًا لأهم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر. أما المبحث الثاني فقد تضمن إسقاط الدراسة النظرية على مجموعة من المؤسسات (الأوراسي، أليانس، بيوفارم، صيدال)، حيث تم إجراء دراسة تطبيقية لكل مؤسسة على حدى، من خلال دراسة وتحليل المزيج التمويلي، قياس مؤشرات الكفاءة المالية إضافة إلى تقييم هذا المزيج بواسطة المؤشرات السابقة واقتراح أهم الحلول لتقويمه.

الفصل الأول:

الإطار النظري للمزيج التمويلي الأمثل والكفاءة
المالية في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

إن نجاح أو فشل المؤسسات الاقتصادية في وقتنا الراهن يعود بدرجة كبيرة إلى مدى قدرة هذه المؤسسات على توفير احتياجاتها التمويلية بأقل تكلفة ممكنة مع إدارة هذه الأموال بطريقة اقتصادية فعالة، ولذلك فإن المؤسسة تواجه العديد من مصادر التمويل تختلف حسب خصائصها وتكاليفها وكذا شروط الحصول عليها، وهذا يمنح للمؤسسة فرصة التنويع والمفاضلة بين هذه المصادر من أجل بلوغ وتحقيق المزيج التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العائد والمخاطرة الناتجة عنها، والعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة.

لكن الصعوبة التي تواجه المسير المالي في المؤسسة الاقتصادية لا تكمن في مصادر التمويل في حد ذاتها، إنما تتمثل في كيفية صياغة المزيج التمويلي بطريقة كفأة بحيث يتماشى مع ظروف المؤسسة من جهة، ويساهم في تعظيم قيمتها السوقية من جهة أخرى، وعلى هذا سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الرئيسية التالية:

- المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المزيج التمويلي الأمثل؛
- المبحث الثاني: الكفاءة المالية للمؤسسة ومؤشرات قياسها؛
- المبحث الثالث: تقييم المزيج التمويلي للمؤسسة بواسطة مؤشرات الكفاءة المالية.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المزيج التمويلي الأمثل.

شغلت فكرة المزيج التمويلي الأمثل اهتمام العديد من الباحثين، فمنذ انطلاق أطروحة مود غلياني وميلر سنة 1958م ظهرت العديد من النظريات المتمحورة حول هذا الموضوع، وفي هذا الصدد سوف نتعرف في هذا المبحث على أهم المفاهيم المتعلقة بالمزيج التمويلي الأمثل للمؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم المزيج التمويلي الأمثل.

قبل إعطاء مفهوم للمزيج التمويلي الأمثل يجب التعرف أولاً على المزيج التمويلي والذي يقصد به تشكيلة مصادر الأموال التي تحصلت عليها المؤسسة بغرض تمويل استثماراتها، وتشمل جميع أشكال وأنواع التمويل سواءً كانت ملكية أو اقتراض وأيضاً سواءً من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، أي أنه يتضمن جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية المالية للمؤسسة.¹

ويختلف المزيج التمويلي عن هيكل رأس المال والذي يتمثل في التمويل الدائم للمؤسسة، حيث يتكون من الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل فقط واستبعاد الديون قصيرة الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس مال المؤسسة يعتبر جزءاً من مزيجها التمويلي.²

أما المزيج التمويلي الأمثل فهو: "ذلك المزيج من التمويل الممتمك والمقترض الذي يجعل تكلفة التمويل في أدنى حد لها، وإذا ما حققت المؤسسة ذلك فإنها تتمكن من تعظيم ثروة المالكين".³

- يقصد بأمثلية المزيج التمويلي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.⁴

- المزيج التمويلي الأمثل هو عبارة عن خليط من مختلف مصادر التمويل المتاحة، وأمام المؤسسة عدد كبير من التوليفات بين المصادر التمويلية، ولكل توليفة إيراد وتكلفة، وعلى المؤسسة اختيار المزيج التمويلي الأمثل الذي يكون أكثر ملائمة مع الأصول ويحقق أكبر إيراد ممكن مع أقل المخاطر ويستخدم في التوقيت المناسب.⁵

¹ عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007، ص: 138.

² محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، الإدارة المالية والتحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 302.

³ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 161.

⁴ Josette Peyrard, Gestion Financière Internationale, 5^{ème} édition, VUIBERT, Paris, France, 1999, P: 332.

⁵ مبارك لسوس، التسيير المالي، الطبعة الثانية: تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004، ص: 162.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن المزيج التمويلي الأمثل يتميز بالخصائص التالية:¹

- توفير الاحتياجات المالية للمؤسسة بأقل تكلفة ممكنة؛
- تعظيم العائد والتحكم في المخاطر المالية؛
- القدرة على الوفاء بالدين؛
- قابلية المزيج التمويلي لتعديل المصادر التمويلية (المرونة).

مما سبق نستخلص أن المزيج التمويلي الأمثل عبارة عن مجموعة الموارد التي تمول بها المؤسسة مختلف أصولها، ويجب اختيار تشكيلة هذه الأموال بالشكل الذي يوازي بين العوائد والمخاطر الناتجة عنها، ويضمن تدنية تكلفتها إلى أقصى درجة ممكنة.

المطلب الثاني: مكونات المزيج التمويلي وتكلفتها.

يتكون المزيج التمويلي للمؤسسة من أموال الملكية وأموال الاستدانة، وكل منها تختلف عن الأخرى في مدى توفرها وندرتها إضافة إلى تكلفة الحصول عليها، وبالتالي كل مؤسسة ملزمة بتحديد المزيج أو الخليط من هذه الأموال بالشكل الذي يناسب نشاطها.

الفرع الأول: أموال الملكية (التمويل الممتلك).

تنشأ هذه الأموال من المبالغ النقدية المقدمة من طرف المالكين لشراء الأصول المطلوبة في بداية نشاط المؤسسة، كما يمكن أن تزداد هذه الأموال عن طريق احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها من أجل توسيع عمليات المؤسسة. وضمن هذه الفقرة سيتم استعراض مصادر التمويل الممتلك والمتمثلة في:

أولاً: التمويل الذاتي: يعد أول مصدر من مصادر التمويل الممتلك ويعرف كما يلي:

- التمويل الذاتي: " عبارة عن مصدر من مصادر أموال الملكية، تستخدمه المؤسسة في تمويل مختلف احتياجاتها، ويعتبر مؤشراً هاماً للحكم على صحتها المالية من خلال قياس قدرتها على تمويل نفسها بنفسها دون اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية".²

- ويعرف أيضاً: " الفائض النقدي المتاح بعد توزيع الأرباح على ذوي الحقوق في المؤسسة".³

إن التمويل الذاتي للمؤسسة يحسب وفق العلاقة الرياضية التالية:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{النتيجة غير الموزعة (الأرباح المحتجزة)} + \text{الاهتلاكات} + \text{مؤونات الأعباء والخسائر.}$$

¹ فاطمة محمد عسيري، أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية دراسة تطبيقية، مجلة العلوم الاقتصادية

والإدارية والقانونية، المجلد الرابع، العدد الحادي عشر، كلية ابن رشد للعلوم الإدارية، أبها، المملكة العربية السعودية، 2020، ص: 62.

² Darrolles, Yves et autres, **Précis d'analyse financière**, collection finance d'entreprise, Paris, France, 1999, P : 34.

³ Conso Pierre, Hemic Farouk, **Gestion Financière de l'entreprise**, 10^{ème} édition, Dunod, Paris, France, 2002, P 241.

ثانياً: **الأسهم العادية**: تمثل الأسهم العادية في المؤسسة مصلحة المالكين فيها، وبذلك فهي تعد مصدراً رئيسياً لتحقيق هدف المؤسسة، لأن زيادة سعر السهم في السوق يشير إلى تعظيم قيمتها والعكس في حالة انخفاضه.

ويعرف السهم العادي بأنه: "ورقة مالية لها قيمة اسمية، ليس لها تاريخ استحقاق ولا تعد بتوزيع نسبة أرباح ثابتة، تصدر من قبل مؤسسات الأعمال بهدف الحصول على أموال الملكية، ويمنح هذا النوع من الأسهم لحاملها الحق في الملكية النهائية للمؤسسة وما يتبع ذلك من تحمل لمخاطر أعمال المؤسسة وتبعات المسؤولية التي تحددها نسبة المساهمة في المؤسسة. ويأتي حملة الأسهم العادية في المرتبة الثالثة في حالة تصفية المؤسسة وذلك بعد تسوية حقوق المقرضين وحملة الأسهم الممتازة".¹

تتمتع الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص نذكر منها:²

- تعبير عن التمويل الممتلك في أصول المؤسسة، كما تشكل الجزء الأساسي منه؛
- تحدد المؤسسة أرباح الأسهم العادية بعد تحديد النتيجة الصافية للدورة لأنه جزء منها؛
- تعطي الحق لحاملها في الحصول على جزء من الأرباح، كما أنه قد يتحمل الخسارة على عكس السندات والأسهم الممتازة؛
- تتيح لحاملها الأولوية في شراء إصدارات الأسهم الجديدة للمؤسسة قبل عرضها على الجمهور؛
- كما تعطي له الحق في اختيار أعضاء مجلس الإدارة للمؤسسة وتغييرهم وإبعادهم.

الثالثاً: الأسهم الممتازة: يعد السهم الممتاز ذات طبيعة هجينة بين صفات التمويل المقترض والتمويل الممتلك، فالسهم الممتاز يماثل أدوات المديونية من حيث تحديد نسبة الأرباح من قيمته الاسمية كما لا يوجد لديه تاريخ استحقاق كما هو الحال في السندات، ومن ناحية أخرى فهو يشبه التمويل الممتلك من حيث كون مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته في المؤسسة.

وتعرف الأسهم الممتازة على أنها: "شكل من أشكال رأس المال المستثمر في المؤسسة، ويقدم لمالكيه

ميزتين هما: عائد محدد مسبقاً، مركز ممتاز اتجاه حملة الأسهم العادية".³

تتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من الخصائص تميزها عن الأسهم العادية، تتمثل فيما يلي:⁴

- السهم الممتاز أداة مالية تجمع بين خصائص السهم العادي والسندات؛

¹ محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، الطبعة السابعة، العبيكان للنشر، الرياض، السعودية، 2004، ص: 551.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 364.

³ رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية: مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص: 209.

⁴ محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص: 161-162.

- لدى حملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على نسبة من الأرباح قبل حملة الأسهم العادية، كما لهم أيضا الأولوية في الحصول على نصيبهم من الأسهم عند التصفية؛
- لا يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق التصويت واختيار مجلس إدارة المؤسسة، كما لا يحصل حاملها على حصته من الأرباح إلا بعد تحققها والإقرار بتوزيعها؛
- يحق لحملة الأسهم الممتازة ترحيل أرباحهم المحققة وغير مدفوعة في سنوات سابقة وتسديدها في سنوات لاحقة؛
- كما يحق له الحصول على حصته من الأرباح المقررة بالإضافة إلى المشاركة في الأرباح الباقية من حملة الأسهم العادية.

الفرع الثاني: أموال الاستدانة (التمويل المقرض).

يمكن للمؤسسة اللجوء إلى مصادر تمويلية أخرى وذلك عن طريق الاستدانة من أطراف خارجية سواء عن طريق إصدارها للسندات أو عن طريق الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية، وذلك على اعتبار أن أموال الملكية لا تكفي عادة لتمويل الاستثمارات.

أولاً: السندات: تعد السندات أحد أشكال التمويل الخارجي الممتمك، وهي عبارة عن أوراق مالية تصدرها المؤسسة من أجل تمويل مختلف عملياتها، ويحتل حاملها المرتبة الأولى في تحصيل حقوقه من قبل المؤسسة في حالة التصفية.

يمكن تعريف السند بأنه: "عبارة عن صك مالي قابل للتداول تصدره المؤسسة عن طريق الاكتتاب العام، ويمنح لحامله لقاء المبالغ التي أقرضها استعادة قيمة القرض إضافة إلى الفوائد المستحقة"¹. كما تعرف السندات بأنها: "صك يثبت دين للمقرض على المؤسسة، ويعتبر هذا المقرض دائنا للمؤسسة بمقدار المبلغ المكتتب فيه، يعطي له فوائد ثابتة ويكون له ضمان على أموال المؤسسة، كما أن لصاحب السند الحق في استرداده في ميعاد محدد، وبذلك يعد صاحب السند له أفضلية على صاحب السهم"². وتتميز السندات بمجموعة من الخصائص تميزها عن باقي الأوراق المالية (الأسهم العادية، الأسهم الممتازة)، ويمكن ذكر أهمها من خلال:³

- السندات دين أو قرض طويل الأجل يمنح لحامله فائدة ثابتة مهما كانت نتيجة المؤسسة؛

¹ جمال لعامرة، رابيس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، الملتقى الدولي حول: "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -"، جامعة بسكرة، 21 - 22 نوفمبر 2006، ص: 10.

² نادية فوزيل، شركات الأموال في القانون التجاري، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص: 217، 218.

³ وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر للنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2002، ص: 365.

- لحامل السند حق الأولوية في الحصول على قيمته عند التصفية قبل حملة الأسهم؛
- السند قابل للتداول كالسهم؛
- ليس لحامل السند حق الاشتراك في الجمعيات العمومية للمساهمين.

ثانياً: القروض البنكية: إن التمويل الذاتي لا يمكن أن تغطي المؤسسة بواسطته كل احتياجاتها، ومن أجل ضمان التوازن المالي للمؤسسة يجب عليها اللجوء إلى الاقتراض سواءً من البنوك أو من السوق المالي. وتعرف القروض البنكية على أنها تلك المبالغ المقدمة من طرف البنوك والمؤسسات المالية للمؤسسة من أجل تمويل مختلف استثماراتها، وتتم هذه العملية من خلال عقد تتعهد بموجبه المؤسسة بسداد تلك الأموال وفوائدها والعمولات المستحقة عليها والمصاريف دفعة واحدة أو على عدة أقساط في تواريخ محددة، وهذه العملية تكون مدعمة بمجموعة من الضمانات التي تضمن للبنك استرداد أمواله في حالة توقف المؤسسة عن السداد.¹ وتتعدد معايير تصنيف القروض البنكية، فمن حيث معيار الضمان تصنف إلى: قروض مضمونة وأخرى غير مضمونة، وحسب معيار الغرض من استعمالها تصنف إلى: قروض عقارية وقروض استهلاكية، وأخيراً حسب معيار الزمن يمكن تصنيفها إلى: قروض طويلة، قروض متوسطة و قروض قصيرة الأجل، وهو التصنيف الذي سنعتمد عليه خلال هذه الدراسة.

1- القروض طويلة الأجل: هي القروض الممنوحة من قبل مؤسسات متخصصة، وعادة تتجاوز مدة هذه القروض السبع سنوات، وتكون موجهة لتمويل المشروعات الاستراتيجية الضخمة مثل أعمال البناء واقتناء التجهيزات الإنتاجية... إلخ.²

2- القروض متوسطة الأجل: تعتبر القروض متوسطة الأجل وسيطة بين القروض طويلة الأجل والقروض قصيرة الأجل، وتجه عادة لتمويل الأصول الثابتة والمتداولة، فتمويلها للأصول المتداولة يجعلها مشابهة للقروض قصيرة الأجل من ناحية الهدف وتختلف وإياها في المدة الزمنية، وتمويلها للأصول الثابتة يجعلها تتشابه والقروض طويلة الأجل، ولكن عادة ما يتوافق استخدامها مع استخدام القروض طويلة الأجل.³

3- القروض قصيرة الأجل: هي قروض لا تتجاوز مدتها السنة الواحدة، وتوجه غالباً لتمويل دورة الاستغلال، كما تمتاز هذه القروض بوجود عائد سريع ومخاطر أقل.⁴

¹ عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، مصر، 2000، ص: 103.

² مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص: 190.

³ A.Boudinot et J. C. Frabot, Technique et pratiques bancaires, 4^{ème} édition, édition sirey, Paris, France, 1978, P : 284.

⁴ لوراتي إبراهيم، القروض البنكية وإجراءات منحها، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، المجلد 31، العدد 02، جامعة الجلفة، الجزائر، ص: 201.

ثالثاً: القرض الإيجاري: يعد القرض الإيجاري من المصادر الحديثة لتمويل المؤسسات، ويتمثل في قيام مؤسسة أو بنك بوضع معدات أو آلات خاصة بها تحت تصرف مؤسسة أخرى لمدة معينة مقابل أقساط دورية متفق عليها تسمى أقساط الإيجار.

ويعرف القرض الإيجاري بأنه: " عقد بين المالك والمستأجر، يلتزم بموجبه هذا الأخير بدفع مبالغ مالية للمالك مقابل الانتفاع بخدمات أصل معين لفترة زمنية محددة".¹

وهناك عدة خصائص للقرض الإيجاري تتمثل في:²

- يتم القرض الإيجاري بين ثلاثة أطراف، المؤسسة الطالبة للقرض (المستأجر)، والمؤسسة صاحبة القرض (المؤجرة)، وهناك طرف ثالث يتمثل في المورد الذي يستلم طلب التوريد من المؤجر ويرسله للمستأجر؛
- يرتبط القرض الإيجاري بعقد يتفق من خلاله المؤجر والمستأجر عن مدة القرض، الأقساط المدفوعة، قيمة الفوائد إضافة إلى هامش الربح المخصص للمؤسسة المستأجرة؛
- عند انتهاء مدة القرض يسمح للمؤسسة المستأجرة شراء الأصل بالقيمة المتبقية والتي تم تحديدها مسبقاً في العقد، أو طلب تمديد العقد بإعادة التأجير بسعر منخفض عما كان عليه في السابق، كما قد يمتنع المستأجر عن تجديد العقد وشراء الأصل وبالتالي تنهي العلاقة بين الطرفين.
- خلال مدة العقد تبقى ملكية الأصل دائماً للمؤسسة المؤجرة، في حين تكون مهمة تأمين وصيانة الأصل على عاتق المستأجر.

الفرع الثالث: تكلفة الأموال.

يشكل مفهوم تكلفة الأموال عنصراً مهماً في تحديد الخليط الذي يتكون منه المزيج التمويلي للمؤسسة ونسبة كل عنصر منه، وبالتالي فكلما انخفضت تكلفة الأموال كلما شكل ذلك تأثيراً إيجابياً على المؤسسة والعكس صحيح.

ويقصد بتكلفة الأموال: " معدل العائد الأدنى الذي يطلبه المستثمرون والذي يجب أن يتحقق للمؤسسة.

أما رياضياً، فيعبر عن المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناتجة عن التمويل الممّلك والتمويل المقترض".³

¹ زغيب مليكة، استخدام قرض الإيجار في تمويل المؤسسات المتوسطة والصغيرة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 07، جامعة بسكرة، الجزائر، 2005، ص: 216.

² خالد أحمد علي محمود، اقتصاد المعرفة وإدارة الأزمات المالية في إطار المؤسسات الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2019، ص: 192-193.

³ غربي حمزة، بدروني عيسى، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، جامعة غليزان، الجزائر، 2019، ص: 148.

وتمر عملية تقدير تكلفة الأموال بثلاث مراحل نوجزها في الآتي:¹

- **تحديد مصادر التمويل:** يتم في هذه المرحلة تحديد مصادر الأموال المكونة للمزيج التمويلي للمؤسسة، مع الأخذ بعين الاعتبار أموال الملكية وأموال الاستدانة؛
 - **تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل:** هنا يتم حساب وتحديد تكلفة كل مصدر من هذه المصادر على شكل نسبة أو معدل، كما يجب أن يكون هذا المعدل بعد الضريبة؛
 - **تحديد التكلفة الوسطية المرجحة للأموال:** بعد تحديد تكلفة كل مصدر للأموال يتم ترجيحها بالأوزان النسبية، وبالتالي نتحصل على التكلفة المرجحة للأموال المستثمرة.
- أولاً: تكلفة أموال الملكية:** ويقصد بها: " الحد الأدنى من العائد الذي يجب أن تحققه المؤسسة على استثماراتها الممولة عن طريق أموالها الخاصة، والتي لا تتأثر على سعر السهم الخاص بها في السوق المالي".²
- وتحسب تكلفة أموال الملكية وفق العلاقة التالية:

$$K_{cp} = \frac{D}{P_0}$$

حيث:

K cp: تكلفة أموال الملكية؛

D: الأرباح الموزعة على الشركاء؛

P0: القيمة السوقية للسهم.

ثانياً: تكلفة أموال الاستدانة: بعد التطرق لتكلفة الأموال المملوكة، يأتي الدور على تكلفة الأموال المقترضة والتي تمثل معدل الفائدة على القروض التي تتحصل عليها المؤسسة، أي أنه ذلك العائد الواجب الحصول عليه جراء استثمار الأموال المقترضة بالشكل الذي لا يؤثر على مكاسب حملة الأسهم العادية أو مالكي المشروع.³

وبالتالي فإن تكلفة أموال الاستدانة فهي تمثل معدل الفائدة التي اقترضت به المؤسسة ديونها، ويرمز له بالرمز **Kd**، ولتقدير تكلفتها الحقيقية يتوجب على المؤسسة تقدير هذه التكلفة بعد الضريبة حيث تصبح **Kd (1-t)**.

¹ عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص: 245.

² خيرى علي الجزيري، الإدارة المالية (2)، الطبعة الأولى، الدار العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2000، ص: 145.

³ عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص: 250.

ثالثاً: **التكلفة الوسطية المرجحة:** ويطلق عليها أيضاً المعدل الموزون لتكلفة التمويل، وتعتبر عن التكلفة الكلية للمزيج التمويلي للمؤسسة، وبالتالي فهي تحدد وزن كل من التمويل الممتمك والتمويل المقترض في الهيكل المالي، وتحسب كما يلي:¹

$$K wacc = K cp \frac{CP}{(CP + D)} + Kd \frac{D}{(CP + D)}$$

حيث:

K wacc: التكلفة المرجحة لرأس المال؛

K cp: تكلفة أموال الملكية؛

Kd: تكلفة أموال الاستدانة؛

CP: أموال الملكية؛

D: أموال الاستدانة.

المطلب الثالث: المداخل المفسرة لأمثلية المزيج التمويلي.

أثار موضوع المزيج التمويلي الأمثل جدلاً كبيراً من قبل العديد من الباحثين في مجال الإدارة المالية، فمنهم من يقر بأمثليته ومنهم من ينفي هذا الاقتراح، كما ظهرت العديد من النظريات حول هذا الموضوع، إلا أنه لحد الآن لا يوجد إجماع أو اتفاق على أن نظرية معينة تجيب عن مختلف التساؤلات في هذا الصدد.

الفرع الأول: المداخل المؤيدة لوجود مزيج تمويلي أمثل.

اتجه رواد هذا الاتجاه إلى إمكانية تحقيق مزيج تمويلي أمثل إذا تمكنت المؤسسة من الوصول إلى نسبة من الديون وأموال الملكية عند اختيارها لمصادر التمويل، والتي من خلالها يرتفع العائد إلى أقصى حد ممكن مع انخفاض تكلفة التمويل إلى أقصى درجة. ومن بين هذه المداخل نجد:

أولاً: مدخل صافي الربح: يرى أصحاب هذا المدخل أن المؤسسة بإمكانها تحقيق مزيج تمويلي أمثل، فتعدد المصادر التمويلية يفتح المجال أمامها لاختيار المصدر الأقل تكلفة وهو الاستدانة، لأنه حسب رأيهم أن تكلفة الأموال المقترضة تكون أقل من تكلفة حقوق الملكية، وبالتالي فإن استمرار الرافعة المالية يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال ومن ثم ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة. أي أن هذا المدخل يحث على التمويل عن طريق الاستدانة فقط وهذا غير مسموح من الناحية القانونية.²

ويقوم هذا المدخل على الفرضيتين التاليتين:

¹ محمد علي إبراهيم العامري، **الإدارة المالية الحديثة**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص ص: 353-354.

² حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص: 763.

- ثبات تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الاستدانة، بمعنى أن الزيادة في القروض لا يغير من درجة المخاطر الناتجة عنها؛

- معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين يكون أعلى من معدل الفوائد على القروض، لأن المساهمين يطلبون معدلا كبيرا لحماية مصالحهم في المؤسسة.

وبتحليل هاتين الفرضيتين، فيما أن تكلفة الأموال الخاصة والقروض ثابتة، ومعدل العائد على حقوق المساهمين أعلى من تكلفة الأموال، فإن الوضعية الأمثل للمزيج التمويلي للمؤسسة تكون من خلال الاعتماد بالكامل على القروض (التكلفة الوسطية المرجحة مساوية لتكلفة الاقتراض)، لأن زيادة القروض يؤدي إلى زيادة أرباح المؤسسة وبالتالي زيادة الثروة للمساهمين، والنتيجة تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.¹

ثانيا: المدخل التقليدي: يقوم هذا المدخل على نفس المبدأ السابق لنظرية صافي الربح، حيث يفترض ثبات تكلفة الأموال عند مستوى معين من الاستدانة، ولكن عند زيادة الديون عن هذا الحد تتزايد معه تكلفة الاقتراض وفي الجهة المقابلة سيزداد أيضا معدل العائد على حقوق الملكية بزيادة الرافعة المالية، وهذا يدل على وجود علاقة طردية بين نسبة الاستدانة وتكلفة أموال الملكية والديون.²

ثالثا: مدخل التوازن: يشير هذا المدخل أيضا إلى إمكانية تحقيق المؤسسة لمزيج تمويلي أمثل، وسمي بهذا الاسم نتيجة لافتراضه لنسبة استدانة مثلى تنشأ من خلال التوازن بين الأثر الإيجابي والسلبي للمديونية. وبالتالي فتحقيق المزيج التمويلي الأمثل يحدث من خلال الاستمرار في عملية الاقتراض حتى الوصول إلى نقطة مثالية تجعل الأثر الإيجابي للوفر الضريبي الناشئ عن الفوائد المخصومة من الوعاء الخاضع للضريبة والأثر السلبي لتكلفة الإفلاس الناجمة عن زيادة القروض عند نفس المستوى.³

الفرع الثاني: المداخل المعارضة لوجود مزيج تمويلي أمثل.

ينفي كل من مدخل صافي ربح العمليات ومدخل مود غلياني وميلر فكرة وجود مزيج تمويلي أمثل، وهذا بناءً على مجموعة من الفرضيات هي:⁴

¹ زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية -دراسة نظرية تحليلية-، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 31، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2009، ص: 155.

² محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص:

³ دعاس مصعب، تحديد العوامل المؤثرة في هيكل رأس مال المؤسسات الجزائرية دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية خلال الفترة (2013-2016)، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018-2019، ص: 68.

⁴ صديقي أحمد، فتيحي سعاد، صبرو خديجة، تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية للمؤسسة، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 01، العدد 01، جامعة أدرار، الجزائر، 2017، ص: 82.

- يتكون المزيج التمويلي من مصدرين رئيسيين هما: الأموال الخاصة والقروض؛
- يمكن للمؤسسة تغيير مزيجها التمويلي عن طريق إحلال الأموال الخاصة بالاقتراض؛
- أرباح التشغيل المتوقعة من المشروع تكون متساوية لدى جميع المستثمرين؛
- لا توجد أرباح محتجزة للمؤسسة، بمعنى يتم توزيع كل النتيجة؛
- استبعاد الضرائب مع ثبات مخاطر الأعمال.

أولاً: مدخل صافي ربح العمليات: يرى رواد هذا المدخل بعدم وجود أي علاقة بين قيمة المؤسسة والتغيرات التي تطرأ على مزيجها التمويلي، حيث يعتبر أصحابه أن تكلفة الاقتراض تبقى ثابتة لا تتغير مهما تغيرت نسبة الاستدانة ونفس الشيء بالنسبة للتكلفة الكلية للأموال. ومن جهة أخرى نجد أن الاعتماد على الديون سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها الملاك، مما يجعلهم يطالبون بمعدل عائد أكبر فتزداد معه تكلفة التمويل الممتمك، وبذلك فإن الارتفاع في تكلفة حقوق الملكية يقابله الانخفاض في تكلفة التمويل المقترض، في حين أن التكلفة الكلية تبقى ثابتة لا تتغير وكذلك نفس الشيء بالنسبة للقيمة السوقية للمؤسسة.¹

ثانياً: مدخل " Modigliani & miller ": ينفي الاقتصاديان " Modigliani " و " miller " صحة وجود مزيج تمويلي أمثل، حيث يعتبران أن قيمة المؤسسة وتكلفة أموالها مستقلتان تماماً عن مزيجها التمويلي، ففي ظل سوق تتميز بالكفاءة التامة وغياب الضريبة فإن جميع المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة تكون متكافئة.²

كما أثبت العالمان أن تأثير الضريبة على المزيج التمويلي لا يؤدي به إلى الأمثلية، حيث قاما بوضع مجموعة من الشروط التي إذا توفرت فلا يمكن للمزيج التمويلي أن يؤثر على قيمة المؤسسة. هذه الشروط هي:³

- **الشرط الأول:** بإمكان الأفراد الاقراض والاقتراض بنفس الشروط الممنوحة للمؤسسات، فإذا أراد الفرد أن يرفع من درجة المخاطرة فعليه الاستثمار في المؤسسات التي تعتمد على الديون، وإذا أراد عكس ذلك فعليه الاستثمار في المؤسسة التي لا تعتمد على القروض، بعد ذلك يأخذ قرضاً شخصياً من أجل زيادة الرافعة المالية الخاصة به؛

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 769.

² Abdellah Boughaba, **Analyse et évaluation de projets**, BERTI édition, Paris, France, 1998, P : 107.

³ أسامة عبد الخالق الأنصاري، **الإدارة المالية**، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.kotobarabia.com>، تاريخ الاطلاع:

2023/05/12، 15:50، ص ص: 396-398.

- **الشرط الثاني:** يتم خصم الفوائد من الأرباح عند التحليل، ولذلك فمن الصعب تحديد أثر الرافعة المالية على قيمة المؤسسة؛

- **الشرط الثالث:** تسعر أصول المؤسسة بناءً على خصائص الأصل من حيث العائد والمخاطرة، ففي ظل كفاءة الأسواق المالية فإن الأصول ذات نفس النوعية من حيث العائد والمخاطرة يتم تبادلها عند نفس الأسعار. وبالتالي، وفي ظل الشروط السالفة الذكر فإن قيمة المؤسسة تبقى ثابتة مهما تغير أسلوب التمويل لديها، كما أن دخل الملاك وحصتهم هي الأخرى لا تتغير.

المطلب الرابع: محددات اختيار المزيج التمويلي الأمثل.

يقصد بالمحددات مجموعة العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار من طرف المؤسسة لاختيار مزيجها التمويلي، ولا يوجد نموذج أمثل يجمع بين جميع المحددات التي تؤثر على قرارات المدير المالي للمؤسسة، ويكمن تقسيم هذه المحددات إلى: محددات كمية ومحددات كيفية.

الفرع الأول: المحددات الكمية.

وتتمثل أساساً في المحددات القابلة للقياس، وتتمثل في:

أولاً: حجم المؤسسة: أثبتت العديد من النظريات أن حجم المؤسسة له تأثير كبير على نسبة الاقتراض فالمؤسسات ذات الحجم الكبير تزيد نسبة الاقتراض فيها مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، والسبب في ذلك راجع لكونها تمتاز بقدرة أكبر على خدمة الدين مما يجعلها تميل إلى الاستدانة، إضافة إلى كونها تستطيع الاقتراض بسهولة وبتكلفة أقل، وهذا يعد دافعا كبيرا لارتفاع نسبة الاقتراض مقارنة بالمؤسسات الصغيرة.¹

ثانياً: السيولة: هناك علاقة طردية بين السيولة ونسبة الاستدانة، فالمؤسسة التي تتمتع بسيولة عالية تمكنها من مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل مما يسهل عليها عملية الاقتراض. والعكس في ذلك، في حالة عدم تماثل المعلومات في السوق، فقد تستخدم المؤسسات ذات السيولة العالية هذه النقدية في تمويل استثماراتها مما يخفض في نسبة الديون لديها، وبالتالي تكون هنا العلاقة عكسية بين السيولة والاستدانة.²

ثالثاً: الربحية: تعد الأرباح من أهم مصادر الداخلية للمؤسسة، فهي تعبر عن قدرتها عن تمويل نفسها بنفسها ولذلك فالمؤسسة التي تحقق ربحية جيدة خلال السنة يفضل لها اللجوء إلى مصادرها الداخلية في التمويل بدل الاستدانة، أما إذا كانت المؤسسة تحقق خسارة في نتيجتها فمن الأفضل لها اللجوء إلى الاستدانة لتمويل

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان ، الأردن، 2006، ص: 408.

² حركاتي نبيل، **محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014**، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 18، العدد 01، جامعة سطيف، الجزائر، ديسمبر 2018، ص: 221.

استثماراتها، وبالتالي فالربحية تعد هدفا أساسيا لاستمرار المؤسسة وغاية يتطلع لها الملاك ومؤشر يهتم به جميع الأطراف المتعاملة مع المؤسسة.¹

رابعاً: **المردودية**: اختلفت الدراسات فيما يخص تأثير المردودية على المزيج التمويلي للمؤسسة، فبعض الدراسات أثبتت وجود علاقة طردية بينها وبين حجم الاستدانة والبعض الآخر أثبت عكس ذلك.

ومن بين الدراسات التي أثبتت العلاقة الطردية نجد نظرية معدل التمويل الأمثل حيث اعتبر مؤيدوها أن المؤسسة ذات المردودية العالية تفضل التمويل بالقروض من أجل الاستفادة من الوفر الضريبي المحقق من الدخل الخاضع للضريبة.

ومن جهة أخرى دعمت دراسة " Marsh " فكرة العلاقة العكسية بينهما، حيث برر الباحث أن ارتفاع المردودية يؤدي إلى زيادة المخاطر العملية مما يجعل المؤسسة تستغني عن اللجوء على الاستدانة، كما أن زيادة المردودية قد يزيد من الأرباح المحتجزة مما يزيد من الأموال الخاصة للمؤسسة وبالتالي يجعلها تفرط في القروض.²

خامساً: نمو المبيعات: تعد المبيعات من مصادر التمويل الداخلية وهي تتدرج ضمن الأرباح المحتجزة التي تمثل التمويل الذاتي للمؤسسة، ونموها يضمن للمؤسسة استمراريتها وبقائها في السوق، وبالتالي فالمؤسسات التي تتمتع بنمو جيد للمبيعات يفضل أن تتبعد عن الاستدانة، في حين أن المؤسسات التي تتميز بضعف نموها فمن الأحسن لها اللجوء إلى الاقتراض، لأن هذا المصدر يحقق لها زيادة في العوائد التي تمكنها من تسديد التزاماتها المالية (فوائد القروض).³

سادساً: هيكل الأصول: ويقصد بها التركيبة التي تتكون منها موجودات المؤسسة، فالمؤسسات التي تمتلك أصول ثابتة بنسبة كبيرة يفضل لها أن تلجأ إلى القروض المالية طويلة الأجل، في حين المؤسسات التي تتكون مختلف أصولها من مخزونات وذمم فمن الأحسن لها تمويل أصولها عن طريق القروض قصيرة الأجل، وإن كانت تستخدم القروض الطويلة ولكن بنسبة قليلة.

الفرع الثاني: المحددات الكيفية.

إضافة إلى المحددات الكمية فإن هناك محددات أخرى يمكن أن تؤثر على المزيج التمويلي للمؤسسة. هذه المحددات هي:

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 36.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 409.

³ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 168.

أولاً: الملائمة: ويعني مقابلة كل مصدر تمويلي بالاستخدام الموافق له، أي استخدام المصادر طويلة الأجل لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل واستخدام المصادر قصيرة الأجل لتمويل الأصول الجارية.

وبالتالي فإن الإخلال بعنصر الملائمة يمكن أن تعرض المؤسسة إما لمخاطر السيولة أو مخاطر تجميد الأموال، فالأولى تحدث في حالة تمويل المؤسسة لاستثماراتها طويلة الأجل بواسطة مواردها قصيرة الأجل، والثانية تحدث في حالة تمويلها لاستثمارات قصيرة الأجل بواسطة مواردها طويلة الأجل.

ثانياً: المرونة: ويقصد بالمرونة قدرة المؤسسة على تكيف مزيجها التمويلي مع التغيرات الرئيسية التي تطرأ على استثماراتها، ومن المعروف أن المصادر التمويلية قصيرة الأجل أكثر مرونة من المصادر التمويلية طويلة الأجل، وبالتالي فإن التقلبات الموسمية في استثمارات المؤسسة ستزيد من نسبة مصادر التمويل قصيرة الأجل في المزيج التمويلي للمؤسسة والعكس صحيح.¹

وهناك محددات أخرى تأخذها المؤسسة بعين الاعتبار في اختيار مزيجها التمويلي كالتبيعة القانونية للمؤسسة، التحكم والسيطرة، دورة حياة المؤسسة، الوفر الضريبي، التوقيت وحالة الاقتصاد.

المطلب الخامس: اختيار المزيج التمويلي المناسب.

من أجل الاختيار الجيد والمناسب للهيكل المالي الذي يخدم مصلحة المؤسسة، يتوجب على المدير المالي الأخذ بعين الاعتبار للرفع أو الرافعة والذي يعد عنصراً أساسياً في تشكيل تركيبة المزيج التمويلي، كما يقتضي منه أيضاً تحقيق الموائمة بين العائد والمخاطرة.

الفرع الأول: الرافعة وعلاقتها بالهيكل المالي.

يقصد بالرفع في مجال العلوم الفيزيائية استخدام أداة صغيرة من أجل رفع أشياء ثقيلة، وعند استخدام هذا المصطلح في مجال التحليل المالي فإنه يدل على استخدام عبء ثابت للتأثير على العوائد المتوقعة. هذا العبء الثابت قد يكون مرتبطاً بالتكاليف الثابتة (رافعة تشغيلية)، أو قد يكون ناجماً عن فوائد القروض (رافعة مالية).

وبالتالي فإن وجود الرافعة التشغيلية للمؤسسة يرجع بالدرجة الأولى إلى تحملها للتكاليف الثابتة المرتبطة بإنتاج سلعة معينة، كما يرجع وجود رافعة مالية نتيجة تحمل المؤسسة لقدر معين من تكاليف التمويل وخصوصاً الفوائد على القروض.²

أولاً: الرافعة التشغيلية:

تشير الرافعة التشغيلية إلى درجة الاستجابة في النتيجة قبل الفوائد والضرائب عند كل تغيير يطرأ على قيمة مبيعات المؤسسة.¹

¹ أحمد العلي، الإدارة المالية للشركات: الإجازة في علوم الإدارة، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، الجمهورية العربية السورية، 2020، ص ص: 12-13.

² خيرى علي الجزيري، إدارة مالية (2)، الطبعة الأولى، الدار العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2000، ص: 114.

أي أنها تعبر عن نسبة تغير الدخل التشغيلي إلى نسبة التغير في حجم مبيعات المؤسسة، وتحسب كما يلي:

$$DOL = \frac{\Delta EBIT/EBIT}{\Delta Q/Q}$$

حيث:

DOL: درجة الرافعة التشغيلية؛

$\Delta EBIT$: التغير في الربح الصافي التشغيلي؛

EBIT: الربح الصافي التشغيلي؛

ΔQ : التغير في حجم المبيعات.

تتأثر الرافعة التشغيلية للمؤسسة بتغيرات الأرباح المحققة، إذ أن وجود تغير طفيف في المبيعات ينتج عنه تغير كبير في نتيجة الاستغلال، كما أن انخفاض المبيعات يؤدي إلى تدنية الأرباح. وبالتالي فإن الرافعة التشغيلية تعد بمثابة سلاح ذو حدين للمؤسسة، فهي تعظم الأرباح في حالة ارتفاع قيمة المبيعات كما أنها تدني من قيمة أرباح المؤسسة في حالة الانخفاض في المبيعات، كما أن المؤسسة التي تتميز بتقلبات كبيرة في الأرباح التشغيلية (نتيجة الاستغلال) تكون ذات مخاطر تشغيلية أكبر مقارنة بالمؤسسات التي تتميز أرباحها بالاستقرار.²

ويؤثر الرفع التشغيلي في كافة مصادر أموال المؤسسة من خلال التأثير في تكلفتها، لذا فإن أي انخفاض في المبيعات سيؤدي إلى انخفاض كبير في صافي الربح التشغيلي، مما يصعب على المؤسسة من الوفاء بالتزاماتها اتجاه أصحاب الدخل الثابت (خاصة حملة الأسهم الممتازة)، وبالتالي ترتفع تقلبات ربحية الأسهم العادية الأمر الذي قد يؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس، وعلى ذلك تلجأ المؤسسة إلى تخفيض حجم التمويل من مصادر الأموال ذات الدخل الثابت. كما قد تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من مصادر التمويل في حالة الانتعاش الاقتصادي وهي الحالة التي ترتفع فيها المبيعات وتبقى مستقرة عند نفس الأسعار.³

¹ يوسف بومدين، فاتح ساحل، تسيير التسيير المالي للمؤسسة، دار بلقيس، الجزائر، 2016، ص: 47.

² غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز-

رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، (2011-2012)، ص: 126-127.

³ شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة المجمع الصناعي - صيدال-، رسالة ماجستير في مالية

المؤسسة، جامعة بومرداس، الجزائر، (2009-2010)، ص: 99.

ثانياً: الرافعة المالية:

تتشكل الرافعة المالية عند لجوء المؤسسة إلى الديون المالية لتعزيز مواردها التمويلية، وبالتالي قد تكون أمامها مجموعة من القيود تفرض عليها الالتزام بمستوى معين من الاستدانة من أجل تجنب الوقوع في الأثر السلبي للرافعة المالية.

ويمكن تعريف الرفع المالي بأنه: " نسبة مجموع القروض إلى مجموع الأصول".¹ وبذلك يمكن اعتبار الفوائد الناتجة عن المصادر المالية الثابتة الناجمة عن القروض والأسهم الممتازة كنوع من الرافعة المالية للمؤسسة.

$$\text{ويمكن حساب درجة الرافعة المالية وفق العلاقة التالية:}^2$$

$$DFL = \frac{\% \Delta EPS}{\% \Delta EBIT} = \frac{EBIT}{EBIT - 1}$$

حيث أن:

DFL: درجة الرافعة المالية؛

EPS: أرباح أسهم المؤسسة؛

EBIT: الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

من خلال المعادلة السابقة نستنتج أن الرافعة المالية يمكن أن تكون على حالتين:

- رافعة مالية مرغوبة: وهي الحالة التي يكون فيها عائد الأصول يفوق تكلفة الاقتراض، وبالتالي كلما ارتفعت درجة الرفع المالي كلما زاد العائد على حقوق الملكية؛
- رافعة مالية غير مرغوبة: وتكون عندما ينخفض عائد الأصول عن تكلفة القروض، وتحدث في الحالات الاقتصادية السيئة.

تتجسد العلاقة بين الرافعة المالية والهيكل المالي للمؤسسة من حيث ارتباط رافعة التمويل بتكلفة الأموال، لأن الرافعة المالية عندما تكون في أعلى مستوياتها تخفض التكلفة الكلية للأموال وعندها يكون معدل العائد قد بلغ أقصاه.

فإذا كان الهيكل المالي للمؤسسة يضم نسبة تمويل مقترض أقل من النسبة المثلى فهذا يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال. والسبب يعود إلى ارتفاع تكلفة التمويل الممتمك مما يؤدي إلى انخفاض العائد على حقوق الملكية، وفي هذه الحالة يتعين على المؤسسة الرفع من التمويل المقترض لأن كل زيادة فيه تؤدي إلى انخفاض

¹ محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص: 333.

² أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص: 186.

تكلفة التمويل حتى تبلغ حدها الأدنى والذي تبلغ فيه نسبة التمويل المقترض حدها الأمثل، وبالتالي تعظيم معدل العائد على الأصول.

أما إذا كانت نسبة التمويل المقترض للمؤسسة تزيد عن النسبة المثلى فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل المقترض والممتلك معا (ارتفاع تكلفة الأموال) وبالتالي انخفاض معدل العائد على حقوق الملكية، في هذه الحالة يتطلب من المؤسسة تخفيض التمويل المقترض واللجوء إلى زيادة التمويل الممتلك (رفع رأس المال).¹

- **نقطة التعادل التمويلي:** وهي النقطة التي يتقاطع خلالها التمويل الممتلك مع التمويل المقترض عند مستوى معين من المبيعات، ويمكن رسم هذه النقطة بواسطة شكل هندسي يقيس في محوره الأفقي المبيعات، وعلى المحور العمودي قيمة الأرباح، وعند التقاء خطي التمويل بالملكية والتمويل بالديون نكون قد وصلنا إلى نقطة التعادل التمويلي.

يمكن قياس مستوى التعادل بين المبيعات والأرباح جبريا بواسطة معادلتنا الأرباح بالسهم لكل من

طريقتي التمويل بالملكية والتمويل بالديون وحل المعادلة الناتجة عن قيمة المبيعات، وذلك وفق العلاقة التالية:²

$$EPSd = \frac{S - (FC + Vu \cdot Q + I)(1 - t)}{N} = \frac{S - (FC + Vu \cdot Q + I)(1 - t)}{N} = EPSe$$

حيث أن:

EPSd: أرباح السهم الناتجة عن التمويل بالدين؛

EPSe: أرباح السهم الناتجة عن التمويل بالملكية؛

S: المبيعات؛

FC: التكاليف الثابتة؛

Vu: التكلفة المتغيرة للوحدة؛

Q: كمية المبيعات؛

I: الفوائد على الديون؛

T: الضريبة على أرباح الشركات؛

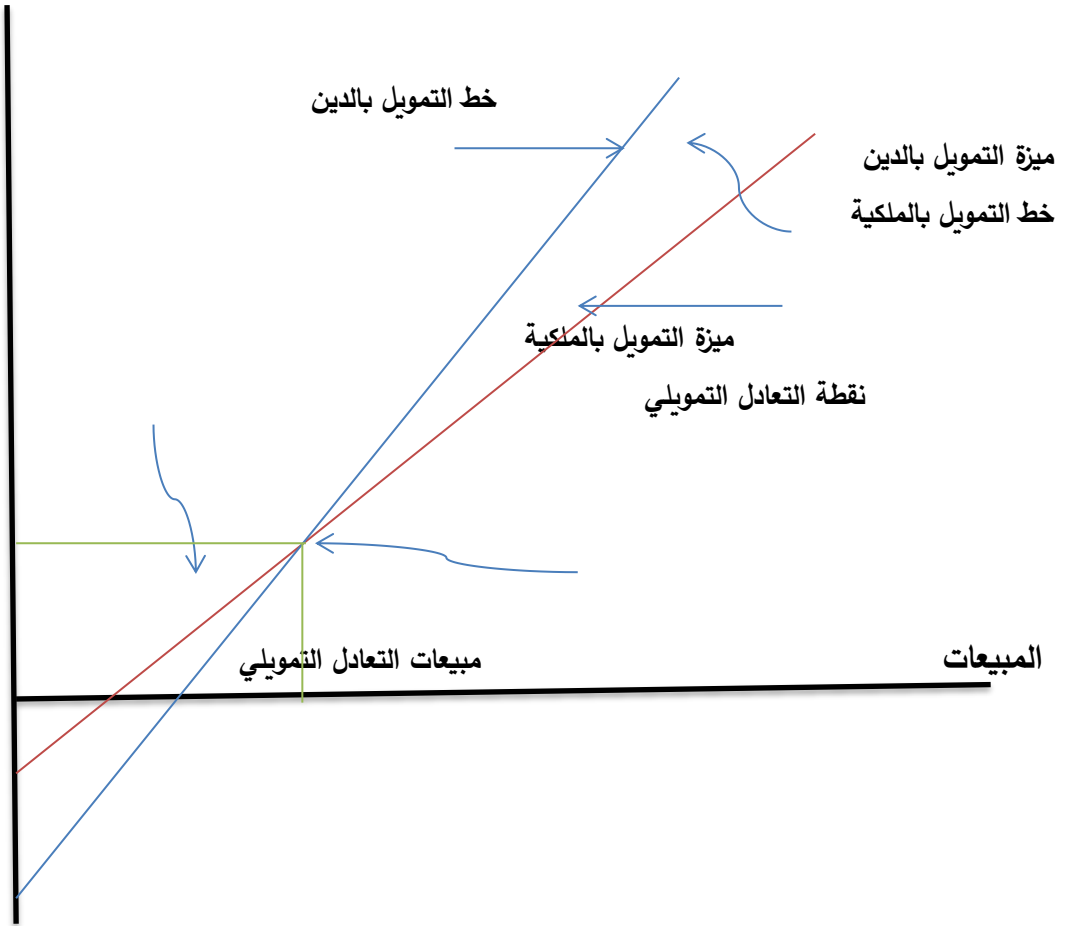
N: عدد الأسهم الصادرة.

ويمكن تجسيد هذه العلاقة وفق الشكل التالي:

¹ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 280 - 281.

² محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص: 610.

الأرباح بالسهم



المصدر: محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص: 610.

من الشكل السابق يمكن تقسيم مبيعات المؤسسة إلى مرحلتين رئيسيتين:

- المرحلة الأولى: مستوى المبيعات أقل من مبيعات التعادل التمويلي: في هذه المرحلة يكون التمويل بالملكية أكبر من التمويل عن طريق الديون، وبالتالي فمن مصلحة المؤسسة الاستعانة بأموالها الخاصة لأنها تحقق أرباحاً أعلى من الاستدانة،
- المرحلة الثانية: مستوى المبيعات أكبر من مبيعات التعادل التمويلي: وهي الحالة التي يكون فيها مستوى المبيعات أكبر من مبيعات التعادل التمويلي، وبالتالي يفضل التمويل بالديون المالية.

الفرع الثاني: العائد وطرق قياسه.

يعد موضوع العائد والمخاطرة من بين الموضوعات المهمة في مجال الإدارة المالية الحديثة، وبالتالي يتوجب على المدير المالي الفهم الجيد لهذين العنصرين، خاصة وإن أي قرار تمويلي يؤدي إلى الحصول على عوائد وفي المقابل تحمل نسبة معينة من المخاطرة.

أولاً: تعريف العائد:

العائد هو عبارة عن التدفقات النقدية التي يحققها المستثمر خلال فترة معينة مقابل التوظيف في رأس المال المشروع الاستثماري. كما يعبر عنه بأنه المكافأة التي يحصل عليها المستثمر نظير فترة الانتظار والمخاطر التي يتحملها عن رأس ماله المستثمر، هذه المكافأة يعبر عنها عادة بنسبة مئوية من قيمة المبلغ المستثمر في بداية المدة.¹

ويقسم العائد على الموجودات إلى ثلاث أشكال رئيسية:²

1- توزيعات الأرباح: وهي الحالة التي تكون فيها الأصول تمثل نوعاً من حقوق الملكية مثل الأسهم، حيث يصبح المستثمر (حامل السهم) شريكاً في المؤسسة التي تصدر هذه الأسهم، وبالتالي يكون لديه الحق في الحصول على عوائد إذا حققت المؤسسة أرباحاً صافية وقررت توزيعها على المساهمين.

2- الفوائد: وتكون في حالة إصدار السندات، فحامل السند يعتبر بمثابة مقرض للمؤسسة المصدرة لذلك السند، وبذلك يكون لديه الحق في نهاية مدة القرض في الحصول على قيمة السند مضافاً إليها الفوائد المتفق عليها مسبقاً من قبل المؤسسة.

3- الأرباح الرأسمالية: تنتج في حالة إعادة بيع الأصول المالية، فحامل السهم أو السند الذي يستطيع بيع أوراقه المالية بمبلغ يزيد عن قيمة الشراء يكون قد حصل على ربح رأسمالي.

ثانياً: أنواع العائد:

هناك ثلاث أنواع للعائد، معدل العائد المتوقع، معدل العائد المتوقع ومعدل العائد المطلوب.

1- معدل العائد المتوقع: ويطلق عليه أيضاً بالعائد التاريخي أو الفعلي، وهو العائد الذي يحققه المستثمر من خلال شراء أو بيع أداة استثمارية، ويعبر عن العلاقة بين صافي الدخل الناتج عن الاستثمار ومجموع الأموال المستثمرة.³

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

² رايح شيلق، عمار بن نوار، الموازنة بين العائد والمخاطرة كأساس لاختيار القرارات المالية، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 07، العدد 02، جامعة الجلفة، الجزائر، 2016، ص: 188.

³ قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك، أثر تغير العائد المتوقع على العائد المطلوب في ظل نموذج CAMP دراسة تطبيقية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 05، العدد 05، جامعة سطيف، الجزائر، 2005، ص: 05، ص: 06.

$$\text{معدل العائد المتوقع} = \frac{\text{الدخل الصافي الناتج عن الاستثمار}}{\text{مجموع الأموال المستثمرة}}$$

2- **معدل العائد المتوقع:** هو المعدل الذي يتوقع المستثمر تحقيقه في المستقبل، ويعبر عنه أيضا بالمعدل أو الوسيط الحسابي لمعدلات العائد المتوقع، وكلما كان هذا المعدل كبير ويزيد عن معدل العائد المطلوب كلما كان المشروع الاستثماري إيجابى ومقبول.¹

يحسب معدل العائد المتوقع وفق العلاقة التالية:²

$$R = \sum Ri * Pi$$

حيث:

R: العائد المتوقع؛

Ri: العائد من الأصل؛

Pi: احتمال تحقق الحالة الاقتصادية.

3- **معدل العائد المطلوب:** هو العائد الذي يطلبه المستثمر على أمل الحصول عليه في المستقبل أي حتى يتمكن من شراء السهم، ويتكون هذا العائد من عنصرين أساسيين هما: العائد الخالي من المخاطرة إضافة إلى بدل المخاطرة.³

الفرع الثالث: المخاطرة وأنواعها.

إذا كان المشروع الاستثماري يعود على صاحبه بنسبة معينة من العوائد فإنه في المقابل يواجه مجموعة من المخاطر تؤثر في تدفقاته النقدية، ولذلك يجب على المستثمر الأخذ بعين الاعتبار لعنصر المخاطرة، خاصة عند وضع التقديرات النقدية المتوقعة للمشروع.

أولاً: مفهوم المخاطرة:

تعرف المخاطرة بأنها: " عدم التأكد من الحصول على العائد من الاستثمار المرغوب فيه، أو احتمال

التعرض لخسارة".⁴

¹ علي عباس، **الإدارة المالية**، دار إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص: 149.

² محمد الفاتح البشير المغربي، **الإدارة المالية**، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2014، ص: 67.

³ أمين السيد أحمد لطفي، **التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية**، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر 2000، ص: 14.

⁴ عبد الله عبد الله السنفي، **الإدارة المالية**، الطبعة الثانية، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، اليمن، 2013، ص: 72.

ويمكن ربط مفهوم مصطلح المخاطرة بحالة اللا تأكد وهي عدم معرفة ما سيحدث بدقة في المستقبل، وأن حالة اللا تأكد تواجه العديد من المدراء الماليين بسبب عدم معرفتهم الجيدة بالتغيرات في التشريعات الضريبية، مستويات النشاط الاقتصادي، معدل الفائدة السائد في السوق... إلخ.¹

ثانياً: أنواع المخاطرة:

يمكن تقسيم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المشروع إلى مخاطر نظامية تشمل الاقتصاد ككل، ومخاطر غير نظامية خاصة بمؤسسة معينة.

1- المخاطر النظامية (المخاطر العامة): وهي المخاطر التي تسببها عوامل تؤثر على السوق ككل، وهذا النوع من المخاطر لا يمكن أن تتحكم فيه المؤسسة لأنه يخص السوق ولا يتعلق بمؤسسة أو قطاع اقتصادي معين، فهو يؤثر على جميع المؤسسات مهما كان نوعها وفي نفس الوقت، وقد تكون هذه المخاطر ناجمة عن:²

- **سعر الفائدة:** في حالة ارتفاع معدل الفائدة السائد في السوق بعد تنفيذ القرار الاستثماري، فهذا يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب عما كان عليه في السابق قبل اتخاذ قرار القبول.

- **التضخم:** هو عبارة عن انخفاض القوة الشرائية في السوق نتيجة الارتفاع السريع وغير المبرر للأسعار، الأمر الذي يؤدي إلى تراجع سعر العملة وانخفاض معدل العائد على الاستثمار.

- **تقلبات السوق:** كالأضطرابات العامة، التغيرات السياسية، الكساد والحروب... إلخ، والتي يمكن أن تشكل مخاطر معينة ناجمة عن حالة عدم التأكد لمستوى الأسعار في المستقبل.

2- المخاطر غير النظامية (المخاطر الخاصة): وتسمى أيضاً المخاطر غير السوقية أو المخاطر الاستثنائية، وهذا النوع من المخاطر يكون مستقلاً عن مخاطر النشاط الاقتصادي، حيث ينشأ بواسطة ظروف أو عوامل خاصة بمؤسسة أو قطاع معين، نتيجة لعدة أسباب أهمها: حدوث اضطرابات عمالية في المؤسسة أو في القطاع، الأخطاء الناجمة عن الإدارة، ظهور تكنولوجيا جديدة... إلخ.³

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، **التحليل والتخطيط المالي (اتجاهات معاصرة)**، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص: 337.

² رابح شيلق، عمار بن نوار، مرجع سبق ذكره، ص ص: 188 - 189.

³ شقيري نوري موسى وآخرون، **إدارة المخاطر**، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص ص: 44 - 45.

المبحث الثاني: الكفاءة المالية للمؤسسة ومؤشرات قياسها.

يحتل موضوع الكفاءة المالية في المؤسسة الاقتصادية أهمية بالغة نظرا لحيويته، ففي ظل المنافسة الشديدة والمفروضة على المؤسسة فإنها تعمل على رفع مستوى أدائها وربحيتها، وبالتالي يتوجب عليها التركيز على مؤشرات كفاءتها كأساس لنجاحها.

المطلب الأول: مفهوم الكفاءة المالية.

يعود أصل الكفاءة تاريخيا إلى الاقتصادي الإيطالي " **Vilfredo Pareto** " الذي طوّر صياغة هذا المفهوم وأصبح يعرف بـ " أمثلية باريتو"، والذي ينص على أن أي تخصيص ممكن للموارد فهو إما تخصيص كفاء أو تخصيص غير كفاء، وأي تخصيص غير كفاء للموارد فهو يعبر عن اللا كفاءة (inefficiency).¹ وبالتالي يشير مفهوم الكفاءة المالية إلى التوازن بين كمية الموارد المالية المستخدمة في المؤسسة كمدخلات وبين كمية النتائج المحققة كمخرجات، حيث كلما كانت المدخلات أقل وكانت المخرجات أكثر كلما كان ذلك معبرا عن عنصر الكفاءة في الأداء.

وتعرف الكفاءة المالية على أنها: " مقياس لقدرة المؤسسة على ترجمة مواردها في أنشطتها المختلفة، وهي تقيس فعالية أصولها لتوليد الإيرادات الإجمالية وفعالية الإنتاج، التسعير، التمويل وقرارات التسويق".² الكفاءة المالية هي مقياس لمدى تمكن المؤسسة من المفاضلة بين كل من: (العائد والمخاطرة، السيولة والربحية) في استخدام مواردها المالية.³

كما تشير الكفاءة المالية أيضا للحالة التي يتم فيها تخصيص الموارد بالشكل الصحيح بين الاستخدامات المختلفة في لحظة من الزمن.⁴

كما تعبر الكفاءة المالية عن فعالية وإدارة المؤسسة للربحية، الإنتاجية، السيولة وقوة الهيكل المالي من أجل الحكم على نجاعتها في استخدام مواردها المالية.⁵

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن الكفاءة المالية عبارة عن التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة للمؤسسة بما يضمن توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية، ومن أجل أن يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية يجب على المؤسسة تعيين استخداماتها الفعلية من بين الاستخدامات الممكنة لتلك الموارد.

¹ هال فاربان، الاقتصاد الجزئي التحليلي: مدخل حديث، ترجمة: أحمد يوسف عبد الخير، محمد راشد أبو زيد، جامعة الملك سعود للنشر

العلمي والمطابع، الرياض، السعودية، 2000، ص ص: 19-20.

² Ralph Dale Kennedy, Stewart Yarwood Mc Muller, **Financial Statements from analysis and interpretation**, Illinois, USA, 1952, p : 17.

³ Carl L. Moore and al, **Managerial Accounting**, Edward Arnold Publishers Ltd, London, UK, 1969, P : 119.

⁴ Ralph Dale Kennedy, Stewart Yarwood Mc Muller, Ibid, p : 25.

⁵ Virmabhai S. Zala, **A Study of Productivity and Financial Efficiency of Textile Industry of India**, PHD Note of Commerce and Business Administration, Saurashtra University, India, 2008, p p : 117- 118.

المطلب الثاني: علاقة الكفاءة المالية بالإنتاجية، الفعالية والأداء.

الفرع الأول: علاقة الكفاءة بالإنتاجية.

الإنتاجية تعني: " مقياس لدرجة الكفاءة التي تحول المواد إلى سلع، وتعبّر عن العلاقة بين مخرجات الثروة المنتجة ومدخلات الموارد المستخدمة في عمليات الإنتاج".¹

من هذا التعريف يمكن اشتقاق مجموعة من المؤشرات التي تعبّر عن الإنتاجية الجزئية لكل عنصر من عناصر المدخلات كإنتاجية رأس المال وإنتاجية العمل وغيرها من العناصر، في حين أن الكفاءة كما ذكرنا سابقاً أنها تهتم بطريقة أو كيفية استغلال الموارد بهدف تحقيق أقصى مستوى ممكن من المخرجات من هذه الموارد، بمعنى أن الإنتاجية هي ما أنتجه عنصر الإنتاج فعلاً، في حين أن الكفاءة هي ما يجب أن ينتجه ذلك العنصر.²

الفرع الثاني: علاقة الكفاءة بالفعالية.

تمثل الفعالية في: " درجة تحقيق الأهداف المرسومة لأي مؤسسة سواء كانت تقدم سلعة أم خدمة، وسواء كانت مخرجاتها مرئية أو غير مرئية، من خلال تحويل مدخلاتها بكفاءة إلى مخرجات مرغوب فيها".³

انطلاقاً من هذا المعنى لمفهوم الفعالية يمكننا أن نفرق بينها وبين الكفاءة، فنقول أن الكفاءة أو الفاعلية يشتركان مع بعضهما في خاصية تحقيق الأهداف المسطرة بأقل تكلفة وفي الأجل المحددة، في حين ينحصر مفهوم الفعالية في تحقيق الأهداف المسطرة فقط، ونشير هنا إلى أن العلاقة الموجودة بين الكفاءة والفعالية ليست بالضرورة إيجابية بل قد تأخذ اتجاهين متعاكسين، ومعنى ذلك أن المؤسسة التي تتصف بالفعالية في تحقيق الأهداف ليست بالضرورة أنها تتسم بالكفاءة في استخدام مواردها، والعكس صحيح.

وبالتالي يمكن القول أن أحسن النتائج في الأجل الطويل ناتجة عن أحسن القرارات الاستراتيجية التي تضمن أن الأفعال الصحيحة قد نفذت (الفعالية)، ومن خلال المزج بين التصميم والتكنولوجيا التي تضمن بأن الأشياء قد تمت بشكل صحيح (الكفاءة).⁴

¹ ماجد حسن هنية، العوامل المؤثرة على إنتاجية العاملين في القطاع الصناعي (دراسة تطبيقية على قطاع الصناعات الخشبية في قطاع غزة)، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2005، ص: 67، 68.

² شوقي بورقبة، الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية دراسة تطبيقية مقارنة، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، (2010-2011)، ص: 39، 40.

³ محمد شامل بهاء الدين مصطفى فهمي، قياس الكفاءة النسبية للجامعات الحكومية بالمملكة العربية السعودية، مجلة جامعة أم القرى التربوية والنفسية، المجلد الأول، العدد الأول، السعودية، جانفي 2009، ص: 251.

⁴ شوقي بورقبة، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

يعتبر الأداء: " قدرة المؤسسة على الاستمرارية والبقاء محققة التوازن بين رضا المساهمين والعمال".¹ كما يعرف أيضا: " انعكاس لكيفية استخدام المؤسسة للموارد المالية والبشرية، واستغلالها بكفاءة وفعالية بصورة تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها".² إن الكفاءة هي أداء الأعمال بطريقة صحيحة، أما الفعالية هي أداء الأعمال الصحيحة، فالكفاءة والفعالية هي أداء الأعمال الصحيحة بالطريقة الصحيحة، أي أن الأداء يعبر عن الجمع بين الكفاءة والفعالية، حيث ترتبط الفعالية بالقيادة أما الكفاءة بالإدارة، فالفعالية تتحقق بوجود رؤيا واضحة وأهداف واستراتيجيات محددة وتتحقق الكفاءة بوجود تخطيط وإدارة للوقت ومتابعة للأداء، فبوجود الفعالية فقط لا تتحقق الرؤى والأهداف بطريقة صحيحة، أما بوجود الكفاءة فقط فالأعمال تنجز لكن بدون وضوح للأهداف.

المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي للمؤسسة.

يطلق على الأداء الجيد للمؤسسة بعبارة " الكفاءة"، وهذا المصطلح الذي شاع استخدامه لتحليل قدرة المؤسسة على إدارتها الجيدة لتكاليفها وحسن استخدام مواردها، وبالتالي فلكي تحقق المؤسسة أهدافها بكفاءة وفعالية لا بد منها أن تولي اهتماما كبيرا لعملية تقييم أدائها.

الفرع الأول: مفهوم تقييم الأداء المالي.

تقييم الأداء المالي يعني قياس النتائج التي حققتها المؤسسة بناءً على مجموعة من المعايير محددة مسبقا، ومن ثم التحقق من مدى تحقيق الأهداف المخطط لها لمعرفة مستوى الفعالية، وتحديد الأهمية النسبية بين الموارد والاستخدامات من أجل الحكم على درجة الكفاءة.³ وبالتالي يمكن القول أن الحكم على الكفاءة المالية للمؤسسة يكون من خلال تقييم الأداء المالي لها، ومن أجل نجاح عملية التقييم لا بد أن تتسم بالصفات التالية:⁴

- الشمولية: بمعنى أن تكون عملية التقييم تشمل جميع الوحدات الاقتصادية وأنشطتها؛
- الوضوح: أن تكون المعايير المستخدمة في عملية التقييم واضحة بالنسبة للمقيم؛
- السرعة: أن تتصف بالسرعة التي تتوافق مع الأداء المقيم الذي يتسم بالحركية؛
- التكامل: أن تكون متكاملة مع العملية الإدارية والاستراتيجية؛

¹ محمد سعيد عبد الفتاح وآخرون، الإدارة العامة المبادئ والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003، ص: 296.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات إدارة المنظمات، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 1997، ص: 291.

³ دادن عبد الغاني، كمامسي محمد الأمين، الأداء المالي من منظور المحاكاة الدولية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، مارس 2008، ص: 304.

⁴ نوبلي نجلاء، استخدام أدوات المحاسبة الإدارية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة، رسالة دكتوراه في المحاسبة، جامعة بسكرة، الجزائر، (2014-2015)، ص: 93.

- الاستمرارية: أن تكون عملية التقييم على استمرار لمدة طويلة ويجب أن تكون بصفة دورية ومنتظمة.
الفرع الثاني: أهمية تقييم الأداء المالي.

تتمثل أهمية تقييم الأداء المالي للمؤسسة المزايًا التالية:¹

- توفير مختلف المعلومات التي من شأنها أن تساعد الإدارة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار، التطوير وتغيير السياسات التمويلية؛
- المساهمة في التسيير الجيد للمؤسسة من خلال تحسين قيمتها وتدنية تكاليفها (تحقيق الكفاءة المالية)؛
- يعتبر أداة مهمة لتسطير السياسات العامة سواء للمؤسسة أو لمختلف الهيئات القائمة فيها؛
- كما يساهم أيضا في توصيل أهداف المؤسسة وتعزيز الاتصال بين جميع المصالح والمستويات وتسهيل عملية التنسيق بينها.

الفرع الثالث: مراحل عملية تقييم الأداء المالي.

تتخصر عملية تقييم الأداء المالي للمؤسسة في أربعة مراحل رئيسية مكتملة لبعضها البعض، وبالتالي فغياب مرحلة واحدة من هذه المراحل يؤدي إلى عرقلة عملية التقييم. هذه المراحل هي: جمع المعلومات الضرورية لعملية التقييم، قياس الأداء الفعلي، مقارنة الأداء الفعلي مع مستويات الأداء المعيارية وأخيرا معالجة الخلل والانحرافات.

أولاً: جمع المعلومات الضرورية لعملية التقييم: وتعني الحصول على مجموعة من القوائم المالية للمؤسسة كقائمة المركز المالي وقائمة الدخل، إضافة إلى إعداد الموازنات والتقارير السنوية حول المؤسسات التي تنشط في نفس المجال مع المؤسسة المراد تقييمها؛

ثانياً: قياس الأداء الفعلي: خلال هذه المرحلة يتم قياس الأداء المالي الفعلي للمؤسسة اعتماداً على مجموعة من المعايير والأدوات المالية مثل: نسب الربحية، السيولة، النشاط، الرافعة المالية والتوزيعات؛

ثالثاً: مقارنة الأداء الفعلي مع مستويات الأداء المعيارية: وهنا يتم دراسة وتقييم النسب المستخدمة في عملية الأداء، وبعد معرفة النتائج الفعلية يتم التعرف على مختلف الانحرافات ومواطن الضعف للأداء المالي الفعلي من خلال مقارنته بالأداء المتوقع أو المقارنة مع مختلف المؤسسات الناشطة في نفس القطاع؛

¹ صافية بومصباح، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام النسب المالية دراسة حالة مؤسسات اتصالات الجزائر للهاتف

النقل (موبيليس) (ATM)، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 08، العدد 02، جامعة برج بوعرييج، الجزائر، ديسمبر 2021، ص:

رابعاً: معالجة الخلل والانحرافات: بعد معرفة أهم الفروقات بين الأداء الفعلي والمحقق، تأتي عملية تقويم الأداء من خلال وضع التوصيات الملائمة، والوقوف على الأسباب الفعلية للانحراف من أجل تشجيع ما هو إيجابي ومعالجة ما هو سلبي.¹

المطلب الرابع: مؤشرات قياس الكفاءة المالية.

حتى تتمكن المؤسسة من معرفة مدى قدرتها على تحقيق الكفاءة المالية يجب عليها قياس وتقييم أداءها، ونجاح عملية التقييم تعتمد أساساً على اختيار أفضل وأحسن المؤشرات للحكم على كفاءتها. وعلى ضوء ذلك قمنا باختيار مجموعة من المؤشرات أو النسب يمكن من خلالها تحديد مدى كفاءة المؤسسة في الاستخدام الأمثل لمختلف مواردها المالية من أجل تحقيق أرباح بأقل التكاليف الممكنة، حيث تتمثل مهمة هذه المؤشرات في بناء التوازن بين مدخلاتها ومخرجاتها.

الفرع الأول: مؤشر التوازن المالي.

يعتبر التوازن المالي مؤشر مهم لتقييم أداء المؤسسة الاقتصادية، فبواسطته تستطيع هذه الأخيرة الحكم على كفاءتها في تغطية مختلف استخداماتها وحسن التسيير المالي قصير الأجل كما يعد من الأهداف الأساسية التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها لأنه يمس بالاستقرار المالي لها.

ويمكن تعريف التوازن المالي بأنه: " توفير الاحتياجات المالية للمؤسسة بالأحجام المطلوبة بأحسن وبأدنى تكلفة واستخدام هذه الأموال ضمن هيكل مالي يحقق توازناً مالياً جيداً، أي يضمن لها إمكانية تسديد التزاماتها بتواريخ استحقاقها، وهذا من أجل أن يجنبها في الوقوع في العسر المالي الذي قد يؤدي بها إلى الإفلاس والخروج عن دائرة الأعمال".²

تكمن أهمية التوازن المالي في كونه أساساً لاستقرار المؤسسة من النواحي المالية والاقتصادية والاجتماعية وانطلاقاً نحو تحقيق القيمة المضافة، فمن خلاله تستطيع المؤسسة تقييم أدائها المالي والتعرف على مدى الاستغلال العقلاني للموارد، كما أنه الضامن الوحيد لعدم تعرض المؤسسة للإفلاس والفشل المالي، إضافة إلى كونه يعمل على توفير السيولة للمؤسسة من خلال الدور الذي يلعبه في تمويل أصولها الجارية.³

الفرع الثاني: مؤشر السيولة.

تعني السيولة بالنسبة للمؤسسة توفر النقدية الكافية واللازمة لمواجهة التزاماتها قصيرة الأجل في مواعيد استحقاقها، بمعنى أنها تقيس قدرة المؤسسة على تحويل مختلف الأصول الجارية من مخزونات وقيم قابلة

¹ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص ص : 51، 52.

² عبد الحفيظ الأرقم، التحليل المالي دروس وتطبيقات، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، ص: 56.

³ عميروش بوبكر، أهمية تحقيق التوازن المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية لعينة من المجمعات البترولية للفترة (2020/2019)، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 07، العدد 01، جامعة المسيلة، الجزائر، 2022، ص: 165.

للتحقق إلى نقدية جاهزة لمواجهة التزاماتها الجارية، فنقص السيولة أو عدم كفايتها يؤدي بالمؤسسة إلى الوقوع في العسر المالي نتيجة عدم القدرة على تسديد التزاماتها وتأدية بعض المدفوعات.¹

وتتجسد أهمية السيولة للمؤسسة في:²

- تعزيز ثقة المقرضين والمتعاملين مع المؤسسة، فالمقرضين تضمن لهم تسديد أقساط الديون والفوائد، في حين المتعاملين معها فتضمن لهم تسديد حقوقهم لقاء الخدمات المقدمة للمؤسسة؛
- الوفاء بالالتزامات في وقتها المحدد وتقادي الوقوع في الإفلاس؛
- مواجهة الانحرافات غير المنتظرة في التدفقات النقدية؛
- تعتبر السيولة هامش أمان بالنسبة للمؤسسة، فتوفر السيولة يعطي للمؤسسة المرونة في اختيار مصادر الحصول على الأموال.

وبالتالي يمكن القول أن تحقيق السيولة يعد هدفا أساسيا تسعى المؤسسة إلى بلوغه لأنه يدل على مدى قدرتها على مواجهة التزاماتها في مواعيد استحقاقها، ولكي تكون المؤسسة كفأة في هذا المعيار يجب عليها أن تحقق السيولة بالقدر الكافي لمواجهة هذه الالتزامات، لأن الزيادة على هذا المستوى يعد بمثابة أموال مجمدة في خزانة المؤسسة من شأنها أن تؤثر سلبا على مردوديتها المالية (تكلفة الفرصة الضائعة).

الفرع الثالث: مؤشر الربحية.

تعد الربحية أداة هامة لقياس كفاءة المؤسسة في تحقيق الأرباح وتدنية المخاطر والتكاليف، وهي تعبر عن العلاقة بين الأرباح المحققة والاستثمارات التي ساهمت في تحقيق هذه الأرباح، وهي بذلك تعد هدفا أساسيا لجميع المؤسسات، وأمر ضروري لبقائها واستمراريتها وغاية يتطلع إليها جميع المستثمرون والدائنون والأطراف ذوي العلاقة مع المؤسسة.

و الربحية هي عبارة مقياس للربح أو الدخل المحقق من قبل وحدة اقتصادية خلال فترة زمنية معينة، والمصروفات التي تكبدت المؤسسة في سبيل تحقيق هذا الدخل.³ وبذلك فإن الربحية هي عبارة عن مقياس لكفاءة المؤسسة في تحقيق الأرباح من مختلف استثماراتها.

وبالتالي فالربحية عبارة عن هدف استراتيجي للمؤسسة والذي يعد من أولوياتها وذلك من أجل النمو والاستمرارية، لأن الخسائر المستمرة وعدم القدرة على تحقيق الأرباح يؤدي إلى تآكل ثروة الملاك والذي من شأنه أن يؤدي إلى التصفية.

¹ Josette Peyrard, Analyse financière, librairie Vuibert, 8^{ème} Ed, Paris, France, 1999, P : 201.

² السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2000، ص ص: 193-194.

³ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 60.

الفرع الرابع: مؤشر المردودية وأثر الرافعة المالية.

يقصد بالمردودية: "الارتباط أو العلاقة بين النتائج المحققة والوسائل التي ساهمت في ذلك"¹، بمعنى الفرق بين الأرباح التي حققتها المؤسسة وحجم تكلفة الأموال المستثمرة.

أما الرافعة المالية فتتمثل في حجم الأرباح الناتجة عن استخدام الأموال المقترضة، وتزداد قيمتها كلما زاد اعتماد المؤسسة على الديون المالية على حساب الأموال الخاصة، وهذا ما يؤدي إلى الزيادة في رأس مالها المستثمر مما يسمح لها بتحقيق دخل مرتفع لمساهميها.²

إن أثر الرفع المالي هو الأثر الذي يحدثه لجوء المؤسسة إلى الاستدانة من أجل الرفع في مردوديتها المالية، وذلك من خلال الفائض الناجم عن الفرق الموجب بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الديون التي تحصلت عليها المؤسسة. وبالتالي فإن الرافعة المالية هي عبارة عن الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية عند مستوى معين من الاستدانة.

الفرع الخامس: مؤشر إدارة الأصول.

يسمح مؤشر إدارة الأصول (النشاط) بقياس كفاءة المؤسسة في إدارة أصولها وديونها من أجل توليد المبيعات، بمعنى أنه يسمح بتحليل عناصرها الجارية (المخزونات، الزبائن، الموردين،... إلخ) من أجل معرفة مدى كفاءة المؤسسة في تحويل هذه العناصر إلى مبيعات ومن ثم إلى سيولة، حيث كلما كان دوران عناصر الاستغلال سريعا كلما كان الوقت الضروري لتحويلها إلى سيولة أقل.³

الفرع السادس: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

يعتبر مؤشرا حديثا لتقييم الأداء المالي للمؤسسة فهو مرتبط بمدى تعظيم الثروة للمساهمين، وبالتالي فإن هناك علاقة وطيدة بين قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها المالية وقدرتها على خلق القيمة، لأن الكفاءة في تمويل الاحتياجات المالية مرتبطة بمدى تحول تلك الامكانيات إلى إيرادات مالية والتي تشكل في الأخير ثروة للمؤسسة بعد خصم تكاليف الاستغلال وتكلفة التمويل.⁴

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

² نعيمة برودي، يوسف فيلاي، أثر الرفع المالي على ربحية سهم شركة المراعي خلال الفترة 2005-2019: دراسة قياسية باستعمال نموذج **ARDL**، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 08، العدد 13، جامعة سكيكدة، الجزائر، جوان 2020، ص: 538-539.

³ عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2008، ص: 104.

⁴ إلياس بن ساسي، النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب بحاسي مسعود **ENAFOR** ولاية ورقلة، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، 08-09 مارس 2005، ص: 343.

وتعني القيمة الاقتصادية المضافة: " قدرة المؤسسة على تحقيق مردودية مستقبلية كافية من الأموال المستثمرة، والتي تمكن المساهمين من الحصول عليها في استثمارات أخرى ذات مستوى مماثل من المخاطرة".¹

¹ أمال لعقون، أمان يوسف، خلق القيمة في المؤسسة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA – دراسة حالة مؤسسة الأوراسي 2002-2019، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 15، العدد 02، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، 2021، ص: 238.

المبحث الثالث: تقييم المزيج التمويلي للمؤسسة بواسطة مؤشرات الكفاءة المالية.

إن المقصود بتقييم المزيج التمويلي هو إصدار الحكم على مدى كفاءته اعتمادا على مجموعة من المؤشرات السالفة الذكر، حيث تتم عملية التقييم بواسطة كل معيار على حدى.

المطلب الأول: تقييم المزيج التمويلي.

يتم تقييم التوازن المالي للمؤسسة من حيث: رأس المال العامل، الاحتياج في رأس المال العامل والخزينة الصافية.

الفرع الأول: تقييم المزيج التمويلي من حيث التوازن المالي.

أولا: رأس المال العامل:

1. مفهوم رأس المال العامل: ويطلق عليه أيضا رأس المال العامل سيولة، ويعبر عن الفائض الناتج بعد تغطية الموارد الدائمة للأصول الثابتة، بمعنى أنه عبارة عن ذلك الجزء من الموارد الدائمة المستخدم في تمويل الأصول الجارية بعد تمويل كل الأصول الثابتة.

ويحسب رأس المال العامل سيولة بالعلاقة التالية:¹

من أعلى الميزانية:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الموارد الدائمة (الأموال الخاصة + الديون طويلة الأجل)} - \text{الأصول الثابتة}$$

من أسفل الميزانية:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأصول الجارية} - \text{الخصوم الجارية}$$

إن رأس المال العامل يسمح للمؤسسة بمتابعة نشاطها بشكل طبيعي دون التعرض لأي ضغوطات على مستوى الخزينة، فتحقيق رأس مال عامل موجب يدل على أن المؤسسة لديها هامش أمان يساعدها على مواجهة الصعوبات وضمن استمرار توازن هيكلها المالي.²

2. أنواع رأس المال العامل: هناك عدة أنواع لرأس المال العامل نذكرها فيما يلي:³

✓ **رأس المال العامل الإجمالي:** وتتمثل في مجموع الأصول الجارية للمؤسسة؛

✓ **رأس المال العامل الصافي:** وهو النوع الذي ذكرناه سابقا؛

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص : 67.

² Patrice Vizzavona , **Gestion Financière**, 9^{ème} édition , Berti édition , Alger , 2004 , P280.

³ إسماعيل سبتي وآخرون، استخدام أسلوب التسيير المالي والمحاسبي في ترشيد قرارات المؤسسة الإعلامية الرياضية - مجموعة **beIN SPORTS القطرية أنموذجاً**، حوليات جامعة الجزائر 1، المجلد 35، العدد 04، جامعة الجزائر، الجزائر، 2021، ص ص: 428،

✓ رأس المال العامل الخاص: ويتمثل في فائض الأموال الخاصة الموجه لتمويل الأصول الجارية بعد تمويل الأصول الثابتة، وهو عبارة عن الأموال الخاصة مطروحا منه الأصول الثابتة.

✓ رأس المال العامل الأجنبي: ويتمثل في رأس المال العامل الذي تموله الأموال الأجنبية، وهو عبارة عن مجموع الديون التي تتحصل عليها المؤسسة سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل.

3. الحالات المختلفة لرأس المال العامل: يمكن لرأس المال العامل أن يكون:¹

✓ $FR > 0$ م ع موجب: وهذا يعني زيادة في السيولة قصيرة الأجل على الالتزامات المتداولة، وهذا مؤشر يدل على قدرة المؤسسة على التسديد؛

✓ $FR = 0$ م ع معدوم: وهذا يدل على تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة فقط، وبالتالي قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها في مواعيد استحقاقها؛

✓ $FR < 0$ م ع سالب: وهذا يعني وجود صعوبة في التسديد، وهذا دليل على عدم توازن الهيكل المالي للمؤسسة، مما يتطلب منها القيام بإجراءات تصحيحية أو تعديلات من أجل تحقيق التوازن المالي.

ثانيا: الاحتياج في رأس المال العامل BFR:

1. تعريف الاحتياج في رأس المال العامل: يدل الاحتياج في رأس المال العامل على تلك الاحتياجات الاستغلالية التي لم تغطى بواسطة الديون قصيرة الأجل.²

إن الاحتياج في رأس المال العامل ينتج من خلال عدم التوازن بين احتياجات الاستغلال وموارد الاستغلال، وبالتالي إذا كان هذا المقدار موجبا فهذا يوحي بأن هناك احتياجات استغلالية غير مغطاة بموارد الاستغلال، والعكس صحيح.

2. حساب الاحتياج في رأس المال العامل: من خلال التعريف السابق نستنتج أن BFR يحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{إ ر م ع} = \text{احتياجات الاستغلال} - \text{موارد الاستغلال}$$

$$\text{احتياجات الاستغلال} = \text{الأصول الجارية} - \text{خزينة الأصول.}$$

$$\text{موارد الاستغلال} = \text{الخصوم الجارية} - \text{خزينة الخصوم.}$$

حيث:

¹ Elie Cohen, **Analyse Financiere**, 4^{ème} Edition, Editions Economica, 1997, p 275.

² ناصر دادى عدون وآخرون، دراسة الحالات في المحاسبة ومالية المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2009، ص: 74.

ثالثاً: الخزينة الصافية TN.

1. مفهوم الخزينة الصافية: إن حساب الخزينة الصافية للمؤسسة على درجة كبيرة من الأهمية، لأنها تدل على وجود أو عدم وجود للتوازن المالي للمؤسسة، وهي عبارة عن الأموال السائلة المتوفرة والموضوعة تحت تصرف المؤسسة والتي تستطيع استخدامها فوراً. وتحسب بإحدى العلاقتين التاليتين:¹

$$\begin{aligned} \text{الخزينة الصافية} &= \text{القيم الجاهزة} - \text{السلفات المصرفية.} \\ \text{الخزينة الصافية} &= \text{رأس المال العامل} - \text{الاحتياج في رأس المال العامل.} \end{aligned}$$

2. حالات الخزينة الصافية: يمكن أن تكون الخزينة الصافية للمؤسسة:²

- ✓ الخزينة الصفرية: في هذه الحالة يكون رأس المال العامل يساوي للاحتياج في رأس المال العامل، والتوازن المالي للمؤسسة محقق لكنه في حده الأدنى؛
 - ✓ الخزينة الموجبة: في هذه الحالة يكون رأس المال العامل يفوق الاحتياج في رأس المال العامل، وبالتالي يمكن للمؤسسة القيام باستثمارات أخرى، كما يجب على المؤسسة عدم الاحتفاظ بخزينة كبيرة حتى لا يتم تجميد أموالها دون فوائد مرجوة؛
 - ✓ الخزينة السالبة: في هذه الحالة يكون رأس المال العامل غير قادر على تغطية الاحتياجات، وتعد هذه الحالة الأخطر على المؤسسة، لأنها في حالة عدم التوازن المالي الذي قد يؤدي إلى إفلاسها.
- مما سبق يمكن القول أن تحقيق التوازن المالي حسب مؤشرات الميزانية المالية يقتصر على تحقيق رأس مال عامل موجب ويغطي الاحتياج في رأس المال العامل وبالتالي تكوين خزينة موجبة للمؤسسة تساهم في مواجهة التزاماتها الجارية.

الفرع الثاني: تقييم المزيج التمويلي من حيث السيولة.

يتم قياس سيولة المؤسسة من خلال النسب التالية:

أولاً: نسبة السيولة العامة (نسبة التداول).

تبين هذه النسبة مدى تغطية الأصول المتداولة بكل مكوناتها للديون قصيرة الأجل. ويفضل أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد، وتحسب بالعلاقة التالية:³

¹ مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

² إسماعيل عربايجي، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2001، ص: 148.

³ مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

$$\frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الخصوم الجارية}} = \text{نسبة السيولة العامة}$$

ثانياً: نسبة السيولة المختصرة (السريعة).

تظهر درجة السيولة التي تتمتع بها المؤسسة في وقت محدد دون اعتبار للمخزون، حيث تم استبعاد أصعب العناصر تحولاً إلى النقدية كي تعبر هذه النسبة عن السيولة الحقيقية للمؤسسة، ويفضل أن تكون هذه النسبة تتراوح بين 30% و 50%، وتحسب كما يلي:¹

$$\frac{\text{الأصول الجارية - المخزونات}}{\text{الخصوم الجارية}} = \text{نسبة السيولة المختصرة}$$

ثالثاً: نسبة السيولة الجاهزة (الفورية).

وتبين هذه النسبة عدد مرات قابلية الأموال الجاهزة على تغطية الالتزامات المتداولة، ويفضل أن تكون محصورة بين 25% و 35%. وتحسب وفق العلاقة التالية:²

$$\frac{\text{القيم الجاهزة}}{\text{الخصوم الجارية}} = \text{نسبة السيولة الجاهزة}$$

الفرع الثالث: تقييم المزيج التمويلي من حيث الربحية.

تعكس الربحية النتيجة المحققة للمؤسسة، وتقاس بواسطة مجموعة من النسب تعكس كفاءة السياسات والقرارات الاستثمارية المتخذة من طرف الإدارة العليا. ومن بين هذه النسب نذكر:

أولاً: العائد على حقوق الملكية ROE.

يسمح هذا المؤشر بقياس النسبة المئوية للعائد الذي تحققه كل وحدة نقدية من حقوق الملكية، وكلما ارتفع هذا المعدل كان أفضل، لأنه يمكن من توزيع نسبة أكبر من الأرباح على المساهمين وكذلك زيادة الأرباح المحتجزة (الاحتياطيات)، ويحسب وفق العلاقة التالية:³

$$\frac{\text{الربح الصافي}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{العائد على حقوق الملكية}$$

¹ منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي (مدخل صناعة القرارات)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص: 73.

² فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، رام الله، فلسطين، 2008، ص: 35.

³ طارق عبد العال حماد، تقييم أداء البنوك التجارية تحليل العائد والمخاطرة، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003، ص: 77.

ثانياً: العائد على الأصول ROA.

يعكس هذا المؤشر كفاءة المؤسسة في استخدام مجموع أصولها، ويقاس الربح المحقق من الأصول الإجمالية للمؤسسة (استخدامات الموارد).¹

$$\frac{\text{الربح الصافي}}{\text{مجموع الأصول}} = \text{العائد على الأصول}$$

ثالثاً: معدل هامش الربح PM.

يبين هذا المعدل مدى كفاءة المؤسسة في تسيير ومراقبة تكاليفها، أي قدرة المؤسسة على تقديم المنتجات بتكلفة أدنى أو بسعر أعلى، حيث يقاس هذا المؤشر قدرة الوحدة النقدية من المبيعات على تحقيق الربح.²

$$\frac{\text{الربح الصافي}}{\text{مجموع الإيرادات}} = \text{هامش الربح}$$

رابعاً: نسبة التغطية الشاملة.

يقاس هذا المؤشر كفاءة المؤسسة في التحكم في المخاطر، ويطلق عليه أيضاً نسبة قابلية السداد لأنه يقاس مدى قدرة المؤسسة على تسديد ديونها. ويحسب:

$$\frac{\text{الربح الصافي}}{\text{الفوائد المدفوعة}} = \text{نسبة التغطية الشاملة}$$

الفرع الرابع: تقييم المزيج التمويلي للمؤسسة من حيث المردودية وأثر الرفح المالي.

يتم تقييم المزيج التمويلي للمؤسسة من حيث هذا المؤشر استناداً إلى المردودية الاقتصادية والمردودية المالية.

أولاً: المردودية الاقتصادية.

تقيس المردودية الاقتصادية الفعالية الاقتصادية في استخدام الأصول المتاحة للمؤسسة. أي أنها تهتم بالنشاط الرئيسي وتستبعد النشاطات الأخرى ذات الطابع الاستثنائي، حيث تتعلق بالعمليات التي تدخل في إطار النشاط الاستغلالي (الإجمالي) دون اعتبار لشروط التمويل، سياسات الاستثمار والتوزيع.

¹ محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل والتحليل والأسواق المالية الدولية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008، ص: 169.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي: اتجاهات معاصرة، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2008، ص: 100.

إن ارتفاع المردودية الاقتصادية للمؤسسة دليل على كفاءة السياسات التشغيلية والقرارات التي اتخذتها الإدارة المالية في المؤسسة، إضافة إلى كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح الإجمالية نتيجة استخدام أصولها. والمردودية الاقتصادية تحسب وفق الآتي:¹

$$\frac{\text{نتيجة الاستغلال } Rex}{\text{الأصول الاقتصادية } AE} = \text{المردودية الاقتصادية } Re$$

ثانيا: المردودية المالية.

المردودية المالية هي النتيجة المتحصل عليها من استخدام أموال المساهمين، وهي مقياس لقدرة المؤسسة على تحقيق أرباح صافية كافية لضمان استمرار نشاطها، تهتم بإجمالي نشاط المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية. تحسب وفق العلاقة التالية:²

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

كما يمكن قياس المردودية المالية من خلال المعادلة التالية:³

$$Rf = \left\{ Re + (Re - i) \frac{D}{CP} \right\} (1 - t)$$

حيث أن:

- **D**: الديون المالية؛

- **CP**: الأموال الخاصة؛

- **i**: تكلفة الديون؛

- **t**: معدل الضريبة.

إن المقدار $(Re - i)$ هو الذي يحدد أثر الرفع المالي، وبالتالي يمكن أن يكون على ثلاث حالات:

- $(Re - i)$ موجب: ومعنى أن معدل المردودية الاقتصادية أعلى من تكلفة الديون، وبالتالي كلما لجأت المؤسسة إلى الديون المالية كلما كان أثر الرفع المالي موجبا؛
- $(Re - i)$ سالب: ومعنى أن معدل المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الديون، وبالتالي كلما لجأت المؤسسة إلى الديون المالية كلما كان أثر الرفع المالي سالب؛

¹ إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص: 267.

² مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص: 52.

³ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 274.

- $(Re - i)$ معدوم: ومعنى أن معدل المردودية الاقتصادية يعادل تكلفة الديون، وبالتالي فأثر الرفع المالي يبقى معدوما رغم اختلاف تركيبة المزيج التمويلي للمؤسسة.

الفرع الخامس: تقييم المزيج التمويل من حيث إدارة الأصول.

هذا المؤشر يقيس كفاءة المؤسسة في إدارة أصولها، ومن النسب المستخدمة نجد:

أولاً: معدل دوران المخزون.

يقيس هذا المعدل كفاءة الإدارة في تصريف المخزون على مدار السنة، وكلما زاد هذا المعدل كلما دل على زيادة كفاءة المؤسسة في تصريف مخزوناتاها، أما انخفاضه فدل على عدم كفاءة الإدارة إذ أن ذلك يعود مرجعه إلى نقص في المبيعات أو تضخم المخزون أو كليهما مع بعض. ويحسب معدل دوران المخزون بالعلاقة التالية:¹

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{متوسط المخزون}}{\text{تكلفة انتاج المنتجات التامة}}$$

ثانياً: معدل دوران الذمم المدينة.

تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على تحصيل ذممها المدينة، كما أنها تقيس كفاءة إدارة الائتمان ومدى فاعلية سياسة الائتمان والتحصيل، وكلما زاد هذا المعدل كلما كان ذلك مؤشراً جيداً للمؤسسة والعكس صحيح. ويحسب كما يلي:²

$$\text{معدل دوران الذمم المدينة} = \frac{\text{الذمم المدينة}}{\text{مجموع المبيعات متضمنة الرسم}}$$

ثالثاً: معدل دوران الذمم الدائنة.

مؤشر يقيس كفاءة الإدارة في التسديد، حيث يعتبر الارتفاع فيه قدرة المؤسسة على تسديد ما عليها من التزامات مستحقة ناتجة عن عملية الشراء بالأجل. أما الانخفاض في هذا المعدل فهو يشير إلى ابتعاد المؤسسة عن سياسة الشراء بالأجل. ويمكن حسابها وفق الآتي:³

$$\text{معدل دوران الذمم الدائنة} = \frac{\text{الموردون}}{\text{المشتريات متضمنة الرسم}}$$

¹ جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحح، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2007، ص: 162.

² محمد مطر وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص: 187.

³ خالد توفيق الشمري، التحليل المالي والاقتصادي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 66.

الفرع السادس: تقييم المزيج التمويلي من حيث القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

يستخدم هذا المؤشر أساسا لتقدير قيمة الربح الحقيقي للمؤسسة والمستخدم في تعظيم ثروة المساهمين، وهو عبارة عن الفرق بين الربح التشغيلي الصافي بعد الضريبة تكلفة رأس المال الممتلك والمقترض، وكلما كان هذا المؤشر موجبا وكبيرا كلما دل على كفاءة المؤسسة في تحقيق الثروة لمساهميها. ويحسب كما يلي:¹

$$\text{القيمة الاقتصادية المضافة} = \text{صافي الربح الناتج من عمليات التشغيل بعد الضريبة (NOPAT)} - \text{تكلفة رأس المال} \times \text{رأس المال المستثمر.}$$

المطلب الثاني: تقييم المزيج التمويلي.

بعد الانتهاء من تقييم المزيج التمويلي بواسطة المؤشرات السابقة يتم الرجوع إلى النسب المثلى أو النموذجية للمزيج الأمثل وذلك من أجل إصدار الحكم على حالته. تتمثل النسب النموذجية للمزيج التمويلي في مجموعة من النسب المتعلقة بحجم الاستدانة مقارنة بالمجموع الكلي لأموال المؤسسة. هذه النسب تتمثل في:

الجدول رقم 1: نسب المديونية للمزيج التمويلي الأمثل

النسبة	المعادلة الرياضية	النسبة النموذجية
نسبة الديون على أموال الملكية	$\frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{أموال الملكية}}$	تقيس حصة الديون مقارنة بأموال الملكية، ويجب أن تقل النسبة عن الواحد.
نسبة الديون طويلة الأجل على أموال الملكية	$\frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{أموال الملكية}}$	تقيس حصة الديون طويلة الأجل من أموال الملكية للمؤسسة، ويجب أن تتراوح بين 0,3 و 0,35.
نسبة الديون قصيرة الأجل على أموال الملكية	$\frac{\text{الديون قصيرة الأجل}}{\text{أموال الملكية}}$	تقيس وزن الديون قصيرة الأجل للمؤسسة مقارنة بأموال الملكية لديها، ويجب أن لا تتجاوز هذه النسبة 0,65.
نسبة الديون إلى إجمالي الخصوم	$\frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الخصوم}}$	تقيس حصة أموال الاستدانة من إجمالي خصوم المؤسسة، ويجب أن لا تتعدى حاجز 0,5 من مجموع موارد المؤسسة.

المصدر: محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 125-126.

¹ بوزيد رشيد، يحيواي سمير، القيمة الاقتصادية المضافة كنموذج فعال لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة ALGAL PLUS بالمسيلة، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 05، العدد 01، جامعة الوادي، الجزائر، 2021، ص: 212.

عند تحديد موقع الخلل في المزيج التمويلي للمؤسسة، تأتي مرحلة إصلاحه وإعادةه إلى وضعه التوازني. هذا الخلل يمكن أن يكون ناتجا عن:

أولا: ارتفاع حجم الاستدانة.

وهي الحالة التي تكون فيها نسبة الديون تفوق 50% من إجمالي الخصوم، أو كانت نسبة الديون طويلة الأجل تفوق 0,35 من أموال الملكية، حيث يصبح المزيج التمويلي للمؤسسة متقل بالديون وبالتالي يتوجب عليها الرفع من أموال ملكيتها للتخفيف من حدة الديون المالية، وهذا الإجراء يكون من خلال:

- لجوء المؤسسة إلى التنازل عن بعض استثماراتها غير المستخدمة في عملية الإنتاج، واستخدام أموال التنازل هذه في طرح الأسهم للاكتتاب من أجل الرفع في أموالها الخاصة؛
- اللجوء إلى اقتناء استثمارات جديدة اعتمادا على أموال الملكية، مما يرفع في وزن الأموال الخاصة في مزيجها التمويلي؛

- الرفع في قيمة الأرباح المحتجزة، مما يرفع في القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسة وبالتالي تزيد الأموال الخاصة؛

- قد يكون ارتفاع حجم المديونية ناتج عن دورة الاستغلال مثل: تكدس المخزونات، ارتفاع مدة تحصيل الزبائن، انخفاض مدة التسديد، وبالتالي يتطلب على مسيري المؤسسة التخفيض من هذه الاحتياجات من أجل امتصاص حجم الاستدانة الزائدة.

ثانيا: انخفاض الديون طويلة الأجل.

تحدث هذه الحالة إذا كانت نسبة الاستدانة طويلة الأجل لا تتعدى 0,3 من أموال الملكية، وبالتالي يصبح على المؤسسة الرفع من ديونها من خلال:

- اللجوء إلى التنازل عن بعض الاستثمارات، واستخدام أموال التنازل إصدار سندات تطرحها في السوق المالي من أجل الرفع في حجم الاستدانة؛
- شراء استثمارات جديدة لتعزيز استخداماتها الثابتة وذلك من خلال الحصول على قروض مالية طويلة الأجل، مما يعزز من حجم ديونها.

- الرفع في قيمة التوزيعات على المساهمين، وهذا من أجل التخفيف من الأموال الخاصة مما يزيد في حجم الديون لديها.

ثالثاً: ارتفاع الديون قصيرة الأجل.

- قد يكون الخلل في المزيج التمويلي للمؤسسة ناجماً عن ارتفاع قيمة الديون الجارية، وتحدث إذا كان وزن الديون قصيرة الأجل يفوق نسبة 0,65 من أموال الملكية، في هذه الحالة تقوم المؤسسة بالإجراءات التالية:
- توظيف الأموال الدورية في استثمارات قصيرة الأجل، وبالتالي يتسنى لها الرفع من قيمة الاحتياجات مما يرفع في قيمة الاحتياج في رأس المال العامل؛
 - الرفع في الاحتياجات الدورية كالاحتفاظ بكمية من مخزونات، أو تقديم التسهيلات للزبائن؛
 - تخفيض الموارد الدورية من خلال تسديد ديون الموردين.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل يمكن استخلاص مجموعة من النقاط الأساسية يمكن إيجازها كما يلي:

- المزيج التمويلي للمؤسسة هو ذلك الخليط المشكل من أموال الملكية وأموال الاستدانة بنوعيهما القصيرة والطويلة الأجل؛
- يتاح أمام المؤسسة مجموعة من البدائل أو الأنماط التمويلية ولكل منها درجة مخاطرة مختلفة، وهذا ما يطلق عليه بتكلفة رأس المال؛
- تأخذ المؤسسة بعين الاعتبار مجموعة من العوامل أو المحددات التي تسمح لها بتشكيل مزيجها التمويلي الذي يتماشى مع أهدافها وتطلعاتها، وبالتالي فمن باب الرشادة عليها أن تختار الهيكل المناسب الذي يلعب دورا أساسيا في تحقيق أقصى منفعة اقتصادية وبأقل تكلفة ممكنة؛
- من أجل اختيار المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسة يتم تقييم هيكلها المالي بواسطة مجموعة من المؤشرات والمتمثلة في: مؤشر التوازن المالي، مؤشر السيولة، مؤشر الربحية، مؤشر المردودية وأثر الرافعة المالية، مؤشر إدارة الأصول، وأخيرا مؤشر القيمة المضافة. وذلك استنادا إلى النسب المثلى للاستدانة، والتي ينبغي أن يكون عليها المزيج الأمثل، وهذا من أجل تصحيح الخلل الموجود فيه والسير به نحو الأمثلية.

الفصل الثاني:
عرض وتحليل الدراسات السابقة

تمهيد:

هناك العديد من الدراسات السابقة التي تطرقت لموضوع هذه الدراسة وتناولته من زوايا مختلفة، وقد تنوعت هذه الدراسات بين العربية والأجنبية، وخلال هذا الفصل سيتم التعرض إلى ما تم التوصل إليه من قبل باحثين سابقين في مجال دراستنا لما له علاقة بها، والتي تدرج ضمن موضوع المزيج التمويلي أو الهيكل المالي للمؤسسة، إضافة إلى موضوع الكفاءة المالية وكيفية قياسها.

وعلى ضوء ذلك فقد تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين رئيسيين، يشمل المبحث الأول عرض مجموعة من الدراسات التي تناولت موضوع المزيج التمويلي والكفاءة المالية، أما في المبحث الثاني سيتم فيه مناقشة هذه الدراسات وإبراز ما تمتاز به هذه الدراسة عن الدراسات السابقة.

- المبحث الأول: عرض الدراسات السابقة حول المزيج التمويلي والكفاءة المالية؛
- المبحث الثاني: تحليل الدراسات السابقة.

المبحث الأول: عرض الدراسات السابقة حول المزيج التمويلي والكفاءة المالية.

سنحاول في هذا المبحث عرض أهم الدراسات السابقة التي تناولت موضوع المزيج التمويلي والكفاءة المالية للمؤسسة، سواءً كانت دراسات وطنية، عربية أو أجنبية، وهذا من أجل التعرف على مختلف أهدافها، المنهج المستخدم، أدوات القياس وأهم النتائج المتوصل إليها.

المطلب الأول: الدراسات المتعلقة بالمزيج التمويلي للمؤسسة.

1- Hans Loof, " Dynamic Optimal Capital Structure and Technological change, Dynamic Optimal Capital Structure and Technological change, Discussion

Paper No 03-06, 2003, from our ftp server: <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0306.pdf>.

تطرق الباحث في عرضه إلى الموازنة بين المحددات والعوامل التي تشكل هيكل التمويل الأمثل بين عدة دول مرتكزا على المنهج المقارن وذلك باستخدام نتائج دراسات سابقة أجريت في كل من الولايات المتحدة الأمريكية (483 شركة خلال الفترة من 1989 إلى 1996)، والمملكة المتحدة (122 شركة خلال الفترة من 1990 إلى 1969) والسويد (17 شركة خلال الفترة الممتدة من 1991 إلى 1999)، وانصب اهتمامها ببيان قيمة رأس المال المستقاة من بين الأنظمة المالية الموجود لدى الشركات التي كانت مدار الدراسة.

وبما أن لكل دراسة نتائج فقد أسفرت هذه الورقة على التالي:

- التباين بين الشركات في تكلفة رأس المال والارتباط بين هيكل المال وقرارات الاستثمار؛
- تجلي الفرق الكبير والغير متوقع بين الأنموذج الذي درسه الباحث من حيث هيكل رأس المال الأمثل؛
- كما أظهرت النتائج أيضا التباين في الرافعة المالية بين عينات الدراسة من حيث تركيبة هيكل رأس المال (حقوق الملكية والديون)، منتهيا به المطاف أن الشركات التي تعتمد على حقوق الملكية في التمويل تتسارع نحو تحقيق هيكل مال أمثل مقارنة بتلك التي تعتمد بشكل أكبر على الديون.

2- شعبان محمد، " نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال"- رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة بومرداس، الجزائر، (2009-2010).

انتهت هذه الدراسة بإبراز أهم الآليات الفعالة الكفيلة بترشيد استخدام الموارد المالية بغية اختيار التوليفة المثلى لتمويل المؤسسة الاقتصادية، وقد مزج الباحث بين المنهجين الوصفي والتحليلي، مستخدما المنهج الوصفي بغية توضيح مختلف مصادر تمويل المؤسسة وتكلفتها، وكذا التعرف على أهم النظريات التي تناولت الهيكل المالي للمؤسسة. كما تطرق لدراسة العوامل المؤثرة على قرار تمويل المؤسسة وتحليل وضعيتها المالية

معتمدا في ذلك على التحليل منهجا. واللافت للنظر إسقاط الباحث للجانب النظري للدراسة على مؤسسة "صيدال" المتخصصة في الصناعات الصيدلانية خلال الفترة الممتدة من سنة 2004 إلى سنة 2008 مرتكزا أساسا على المنهج التحليلي وقد خلاص الباحث إلى التالي:

- وجود مرونة كبيرة يتميز بها الهيكل المالي لمجمع "صيدال" في اختيار تركيبته التمويلية بين أموال الملكية وأموال الاستدانة؛
- تعدد العوامل المحددة للهيكل المالي للمجمع خلال الفترة المدروسة كعامل المخاطر المالية الذي يشير إلى الاحتمال المرتفع لإفلاس المجمع؛
- وجوب تقليص اللجوء إلى أموال الاستدانة والاعتماد أكثر على الأموال الخاصة في عملية التمويل، كذلك عامل انخفاض معدلات الضريبة على الأرباح في الجزائر 30% إلى 25% مما ينقص من حظوظ الاقتراض، ناهيك عن حداثة ظهور البورصة في الجزائر وعد انتشار ثقافة تقييم الأوراق المالية بين الجمهور، مما يشكل حاجزا منيعا أمام المجمع في الحصول على أموال الملكية عن طريق إصدارات جديدة للأسهم العادية.
- وأخيرا وباستخدام الباحث للتحليل المالي لدراسة تركيبية الهيكل التمويلي لمجمع "صيدال" خلاص إلى أن امتلاك المجمع لهيكل تمويلي متميزا بمعدل استدانة أعلى من اللازم بحوالي 22% وهذا حدث بسبب الارتفاع الكبير في احتياجات دورة الاستغلال نتيجة للارتفاع الكبير في قيمة المخزونات (معدل دوران المخزونات بطيء)، مما دفع للبحث عن مصادر تمويلية لسد هذه الاحتياجات والمتمثلة في أموال الاستدانة، وهذا وأن للوصول إلى أمثلية الهيكل التمويلي لمجمع "صيدال"، على إدارته التخفيض من قيمة مخزونات من أجل الحد من الاحتياجات المالية الدورية. وعليه التمكن من امتصاص نسبة أموال الاستدانة الزائدة والحصول على هيكل تمويلي متوازن.

3- العايب ياسين، " إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر -" رسالة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر، (2010-2011).

أطرت هذه الدراسة من أجل البحث عن العوامل المحددة للتمويل من مختلف المصادر، ومحاولة إيجاد المشاكل الأساسية حول عدم قدرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر على الدخول في الأسواق المالية. فتمت هيكلته على خمسة فصول. تناولها الباحث كالاتي:

- الفصل الأول: المداخل المفسرة لهيكل تمويل المؤسسة الاقتصادية.
- الفصل الثاني: تطور المؤسسة الاقتصادية وسياسة التمويل في الاقتصاد الجزائري.

- الفصل الثالث: كيفية تحول الاقتصاد الجزائري من نموذج المؤسسات الكبيرة إلى نموذج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- الفصل الرابع: المحددات التمويلية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وقد كانت كل هذه الفصول نظرية استخدم الباحث من خلالها عدة مناهج متمثلة في المنهج التاريخي والمنهج الوصفي والتحليلي.

- الفصل الخامس فكان تطبيقي حيث حاول من خلاله حصر مختلف العوامل المحددة لتمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، معتمدا على بعض الأدوات الإحصائية كنموذج الانحدار المتعدد من أجل تحليل محددات التمويل في المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

وبين النظري والتطبيقي توصل الباحث إلى أن إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر تعود إلى عدة عوامل:

- العام منها يمس جميع دول العالم كخصوصيتها المالية تجاه عدم تماثل المعلومات بينها وبين مؤسسات التمويل، والآثار السلبية التي تترتب عن صغر حجم هذه المؤسسات؛

- أما الخاص فيمس المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية كنقص وانخفاض مصادر التمويل، إضافة إلى ضعف تحكم هذه المؤسسات في التكنولوجيا مما يقلل من فرص جذب المؤسسات التمويلية المتخصصة.

4- إسلام فيصل أحمد (أحمد خليل)، " أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياستها في توزيعات الأرباح - دراسة اختبارية-"، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2011.

ولأن العنوان يحتوي على فحوى البحث فقد اختار الباحث عينة عشوائية مكونة من 75 شركة خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2009، هدف من خلالها الكشف عن أثر الهيكل التمويلي للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي في ربحية تلك الشركات ممثلة بحصة السهم العادي الواحد من الأرباح، وعلى سياستها في توزيع الأرباح ممثلة بحصة السهم من توزيعات الأرباح. وقد اعتمد الباحث في هذه الدراسة على المنهج التحليلي، وذلك لجمع البيانات اللازمة عن الشركات محل الدراسة (الهيكل التمويلي معبرا عنه بنسبة المديونية، ربحية الشركات معبرا عنها بالعائد على السهم العادي الواحد، وسياستها بتوزيعات الأرباح معبرا عنها بحصة السهم من التوزيعات)، إضافة إلى استخدام الإحصاء الوصفي عن طريق الحزمة الإحصائية (SPSS- Version 18)، وكذا استخدام بعض الأساليب الإحصائية مثل: الوسط الحسابي، الانحراف المعياري أعلى قيمة وأقل قيمة.

أما عن النتائج المتوصل إليها فقد كانت من بينها:

- عدم وجود علاقة دالة إحصائياً بين نسبة المديونية ونسبة حصة السهم من الأرباح بالنسبة للشركات المشمولة في عينة الدراسة في القطاعات الثلاثة (الصناعي، المالي والخدمي).
- تفاوت العلاقة بين المتغيرين بين القطاعات المختلفة في قوتها ممثلة بمعامل الارتباط (R) كما تختلف في اتجاهاتها ممثلة بنوع (R) موجب أو سالب، كما أظهرت النتائج بأن الإدارة في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان تفاوتت أيضاً في قدرتها على استخدام الديون في توليد الأرباح.
- لم يكشف هذا البحث عن وجود أي علاقة بين نسبة المديونية وحصة السهم من توزيعات الأرباح، حيث تفاوتت نسبة توزيعات الأرباح بين القطاعات الثلاثة، فالقطاع المالي احتل المرتبة الأولى في استخدام العوائد المختلفة من الديون في توزيع أرباح مرتفعة نسبياً على المساهمين مقارنة بالقطاعات الأخرى. وبالتالي فإن الإدارة في القطاع الصناعي والخدمي فشلت في استخدام الأموال المقترضة ولم تتمكن من تحقيق أرباح تمكنها من توزيعها على المساهمين. وبالتالي فلا وجود للعلاقة بين الهيكل التمويلي للشركة وسياستها في توزيع الأرباح.

5 – Naser Najjar & Krassimir Petrov, " **Capital Structure of Insurance Companies in Bahrain**, Article in The journal of International Journal of Business and Management, Vol 06, No 11, Canadian Center of Science and Education, Canada, 2011 " .

حاول الباحثان من خلال هذا المقال تحديد الخصائص المتبعة للشركات التي يجب أخذها بعين الاعتبار من قبل المديرون عند وضع الهيكل الأمثل لرأس المال، ولأن لكل بحث منهجه فمن أجل تحليل الانحدار الخطي المتعدد المتعدد باستخدام برنامج **SPSS** لكل متغير مستقل، مع قياس المتغير التابع بشكل منفصل لعينة من شركات التأمين في البحرين للفترة الممتدة من 2005 إلى 2009 فقد اعتمدا على المنهج الوصفي التحليلي.

وقد ترتب عما سبق عدة نتائج لعل أبرزها:

- أن هناك تأثير وعلاقة قوية بين الشركة وهيكل رأس المال، بمعنى أن هناك علاقة ارتباط قوية بين خصائص الشركة مثل ملموسية الأصول، الربحية، حجم الشركة، نمو العائد والسيولة وبين هيكل رأس المال في قطاع التأمين في دولة البحرين.

6- محمد بوشوشة، "تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية-" رسالة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، (2015-2016).

هدف الباحث من خلال بحثه إلى توضيح مختلف سياسات التمويل التي يمكن أن تعتمد عليها المؤسسة الاقتصادية وتحليل سلوكها التمويلي من أجل تحسين أدائها المالي، ومن أجل قياس مدى تأثير التغيير في سياسات تمويل المؤسسات الجزائرية على أمثلية الهيكل التمويلي من خلال تطبيق جملة من المعايير أهمها: حجم المؤسسة، المردودية، مستوى الضمانات، نمو المؤسسة وطبيعة القطاع الذي تنتمي إليه. كما استخدم الباحث منهجي الوصفي والتحليلي في الدراسة النظرية، ومنهج دراسة الحالة والذي طبقه على عينة من المؤسسات التي قامت بعمليات إصدار على مستوى بورصة الجزائر. وذلك المتعدد باستخدام برنامج SPSS لكل متغير مستقل، مع قياس المتغير التابع بشكل منفصل لعينة من شركات التأمين في البحرين للفترة الممتدة من 2005 إلى 2009. وتوصلت هذه الدراسة إلى:

- أن هذه المؤسسات تعتمد في تمويلها على سياسة التمويل الذاتي بالدرجة الأولى، ثم سياسة الاستدانة وآخر خيار هو سياسة التمويل الخاص القائم على رأس المال عن طريق طرح الأسهم.

- ضعف نسبة الاستدانة للمؤسسات محل الدراسة، فمن بين 10 مؤسسات لم تتجاوز نسبة الاستدانة لـ 07 منها نسبة 40%، وهو ما يمثل نسبة 70% من مجموع المؤسسات، بينما حققت 03 مؤسسات هيكل مالي أمثل هي: المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار، الخطوط الجوية الجزائرية، المؤسسة الوطنية للحفر وذلك بمعدلات استدانة: 46%، 44%، 43% على التوالي.

- ابتعاد بقية المؤسسات عن النسب المثلى للاستدانة وهي بذلك تكون قد ضيعت فرص كبيرة من أجل رفع مردوديتها المالية عن طريق الرفع المالي.

7- دعاس مصعب، "تحديد العوامل المؤثرة في هيكل رأس مال المؤسسات الجزائرية - دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية خلال الفترة (2013-2016)"، رسالة دكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، (2018-2019).

حاول الباحث من خلال دراسته إلى إبراز أهم المحددات الرئيسية لهيكل رأس مال المؤسسات الجزائرية التي تملك إصدارات ببورصة الجزائر خلال الفترة (2013-2016)، وهذا من أجل مطابقة نتائج هذه الدراسة مع دراسات سابقة لها نفس الموضوع ومدى التوافق بينها. وقد هيكل بحثه على خمسة فصول رئيسية:

- الفصل الأول: حوى مكونات هيكل رأس المال وأسس الاختيار بين البدائل التمويلية للمؤسسة.
- الفصل الثاني: دراسة النظريات المفسرة لهيكل رأس المال ودورها في تحديد هيكله الأمثل.
- الفصل الثالث: طرق تمويل المؤسسات الجزائرية في ظل تحديات المحيط المالي الدولي.
- الفصل الرابع: الدراسات السابقة التي تدخل في سياق موضوع هذا البحث.
- أما الفصل الخامس والأخير فقد تم إسقاط الجانب النظري للدراسة على مجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، وقد اعتمد الباحث هنا على المنهج الوصفي في دراسته النظرية من خلال جمع المعلومات وعرضها، واستخدام المنهج التحليلي من خلال تحليل المعطيات المجمعة حول الموضوع، كما استخدم أيضا منهج دراسة الحالة من خلال دراسته لعينة من المؤسسات.

أما عن نتائج البحث فقد توصل الباحث إلى:

- وجود علاقة عكسية بين نسبة الاستدانة والمردودية الاقتصادية والمخاطر العملية، في حين أثبتت الدراسة عدم وجود أي علاقة تربط بين نسبة الاستدانة وحجم المؤسسة، حجم الضمانات ومعدل نمو المؤسسة.
- التماس تباين كبير في نتائج الدراسة وهذا بسبب اختلاف بيئة كل دراسة عن الأخرى.

8- فاطمة محمد عسيري، " أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية - دراسة تطبيقية-"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، المجلد 04، العدد 11، جامعة غزة، فلسطين، 2020.

حاولت الباحثة من خلال دراستها وتحليلها لأثر الهيكل التمويلي على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية، للحكم على كفاءة الشركة المالية وإعطاء صورة واضحة للمستثمرين فيها عن وضعها المالي الحالي، كما توفر للعملاء مؤشرا لضمان حصصهم في أسهم الشركة وكيفية نموها للرفع من مستوى المنافسة بين الشركات.

وقد استخدمت الباحثة في هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، حيث تكونت عينة الدراسة من 75 شركة من بعض شركات المساهمة في سوق الأوراق المالية السعودي ناشطة في خمس قطاعات (المواد الأساسية، السلع طويلة الأجل، الطاقة، إنتاج الأغذية، السلع الرأسمالية)، وقد تم استخدام أسلوب المسح الشامل لكافة الشركات، وتم تحليل البيانات باستخدام أسلوب **Panal Data** من خلال البرنامج الإحصائي **STATA**. لتتوصل في الاخير إلى أن:

- الديون (الالتزامات) قصيرة الأجل لها تأثير سلبي على عائد السهم السوقي، حيث إن زيادة الديون قصيرة الأجل يؤدي إلى انخفاض عائد السهم السوقي.

- أما الديون طويلة الأجل لها تأثير على عائد السهم السوقى.
- حقوق الملكية لها تأثير سلبي على عائد السهم السوقى، حيث أن زيادة التمويل عن طريق حقوق الملكية يؤدي إلى انخفاض العائد السوقى للأسهم.

9- يونس مونة ونذير نجاوي، " أهمية كفاءة المؤسسة الاقتصادية في تحديد الهيكل المالى الأمثل - دراسة تطبيقية على عينة من مؤسسات قطاع إنتاج الأغذية فى السعودية -"، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 05، العدد 02، جامعة أدرار، الجزائر، 2021.

لهذه الدراسة جانبين: الأول نظري: هدف الباحثان من خلاله إلى الإحاطة بالمفاهيم الأساسية للهيكل المالى والأمثلية، ومن ثم علاقة الهيكل المالى الأمثل بالكفاءة، والثاني تطبيقي: من خلاله تم تحليل كفاءة مؤسسات قطاع إنتاج الأغذية فى السوق المالى السعودى باستخدام نموذج تحليل مغلف البيانات ذو المرحلتين المتصلتين، بحيث استخدمت الدراسة مجموعة من المدخلات: رأس المال، الديون، حجم المؤسسة، نسبة السيولة، الأصول الثابتة، ومتغيرات وسيطية متمثلة فى الهيكل المالى، وأما مخرجات الدراسة: المردودية المالية والمردودية الاقتصادية. وقد اعتمد الباحثان فى هذه الدراسة على المنهج الوصفي لوصف الهيكل المالى والأمثلية والكفاءة، وتحليل النظريات المفسرة للأمثلية الهيكل المالى ومن ثم تحليل العلاقة بين الهيكل المالى الأمثل وكفاءة المؤسسة، كما تم استخدام منهج دراسة الحالة من أجل قياس كفاءة المرحلتين باستخدام أسلوب مغلف البيانات ذو المرحلتين المتصلتين وبالتالي استنتاج نسب الهيكل المالى المثلى.

أما عن نتائج هذه الدراسة:

- 25% من المؤسسات محل الدراسة حققت فارق بين الهيكل المالى الأمثل والفعلي معدوم وهي تلك المؤسسات المحققة لكفاءة تامة فى المرحلتين أو إحداهما والتي تعتبر مؤسسات مرجعية لباقي المؤسسات.
- أكثر من 65% من مؤسسات محل الدراسة حققت فارق بين الهيكل المالى الأمثل والفعلي سالب أي أن الهيكل المالى الأمثل أقل من الهيكل المالى المحقق فعليا، فى حين حققت مؤسسة واحدة فقط فارقا موجبا بين الهيكل المالى الأمثل والهيكل المالى الفعلي، بمعنى أن الهيكل المالى الأمثل (المستهدف) أعلى من الهيكل المالى المحقق فعلا.

المطلب الثاني: الدراسات المتعلقة بالكفاءة المالية للمؤسسة.

1- محمود سليم عبد الكريم النجار، " تقييم الكفاءة المالية لنظام التأمين الصحي الحكومي في قطاع غزة"، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2015.

لتقييم الكفاءة المالية لنظام التأمين الصحي الحكومي في قطاع غزة فقد استخدم الباحث مختلف الأساليب والمؤشرات اللازمة لتحليله، وذلك من أجل التعرف على نقاط القوة والضعف للنظام الصحي الحكومي التي تؤثر إيجاباً وسلباً على الكفاءة المالية للنظام، إضافة إلى وضع التعديلات المناسبة من أجل رفع مستوى الكفاءة المالية للنظام.

وللوصول إلى ذلك استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي لدراسة وتحليل التقارير الفعلية الخاصة بمؤسسات التأمين الصحي الحكومي لقطاع غزة، والاستنباطي من خلال ربط هذه التقارير ومؤشراتها من أجل وضع الحلول والإجراءات اللازمة لتحسين الكفاءة المالية لهذه المؤسسات، كما اعتمد الباحث على أسلوب الاطلاع على مختلف المراجع والدراسات والدوريات المتعلقة بهذا الموضوع.

في حين اقتصر جانبه التطبيقي على استخدام أساليب كمية ومؤشرات حديثة باستخدام السلاسل الزمنية لمدخلات ومخرجات هذا النظام، معتمداً بذلك على البيانات والتقارير المالية الخاصة بالتأمين الصحي الحكومي للسنوات (2011، 2012، 2013).

وقد أسفرت هذه الدراسة على جملة من النتائج لعل أبرزها:

- نظام التأمين الصحي في دولة فلسطين لا يتمتع بالكفاءة المالية، وأن ارتفاع تكاليف الأدوية والعلاج بالخارج مرده يعود إلى الانخفاض الكبير في معدل الأطباء المتخصصين والأجهزة الطبية الحديثة في المؤسسات الصحية التابعة للحكومة الفلسطينية.

2- Zouhaier Hadhek, " **Financial efficiency, competitiveness and profitability of Islamic banks**", Journal of Applied Economic Sciences, Volume 5, Issue 31, Spiru Haret University, Romania, 2015.

مدار البحث في هذه الدراسة هو تحديد العلاقة بين مستوى الكفاءة المالية والقدرة التنافسية وربحية البنوك الإسلامية، حيث لم تقتصر الدراسات التي شملت البنوك الإسلامية على تقييم الدور بدقة الذي تلعبه الكفاءة المالية (التكاليف والأرباح والسيولة) على ربحية البنوك الإسلامية، وقد أجريت هذه الدراسة على عينة مكونة من 29 مصرفاً إسلامياً تتمركز في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا على مدى ثماني سنوات من 2005 إلى 2012.

وقد استخدم الباحث خلال هذه الدراسة اختبار التجانس " فيشر " لقبول أو رفض الفرضيات القائمة على وجود بنية متجانسة تماما، مقابل فرضية قائمة على وجود تأثيرات فردية لمجموعة من البنوك الإسلامية.

وتوصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج هي:

- تؤثر فعالية التكلفة التي تقاربها نسبتي **CTIR** و **NIER** بشكل إيجابي على الخدمات المصرفية الإسلامية؛
- تؤثر الربحية المقدرة بنسبتي **OPIR** و **REP** بشكل إيجابي على الخدمات المصرفية الإسلامية؛
- نسبة الرسملة **EA** لها تأثير سلبي على ربحية البنوك الإسلامية؛
- نسبة السيولة لها تأثير إيجابي على ربحية المصارف الإسلامية؛
- يؤثر معدل التضخم والذي يعد مؤشرا لبيئة الاقتصاد الكلي بشكل إيجابي على ربحية المصارف الإسلامية.

3- Md. Qamruzzaman و WEI Jianguo, "**An Assessment of Financial Efficiency using Data Evolvement Analysis (DEA)–Multistage Approach: A Case Study of Banks in Bangladesh**", Journal of Economics and Finance, Volume 7, Issue 6, International Organization of Scientific Research (IOSR), 2016".

حاول الباحثان من خلال مقالهما إلى تقييم مستوى الكفاءة المالية للمؤسسات المالية والمتمثلة في البنوك التجارية في بنغلاديش على مدى الفترة من 2011 إلى 2015، وقد تناولت هذه الدراسة البحثية 24 بنكا تجاريا خاصا من أصل 30 بنكا مدرجا في سوق رأس المال في دولة بنغلاديش. ومن أجل قياس وتقييم الكفاءة المالية للمؤسسات محل الدراسة استخدم الباحثان نموذج التحليل بواسطة مغلق البيانات **DEA** لتحليل المدخلات والمخرجات الخاصة بهذه المؤسسات. أظهرت نتائج هذه الدراسة أن:

- 62% من البنوك في دولة بنغلاديش تعمل بكفاءة في ظل العوائد الثابتة للمقياس **CRC**.
- في حين تعمل 75% من البنوك في ظل العائد المتغير من الحجم **VRS**، وبالتالي فقد اعتبر الباحثان أن الصناعة المصرفية في دولة بنغلاديش لا تؤدي إلى تحقيق الكفاءة المرغوب فيها، فهي تظهر تناقص في العوائد القياسية على نطاق الفترة (2011-2015).

4- Zala Virambhai, " A study of productivity and financial effeciency of textile industry of India", PhD thesis on Philosophy In Commerce, Saurashtra university, India, 2010.

مدار البحث كان دراسة الإنتاجية والكفاءة المالية للمؤسسات التي تعمل في إنتاج منتجات النسيج في الهند، حيث تهدف هذه الدراسة إلى قياس الكفاءة المالية والإنتاجية للمؤسسات محل الدراسة، وكذلك تقييم محددات الإنتاج والتعليق عليها، إضافة إلى اقتراح السبل والوسائل لتحسين الأداء المالي لهذه المؤسسات. وقد أجريت الدراسة على 07 شركات رائدة تنشط في مجال صناعة النسيج في الهند بواسطة مجموعة من المؤشرات المالية هي: نسبة الربح الإجمالي، نسبة الربح التشغيلي، نسبة الربح الصافي، العائد على رأس المال العامل، العائد على صافي القيمة، خلال الفترة الممتدة من سنة 2002 إلى سنة 2008. وقد اعتمد الباحث خلال هذه الدراسة على تقنيات في التحليل مثل نموذج اتجاه تحليل النسبة (ANOVA Test) للوحدات المختارة.

توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها:

- نسبة الربح الإجمالي لهذه الشركات أظهرت نتائج جيدة خلال الفترة محل الدراسة؛
- كما أظهرت هذه الشركات نتائج جيدة في نسب الربح التشغيلي خلال السنتين الأولى ومن ثم بدأت في الانخفاض خلال السنوات المتبقية من الدراسة، في حين لم تسجل هذه الشركات نسب مرضية في نسب صافي الربح وهذا بسبب انخفاض النتيجة الصافية لهذه الشركات.

أما من حيث مؤشري العائد على رأس المال العامل والعائد على صافي القيمة فقد أظهرت النتائج تميز بعض الشركات بأداء جيد في حين تميز البعض منها بضعف الأداء وفق هاذين المؤشرين.

5- جورج ناصر شواقفة، " القيمة الاقتصادية المضافة كوسيلة لتقييم الكفاءة المالية في البنوك التجارية الأردنية"، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، المجلد 06، العدد 01، جامعة الوادي، الجزائر، 2021.

تهدف هذه الدراسة إلى تبيان أثر القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس لتقييم الكفاءة المالية في البنوك التجارية الأردنية، وذلك من خلال التعرف على أثرها على تحديد الأهداف التنظيمية، تحسين الأداء، إدارة هيكل رأس المال، تحليل ربحية الاستثمار في الأسهم وبناء أنظمة المكافآت وتحفيز الموظفين الإداريين في البنوك التجارية الأردنية خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2019. وقد اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي لدراسة الجزء النظري وكذلك أسلوب التحليل القياسي من خلال استخدام الاختبارات الإحصائية المناسبة بالاعتماد على برمجية **EVIIEWS**، حيث تم إجراؤها على مجموعة من البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية والتي يبلغ عددها 13 بنكا خلال نهاية سنة 2019.

وتوصلت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج أبرزها:

- وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0,05$) للقيمة الاقتصادية المضافة على تحديد الأهداف التنظيمية، تحسين الأداء، إدارة رأس المال وتحليل ربحية الاستثمار في الأسهم.
- عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند المستوى ($\alpha \leq 0,05$) للقيمة الاقتصادية المضافة على بناء أنظمة المكافآت وتحفيز الموظفين الإداريين. وأخيرا وجود علاقة ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0,05$) للقيمة الاقتصادية المضافة والكفاءة المالية للبنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان الأردنية.

المبحث الثاني: تحليل الدراسات السابقة.

بعد عرض الدراسات السابقة التي تشمل موضوع هذا البحث، سوف يتم اللجوء إلى مناقشة هذه الدراسات من خلال إبراز الجوانب التي تركز عليها، ثم توضيح الفجوة العلمية من خلال التعرف على اختلاف الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة، وأخيرا تحديد مساهمة الدراسة الحالية والقيمة المضافة لها.

المطلب الأول: مناقشة الدراسات السابقة.

سيتم مناقشة هذه الدراسة مع الدراسات السابقة التي تم التعريف بها مسبقا، كما سيتم ذكر أوجه التشابه والاختلاف بينها وبين المواضيع السابقة.

الدراسة	المناقشة	الفجوة العلمية
دراسة Hans Loof	ركزت هذه الدراسة على الجوانب التالية: - التعرف على هيكل رأس المال الأمثل الذي يساير التطور التكنولوجي؛ - مقارنة محددات الهيكل المالي الخاص بعدة مؤسسات بين دول مختلفة؛ - إيجاد التوليفة المثالية من الأموال الخاصة والديون التي تحقق هيكل رأس المال الأمثل.	تتشارك الدراستان من حيث دراسة الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة، في حين يكمن الاختلاف بينهما من حيث المتغير التابع والمتمثل في الكفاءة المالية، إضافة إلى الأسلوب المستخدم في تحليل هذه الدراسة، حيث اعتمد الباحث فيها على المقارنة بين عدة دول عن طريق استخدام لنتائج دراسات سابقة من أجل دراسة أمثلية الهيكل المالي لمجموعة من الشركات، في حين اعتمدنا في دراستنا على منهج دراسة الحالة من خلال تطبيق عدة مؤشرات على المزيج التمويلي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.
دراسة شعبان محمد	ركزت هذه الدراسة على الجوانب التالية: - التعرف على الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة ومختلف محدداته؛ - دراسة مختلف النظريات التي عالجت الهيكل التمويلي للمؤسسة؛ - استخدام مؤشرات التحليل المالي من أجل تقييم وتقييم الهيكل التمويلي للمؤسسة.	تتشارك هذه الدراسة مع دراستنا الحالية من حيث المناهج المستخدمة، فكلا الدراستين تطرقتا إلى المنهج الوصفي والمنهج التحليلي لدراسة الجانب النظري المتعلق بهما، إضافة إلى منهج دراسة الحالة والذي اقتصر على إسقاط الجانب النظري على الواقع التطبيقي. كما تتشارك معنا أيضا من حيث استخدام أسلوب التحليل المالي كأداة لتحليل البنية المالية للمؤسسة المراد إجراء الدراسة التطبيقية عليها، وهذا من أجل اكتشاف مواطن القوة والضعف فيها، ومن ثم الوصول إلى المزيج التمويلي الأمثل الذي يضمن للمؤسسة الاستمرارية في النشاط. وفي المقابل، تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهم محددات اختيار الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة، في حين تهدف دراستنا إلى تجسيد كيفية الوصول إلى المزيج التمويلي الأمثل من خلال مؤشرات الكفاءة المالية، كما أن هذه الدراسة استعملت جميع أدوات التحليل المالي للحكم على أمثلية الهيكل التمويلي

<p>للمؤسسة، بينما تناولت دراستنا خمس مؤشرات فقط للحكم على الاستخدام الأمثل لموارد المؤسسة. إضافة إلى اقتصار الجانب التطبيقي لهذه الدراسة على مؤسسة واحدة فقط وهي مجمع "صيدال"، في حين تم إسقاط الجانب النظري لدراستنا على مجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.</p>		
<p>من خلال مطابقة دراستنا مع هذه الدراسة نجد أنها تشترك معها فيما يتعلق بتمويل المؤسسة الاقتصادية، وذلك من خلال التطرق إلى أنواع ومصادر التمويل المتاحة لدى المؤسسة من أموال الملكية وأموال الاستدانة وكيفية المفاضلة بينها، إضافة إلى دراسة وتحليل المداخل المفسرة لهيكل التمويل وتأثيرها على قيمة المؤسسة وقرارات تمويلها. غير أن دراستنا تختلف عن هذه الدراسة من حيث تناولها لنوع معين من المؤسسات وهي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في حين اقتصرنا دراستنا على المؤسسات الاقتصادية، كما يكمن الاختلاف أيضا من حيث الأسلوب المستخدم، حيث اعتمدت هذه الدراسة على بعض أدوات التحليل الإحصائي والمتمثل في نموذج الانحدار المتعدد، في حين اعتمدت دراستنا على أسلوب التحليل المالي من خلال دراسة وتحليل بعض القوائم المالية لمجموعة من المؤسسات.</p>	<p>ركزت هذه الدراسة على الجوانب التالية: - التعرف على مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة وكيفية المفاضلة بينها؛ - التعرف على تطور المؤسسات الاقتصادية وسياسة التمويل في الاقتصاد الجزائري؛ - دراسة أهم العوامل المحددة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وأهم المشاكل التي تواجهها.</p>	<p>دراسة العايب ياسين</p>
<p>تتفق هذه الدراسة مع دراستنا الحالية من خلال المتغير المستقل والمتمثل في المزيج أو الهيكل التمويلي، حيث اشتركت كلا الدراستين في تحديد مفهوم ومكونات الهيكل التمويلي للمؤسسة، غير أن هذه الدراسة أبرزت الأثر الذي يخلفه الهيكل التمويلي على ربحية الشركة وسياستها في توزيع الأرباح، في حين تجسد دور دراستنا في تأثير ومساهمة المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسة في تحقيق الكفاءة المالية. كما تختلف أيضا هذه الدراسة عن بحثنا من حيث المنهجية، فالباحث هنا استخدم أسلوب الإحصاء الوصفي كطريقة الحزمة (، وكذا استخدام بعض SPSS- Version 18 الإحصائية) الأساليب الإحصائية مثل: الوسط الحسابي، الانحراف المعياري أعلى قيمة وأقل قيمة، فيما اقتصرنا على أسلوب التحليل المالي من خلال دراسة وتحليل القوائم المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.</p>	<p>ركزت هذه الدراسة على الجوانب التالية: - مفهوم ومكونات الهيكل التمويلي للشركات العامة وأثرها على أداء الشركة ممثلا بحصة سهمها العادي من الأرباح؛ - التعرف على مختلف أنماط تمويل الشركات والمزايا والمخاطر المترتبة عن كل نمط؛ - التعرف على السياسات التي تتبعها الشركات المساهمة العامة في توزيع الأرباح، إضافة إلى الأثر الذي يخلفه الهيكل التمويلي على تحديد نمط السياسة التي تتبعها الشركة.</p>	<p>دراسة إسلام فيصل أحمد (أحمد خليل)</p>

<p>ما يميز هذه الدراسة عن دراستنا هو أن هذه الدراسة تناولت متغيرا واحدا من موضوعنا وهو هيكل رأس المال في حين تناولت دراستنا أثر المزيج التمويلي على الكفاءة المالية للمؤسسة، كما أن هذه الدراسة استخدمت نموذج الانحدار في تحليل القوائم SPSS الخطي المتعدد باستخدام برنامج المالية لمجموعة من الشركات، في حين اعتمدنا في بحثنا على تطبيق بعض المؤشرات في تحليل المزيج التمويلي، إضافة إلى كون هذه الدراسة طبقت على مجموعة من شركات التأمين البحرينية، بينما كان الجانب التطبيقي لدراستنا على مجموعة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر.</p>	<p>ركزت هذه الدراسة على الجوانب التالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> - التعرف على خصائص هيكل رأسمال شركات التأمين البحرينية؛ - التعرف على العوامل المؤثرة على هذه الشركات في اختيار هيكل رأس مالها الأمثل؛ - تحديد العلاقة بين خصائص الشركة (الحجم، الربحية، نمو الإيرادات، السيولة) وهيكل رأس المال الخاص بشركات التأمين في البحرين. 	<p>دراسة Naser Najjar & Krassimir Petrov</p>
<p>اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري ومنهج دراسة حالة في الجانب التطبيقي وهذا ما يتوافق مع دراستنا، إضافة إلى استخدام أسلوب التحليل المالي في تحليل ودراسة القوائم المالية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.</p> <p>إلا أن الدرستين تختلفان من حيث الهدف، فهذه الدراسة تهدف إلى إبراز أثر السياسات التمويلية للمؤسسة على الهيكل المالي الأمثل، بمعنى أنها تبين كيفية الوصول إلى المزيج التمويلي الأمثل عن طريق اختيار السياسات التمويلية، في حين تهدف دراستنا إلى تحديد واختيار المزيج تمويلي الأمثل الذي يمكن من الوصول إلى الكفاءة المالية. إضافة إلى أن أدوات التحليل المالي المستخدمة في هذه الدراسة تختلف عن دراستنا الحالية، فهذه الدراسة تعتمد في تحليلها على مؤشرات التحليل الديناميكي والمتمثل في جدول التمويل، في حين اعتمدنا في دراستنا على عدة مؤشرات أهمها: مؤشر التوازن المالي، مؤشر السيولة، مؤشر الربحية، مؤشر إدارة أصول المؤسسة وأخير مؤشر القيمة المضافة.</p>	<p>ركزت هذه الدراسة على الجوانب التالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> - تفسير السياسات التمويلية للمؤسسة وتحليل سلوكها التمويلي؛ - تحديد أهم المعايير التي تعتمد عليها المؤسسة لتحسين أدائها المالي؛ - تحليل الوضعية المالية لمجموعة من المؤسسات الجزائرية والانعكاسات المترتبة عن دخولها للسوق المالي؛ - تحديد سياسة التمويل التي تمكن المؤسسة من الوصول إلى هيكل تمويلي أمثل. 	<p>دراسة محمد بوشوشة</p>
<p>تتشرك هذه الدراسة مع دراستنا فيما يتعلق بتقديم الإطار النظري لهيكل رأس المال والذي يعتبر جزءاً من المزيج التمويلي للمؤسسة، إضافة إلى تحديد مكوناته ومحدداته وأبرز النظريات المفسرة له، كما اقتصرنا على دراستنا على دراسة مجموعة من المؤسسات والتي هي مدرجة في بورصة الجزائر. كما تشترك مع دراستنا من حيث المنهج المتبع، حيث تطرقت إلى المنهج الوصفي التحليلي خلال الجانب النظري، ومنهج دراسة</p>	<p>ركزت هذه الدراسة على الجوانب التالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> - إبراز أهم المصادر التمويلية للمؤسسة وتبيان مزايا وعيوب كل مصدر؛ - واقع تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، معوقاتهما وسبل معالجتهما؛ - حصر المتغيرات التي تفسر نسب الاستدانة للمؤسسات الجزائرية؛ 	<p>دراسة دعاس مصعب</p>

<p>الحالة في الجزء التطبيقي. فيما يكمن الاختلاف بين الدراستين من حيث الهدف، فهذه الدراسة تهدف إلى تحديد العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال للمؤسسة بينما تهدف دراستنا إلى تحديد المزيج التمويلي الأمثل الذي يحقق للمؤسسة الكفاءة المالية، كما اختلفا أيضا من حيث العينة المختارة للدراسة، فهذه الدراسة شملت سبع مؤسسات (سونلغاز، صيدال، رويبة، حداد، بيوفارم، دحلي، الأوراسي) بينما اقتصرنا على أربع مؤسسات فقط.</p>	<p>- تحليل أهم النظريات التي تفسر السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية.</p>	
<p>تتشارك هذه الدراسة مع دراستنا من خلال معالجتنا لمتغير واحد وهو المزيج أو الهيكل التمويلي، إضافة إلى استخدام لنفس المنهج وهو المنهج الوصفي التحليلي من خلال تحليل القوائم المالية لمجموعة من المؤسسات. ومن جهة أخرى تختلف عن دراستنا من خلال المتغير التابع وهو عائد السهم السوقي، فيما تعالج دراستنا الكفاءة المالية، كما تم استعمال فيما اقتصر بحثنا على Panel Data الباحث لأسلوب أسلوب التحليل المالي من خلال تطبيق مؤشرات الكفاءة المالية على عينة من المؤسسات.</p>	<p>ركزت هذه الدراسة على الجوانب التالية: - دراسة وتحليل الهيكل المالي للمؤسسة؛ - التعرف على عائد السهم السوقي وأنواعه، إضافة إلى كيفية قياسه؛ - الكشف عن أثر كل عنصر من عناصر الهيكل المالي (الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل، أموال الملكية) على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية.</p>	<p>دراسة فاطمة محمد عسيري</p>
<p>اشتركت هذه الدراسة مع دراستنا من خلال المتغيرين الرئيسيين للبحث وهما الكفاءة المالية والهيكل المالي الأمثل، غير أن هذه الدراسة اقتصرنا على دراسة كفاءة المؤسسة في تحقيق الهيكل المالي الأمثل، في حين تناولت دراستنا كيفية إعداد المزيج التمويلي الأمثل الذي يحقق الكفاءة المالية للمؤسسة، كما تختلف أيضا دراستنا عن هذه الدراسة من حيث نموذج القياس المتبع، فخلال هذه الدراسة اتبع الباحثان نموذج مغلف البيانات ذو المرحلتين من أجل قياس أمثلية المزيج التمويلي للمؤسسة، في حين اتبعنا خلال هذه الدراسة على حساب وتحليل مجموعة من المؤشرات للحكم على كفاءة المؤسسة في اختيار مزيجها التمويلي.</p>	<p>ترتكز هذه الدراسة على الجوانب التالية: - الإحاطة بمفهوم الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة وعلاقته بالكفاءة المالية؛ - استخدام أسلوب مغلف البيانات ذو المرحلتين لقياس الكفاءة النسبية وأمثلية الهيكل التمويلي للمؤسسات محل الدراسة، وتحديد العلاقة بينهما.</p>	<p>دراسة يونس مونة و نذير نجموي</p>
<p>تتشارك هذه الدراسة مع دراستنا فيما يتعلق بإبراز مفهوم الكفاءة المالية وعلاقتها بالفعالية والإنتاجية، إضافة إلى تحديد طرق قياسها. كما يشتركان أيضا من خلال استخدام المنهج الوصفي والمنهج التحليلي في جانبهما النظري. ومن جهة أخرى، فالاختلاف بين الدراستين يكمن من حيث مجتمع الدراسة، فهذه الدراسة طبقت على المؤسسات الحكومية التابعة لنظام التأمين الصحي في حين اقتصرنا على</p>	<p>ركزت هذه الدراسة على الجوانب التالية: - التعرف على الكفاءة المالية والطرق المستخدمة في قياسها؛ - دراسة واقع التأمين الصحي الحكومي في فلسطين؛ - تحديد مواطن القوة والضعف لدى نظام التأمين الصحي الحكومي الفلسطيني وتأثيره على الكفاءة</p>	<p>دراسة محمود سليم عبد الكريم النجار</p>

<p>مجموعة من المؤسسات الاقتصادية. إضافة إلى الأساليب المستخدمة في التحليل، فهذه الدراسة استخدمت أساليب ومؤشرات من خلال السلاسل الزمنية الخاصة بمدخلات ومخرجات نظام التأمين الصحي، بينما استخدمنا في دراستنا مجموعة من مؤشرات التحليل المالي لقياس الكفاءة المالية للمؤسسات المدرجة في البورصة.</p>	<p>المالية لهذا النظام.</p>	
<p>تتشرك هذه الدراسة مع دراستنا من حيث التطرق إلى موضوع الكفاءة المالية والتعرف على أبرز مؤشرات قياسها. غير أنها تختلف عن دراستنا من حيث تطبيقها على مجموعة من البنوك الإسلامية في حين شملت دراستنا مجموعة من المؤسسات الاقتصادية، إضافة إلى اعتماد هذه الدراسة على نموذج اختبار التجانس " فيشر" في حين اعتمدنا على أسلوب التحليل المالي من خلال تحليل بعض مؤشرات الكفاءة المالية.</p>	<p>ركزت هذه الدراسة على الجوانب التالية: - التعرف على الكفاءة المالية، الربحية والقدرة التنافسية لدى البنوك الإسلامية، وتحديد العلاقة بينها؛ - تقييم الدور مستوى الكفاءة المالية (التكاليف، الأرباح والسيولة) على ربحية البنوك الإسلامية.</p>	<p>دراسة Zouhaier Hadhek</p>
<p>اشتركت الدراستان من خلال موضوع الكفاءة المالية، وذلك من خلال إجراء قياس وتقييم للكفاءة المالية الخاصة بمجموعة من المؤسسات، إلا أن الاختلاف بينهما يكمن من خلال أسلوب القياس المستخدم، فدراستنا اقتصرنا على قياس الكفاءة المالية باستخدام مجموعة من المؤشرات في حين اقتصرنا هذه الدراسة على استخدام نموذج التحليل بواسطة مغلق البيانات، كما أن دراستنا طبقت على المؤسسات الاقتصادية DEA بينما شملت هذه الدراسة مجموعة من المؤسسات المالية والمتمثلة في البنوك التجارية.</p>	<p>ركزت هذه الدراسة على الجوانب التالية: - دراسة وتحليل الكفاءة المالية للبنوك التجارية؛ لتقييم DEA - استخدام أسلوب مغلف البيانات الكفاءة الفنية لمجموعة من المؤسسات المالية في بنغلاديش.</p>	<p>دراسة Md. Qamruzzaman & WEI Jianguo</p>
<p>تتشرك هذه الدراسة مع بحثنا من حيث معالجة لموضوع الكفاءة المالية لمجموعة من المؤسسات من أجل تقييم الأداء المالي لها، لكن الاختلاف مع دراستنا يكمن في المؤشرات المستخدمة في الحكم على الكفاءة المالية للمؤسسة. كما أن هذه الدراسة (ANOVA Test) استخدمت نموذج اتجاه تحليل النسبة للمؤسسات محل الدراسة، في حين اقتصرنا دراستنا على تحليل القوائم المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.</p>	<p>ركزت هذه الدراسة على الجوانب التالية: - دراسة وتقييم الإنتاجية والكفاءة المالية لمجموعة من المؤسسات العاملة في مجال النسيج في الهند؛ (ANOVA Test) باستخدام نموذج - اقتراح السبل والحلول الممكنة من أجل تحسين الأداء المالي لهذه المؤسسات.</p>	<p>دراسة Zala Virambhai</p>
<p>من خلال الاطلاع على هذه الدراسة، وجدنا أنها تشترك مع دراستنا من خلال استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كأداة لتقييم الكفاءة المالية، كما يشتركان أيضا من خلال المنهج المتبع في الجانب النظري والمتمثل في المنهج الوصفي التحليلي. غير أن دراستنا تختلف عن هذه الدراسة في كونها طبقت على</p>	<p>ركزت هذه الدراسة على الجوانب التالية: - التعرف على القيمة الاقتصادية المضافة كأحد وسائل قياس وتقييم الكفاءة المالية؛ - دراسة أثر القيمة الاقتصادية المضافة على: تحديد الأهداف التنظيمية، تحسين الأداء، إدارة هيكل رأس المال، تحليل ربحية الاستثمار في</p>	<p>دراسة جورج ناصر شواقفة</p>

<p>مجموعة من المؤسسات الاقتصادية والمتمثلة في المؤسسات المدرجة في بورصة، في حين اقتصرَت هذه الدراسة على المؤسسات المالية والمتمثلة في البنوك التجارية الأردنية. كما أن هذه الدراسة استخدمت في جانبها التطبيقي لأسلوب الاختبارات الإحصائية المناسبة بالاعتماد على برمجية EViews في حين استخدمنا أسلوب التحليل المالي عن طريق تحليل مجموعة من القوائم المالية للمؤسسات موضوع الدراسة.</p>	<p>الأسهم وبناء أنظمة المكافآت وتحفيز الموظفين الإداريين في البنوك التجارية العاملة في دولة الأردن.</p>	
--	---	--

المطلب الثاني: مساهمة الدراسة الحالية.

استفادت هذه الدراسة من الدراسات السابقة من حيث المراجع، والمناهج المستخدمة وكذا أساليب القياس المتبعة، إلا أنها أضافت ما يلي:

- تسليط الضوء على موضوعي المزيج التمويلي الأمثل والكفاءة المالية وتحديد العلاقة بينهما؛
- دراسة وتقييم الكفاءة المالية للمؤسسات الاقتصادية، في حين اقتصرَت هذه الدراسات على المؤسسات المالية خاصة البنوك؛
- الاعتماد على أسلوب التحليل المالي من خلال استخدام عدة مؤشرات لقياس الكفاءة المالية للمؤسسات محل الدراسة، في حين استخدمت أغلب الدراسات أساليب إحصائية معينة؛
- كما أن هذه الدراسة ساهمت في اقتراح أهم السبل لتقويم وإصلاح خلل المزيج التمويلي للمؤسسات المعنية من خلال مؤشرات الكفاءة المالية.

خلاصة الفصل:

من خلال الاطلاع على مختلف الدراسات السابقة لهذا الموضوع من كلا الجانبين (المزيج التمويلي الأمثل، الكفاءة المالية) تبين أنها لا تبرز العلاقة بين هذين المصطلحين بصفة مباشرة، فلا توجد أي دراسة أبرزت أثر المزيج التمويلي في تحقيق الكفاءة المالية للمؤسسة، بمعنى أن جل هذه الدراسات تشمل على متغير واحد فقط من هذين المتغيرين مربوط مع متغير آخر، وهذه الدراسة ساهمت في الربط بين هاذين العنصرين من خلال إبراز الكيفية التي يتم من خلالها اختيار المزيج التمويلي الذي يساهم في تحقيق الكفاءة المالية للمؤسسة.

الفصل الثالث:

دراسة تطبيقية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

تمهيد:

بعد الإحاطة بالجانب النظري والمتعلق بالمفاهيم الأساسية بالمزيج التمويلي الأمثل والكفاءة المالية، وإبراز المؤشرات المرتبطة بقياس الكفاءة المالية (مؤشر التوازن المالي، مؤشر السيولة، مؤشر الربحية، مؤشر إدارة أصول المؤسسة، مؤشر القيمة المضافة) والتي من خلالها يمكن دراسة وتقييم المزيج التمويلي للمؤسسة وإصلاح الخلل فيه، إضافة إلى عرض بعض الدراسات التي تشمل متغيري هذه الدراسة والعلاقة بينهما. سيتم في هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الجانب العملي لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر (مؤسسة " الأوراسي"، مؤسسة " أليانس"، مؤسسة " بيوفارم"، مؤسسة "صيدال") وذلك خلال الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى سنة 2021، وهذا نظرا لتوفر القوائم المالية الخاصة بهذه المؤسسات والتي يمكن استخدامها في عملية التحليل المالي.

وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين رئيسيين هما:

- المبحث الأول: تقديم عام للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر؛
- المبحث الثاني: تحليل الوضعية المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

المبحث الأول: تقديم عام للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

سيتم في هذا المبحث تقديم الإطار النظري للمؤسسات محل الدراسة وهي المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر (مؤسسة "الأوراسي"، مؤسسة "أليانس"، مؤسسة "بيوفارم"، مؤسسة "صيدال")، وذلك من خلال إبراز نشأة هذه المؤسسات ومراحل تطورها وعرض مختلف أهدافها المسطرة، إضافة إلى إعطاء شرح مفصل عن الهياكل التنظيمية لهذه المؤسسات.

المطلب الأول: تقديم مؤسسة "الأوراسي".

الفرع الأول: التعريف بمؤسسة "الأوراسي".

تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وفي إطار الفنادق ذات الخمس نجوم تم افتتاح "مؤسسة التسيير

الفندقي الأوراسي" بتاريخ 02 ماي 1975. وإلى 1977 لعبت الشركة الوطنية للسيادة والفندقة **sonatour**

دور الوسيط بينهما، لينتقل الدور بعد ذلك إلى الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة **alatour** حتى 1979.

وفي سنة 1983 ومن خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات **nccp** تم توصيفها كمؤسسة اشتراكية

وذلك بعد إعادة الهيكلة التنظيمية للمؤسسة، فأُنشئت مؤسسة التسيير الفندقي (**EGH**) (المرسوم رقم: 83 - 226

المؤرخ في 02 أفريل 1983).

وبعدة عدة مراحل قانونية مرت بها المؤسسة انتهى بها المطاف إلى أن تدرج ضمن البورصة لي طرح

مالا يتجاوز عن 20% من رأسمالها للاكتتاب العام. وذلك بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في

فيفري 1998.

وفي 14 فيفري سنة 2000، وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم

إدراج سند رأس المال لمؤسسة "الأوراسي" في جدول التسعيرة الرسمية وقدر مبلغ الإدراج بقيمة 400 دج.¹

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة "الأوراسي".

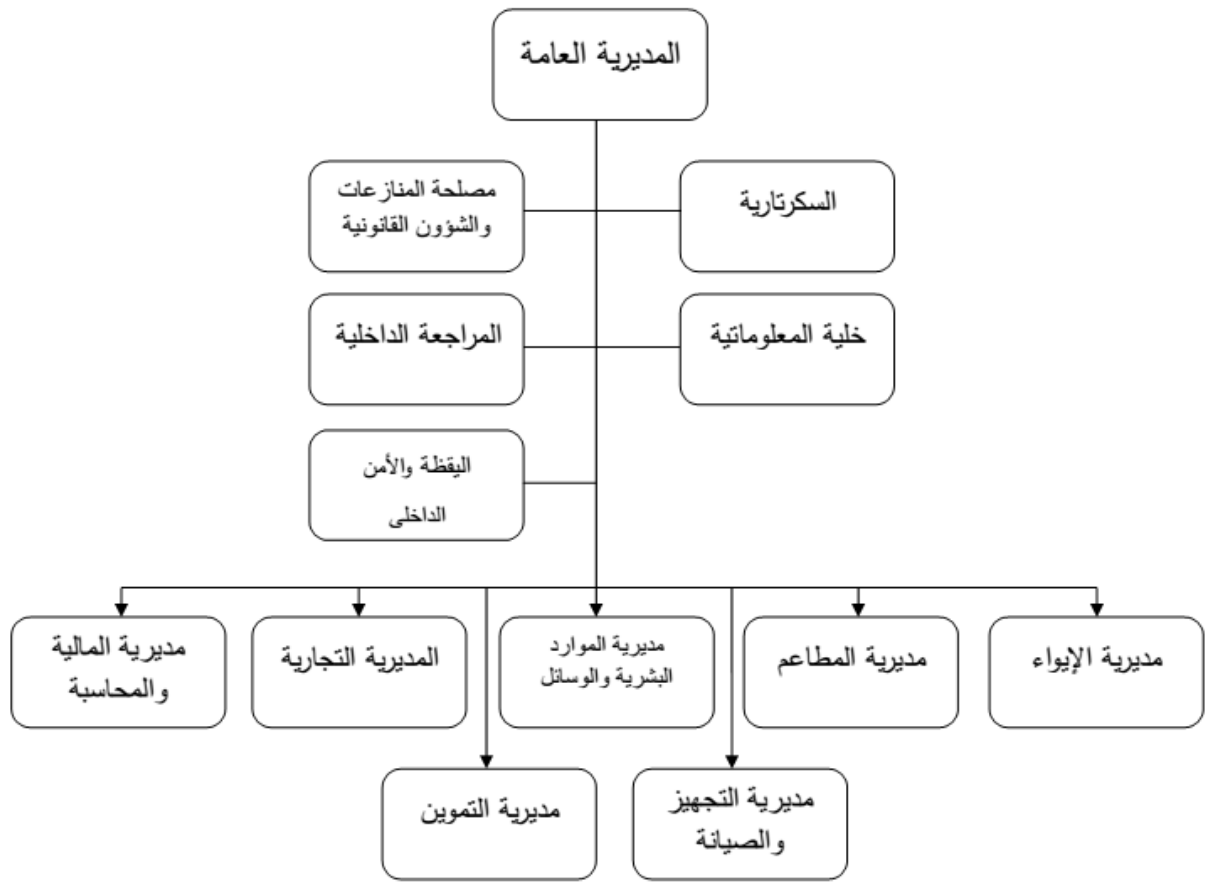
من المعروف أن الهيكل التنظيمي للفندق هو البناء الذي يحدد الترتيب الداخلي للمنشأة، والهدف من

ذلك هو تحقيق أهداف الفندق كما يوضح نوعية العلاقات بين مختلف أقسامها، ومن خلال الشكل البياني التالي

يظهر لنا الهيكل التنظيمي لمؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي".

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.sgbv.dz>

الشكل رقم 2: الهيكل التنظيمي لمؤسسة " الأوراسي ".



المصدر: بن جدو بن عليّة، الاستراتيجيات التنافسية ودورها في تحقيق الميزة التنافسية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسة فندق الأوراسي-، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة بومرداس، الجزائر، 2015/2014 ص: 122.

يتشكل الهيكل التنظيمي لمؤسسة " الأوراسي " من المديريات والمصالح التالية:¹

أولاً: المديرية العامة: وتشرف المديرية العامة على المصالح التالية:

- ✓ السكرتارية: تتكفل بتنظيم وترتيب أعمال المديرية العامة؛
- ✓ خلية المعلوماتية: تقوم بمتابعة تجهيزات وبرامج المعلوماتية الخاصة بإدارة المؤسسة؛
- ✓ مصلحة المنازعات والشؤون القانونية.
- ✓ المراجعة الداخلية: مكلفة بتقييم الرقابة الداخلية توجيه النصح والارشاد.
- ✓ مصلحة اليقظة والأمن الداخلي والنظافة: تسهر على ضمان الأمن والنظافة.

¹ بن جدو بن عليّة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 104 - 106.

ثانيا: مديرية الإيواء: وتشرف على مصلحة الاستقبال والحجز.

ثالثا: مديرية المطاعم: وتتمثل مهامها الرئيسية في تسيير مطاعم الفنادق.

رابعا: مديرية المستخدمين والوسائل: تهتم بتوظيف العمال وصياغة عقود العمال وكشف رواتبهم.

خامسا: المديرية التجارية: وتتكفل بمختلف المعاملات التجارية للفندق، والتنسيق مع مختلف المديریات.

سادسا: مديرية المالية والمحاسبة: وتتمثل مهامها حول ما يتعلق بالخزينة ومتابعة الفواتير والميزانيات.

سابعا: مديرية التجهيز والصيانة: وتعمل على توفير التجهيزات وسيرها وحتى صيانتها.

ثامنا: مديرية التموين: وتعمل على التموين والمتابعة.

المطلب الثاني: تقديم مؤسسة " أليانس".

الفرع الأول: التعريف بمؤسسة " أليانس".

بموجب الأمر رقم 95-07 المؤرخ في 25 جانفي 1995 والصادرة عن وزارة المالية، والمتعلقة بفتح سوق التأمينات بعد الحصول على موافقة الجهات المختصة تحت رقم 05-122، انطلقت فعليا مؤسسة " أليانس للتأمينات" سنة 2006 للقيام بجميع عمليات التأمين وإعادة التأمين، وتمتلك مؤسسة " أليانس" حاليا مؤسستين فرعيتين هما:

✓ الأولى: " ATA " (Algérie Touring Assistance): هي شركة ذات أسهم (SPA) الموجهة لمساعدة

المؤمنين (الرائدة في السوق)، وتمتلك مؤسسة " أليانس" حوالي 74,99% من رأسمالها.

✓ الثانية: " ORAFINA": هي شركة ذات مسؤولية محدودة (SARL) متخصصة في أجهزة الإعلام الآلي،

وتمتلك مؤسسة " أليانس" حوالي 60% من رأسمالها.¹

أما عن راس مال الشركة فقد قررت المؤسسة في الجمعية غير العادية في جويلية 2010 برفعه عن طريق الاكتتاب العام أين تم اللجوء إلى بورصة الجزائر 03 أكتوبر 2010 بعد منحها رخصة الدخول رقم 2010/02 من لجنة تنظيم عمليات البورصة.² وبهذا تعتبر مؤسسة " أليانس" أول مؤسسة من القطاع الخاص تدخل بورصة الجزائر، ولقد بلغت الأموال التي تم رفعها مقدار 1,4 مليار دج، ولقد اشترك في عملية جمع بطاقات الاكتتاب البنوك التالية:³

- القرض الشعبي الجزائري CPA، مسؤول الفريق؛

- بنك التنمية المحلية BDL؛

- البنك الوطني الجزائري BNA؛

- البنك الخارجي الجزائري BEA؛

- صندوق الادخار والاحتياط CNEP؛

- سوسييتي جينيرال الجزائر SGA؛

¹ محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر -، مجلة الباحث، العدد 12، جامعة ورقلة، الجزائر، 2013، ص: 109-110.

² العابدي دلال، حوكمة الشركات ودورها في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية - دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية -، رسالة دكتوراه في المحاسبة، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص: 169.

³ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2010، متوفر على الموقع:

<https://www.cosob.org>، ص: 28.

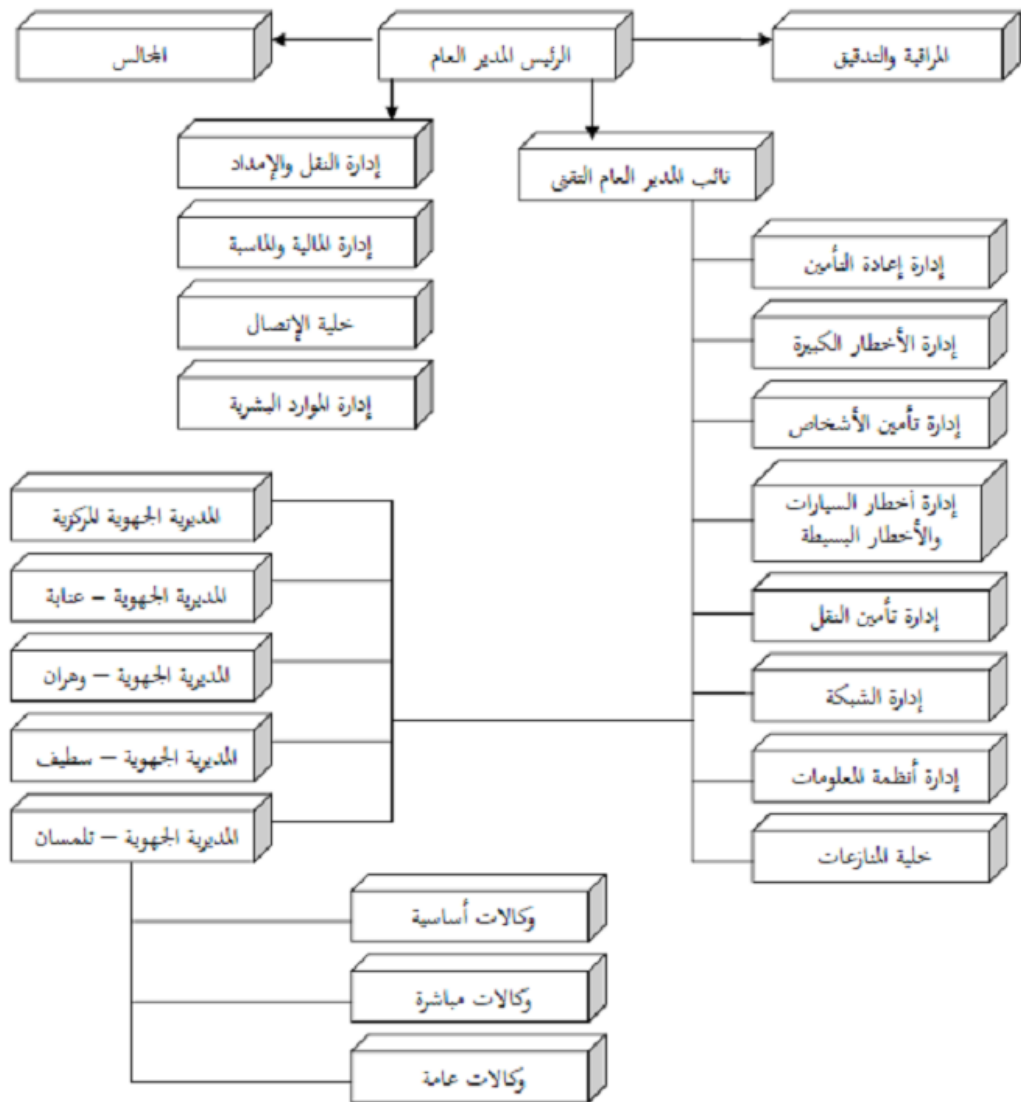
- بي أن بي باريبا الجزائر PNB PARIBAS.
- تسعى مؤسسة " أليانس " إلى تحقيق جملة من الأهداف:¹
- رفع رأسمال الشركة تطبيقا لشروط قانون التأمين لسنة 2009؛
- توسيع قاعدة الشركة بمساهمين جدد عن طريق الادخار العام؛
- اقتسام الثروة الناجمة عن العملية عن طريق وسائل ادخار جديدة؛
- المساهمة في تفعيل بورصة الجزائر من قبل المتعاملين العموميين والخواص.

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة " أليانس " .

تتواجد مؤسسة " أليانس للتأمينات " في جميع مناطق الجزائر، موزعة عبر 35 ولاية عن طريق وكالات سياحية ووكالات مباشرة، بالإضافة إلى الملاحق.

¹ العابدي دلال، مرجع سبق ذكره، ص ص: 170-171.

الشكل رقم 3: الهيكل التنظيمي لمؤسسة " أليانس".



Source : alliance assurances, notice d'information, disponible sur site <https://www.cosob.org>, p:32.

المطلب الثالث: تقديم مؤسسة " بيوفارم".

الفرع الأول: التعريف بمؤسسة " بيوفارم".

مؤسسة " بيوفارم" هي عبارة عن مجموعة صيدلانية جزائرية تأسست سنة 1991 من قبل عبد المجيد كرار، مقرها مقع في مدينة الرغاية بالجزائر العاصمة، وهي عبارة عن شركة ذات أسهم برأسمال قدره 5104375000 دج.

شهدت مؤسسة " بيوفارم" تطورا ملحوظا وعلى عدة أصعدة لترقى بالمجموعة وتصبح عضوا في مجلس إدارة مركز أبحاث العلوم الصيدلانية (CRSP) في قسنطينة، هذا المركز يقع تحت تصرف وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، وهو مسؤول عن تنفيذ برامج البحث العلمي والتطوير التكنولوجي في مجال الصيدلة.

تشرف مؤسسة " بيوفارم" على إنتاج وتوزيع أكثر من دواء واحد من أصل 10 أدوية موجودة في الصيدليات، علاوة على ذلك فإن المؤسسة توزع أكثر من 500 دواء وتنتج ما يقارب 59 دواء محليا.¹

ويهدف الموقع الاستراتيجي الذي تحظى به مؤسسة " بيوفارم" في السوق الجزائرية إلى استشراف تغيرات السوق على مستوى المنطقة من أجل تحقيق النمو، وعليه تركز الرؤية الاستراتيجية للمؤسسة على أربع محاور ذات مهام متنوعة وموزعة على إثرها.

ويقتصر نشاط مؤسسة " بيوفارم" على خمس شركات كل شركة تقوم بنشاط معين، هذه النشاطات تتمثل فيما يلي:²

- الإنتاج: حيث تم بناء وحدة وادي السمار بالعاصمة على موقع مساحته 8000 م²، وتقوم اليوم بتصنيع حوالي 35 مليون وحدة سنويا.

- التوزيع على تجار الجملة.

- التوزيع على الصيدليات: يعد هذا الفرع (BIOPURE) الذي تم إنشائه سنة 2006 لاعبا رئيسيا في السوق

الجزائرية في ما يخص توزيع الأدوية على الصيدليات، كما يقوم بإجراء عمليات تسليم آمنة وسريعة ليلا ونهارا.

- ترويج الأدوية: بدأ فرع (Human Health Information) العمل سنة 2002، وهي عبارة عن شركة تقدم معلومات طبية لمساعدة متكاملة وشاملة للمختبرات في الجزائر.

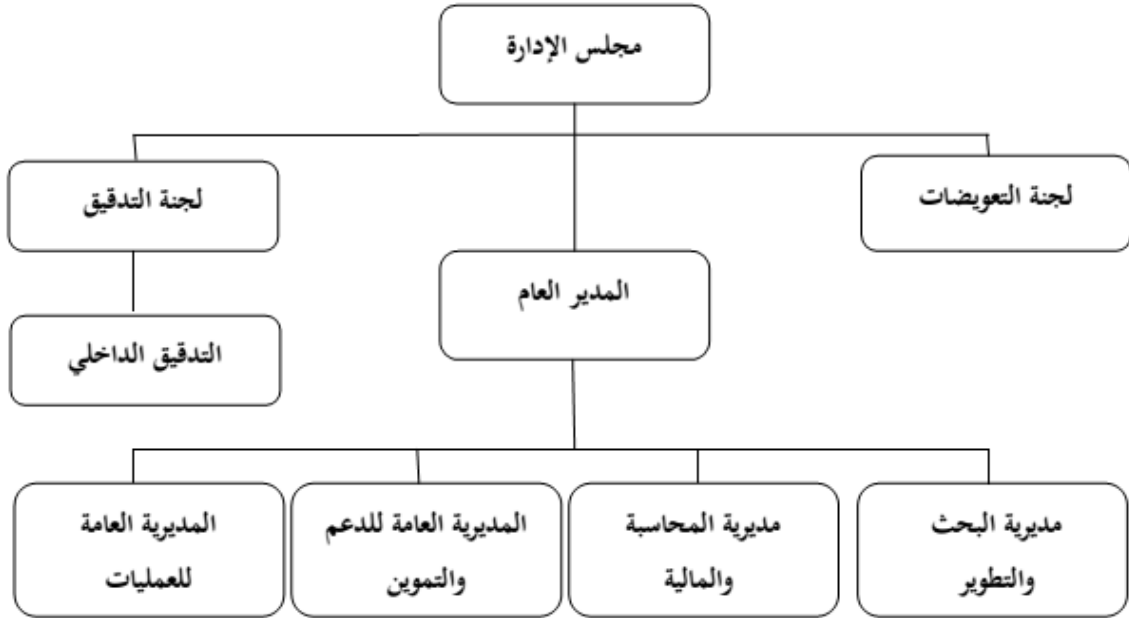
¹ **Groupe biopharm : notice d'information**, disponible sur le site : <https://www.biopharmdz.com>, p :8.

² **Groupe biopharm : notice d'information**, op cit, p p 29-30 .

- الخدمات اللوجستية الصيدلانية: أنشئت سنة 2014، هدفها الأساسي تقديم الخدمات اللوجستية التي تلي المعايير الدولية.

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة " بيوفارم".

الشكل رقم 4: الهيكل التنظيمي لمؤسسة " بيوفارم".



Source: Groupe biopharm, notice d'information, op cit, p: 25.

يتكون الهيكل التنظيمي لمؤسسة " بيوفارم" من:¹

أولاً: مجلس الإدارة: يتكون مجلس الإدارة لمؤسسة " بيوفارم" من مجموعة أعضاء ينتمون إلى لجنتي التدقيق والتعويضات تحت رئاسة السيد سفيان لحر.

ثانياً: لجنة التدقيق: تتكون لجنة التدقيق من أعضاء مجلس الإدارة، وهي مسؤولة عن دراسة وتقييم جميع التوصيات المتعلقة بمجلس الإدارة فيما يخص الحسابات الاجتماعية والرقابة الخارجية والمخاطر.

ثالثاً: لجنة التعويضات: وهي لجنة مسؤولة عن دراسات واقتراحات مجلس الإدارة وجميع التوصيات من حيث سياسة التعويض.

رابعاً: التدقيق الداخلي: وذلك لتحقيق احترام الإجراءات الرقابية، وضمان الجودة.

خامساً: المدير العام: ومهمته الإشراف العام على عمليات التنفيذ، سير الأنشطة المتعلقة بالمديرية العامة

سادساً: المديرية العامة: وتختص كل مديرية بجانب إداري معين بما يتوافق مع الوظائف الرئيسية التي تقوم بها المؤسسة.

¹ Groupe biopharm, notice d'information, op cit, p: 26.

المطلب الرابع: تقديم مؤسسة "صيدال".

الفرع الأول: التعريف بمؤسسة "صيدال".

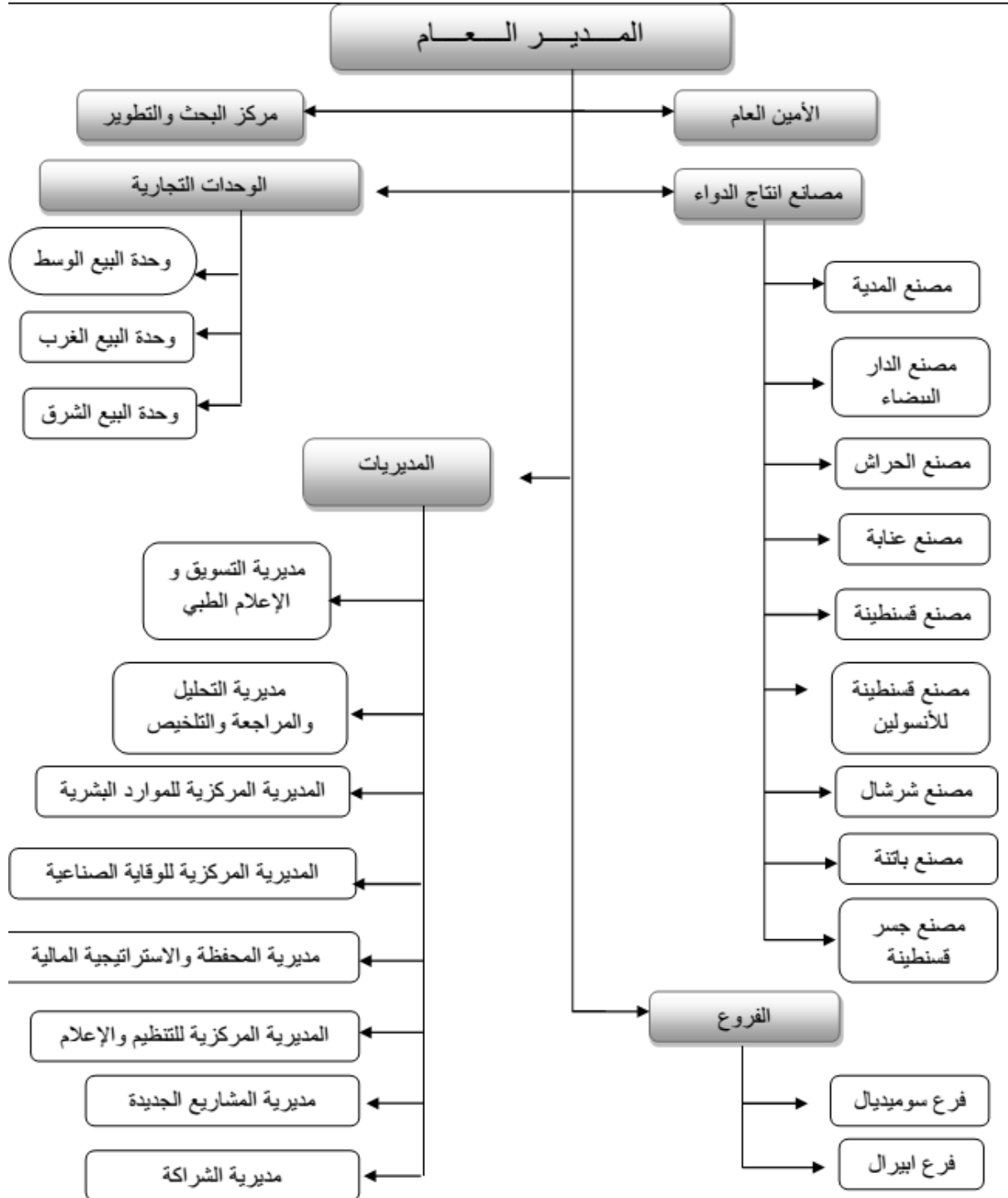
تأسس هذا المجمع سنة 1982 من أجل صناعة الأدوية المحلية، ويعد أول مخبر صيدلاني لصناعة الأدوية في الجزائر، وحاليا يعتبر "صيدال" بمثابة مؤسسة على شكل مجمع صناعي متخصص في تطوير وإنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستهلاك. وكشركة ذات أسهم يبلغ رأسمالها 2500000000 دج فقد تم إدراجها في البورصة سنة 1999، 80% من رأسمالها تابع للدولة، أما الباقي فهو عبارة عن أسهم تابعة للأشخاص والمستثمرين.¹

¹ متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.saidalgroup.dz>

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة "صيدال".

تم إعادة هيكلته في جانفي من سنة 2014 والذي يظهر من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 5: الهيكل التنظيمي لمؤسسة "صيدال".



المصدر: متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.saidalgroup.dz>

يتكون الهيكل التنظيمي لمؤسسة "صيدال" من:¹

أولاً: الإدارة العليا: متمثلة في الرئيس المدير العام والأمين العام، وهي السلطة العليا للمؤسسة.

ثانياً: مصانع إنتاج الدواء: يضم مجمع صيدال 09 مصانع عبر التراب الوطني.

ثالثاً: الفروع: يتكون المجمع من فرعين متخصصين في إنتاج الأدوية على شكل شركات ذات أسهم، كل شركة يتم تسييرها من قبل مجلس إدارة مع مراقب حسابات.

رابعاً: مركز البحث والتطوير CRD: أنشئ هذا المركز في جويلية 1999، ويشرف على البحوث العلمية الخاصة بالأدوية وتطويرها والتقنيات الصيدلانية .

خامساً: الوحدات التجارية: يضم المجمع ثلاث وحدات تجارية هي موزعة على الشرق والغرب وكذا الوسط، وفق وضائف محددة.

سادساً: المديرية: يشمل المجمع على 08 مديريات، لكل منها مهام معينة لضمان التنسيق فيما بينها.

¹ فاطمة محبوب، تأثير التحالفات الاستراتيجية على الأداء التنافسي للمؤسسة الصناعية: دراسة حالة مجمع صيدال، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، (2015-2016)، ص ص: 158 - 162.

المبحث الثاني: تحليل الوضعية المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

إن دراسة وتحليل الميزج التمويلي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر يمكننا من الحكم على كفاءتها المالية، وذلك من خلال تطبيق مجموعة من المؤشرات على قوائمها المالية، وهذا من أجل تقييم هذا الميزج والوقوف على نقاط قوته ودعمها، واكتشاف مواطن الضعف والعمل على تقويمها.

المطلب الأول: الدراسة التطبيقية لمؤسسة " الأوراسي".

الفرع الأول: دراسة وتحليل الميزج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي".

أولا: دراسة مكونات الميزج التمويلي: يمكن تلخيص مكونات الميزج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة الممتدة بين 2015 إلى 2021 من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 2: تطور الميزج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج

السنوات	البيان	الأموال الخاصة	نسبة التطور	الخصوم غير الجارية	نسبة التطور	الخصوم الجارية	نسبة التطور	مجموع الديون	نسبة التطور	مجموع الخصوم
2015	المبلغ	4603745	-	6114122	-	1304898	-	7419020	-	12022765
	%	38,29%	-	50,86%	-	10,85%	-	61,71%	-	100%
2016	المبلغ	4601166	(0,06%)	5646367	(7,65%)	1483056	13,65%	7129423	3,90%	11730589
	%	39,22%	-	48,13%	-	12,65%	-	60,78%	-	100%
2017	المبلغ	4886083	6,19%	5305532	(6,04%)	1389975	(6,28%)	6695507	(6,09%)	11581590
	%	42,19%	-	45,81%	-	12%	-	57,81%	-	100%
2018	المبلغ	4960025	1,51%	4923409	(7,20%)	1479236	6,42%	6402645	(4,37%)	11362670
	%	43,65%	-	43,33%	-	13,02%	-	56,35%	-	100%
2019	المبلغ	4853429	(2,15%)	5175300	5,12%	1104949	(25,30%)	6280249	(1,91%)	11133678
	%	43,59%	-	46,48%	-	9,93%	-	56,41%	-	100%
2020	المبلغ	4081270	(15,91%)	5193918	0,36%	1149720	4,05%	6343637	1,01%	10424908
	%	39,15%	-	49,82%	-	11,03%	-	60,85%	-	100%
2021	المبلغ	3565190	(12,65%)	5155936	(0,73%)	768838	(33,13%)	5924774	(6,60%)	9489964
	%	37,57%	-	54,33%	-	8,10%	-	62,43%	-	100%

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه نجد أن مؤسسة " الأوراسي" تعتمد بالدرجة الأولى على القروض المالية طويلة الأجل في تمويل استثماراتها، ثم تليها الأموال الخاصة في المرتبة الثانية وأخيرا تأتي الحصة الأضعف للديون المالية قصيرة الأجل.

✓ الأموال الخاصة:

بلغت الأموال الخاصة لمؤسسة " الأوراسي " خلال سنة 2015 قيمة 4603745 ألف دج، مشكلة بذلك نسبة 38,39% من إجمالي خصوم المؤسسة، ثم استمرت نسبتها في الارتفاع خلال السنوات (2016، 2017، 2018)، حيث بلغت 39,22%، 42,19%، 43,65% على الترتيب، والسبب راجع إلى الانخفاض في نسبة الخصوم غير الجارية. بعد ذلك اتجهت حصة الأموال الخاصة في الانخفاض خلال الثلاث سنوات الأخيرة إلى أن سجلت أضعف نسبة لها خلال الدراسة، كان ذلك سنة 2021 بـ 37,57%.

أما من حيث نسبة تطور الأموال الخاصة فتعد سنة 2017 الأعلى قيمة موجبة بنسبة 6,19%، في حين سجلت سنة 2020 أعلى نسبة سالبة بـ 15,91% ثم تليها سنة 2021 بنسبة 12,65%.

✓ الخصوم غير الجارية:

على العكس تماما من الأموال الخاصة، سجلت الخصوم غير الجارية انخفاضا في نسبتها خلال الأربع سنوات الأولى من الدراسة، حيث بلغت نسبتها سنة 2015 في حدود 50,86% من إجمالي موارد المؤسسة، واستمر هذا المعدل في الانخفاض حتى سنة 2018 أين سجلت أضعف نسبة لها بـ 43,33% حيث أصبحت بذلك أقل نسبة من الأموال الخاصة، وهذا سببه لجوء المؤسسة إلى رفع رأسمالها من خلال إصدار الأسهم بدل اللجوء إلى الاقتراض. أما خلال السنوات المتبقية (2019، 2020، 2021) فقد ارتفعت حصة الديون طويلة الأجل إذ بلغت على الترتيب 46,48%، 49,82%، 54,33%.

كانت أعلى نسبة تطور لهذا المصدر سنة 2019 بـ 5,12%، في حين كان أعلى نسبة تراجع لحصة الخصوم غير الجارية سنة 2016 بمعدل 7,65% مقارنة بالسنة السابقة.

✓ الخصوم الجارية:

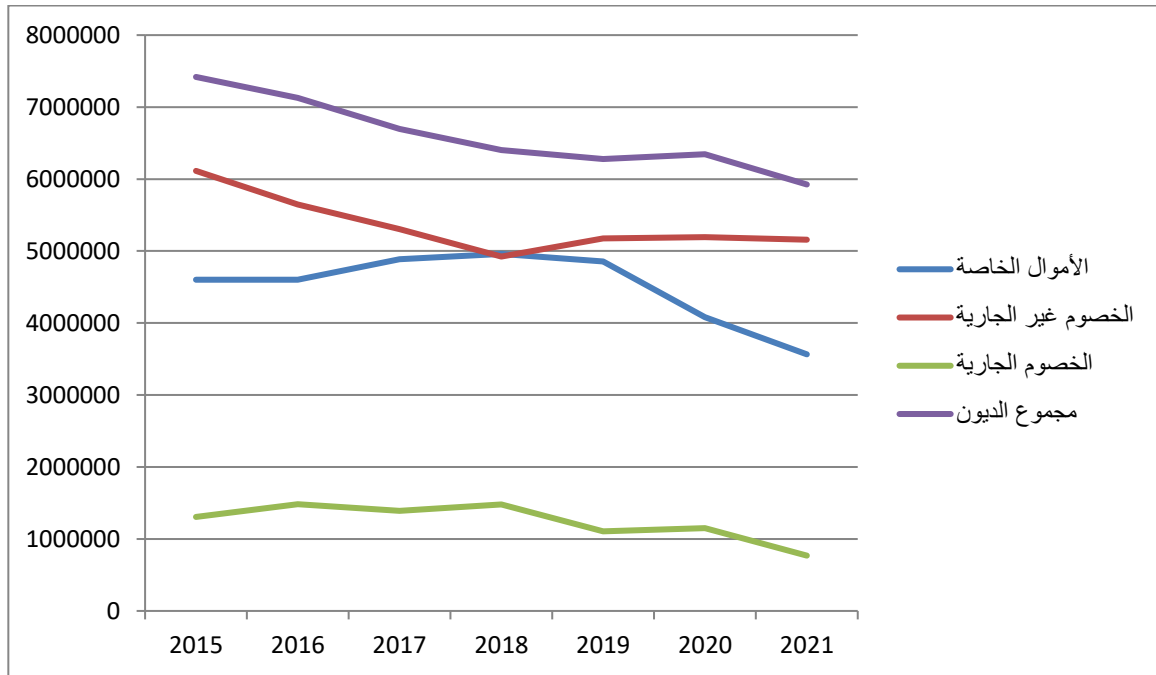
تعد الخصوم الجارية الحلقة الأضعف من بين مصادر تمويل مؤسسة " الأوراسي"، حيث عرف هذا العنصر تغيرات وتقلبات كبيرة خلال فترة الدراسة، وتعد سنة 2018 الأعلى نسبة للخصوم الجارية بـ 13,02%، بينما شهدت سنة 2021 أدنى نسبة له بـ 8,10% متراجعة بنسبة 33,13% عما كانت عليه سنة 2020.

✓ مجموع الديون:

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن الديون المالي كبيرة وتغوق نسبتها 50% خلال جميع السنوات محل الدراسة، وهذا بسبب الارتفاع الكبير في قيمة الخصوم غير الجارية للمؤسسة، وبهذا يمكن القول أن المؤسسة تفضل أموال المديونية على حساب أموالها الخاصة في تمويل استثماراتها، مما يفقدها لميزة الاستقلالية المالية التي قد تحرمها من ميزات إقراضية في المستقبل.

وتتلخص المعطيات السابقة لمصادر أموال المؤسسة في الشكل التالي:

الشكل رقم 6: تطور مكونات الميزج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015 - 2021



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 02.

ثانيا: تقدير تكلفة الأموال: تمثل تكلفة الأموال القيمة المتوسطة المرجحة لمختلف تكاليف المصادر التمويلية لمؤسسة " الأوراسي"، حيث سنحاول حساب التكلفة الكلية من خلال تقدير كل من تكلفة أموال الملكية وأموال الاستدانة على حدى.

1- تكلفة أموال الملكية: يمكن تقدير تكلفة أموال الملكية من خلال المعادلة التالية:

$$K_{cp} = \frac{D}{P_0}$$

الجدول رقم 3: تكلفة أموال الملكية لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
-	22512	269611	349188	256874	359334	803909	الأرباح الموزعة على الشركاء
3360000	3300000	3276000	3150000	2970000	2970000	2880000	القيمة السوقية للأسهم ¹
-	0,68%	8,23%	11,09%	8,65%	12,10%	27,91%	تكلفة أموال الملكية

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول السابق نجد أن المؤسسة سجلت ارتفاع كبيرا في تكلفة أموال الملكية سنة 2015 حيث قدرت نسبتها في حدود 27,91%، ويعود السبب وراء ذلك لارتفاع قيمة المبالغ الموزعة على مساهميها إذ بلغت 803909 دج، بعد ذلك انخفضت التكلفة خلال سنتي 2016 و 2017 بسبب لجوء المؤسسة لاحتجاز مبلغ 250000 ألف دج و 75000 ألف دج على التوالي مما قلص في قيمة التوزيعات، أما في سنة 2018 فقد ارتفعت تكلفة الأموال الخاصة إلى 11,09% لتتخف مرة أخرى إلى 8,23% سنة 2019.

أما خلال سنة 2020 فبالرغم من توزيع كل النتيجة على المساهمين إلا أن تكلفة أموال الملكية انخفضت انخفاضاً كبيراً حيث بلغت 0,68%، ويعود ذلك لانهاية النتيجة الصافية للمؤسسة والبالغة 22512 ألف دج، في حين لم تقم المؤسسة بأي توزيعات خلال سنة 2021 بسبب كون النتيجة سالبة.

2- تكلفة أموال الاستدانة: تتمثل تكلفة أموال الاستدانة لمؤسسة في معدل الفائدة على القروض الذي تدفعه مؤسسة " الأوراسي " للمؤسسات المالية، ويتم حسابه كما يلي:

الجدول رقم 4: تكلفة أموال الاستدانة لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,03	0,0375	0,0375	0,0375	0,035	0,04	0,04	معدل الفائدة على القروض Kd
0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,77	(1-t)
02,22%	02,775%	02,775%	02,775%	02,59%	02,96%	03,08%	تكلفة أموال الاستدانة

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على المعطيات المتوفرة في الموقع الإلكتروني: <https://ar.tradingeconomics.com>

¹ القيمة السوقية للأسهم يتم الحصول عليها من خلال الموقع الإلكتروني الخاص ببورصة الجزائر SGBV على الموقع التالي: <https://www.sgbv.dz>

من الجدول السابق نجد أن تكلفة أموال الاستدانة في تراجع مستمر خلال الثلاث سنوات الأولى من الدراسة حيث بلغت %03,08، %02,96، %02,59 على التوالي، والسبب في ذلك يعود إلى الانخفاض في معدل الفائدة على القروض. بعد ذلك ارتفعت قليلا وبقيت ثابتة خلال الفترة (2018 - 2020)، حيث قدرت تكلفة أموال الاستدانة فيها %02,775، لتعود إلى الانخفاض مرة أخرى خلال سنة 2021 وتقدر بنسبة %02,22 وهذا بسبب انخفاض معدل الفائدة السائد.

3- التكلفة الوسطية المرجحة: يتم حساب التكلفة الكلية لأموال مؤسسة " الأوراسي " كما يلي:

$$K_{wacc} = K_{cp} \frac{CP}{(CP + D)} + K_d \frac{D}{(CP + D)}$$

الجدول رقم 5: التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
-	0,0068	0,0823	0,1109	0,0865	0,1210	0,2791	تكلفة أموال الملكية
37,57%	39,15%	43,59%	43,65%	42,19%	39,22%	38,29%	الوزن النسبي
0,0222	0,02775	0,02775	0,02775	0,0259	0,0296	0,0308	تكلفة أموال الاستدانة
62,43%	60,85%	56,41%	56,35%	57,81%	60,78%	61,71%	الوزن النسبي
1,39%	1,95%	5,15%	6,40%	5,15%	6,54%	12,59%	التكلفة الوسطية المرجحة WACC

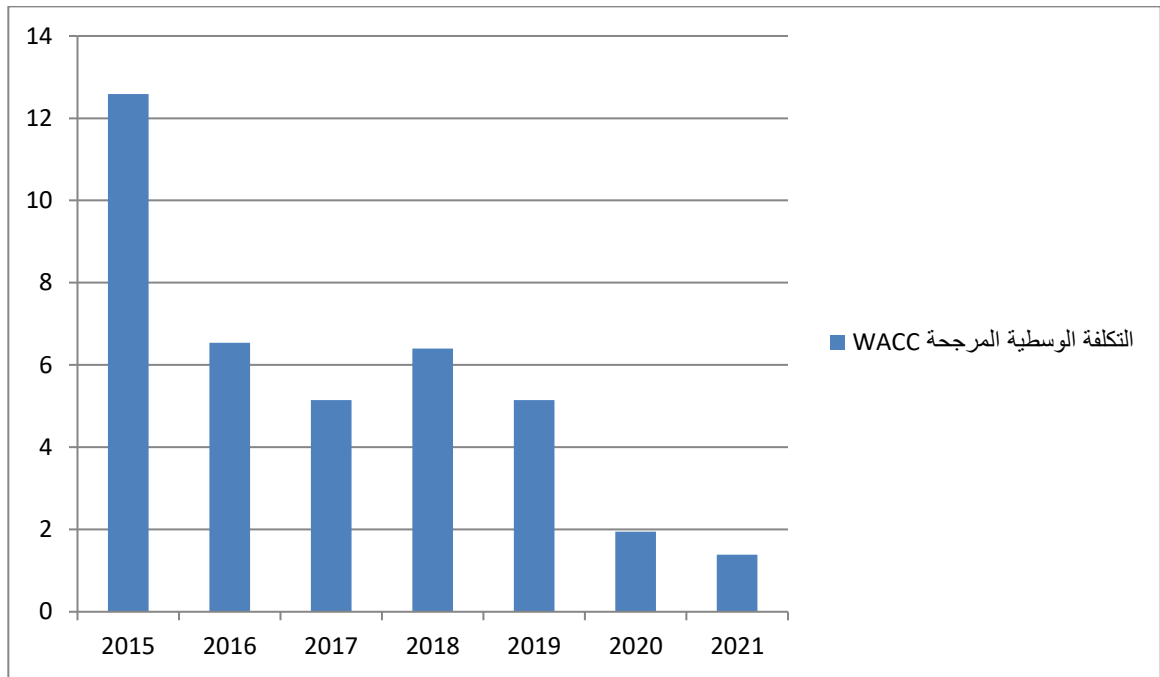
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

أخذت التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة " الأوراسي " منحى تنازليا خلال الثلاث سنوات الأولى من الدراسة، حيث بلغت على الترتيب %12,59، %6,54، %5,15 وهذا يعود إلى الانخفاض الكبير في تكلفة أموال الملكية مقارنة بالسابق، وفي سنة 2018 فقد عرفت تغيرا طفيفا نحو الصعود بحيث قدرت %6,40 وهذا راجع بالدرجة الأولى إلى ارتفاع تكلفة أموال الملكية من %8,65 إلى %11,09 إضافة إلى ارتفاع تكلفة الاستدانة من %2,59 إلى %2,775، لتتخفف مرة أخرى سنة 2019 إلى %5,15 فرغم ثبات تكلفة الاستدانة إلا أن التكلفة الكلية انخفضت بسبب انخفاض تكلفة الأموال الخاصة.

أما خلال السنتين الأخيرتين فقد انخفضت التكلفة الوسطية المرجحة انخفاضا كبيرا مقارنة بالسنوات السابقة، وهذا راجع إلى ضعف تكلفة أموال الملكية بسبب انخفاض مبلغ التوزيعات نتيجة للتراجع الكبير الذي شهدته النتيجة الصافية للمؤسسة.

ويمكن تلخيص محتوى الجدول السابق في الشكل التالي:

الشكل رقم 7: تطور التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة " الأوراسي " خلال السنوات 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 05.

ثالثا: العوامل المؤثرة في تصميم المزيج التمويلي: تتحكم عدة عوامل في اختيار المزيج التمويلي للمؤسسة. هذه العوامل هي:

1- حجم المؤسسة: من أجل قياس حجم المؤسسة يمكن التطرق إلى المحددات الرئيسية التالية:

الجدول رقم 6: المؤشرات المرتبطة بحجم مؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							المؤشرات
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
1500000	1500000	1500000	1500000	1500000	1500000	1500000	رأس المال الاجتماعي
0%	0%	0%	0%	0%	0%	-	معدل النمو %
1040204	532662	2055811	2721920	2828911	2661577	2870780	رقم الأعمال
95,28%	(74,09%)	(24,27%)	(3,78%)	6,29%	(7,29%)	-	معدل النمو %
9489964	10424908	11133678	11362669	11581591	11730589	12022765	مجموع الأصول
(8,97%)	(6,37%)	(2,02%)	(1,89%)	(1,27%)	(2,43%)	-	معدل النمو %
(506920)	(660649)	22512	439611	549188	331874	609334	النتيجة الصافية
(23,27%)	(3034,65%)	(9488%)	(19,95%)	65,48%	(45,53%)	-	معدل النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال معطيات الجدول السابق نجد أن جميع المؤشرات تدل على التراجع الكبير في حجم مؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة (2015-2021) خاصة من حيث حجم الأصول والنتيجة الصافية، هذا التراجع سوف يضر بسمعة المؤسسة مما تنخفض الثقة لدى المستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم لديها، وبالتالي يمكن القول أن المؤسسة غير مرنة في اختيار مصادرها التمويلية.

2- هيكل الأصول: ونحصل عليه بقسمة مجموع الأصول المادية والمخزونات لمؤسسة " الأوراسي " على إجمالي مواردها المالية.

الجدول رقم 7: هيكل الأصول لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
7575389	8154830	7120075	7611829	8138691	8514712	7933256	الأصول المادية والمخزونات
9489964	10424908	11133678	11362669	11581591	11730589	12022765	مجموع الأصول
79,83%	78,22%	63,95%	66,99%	70,27%	72,59%	65,99%	نسبة هيكل الأصول

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول نجد أن نسبة هيكل الأصول لمؤسسة " الأوراسي " مرتفعة جدا خلال جميع السنوات وهذا راجع بالدرجة الأولى لارتفاع حجم الأصول المادية للمؤسسة مما يدل ضخامة حجم الاستثمارات التي قامت بها المؤسسة لتعزيز طاقتها الإنتاجية خاصة خلال سنتي 2020 و2021، وبذلك تمتلك مؤسسة " الأوراسي " ضمانات كبيرة اتجاه المؤسسات المالية مما يسهل عليها الحصول على القروض بطرق ميسرة.

3- الاستقلالية المالية: يمكن إدراج نسب الاستقلالية المالية لمؤسسة " الأوراسي " في الجدول التالي:

الجدول رقم 8: نسب الاستقلالية المالية لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,6017	0,6434	0,7728	0,7747	0,7298	0,6454	0,6205	نسبة الأموال الخاصة إلى مجموع الديون
0,3757	0,3915	0,4359	0,4365	0,4219	0,3922	0,3829	نسبة الأموال الخاصة إلى مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول المتعلق بقياس الاستقلالية المالية لمؤسسة " الأوراسي " نجد أن حصة الأموال الخاصة إلى مجموع الديون بلغت نسبة 68%، في حين بلغت نسبتها إلى مجموع الخصوم في حدود 41% خلال الفترة المدروسة، وهذا دليل على المؤسسة تعتمد على الديون المالية في تمويل استثماراتها بدل أموال الملكية، وهذا ليس في صالح المؤسسة لأنها غير مستقلة ماليا مما يعرضها إلى مخاطر مالية في المستقبل.

4- المخاطرة: يمكن تقسيم المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها مؤسسة " الأوراسي " إلى:

4-1- مخاطر الأعمال: وتتمثل في قيمة الانحراف المعياري للمؤسسة خلال الفترة المدروسة على نتيجتها الاستغلالية الخاصة بكل سنة.

الجدول رقم 9: مخاطر الأعمال لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
(501905)	(613310)	87887	698788	744356	512417	792903	نتيجة الاستغلال r_i
598085	598085	598085	598085	598085	598085	598085	الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال SD
(119,16%)	(97,52%)	680,52%	85,59%	80,35%	116,72%	75,43%	نسبة مخاطر الأعمال $\frac{SD}{r_i}$

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال لمؤسسة " الأوراسي " كبير جدا حيث بلغ 598085 ألف دج خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2021، وبالتالي شكل هذا الارتفاع ضخامة نسبة مخاطر الأعمال التي يمكن أن تتعرض لها، والسبب في ذلك يعود إلى الانخفاض الكبير في النتيجة العملياتية خاصة خلال الثلاث سنوات الأخيرة من الدراسة مع تسجيل قيم سالبة خلال سنتي 2020 و 2021.

4-2- مخاطر الإفلاس: اعتمدنا في قياس خطر الإفلاس لمؤسسة " الأوراسي " من خلال نموذج Z score (الجيل الثالث) المستخدم من طرف العالم Edward Altman والذي تم تطويره إلى نموذج Zeta سنة 1996، هذا النموذج يخص المؤسسات غير الصناعية كما هو الحال بالنسبة لمؤسسة " الأوراسي"، ويقتصر هذا النموذج على الصيغة التالية:

$$Z = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4$$

الجدول رقم 10: : قياس خطر الإفلاس لمؤسسة " الأوراسي " وفق نموذج Zeta.

السنوات							المعامل	النسب
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015		
1,2256	1,1068	1,1283	0,8506	1,1193	1,0580	1,2898	6,56	رأس المال العامل إلى مجموع الأصول X ₁
0	0	0,0498	0,0574	0,0211	0,0695	(0,0178)	3,26	الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول X ₂
(0,3554)	(0,3953)	0,0530	0,4132	0,4319	0,2935	0,4432	6,72	الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الأصول X ₃
0,6318	0,6756	0,8114	0,8134	0,7663	0,6777	0,6515	1,05	القيمة الدفترية لحقوق المساهمين إلى مجموع الديون X ₄
1,502	1,3871	2,0425	2,1334	2,3386	2,0987	2,3667		Z Score

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال تقييم خطر الإفلاس لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة (2015-2021) نجد أن النتائج محصورة بين 1,1 و 2,6 وهذا يدل على صعوبة تحديد الوضعية المالية للمؤسسة (الفشل المالي للمؤسسة غير محدد)، أما خلال السنتين 2020 و 2021 فقد انخفضت نسبة Z Score وبات قريبا من الخطر والسبب يعود إلى عدم قيام المؤسسة باحتجاز الأرباح إضافة إلى النتيجة العملية التي حققتها خلال هذه الفترة مما قلص في معدل Zeta.

الفرع الثاني: قياس الكفاءة المالية لمؤسسة " الأوراسي ".

يتم قياس كفاءة مؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة محل الدراسة اعتمادا على المؤشرات التالية:

أولا: مؤشر التوازن المالي: من خلال القوائم المالية للمؤسسة يمكن حساب نسب التوازن المالي، والمتمثلة في:

1- رأس المال العامل FR: وينقسم إلى بدوره إلى:

- رأس المال العامل الدائم؛

- رأس المال العامل الخاص.

1-1- رأس المال العامل الدائم: وهو عبارة عن الفائض النقدي الذي تستخدمه المؤسسة في تمويل دورة

الاستغلال بعد تمويل جميع استثماراتها طويلة الأجل.

الجدول رقم 11: رأس المال العامل الدائم لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
8721126	9275188	10028729	9883434	10191615	10247533	10717867	الموارد الدائمة (1)
(6947979)	(7516247)	(8113770)	(8410082)	(8215485)	(8355542)	(8354053)	الاستخدامات الثابتة (2)
1773147	1758941	1914959	1473352	1976131	1891991	2363814	رأس المال العامل الدائم (2-1)
0,81%	(8,15%)	29,97%	(25,44%)	4,45%	(19,96%)	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول نجد أن مؤسسة " الأوراسي " حققت قيمة موجبة لرأس المال العامل لديها خلال جميع السنوات، وهذا دليل على قدرة الموارد الدائمة المتوفرة لديها على تغطية جميع الاستثمارات مع الإبقاء على فائض يساعدها في تمويل الدورة الاستغلالية لها.

كما يظهر الجدول أيضا تقلبات كبيرة في رأس المال العامل، ولعل أكبر انخفاض في قيمته كان سنة 2018 بنسبة 25,44% ثم تليها سنة 2016 بنسبة 19,96% والسبب يعود إلى الانخفاض في قيمة الموارد الدائمة للمؤسسة مع الزيادة في قيمة استثمارات المؤسسة، وهذا دليل على قيام المؤسسة خلال هذه الفترة باقتناء استثمارات جديدة من أجل القيام بنشاطاتها.

ومن جهة أخرى فقد سجلت المؤسسة أكبر ارتفاع في هذا المؤشر خلال سنة 2019 وذلك بنسبة 29,97% وهذا راجع إلى الانخفاض في قيمة الأصول الثابتة للمؤسسة نتيجة للتنازل عن بعض استثماراتها.

1-2- رأس المال العامل الخاص: وهو عبارة عن الفائض الناتج عن تمويل المؤسسة للأصول الجارية بواسطة أموالها الخاصة بعد تمويل كل استخداماتها الثابتة.

الجدول رقم 12: رأس المال العامل الخاص لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
3565190	4081270	4853429	4960025	4886083	4601166	4603745	الأموال الخاصة (1)
(6947979)	(7516247)	(8113770)	(8410082)	(8215485)	(8355542)	(8354053)	الاستخدامات الثابتة (2)
(3382789)	(3434977)	(3260341)	(3450057)	(3329402)	(3754376)	(3750308)	رأس المال العامل الخاص (2-1)

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه نجد أن رأس المال العامل الخاص لمؤسسة " الأوراسي " كان سالبا خلال الفترة (2015-2021)، وهذا راجع إلى الانخفاض الكبير في قيمة أموال الملكية للمؤسسة، وبالتالي فإن الأموال الخاصة للمؤسسة غير كافية لتمويل استثماراتها.

2- الاحتياج في رأس المال العامل BFR: ويكمن في الفرق بين الاحتياجات الدورية والموارد الدورية لمؤسسة " الأوراسي"، والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم 13: احتياجات رأس المال العامل لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
1647140	2108595	2031290	2180404	2147237	2099101	2068108	الاحتياجات الدورية (1)
(768838)	(1149720)	(1104460)	(1476863)	(1389637)	(1482552)	(1288197)	الموارد الدورية (2)
878302	958875	926830	703541	757600	616549	779911	الاحتياج في ر م ع (2-1)
(8,40%)	3,46%	31,74%	(7,14%)	22,88%	(20,95%)	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

ما يلاحظ من الجدول أن مؤسسة " الأوراسي " سجلت قيم موجبة للاحتياجات في رأس المال العامل خلال جميع السنوات، إلا أن هناك بعض التغيرات في نسبها من سنة إلى أخرى، حيث سجلت نسب تطور

سالبة خلال السنوات 2016 بنسبة 20,95%، 2018 بنسبة 7,14% و 8,40% سنة 2021، وهذا يمكن إرجاعه إلى تزايد الموارد الدورية أو الانخفاض في قيمة الاحتياجات الاستغلالية للمؤسسة خلال هذه السنوات. بينما عرف هذا المؤشر تزيادا خلال السنوات 2017، 2019 و 2020 بسبب زيادة الاحتياجات الدورية للمؤسسة.

إن احتفاظ الاحتياجات في رأس المال العامل بقيم موجبة على الطول الفترة المدروسة يعود إلى تفوق الاحتياجات الاستغلالية للمؤسسة على مواردها الجارية، وهذا يدل على أن هناك احتياجات دورية للمؤسسة غير مغطاة بواسطة الموارد المالية قصيرة الأجل.

3- الخزينة الصافية TN: وهي عبارة عن الفرق بين المؤشرين السابقين، ويمكن تجسيدها في الجدول التالي:

الجدول رقم 14: الخزينة الصافية لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2019.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
1773147	1758941	1914959	1473352	1976131	1891991	2363814	رأس المال العامل (1)
(878302)	(958875)	(926830)	(703541)	(757600)	(616549)	(779911)	الاحتياج في ر م ع (2)
894845	800066	988129	769811	1218531	1275442	1583903	الخزينة الصافية (1-2)
894845	800066	988618	772184	1218869	1275946	1600604	القيم الجاهزة (1)
0	0	(489)	(2373)	(338)	(504)	(16701)	التسيقات البنكية (2)
894845	800066	988129	769811	1218531	1275442	1583903	الخزينة الصافية (1-2)
11,85%	(19,03%)	28,36%	(36,82%)	(4,46%)	(19,47%)	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول نلاحظ أن الوضعية الصافية لخزينة المؤسسة تظهر بقيم موجبة، وهذا نظرا لارتفاع حجم رأس المال العامل للمؤسسة وتغطيته للاحتياجات، مما ساهم في توليد خزينة موجبة خلال جميع السنوات المدروسة.

2016

TN+	FR
1275442	
BFR	1891991
616549	

انخفضت قيمة الخزينة الصافية بنسبة **19,47%** مقارنة بسنة **2015**. يعود سبب انخفاض الخزينة الصافية إلى انخفاض قيمة رأس المال العامل الذي تراجع بنسبة **19,96%** عما كان في السابق.

2015

TN+	FR
1583903	
BFR	2363814
779911	

حققت المؤسسة خزينة صافية موجبة بقيمة **1583903** ألف دج، وهذا راجع إلى رأس المال العامل الموجب الذي حققته المؤسسة **2363814** ألف دج، الذي ساهم في تمويل الدورة التشغيلية بكاملها وسمح بتكوين خزينة

2018

TN+	FR
988129	
BFR	1473352
703541	

سجلت الخزينة الصافية انخفاضا كبيرا مقارنة بسنة **2017** حيث بلغ نسبة **36,82%** ، وسبب هذا التراجع يعود بالدرجة الأولى إلى انهيار قيمة **FR** والذي عرف تراجعا كبيرا بلغ نسبة **25,44%**، فبالرغم من انخفاض قيمة الاحتياج في رأس المال العامل إلا أنه لم يكن بالحجم الذي تراجع به **FR**.

2017

TN+	FR
1218531	
BFR	1976131
757600	

خلال هذه السنة استمرت الخزينة الصافية في الانخفاض ولكن بنسبة طفيفة بلغت **4,46%** والسبب يعود هذه المرة إلى الارتفاع الكبير في قيمة الاحتياج في رأس المال العامل **BFR** والذي بلغ نسبة **22,88%**، الأمر الذي قلص من الخزينة الصافية للمؤسسة.

2020

BFR	FR
958875	
TN+	1758941
800066	

2019

TN+	FR
988129	
BFR	1914959
926830	

أما سنة **2020** فقد ارتفع الاحتياج في رأس المال العامل **BFR 958875** ألف دج وأصبح يفوق الخزينة الصافية والتي بلغت **800066** ألف دج لكن رغم هذا إلا أن المؤسسة في حالة توازن بسبب القيمة الكبيرة لرأس المال العامل، **1758941** ألف دج.

ارتفعت الخزينة الصافية ارتفاعا كبيرا بنسبة **28,36%** والذي يعد الأكبر خلال فترة الدراسة، هذا الارتفاع مرده يعود إلى الارتفاع الكبير في قيمة رأس المال العامل **.29,97%**

2021

TN+	FR
894845	
BFR	1773147
878302	

خلال السنة الأخيرة ارتفعت قيمة الخزينة الصافية بنسبة **11,85%** مقارنة بسنة **2020**، وبذلك مازالت المؤسسة متوازنة ماليا رغم وجود احتياجات دورية كبيرة بقيمة **878302** ألف دج تقلص من حجم الخزينة الصافية للمؤسسة.

ثانياً: مؤشر السيولة: يقيس هذا المؤشر مدى قدرة الأموال المتوفرة لدى المؤسسة على تغطية الخصوم الجارية، وينقسم إلى ثلاث نسب: السيولة العامة، السيولة المختصرة والسيولة الجاهزة.

الجدول رقم 15: نسب السيولة لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
3,3063	2,5299	2,7331	1,9960	2,4217	2,2757	2,8115	نسبة السيولة العامة
30,69%	(7,43%)	36,93%	(17,58%)	6,42%	(19,06%)	-	نسبة النمو %
2,2280	1,7960	1,9982	1,4114	1,8060	1,6951	2,1789	نسبة السيولة المختصرة
24,05%	(10,12%)	41,58%	(21,85%)	6,54%	(22,20%)	-	نسبة النمو %
1,1639	0,6959	0,8947	0,5220	0,8769	0,8603	1,2266	نسبة السيولة الجاهزة
(67,25%)	(22,22%)	71,40%	(40,47%)	1,93%	(29,86%)	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول السابق يمكن تحليل عناصر السيولة كما يلي:

✓ نسبة السيولة العامة:

سجلت نسب السيولة العامة لمؤسسة " الأوراسي " قيم إيجابية (تفوق الواحد) ومتذبذبة حيث بلغ معدلها 2,58 خلال الفترة المدروسة، وهذا يدل على أن الأصول الجارية تغطي الخصوم الجارية بـ 2,58 مرة، بمعنى أنه عند استحقاق 1 دج من ديونها الجارية المؤسسة قادرة على توفير 2,58 من أصولها الجارية، مما يدل على أن المؤسسة في مأمن عن خطر التوقف عن الدفع في الآجال القصيرة.

✓ نسبة السيولة المختصرة:

نسب السيولة المختصرة هي الأخرى شهدت ارتفاع كبيراً وتجاوزت النسب النموذجية (1,87 في المتوسط)، بمعنى أن الأصول سريعة التحول إلى سيولة تغطي الخصوم الجارية بـ 1,87 مرة، وهذا دليل على وضع توازني هام للمؤسسة، لأنها قادرة على مواجهة خصومها الجارية دون أن تضطر لبيع مخزونها.

✓ نسبة السيولة السريعة:

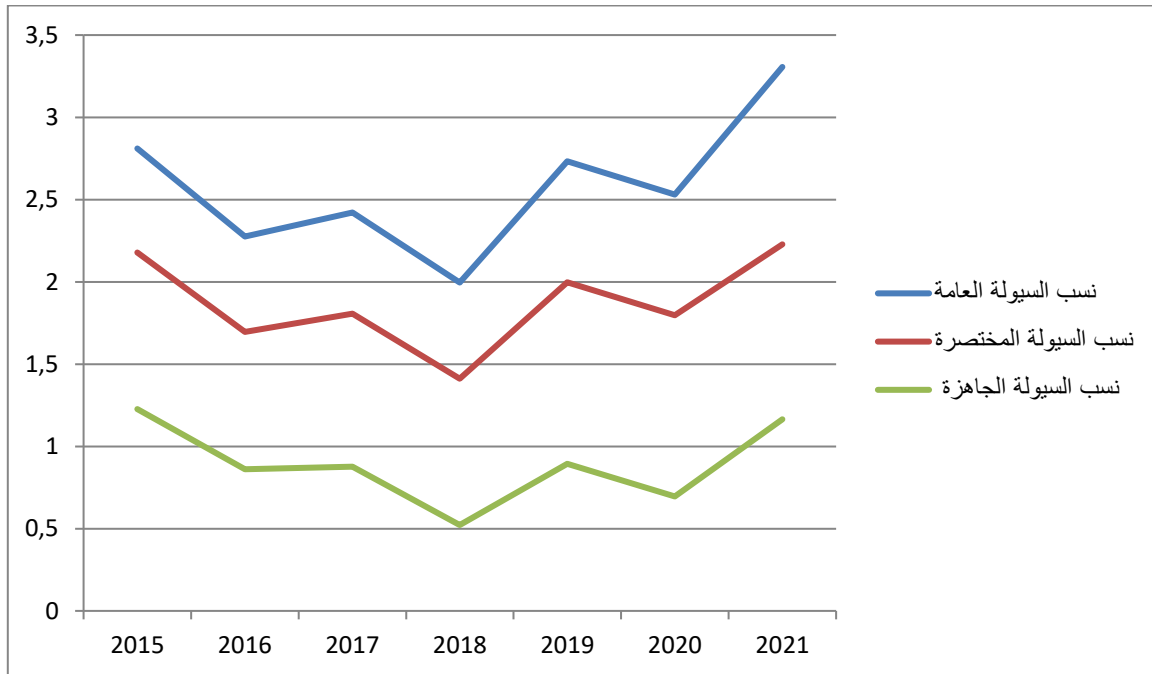
يقيس هذا المؤشر قدرة السيولة الجاهزة لدى مؤسسة " الأوراسي " على مواجهة ديونها قصيرة الأجل، والنتائج السابقة توضح قدرة المؤسسة على ذلك، حيث سجلت المؤسسة أضعف نسبة لها سنة 2018 بـ 0,5220 كما

كانت أكبر نسبة سنة 2015 بـ 1,2266، وهذا دليل على أن مساهمة النقدية الجاهزة في التسديد قوية والمؤسسة في مأمن من خطر عدم تسديد الاحتياجات المستعجلة.

لكن بالرغم من النتائج الإيجابية لمؤسسة " الأوراسي " من حيث مؤشر السيولة إلا أن هذه النسب كبيرة ومبالغ فيها خاصة نسب السيولة المختصرة والجاهزة، حيث تعد هذه الأموال بمثابة أموال مجمدة في خزانة المؤسسة كان من المفروض استثمارها في مشاريع استثمارية أخرى تدر دخلا للمؤسسة (تكلفة الفرصة الضائعة).

يمكن إدراج نسب السيولة لمؤسسة " الأوراسي " في الشكل التالي:

الشكل رقم 8: نسب السيولة لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 15.

ثالثا: مؤشر الربحية: يقيس هذا المؤشر كفاءة مؤسسة " الأوراسي " في تحقيق الأرباح وتدنية المخاطر والتكاليف، وبالتالي كلما كانت النتيجة الصافية موجبة وكبيرة كلما كانت المؤسسة كفاءة من خلال مؤشر الربحية.

الجدول رقم 16: نسب الربحية لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							النسب
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
(0,1422)	(0,1619)	0,0046	0,0886	0,1124	0,0721	0,1324	العائد على حقوق الملكية ROE
(12,17%)	(3619,57%)	(94,81%)	(21,17%)	55,89%	(45,54%)	-	نسبة النمو %
(0,0534)	(0,0634)	0,0020	0,0387	0,0474	0,0283	0,0507	العائد على الأصول ROA
(15,77%)	(3270%)	(74,83%)	(18,35%)	63,49%	(44,18%)	-	نسبة النمو %
(0,4311)	(0,6570)	0,0105	0,1550	0,1859	0,1210	0,2037	هامش الربح PM
(34,38%)	(6357,14%)	(93,23%)	(16,62%)	53,64%	(40,6%)	-	نسبة النمو %
(59,6103)	(10,1561)	0,2316	2,5980	6,2092	2,8679	7,1936	نسبة التغطية الشاملة
486,94%	(4285,19%)	(91,09%)	(58,16%)	53,81%	(60,13%)	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول السابق، نلاحظ أن نسب الربحية الخاصة بمؤسسة " الأوراسي " سجلت قيم موجبة خلال السنوات (2015-2019) بسبب النتيجة الصافية الموجبة التي حققتها المؤسسة، أما خلال السنتين الأخيرتين فقد شهدت المؤسسة تراجعاً كبيراً في النتيجة الصافية مما خلف أثراً سلبياً على ربحيتها.

✓ العائد على حقوق الملكية ROE:

سجل هذا المؤشر سنة 2016 تراجعاً بنسبة 45,54% مقارنة بما كان عليه سنة 2015 وهذا راجع إلى انخفاض النتيجة الصافية للمؤسسة، إلا أن المؤسسة تدرجت في الوضع في السنة المقبلة فرغم زيادة حصة الأموال الخاصة لديها إلا أنها استطاعت الرفع من ROE من خلال الارتفاع الكبير في نتيجة الدورة. بعد ذلك بدأ هذا المؤشر يأخذ منحى تنازلياً خلال باقي السنوات حيث بلغت نسبة الانخفاض 21,17% و 94,81% خلال سنتي 2018 و 2019 على التوالي، أما خلال السنتين 2020 و 2021 فقد سجلت قيم سالبة في هذا المؤشر بسبب التراجع الكبير في نشاط المؤسسة خلال هذه الفترة.

✓ العائد على الأصول ROA:

تشير النتائج إلى ضعف المؤسسة في توليد الأرباح من خلال مجموع أصولها، حيث بلغت نسبة العائد على الأصول 0,0507 سنة 2015، ومعنى ذلك أن توظيف المؤسسة لـ 1 دج من مجموع أصولها يحقق لها ربحاً صافياً قدره 0,0507 دج فقط، لينخفض هذا المعدل إلى 0,0283 في السنة المقبلة، لتعود هذه النسبة إلى

الارتفاع مرة أخرى سنة 2017 بسبب ارتفاع النتيجة الصافية مع الانخفاض في حجم الأصول، أما خلال باقي السنوات فقد عرفت مؤسسة " الأوراسي " تراجعاً كبيراً في هذا المؤشر مع تسجيل قيم سالبة خلال السنتين الأخيرتين من الدراسة.

✓ هامش الربح PM:

كما هو الحال بالنسبة لهامش الربح، فقد شهدت مؤسسة " الأوراسي " تراجعاً كبيراً في هذا المؤشر خاصة خلال الثلاث سنوات الأخيرة من الدراسة وهذا بسبب انخفاض النتيجة الصافية للمؤسسة.

فبالرغم من النسب الموجبة لهامش الربح خلال السنوات (2015-2019) إلا أنها كانت ضعيفة ولم ترتقي إلى المستوى المطلوب، إذ المؤسسة سجلت أعلى نسبة لها سنة 2015 بـ 0,2037 ويعود السبب وراء ذلك إلى ارتفاع حجم التكاليف الواقعة على عاتق المؤسسة.

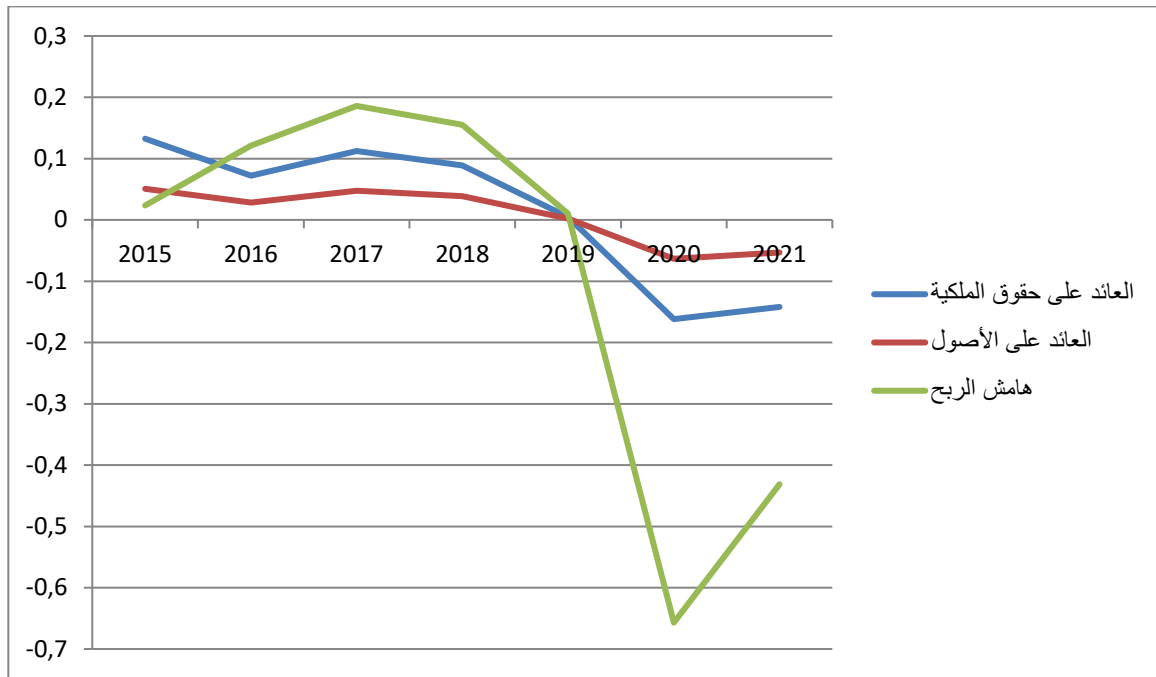
✓ نسبة التغطية الشاملة:

أما نسبة التغطية الشاملة فعرف هو الآخر تقلبات كبيرة خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2019 ، فرغم القيم الإيجابية التي حضي بها هذا المؤشر إلا أنها تعد ضعيفة مقارنة بمثيلاتها من المؤسسات، وتعد سنة 2015 الأفضل لمؤسسة " الأوراسي " حيث سجلت نسبة 7,1936، ثم تليها سنة 2017 بـ 6,2092، في حين سجلت سنة 2019 أضعف نتيجة موجبة لهذا المؤشر بـ 0,2316 وهي السنة التي انخفضت فيها النتيجة الصافية وأصبحت أقل من المصارف المالية المدفوعة.

أما خلال سنتي 2020 و2021 فقد عرفت مؤسسة " الأوراسي " قيم سالبة في نسبة التغطية الشاملة والسبب دائماً يعود إلى النتيجة السالبة المحققة خلال هذه الدورة.

ويمكن إدراج النتائج السابقة في الشكل التالي:

الشكل رقم 9: نسب الربحية لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 16.

رابعا: مؤشر المردودية وأثر الرافعة المالية: سوف نتطرق إلى قياس معدل المردودية الاقتصادية والمالية لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة (2015-2021) من أجل معرفة الأثر الذي يخلفه لجوء المؤسسة إلى الاستدانة على رافعتها المالية.

الجدول رقم 17: المردودية وأثر الرافعة المالي لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
(0,0641)	(0,0724)	0,0097	0,0767	0,0830	0,0571	0,0868	معدل المردودية الاقتصادية Re $Re = \frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$
1,6618	1,5543	1,2940	1,2908	1,3703	1,5495	1,6115	نسبة الديون إلى الأموال الخاصة $\frac{D}{CP}$
(0,1631)	(0,18)	(0,0194)	0,0942	0,1101	0,0619	0,1249	معدل المردودية المالية Rf $Rf = \left\{ Re + (Re - i) \frac{D}{CP} \right\} (1 - t)$
(0,1157)	(0,1264)	(0,0266)	0,0374	0,0487	0,0196	0,0581	معدل الرافعة المالية Lev $Lev = Rf - Re$

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

حققت المؤسسة أثرا موجبا لرافعتها المالية خلال السنوات 2015-2018، والسبب يعود إلى ارتفاع معدل المردودية الاقتصادية عن تكلفة الاستدانة إضافة إلى زيادة حجم الديون عن الأموال الخاصة ساهم بدوره أيضا في ارتفاع مردودية الأموال الخاصة للمؤسسة. أما خلال الثلاث سنوات الأخيرة فقد عجزت المردودية الاقتصادية عن تغطية معدل الفائدة وهذا بسبب الانخفاض الكبير الذي شهدته نتيجة الاستغلال للمؤسسة (تسجيل نتيجة سالبة خلال سنتي 2020 و2021)، وبالتالي فاجوء المؤسسة إلى الاستدانة خفض من مردوديتها المالية مما شكل أثرا سالبا على رافعتها المالية.

خامسا: مؤشر إدارة الأصول: يقيس هذا المؤشر كفاءة مؤسسة " الأوراسي " في إدارة دورتها الاستغلالية، فهو بالتالي يعبر عن كفاءة المؤسسة في تسيير مخزونات إضافة إلى إدارة حسابات الغير (الموردين والزبائن).

الجدول رقم 18: نسب النشاط لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
2,9013	4,1759	1,9480	1,7432	1,7741	1,8216	1,5759	معدل دوران المخزونات
1044	1503	701	628	639	656	567	فترة التخزين (الأيام)
0,4466	0,7122	0,1792	0,0171	0,1742	0,1622	0,1684	معدل دوران الذمم المدينة
161	256	65	6	63	58	61	فترة التحصيل (الأيام)
0,6826	0,6472	0,4647	0,7106	0,6999	0,7403	0,3356	معدل دوران الذمم الدائنة
246	233	167	256	252	267	121	فترة التسديد (الأيام)

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه يمكن تحليل عناصر النشاط لمؤسسة " الأوراسي " كما يلي:

✓ معدل دوران المخزونات:

تشير النتائج المتعلقة بمعدل دوران المخزونات لمؤسسة " الأوراسي " إلى ارتفاع فترة التخزين لديها خلال فترة الدراسة حيث بلغت 819 يوم في المتوسط، وهذا يوحي بأن المؤسسة تعاني من صعوبة في تصريف مخزوناتها.

يعود السبب وراء ارتفاع مدة التخزين لمؤسسة " الأوراسي " إلى الارتفاع الكبير في مخزوناتها خاصة خلال سنة 2020، حيث شكلت مخزونات المؤسسة ما يعادل 4 مرات من المشتريات السنوية في حين بلغت سنة 2021 ما نسبته 2,9 من مجموع مشترياتها، وهي فترة طويلة جدا تؤدي إلى تكديس المخزونات لديها مما تتسبب في ضخامة احتياجاتها الاستغلالية، الأمر الذي يدفعها إلى اللجوء للموارد المالية الدائمة لتمويل احتياجاتها الجارية.

✓ معدل دوران الذمم المدينة:

مهلة دوران العملاء لمؤسسة " الأوراسي " تظهر منخفضة خلال الخمس سنوات الأولى من الدراسة خاصة خلال سنة 2018، وهذا يدل على قصر المدة الممنوحة لزيائن المؤسسة لتحصيل ما عليهم من حقوق اتجاهها، والمؤسسة تتمتع بقدرة تفاوضية عالية اتجاه زيائنها. أما خلال السنتين الأخيرتين فبسبب تراجع نشاط المؤسسة وانخفاض رقم أعمالها أدى إلى ارتفاع مدة ائتمان الزيائن وأصبحت تفوق المدة النموذجية (90 يوم)، وبالتالي يتوجب على المؤسسة الرفع من حصة مبيعاتها لتخفيض مدة الائتمان، أو العمل على تقليص حساب العملاء من خلال اتباع سياسة ائتمانية متشددة للإسراع في تحصيل حقوقها.

✓ مهلة دوران الذمم الدائنة:

يظهر الجدول طول الفترة الممنوحة لمؤسسة " الأوراسي " لتسديد ديونها، وهذا دليل على ارتفاع القدرة التفاوضية للمؤسسة مع مورديها، خاصة وأن مدة التحصيل أقل من مدة تسديد الديون، مما يسهل على المؤسسة عملية الوفاء بالتزاماتها من خلال انتظار تحصيل ذممها لتسديد ديونها، مما يجنبها الوقوع في مخاطر السيولة. سادسا: مؤشر القيمة المضافة: يمكن قياس كفاءة مؤسسة " الأوراسي " في تشكيل الثروة لمساهميها من خلال من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

- القيمة الاقتصادية المضافة EVA: ويحسب وفق العلاقة الرياضية التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة - تكلفة رأس المال × الأصول الاقتصادية.

الجدول رقم 19: القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

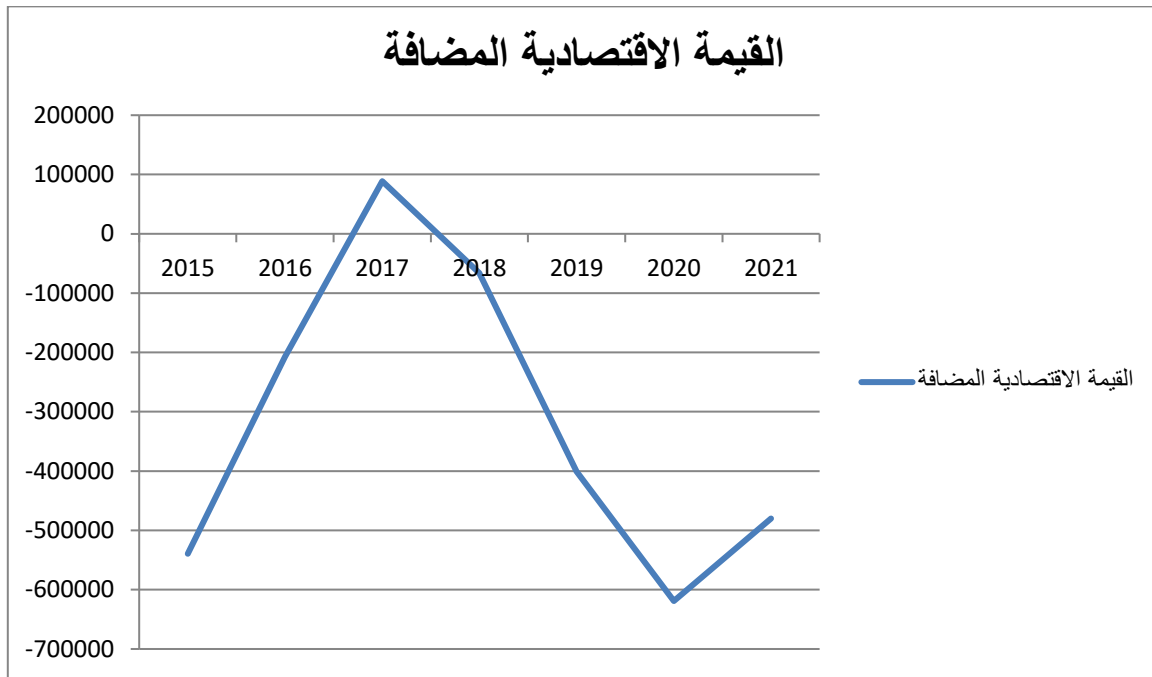
الوحدة: 1000 دج.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
(371410)	(453849)	65036	517103	550823	379189	610535	نتيجة الاستغلال بعد الضريبة Rex (1-t)
0,0139	0,0195	0,0515	0,0640	0,0515	0,0654	0,1259	تكلفة رأس المال WACC
7826281	8475123	9040601	9113622	8973084	8972091	9133965	الأصول الاقتصادية AE
108785	165265	465591	583272	462114	586775	1149966	مكافأة الأموال ($WACC \times AE$)
(480195)	(619114)	(400555)	(66169)	88709	(207586)	(539431)	القيمة الاقتصادية المضافة EVA

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة.

يتضح من خلال الجدول أن مؤسسة " الأوراسي " سجلت قيمة اقتصادية مضافة سالبة خلال جميع السنوات ما عدا سنة 2017 أين استطاعت تشكيل ثروة بقيمة 88709 ألف دج، ويرجع السبب وراء انخفاض EVA إلى ارتفاع تكلفة رأس المال خاصة خلال سنة 2015 مما أدى إلى ارتفاع مكافأة الأموال وعدم قدرة نتيجة الاستغلال المحققة من تغطيتها. أما في سنتي 2020 و 2021 فقد شهدت المؤسسة انخفاضا كبيرا في تكلفة الأموال إلا أنها لم تكن قادرة على خلق ثروة لمساهميها وهذا بسبب القيمة السالبة في نتائجها الاستغلالية، مما أصبحت تشكل عبء على المؤسسة بدل الرفع في قيمتها.

الشكل رقم 10: القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 19.

الفرع الثالث: نتائج تقييم المزيج التمويلي لمؤسسة "الأوراسي" ومقترحات تقويمه.

أولا: تقييم المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي " بواسطة مؤشرات الكفاءة المالية.

تظهر تركيبة المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي " أنه يتكون من الأموال الخاصة، الخصوم غير الجارية إضافة إلى الخصوم الجارية، حيث بلغ متوسط الخصوم غير الجارية للمؤسسة 48% والباقي موزع بين الأموال الخاصة بنسبة 41% والخصوم الجارية بـ 11% فقط، وهذا يدل على أن المؤسسة تعتمد على الديون المالية خاصة الطويلة الأجل في تمويل مختلف استثماراتها بدل الرفع في أموالها الخاصة. كما تظهر أيضا النتائج المتعلقة بتكلفة الأموال للمؤسسة ارتفاع التكلفة المتوسطة المرجحة الخاصة بها وهذا راجع لارتفاع تكلفة أموال الملكية، فرغم انخفاض الوزن النسبي للأموال الخاصة مقارنة بالديون إلا أن ارتفاع العائد الذي يطلبه المساهمون لمؤسسة " الأوراسي " يفوق بكثير الفوائد التي تدفعها على القروض مما ساهم بشكل كبير في ارتفاع التكلفة الوسطية المرجحة **WACC**.

أما من خلال محددات المزيج التمويلي فتشير أغلبها إلى عدم تمتع مؤسسة " الأوراسي " بالمرونة في اختيار هيكلها المالي، حيث أشار مؤشر الحجم إلى التراجع الكبير في رقم الأعمال ومجموع الأصول إضافة إلى النتيجة الصافية مما قد يضر بسمعة المؤسسة لدى المستثمرين وينفرهم من توظيف أموالهم لديها، كما أشار أيضا مؤشر الاستقلالية المالية إلى عدم استقلالية المؤسسة وهذا نظرا لارتفاع حصة الديون مقارنة بأموال

الملكية، وأخيرا نجد ارتفاع مخاطر الأعمال لديها بسبب الانخفاض الكبير الذي سجلته المؤسسة في نتائجها التشغيلية مما قد يعرضها لمخاطر الاستغلال. وفي الجهة المقابلة فقد أثبتت بعض المؤشرات عكس ذلك، على غرار حجم الأصول الذي شهد ارتفاعا كبيرا في حجم الأصول المادية والمخزونات والتي تعتبر كضمانات مقدمة للمؤسسات المالية مما يرفع في طاقتها الاقراضية في المستقبل، وكذلك مخاطر الفشل المالي إذ أثبتت النتائج المتعلقة بهذا المؤشر تسجيل نسب مقبولة تجنبها من الوقوع في خطر الإفلاس.

ومن حيث تطبيق مؤشرات الكفاءة المالية لمؤسسة " الأوراسي"، فنبدأ أولا بمؤشر التوازن المالي حيث أثبتت النتائج ارتفاع حجم رأس المال العامل لديها وتمكنه من تغطية الاحتياجات المتولدة عن دورة الاستغلال مما ساهم في تشكيل خزينة صافية بقيم موجبة، ومنه يمكن إصدار حكم يقضي بتمتع مؤسسة " الأوراسي" خلال الفترة (2015-2021) بتوازن مالي عام. ونفس الشيء بالنسبة لمؤشر السيولة، فقد أظهرت نتائج الدراسة ارتفاع كبير في نسب السيولة، وهذا يدل على امتلاك المؤسسة لسيولة معتبرة تمكنها من تغطية خصومها الجارية، وبالتالي فهي تتمتع بتوازن مالي قصير الأجل.

لنواصل بعدها تحليلنا من خلال التطرق إلى مؤشر الربحية والذي سجلت من خلاله مؤسسة " الأوراسي" معدلات ضعيفة لجميع النسب الخاصة بهذا المؤشر، وهذا بسبب انخفاض النتيجة الصافية للمؤسسة خاصة مع تسجيلها لخسارة خلال السنتين الأخيرتين من الدراسة، وبذلك يبرز عدم كفاءة المؤسسة في تحقيق الأرباح، كما أنها غير قادرة على تغطية المخاطر والتحكم في التكاليف.

أما مؤشر المردودية وأثر الرافعة المالية فقد أشارت السنوات الأولى من الدراسة (2015-2018) أثرا موجبا للرفع المالي، أما في باقي السنوات فقد أدى انخفاض نتيجة الاستغلال للمؤسسة على مردوديتها الاقتصادية وبالتالي لم تعد قادرة على تغطية تكلفة الديون مما أثر سلبا على الرافعة المالية.

وبالنظر إلى مؤشر إدارة الأصول نجد أن مؤسسة " الأوراسي" تحتفظ بمخزوناتا لمدة طويلة جدا، وهذا يدل على أنها تعاني من ضعف في تصريف مخزوناتها وهذا ما أثر على ارتفاع الاحتياجات الدورية، لأن طول فترة بقائها في مخازن المؤسسة يعتبر بمثابة احتياج مالي يجب عليها أن تقابله بمصدر تمويلي قصير الأجل، أما من حيث دوران الذمم المدينة والدائنة فقد أشارت النتائج إلى أن المدة التي تمنحها للزبائن أقل من المدة التي يمنحها إياها الموردون، وهذا ما يعكس كفاءة مؤسسة " الأوراسي" في تسيير حسابات الغير وأنها تتمتع بسياسة تفاوضية عالية اتجاه متعاملها.

وأخير وحسب نتائج مؤشر القيمة المضافة فلم تستطع مؤسسة " الأوراسي " من إنشاء أي قيمة اقتصادية لمساهميها إلا خلال سنة 2018، وهذا يدل أن مؤسسة " الأوراسي " لا تمتلك الكفاءة في إنشاء القيمة المضافة وبالتالي التأثير السلبي في ثروة مساهميها.

ثانيا: تقويم المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي ".

بعد تقييم المزيج التمويلي بواسطة مؤشرات الكفاءة المالية، يتم مقارنتها بنسب الاستدانة الخاصة بمؤسسة " الأوراسي " وهذا من أجل إصلاح الخلل وإعادته إلى وضعه التوازني.

1- قياس مديونية مؤسسة " الأوراسي ":

إن الهدف من قياس مديونية مؤسسة " الأوراسي " هو التعرف على مكانة ديون المؤسسة مقارنة بالنسب النموذجية للاستدانة والتي من خلالها يمكن التوصل إلى المزيج التمويل الأمثل.

الجدول رقم 20: حصة الاستدانة في المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2021.

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<u>الديون</u> الأموال الخاصة	1,6115	1,5495	1,3703	1,2908	1,2940	1,5543	1,6618
<u>الديون طويلة الأجل</u> الأموال الخاصة	1,3281	1,2272	1,0858	0,9926	1,0663	1,2726	1,4462
<u>الديون قصيرة الأجل</u> الأموال الخاصة	0,2834	0,3223	0,2845	0,2982	0,2277	0,2817	0,2157
<u>مجموع الديون</u> مجموع الخصوم	0,6171	0,6078	0,5781	0,5635	0,5641	0,6085	0,6243

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن نسبة الاستدانة مقارنة بأموال الملكية تراوحت بين 1,2908 و 1,6618، بمعنى أن نسبة الديون تفوق نسبة الاستدانة بنسبة تراوحت بين 29% و 66% خلال فترة الدراسة. وبالرجوع إلى النسب النموذجية نجد أن نسبة الاستدانة في المؤسسة عالية جدا لأنها تفوق قيمة الواحد، وبالتالي فإن حصة الديون من مجموع الخصوم تميزت هي الأخرى بارتفاع كبير مقارنة بأموال الملكية خاصة خلال سنة 2021 والتي بلغت 0,6243.

وللتدقيق أكثر في نسب الاستدانة نلجأ أولاً إلى نسبة الديون طويلة الأجل، حيث تراوحت هذه النسب بين 0,9926 و 1,4462 خلال الفترة الممتدة بين 2015 و 2021، وهي نسبة مرتفعة جدا مقارنة بالنسب النموذجية لهذا المؤشر (بين 0,3 و 0,35). أما نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة فنجد أن أقصى قيمة سجلتها المؤسسة تعود لسنة 2016 أين بلغت 0,3223 وهي تعد نسبة جيدة للمؤسسة لأنها لا تتجاوز قيمتها 0,65 من أموال الملكية.

2- إصلاح خلل المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي ":

بالرجوع إلى نسب الاستدانة لمؤسسة " الأوراسي " نجد أن المزيج التمويلي مثقل بالديون وخاصة الديون طويلة الأجل، والتي من المفروض ألا تتجاوز نسبتها 0,35 من أموال الملكية، وهذا أدى إلى ارتفاع حجم الديون المالية عن الأموال الخاصة مما قد يعرضها إلى مخاطر مالية محتملة في المستقبل، في حين نجد أن نسبة الديون قصيرة الأجل مقبولة نوعا ما مادامت لم تتجاوز حدها الأعلى.

ويعود السبب الرئيسي وراء اختلال المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي " إلى اختلال دورتها التشغيلية خاصة خلال السنتين الأخيرتين من الدراسة، وهذا ما أدى إلى ارتفاع حجم الاحتياج في رأس المال العامل للمؤسسة، وبالرغم من تحقيق خزينة صافية موجبة طيلة الفترة المدروسة إلا أن المؤسسة تواجه احتياجات استغلالية غير مغطاة بموارد مالية قصيرة الأجل.

وبالرجوع إلى مؤشر إدارة الأصول، نجد أن اختلال دورة الاستغلال يعود إلى ارتفاع فترة التخزين خاصة خلال السنتين الأخيرتين من الدراسة، وهذا دليل على أن المؤسسة تواجه صعوبة في تصريف مخزوناتاها.

كما يعود اختلال المزيج التمويلي أيضا إلى انخفاض نتيجة الاستغلال بداية من سنة 2019 وامتد حتى سنة 2021، هذا الانخفاض كان بسبب الانخفاض الكبير في حجم إنتاج الدورة المالية، ومع تحمل المؤسسة لتكاليف استغلالية مرتفعة مثل: مخصصات الاهتلاكات والمؤونات، مصاريف العاملين أدى إلى تقليص حجم النتيجة العملياتية وبالأخص خلال السنتين 2020 و 2021 أين سجلت قيمة سالبة خلال، ومع ثبات التكاليف الأخرى عند نفس المستوى أدى إلى تحقيق نتيجة سالبة للمؤسسة وهذا ما أثر سلبا على ربحيتها.

نفس الشيء بالنسبة لمؤشر المردودية وأثر الرافعة المالية، فقد أدى انخفاض نتائجها الاستغلالية إلى انخفاض معدل المردودية الاقتصادية سنة 2019 مع تسجيل نسب سالبة خلال السنتين 2020 و 2021، وهذا يدل على عجز المؤسسة وعدم قدرتها عن تغطية تكلفة الديون وبالتالي أثر سالب لرافعتها المالية.

وأخيرا وحسب مؤشر القيمة المضافة، فيعود سبب اختلال المزيج التمويلي أيضا إلى ارتفاع قيمة التوزيعات على المساهمين خاصة خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2018، كما لا ننسى أيضا الانخفاض الكبير في نتيجة الاستغلال خاصة خلال الفترة (2019-2021) وهذا ما أظهر عجز المؤسسة على خلق الثروة لأصحابها.

مما سبق فإن إصلاح خلل المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي " يكون من خلال:

- **تقليص حجم الديون طويلة الأجل:** إن سبب الاختلال في المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي " يعود بالدرجة الأولى إلى وجود خلل في دورتها التشغيلية بسبب ارتفاع الاحتياجات الاستغلالية، وبعد التعمق أكثر في التحليل نجد أن هذه الاحتياجات كانت بسبب ارتفاع وتكدس المخزونات، مما اضطرت المؤسسة إلى البحث عن مصادر تمويلية أخرى لسد هذه الاحتياجات، والتي تمثلت في الديون طويلة الأجل.

ومن أجل إصلاح هذا الخلل يتوجب على إدارة المؤسسة العمل على التقليص في حجم الأصول المتداولة وبالتحديد حساب مخزوناتها، مما يسمح لها بامتصاص حجم الاستدانة الزائدة والحصول على مزيج تمويلي متوازن.

- **الرفع في أموال الملكية:** من خلال تحليل تركيبة المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي " نجد أنها تعاني من انخفاض نسبة أموال الملكية عن حدها المطلوب (أقل من 50% من إجمالي الخصوم)، وبالتالي يتعين على المؤسسة العمل على الرفع من حجم الأموال الخاصة من خلال التنازل عن بعض استثماراتها الزائدة واستخدامها في زيادة أموال الملكية لديها، كما يمكنها أيضا اللجوء إلى تغيير سياسة توزيعات الأرباح خاصة خلال السنوات (2015-2018)، وذلك من خلال الرفع في قيمة الاحتجاز مما يرفع قدرتها على التمويل الذاتي وبالتالي يزيد في حصة أموالها الخاصة.

المطلب الثاني: الدراسة التطبيقية لمؤسسة " أليانس".

الفرع الأول: دراسة وتحليل الميزج التمويلي لمؤسسة " أليانس".

أولاً: دراسة مكونات الميزج التمويلي: يمكن تلخيص مكونات الميزج التمويلي لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة الممتدة بين 2015 إلى 2021 من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 21: تطور الميزج التمويلي لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج

السنوات	البيان	الأموال الخاصة	نسبة التطور	الخصوم غير الجارية	نسبة التطور	الخصوم الجارية	نسبة التطور	مجموع الديون	نسبة التطور	مجموع الخصوم
2015	المبلغ	2881706	-	607457	-	3710923	-	4318380	-	7200086
	%	40,02%	-	8,44%	-	51,54%	-	59,98%	-	100%
2016	المبلغ	3085480	7,07%	801892	32,01%	3797227	2,33%	4599119	6,50%	7684599
	%	40,15%	-	10,44%	-	49,41%	-	59,85%	-	100%
2017	المبلغ	3241418	5,05%	667304	(16,78%)	4294573	13,10%	4961877	7,89%	8203295
	%	39,52%	-	8,13%	-	52,35%	-	60,48%	-	100%
2018	المبلغ	3427570	5,74%	385076	(42,29%)	4637771	7,99%	5022847	1,23%	8450417
	%	40,56%	-	4,56%	-	54,88%	-	59,44%	-	100%
2019	المبلغ	4397292	28,29%	482086	25,19%	5035982	8,59%	5518068	9,86%	9915360
	%	44,35%	-	4,86%	-	50,79%	-	55,65%	-	100%
2020	المبلغ	5096136	15,89%	530472	10,04%	5986878	18,88%	6517350	18,11%	11613486
	%	43,88%	-	4,57%	-	51,55%	-	56,12%	-	100%
2021	المبلغ	5306881	4,14%	649768	22,49%	6168899	3,04%	6818667	4,62%	12125548
	%	43,77%	-	5,36%	-	50,87%	-	56,23%	-	100%

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال القراءة الأولية للجدول السابق نجد أن الميزج التمويلي لمؤسسة " أليانس " يتكون من الأموال الخاصة والديون المالية بنوعها الطويلة والقصيرة الأجل، وأن الحصة الأكبر من تمويل المؤسسة تتمثل في الديون المالية قصيرة الأجل، ثم تليها الأموال الخاصة ومن ثم تأتي الخصوم غير الجارية في المرتبة الأخيرة.

✓ الأموال الخاصة:

شكلت الأموال الخاصة نسبة 40,02% من إجمالي ديون المؤسسة خلال سنة 2015، لترتفع بنسبة ضئيلة خلال السنة المقبلة حيث بلغت 40,15%، وانخفضت سنة 2017 وأصبحت في حدود 39,52%، لتأخذ بعد ذلك منحى تصاعدياً خلال السنتين المقبلتين لتصل إلى 40,56% على التوالي، لتعود إلى الانخفاض مرة أخرى خلال السنتين الأخيرتين لكن بمقدار ضئيل مقارنة بالسنوات السابقة، حيث قدرت 43,88% سنة 2020 و 43,77% سنة 2021.

أما من حيث نسبة التطور فقد شهدت الأموال الخاصة تقلبات كبيرة ومتذبذبة خلال جميع السنوات، وتعد سنة 2019 الأكثر تطورا مقارنة بباقي السنوات الأخرى، إذ بلغت نسبة التطور فيها نسبة 28,29%، ثم تأتي سنة 2020 بنسبة 15,89%.

✓ الخصوم غير الجارية:

نلاحظ أن الديون طويلة الأجل في انخفاض مستمر بداية من سنة 2016 إلى غاية سنة 2018، إذ بلغت نسبتها سنة 2016 في حدود 10,44% لتتخفف بعد ذلك خلال سنتي 2017، 2018 إلى 8,13%، 4,56% على التوالي، بعد ذلك ارتفعت هذه النسبة إلى 4,86% سنة 2019 لتعود إلى الانخفاض ولو بقيمة صغيرة حيث قدرت نسبتها سنة 2020 في حدود 4,57%، لترتفع مجددا خلال السنة الأخيرة لتبلغ 5,36% من إجمالي خصوم المؤسسة.

ومن حيث نسبة التطور فقد شهدت سنة 2016 نسبة تطو كبير في الخصوم غير الجارية، حيث بلغت 32,01% وهي تعد السنة الأكثر تطورا خلال جميع السنوات، وعلى عكس ذلك فقد تعد سنة 2018 الأكثر تراجعاً في الديون طويلة الأجل وذلك بمعدل 42,29% عما كانت عليه سابقاً.

✓ الخصوم الجارية:

تعد الديون قصيرة الأجل الحصة الأكبر في مصادر التمويل الخاصة بهذه المؤسسة، حيث بلغت سنة 2015 نسبة 51,54% وانخفضت إلى 49,41% سنة 2016، بعد ذلك ارتفعت خلال سنتي 2017، 2018، لتصل نسبتها إلى 52,35%، 54,88% على التوالي، أما في سنة 2019 فقد انخفضت إلى نسبة 50,79% لتعود إلى الارتفاع مجددا سنة 2020 إلى 51,55% وتتنخفض بمعدل ضئيل سنة 2021 إلى 50,87% من إجمالي الخصوم.

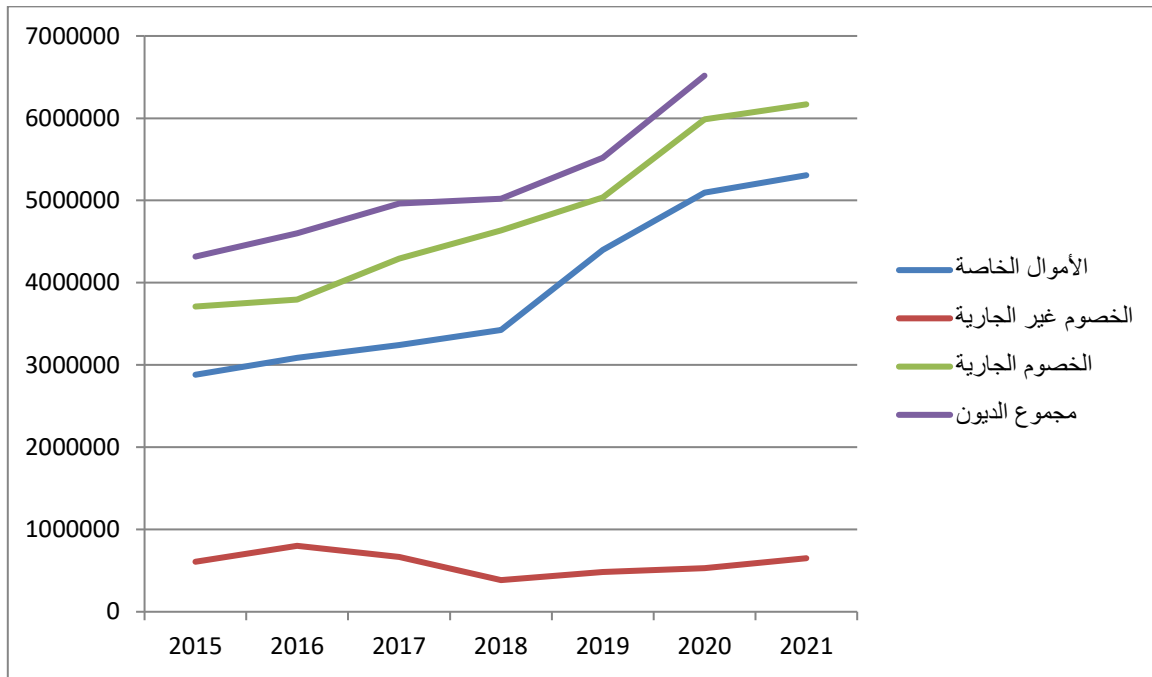
وشهدت الخصوم الجارية نسب تطور موجبة خلال جميع السنوات، وتعد سنة 2020 الأكثر تطورا بنسبة 18,88% لتأتي بعدها سنة 2017 بنسبة 13,10%.

✓ مجموع الديون:

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن نسبة الاستدانة للمؤسسة محصورة بين 55% و60% خلال جميع السنوات محل الدراسة، بمعنى أنها تعتمد على ديونها المالية على حساب أموالها الخاصة في تمويل استثماراتها، وهي بالتالي تقتقد للاستقلالية المالية الأمر الذي سيؤثر بصورة سلبية على معاملاتها المالية.

ويمكن تلخيص المعطيات السابقة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 11: تطور مكونات الميزج التمويلي لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 21.

ثانيا: تقدير تكلفة الأموال: كما رأينا في السابق أن المؤسسة تعتمد في تمويلها على أموال الملكية وأموال الاستدانة ولكل منهما تكلفة، ولدراسة هذه الأخيرة يجب تقدير تكلفة أموال الملكية وتكلفة أموال الاستدانة، وذلك من أجل الوصول إلى التكلفة الكلية للأموال.

1- تكلفة أموال الملكية: يمكن تقدير تكلفة أموال الملكية من خلال قسمة الأرباح الموزعة على الشركاء خلال السنة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم 22: تكلفة أموال الملكية لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
384828	579909	416120	388927	379739	326719	319833	الأرباح الموزعة على الشركاء
2786165	2228932	2426286	2478526	2437895	2699098	3134436	القيمة السوقية للأسهم ¹
13,81%	26,01%	17,15%	15,69%	15,58%	12,10%	10,20%	تكلفة أموال الملكية

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

¹ القيمة السوقية للأسهم يتم الحصول عليها من خلال الموقع الإلكتروني الخاص ببورصة الجزائر SGBV على الموقع التالي: <https://www.sgbv.dz>

من خلال الجدول السابق نجد أن تكلفة أموال الملكية لسنة 2015 قدرت نسبتها 10,20% وهو المعدل الذي يطلبه المساهمون نتيجة توظيف أسهمهم في هذه المؤسسة، ليستمر هذا المعدل في الارتفاع خلال السنوات القادمة ويصل إلى 26,01% سنة 2019، وسبب هذا الارتفاع يعود إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهم المؤسسة في البورصة من جهة، وارتفاع الأرباح الموزعة على شركائها من جهة أخرى. أما خلال السنة الأخيرة من الدراسة فقد سجلت تكلفة أموال الملكية نسبة 13,81% وهذا الانخفاض مرده يعود إلى التخفيض في قيمة الأرباح الموزعة على الشركاء خلال هذه السنة.

2- **تكلفة أموال الاستدانة:** تتمثل تكلفة أموال الاستدانة في معدل الفائدة التي تدفعه المؤسسة للمستثمر، ويتم حساب هذا المعدل بعد الضريبة نظرا لاستبعاد الوفورات الضريبية.

جدول رقم 23: تكلفة أموال الاستدانة لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,03	0,0375	0,0375	0,0375	0,035	0,04	0,04	معدل الفائدة على القروض Kd
0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,77	(1-t)
02,22%	02,775%	02,775%	02,775%	02,59%	02,96%	03,08%	تكلفة أموال الاستدانة

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على المعطيات المتوفرة في الموقع الإلكتروني: <https://ar.tradingeconomics.com>.

3- **التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة " أليانس للتأمينات "** تتمثل التكلفة الوسطية المرجحة (WACC) في تكلفة كل عنصر من عناصر المزيج التمويلي للمؤسسة.

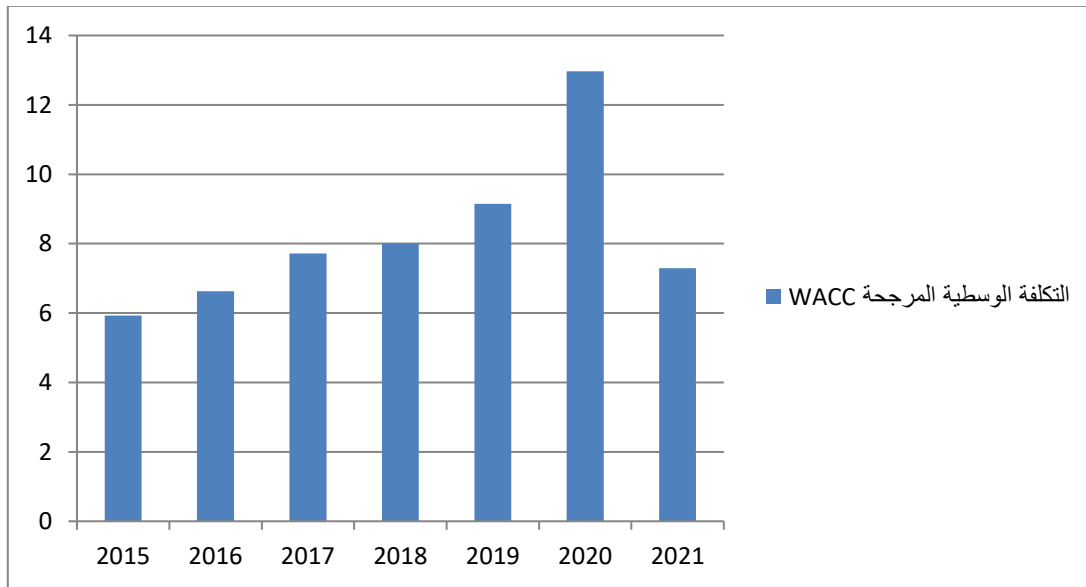
الجدول رقم 24: التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,1381	0,2601	0,1715	0,1569	0,1558	0,1210	0,1020	تكلفة أموال الملكية
43,77%	43,88%	44,35%	40,46%	39,51%	40,15%	40,02%	الوزن النسبي
0,0222	0,02775	0,02775	0,02775	0,0259	0,0296	0,0308	تكلفة أموال الاستدانة
56,23%	56,12%	55,65%	59,44%	60,49%	59,85%	59,98%	الوزن النسبي
7,29%	12,97%	9,15%	8%	7,72%	6,63%	5,93%	التكلفة الوسطية المرجحة WACC

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه نجد أن التكلفة الوسطية المرجحة لأموال المؤسسة في تزايد مستمر إلى غاية سنة 2020 التي سجلت بدورها أعلى نسبة والمقدرة بـ 12,97%، وهذا بسبب ارتفاع تكلفة أموال الملكية والذي يفوق تكلفة أموال الاستدانة، بمعنى أن المساهمين في هذه المؤسسة يطلبون عائدا أكبر بكثير من الفوائد المدفوعة على القروض. أما سنة 2021 فقد انخفضت تكلفة أموال مؤسسة " أليانس للتأمينات" وسجلت نسبة 7,29%، وهذا الانخفاض مرده يعود إلى انخفاض تكلفة أموال الملكية التي تراجعت بنسبة كبيرة إذ بلغت 13,81% والتي كانت خلال سنة 2020 في حدود 26,01%.

الشكل رقم 12: تطور التكلفة الوسطية المرجحة WACC لمؤسسة " أليانس " خلال السنوات 2015 - 2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 24.

ثالثا: العوامل المؤثرة في اختيار المزيج التمويلي: هناك عدة عوامل أو محددات تتحكم في بناء المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس"، والهدف من دراسة هذه المحددات هو قياس مدى مرونة المؤسسة وقدرتها على الاستفادة من مختلف المصادر التمويلية المتاحة، وعلى ذلك سيتم التطرق إلى أهم هذه المحددات وذلك في حدود المعلومات المتوفرة لدينا.

1- حجم المؤسسة: هناك عدة مؤشرات يمكن استخدامها لتحديد حجم المؤسسة، ومن خلال مؤسسة " أليانس" يمكن استخدام المؤشرات التالية:

الجدول رقم 25: المؤشرات المرتبطة بحجم مؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							المؤشرات
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
3529142	3529142	2205714	2205714	2205714	2205714	2205714	رأس المال الاجتماعي
0%	60%	0%	0%	0%	0%	-	معدل النمو %
12125549	11613486	9915360	8450418	8203295	7684598	7200086	مجموع الأصول
4,41%	17,13%	17,34%	3,01%	6,75%	6,73%	-	معدل النمو %
502604	481035	482090	462356	432141	421932	363021	النتيجة الصافية
4,48%	(0,22%)	4,27%	6,99%	2,42%	16,23%	-	معدل النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

تشير أغلب المؤشرات المرتبطة بحجم المؤسسة على الارتفاع الكبير والمتزايد في حجم المؤسسة، وهذا نظرا للارتفاع الكبير في رأسمالها مالها الاجتماعي ومجموع أصولها إضافة إلى النتيجة الإيجابية المحققة وتزايدها من سنة إلى أخرى، الأمر الذي يؤدي إلى تحسين سمعة المؤسسة وبالتالي تلقى تزايدا وإقبالا كبيرا من قبل المستثمرين من أجل توظيف أموالهم، واطمئنانهم على أموالهم المستثمرة، وهذا ما يزيد في حقوق الملكية الخاصة بها. وبالتالي يمكن القول بأن مؤسسة " أليانس " حسب هذا المؤشر فإنها تتمتع بدرجة معتبرة من المرونة في اختيار مزيجها التمويلي.

2- هيكل الأصول: يقيس هذا المؤشر نسبة الأصول المادية والمخزونات إلى إجمالي أصول المؤسسة، وهذا نظرا لاشتراط البنوك الجزائرية للأصول المادية والمخزونات كضمانات على القروض، وبالتالي فإن انخفاض هذه النسبة للمؤسسة قد تحرمها من الاستفادة من الديون. وفي هذه المؤسسة سيتم حساب الأصول المادية فقط وذلك بسبب انعدام حساب المخزونات لديها.

الجدول رقم 26: هيكل الأصول لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
3626306	3538400	2731863	1914261	1629753	1480182	1274306	الأصول المادية
12125549	11613486	9915360	8450418	8203295	7684598	7200086	مجموع الأصول
29,91%	30,47%	27,55%	22,65%	19,87%	19,26%	17,70%	نسبة الأصول المادية

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

يشير الجدول إلى انخفاض نسبة الأصول المادية لمؤسسة " أليانس " حيث يقدر معدل هذا المؤشر خلال الفترة المدروسة نسبة 23,92% وهذا دليل على ضعف الطاقة الإنتاجية للمؤسسة خاصة خلال الأربع سنوات الأولى من الدراسة، وبالتالي فإن هيكل أصول المؤسسة يساهم بشكل كبير في ضعف الطاقة الإقراضية للمؤسسة وهذا بسبب ما تقدمه من ضمانات للجهات المقرضة.

3- الاستقلالية المالية: يقيس هذا المؤشر مدى اعتماد المؤسسة في تمويلها على أموال الملكية، أي أنها تقيس حصة الأموال الخاصة من إجمالي أموال المؤسسة.

الجدول رقم 27: نسبة الاستقلالية المالية لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,7783	0,7819	0,7969	0,6824	0,6533	0,6709	0,6673	نسبة الأموال الخاصة إلى مجموع الديون
0,4377	0,4388	0,4435	0,4056	0,3951	0,4015	0,4002	نسبة الأموال الخاصة إلى مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة الأموال الخاصة لمؤسسة " أليانس " ضعيفة مقارنة بمجموع ديونها، حيث بلغ متوسط معدلها 71% خلال فترة الدراسة، كما أن نسبة الأموال الخاصة من مجموع الأصول لا تتعدى نسبة 50%، وهذا يدل على المؤسسة لا تعتمد على الأموال الخاصة في تمويل أصولها، وبالتالي يمكن القول أن مؤسسة " أليانس " غير مستقلة ماليا وهذا سوف يؤثر بصورة سلبية على معاملاتها المالية.

4- المخاطرة: يمكن تقسيم المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة إلى نوعين: مخاطر الأعمال، ومخاطر الإفلاس.

4-1- مخاطر الأعمال (المخاطر التشغيلية): تقيس المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة من خلال النشاط الاستغلالي، ويتم حسابها اعتمادا على الانحراف المعياري لنتيجتها الاستغلالية خلال الفترة المدروسة.

الجدول رقم 28: مخاطر النشاط لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
414727	382783	341254	322953	302292	372177	355057	نتيجة الاستغلال ri
37910	37910	37910	37910	37910	37910	37910	الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال SD
9,14%	9,90%	11,11%	11,74%	12,54%	10,19%	10,68%	نسبة مخاطر الأعمال $\frac{SD}{ri}$

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول نلاحظ أن درجة المخاطر التشغيلية التي يمكن لمؤسسة " أليانس " التعرض لها تبلغ 37910 ألف دج، وبمقارنتها مع نتيجة الاستغلال فإن هذه النسب تتراوح بين 9,14% و 12,54% والتي تعد نسبا ضئيلة وهذا راجع للقيم الموجبة والمعتبرة للنتيجة العملياتية التي تتمتع بها المؤسسة خلال الفترة المدروسة، وبالتالي يمكن القول أن المؤسسة في مأمن من خطر النشاط، كما يجب عليها أيضا العمل على التخفيض من هذه النسبة.

4-2- مخاطر الإفلاس: بما أن مؤسسة " أليانس " تابعة للمؤسسات الخدمية فهي خاضعة لنموذج Z score (الجيل الثالث) الذي يخص المؤسسات غير الصناعية.

$$Z = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4$$

الجدول رقم 29: قياس خطر الإفلاس لمؤسسة " أليانس " وفق نموذج Zeta.

السنوات							المعامل	النسب
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015		
(0,3943)	(0,5034)	(0,2857)	(0,2493)	0,4682	0,3423	0,6304	6,56	رأس المال العامل إلى مجموع الأصول X_1
0,0259	(0,0275)	0,0152	0,0167	0,0168	0,0154	0,0161	3,26	الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول X_2
0,2298	0,2215	0,2313	0,2568	0,2476	0,3255	0,3314	6,72	الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الأصول X_3
0,8172	0,8210	0,8367	0,7165	0,6860	0,7044	0,7007	1,05	القيمة الدفترية لحقوق المساهمين إلى مجموع الديون X_4
0,6786	0,5116	0,7975	0,7407	1,4186	1,3876	1,6786		Z Score

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

أظهرت نتائج Z Score لمؤسسة " أليانس " خلال السنوات 2015، 2016، 2017 قيم محصورة بين 1,1 و 2,6، وهذا يدل على أن الخطر غير محدد بالنسبة للمؤسسة، وبالتالي يجب عليها الحذر خاصة وأن النسب المسجلة خلال هذه السنوات قريبة من منطقة الخطر ($Z < 1,1$).

أما خلال باقي سنوات الدراسة فقد سجلت مؤسسة " أليانس " قيم Z أصغر من 1,1، وهذا يدل على أن المؤسسة فاشلة وغير مستقلة ماليا مما يوحي بأن احتمال إفلاس المؤسسة مرتفع، والسبب يكمن في الانخفاض الكبير الذي سجله رأس المال العامل لديها خلال هذه الفترة (تسجيل قيم سالبة في FR)، مما ساهم بشكل كبير في انخفاض قيمة Z.

الفرع الثاني: قياس الكفاءة المالية لمؤسسة " أليانس " .

اعتمدنا خلال هذه الدراسة على عدة مؤشرات لقياس كفاءة المؤسسة في استخدام مواردها المالية، هذه المؤشرات تتمثل في:

أولا: مؤشر التوازن المالي: من خلال الميزانية المالية الخاصة بمؤسسة " أليانس " خلال الفترة محل الدراسة، يمكننا حساب مؤشرات التوازن المالي والمتمثلة في رأس المال العامل FR والاحتياجات في رأس المال العامل BFR إضافة إلى الخزينة الصافية TN.

1- رأس المال العامل FR: يمكن تقسيم هذا العنصر إلى قسمين:

1-1- رأس المال العامل الدائم: يتم الحصول على رأس المال العامل الدائم لمؤسسة " أليانس للتأمينات " من خلال الفرق بين الموارد الدائمة (الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل) والاستخدامات الثابتة، وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم 30: رأس المال العامل الدائم لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
5956649	5626608	4879378	3812646	3908722	3887372	3489163	الموارد الدائمة (1)
(6685406)	(6517841)	(5311145)	(4133879)	(3323202)	(3486421)	(2797282)	الاستخدامات الثابتة (2)
(728757)	(891233)	(431767)	(321233)	585520	400951	691881	رأس المال العامل الدائم (2-1)
(18,23%)	106,42%	34,41%	(154,86%)	46,03%	(42,05%)	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن رأس المال العامل الدائم للمؤسسة سجل قيم موجبة خلال الثلاث سنوات الأولى من الدراسة، فبالرغم من انخفاضه سنة 2016 بنسبة 42,05% إلا أنه بقي موجبا، وهذا يعني أن الموارد الدائمة للمؤسسة خلال هذه الفترة قادرة على تغطية الاستثمارات طويلة الأجل.

أما خلال الأربع سنوات الأخيرة، فقد سجلت مؤسسة " أليانس " قيم سالبة لرأس المال العامل الدائم، وهذا بسبب انخفاض الموارد الدائمة وعدم قدرتها على تغطية الاستخدامات الثابتة، وهذا يدل على هناك جزء من الاستثمارات ممول عن طريق الديون قصيرة الأجل، وهذا ليس توظيفا عقلانيا لأموال المؤسسة.

1-2- رأس المال العامل الخاص: وهو عبارة عن الفرق بين الأموال الخاصة للمؤسسة والأصول غير الجارية. والشكل التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم 31: رأس المال العامل الخاص لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
5306881	5096136	4397292	3427570	3241418	3085480	2881706	الأموال الخاصة (1)
(6685406)	(6517841)	(5311145)	(4133879)	(3323202)	(3486421)	(2797282)	الاستخدامات الثابتة (2)
(1378525)	(1421705)	(913853)	(706309)	(81784)	(400941)	84424	رأس المال العامل الخاص (2-1)

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال حساب رأس المال العامل الخاص، فقد سجلت المؤسسة سنة 2015 قيمة موجبة، وهذا يعني أن المؤسسة قادرة على تمويل الاستخدامات الثابتة من خلال أموال الملكية فقط مع الإبقاء على مبلغ 84424 ألف دج لتغطية الأصول المتداولة. أما خلال السنوات المتبقية من الدراسة فقد سجل هذا المؤشر قيم سالبة، بمعنى أن المؤسسة لم تعد قادرة على تمويل أصولها غير الجارية بواسطة أموالها الخاصة، وهذا ليس راجعا لانخفاض في قيمة الأموال الخاصة وإنما مرده يعود إلى ارتفاع الاستخدامات الثابتة وهذا بسبب التوسع الاستثماري الذي تنوي المؤسسة القيام به خلال هذه الفترة.

2- الاحتياج في رأس المال العامل BFR : ويمكن حسابه من خلال العلاقة التالية:

الاحتياج في رأس المال العامل = الاحتياجات الدورية (قيم الاستغلال + القيم القابلة للتحقيق) - الموارد الدورية (الخصوم الجارية - التسبيقات البنكية).

الجدول رقم 32: احتياجات رأس المال العامل لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
4297750	3996213	3457281	3149483	3382470	3278277	2780153	الاحتياجات الدورية (1)
(6168899)	(5986875)	(5035982)	(4637771)	(4294573)	(3797227)	(3710923)	الموارد الدورية (2)
(1871149)	(1990662)	(1578701)	(1488288)	(912103)	(518950)	(930770)	الاحتياج في ر م ع (2-1)
(6%)	26,09%	6,07%	63,17%	76,65%	(44,25%)	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن الاحتياج في رأس المال العامل لمؤسسة " أليانس " كان سالبا خلال جميع السنوات محل الدراسة وبقيم متفاوتة، وهذا يدل على أن المؤسس استطاعت أن تغطي احتياجاتها الدورية بواسطة مواردها المالية قصيرة الأجل.

يعود السبب وراء القيمة السالبة للاحتياج في رأس المال العامل إلى الارتفاع الكبير في قيمة الخصوم الجارية للمؤسسة، حيث تعد في المرتبة الأولى من مصادر تمويل المؤسسة، إضافة إلى انعدام خزينة الخصوم التي تقلص من حجم الموارد الدورية، وبالتالي تمكنت المؤسسة من تغطية جميع احتياجاتها الدورية وأبقت على فائض يساعدها على تمويل الخزينة.

3- الخزينة الصافية TN: والتي تمثل النقدية الجاهزة الموضوعة تحت تصرف المؤسسة، ويمكن الحصول عليها من خلال الفرق بين القيم الجاهزة والتسبيقات البنكية، أو من خلال الفرق بين رأس المال العامل والاحتياج في رأس المال العامل.

الجدول رقم 33: الخزينة الصافية لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2019.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
(728757)	(891233)	(431767)	(321233)	585520	400951	691881	رأس المال العامل (1)
(1871149)	(1990662)	(1578701)	(1488288)	(912103)	(518950)	(930770)	الاحتياج في ر م ع (2)
1142392	1099429	1146934	1167055	1497623	919901	1622651	الخزينة الصافية (1-2)
1142392	1099432	1146934	1167055	1497623	919901	1622651	القيم الجاهزة (1)
0	3	0	0	0	0	0	التسبيقات البنكية (2)
1142392	1099429	1146934	1167055	1497623	919901	1622651	الخزينة الصافية (1-2)
3,91%	(4,14%)	(1,72%)	(22,07%)	62,80%	(43,31%)	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن مؤسسة " أليانس " استطاعت أن تحقق خزينة موجبة خلال جميع السنوات، ويمكن التطرق إلى ذلك بالتفصيل من خلال ما يلي:

2016

FR 400951	TN + 919901
BFR (518950)	

انخفضت قيمة الخزينة الصافية خلال هذه السنة بنسبة **43,31%**، هذا الانخفاض مرده يعود إلى انخفاض رأس المال العامل **FR** وارتفاع في قيمة الاحتياج في رأس المال العامل **BFR**، لكن رغم هذا الانخفاض إلا أن الخزينة الصافية للمؤسسة مازالت موجبة.

2015

FR 691881	TN + 1622651
BFR (930770)	

حققت المؤسسة خلال هذه السنة خزينة صافية موجبة بقيمة **1622651** ألف دج، وهذا بفضل رأس المال العامل الموجب من جهة، والاحتياج في رأس المال العامل السالب من جهة أخرى، بمعنى أن **FR** و **BFR** يولدان فائضا في خزينة المؤسسة.

2018

FR (321233)	TN + 1167055
BFR (1488288)	

شهدت هذه السنة تراجعاً كبيراً في قيمة رأس المال العامل وأصبح بقيمة سالبة، ولكن رغم هذا الانخفاض إلا أن الخزينة الصافية للمؤسسة مازالت موجبة رغم انخفاضها بنسبة **22,07%**، ويرجع الفضل في هذا إلى القيمة الكبيرة للاحتياج في رأس المال العامل **BFR**، حيث ساهم في تمويل كل الأصول الثابتة للمؤسسة وسمح بتكوين خزينة موجبة.

2017

FR 585520	TN + 1497623
BFR (912103)	

ارتفعت قيمة الخزينة الصافية للمؤسسة بنسبة **62,80%** عما كانت عليه سابقاً، والسبب وراء ذلك يعود للارتفاع الذي شهده رأس المال العامل مقارنة بسنة **2016**، كما أن التراجع في قيمة الاحتياج في رأس المال العامل كان له دور كبير في ارتفاع قيمة الخزينة الصافية.

2020

FR (891233)	TN + 1099429
BFR (1990662)	

2019

FR (431767)	TN + 1146934
BFR (1578701)	

استمر انخفاض الخزينة الصافية للمؤسسة وهذه المرة بنسبة **4,14%**، والسبب في ذلك يعود إلى التراجع الكبير في قيمة **FR**، إلا أن التراجع قابله انخفاض في قيمة **BFR** وبالتالي استطاعت المؤسسة تجاوز هذا الوضع.

انخفضت قيمة الخزينة الصافية بشكل طفيف (**1,72%**) وهذا بسبب التراجع في قيمة **FR**، إلا أن القيمة الكبيرة والسالبة لـ **BFR** ساهمت في تغطية هذا العجز وتكوين خزينة موجبة للمؤسسة.

2021

FR (728757)	TN + 1142392
BFR (1871149)	

ارتفعت قيمة الخزينة الصافية للمؤسسة نتيجة ارتفاع قيمة رأس المال العامل، ونفس الشيء بالنسبة للسنوات السابقة يبقى الاحتياج في رأس المال العامل هو السبب الرئيسي في تعزيز ودعم الخزينة الصافية للمؤسسة.

ثانيا: مؤشر السيولة: يمكن تلخيص محتوى نسب السيولة لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة

(2015-2021) على النحو التالي:

الجدول رقم 34: نسب السيولة لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							النسب
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,8819	0,8511	0,9142	0,9307	1,1363	1,1056	1,1864	نسبة السيولة العامة
3,62%	(6,90%)	(1,77%)	(18,09%)	2,78%	(6,81%)	-	نسبة النمو %
0,8819	0,8511	0,9142	0,9307	1,1363	1,1056	1,1864	نسبة السيولة المختصرة
3,62%	(6,90%)	(1,77%)	(18,09%)	2,78%	(6,81%)	-	نسبة النمو %
0,1852	0,1839	0,2277	0,2516	0,3487	0,2423	0,4373	نسبة السيولة الجاهزة
0,67%	(19,24%)	(9,5%)	(27,85%)	43,91%	(44,59%)	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة.

✓ نسبة السيولة العامة:

من خلال الجدول نجد أن نسبة السيولة العامة لمؤسسة " أليانس " في تراجع مستمر خاصة خلال الأربع سنوات الأخيرة من الدراسة، فبداية من سنة 2015 وحتى سنة 2017 كانت نسبة السيولة العامة تفوق الواحد، فبالرغم من انخفاضها سنة 2016 بنسبة 6,81%، إلا أنها تعد نسبة جيدة للمؤسسة وهذا دليل على قدرتها على تغطية مواردها قصيرة الأجل من خلال أصولها الجارية، والمؤسسة تتمتع بسيولة معتبرة في الأجل القصير.

أما خلال السنوات (2018-2021) فقد انخفضت نسبة السيولة العامة للمؤسسة وأصبحت تقل عن الواحد، والسبب راجع إلى الارتفاع الكبير في الخصوم الجارية، وبالتالي لم تعد الأصول الجارية كافية لتغطية الديون قصيرة الأجل، مما تضطر إلى تحويل جزء من أصولها الثابتة لتغطية هذا العجز (رأس المال العامل سالب).

✓ نسبة السيولة المختصرة:

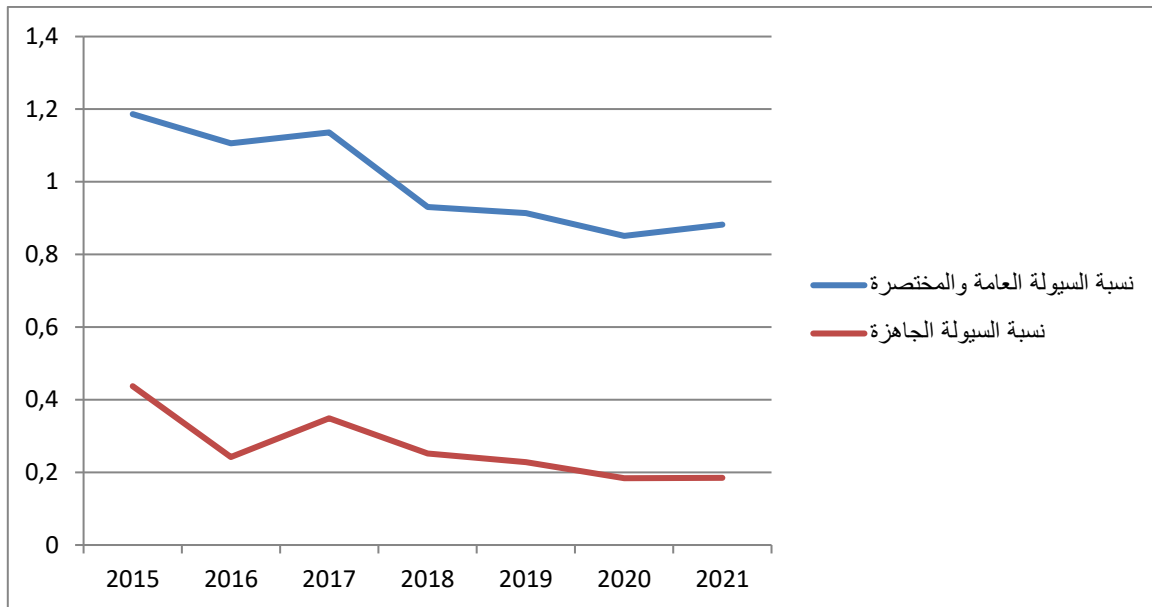
نسبة السيولة المختصرة هي نفسها نسبة السيولة العامة وهذا بسبب انعدام المخزونات لدى المؤسسة، وبالتالي تعد نسب جيدة رغم الانخفاض الكبير الذي شهدته خلال سنة 2018 بنسبة 18,09%، إلا أننا يمكن الحكم على أن المؤسسة قادرة على تغطية خصومها الجارية دون اعتبار لمخزونها وذلك من خلال ذممها المدينة.

✓ نسبة السيولة الجاهزة:

يتضح أن نسبة السيولة السريعة للمؤسسة هي الأخرى تراجعت خاصة في الآونة الأخيرة من الدراسة، فخلال السنوات 2015، 2016، 2017، 2018 كانت نسبتها معتبرة وكافية لتغطية خصومها الجارية، أما في باقي السنوات فقد شهدت نسبة السيولة السريعة تراجعا كبيرا وأصبحت أقل من النسبة النموذجية (-0,25) 0,35، وبالتالي يجب على المؤسسة تدارك الوضع لأنه قد يعرضها إلى مخاطر عدم سداد الاحتياجات المستعجلة، خاصة عند عدم قدرتها على تسهيل أصولها الجارية.

والشكل التالي يبين لنا نسب السيولة للفترة:

الشكل رقم 13: نسب السيولة للفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 34.

ثالثا: مؤشر الربحية.

يقيس هذا المؤشر كفاءة المؤسسة في تحقيق الأرباح وتدنية المخاطر والتكاليف، وسوف نستخدم مجموعة من النسب هي: العائد على حقوق الملكية ROE، العائد على الأصول ROA، هامش الربح PM ونسبة التغطية الشاملة.

الجدول رقم 35: نسب الربحية لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							النسب
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,0947	0,0944	0,1096	0,1349	0,1333	0,1367	0,1260	العائد على حقوق الملكية ROE
0,32%	(13,87%)	(18,75%)	1,20%	(2,49%)	8,49%	-	نسبة النمو %
0,0414	0,0414	0,0486	0,0547	0,0527	0,0549	0,0504	العائد على الأصول ROA
0%	(14,81%)	(11,15%)	3,80%	(4,01%)	8,93%	-	نسبة النمو %
0,1109	0,1037	0,0971	0,0982	0,0972	0,0784	0,0738	هامش الربح PM
6,94%	6,80%	(1,12%)	1,03%	23,98%	6,23%	-	نسبة النمو %
24,8596	43,01	38,0426	110,4751	73,0575	237,6735	25,3418	نسبة التغطية الشاملة
(42,20%)	13,06%	(65,56%)	51,22%	(69,26%)	837,87%	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة.

✓ العائد على حقوق الملكية ROE:

تراوحت نسبة العائد على حقوق الملكية لمؤسسة " أليانس " خلال فترة الدراسة نسبة (-9,44% -13,67%)، حيث بلغت سنة 2015 نسبة 0,1260 بمعنى أن استثمار 1 دج من الأموال الخاصة للمؤسسة يحقق ربحا صافيا بقيمة 0,1260 دج، ثم ارتفعت هذه النسبة إلى 0,1367 سنة 2016 وذلك بنسبة نمو 8,49%، ومن ثم انخفضت في السنة المقبلة إلى 0,1333، لتعود إلى الارتفاع سنة 2018 بنسبة قليلة بلغت 1,20%، أما خلال سنتي 2019 و 2020 فقد شهدت المؤسسة انخفاضا في ROE حيث بلغ 0,1096 و 0,0944 على التوالي، أما خلال السنة الأخيرة فقد ارتفعت نسبة العائد على حقوق الملكية بنسبة طفيفة بلغت 0,32% عما كانت عليه في السابق.

✓ العائد على الأصول ROA:

سجلت مؤسسة " أليانس " نتائج إيجابية طيلة فترة الدراسة، حيث بلغ معدل العائد على الأصول سنة 2015 نسبة 0,0504، أي أن المؤسسة تحقق دخلا بقيمة 0,0504 دج عند استثمارها لـ 1 دج من إجمالي أصولها، وكانت سنة 2016 الأفضل للمؤسسة من خلال العائد على الأصول، حيث حققت أكبر عائد والذي بلغت نسبته 0,0549، في حين تعد السنتين الأخيرتين الأسوء بالنسبة للمؤسسة من خلال هذا المؤشر بنسبة بلغت 0,0414.

✓ هامش الربح PM:

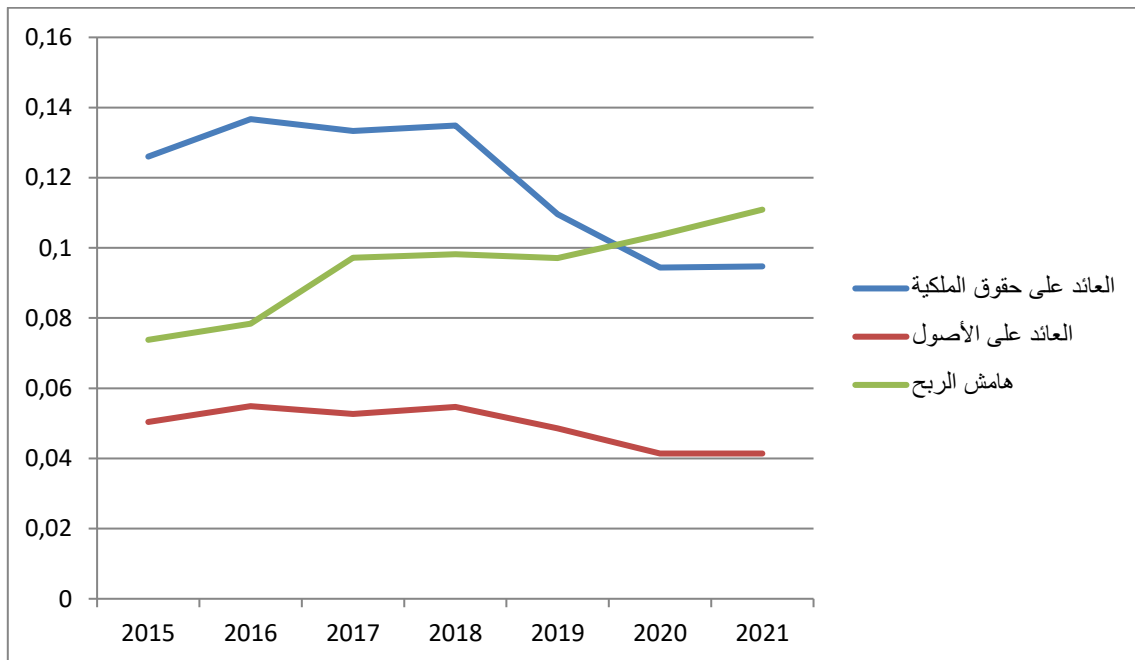
بلغ معدل هامش الربح لمؤسسة " أليانس " 0,0738 سنة 2015، واستمر هذا المعدل في الارتفاع حتى سنة 2018 أين بلغت نسبته 0,0982 وهذا بسبب ارتفاع النتيجة الصافية للمؤسسة، أما خلال سنة 2019 فقد انخفضت نسبة هامش الربح انخفاضا طفيفا بلغت نسبته 1,12%، فرغم ارتفاع النتيجة الصافية إلا أن هامش الربح انخفض، وهذا راجع إلى الارتفاع الكبير في إيرادات المؤسسة خلال هذه الفترة، على عكس سنة 2020 عندما انخفضت قيمة النتيجة الصافية ارتفع معدل هامش الربح إلى 0,1037 بسبب انخفاض قيمة الإيرادات، ليستمر هذا الارتفاع حتى سنة 2021 ويبلغ نسبة 0,1109.

✓ نسبة التغطية الشاملة:

أما نسبة التغطية الشاملة فقد عرفت المؤسسة معدلات موجبة وغير منظمة وهذا راجع إلى عدم الانتظام في دفع فوائد القروض السنوية، ولعل أكبر معدل سجلته مؤسسة " أليانس " كان سنة 2016 بنسبة 237,6735، متجاوزا ما حققته المؤسسة خلال سنة 2015 بنسبة 837,87%، والسبب في ذلك يكمن في الانخفاض الكبير في الفوائد السنوية المدفوعة، مما أدى إلى الارتفاع الكبير في نسبة التغطية الشاملة، أما خلال باقي السنوات فقد عرف هذا المعدل تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض حتى نهاية الفترة المدروسة.

ويمكن تلخيص هذه المعطيات من خلال الجدول التالي:

الشكل رقم 14: نسب الربحية لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 35.

رابعا: مؤشر المردودية وأثر الرافعة المالية: تعتبر المردودية وأثر الرافعة المالية من أهم المحددات التي تعتمد عليها المؤسسة في اختيار مصادرها التمويلية، وبالتالي فهي تقيس الأثر الإيجابي أو السلبي الذي يحدثه لجوء المؤسسة للاستدانة، والجدول التالي يوضح المردودية الاقتصادية والمردودية المالية إضافة إلى أثر الرافعة المالية لمؤسسة " أليانس " خلال فترة الدراسة.

الجدول رقم 36: المردودية وأثر الرافعة المالي لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,0861	0,0846	0,0914	0,1221	0,1254	0,1254	0,1902	معدل المردودية الاقتصادية Re نتيجة الاستغلال $Re = \frac{\text{الأصول الاقتصادية}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$
1,2849	1,2789	1,2549	1,4645	1,5308	1,4906	1,4985	نسبة الديون إلى الأموال الخاصة $\frac{D}{CP}$
0,1170	0,1072	0,1177	0,1821	0,1952	0,1870	0,3198	معدل المردودية المالية Rf $Rf = \left\{ Re + (Re - i) \frac{D}{CP} \right\} (1 - t)$
0,0533	0,0446	0,0501	0,0917	0,1024	0,0942	0,1733	معدل الرافعة المالية Lev $Lev = Rf - Re$

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

تميزت المردودية الاقتصادية لمؤسسة " أليانس " بالتراجع في قيمتها خاصة خلال سنة 2016، ويعود السبب وراء هذا التراجع إلى التغير في قيمة نتيجة الاستغلال إضافة إلى ارتفاع الأصول الاقتصادية نتيجة السياسة التوسعية التي انتهجتها المؤسسة. أما المردودية المالية فقد فاقت نسبتها معدل المردودية الاقتصادية خلال جميع السنوات، وهذا استجابة لتفوق معدل المردودية الاقتصادية على تكلفة الديون، وارتفاع حجم الاستدانة للمؤسسة على أموالها الخاصة ساهم هو الآخر بتعزيز معدل المردودية المالية وبالتالي تحقيق أثر إيجابي للرافعة المالية للمؤسسة.

رغم التراجع الذي شهدته المؤسسة في مردوديتها إلا أنها شهدت تحقيق أثرا إيجابيا للرفع المالي لديها، والسبب في ذلك يعود إلى ارتفاع معدل المردودية المالية عن تكلفة الديون، إضافة إلى ارتفاع ذراع الرفع نتيجة لتفوق حصة الديون عن الأموال الخاصة، وبذلك يمكن القول أن مؤسسة " أليانس " استفادت من الأثر الإيجابي لمديونية المؤسسة على مردوديتها المالية، وأن لجوئها للاستدانة زاد من رافعتها المالية.

خامسا: مؤشر إدارة الأصول: لم يتم التطرق إلى هذا المؤشر بسبب عدم توفر حسابات كل من المخزونات، العملاء، والموردين في القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

سادسا: مؤشر القيمة المضافة: يمكن قياس القيمة المضافة لمؤسسة " أليانس " حسب هذا المؤشر من خلال:

- القيمة الاقتصادية المضافة EVA: تقاس القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة من خلال العلاقة التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة - تكلفة رأس المال × الأصول الاقتصادية.

الجدول رقم 37: القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
306898	283259	252528	238985	223696	275411	273394	نتيجة الاستغلال بعد الضريبة Rex (1-t)
0,0729	0,1297	0,0915	0,08	0,0772	0,0663	0,0593	تكلفة رأس المال WACC
4814258	4527179	3732443	2645590	2411099	2967472	1866512	الأصول الاقتصادية AE
350959	587175	341519	211647	186137	196743	110684	مكافأة الأموال (WACC × AE)
(44061)	(303916)	(88991)	27338	37559	78668	162710	القيمة الاقتصادية المضافة EVA

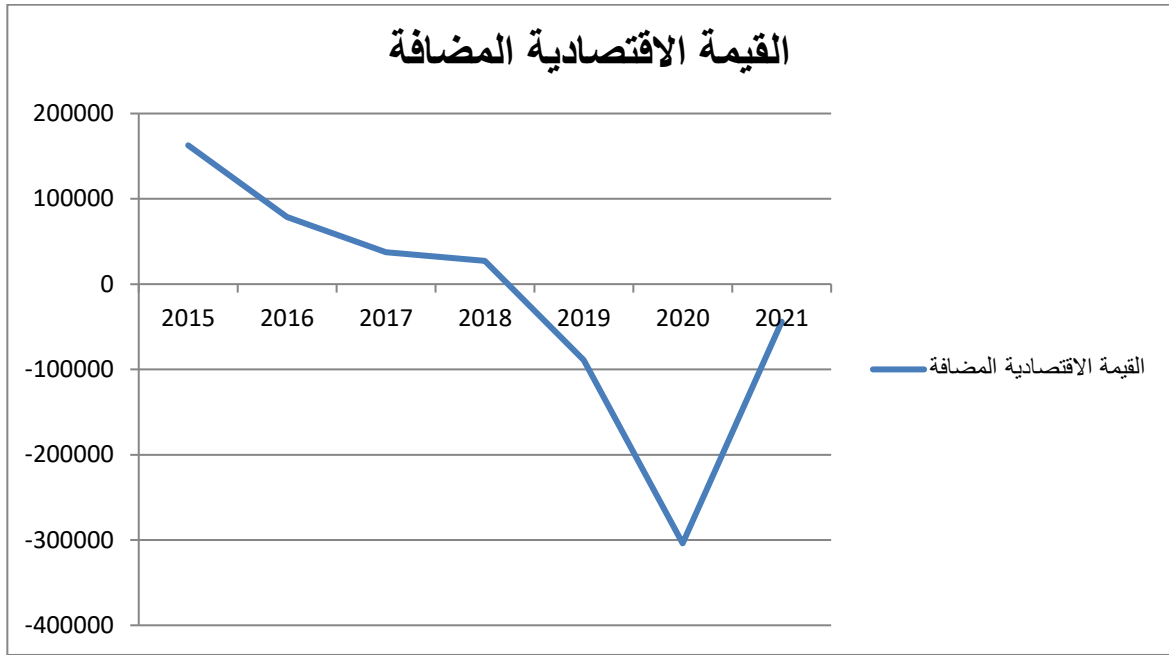
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة.

حققت المؤسسة قيمة اقتصادية مضافة لمساهميها سنة 2015 بمبلغ 162710 ألف دج، إلا أن هذه القيمة عرفت تراجعا مستمرا حتى سنة 2018 أين حققت المؤسسة فقط 27338 ألف دج، وهذا بسبب ارتفاع حجم مكافأة الأموال مما قلص في مبلغ القيمة الاقتصادية المضافة.

أما خلال السنوات 2019 وحتى سنة 2021 فقد عرف هذا المؤشر قيما سالبة نتيجة عدم قدرة النتيجة الاستغلالية للمؤسسة على تغطية تكلفة الاستثمار وبالتالي لم تستطع المؤسسة خلق الثروة لمساهميها خلال هذه الفترة.

وتتلخص معطيات الجدول السابق في الشكل التالي:

الشكل رقم 15: القيمة المضافة لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 37.

الفرع الثالث: نتائج تقييم المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس " ومقترحات تقويمه.

أولا: تقييم المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس " بواسطة مؤشرات الكفاءة المالية.

من خلال دراسة وتحليل عناصر المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس " خلال الفترة (2021-2015)

نلاحظ تنوع تركيبة المزيج التمويلي للمؤسسة (أموال الملكية وأموال الاستدانة)، كما أنها تعتمد بالدرجة الأولى

على الديون المالية في تمويل استثماراتها وخاصة القصيرة الأجل، (متوسط نسبة الاستدانة 58,25%

مقابل 41,75% أموال خاصة)، وبالرجوع إلى العوامل المتحكمة في تصميم تركيبة المزيج التمويلي نجد أن

المؤسسة تتمتع بمرونة جيدة في اختيار المصادر التمويلية وهذا ما أثبتته بعض العوامل مثل: حجم المؤسسة

ومخاطر النشاط التي سجلت نسب ضعيفة تمكنها من تجنب الوقوع فيه. في حين أثبتت بعض العوامل عكس

ذلك على غرار هيكل الأصول والاستقلالية المالية، إضافة إلى خطر الإفلاس الذي يوحى باحتمال كبير بإفلاس

المؤسسة، مما يتطلب منها العمل على تقليص الديون القصيرة و زيادة الأموال الخاصة بهدف الرفع في رأس

المال العامل لديها من أجل تجنب الوقوع في صعوبات مالية في المستقبل.

وبهدف التدقيق أكثر في عملية تقييم المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس " قمنا باستخلاص ما تم تطبيقه

لمؤشرات الكفاءة المالية، وكانت البداية بمؤشر التوازن المالي، حيث نجد أن المؤسسة خلال الثلاث سنوات

الأولى حققت قيمة موجبة لرأس المال العامل FR ويفوق الاحتياج في رأس المال العامل BFR إضافة إلى

تحقيق خزينة صافية موجبة ($TN > 0$)، وبالتالي يمكن القول أن المؤسسة متوازنة ماليا خلال هذه السنوات. أما خلال الأربع سنوات الأخيرة (2018-2021) فإن المؤسسة لا تحقق شروط التوازن المالي، فبالرغم من القيمة الموجبة للخزينة الصافية إلا أنها غير متوازنة ماليا.

ومن خلال مؤشر السيولة يمكن تقسيم مؤسسة " أليانس " إلى فترتين، فالفترة الأولى (2015-2017) تميزت بنسب جيدة مما يوحي إلى قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل في ميعاد استحقاقها بمعنى أن المؤسسة تتمتع بسيولة جيدة، أما الفترة الثانية (2018-2021) نلاحظ أن سيولة المؤسسة في تدهور نتيجة ارتفاع الخصوم الجارية، وبهذا أصبحت المؤسسة غير قادرة على تغطيتها مما يفقدها للتوازن المالي قصير الأجل خلال هذه الفترة.

ومن خلال مؤشر الربحية لمؤسسة " أليانس " فقد عرفت نسب موجبة وهذا بسبب النتيجة الصافية الموجبة التي حققتها المؤسسة خلال جميع السنوات، فبداية من معدل العائد على حقوق الملكية ROE فقد كانت النتائج إيجابية وفي صالح المؤسسة وهذا دليل على كفاءة المؤسسة في تحقيق الأرباح، ومن خلال معدلات العائد على الأصول ROA فقد أثبتت النتائج كفاءة المؤسسة في إدارة واستخدام أصولها، أما من خلال هامش الربح PM فتشير النسب المحققة إلى كفاءة المؤسسة في تسيير ومراقبة تكاليفها، وأخيرا ومن خلال نسب التغطية الشاملة فقد أبرزت النتائج كفاءة المؤسسة في إدارة المخاطر المالية.

سجلت المؤسسة قيما موجبة للرافعة المالية خلال جميع السنوات، وهذا بسبب ارتفاع معدل مردوديتها الاقتصادية وتمكنه من تغطية تكلفة الديون، وبالتالي فإن لجوء المؤسسة للديون عزز من مردودية أموالها الخاصة.

وفي الأخير، وحسب مؤشر القيمة المضافة فقد أوضحت النتائج قيمة اقتصادية مضافة EVA موجبة خلال الأربع سنوات الأولى من الدراسة، وهذا يدل كفاءة المؤسسة في إنشاء القيمة لمساهميها، أما خلال السنوات 2019، 2020، 2021 فقد شهدت المؤسسة قيمة اقتصادية مضافة سالبة، وهذا نتيجة زيادة تكلفة الاستثمار على الربح التشغيلي، وبالتالي فإن الأثر السلبي لهذا المقدار دليل على ضعف الأداء الاقتصادي للمؤسسة، والنتيجة التأثير السلبي في ثروة المساهمين.

ثانيا: تقويم المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس".

1- قياس مديونية مؤسسة " أليانس".

الجدول رقم 38: حصة الاستدانة في المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس" خلال الفترة 2015-2021.

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<u>الديون</u> الأموال الخاصة	1,4985	1,4906	1,5308	1,4654	1,2548	1,2789	1,2848
<u>الديون طويلة الأجل</u> الأموال الخاصة	0,2108	0,2599	0,2059	0,1123	0,1096	0,1041	0,1224
<u>الديون قصيرة الأجل</u> الأموال الخاصة	1,2878	1,2307	1,3249	1,3531	1,1452	1,1748	1,1624
<u>مجموع الديون</u> مجموع الخصوم	0,5998	0,5985	0,6048	0,5944	0,5565	0,5612	0,5623

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

بالرجوع إلى المعطيات المدرجة في الجدول السابق، نجد أن الحصة الأكبر من مصادر أموال المؤسسة تتمثل في الديون، ولهذا نجد أن حصتها من الأموال الخاصة كلها تجاوزت الواحد، إذ تراوحت نسبها بين 1,2548 سنة 2019 و 1,5308 سنة 2016، وهذا يدل على أن حصة الديون في المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس" تفوق حصة أموال الملكية بنسب بين 25% و 53%، وهذا ما أثبتته حصة الديون من مجموع الخصوم والتي تجاوزت قيمها المحققة 0,5 طيلة الفترة المدروسة، وهذا يدل على أن المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس" متقل بالديون نتيجة سيطرة القروض قصيرة وطويلة الأجل على الهيكل المالي.

ومن أجل البحث أكثر عن المصدر الحقيقي لارتفاع حجم الاستدانة، نجد أن الديون قصيرة الأجل هي الحصة ذات الطابع الأغلب، إذ تراوحت نسبها بين 1,1452 و 1,3531 من أموال الملكية، وهي تعد نسب مرتفعة جدا ولا تخدم مصلحة المؤسسة مادامت تفوق 0,65. في حين نجد أن الديون طويلة الأجل كانت منخفضة ولا ترتقي إلى المستوى المطلوب، إذ سجلت المؤسسة أعلى نسبة لها ب 0,2599 من أموال الملكية وذلك خلال سنة 2016.

2- إصلاح خلل المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس":

يتميز المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس" بارتفاع نسبة الاستدانة قصيرة الأجل، حيث أثبتت النتائج ارتفاع حجم الخصوم الجارية عن مستواها الذي يجب ألا تتعداه (أكبر من 0,65 من أموال الملكية). فرغم انخفاض حجم الديون طويلة الأجل عن المستوى المطلوب (محصورة بين 0,3 و 0,35)، إلا أن الارتفاع الكبير للديون قصيرة الأجل ساهم بشكل كبير في ارتفاع حجم استدانة المؤسسة وتفوقها على أموال الملكية.

إن ارتفاع حجم الخصوم الجارية لمؤسسة " أليانس" مقارنة بمصادر التمويل الأخرى أثر سلبا على مؤشري التوازن المالي والسيولة. فبداية من مؤشر التوازن المالي نجد أن جميع الاحتياجات الدورية للمؤسسة مغطاة بموارد مالية قصيرة الأجل وهذا مؤشر جيد للمؤسسة، إلا أن مصدر خزينة المؤسسة جاء بفضل الاحتياج في رأس المال العامل الذي ساهم في تغطية الأصول الثابتة للمؤسسة وتكوين خزينة موجبة، وهذا ليس في صالح المؤسسة لأنه يدل على وجود جزء من الاستثمارات ممول عن طريق الديون المالية قصيرة الأجل خاصة خلال الفترة (2018-2021)، وبالتالي عدم قدرتها على القيام باستثمارات إضافية في المستقبل.

نفس الشيء بالنسبة لمؤشر السيولة فقد أدى ارتفاع الخصوم الجارية إلى تراجع كبير في النسب المحققة خاصة خلال الفترة (2018-2021)، مما يفقد المؤسسة للتوازن المالي قصير الأجل الذي قد يؤدي بها إلى الإفلاس.

ومن جهة أخرى نجد أن تركيبة المزيج التمويلي للمؤسسة أفقدها للقيمة الاقتصادية المضافة خلال الفترة (2019-2021)، وهذا بسبب ارتفاع تكاليف الاستثمارات الناتجة عن الربح التشغيلي للمؤسسة، والسبب في ذلك يعود إلى ارتفاع حجم الأصول الثابتة للمؤسسة خلال هذه الفترة.

مما سبق فإن إصلاح خلل المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس" يقتصر على:

- **تقليل حجم الديون قصيرة الأجل:** شكل الارتفاع الكبير في حجم الخصوم الجارية للمؤسسة انخفاضا في الاحتياج في رأس المال العامل، وهذا ما أفقدها للتوازن المالي خاصة في ظل انخفاض رأس المال العامل خلال السنوات (2018- 2021)، هذه الحالة تدل على الوضعية الجيدة للمؤسسة لأنها قامت بتغطية جميع احتياجاتها الدورية ولا تحتاج لموارد أخرى، إلا أن خزيتها الصافية أصبحت تتشكل بالاعتماد على الاحتياج في رأس المال العامل، وهذا قد يعرضها إلى مشكلة تجميد الأموال (تكلفة الفرصة البديلة). وللحد من ارتفاع حجم الديون قصيرة الأجل يتطلب من المؤسسة توظيف هذه الأموال في استثمارات قصيرة الأجل، أو الرفع في

احتياجات الدورة من خلال منح تسهيلات للزبائن، كما يمكنها اللجوء إلى تخفيض موارد الدورة من خلال تسديد ديون الموردين.

- **الرفع في حجم الديون طويلة الأجل:** إن انخفاض الديون طويلة الأجل لمؤسسة " أليانس " ساهم بشكل كبير في انخفاض مواردها الدائمة، ومع انخفاض أموال الملكية لديها لم تستطع المؤسسة من تحقيق رأس مال عامل موجب خلال السنوات (2018 - 2021)، ومن أجل تجاوز هذا الوضع يتطلب من المؤسسة الرفع من ديونها طويلة الأجل وذلك من خلال التنازل عن بعض استثماراتها غير المستعملة، واستخدام أموال التنازل هذه في إصدار سندات جديدة بغية الزيادة في مواردها الدائمة واستخدامها في تغطية الاستخدامات الثابتة والإبقاء على فائض معتبر لتمويل دورة الاستغلال.

- **الرفع في أموالها الخاصة:** يعود كذلك انخفاض حجم الموارد الدائمة للمؤسسة إلى انخفاض قيمة أموال الملكية، وهذا ما أثر سلبا على رأس المال العامل لديها خاصة خلال الأربع سنوات الأخيرة، مما قد يعرضها إلى صعوبات في مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل. وبالتالي يتعين على المؤسسة الرفع في قيمة أموالها الخاصة من خلال عملية التنازل عن بعض استثماراتها واستخدامها في إصدار أسهم جديدة تعزز لها من أموال الملكية.

كما يمكن للمؤسسة أيضا اللجوء إلى تغيير سياسة التوزيعات، فالمؤسسة بحاجة إلى زيادة وتعزيز حجم أموال الملكية، مما يتعين عليها تخفيض حجم توزيعات الأرباح، وهذا من خلال اتباع سياسة احتجاز الأرباح بدلا من توزيعها على المساهمين، مما يؤدي به إلى زيادة أموالها الخاصة من جهة، وتعظيم ثروة ملاكها من جهة أخرى.

المطلب الثالث: الدراسة التطبيقية لمؤسسة "بيوفارم".

الفرع الأول: دراسة وتحليل الميزج التمويلي لمؤسسة "بيوفارم".

أولاً: دراسة مكونات الميزج التمويلي: يمكن إظهار مصادر ومكونات التمويل الرئيسية لمؤسسة "بيوفارم" خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2021 في الجدول التالي:

الجدول رقم 39: تطور الميزج التمويلي لمؤسسة "بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج

السنوات	البيان	الأموال الخاصة	نسبة التطور	الخصوم غير الجارية	نسبة التطور	الخصوم الجارية	نسبة التطور	مجموع الديون	نسبة التطور	مجموع الخصوم
2015	المبلغ	19252142	-	968597	-	17975067	-	18943664	-	38195806
	%	50,40%	-	2,54%	-	47,06%	-	49,60%	-	100%
2016	المبلغ	23297758	21,01%	709250	(26,78%)	16248173	(9,61%)	16957424	(10,48%)	40255181
	%	57,88%	-	1,76%	-	40,36%	-	42,12%	-	100%
2017	المبلغ	28111387	20,66%	537817	(24,17%)	19943607	22,74%	20481423	20,78%	48592811
	%	57,85%	-	1,11%	-	41,04%	-	42,15%	-	100%
2018	المبلغ	33069000	17,64%	546000	1,52%	21772000	9,17%	22318000	8,97%	55387000
	%	59,70%	-	0,99%	-	39,31%	-	40,30%	-	100%
2019	المبلغ	37737000	14,12%	4154000	660,81%	24809000	13,95%	28963000	29,77%	66700000
	%	56,58%	-	6,23%	-	37,19%	-	43,42%	-	100%
2020	المبلغ	40416000	7,10%	4237000	2,01%	29683000	19,65%	33921000	17,12%	74336000
	%	54,37%	-	5,70%	-	39,93%	-	45,63%	-	100%
2021	المبلغ	45293000	12,07%	4722000	11,45%	29544000	(0,47%)	34266000	1,02%	79559000
	%	56,93%	-	5,94%	-	37,13%	-	43,07%	-	100%

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

✓ الأموال الخاصة:

تعد الأموال الخاصة المصدر الرئيسي لتمويل أصول مؤسسة "بيوفارم" حيث بلغ متوسط نسبتها 56,24% خلال الفترة (2015-2021) متجاوزة بذلك باقي المصادر الأخرى. كما شهدت الأموال الخاصة ارتفاعاً مستمراً خلال جميع السنوات، وتعد سنة 2016 الأعلى تطورا بنسبة 21,01% ثم تليها سنة 2017 بزيادة بلغت 20,66%، في حين سجلت باقي السنوات تطورا ملحوظا من حيث الملكية لكن لم يكن بنفس مستوى السنتين السابقتين.

✓ الخصوم غير الجارية:

شكلت الديون طويلة الأجل نسبة 2,54% فقط من إجمالي خصوم مؤسسة "بيوفارم" خلال سنة 2015، لتستمر في الانخفاض عن هذا الحد خلال السنوات 2016، 2017، 2018، وتبلغ نسبتها على الترتيب 1,76%، 1,11%، 0,99% والسبب راجع إلى الزيادة الكبيرة التي شهدتها أموال الملكية للمؤسسة خلال هذه

الفترة، أي أن المؤسسة ركزت على الرفع من رأسمالها عن طريق طرح أسهمها للاكتتاب العام على الجمهور بدل اللجوء إلى الاقتراض. أما خلال السنوات المتبقية (2019-2021) فقد شهد هذا المصدر ارتفاعا مقارنة بالسابق خاصة خلال سنة 2019 حيث سجلت الخصوم غير الجارية ارتفاع كبيرا قدر بـ 6 أضعاف مقارنة بسنة 2018، كما سجلت أيضا ارتفاعا بنسبة 2,01% و 11,45% خلال سنتي 2020 و 2021، غير أن الديون طويلة الأجل لم تكن بالمصدر الذي تعتمد عليه مؤسسة " بيوفارم" لتمويل استثماراتها خاصة وأن أكبر نسبة لهذا المصدر سجلت سنة 2019 بـ 6,23% فقط.

✓ الخصوم الجارية:

تحتل الديون قصيرة الأجل المرتبة الثانية لمصادر تمويل مؤسسة " بيوفارم" بعد الأموال الخاصة بنسبة متوسطة بلغت 40,29%، ففي سنة 2015 بلغت نسبتها 47,06% من إجمالي الخصوم لتتخفف في السنة الموالية بنسبة 9,61% وهذا راجع إلى الارتفاع الكبير في الأموال الخاصة للمؤسسة خلال هذه الفترة، بعد ذلك أخذت الخصوم الجارية منحى تصاعدي حتى سنة 2020، ولعل أكبر ارتفاع مسجل كان سنة 2017 بنسبة 22,74%، ثم تليها سنة 2020 بنسبة 19,65%، لتعود إلى الانخفاض مرة أخرى ولكن هذه المرة بنسبة طفيفة بلغت 0,47%.

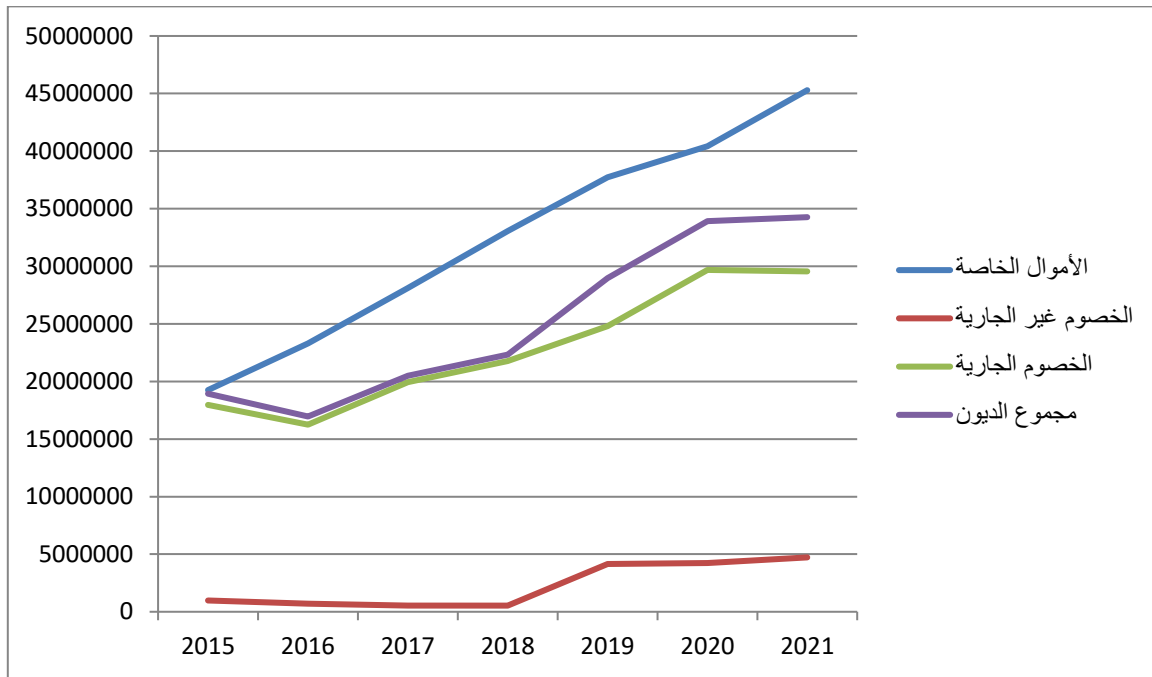
✓ مجموع الديون:

شكلت الديون المالية نسبة 43,76% كمتوسط مصادر أموال مؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2021، وبلغت حصة الخصوم الجارية 92% في حين لم تحظى الديون طويلة الأجل سوى بنسبة 8% من إجمالي الديون، وبهذا يمكن القول أن المؤسسة تعتمد على السلفات المصرفية بدل اللجوء إلى القروض المالية طويلة الأجل وهذا نظرا لارتفاع تكلفتها مقارنة بالخصوم الجارية.

من خلال معطيات الجدول السابق يمكن تجسيد مكونات المزيح التمويلي لمؤسسة " بيوفارم" في الشكل

التالي:

الشكل رقم 16: تطور مكونات الميزج التمويلي لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 39.

ثانيا: تقدير تكلفة الأموال: من أجل حساب التكلفة الوسطية المرجحة WACC لمؤسسة " بيوفارم " يتم حساب كل من تكلفة أموال الملكية وتكلفة أموال الاستدانة على حدى.

1- تكلفة أموال الملكية: يمكن إبرازها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 40: تكلفة أموال الملكية لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
4104000	7251000	5198000	7547000	3030950	5128409	3406168	الأرباح الموزعة على الشركاء
33229481	31264297	30855947	29350156	26032312	31264297	-	القيمة السوقية للأسهم
12,35%	23,19%	16,85%	25,71%	11,64%	16,40%	-	تكلفة أموال الملكية

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

ملاحظة: لم يتم احتساب تكلفة أموال الملكية لسنة 2015 لعدم توفر معلومات حول القيمة السوقية لمؤسسة " بيوفارم " في تلك الفترة، وذلك لأنها لم تدرج في بورصة الجزائر إلا بعد سنة 2016.

من الجدول السابق نلاحظ ارتفاع تكلفة أموال الملكية لمؤسسة " بيوفارم " خلال فترة الدراسة، والسبب في ذلك راجع إلى ارتفاع قيمة التوزيعات التي تمنحها المؤسسة لمساهميها، وبالرغم من ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المؤسسة في البورصة إلا أنها لم تستطع التخفيض في تكلفة أموال الملكية خاصة خلال سنة 2018 و 2020 والتي قدرت %25,71 و %23,19.

2- تكلفة أموال الاستدانة: تتمثل تكلفة أموال الاستدانة في قيمة الفائدة التي تدفعها مؤسسة " بيوفارم " للمؤسسات المالية جراء حصولها على الديون المالية، ويتم حسابها كما يلي:

الجدول رقم 41: تكلفة أموال الاستدانة لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,03	0,0375	0,0375	0,0375	0,035	0,04	0,04	معدل الفائدة على القروض Kd
0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,77	(1-t)
02,22%	02,775%	02,775%	02,775%	02,59%	02,96%	03,08%	تكلفة أموال الاستدانة

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على المعطيات المتوفرة في الموقع الإلكتروني: <https://ar.tradingeconomics.com>.

3- التكلفة الوسطية المرجحة: تحسب التكلفة الوسطية المرجحة WACC لمؤسسة " بيوفارم " بواسطة العلاقة الرياضية التالية:

$$K_{wacc} = K_{cp} \frac{CP}{(CP + D)} + K_d \frac{D}{(CP + D)}$$

الجدول رقم 42: التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.

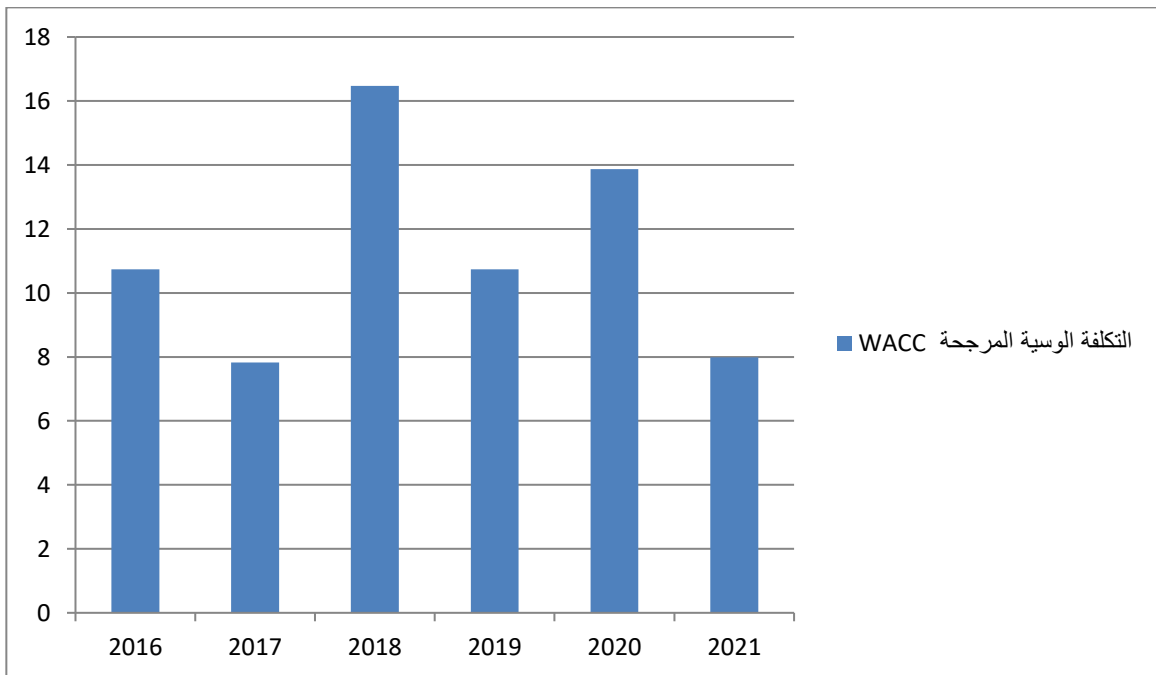
السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,1235	0,2319	0,1685	0,2571	0,1164	0,1640	-	تكلفة أموال الملكية
0,5693	0,5437	0,5658	0,5970	0,5785	0,5788	0,5040	الوزن النسبي
0,0222	0,02775	0,02775	0,02775	0,0259	0,0296	0,0308	تكلفة أموال الاستدانة
0,4307	0,4563	0,4342	0,4030	0,4215	0,4212	0,4960	الوزن النسبي
7,99%	13,87%	10,74%	16,47%	7,83%	10,74%	-	التكلفة الوسطية المرجحة WACC

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال المعلومات الظاهرة في الجدول الأعلى نجد أن مؤسسة " بيوفارم " سجلت قيم متذبذبة ومتغيرة في تكلفة أموالها خلال فترة الدراسة (2015-2021)، حيث بلغت في سنة 2016 نسبة 10,74% لتتخفص في سنة 2017 إلى 7,83%، هذا الانخفاض سببه يعود إلى انخفاض تكلفة أموال الملكية إلى 11,64% بعد أن كان 16,40% خلال سنة 2016. بعد ذلك ارتفعت نسبة WACC ارتفاعا كبيرا خلال سنة 2018 لتسجل أعلى نسبة لها خلال الفترة المدروسة والمقدرة بـ 16,47% وهذا راجع بالدرجة الأولى إلى ارتفاع أموال الملكية إضافة إلى الارتفاع الذي شهدته هذه السنة في تكلفة القروض من 3,5% إلى 3,75%، كل هذا أدى إلى ارتفاع تكلفة أموال المؤسسة مقارنة بالسابق. أما خلال سنة 2019 فقد سجلت مؤسسة " بيوفارم " نسبة 10,74% في تكلفة أموالها لترتفع إلى 13,87% في سنة 2020، وهذا راجع دائما إلى ارتفاع تكلفة أموال الملكية، في حين بلغت تكلفتها 7,99% خلال السنة الأخيرة من الدراسة.

مما سبق يمكن القول أن التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة " بيوفارم " أخذت نفس منحى تكلفة أموال الملكية، وهذا بسبب ارتفاع هذه الأخيرة مقارنة بتكلفة أموال الاستدانة كما أن الوزن النسبي للأموال الخاصة للمؤسسة يفوق الوزن النسبي للديون المالية نظرا لاعتمادها على أموال الملكية في التمويل.

الشكل رقم 17: التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 42.

ثالثا: العوامل المؤثرة في اختيار المزيج التمويلي: هناك عدة عوامل تؤثر على اختيار المؤسسة لمصادر تمويلها، هذه العوامل:

1- حجم المؤسسة: ويعد من أهم المؤشرات التي تقيس المرونة في اختيار المصادر التمويلية التي تحتاجها المؤسسة لتمويل احتياجاتها المختلفة، وبالتالي كلما زاد وتطور حجم المؤسسة كلما زادت مرونتها في اختيار مزيجها التمويلي الذي يناسب نشاطها.

الجدول رقم 43: المؤشرات المرتبطة بحجم مؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							المؤشرات
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
5104375	5104375	5104375	5104375	5104375	5104375	5104375	رأس المال الاجتماعي
0%	0%	0%	0%	0%	0%	-	معدل النمو %
82139000	71475000	67838000	63055000	58567782	56376334	51042778	رقم الأعمال
14,92%	5,36%	7,58%	7,66%	3,89%	10,45%	-	معدل النمو %
79559000	74336000	66700000	55387000	48592811	40255181	38195806	مجموع الأصول
7,03%	11,45%	20,43%	13,98%	20,71%	5,39%	-	معدل النمو %
7814000	5570000	7604000	7525000	6498668	5552093	4453572	النتيجة الصافية
40,29%	(26,75%)	1,05%	15,79%	17,05%	24,67%	-	معدل النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

تشير جميع المؤشرات المتعلقة بالحجم على التطور المستمر الذي سجلته مؤسسة " بيوفارم " من حيث رأسمالها الاجتماعي، رقم الأعمال، مجموع الأصول ونتيجتها الصافية، وهذا دليل واضح على السمعة الجيدة التي تكتسبها المؤسسة مما يمكنها من جلب المستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم لديها، وبالتالي فمؤسسة "بيوفارم" تتمتع بمرونة عالية في اختيار مصادر أموالها.

2- هيكل الأصول: يقيس حجم الضمانات التي تقدمها مؤسسة " بيوفارم " للبنوك والمؤسسات المالية للحصول على القروض، وكلما كانت نسبة هيكل الأصول كبيرة كلما سهل عليها عملية الحصول على القروض بطرق أيسر.

ويمكن قياس هذا المؤشر وفق الجدول التالي:

الجدول رقم 44: هيكل الأصول لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
27649000	30522000	29738000	25508000	21602706	17290383	15919230	الأصول المادية والمخزونات
79559000	74336000	66700000	55387000	48592811	40255181	38195806	مجموع الأصول
34,75%	41,06%	44,58%	46,05%	44,46%	42,95%	41,68%	نسبة هيكل الأصول

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة هيكل الأصول لمؤسسة " بيوفارم " تراوحت بين 34,75% و46,05% خلال الفترة الممتدة بين 2015 و2021، وهي نسب معتبرة تدل على ارتفاع حجم الضمانات المقدمة للمؤسسات المالية، ويعود سبب هذا الارتفاع إلى ضخامة حجم المخزونات لدى المؤسسة، وبالتالي يمكن القول أن مؤسسة " بيوفارم " تتمتع بمرونة عالية من حيث هذا المؤشر مما يسمح لها بالحصول على القروض المالية عند الحاجة إليها.

3- الاستقلالية المالية: يقيس هذا المؤشر نسبة استقلالية مؤسسة " بيوفارم " من أموال الغير في تمويل مختلف أصولها.

الجدول رقم 45: نسب الاستقلالية المالية لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,5693	0,5437	0,5658	0,5970	0,5785	0,5788	0,5040	نسبة الأموال الخاصة إلى مجموع الخصوم
1,3218	1,1915	1,3029	1,4817	1,3725	1,3739	1,0163	نسبة الأموال الخاصة إلى مجموع الديون

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

أشارت مؤشرات الاستقلالية المالية لمؤسسة " بيوفارم " على ارتفاع حصة الأموال الخاصة إلى مجموع الخصوم (أكبر من 0,5)، كما أن حصة أموالها الخاصة إلى مجموع الديون تفوق الواحد خلال جميع السنوات المدروسة، وبالتالي فالمؤسسة تتمتع بالاستقلالية المالية خلال هذه الفترة ما يعطي تقاؤل كبير حول مديونية المؤسسة.

4- المخاطرة: هناك نوعين من المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها مؤسسة " بيوفارم"، هذه المخاطر يمكن أن تؤثر على دورة الاستغلال يطلق عليها بمخاطر الأعمال، أو يمكنها التعرض إلى مخاطر مالية تؤدي بها إلى الإفلاس.

4-1- مخاطر الأعمال: يمكن إبراز المخاطر التشغيلية التي يمكن أن تواجهها مؤسسة " بيوفارم" من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 46: مخاطر الأعمال لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
9823000	7418000	9401000	8835000	8309464	7325244	5974160	نتيجة الاستغلال ri
1342183	1342183	1342183	1342183	1342183	1342183	1342183	الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال SD
13,66%	18,09%	14,28%	15,19%	16,15%	18,32%	22,47%	نسبة مخاطر الأعمال $\frac{SD}{ri}$

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال المعلومات المستخرجة من الجدول نلاحظ انخفاض قيمة الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال لمؤسسة " بيوفارم" والتي بلغت 1342183 ألف دج خلال فترة الدراسة، الأمر الذي أدى إلى انخفاض مخاطر الأعمال المحدقة بها والتي بلغت نسبتها ما بين 13,66% و 22,47% وهي نسب معتبرة، وهذا راجع بالدرجة الأولى إلى الارتفاع الكبير في نتيجة الاستغلال للمؤسسة خلال هذه الفترة.

4-2- المخاطر المالية: تعد مؤسسة " بيوفارم" من المؤسسات الصناعية المدرجة في البورصة، وبالتالي يطبق عليها الصيغة التالية:

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 0,999 X_5$$

الجدول رقم 47: قياس خطر الإفلاس لمؤسسة "بيوفارم" وفق نموذج Zeta.

السنوات							المعامل	النسب
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015		
0,5078	0,5097	0,5924	0,5853	0,5924	0,5883	0,5069	1,2	رأس المال العامل إلى مجموع الأصول X_1
0,0258	0,0066	0,0488	(0,0265)	0,0726	(0,0235)	0,0164	1,4	الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول X_2
0,4074	0,3293	0,4651	0,5264	0,5643	0,6005	0,5161	3,3	الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الأصول X_3
0,4402	0,4641	0,4906	0,5325	0,5556	0,8052	-	0,6	القيم السوقية لحقوق المساهمين إلى القيمة الدفترية لمجموع الديون X_4
1,0314	0,9606	1,0160	1,1373	1,2041	1,3991	1,3350	0,999	المبيعات إلى مجموع الأصول X_5
2,4126	2,2703	2,6129	2,755	2,989	3,3696	2,3744	Z Score	

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

باستثناء سنة 2015 التي لم نستطع تقدير قيمة المتغير X_4 بسبب عدم توفر معلومات عن القيمة السوقية لمؤسسة "بيوفارم"، نجد أن المؤسسة حققت قيمة Z Score أكبر من 2,99 خلال سنة 2016، وهذا دليل على المؤسسة ناجحة وسليمة من الناحية المالية وبالتالي فإنها قادرة على الاستمرارية في النشاط.

أما خلال باقي السنوات فقد شهدت مؤسسة "بيوفارم" تراجعاً في قيم Z Score وأصبحت في المنطقة المحصورة بين 1,81 و 2,99 وهذا يدل على أن وضعيتها تجاه المخاطر غير محددة، وبالتالي يمكن القول أن المؤسسة لم ترتقي إلى الوضعية المثالية التي تفوق 2,99، كما أنها بعيدة عن خطر الإفلاس نظراً لكونها سجلت قيم أكبر من 1,81.

الفرع الثاني: قياس الكفاءة المالية لمؤسسة "بيوفارم".

يقصر قياس الكفاءة المالية لمؤسسة "بيوفارم" على المؤشرات التالية:

أولاً: مؤشر التوازن المالي: يضم هذا المؤشر رأس المال العامل بنوعيه الدائم والخاص، الاحتياج في رأس المال العامل إضافة إلى الخزينة الصافية.

1- رأس المال العامل FR: يضم هذا المؤشر:

1-1- رأس المال العامل الدائم: ويتشكل بواسطة الفرق بين الموارد الدائمة التي تحصلت عليها مؤسسة "بيوفارم" والاستخدامات الثابتة التي وظفتها المؤسسة خلال الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى سنة 2021.

الجدول رقم 48: رأس المال العامل الدائم لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 د.ج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
50015000	44654000	41891000	33615000	28649203	24007008	20220739	الموارد الدائمة (1)
(16351000)	(13078000)	(8961000)	(6600000)	(4660704)	(4273297)	(4087136)	الاستخدامات الثابتة (2)
33664000	31576000	32930000	27015000	23988499	19733711	16133603	رأس المال العامل الدائم (2-1)
6,61%	(4,11%)	21,90%	12,62%	21,56%	22,31%	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن رأس المال العامل لمؤسسة " بيوفارم " سجل قيم موجبة طيلة فترة الدراسة، وهذا راجع للارتفاع الكبير في الموارد الدائمة للمؤسسة بسبب ارتفاع حصة الأموال الخاصة لديها مما ساهمت في تغطية الأصول الثابتة وأبقت على فائض معتبر تتمكن من خلاله أن تمويل الاحتياجات المتولدة عن دورة الاستغلال. كما نلاحظ أيضا أن رأس المال العامل المسجل كان في تزايد مستمر خلال السنوات (2016-2019) بسبب ارتفاع مواردها الدائمة بوتيرة أكبر مقارنة بأصولها الثابتة، في حين شهدت سنة 2020 انخفاضا طفيفا في رأس المال العامل بلغ نسبة 4,11% وهذا مرده يعود إلى الارتفاع الكبير في الأصول الثابتة لدى المؤسسة والمقدر بـ 45,94%، وهذا بسبب قيام المؤسسة باقتناء بعض الاستثمارات من أجل مزاولتها الإنتاجية، أما خلال سنة 2021 فقد عاد رأس المال العامل للارتفاع ولو بنسبة قليلة حيث بلغ هذه المرة 6,61% مقارنة بالسنة السابقة.

1-2- رأس المال العامل الخاص: وهو عبارة عن الفائض المتولد عن الأموال الخاصة لمؤسسة " بيوفارم " بعد تمويل كل أصولها الثابتة.

الجدول رقم 49: رأس المال العامل الخاص لمؤسسة "بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
45293000	40416000	37737000	33069000	28111387	23297758	19252142	الأموال الخاصة (1)
(16351000)	(13078000)	(8961000)	(6600000)	(4660704)	(4273297)	(4087136)	الاستخدامات الثابتة (2)
28942000	27338000	28776000	26469000	23450683	19024461	15165006	رأس المال العامل الخاص (2-1)

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

تميز رأس المال العامل الخاص لمؤسسة "بيوفارم" بقيم موجبة طيلة الفترة الممتدة من 2015 إلى 2021، وهذا يعني أن الأصول الثابتة للمؤسسة يمكن أن تمول بالكامل بأموال الملكية ويبقى جزء من هذه الأموال موجه لتغطية الأصول الجارية. إن السبب وراء ارتفاع حجم رأس المال العامل الخاص يعود بالدرجة الأولى إلى الارتفاع الكبير في الأموال الخاصة للمؤسسة من جهة، والانخفاض الكبير في الأصول الثابتة من جهة أخرى، حيث أن مؤسسة "بيوفارم" استطاعت من خلال أموالها الخاصة أن تغطي هذه الاستثمارات دون اللجوء إلى المصادر الخارجية (الخصوم غير الجارية).

2- الاحتياج في رأس المال العامل BFR: ويتمثل في الفرق بين احتياجات وموارد التمويل المتولدة من دورة الاستغلال لمؤسسة "بيوفارم" خلال الفترة المدروسة.

الجدول رقم 50: احتياجات رأس المال العامل لمؤسسة "بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
55906000	54697000	53652000	45603000	380235845	30436376	28763125	الاحتياجات الدورية (1)
(26986000)	(26852000)	(23997000)	(20973000)	(17984617)	(15814428)	(16379044)	الموارد الدورية (2)
28920000	27845000	29655000	24630000	20038968	14621948	12384081	الاحتياج في ر م ع (2-1)
3,86%	(6,10%)	20,40%	22,91%	37,05%	18,07%	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من الجدول أعلاه نلاحظ تسجيل قيم موجبة للاحتياج في رأس المال العامل لمؤسسة "بيوفارم" طيلة جميع سنوات الدراسة، وهذا بسبب تفوق احتياجات دورة الاستغلال للمؤسسة على مواردها الدورية، مما يدل على

أن الديون قصيرة الأجل غير كافية لتغطية الاحتياجات المتولدة عن دورة الاستغلال، وبالتالي يجب على مسيري مؤسسة " بيوفارم" إعادة النظر في سياسة التخزين المتبعة وكذا الفترة الممنوحة للزبائن والموردين، بهدف التقليل من هذه الاحتياجات من أجل خلق التوازن بين أصول وموارد الاستغلال.

3- الخزينة الصافية: ويتم الحصول عليها من خلال الفرق بين رأس المال العامل والاحتياج في رأس المال العامل لمؤسسة " بيوفارم"، كما تتحدد من خلال الفرق بين خزينة الأصول للمؤسسة وخزينة الخصوم.

الجدول رقم 51: الخزينة الصافية لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2019.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
33664000	31576000	32930000	27015000	23988499	19733711	16133603	رأس المال العامل (1)
(28920000)	(27845000)	(29655000)	24630000	(20038968)	(14621948)	(12384081)	الاحتياج في ر م ع (2)
4744000	3731000	3275000	2385000	3949531	5111763	3749522	الخزينة الصافية (1-2)
7302000	6562000	4087000	3184000	5908521	5545508	5345545	القيم الجاهزة (1)
(2558000)	(2831000)	(812000)	(799000)	(1958990)	(433745)	(1596023)	التسيقات البنكية (2)
4744000	3731000	3275000	2385000	3949531	5111763	3749522	الخزينة الصافية (1-2)
27,15%	13,92%	37,32%	(39,61%)	(22,74%)	36,33%	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

يمكن تفسير نتائج الجدول السابق من خلال ما يلي:

2016

BFR	FR
14621948	
TN+	19733711
5111763	

ارتفعت قيمة الخزينة الصافية لمؤسسة "بيوفارم" خلال هذه السنة بنسبة **36,33%**، فرغم ارتفاع الاحتياج في رأس المال العامل إلا أن معدل ارتفاع **FR (22,31%)** كان كبيرا ويفوق معدل **BFR** مما ساهم في تعزيز قيمة الخزينة الصافية.

2015

BFR	FR
12384081	
TN+	16133603
3749522	

إن القيمة الكبيرة التي حققتها المؤسسة في رأس المال العامل لديها ساهمت في تغطية الاحتياج **BFR** وتكوين خزينة صافية موجبة بقيمة **3749522** ألف دج.

2018

BFR	FR
24630000	
TN+	27015000
2385000	

خلال هذه السنة استمر انخفاض قيمة الخزينة الصافية مسجلة بذلك أدنى قيمة خلال فترة الدراسة حيث بلغت **2385000** ألف دج، والسبب هنا يكمن في ارتفاع قيمة **BFR** بوتيرة تفوق ارتفاع قيمة رأس المال العامل **FR**.

2017

BFR	FR
20038968	
TN+	23988499
3949531	

خلال هذه السنة انخفضت قيمة الخزينة الصافية للمؤسسة إلى **3949531** ألف دج بنسبة تراجع بلغت **22,74%** مقارنة بسنة **2016**، هذا الانخفاض مرده يعود إلى ارتفاع قيمة **BFR (37,05%)** مما أدى إلى تقليص خزينة

2020

BFR	FR
27845000	
TN+	31576000
3731000	

تميزت هذه السنة بانخفاض كلا من المؤشرين **FR** و **BFR** إلا أن الخزينة الصافية للمؤسسة ارتفعت بنسبة **13,92%** مقارنة بالسنة السابقة، ويعود سبب هذا الارتفاع في **TN** إلى الارتفاع الكبير في قيمة خزينة الخصوم مما قلص في حجم الاحتياج في رأس المال العامل وبالتالي ساهم في تعزيز قيمة الخزينة الصافية للمؤسسة.

2019

BFR	FR
29655000	
TN+	32930000
3275000	

في هذه السنة تداركت مؤسسة "بيوفارم" الوضع واستطاعت الرفع من قيمة خزيتها الصافية، هذا الارتفاع مرده يعود إلى الزيادة الكبيرة في رأس المال العامل المحقق خلال هذه السنة، حيث بلغت نسبته **21,90%** مقارنة بسنة **2018**.

2021

BFR	FR
28920000	
TN+	33664000
4744000	

أما خلال السنة الأخيرة من الدراسة فقد تميزت بارتفاع نسبة الخزينة الصافية بـ **27,15%**، فبالرغم من ارتفاع الاحتياجات الدورية إلا أن رأس المال العامل المحقق خلال هذه الفترة استطاعت من خلاله المؤسسة تغطية هذه الاحتياجات والرفع من خزيتها الصافية.

ثانياً: مؤشر السيولة: بعد دراسة التوازن المالي لمؤسسة " بيوفارم " خلال فترة الدراسة، نقوم بقياس سيولة المؤسسة من خلال دراسة النسب المبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم 52: نسب السيولة لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
2,1395	2,0638	2,3273	2,2408	2,2028	2,2145	1,8976	نسبة السيولة العامة
3,67%	(11,32%)	3,86%	1,73%	(0,52%)	16,70%	-	نسبة النمو %
1,4065	1,2678	1,3423	1,2676	1,3182	1,3796	1,1539	نسبة السيولة المختصرة
10,94%	(5,50%)	5,89%	(3,84%)	(4,45%)	19,56%	-	نسبة النمو %
0,2472	0,2211	0,1647	0,1462	0,2963	0,3413	0,2974	نسبة السيولة الجاهزة
11,80%	34,24%	12,65%	(50,66%)	(13,18%)	14,76%	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

✓ نسبة السيولة العامة:

سجلت مؤسسة " بيوفارم " نتائج معتبرة لنسب السيولة العامة خلال الفترة المدروسة، حيث تراوحت هذه النسب بين 1,8976 و 32,327 وهذا دليل على أن الأصول الجارية للمؤسسة قادرة على مواجهه خصومها الجارية وبالتالي فهي في مأمن من خطر التوقف عن الدفع في الآجال القصيرة.

✓ نسبة السيولة المختصرة:

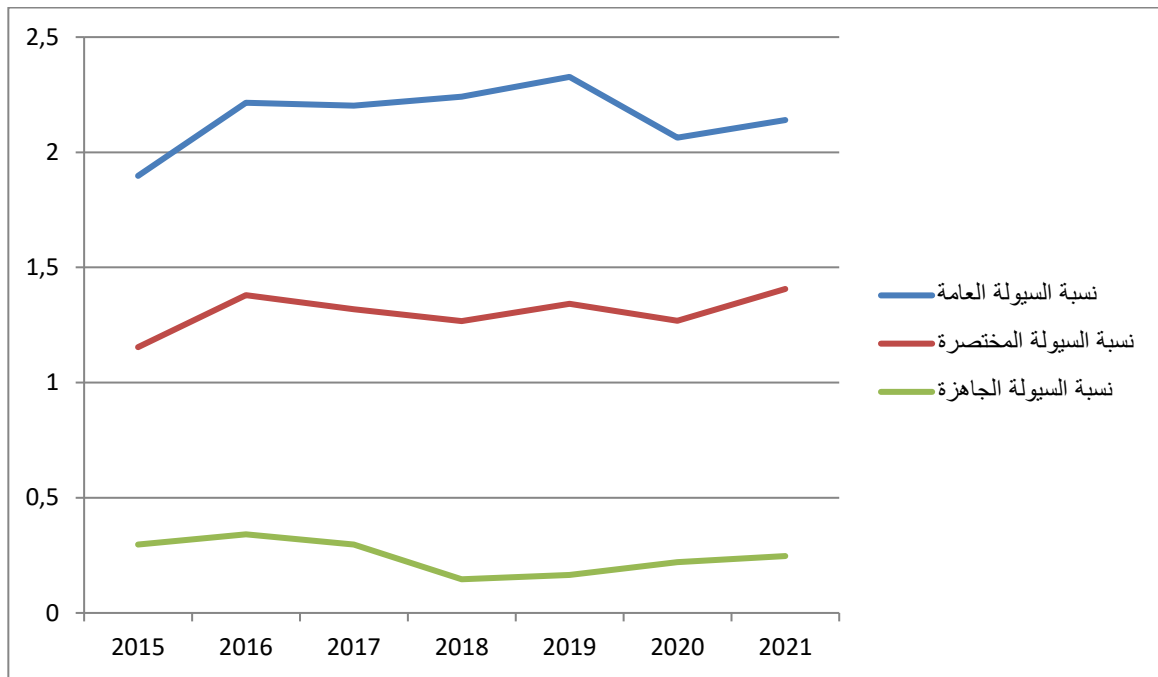
أما نسب السيولة المختصرة فهي مرتفعة كذلك وتغوق النسب المثالية حيث بلغ متوسط هذه النسب خلال سنة الدراسة 1,3051، بمعنى أن الأصول سريعة التحول إلى السيولة تغطي الخصوم الجارية بـ 1,3051 مرة، وبالتالي فالمؤسسة قادرة على مواجهة التزاماتها الجارية دون اعتبار لمخزونها، وهذا مؤشر جيد لوضع سيولة مريح للمؤسسة.

✓ نسبة السيولة السريعة:

يتبين أن نسب السيولة السريعة لمؤسسة " بيوفارم " كانت جيدة خلال السنوات (2015-2017) وهذا يدل على أن النقدية الجاهزة التي هي بحوزة المؤسسة قادرة على مواجهة التزاماتها الجارية، أما خلال باقي السنوات فقد انخفضت هذه نسب عن 25% وهذا بسبب الارتفاع الكبير الذي شهدته الخصوم الجارية للمؤسسة خلال هذه الفترة مما عجزت عن تغطيتها بواسطة أموالها الجاهزة، وبالتالي فمساهمة النقدية الجاهزة لمؤسسة " بيوفارم " ضعيفة مما قد يعرضها لمخاطر عدم تسديد احتياجاتها المستعجلة خاصة في حالة عجزها على تسهيل أصولها الجارية.

ويمكن ترجمة الجدول السابق في الشكل التالي:

الشكل رقم 18: نسب السيولة لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 52.

ثالثا: مؤشر الربحية: يمكن إدراج النسب المتعلقة بقياس ربحية مؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة محل الدراسة في الجدول التالي:

الجدول رقم 53: نسب الربحية لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,1725	0,1378	0,2015	0,2276	0,2312	0,2383	0,2313	العائد على حقوق الملكية ROE
25,18%	(31,61%)	(11,47%)	(1,56%)	(2,98%)	3,03%	-	نسبة النمو %
0,0982	0,0749	0,1140	0,1359	0,1337	0,1379	0,1166	العائد على الأصول ROA
(31,11%)	(34,30%)	(16,11%)	1,65%	(3,05%)	18,27%	-	نسبة النمو %
0,0925	0,0751	0,1096	0,1152	0,1074	0,0947	0,0815	هامش الربح PM
23,17%	(31,48%)	(4,86%)	7,26%	17%	16,20%	-	نسبة النمو %
22,7813	6,0478	58,9457	25,9483	7,5435	15,7371	7,7957	نسبة التغطية الشاملة
276,69%	(89,74%)	127,17%	243,98%	(52,07%)	101,86%	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

✓ العائد على حقوق الملكية ROE:

سجلت مؤسسة " بيوفارم" معدلات موجبة وكبيرة في هذا المؤشر خلال الفترة المدروسة، حيث تراوحت هذه النسب بين 13,78% و 23,83%، وهذا راجع إلى الارتفاع الكبير والمتزايد للنتيجة الصافية التي حققتها المؤسسة خلال هذه الفترة. يعود السبب وراء انخفاض نسبة العائد على حقوق الملكية انطلاقاً من سنة 2017 وحتى سنة 2020 إلى ارتفاع الأموال الخاصة للمؤسسة، مما ساهم في تقليص معدل ROE، ولكن رغم هذا الانخفاض يمكن الحكم على كفاءة المؤسسة وحسن تسييرها لعناصر أصولها.

✓ العائد على الأصول ROA:

بلغ متوسط العائد على الأصول لمؤسسة " بيوفارم" نسبة 11,59% خلال الفترة محل الدراسة، وهذا يدل على أن المؤسسة تحقق ربحاً بقيمة 0,1159 دج عن كل وحدة نقدية مستثمرة في مجموع أصولها، وهي نسبة لا بأس بها نظراً لارتفاع حجم أصولها. كما نلاحظ أيضاً أن معدل العائد على الأصول عرف ارتفاعاً كبيراً خلال الأربع سنوات الأولى من الدراسة وصل إلى حدود 13,79% سنة 2016، وهذا يدل على أن المؤسسة متحكمة وقادرة على تسيير عناصر أصولها، في حين تميزت السنوات المتبقية بتراجع كبير في هذا المؤشر ولعل السبب في ذلك يكمن في الارتفاع الكبير والمتزايد في أصول المؤسسة، مما صعب عليها الرفع من معدل ROA واكتفت بتحقيق النسب المسجلة في الجدول السابق.

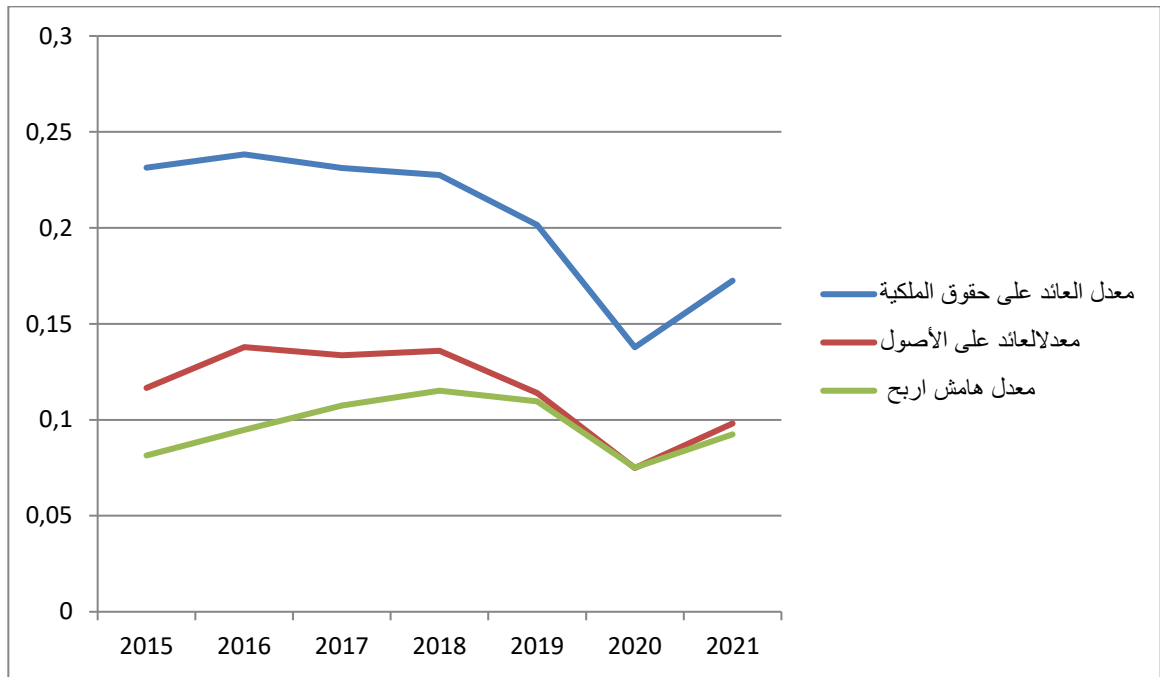
✓ هامش الربح PM:

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن معدلات هامش الربح لمؤسسة " بيوفارم" في تطور مستمر خلال الفترة (2015-2018)، حيث بلغت نسبته سنة 2015 معدل 8,15% ليصل إلى نسبة 13,59% سنة 2018، والسبب راجع إلى الارتفاع الكبير في نتيجة المؤسسة مقارنة بمجموع إيراداتها، بعد ذلك انخفض معدل هامش الربح خلال سنتي 2019 و 2020 بنسبة 4,86% و 31,48% وهذا مرده يعود إلى التراجع في النتيجة الصافية المحققة، بعد ذلك تداركت المؤسسة هذا الوضع واستطاعت الرفع من معدل PM بنسبة 23,17% من خلال الرفع في نتائجها الصافية بنسبة بلغت 40,29%.

✓ نسبة التغطية الشاملة:

عرفت مؤسسة " بيوفارم" تقلبات كبيرة في نسب التغطية الشاملة، حيث كلما انخفضت تكلفة الديون كلما زاد هذا المؤشر كما هو الحال خلال سنة 2019 حيث قامت المؤسسة بتسديد 129000 ألف دج فقط كقروض على القروض مما أدى إلى ارتفاع نسبة التغطية الشاملة إلى 58,9457، والعكس في ذلك كان سنة 2020 والذي سجل نسبة 6,0478 أين ارتفعت تكلفة الاستدانة للمؤسسة إلى 921000 ألف دج، وبالرغم من هذا يمكن اعتبار مؤسسة " بيوفارم" ذات كفاءة عالية من خلال التحكم في المخاطر وأنها قادرة على تسديد ديونها.

الشكل رقم 19: نسب الربحية لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 53.

رابعا: مؤشر المردودية وأثر الرافعة المالية: يمكن تطبيق مؤشر المردودية وأثر الرفع المالي لمؤسسة " بيوفارم " من أجل الحكم على الأثر الذي يحدثه أثر لجوء المؤسسة إلى الاستدانة على مردوديتها المالية.

الجدول رقم 54: دراسة المردودية وأثر الرفع المالي لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,2170	0,1813	0,2434	0,2829	0,3364	0,3877	0,3627	معدل المردودية الاقتصادية Re نتيجة الاستغلال $Re = \frac{\text{الأصول الاقتصادية}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$
0,7565	0,8393	0,7675	0,6749	0,7286	0,7279	0,9840	نسبة الديون إلى الأموال الخاصة $\frac{D}{CP}$
0,2653	0,2235	0,2970	0,3319	0,4114	0,4742	0,5238	معدل المردودية المالية Rf $Rf = \left\{ Re + (Re - i) \frac{D}{CP} \right\} (1 - t)$
0,1047	0,0893	0,1169	0,1226	0,1625	0,1873	0,2445	معدل الرافعة المالية Lev $Lev = Rf - Re$

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

حققت مؤسسة " بيوفارم" أثرا إيجابيا للرافعة المالية تراوحت نسبتها بين 8,93% و 24,45% خلال فترة الدراسة (2015-2021)، فرغم انخفاض الديون المالية عن الأموال الخاصة ($\frac{D}{CP} < 1$) إلا أن ارتفاع نتيجة الاستغلال للمؤسسة سمح بتكون مردودية اقتصادية عالية غطت تكلفة الديون وساهمت في تحقيق أثر إيجابي للرافعة المالية، وبالتالي يمكن أن نقول بأن مؤسسة " بيوفارم" تتمتع بمرونة عالية في اختيار مزيجها التمويلي وأن لجوئها إلى الاستدانة سيعزز من مردوديتها المالية.

خامسا: مؤشر إدارة الأصول: هناك عدة نسب يمكن قياسها لمعرفة مدى كفاءة مؤسسة " بيوفارم" في إدارة أصولها، هذه النسب يمكن إبرازها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 55: نسب النشاط لمؤسسة " بيوفارم" خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,3536	0,4334	0,4463	0,4018	0,3497	0,3024	0,3104	معدل دوران المخزونات
127	156	161	145	126	109	112	فترة التخزين (الأيام)
0,3239	0,3366	0,3341	0,3193	0,2903	0,2634	0,2775	معدل دوران الذمم المدينة
117	121	120	115	104	95	100	فترة التحصيل (الأيام)
0,3103	0,3558	0,3750	0,3580	0,3381	0,2814	0,3168	معدل دوران الذمم الدائنة
112	128	135	129	122	101	114	فترة التسديد (الأيام)

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة.

يمكن تحليل عناصر الجدول السابق إلى:

✓ معدل دوران المخزونات:

من خلال الجدول المبين أعلاه نلاحظ أن مدة بقاء المخزونات لدى مؤسسة " بيوفارم" تراوحت بين (109-156) يوم خلال الفترة محل الدراسة، وهي تعد مدة قصيرة تدل على سرعة تصريف المخزونات لدى المؤسسة، مما يتيح لها العديد من الفرص كما يجنبها من تكديس البضاعة في مخازنها، وبالتالي فالمؤسسة لديها كفاءة عالية في تسيير مخزوناتها.

✓ معدل دوران الذمم المدينة:

مهلة دوران الزبائن تبدو مرتفعة عن المدة النموذجية (90 يوم) ولكن بمقارنتها مع مهلة التسديد فيمكن اعتبارها في صالح المؤسسة ما عدا خلال السنة الأخيرة والتي فاقت فيها مدة تسديد الموردين (117 يوم)، وبالتالي فالمؤسسة " بيوفارم" مجبرة على اتباع سياسية متشددة تجاه زبائنها من أجل تحصيل حقوقها مما يساهم في تقليص مهلة دوران الزبائن.

✓ مهلة دوران الذمم الدائنة:

أما مهلة ائتمان الموردين فتظهر منخفضة وهذا يدل على قصر الفترة التي يمنحها الموردون للمؤسسة لتسديد ديونها، ولكن رغم ذلك تظل مهلة سداد الموردين أكبر من مهلة تحصيل الزبائن، بمعنى أن المؤسسة تنتظر تحصيل حقوقها لتسديد ديونها مما يجنبها من صعوبات في السيولة.

سادسا: مؤشر القيمة المضافة: يمكن الحكم على كفاءة مؤسسة " بيوفارم " من إنشاء القيمة لمساهميها من خلال:

- القيمة الاقتصادية المضافة EVA: وتقاس القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة " بيوفارم " وفق العلاقة الرياضية التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة - مكافأة الأموال (تكلفة رأس المال × الأصول الاقتصادية).

الجدول رقم 56: القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
7269020	5489320	6956740	6537900	6149004	5420680	4600103	نتيجة الاستغلال بعد الضريبة Rex (1-t)
0,0799	0,1387	0,1074	0,1647	0,0783	0,1074	-	تكلفة رأس المال WACC
45271000	40923000	38616000	31230000	24699672	18895245	16471216	الأصول الاقتصادية AE
3617153	5676020	4147358	5143581	1933984	2029349	-	مكافأة الأموال (WACC × AE)
3651867	(186700)	2809382	1394319	4215020	3391331	-	القيمة الاقتصادية المضافة EVA

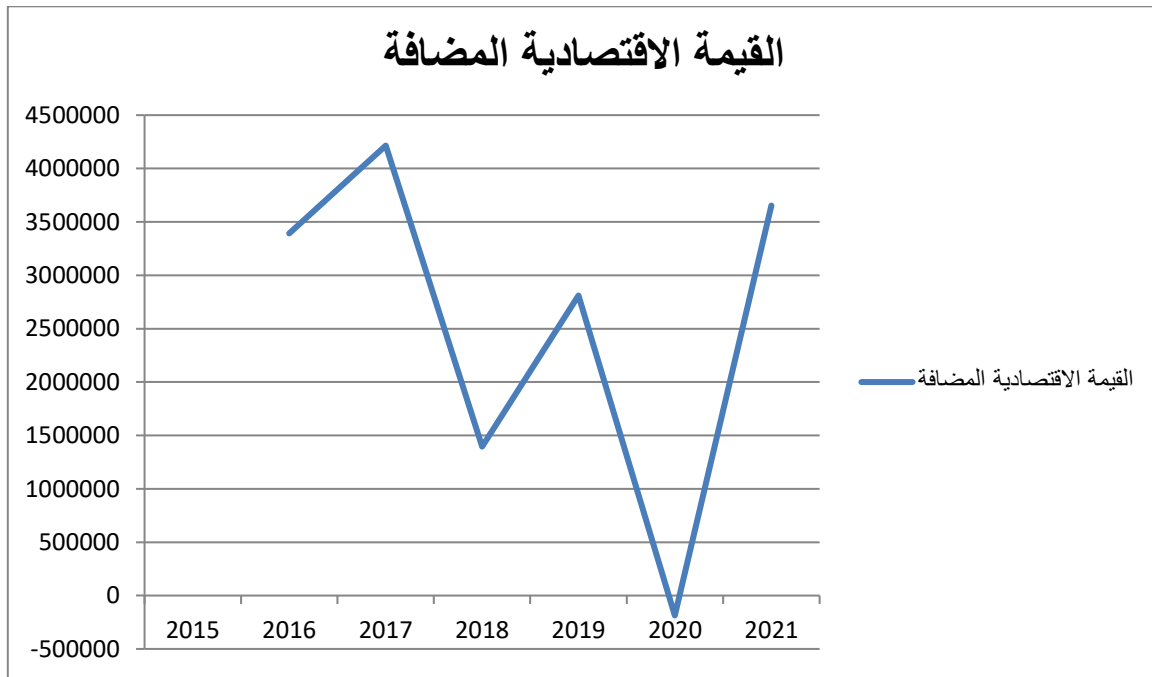
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن مؤسسة " بيوفارم " حققت نتائج موجبة للقيمة الاقتصادية المضافة خلال جميع سنوات الدراسة باستثناء سنة 2020 أين حققت قيمة سالبة بـ 186700 ألف دج، والسبب في ذلك

يعود إلى انخفاض قيمة نتيجة الاستغلال عن مستواها المعهود أضف إلى ذلك ارتفاع تكلفة الأموال للمؤسسة نتيجة ارتفاع مبلغ التوزيعات، وبالتالي عجزت المؤسسة عن تغطية مكافأة الأموال الممنوحة للمساهمين بواسطة أرباحها التشغيلية. أما خلال السنوات المتبقية فمؤسسة " بيوفارم " تمكنت من إنشاء القيمة لمساهميها وذلك بفضل ارتفاع نتيجتها التشغيلية مما يدل على كفاءة مسيرتها على خلق وتعظيم الثروة لمساهميها.

وتتلخص معطيات الجدول السابق في الشكل التالي:

الشكل رقم 20: القيمة المضافة لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 56.

الفرع الثالث: نتائج تقييم المزيج التمويلي لمؤسسة "بيوفارم" ومقترحات تقويمه.

أولا: تقييم المزيج التمويلي لمؤسسة " بيوفارم " بواسطة مؤشرات الكفاءة المالية.

تتكون تركيبة المزيج التمويلي لمؤسسة " بيوفارم " من جميع مصادر التمويل المملوكة والمقترضة، حيث تأتي في الدرجة الأولى الأموال الخاصة بنسبة 56%، بعد ذلك الديون قصيرة الأجل بنسبة بلغت 40% في حين لم تمثل الخصوم غير الجارية سوى 4% من مجموع خصوم المؤسسة خلال الفترة المدروسة (2015-2021).

ومن خلال دراسة أهم المحددات المتحركة في اختيار المزيج التمويلي لمؤسسة " بيوفارم " لاحظنا أن جميعها تدل على تمتع المؤسسة بمرونة عالية في اختيار وتحديد المصادر المالية التي تحتاجها، فبداية من مؤشر الحجم نجد أن المؤسسة في تطور مستمر سواء من رقم أعمالها أو مجموع أصولها فضلا عن نتيجتها

الصافية والتي شهدت هي الأخرى ارتفاعا كبيرا خلال هذه الفترة، كما لاحظنا أيضا ارتفاع حجم الضمانات المقدمة للبنوك والمؤسسات المالية وهذا بفضل ارتفاع حجم مخزوناتنا، كما أن المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية كبيرة نظرا لارتفاع حجم أموالها الخاصة عن ديونها المالية.

كما أن المخاطر التشغيلية للمؤسسة منخفضة إضافة إلى كونها بعيدة عن خطر الإفلاس. كل هذه المؤشرات توحى بعدم مواجهة مؤسسة " بيوفارم " أي صعوبة في تحديد بنية أو تركيبة مزيجها التمويلي، فعندما تسعى إلى زيادة أموالها الخاصة تلجأ إلى طرح الأسهم للمستثمرين، كما يمكنها الاستفادة من القروض المالية من مختلف المؤسسات المالية عند الحاجة إليها.

ومن خلال تطرقنا إلى مؤشرات الكفاءة المالية وجدنا أن مؤسسة " بيوفارم " تتمتع بتوازن مالي جيد خلال الفترة (2015-2021)، فالمؤسسة تمكنت من تحقيق رأس مال عامل موجب وكبير ويفوق احتياجاتها الدورية مما ساهم في تحقيق خزينة صافية موجبة خلال جميع السنوات.

ومن حيث مؤشر السيولة فقد تميزت مؤسسة " بيوفارم " بارتفاع نسب السيولة العامة لديها، مما يدل على قدرتها على مواجهة التزاماتها الجارية في مواعيدها المحددة، كما أن سيولتها المختصرة عرفت هي الأخرى نسبة كبيرة وهذا دليل على أن المؤسسة باستطاعتها أن تغطي ديونها الجارية دون أن تضطر لبيع مخزوناتها، في حين لم تحقق المؤسسة المستوى المرغوب في نسب السيولة السريعة وهذا بسبب انخفاض النقدية الجاهزة لديها خاصة خلال السنوات الأخيرة من الدراسة.

بعد ذلك درسنا مؤشر الربحية ولاحظنا أن القيمة الكبيرة للنتيجة الصافية لمؤسسة " بيوفارم " خلال فترة الدراسة مكنتها من تحقيق معدلات كبيرة لجميع النسب المتعلقة بالربحية، وبالتالي فالمؤسسة تتمتع بكفاءة كبيرة في تحقيق الأرباح وتغطية المخاطر والتكاليف.

وبالنظر إلى المردودية والرافعة المالية فقد سمحت نتيجتها الاستغلالية المحققة بتغطية تكاليف الديون التي تتحملها المؤسسة على القروض مما حقق أثرا إيجابيا لرافعتها المالية.

فترة التخزين كانت قصيرة لدى مؤسسة " بيوفارم " حيث لا تتجاوز مدة بقاءها 6 أشهر لدى مخازن المؤسسة، فبالرغم من ارتفاع قيمة المخزونات لكنها تعد ضئيلة مقارنة بقيمة المشتريات السنوية للمؤسسة، مما يدل على كفاءة المؤسسة وفعاليتها في تصريف مخزوناتها. في حين نجد أن مهلة ائتمان الزبائن كانت تفوق النسبة النموذجية وهذا دليل على ارتفاع المدة التي تمنحها المؤسسة لعملائها لتحصيل الحقوق. ومن جهة أخرى نلاحظ أن مدة التحصيل جيدة وتخدم مصلحة المؤسسة، وهذا لكونها أقل من فترة التسديد، حيث أن المؤسسة

تنتظر تحصيل الزبائن لتسديد الموردين وبالتالي يجنب المؤسسة صعوبات كبيرة في السيولة، وهذا مؤشر جيد عن تمتع مؤسسة " بيوفارم " بكفاءة عالية في إدارة عناصر أصولها.

وفي الأخير ومن خلال دراستنا لمؤشر القيمة المضافة وجدنا أن مؤسسة " بيوفارم " حققت قيم موجبة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة طيلة فترة الدراسة ما عدا سنة 2020، وهذا يدل على كفاءة المؤسسة في تعظيم ثروة ملاكها.

ثانيا: تقويم المزيج التمويلي لمؤسسة " بيوفارم ".

1- قياس مديونية مؤسسة " بيوفارم ".

الجدول رقم 57: حصة الاستدانة في المزيج التمويلي لمؤسسة " بيوفارم " خلال الفترة 2015-2021.

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
الديون الأموال الخاصة	0,9840	0,7279	0,7286	0,6749	0,7675	0,8393	0,7565
الديون طويلة الأجل الأموال الخاصة	0,0503	0,0304	0,0191	0,0165	0,1101	0,1048	0,1043
الديون قصيرة الأجل الأموال الخاصة	0,9337	0,6974	0,7094	0,6584	0,6574	0,7344	0,6523
مجموع الديون مجموع الخصوم	0,4960	0,4212	0,4215	0,4030	0,4342	0,4563	0,4307

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من الجدول السابق نستخلص أن مؤسسة " بيوفارم " تعتمد على الأموال الخاصة في عملية التمويل، وهذا ما أظهرته جميع النسب المتعلقة بحجم الديون على أموال الملكية بعدم تجاوزها للواحد، فبالرغم من ارتفاع نسبتها سنة 2015 إلى 0,9840 إلا أنها لم تتجاوز الحد المرغوب لدى المؤسسة، مما يمكنها من الابتعاد عن المخاطر المالية المرتبطة بالاستدانة.

أما ما يميز هذا المزيج الارتفاع الكبير في وزن الديون المالية قصيرة الأجل وتجاوزها للحد المطلوب خاصة سنة 2015 أين سجلت نسبة 0,9337 من أموال الملكية، غير أن هذه النسب انخفضت خلال باقي السنوات إلا أنها مازالت تفوق النسبة النموذجية التي يفترض أن يكون عليها المزيج التمويلي للمؤسسة.

وأخيرا وحسب معدلات الديون طويلة الأجل على الأموال الخاصة فقد تراوحت نسبتها خلال الفترة المدروسة بين 0,0165 و 0,1101، وهي تعد نسبا ضئيلة مقارنة بالنسبة المثلثي (0,3 و 0,35) مما يدل على عدم الموازنة بين الديون المالية قصيرة وطويلة الأجل في تشكيل المزيج التمويلي المتعلق بمؤسسة " بيوفارم".

2- إصلاح خلل المزيج التمويلي لمؤسسة " بيوفارم".

يظهر خلل المزيج التمويلي لمؤسسة " بيوفارم" في ارتفاع حجم الديون قصيرة الأجل عن حدها المقبول خاصة خلال سنة 2015، أما خلال باقي السنوات فقد انخفضت نسبة الاستدانة قصيرة الأجل عما كانت عليه في السابق إلا أنها مازالت تشكل خطرا على المؤسسة مادامت لا تزال تفوق نسبتها 0,65 من أموال الملكية، ومن جهة أخرى نجد أن المؤسسة بحاجة إلى الديون طويلة الأجل لتمويل استثماراتها، حيث أظهر الجدول السابق انخفاضا كبيرا في حجم الديون طويلة الأجل مقارنة بأموال الملكية.

ومن خلال تحليل الوضعية المالية للمؤسسة نجد أنها تعاني من ارتفاع كبير في الاحتياج في رأس المال العامل، فبالرغم من ارتفاع حجم الديون الجارية إلا أن الارتفاع الكبير في حجم الأصول المتداولة سبب لها هذا الاحتياج. وبالرجوع إلى سبب ضخامة الأصول المتداولة نجده يتمثل في ارتفاع حساب المخزونات والعملاء، التي كادت أن تسيطر على جميع الأصول الجارية. والشيء الملفت للانتباه أنه رغم ارتفاع حسابات المخزونات والعملاء في أصول المؤسسة إلا أن فترة التحصيل كانت قصيرة مقارنة بالمؤسسات الأخرى، والسبب يعود إلى الارتفاع الكبير في حجم نشاط المؤسسة، بمعنى أن قيمة المشتريات والمبيعات الخاصة بالمؤسسة كانت مرتفعة جدا خلال هذه الفترة، مما قلص في فترة التخزين وفترة استرداد الحقوق من العملاء.

أما الخزينة الصافية الموجبة التي حققتها المؤسسة فقد كانت بفضل ارتفاع رأس المال العامل لديها بسبب الانخفاض الكبير في الاستثمارات طويلة الأجل، مما أدت إلى تغطية هذه الاحتياجات وسمحت بتكوين فائض في خزيتها، إلا أن المؤسسة عرفت انخفاضا في نسبة السيولة الجاهزة لديها خلال السنوات (2018-2021) وهذا راجع لانخفاض النقدية الجاهزة للمؤسسة.

وأخيرا فقد عرفت المؤسسة خلال سنة 2020 قيمة اقتصادية مضافة سالبة، وهذا راجع إلى انخفاض طفيف في نتيجة الاستغلال لديها مع زيادة بسيطة في مكافأة الأموال المدفوعة للمساهمين، لكنها سرعان ما تداركت الأمر في سنة 2021 وتمكنت من خلق الثروة لمساهميها، والفضل في ذلك راجع إلى الارتفاع الكبير في النتيجة التشغيلية خلال هذه الفترة.

مما سبق يمكن أن يكون إصلاح خلل المزيج التمويلي لمؤسسة " بيوفارم" من خلال:

- الرفع في حجم الديون طويلة الأجل: بما أن المؤسسة تعاني من انخفاض حجم الاستثمارات طويلة الأجل مقارنة بالأصول المتداولة، فينبغي لها القيام باقتناء أصول ثابتة من خلال اللجوء إلى الديون المالية طويلة الأجل. هذا الإجراء من شأنه أن يرفع في حجم الاستدانة لديها، كما يمكنها أيضا من تعظيم قيمة الأصول الثابتة والتقليل من حجم الأصول المتداولة من أجل تخفيض قيمة الاحتياجات الاستغلالية.

في هذه الحالة يمكن للمؤسسة اللجوء إلى أيضا إلى تقليص حجم أصولها المتداولة عن طريق تخفيض حجم المخزونات لديها من خلال تسهيلها (تحويلها إلى سيولة)، ولذلك للتخفيف من حدة الاحتياجات الاستغلالية من جهة، ويرفع لها نسبة السيولة السريعة التي تعاني منها من جهة أخرى.

المطلب الرابع: الدراسة التطبيقية لمؤسسة "صيدال".

الفرع الأول: دراسة وتحليل الميزج التمويلي لمؤسسة "صيدال".

أولاً: دراسة مكونات الميزج التمويلي: يمكن إظهار المصادر التمويلية لمؤسسة "صيدال" خلال فترة الدراسة (2015-2021) من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 58: تطور الميزج التمويلي لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج

السنوات	البيان	الأموال الخاصة	نسبة التطور	الخصوم غير الجارية	نسبة التطور	الخصوم الجارية	نسبة التطور	مجموع الديون	نسبة التطور	مجموع الخصوم
2015	المبلغ	20465935	-	7773819	-	6682147	-	14455966	-	34921901
	%	58,60%	-	22,26%	-	19,14%	-	41,40%	-	100%
2016	المبلغ	27464009	34,19%	11397228	46,61%	7529299	12,68%	18926527	30,93%	46390536
	%	59,20%	-	24,57%	-	16,23%	-	40,80%	-	100%
2017	المبلغ	27931531	1,70%	13318698	16,86%	7068716	(6,12)%	20387414	7,72%	48318945
	%	57,81%	-	27,56%	-	14,63%	-	42,19%	-	100%
2018	المبلغ	19796410	(29,12)%	12971324	(2,61)%	6806610	(3,71)%	19777934	(2,99)%	39574344
	%	50,02%	-	32,78%	-	17,20%	-	49,98%	-	100%
2019	المبلغ	21776278	10%	12464711	(3,91)%	6193190	(9,01)%	18657901	(5,66)%	40434179
	%	53,86%	-	30,83%	-	15,31%	-	46,14%	-	100%
2020	المبلغ	22234555	2,10%	12054978	(3,29)%	6398018	3,31%	18452996	(1,10)%	40687551
	%	54,65%	-	29,63%	-	15,72%	-	45,35%	-	100%
2021	المبلغ	22912568	3,05%	15176645	25,90%	6722272	5,07%	21898917	18,67%	44811485
	%	51,13%	-	33,87%	-	15%	-	48,87%	-	100%

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

يتبين من الجدول السابق أن حصة الأموال الخاصة تعد أكبر مصدر تمويلي تلجأ إليه مؤسسة "صيدال" خلال فترة الدراسة حيث بلغ متوسط نسبتها 55% ثم تليها الخصوم غير الجارية بنسبة 29%، بعد ذلك الخصوم الجارية بمعدل 16%.

✓ الأموال الخاصة:

بلغت نسبة الأموال الخاصة لمؤسسة "صيدال" خلال سنة 2015 في حدود 58,60%، بعدها ارتفعت هذه النسبة في السنة الموالية إلى 59,20% من مجموع الخصوم، إلا أن حصة الأموال الخاصة انخفضت خلال سنتي 2017 و 2018 إلى 57,81% و 50,02% على التوالي وهذا بسبب ارتفاع الديون المالية من جهة والانخفاض الذي شهدته خصوم المؤسسة من جهة أخرى. لتعود الأموال الخاصة لمؤسسة "الأوراسي" للارتفاع

مرة أخرى خلال سنتي 2019 و 2020، أما خلال السنة الأخيرة فقد عرف هذا المصدر تراجع طفيفا حيث بلغت نسبته 51,13% خلال هذه الفترة.

✓ الخصوم غير الجارية:

أما الخصوم الجارية فتأتي في المرتبة الثانية من مصادر تمويل مؤسسة " صيدال " والتي عرفت ارتفاع مستمرا خلال الأربع سنوات الأولى من الدراسة، حيث بلغت سنة 2015 نسبة 22,26% لتصل إلى معدل 32,78% سنة 2018 من إجمالي الخصوم، والسبب يكمن في ارتفاع خصوم المؤسسة خاصة خلال سنة 2016 إضافة إلى الانخفاض الكبير في حصة الأموال الخاصة خلال 2017 أين انخفضت هذه الأخيرة بنسبة 29,12% عما كانت عليه في السنة السابقة. أما خلال باقي السنوات فقد شهدت الخصوم غير الجارية تقلبات طفيفة انتهت بتسجيل أعلى نسبة لها منذ بداية الدراسة والتي بلغت 33,87% من مجموع أموالها.

✓ الخصوم الجارية:

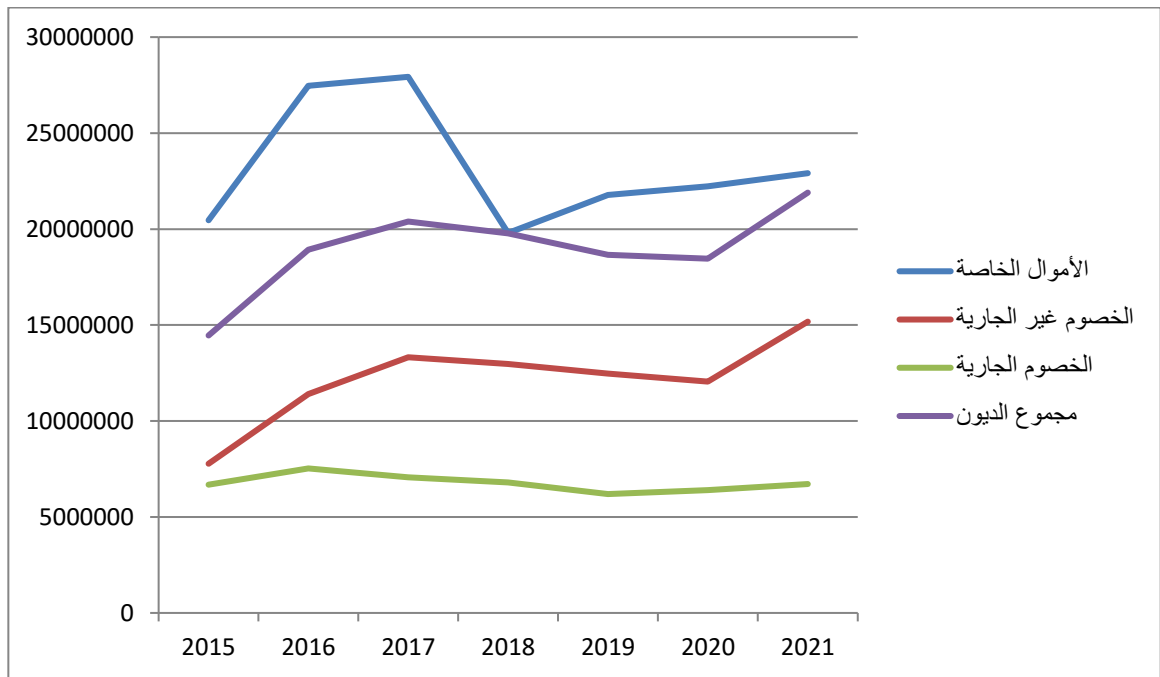
تعد الخصوم الجارية المصدر الأضعف للعناصر المكونة للمزيج التمويلي لمؤسسة " صيدال " خلال الفترة (2015-2021)، والتي عرفت هي الأخرى نسب مختلفة، حيث سجلت من خلالها أعلى نسبة لها سنة 2015 بـ 19,14%، في حين شهدت سنة 2017 أقل نسبة للخصوم الجارية والتي بلغت 14,63% من مجموع الخصوم.

✓ مجموع الديون:

بلغ متوسط الديون المالية لمؤسسة " صيدال " نسبة 45% خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2021، فرغم ارتفاعها خلال سنتي 2018 و 2021 والتي بلغت 49,98% و 48,87% على التوالي إلا أنها تعد نسب ضئيلة نظرا لكونها لا تتعدى 50%، مما يدل على اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على أموال الملكية بدلا من اللجوء إلى القروض المالية، وهذه تعد ميزة إيجابية حيث تمكنها من تحقيق الاستقلالية المالية نظرا لانخفاض حجم الديون عن الأموال الخاصة، ولكن في المقابل تؤدي إلى ارتفاع تكلفة أموال المؤسسة بسبب ارتفاع الوزن النسبي لأموالها الخاصة.

ويمكن تلخيص معطيات الجدول السابق في الشكل البياني التالي:

الشكل رقم 21: تطور عناصر الميزج التمويلي لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 58.

ثانيا: تقدير تكلفة الأموال: يمكن تقدير تكلفة الأموال لمؤسسة "صيدال" من خلال تقدير التكلفة الوسطية المرجحة WACC، وذلك من خلال حساب تكلفة أموال الملكية وتكلفة أموال الاستدانة مع الأخذ بعين الاعتبار الوزن النسبي لكل مصدر.

1- تكلفة أموال الملكية: يمكن حساب تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2021 من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 59: تكلفة أموال الملكية لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

العناصر	السنوات						
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
الأرباح الموزعة على الشركاء	-	206516	588467	905922	1379943	533820	508602
القيمة السوقية للأسهم	5430000	5520000	5800000	6350000	6600000	6000000	6400000
تكلفة أموال الملكية	-	3,74%	10,15%	14,27%	20,91%	8,88%	7,95%

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن تكلفة أموال الملكية لمؤسسة "صيدال" في ارتفاع مستمر خلال الثلاث سنوات الأولى من الدراسة، وهذا بسبب الارتفاع الكبير في الأرباح التي توزعها المؤسسة على شركائها خاصة خلال سنة 2017 أين قامت بتوزيع مبلغ 1379943 ألف دج على مساهميها مما أدى إلى ارتفاع تكلفة أموال الملكية إلى 20,91%. بعد ذلك قامت المؤسسة بالرفع من قيمة الأرباح المحتجزة مما أدى إلى انخفاض تكلفة أموال الملكية سنة 2018 إلى 14,27% وفي سنة 2019 إلى 10,15%، أما خلال السنتين الأخيرتين فبسبب التراجع الكبير الذي شهدته النتيجة الصافية للمؤسسة فلم توزع على مساهميها إلا مبلغ 206516 ألف دج سنة 2020 الأمر الذي خفض من تكلفة أموال الملكية إلى 3,74%، وفي سنة 2021 فقد قامت المؤسسة باحتجاز كل نتيجتها بدل توزيعها على الشركاء.

2- **تكلفة أموال الاستدانة:** وتتمثل في معدل الفائدة على القروض التي تحصل عليها مؤسسة "صيدال" من المؤسسات المالية، ويمكن تلخيصها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 60: تكلفة أموال الاستدانة لمؤسسة "أليانس" خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,03	0,0375	0,0375	0,0375	0,035	0,04	0,04	معدل الفائدة على القروض Kd
0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,77	(1-t)
02,22%	02,775%	02,775%	02,775%	02,59%	02,96%	03,08%	تكلفة أموال الاستدانة

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على المعطيات المتوفرة في الموقع الإلكتروني: <https://ar.tradingeconomics.com>.

3- **التكلفة الكلية للأموال:** يتم حساب التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة "صيدال" من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 61: التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
-	0,0374	0,1015	0,1427	0,2091	0,0888	0,0795	تكلفة أموال الملكية
0,5113	0,5465	0,5386	0,5002	0,5781	0,5920	0,5860	الوزن النسبي
0,0222	0,02775	0,02775	0,02775	0,0259	0,0296	0,0308	تكلفة أموال الاستدانة
0,4887	0,4535	0,4614	0,4998	0,4219	0,4080	0,4140	الوزن النسبي
1,08%	3,30%	6,75%	8,52%	13,18%	6,46%	5,93%	التكلفة الوسطية المرجحة WACC

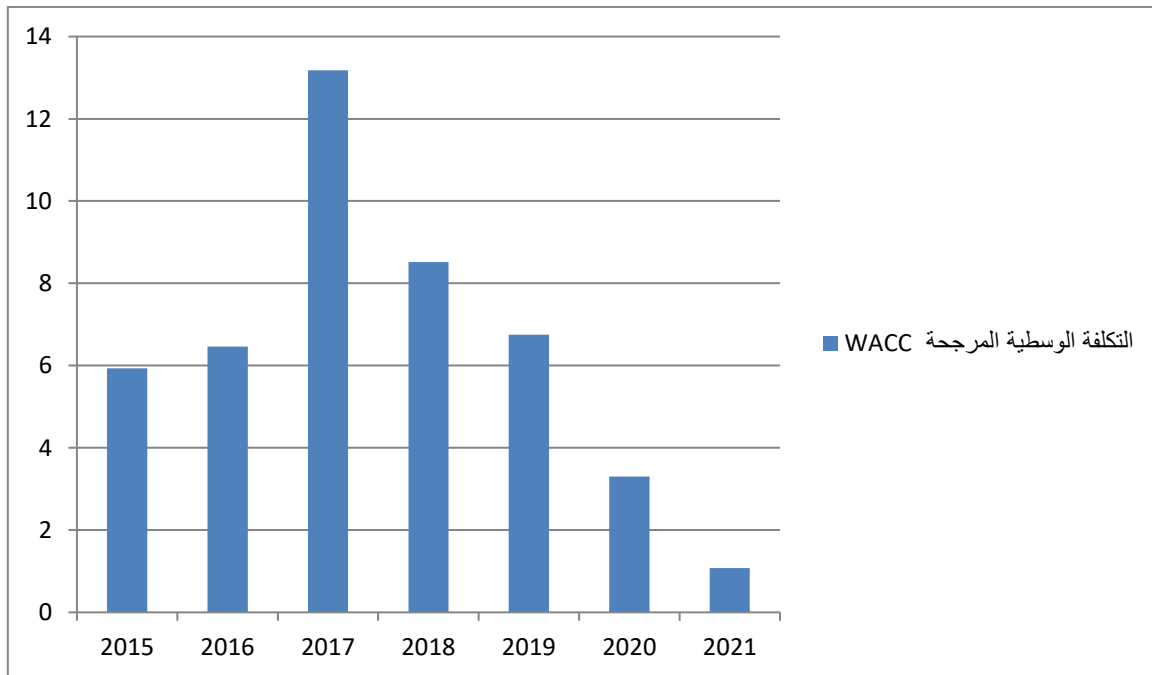
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول المبين أعلا نجد أن مؤسسة "صيدال" عرفت ارتفاعا كبيرا في تكلفة الأموال خاصة خلال سنة 2017، والتي سجلت من خلالها معدل 13,18% والذي كان يشكل نسبة 5,93% فقط سنة 2015، والسبب وراء ذلك يعود بالدرجة الأولى إلى ارتفاع التكلفة الفعلية لأموال الملكية بسبب ارتفاع قيمة التوزيعات. في حين شهدت باقي السنوات انخفاضا في التكلفة الوسطية المرجحة، حيث سجلت المؤسسة خلال سنة 2018 نسبة 8,53% لتتخفض نسبتها إلى 6,75% سنة 2019، واستمر هذا الانخفاض حتى سنة 2020 أين سجلت معدل 3,30% كتكلفة على أموالها، فرغم ثبات تكلفه الاستدانة إلا أن المؤسسة استطاعت التخفيض من تكلفة الأموال وذلك نتيجة لانتهاجها لسياسة جديدة تقضي بالرفع من الأرباح المحتجزة والتخفيض من نسبة التوزيعات بهدف الرفع من التمويل الذاتي.

أما خلال سنة 2021 فقد عرفت مؤسسة "صيدال" انخفاضا كبيرا في WACC والمقدرة بـ 1,08% وهذا بسبب عدم احتساب تكلفة أموال الملكية بسبب عدم توزيع الأرباح إضافة إلى انخفاض تكلفة الاستدانة مقارنة بالسنة الماضية.

ويمكن تلخيص معطيات الجداول السابقة في الشكل التالي:

الشكل رقم 22: تطور التكلفة الوسطية المرجحة لمؤسسة "صيدال" خلال السنوات 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 61.

ثالثا: العوامل المؤثرة في تصميم المزيج التمويلي: هناك عدة عوامل متحركة في اختيار المزيج التمويلي للمؤسسة، من بين هذه العوامل نجد:

1- حجم المؤسسة: يقاس حجم المؤسسة بمجموعة من المؤشرات كحجم الأصول، قيمة المبيعات، رأس المال الاجتماعي والنتيجة الصافية المحققة خلال الدورة.

الجدول رقم 62: المؤشرات المرتبطة بحجم مؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							المؤشرات
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
2500000	2500000	2500000	2500000	2500000	2500000	2500000	رأس المال الاجتماعي
0%	0%	0%	0%	0%	0%	-	معدل النمو %
10211440	9809930	9392751	10317578	10265898	10223411	9984044	رقم الأعمال
4,09%	4,44%	(8,96%)	0,50%	0,42%	2,40%	-	معدل النمو %
44811486	40687550	40434179	39574344	48318945	46390537	34921901	مجموع الأصول
10,14%	0,63%	2,17%	(18,10%)	4,16%	32,84%	-	معدل النمو %
48695	189936	793514	1174214	1376296	1509162	1143818	النتيجة الصافية
(74,36%)	(76,06%)	(32,42%)	(14,68%)	(8,80%)	31,94%	-	معدل النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

تشير المؤشرات المبينة في الجدول أعلاه على الحجم الكبير والمتزايد لمؤسسة "صيدال" من حيث رأسمالها الاجتماعي ورقم الأعمال إضافة إلى مجموع أصولها، كل هذه المؤشرات هي دلالة إيجابية حول سمعة المؤسسة، مما تستقطب العديد من المستثمرين لتوظيف أموالهم فيها، ومن جهة أخرى نجد أن النتيجة الصافية لمؤسسة "صيدال" عرفت تراجعا كبيرا في قيمتها خاصة خلال السنتين الأخيرتين، مما قد تؤدي إلى فقدان الثقة لدى المستثمرين بسبب انخفاض قيمة التوزيعات، وبالتالي قد يحرم المؤسسة من الحصول على أموال ملكية في حالة احتياجها لهذا المصدر.

مما سبق يمكن الحكم على أن سمعة مؤسسة "صيدال" جيدة نظرا لارتفاع وتطور المؤشرات السابقة، وهذا بغض النظر عن النتيجة الصافية والتي يمكن القول بأنها فترة فراغ مرت بها المؤسسة خاصة خلال السنوات الأخيرة والتي يمكن تجاوزها خلال السنوات اللاحقة، وبالتالي يمكن اعتبار أن المؤسسة حسب مؤشر الحجم مرنة في اختيار مزيجها التمويلي.

2- هيكل الأصول: والتي تمثل نسبة الأصول المادية والمخزونات لمؤسسة " صيدال " من مجموع أصولها، والتي تقدمها المؤسسة كضمانات للحصول على القروض، وبالتالي كلما زادت هذه النسبة كلما كان مؤشرا جيدا للحصول على القرض بشروط أيسر .

الجدول رقم 63: هيكل الأصول لمؤسسة " صيدال " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
27371943	23782383	23817545	14969039	18660716	19382704	12598484	الأصول المادية والمخزونات
44811486	40687550	40434179	39574344	48318945	46390537	34921901	مجموع الأصول
61,88%	58,45%	58,90%	37,83%	38,62%	41,78%	36,88%	نسبة هيكل الأصول

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

سجلت مؤسسة " صيدال " نتائج مرتفعة ومتزايدة لهيكل أصولها حيث بلغت %48 في متوسط خلال السنوات محل الدراسة، وهذا راجع لارتفاع حجم الأصول المادية والمخزونات الخاصة بالمؤسسة، الأمر الذي يزيد لها من الطاقة الإقراضية لدى المؤسسات المالية، مما يسهل لها الحصول على القروض المالية عند الحاجة إليها، وبالتالي فالمؤسسة مرنة في اختيار مزيجها التمويلي.

3- الاستقلالية المالية: يقيس هذا المؤشر نسبة الأموال الخاصة لمؤسسة " صيدال " من مجموع تمويلها، وبالتالي كلما زاد نسبته كلما رفع من استقلالية المؤسسة اتجاه الغير .

الجدول رقم 64: نسب الاستقلالية المالية لمؤسسة " صيدال " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
1,0463	1,2049	1,1671	1,0009	1,37	1,4511	1,4157	نسبة الأموال الخاصة إلى مجموع الديون
0,5113	0,5465	0,5386	0,5002	0,5781	0,5920	0,5860	نسبة الأموال الخاصة إلى مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

تشير النتائج في الجدول أعلاه على أن نسبة الأموال الخاصة على الديون أكبر من الواحد، كما تفوق نسبتها 0,5 من مجموع الخصوم خلال جميع سنوات الدراسة، وهذا مؤشر جيد لتمتع مؤسسة " صيدال "

بالاستقلالية المالية نظرا لارتفاع حصة أموال الملكية على الديون، فبالرغم من انخفاض الأموال الخاصة خلال سنتي 2018 و 2021 إلا أن المؤسسة لا تزال تحافظ على استقلاليتها المالية.

4- المخاطرة: يمكن تقسيم المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها مؤسسة " صيدال " إلى:

4-1- مخاطر الأعمال:

الجدول رقم 65: مخاطر الأعمال لمؤسسة " صيدال " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
426919	329422	995270	1293874	1480242	2093144	1433808	نتيجة الاستغلال ri
621820	621820	621820	621820	621820	621820	621820	الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال SD
145,65%	188,76%	62,48%	48,06%	42,01%	29,71%	43,37%	نسبة مخاطر الأعمال $\frac{SD}{ri}$

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال المعلومات الخاصة بالجدول أعلاه نجد أن الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال الخاصة بمؤسسة " صيدال " بلغ 621280 ألف دج، وهي قيمة كبيرة تعبر عن الارتفاع الكبير في متوسط الفرق بين نتيجة الاستغلال للمؤسسة، مما نتج عنه ارتفاعا كبيرا في مخاطر الاستغلال خاصة خلال السنوات الأخيرة من الدراسة، وبالتالي يجب على المؤسسة العمل على التخفيض من هذه المخاطر من أجل كسب الثقة لدى المؤسسات المقرضة، من أجل الحصول على القروض بشكل أيسر.

4-2- مخاطر الإفلاس: لقياس خطر الإفلاس لمؤسسة " صيدال " اعتمدنا على نموذج Z score (الجيل الأول) والمستخدم من طرف العالم Edward Altman على بعض المؤسسات الصناعية المدرجة في البورصة، ويقتصر هذا النموذج على الصيغة التالية:

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 0,999 X_5$$

الجدول رقم 66: قياس خطر الإفلاس لمؤسسة "صيدال" وفق نموذج Zeta.

السنوات							المعامل	النسب
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015		
0,3132	0,2503	0,2216	0,2407	0,1811	0,2178	0,4286	1,2	رأس المال العامل إلى مجموع الأصول X_1
0,0214	0,0202	0,0203	0,0166	0,0037	0,0184	0,0389	1,4	الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول X_2
0,0314	0,0267	0,0812	0,1079	0,1011	0,1489	0,1355	3,3	الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الأصول X_3
0,1488	0,1795	0,1865	0,1926	0,1942	0,1902	0,2656	0,6	القيم السوقية لحقوق المساهمين إلى القيمة الدفترية لمجموع الديون X_4
0,2276	0,2409	0,2321	0,2605	0,2122	0,2202	0,2856	0,999	المبيعات إلى مجموع الأصول X_5
0,7424	0,7176	0,7417	0,8183	0,6923	0,7955	1,1542	Z Score	

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه، والذي يهتم بقياس خطر الإفلاس لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة (2015-2021)، نجد أن قيم Z Score محصورة بين 0,6923 و 1,1542 وهي أقل من 1,81، وهذا يدل على أن المؤسسة فاشلة ماليا واحتمال إفلاسها مرتفع، وبالتالي فمؤسسة "صيدال" غير مرنة في اختيار مزيجها التمويلي حسب هذا المؤشر وهذا بسبب ارتفاع خطر الإفلاس.

الفرع الثاني: قياس الكفاءة المالية لمؤسسة "صيدال".

أولا: مؤشر التوازن المالي: يقتصر قياس وتحليل التوازن المالي لمؤسسة "صيدال" على النسب التالية:

1- رأس المال العامل FR: وينقسم إلى:

1-1- رأس المال العامل الدائم: ويتمثل في درجة تغطية الموارد الدائمة لمؤسسة "صيدال" للاستثمارات الثابتة الحاصلة خلال السنة.

الجدول رقم 67: رأس المال العامل الدائم لمؤسسة " صيدال " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
38089213	34289533	34240989	32767734	41250229	38861237	28239754	الموارد الدائمة (1)
(26393386)	(25802976)	(26773208)	(24830613)	(33959354)	(30441796)	(15767186)	الاستخدامات الثابتة (2)
11695827	8486557	7467781	7937121	7290875	8419441	12472568	رأس المال العامل الدائم (2-1)
37,82%	13,64%	(5,91%)	8,86%	(13,40%)	(32,49%)	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول السابق نجد أن رأس المال العامل الدائم لمؤسسة " صيدال " كان موجبا طيلة الفترة المدروسة، فبالرغم من انخفاضه خلال سنتي 2016 و 2017 بنسبة 32,49% و 13,40% بسبب الارتفاع الكبير في استثمارات المؤسسة خاصة خلال سنة 2016، إلا أن المؤسسة استطاعت الرفع من قيمة FR سنة 2018 بنسبة 8,86% من خلال التخفيض في حجم الاستخدامات الثابتة.

شهدت سنة 2019 من الدراسة تسجيل انخفاضا طفيفا في نسبة رأس المال العامل بـ 5,91% وهذا نظرا لارتفاع حجم الأصول الثابتة لديها مقارنة بأموالها الدائمة، لكن سرعان ما تجاوزت المؤسسة هذا الوضع خلال السنتين الأخيرتين واستطاعت تحقيق زيادة في رأس المال العامل بنسبة 13,64% سنة 2020 و 37,82% سنة 2021، وذلك من خلال الزيادة الكبير في القروض طويلة الأجل خاصة خلال السنة الأخيرة من الدراسة.

2-1- رأس المال العامل الخاص: هو ذلك الفائض الذي تستخدمه مؤسسة " صيدال " من أموال الملكية في تمويل أصولها الجارية بعد تمويل كل الاستخدامات الثابتة. ويحسب من خلال الفرق بين الأموال الخاصة والاستثمارات الثابتة.

الجدول رقم 68: رأس المال العامل الخاص لمؤسسة " صيدال " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
22912568	22234555	21776278	19796410	27931531	27464009	20465395	الأموال الخاصة (1)
(26393386)	(25802976)	(26773208)	(24830613)	(33959354)	(30441796)	(15767186)	الاستخدامات الثابتة (2)
(3480818)	(3568421)	(4996930)	(5034203)	(6027823)	(2977787)	4698209	رأس المال العامل الخاص (2-1)

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال القيم المتعلقة برأس المال العامل الخاص، نلاحظ أن مؤسسة " صيدال " حققت قيمة موجبة خلال سنة 2015، وهذا يعني أن الأموال الخاصة المتوفرة لديها غطت كل الأصول الثابتة واستطاعت توفير 4698209 ألف دج لتمويل دورة الاستغلال، في حين شهدت باقي سنوات الدراسة تسجيل قيم سالبة في رأس المال العامل الخاص لديها، والسبب في ذلك لا يرجع لانخفاض في قيمة أموال الملكية وإنما يعود إلى الارتفاع الكبير في قيمة استثماراتها خاصة خلال سنتي 2016 و 2017 الذي بلغت نسبة ارتفاع الأصول الثابتة في حدود 93% و 12% على التوالي، وهذا يدل على أن المؤسسة خلال هذه الفترة تسعى للتوسع في برنامجها الاستثماري وذلك عن طريق حيازة العقارات، تجديد معدات و أدوات الإنتاج... إلخ. أما خلال باقي السنوات فقد شهدت مؤسسة " صيدال " تغيرات كبيرة في قيمة رأس المال العامل الخاص إلا أن جميع القيم التي سجلتها المؤسسة كانت سالبة.

2- الاحتياج في رأس المال العامل BFR:

الجدول رقم 69: احتياجات رأس المال العامل لمؤسسة " صيدال " خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
14629127	12080448	11724259	11589481	9602137	10799180	10148510	الاحتياجات الدورية (1)
(6367377)	(5476008)	(5382482)	(6185704)	(6271009)	(6719136)	(5953315)	الموارد الدورية (2)
8261750	6604440	6341777	5403777	3331128	4080044	4195195	الاحتياج في ر م ع (2-1)
25,09%	4,14%	17,36%	62,22%	(18,36%)	(2,74%)	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

تميزت قيم الاحتياج في رأس المال العامل لمؤسسة " صيدال " بقيم موجبة خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2021، وهذا يدل على أن المؤسسة لديها احتياجات دورية غير مغطاة بالموارد المالية قصيرة الأجل. كما نلاحظ أيضا أن قيم BFR متغيرة من سنة إلى أخرى، فقد سجلت السنتين 2016 و 2017 انخفاضا بنسب 2,74% و 18,36% على التوالي، وهذا بسبب تزايد الموارد الدورية للمؤسسة، في حين شهدت باقي السنوات ارتفاعا ملحوظا في الاحتياج في رأس المال العامل وهذا مرده يعود إلى الارتفاع الكبير في الاحتياجات الدورية للمؤسسة خاصة خلال سنة 2021.

3- الخزينة الصافية: وتمثل الفرق بين خزينة أصول مؤسسة "صيدال" خزينة خصومها خلال الفترة محل الدراسة.

الجدول رقم 70: الخزينة الصافية لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2019.

الوحدة: 1000 دج.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
11695827	8486557	7467781	7937121	7290875	8419441	12472568	رأس المال العامل (1)
(8261750)	(6604440)	(6341777)	(5403777)	(3331128)	(4080044)	(4195195)	الاحتياج في ر م ع (2)
3434077	1882117	1126004	2533344	3959747	4339397	8277373	الخزينة الصافية (1-2)
3788972	2804127	1936711	3154250	4757454	5149560	9006206	القيم الجاهزة (1)
(354895)	(922010)	(810707)	(620906)	(797707)	(810163)	(728833)	التسيقات البنكية (2)
3434077	1882117	1126004	2533344	3959747	4339397	8277373	الخزينة الصافية (1-2)
82,46%	67,15%	(55,55%)	(36,02%)	(8,75%)	(47,58%)	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من الجدول السابق نجد أن مؤسسة "صيدال" سجلت خزينة صافية موجبة خلال جميع السنوات المدوسة، ورغم القيمة الإيجابية للاحتياج في رأس المال العامل إلا أن المؤسسة استطاعت تغطيته بفضل القيمة الكبيرة في رأس المال العامل، وبالتالي يمكن القول أن مؤسسة "صيدال" متوازنة ماليا خلال الفترة (2015-2021).

2016

TN+ 4339397	FR 8419441
BFR 4080044	

انخفضت قيمة خزينة المؤسسة بنسبة **47,58%** مقارنة بالسنة السابقة، والسبب يعود للانخفاض الكبير في قيمة رأس المال العامل والذي بلغ نسبة **32,34%**، فرغم انخفاض قيمة الاحتياج في رأس المال العامل للمؤسسة إلا لأنه لم يكن بالمستوى الذي انخفض به رأس المال العامل.

2015

TN+ 8277373	FR 12472568
BFR 4195195	

سمحت القيمة الكبيرة لرأس المال العامل التي حققتها المؤسسة والمقدرة بـ **12472568** ألف دج بتمويل احتياجات الدورة التشغيلية بأكملها، وتكوين خزينة صافية موجبة بقيمة **8277373** ألف دج.

2018

BFR 5403777	FR 7937121
TN+ 2533344	

خلال هذه السنة انخفضت قيمة الخزينة الصافية بنسبة بلغت **36,02%** عما كانت عليه سابقا، والسبب لا يعود لانخفاض قيمة **FR** وإنما سببه الارتفاع الكبير في الاحتياج في رأس المال العامل والبالغ نسبة **62,22%**.

2017

TN+ 3959747	FR 7290875
BFR 3331128	

استمر انخفاض قيمة الخزينة الصافية للمؤسسة ولكن هذه المرة بنسبة طفيفة بلغت **8,75%** وهذا يعود لانخفاض الذي سجله رأس المال العامل لديها.

2020

BFR	FR
6604440	
TN+	8486557
1882117	

خلال هذه السنة أدى ارتفاع رأس المال العامل للمؤسسة إلى زيادة قيمة الخزينة الصافية بنسبة **67,15%** ، مسجلة بذلك أول ارتفاع لها منذ سنة **2015**.

2019

BFR	FR
6341777	
TN+	7467781
1126004	

سجلت الخزينة الصافية أدنى قيمة لها خلال فترة الدراسة والمقدرة **1126004** ألف دج، وهذا راجع للانخفاض في قيمة **FR** من جهة والارتفاع في قيمة **BFR** من جهة أخرى.

2021

BFR	FR
8261750	
TN+	11695827
3434077	

شهدت الخزينة الصافي لمؤسسة "صيدال" ارتفاعا كبيرا بنسبة **82,46%** مقارنة بسنة **2020**، فرغم ضخامة الاحتياجات الدورية للمؤسسة إلا أنها استطاعت الرفع في الخزينة وذلك بسبب التطور الكبير في رأس المال العامل خلال هذه الفترة.

ثانيا: مؤشر السيولة: تظهر نسب السيولة لمؤسسة "صيدال" كما يلي:

الجدول رقم 71: نسب السيولة لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							النسب
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
2,7399	2,3264	2,2058	2,1661	2,0314	2,1182	2,8666	نسبة السيولة العامة
17,77%	5,47%	1,83%	6,63%	(4,10%)	(26,18%)	-	نسبة النمو %
1,2813	1,3026	1,0937	1,2422	1,3406	1,3573	2,1234	نسبة السيولة المختصرة
(1,63%)	19,10%	(11,95%)	(7,34%)	(1,23%)	(36,08%)	-	نسبة النمو %
0,5636	0,4383	0,3127	0,4634	0,6730	0,6839	1,3478	نسبة السيولة الجاهزة
28,59%	40,17%	(32,52%)	(31,14%)	(1,59%)	(49,26%)	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

يمكن تفسير النتائج الظاهرة في الجدول السابق من خلال:

✓ نسبة السيولة العامة:

تميزت نسب السيولة العامة لمؤسسة "صيدال" بمعدلات مرتفعة جدا حيث بلغت 2,35 في المتوسط خلال فترة الدراسة، بمعنى أن الأصول الجارية تفوق الخصوم الجارية بأكثر من مرتين، فبالرغم من الانخفاض الذي شهدته المؤسسة من حيث هذه النسب خلال السنتين 2016 و 2017 بـ 26,18% و 4,10% على التوالي، بسبب الانخفاض الكبير في الاحتياجات الدورية لديها، إلا أن المؤسسة لا تزال تملك نسب معتبرة في هذا المؤشر، مما يدل على أن المؤسسة تتمتع بوضع مريح من حيث السيولة.

✓ نسب السيولة المختصرة:

أما نسب السيولة المختصرة فشهدت هي الأخرى ارتفاع كبيرا خاصة خلال سنة 2015 حيث تجاوزت نسبتها 2 مرة، وهذا يدل على أن المؤسسة قادرة على تغطية خصومها الجارية من خلال الأصول سريعة التحول إلى سيولة، بمعنى أن مؤسسة "صيدال" باستطاعتها مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل من خلال تحصيل حقوقها من الغير دون أن تلجأ إلى تصريف مخزونها.

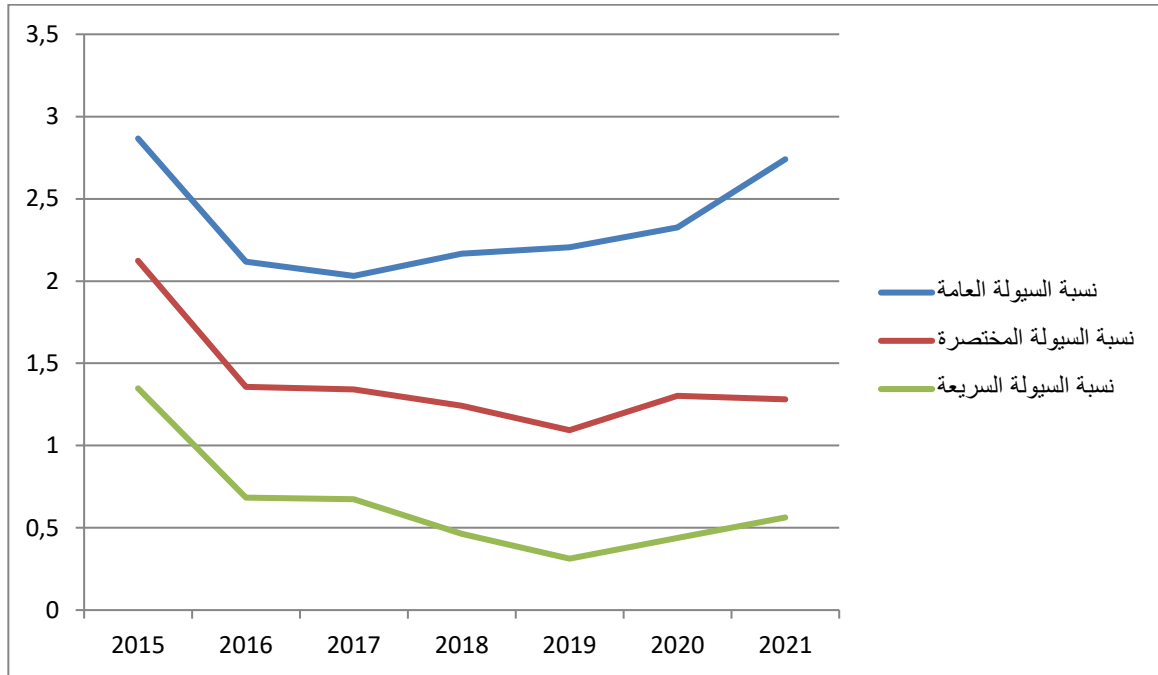
✓ نسب السيولة السريعة:

يتضح أن نسب السيولة السريعة لمؤسسة "صيدال" عرفت تراجعا كبيرا خلال الخمس سنوات الأولى من الدراسة حيث بلغت سنة 2015 نسبة 1,3478 لتصل إلى 0,3127 سنة 2019، أما خلال السنتين الأخيرتين فقد ارتفعت نسبة السيولة السريعة للمؤسسة وهذا بسبب الارتفاع الكبير الذي شهدته خزينة الأصول لديها. ولكن رغم

هذا الانخفاض في السيولة السريعة للمؤسسة إلا أنها لم تسقط تحت المستوى الأدنى (25%)، وبالتالي فالمؤسسة في مأمن من مخاطر عدم التسديد خاصة احتياجاتها المستعجلة.

ويمكن ترجمة المعلومات المتوفرة في الجدول السابق من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 23: نسب السيولة لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 71.

ثالثا: مؤشر الربحية: تتلخص نسب الربحية لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2021 في الجدول التالي:

الجدول رقم 72: نسب الربحية لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							النسب
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,0021	0,0085	0,0364	0,0593	0,0493	0,0550	0,0559	العائد على حقوق الملكية ROE
(75,29%)	(84,62%)	(38,62%)	20,28%	(10,36%)	(1,61%)	-	نسبة النمو %
0,0011	0,0047	0,0196	0,0297	0,0285	0,0325	0,0328	العائد على الأصول ROA
(76,60%)	(76,02%)	(34,01%)	4,21%	(12,31%)	(0,91%)	-	نسبة النمو %
0,0041	0,0179	0,0662	0,0952	0,1328	0,1316	0,1065	هامش الربح PM
(77,09%)	(72,96%)	(30,46%)	(28,31%)	0,91%	23,57%	-	نسبة النمو %
0,4607	1,2273	2,3126	4,6056	8,3493	8,4922	8,6356	نسبة التغطية الشاملة
(62,46%)	(46,93%)	(49,79%)	(44,84%)	(1,68%)	(1,66%)	-	نسبة النمو %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

✓ العائد على حقوق الملكية:

بلغ متوسط العائد على حقوق الملكية لمؤسسة "صيدال" خلال فترة الدراسة نسبة 3,81%، وهي نسبة ضعيفة تدل على أن المؤسسة عند توظيفها 1 دج من أموالها الخاصة تحقق ربحا قدره 0,0381 دج فقط، وهذا بسبب انخفاض النتيجة الصافية خاصة خلال الثلاث السنوات الأخيرة.

حققت مؤسسة "صيدال" تراجعا في نسبة ROE خلال السنوات 2016، 2017 بمعدل 1,61%، 10,36% على التوالي وهذا بسبب الارتفاع الكبير في قيمة حقوق الملكية للمؤسسة، فرغم ارتفاع النتيجة الصافية إلا أن نسبة العائد على حقوق الملكية انخفض خلال هذه السنوات، بعد ذلك ارتفع معدل العائد على حقوق الملكية بنسبة 20,28% خلال سنة 2018، وهذا راجع إلى انخفاض الأموال الخاصة للمؤسسة بسبب تسديد مختلف ديونها المالية عن طريق أموالها الخاصة. أما خلال السنوات 2019، 2020، 2021 فقد أدى الانخفاض الكبير في نتيجة المؤسسة إلى تسجيل نسب نمو سالبة بمعدلات 38,62%، 84,62%، 75,29%.

✓ العائد على الأصول:

يعود السبب وراء تراجع نسبة العائد على أصول مؤسسة "صيدال" خلال الثلاث سنوات الأولى إلى الارتفاع الكبير في حجم الأصول خاصة سنة 2016 والذي بلغ 32,84% عما كان عليه سابقا، بعد ذلك ارتفعت نسبة ROA سنة 2018 بـ 4,21% وهذا راجع إلى انخفاض إجمالي الأصول مقارنة بـ 2017 وذلك بقيام المؤسسة بالتنازل عن بعض الاستثمارات التي لم تحقق ربحية لها.

أما خلال باقي السنوات فقد انخفض معدل العائد على الأصول إلى 0,0196، 0,0047، 0,0011 على التوالي، والسبب دائما يكمن في انخفاض النتيجة الصافية للمؤسسة خلال هذه الفترة.

✓ هامش الربح:

أخذت النسب المتعلقة بهامش الربح لمؤسسة "صيدال" منحى تصاعدي حتى سنة 2017 أين حققت أقصى نسبة لها والتي بلغت 13,28%. يعود السبب وراء ذلك إلى ارتفاع النتيجة الصافية من جهة والانخفاض في قيمة الإيرادات الصافية من جهة أخرى.

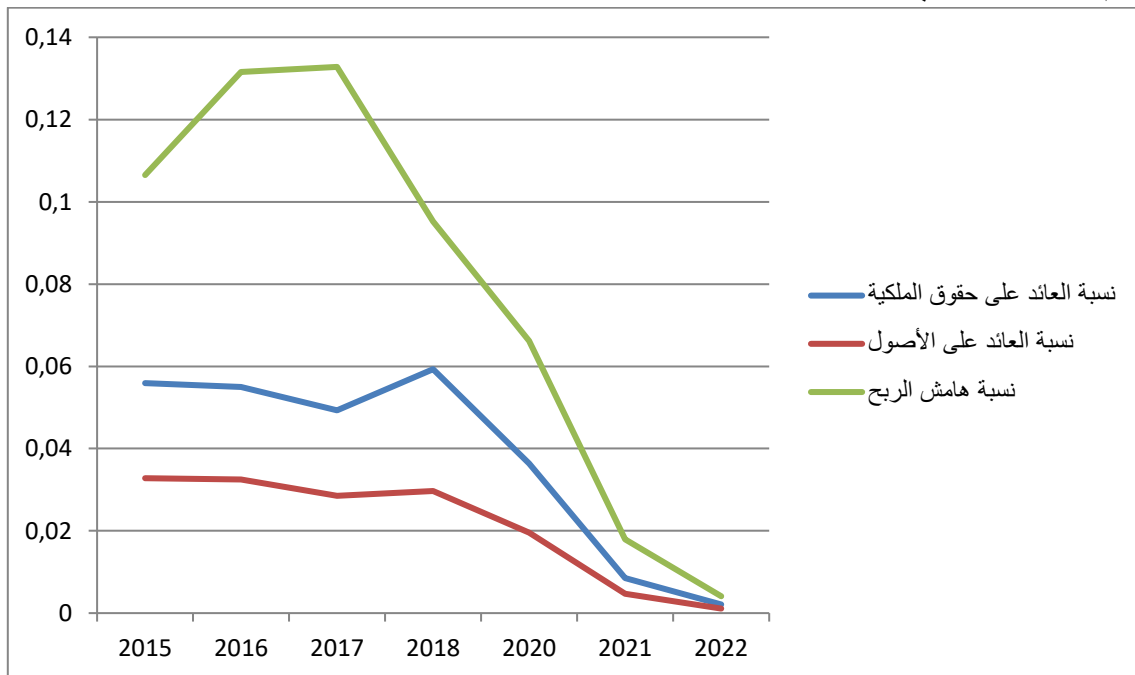
أما خلال السنوات المتبقية من الدراسة فقد سجلت المؤسسة نسبة منخفضة لهذا المؤشر، وبالرغم من زيادة قيمة الأصول الصافية خلال سنتي 2018 و2021 إلا أنها لم تكن بالمستوى الذي انخفضت به النتيجة الصافية، الأمر الذي أدى إلى تراجع معدل هامش الربح خلال هذه الفترة.

✓ نسبة التغطية الشاملة:

شهدت نسبة التغطية الشاملة لمؤسسة "صيدال" انخفاضا مستمرا خلال جميع سنوات الدراسة، ويعود سبب تراجع المؤسسة في هذه النسبة خلال سنة 2016 إلى ارتفاع قيمة المصاريف المالية بسبب الارتفاع الكبير في الديون، فرغم نمو النتيجة الصافية بنسبة 31,94% إلا أن المؤسسة سجلت تراجعا نسبته 1,66% في هذا المؤشر. أما خلال باقي السنوات فلقد أدى انخفاض النتيجة الصافية لمؤسسة "صيدال" إلى الانخفاض في معدل التغطية الشاملة للديون خلال هذه الفترة.

ويمكن تجسيد النتائج السابقة الخاصة بنسب الربحية في الشكل التالي:

الشكل رقم 24: نسب الربحية لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم 72.

رابعا: مؤشر المردودية وأثر الرافعة المالية: يمكن إظهار نسب المردودية وأثر الرافعة المالية لمؤسسة "صيدال" في الجدول التالي:

الجدول رقم 73: المردودية وأثر الرفع المالي لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
0,0124	0,0103	0,0301	0,0428	0,0397	0,0606	0,0717	معدل المردودية الاقتصادية Re نتيجة الاستغلال $Re = \frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$
0,9558	0,8299	0,8568	0,9991	0,7299	0,6891	0,7063	نسبة الديون إلى الأموال الخاصة $\frac{D}{CP}$
(0,0032)	(0,0091)	0,0176	0,0356	0,0431	0,0553	0,0724	معدل المردودية المالية Rf $Rf = \left\{ Re + (Re - i) \frac{D}{CP} \right\} (1 - t)$
(0,0124)	(0,0167)	(0,0047)	0,0039	0,0137	0,0105	0,0172	معدل الرافعة المالية Lev $Lev = Rf - Re$

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

تشير النتائج الظاهرة في الجدول السابق على أن مؤسسة "صيدال" حققت أثر إيجابي للرافعة المالية خلال السنوات (2015-2018)، في حين كان الأثر سلبيا خلال السنوات الأخرى من الدراسة.

رغم الأثر الإيجابي للرفع المالي الذي تحظى به المؤسسة خلال الفترة الأولى إلا أنه يعد ضعيفا ولا يرتقي إلى المستوى المطلوب، والسبب يكمن بالدرجة الأولى إلى انخفاض معدل المردودية الاقتصادية كما أن ذراع الرفع كان ضعيفا $\frac{D}{CP} < 1$ بسبب انخفاض حجم الديون المالية، كل هذا ساهم في انخفاض أثر الرافعة المالية للمؤسسة. أما خلال الفترة الأخيرة (2019-2021) فأدى انخفاض نتيجة الاستغلال لمؤسسة "صيدال" إلى التقليل في معدل المردودية الاقتصادية وبالتالي لم تعد كافية لتغطية تكلفة الديون ($Re - i < 0$) مما أدى إلى انخفاض المردودية المالية وبالتالي أثر سالب للرفع المالي.

خامسا: مؤشر إدارة الأصول: يقتصر هذا المؤشر على قياس مهل دوران المخزون، مهل دوران الزبائن إضافة إلى مهل دوران الموردين لمؤسسة "صيدال" خلال فترة الدراسة الممتدة من 2015 إلى 2021.

الجدول رقم 74: نسب النشاط لمؤسسة " صيدال " خلال الفترة 2015-2021.

السنوات							العناصر
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
1,6358	1,5827	1,4391	1,2079	1,4128	1,4596	1,5233	معدل دوران المخزونات
589	570	518	435	509	525	548	فترة التخزين (الأيام)
0,3282	0,4103	0,3383	0,3568	0,3109	0,3561	0,3829	معدل دوران الذمم المدينة
118	148	122	128	112	128	138	فترة التحصيل (الأيام)
0,4415	0,2938	0,3401	0,4865	0,3825	0,6633	0,5566	معدل دوران الذمم الدائنة
159	106	122	175	138	239	200	فترة التسديد (الأيام)

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة.

✓ معدل دوران المخزونات:

تشير نتائج الجدول السابق إلى طول فترة التخزين لدى مؤسسة " صيدال " خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2021، حيث بلغ متوسط بقاء البضاعة والمواد الأولية لدى مخازن المؤسسة 528 يوم، ويعود السبب وراء ذلك إلى بطئ دوران عناصر المخزونات مما أدى إلى تكديسها وبقيائها لفترة أطول في مخازن المؤسسة، وبالتالي يمكن القول أن مؤسسة " صيدال " تعاني من صعوبة كبيرة في تصريف منتوجاتها.

✓ معدل دوران الذمم المدينة:

بلغت المدة التي تمنحها مؤسسة " صيدال " لتحصيل حقوقها من الزبائن 128 يوم، وهي تعد مدة طويلة نظرا لارتفاعها عن المدة النموذجية والتي تبلغ 90 يوم، لكن بمقارنتها مع فترة التسديد للموردين فيمكن اعتبارها مدة جيدة وهذا نظرا لارتفاع فترة التسديد للموردين بمعنى أن المؤسسة تنتظر تحصيل ذممها لتسديد مورديها، وهذا دليل على تمتع المؤسسة بقدرة تفاوضية عالية تجاه زبائنها.

✓ معدل دوران الذمم الدائنة:

أما من حيث فترة التسديد فنلاحظ ارتفاع المدة التي يمنحها مورده مؤسسة " صيدال " لتحصيل حقوقهم تجاه المؤسسة، حيث بلغت فترة انتظار الموردين 162 يوم وهي مدة طويلة تسمح للمؤسسة من تسديد ديونها بأريحية تامة مما يجنبها صعوبات السيولة، وهذا مؤشر جيد عن سياسة رشيدة في تسيير مؤسسة " صيدال " لعناصر حسابات الغير.

سادسا: مؤشر القيمة المضافة:

- القيمة الاقتصادية المضافة EVA: تقاس القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة " صيدال " وفق العلاقة الرياضية التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة - مكافأة الأموال.

الجدول رقم 75: القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.

الوحدة: 1000 دج.

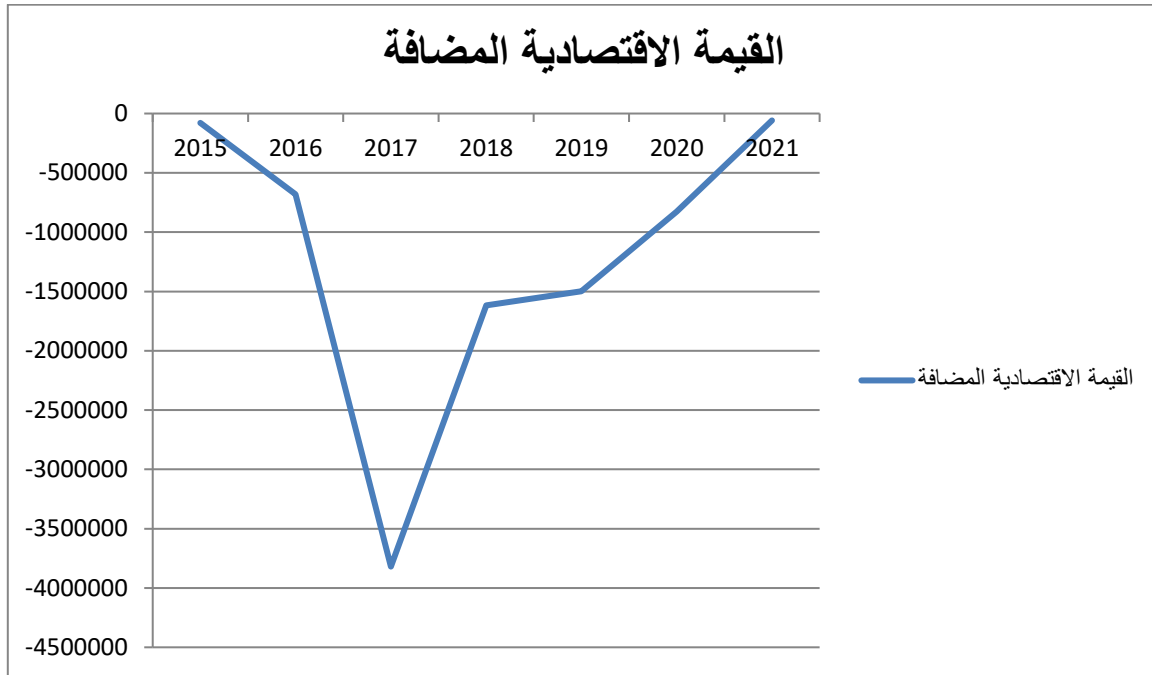
السنوات							البيان
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
315920	243772	736500	957467	1095379	1548927	1104032	نتيجة الاستغلال بعد الضريبة Rex (1-t)
0,0108	0,0330	0,0675	0,0852	0,1318	0,0646	0,0593	تكلفة رأس المال WACC
34655137	32407417	33114984	30234391	37290483	34521841	19962382	الأصول الاقتصادية AE
374275	1069445	2235261	2575970	4914886	2230111	1183769	مكافأة الأموال (WACC × AE)
(58355)	(825673)	(1498761)	(1618503)	(3819507)	(681184)	(79737)	القيمة الاقتصادية المضافة EVA

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة "صيدال" كانت سالبة خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2021، وهذا يدل على أن المؤسسة لم تتمكن من إنشاء قيمة اقتصادية لمساهميها طيلة الفترة المدروسة.

يعود السبب وراء هذه القيم السالبة لـ **EVA** إلى الارتفاع الكبير في مكافأة الأموال التي تمنحها المؤسسة بسبب الارتفاع الكبير في تكلفة الأموال، خاصة خلال سنة 2017 حيث سجلت أكبر قيمة اقتصادية سالبة بـ 3819507 ألف دج مع تسجيل تكلفة وسطية مرجحة للأموال قدرت بـ 13,18%، أما خلال السنوات (2018-2021) فبالرغم من انخفاض تكلفة الأموال إلا أن المؤسسة لم تستطع خلق ثروة لمساهميها وهذا بسبب الانخفاض الكبير في نتيجة الاستغلال خلال هذه الفترة.

الشكل رقم 25: القيمة المضافة لمؤسسة "صيدال" خلال الفترة 2015-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم: 75.

الفرع الثالث: نتائج تقييم المزيج التمويلي لمؤسسة "صيدال" ومقترحات تقويمه.

أولاً: تقييم المزيج التمويلي لمؤسسة "صيدال" بواسطة مؤشرات الكفاءة المالية.

من خلال ما درسناه سابقا حول مؤسسة "صيدال" وجدنا بأن مزيجها التمويلي يتكون من أموال الملكية وأموال الاستدانة، وأن حصة الأموال الخاصة هي الغالبة بنسبة قدرت بـ 55% من إجمالي مصادر تمويل المؤسسة، في حين توزعت باقي النسبة على الديون المالية بنوعها الطويلة والقصيرة الأجل. أما من حيث التكلفة الوسطية المرجحة للأموال فلاحظنا أنها كانت مرتفعة خاصة خلال سنة 2017 والتي بلغت 13,18% وهذا نتيجة ارتفاع تكلفة أموال الملكية بسبب ضخامة مبلغ التوزيعات التي تدفعها المؤسسة للمساهمين.

أما من حيث المرونة في اختيار المزيج التمويلي لمؤسسة "صيدال" فقد أثبتت بعض المؤشرات صحة ذلك، حيث أشارت مؤشرات الحجم أن المؤسسة لديها تطور مستمر في حجم أصولها ومبيعاتها باستثناء نتيجتها الصافية التي كانت منخفضة إلا أنها بقيت موجبة طيلة فترة الدراسة، كما أن حجم الضمانات المقدمة للبنوك فقد كانت مرتفعة طيلة مشوار الدراسة مما يسهل على المؤسسة الحصول على القروض المالية عند الحاجة إليها، وأخيرا لاحظنا أن المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية نظرا لتفوق حجم الأموال الخاصة مما يجنبها من الوقوع في صعوبات مالية في المستقبل، كل هذه المؤشرات تدل على السمعة الجيدة للمؤسسة سواء أمام المستثمرين أو المؤسسات المالية وبالتالي تمكناها في التحكم في مزيجها التمويلي واختيار المصادر المناسبة لتمويل استثماراتها.

ومن جهة أخرى أثبتت بعض المؤشرات عكس ذلك على غرار عامل المخاطر الذي يشير إلى ارتفاع المخاطر التشغيلية للمؤسسة خاصة خلال السنوات الأخيرة بسبب انخفاض نتيجة الاستغلال، في حين نجد انخفاض معدل Z Score عن نسبته النموذجية (1,81) وبالتالي فالمؤسسة معرضة للفشل المالي واحتمال إفلاسها مرتفع.

ومن حيث تحليل المزيج التمويلي لمؤسسة "صيدال" بواسطة مؤشرات الكفاءة المالية، فبداية من مؤشر التوازن المالي فنجد أن المؤسسة حققت قيم موجبة ومعتبرة لرأس المال العامل لديها ويفوق الاحتياجات مما شكل لها خزينة صافية طويلة فترة الدراسة، وهذا مؤشر جيد لوجود توازن مالي عام للمؤسسة. كما أن مؤسسة "صيدال" حققت سيولة معتبرة تمكنها من مواجهة التزاماتها الجارية في مواعيد استحقاقها، وهذا يدل على أن المؤسسة في وضع سيولة مريح طويلة هذه الفترة.

أما من حيث الربحية فقد أشارت نتائج مؤسسة "صيدال" إلى انخفاض النسب المسجلة لهذا المؤشر، والسبب يعود إلى الانخفاض المستمر في النتيجة الصافية للمؤسسة، فرغم تحقيق نتيجة صافية موجبة طويلة فترة الدراسة إلا أن المؤسسة تبقى عاجزة عن التحكم في الأرباح وتدنية المخاطر والتكاليف.

في حين أشار مؤشر المردودية والرافعة المالية إلى انخفاض أثر الرافعة المالية للمؤسسة مع تسجيل قيم سالبة خلال الثلاث سنوات الأخيرة، وهذا يعني انخفاض معدل المردودية الاقتصادية عن حده المطلوب خلال هذه الفترة.

أشارت النسب المتعلقة بنشاط الاستغلال إلى ارتفاع فترة بقاء المخزونات لدى مخازن المؤسسة، ومع تزايد المشتريات تؤدي إلى تكديس البضاعة لديها مما يصعب عليها عملية تصريفها، في حين نجد أن مدة التحصيل أقل من مدة التسديد، وهذا مؤشر جيد عن سياسة جيدة تتبعها المؤسسة مع الزبائن والموردين، بمعنى أنها تمتلك قدرة تفاوضية عالية مع الغير. وفي الأخير وحسب مؤشر القيمة المضافة، فنلاحظ أن جميع القيم المحققة للمؤسسة كانت سالبة سواء من حيث القيمة الاقتصادية المضافة، وبالتالي فمؤسسة "صيدال" عاجزة عن خلق الثروة لمساهميها.

ثانيا: تقويم المزيج التمويلي لمؤسسة " صيدال".

1- قياس مديونية مؤسسة " بيوفارم".

الجدول رقم 76: حصة الاستدانة في المزيج التمويلي لمؤسسة " صيدال" خلال الفترة 2015-2021.

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
الديون الأموال الخاصة	0,7063	0,6891	0,7299	0,9991	0,8568	0,8299	0,9558
الديون طويلة الأجل الأموال الخاصة	0,3798	0,4150	0,4768	0,6552	0,5724	0,5422	0,6624
الديون قصيرة الأجل الأموال الخاصة	0,3265	0,2742	0,2531	0,3438	0,2844	0,2878	0,2934
مجموع الديون مجموع الخصوم	0,4140	0,4080	0,4219	0,4998	0,4614	0,4535	0,4887

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

تراوحت نسب الاستدانة على الأموال الخاصة لمؤسسة " صيدال" خلال فترة الدراسة بين 0,6891 و0,9991، وهذا ما يعني أن المزيج التمويلي للمؤسسة يمتاز بارتفاع أموال الملكية على الديون، وهذا ما أثبتته النتائج المتعلقة بحصة الديون من إجمالي الخصوم، والتي لم تتجاوز نسبة 50%.

أما من خلال دراسة كل مصدر من مصادر الاستدانة فقد شكلت الديون طويلة الأجل الحصة الأكبر منها، حيث سجلت خلال سنة 2015 نسبة 0,3798 وكانت هي الأدنى، لتبلغ 0,6624 سنة 2021 مسجلة أعلى نسبة لها خلال فترة الدراسة، وهي بذلك تكون قد تجاوزت الحد الأدنى المرغوب فيه والذي يبلغ 0,35. أما فيما يخص نسبة الديون قصيرة الأجل مقارنة بأموال الملكية فقد عرفت مؤسسة " صيدال" معدلات لا بأس بها ما دامت لم تتجاوز نسبة 0,65، إذ بلغت أقصاها سنة 2018 بـ 0,3438.

2- إصلاح خلل المزيج التمويلي لمؤسسة " صيدال".

يظهر الجدول المتعلق بنسب المديونية لمؤسسة " صيدال" أن المؤسسة تعاني من ارتفاع حجم الديون طويلة الأجل، حيث أبرزت النتائج ارتفاعها عن النسبة النموذجية طيلة الفترة المدروسة، والتي كان من المفروض عدم تجاوزها لنسبة 0,35 من أموال الملكية. في حين أن باقي المصادر الأخرى في وضعها الأمثل.

وبعد تقييم المزيج التمويلي لمؤسسة " صيدال " بواسطة مؤشرات الكفاءة المالية استخلصنا أن المؤسسة تعاني من عدة نقاط ضعف سبب لها خلافاً في هيكلها المالي. فبداية من مؤشر التوازن المالي فقد أثبتت النتائج صحة وجود خزينة صافية موجبة ما يعكس وجود توازن مالي جيد والمؤسسة تتمتع بسيولة مالية قصيرة الأجل.

إلا أن وجود قيمة موجبة للاحتياج في رأس المال العامل لديها يدل على أن هناك احتياجات استغلالية غير مغطاة بموارد مالية قصيرة الأجل، وهذا راجع لارتفاع قيمة المخزونات وتكدسها لدى مخازن المؤسسة، مما يشير إلى أن هناك مخزون زائد من المنتجات راكد وغير مطلوب وينبغي التصرف فيه.

كما أن انخفاض النتيجة التشغيلية للمؤسسة أثر بشكل واضح على باقي المؤشرات الأخرى خاصة خلال الثلاث سنوات الأخيرة، فبسبب ضعف نتيجة الاستغلال انخفضت المردودية الاقتصادية للمؤسسة وأصبحت ذات تأثير سلبي على مديونية المؤسسة (أثر سالب للرافعة المالية)، إضافة إلى عدم قدرة المؤسسة على خلق قيمة مضافة لمساهميها، وهذا ما يفسر عجز نتيجة الاستغلال عن تغطية قيمة المكافأة الممنوحة لملاكها.

مما سبق يمكن إصلاح خلل المزيج التمويلي لمؤسسة " صيدال " من خلال:

- **التخفيض في حجم الديون طويلة الأجل:** يرجع المشكل الرئيسي لارتفاع حجم الديون طويلة الأجل للمؤسسة إلى اختلال دورة الاستغلال خاصة خلال الثلاث سنوات الأخيرة، مما ساهم في ارتفاع الاحتياجات الاستغلالية ومنه التأثير على باقي المؤشرات للكفاءة المالية.

وبهدف السير نحو الأمثلية للمزيج التمويلي لمؤسسة " صيدال " يجب التقليل من حجم المخزونات، وذلك بالمقدار الذي يحدث التوازن بين عدم الإفراط في عملية التخزين وإنقاذ المؤسسة من الوقوع في حالة نفاذ المخزون، وبالتالي التمكن من امتصاص حجم الاستدانة الزائدة والحصول على تركيبة متوازنة من المزيج التمويلي.

خاتمة الفصل:

خلال هذا الفصل التطبيقي تم دراسة المكونات والمصادر الأساسية التي يتشكل منها المزيج التمويلي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2015-2021) وقياس تكلفتها، إضافة إلى تقييم مرونتها في اختيار هذا المزيج، كما تم إسقاطها على مجموعة من مؤشرات الكفاءة المالية (التوازن المالي، السيولة، الربحية، المردودية وأثر الرافعة المالية، إدارة الأصول والقيمة المضافة). بعد ذلك تم الاستعانة بالنسب النموذجية للمديونية والتي من خلالها يمكن التعرف على الخل في المزيج التمويلي لهذه المؤسسات. وبالتالي يمكن الوصول إلى النتائج التالية:

- يعاني المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي " من ارتفاع نسبة الديون طويلة الأجل إضافة إلى انخفاض حجم الأموال الخاصة عن النسبة النموذجية، مما يتطلب تخفيض حجم المخزونات من أجل امتصاص حجم الديون الزائدة، كما يتوجب على الإدارة التنازل عن بعض الاستثمارات، وتخفيض قيمة التوزيعات على المساهمين من أجل الرفع في التمويل الذاتي والذي من شأنه أن يزيد في أموال الملكية للمؤسسة؛

- يتميز المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس " بارتفاع حجم المديونية خاصة قصيرة الأجل، في حين شهدت الديون طويلة الأجل انخفاضا نسبيا عن المستوى المطلوب، وبالتالي يتوجب على المؤسسة تقليص حجم خصومها الجارية من خلال توظيفها في استثمارات قصيرة الأجل، إضافة إلى العمل على الرفع من الديون طويلة الأجل من خلال التنازل عن الاستثمارات الزائدة وغير المستخدمة؛

- مؤسسة " بيوفارم " تميزت بسيطرة الديون قصيرة الأجل على حجم الاستدانة لديها، مما يتطلب العمل على اقتناء استثمارات جديدة لتعزيز ديونها طويلة الأجل، إضافة إلى تحويل بعض أصولها الجارية كالمخزونات إلى سيولة جاهزة لتخفيف حدة الاحتياجات الدورية.

- وأخيرا ومن خلال تحليل الوضعية لمؤسسة " صيدال "، فقد سبب ارتفاع حجم الاحتياجات الدورية لها ارتفاع حجم الديون طويلة الأجل عن حدها الأمثل. ولتصحيح هذا الوضع ومن أجل الحصول على مزيج متوازن، يتعين على إدارة المؤسسة التخفيف من حجم المخزونات من أجل التقليل في حجم الاستدانة الزائدة.

الخاتمة

خاتمة:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة المزيج التمويلي للمؤسسة وكيف يمكن لها التوصل إلى الكفاءة المالية من خلال اختيار المزيج الأمثل بين مصادر أموال الملكية والاستدانة، فبعد الإلمام بالجانب النظري والمتعلق بالمزيج التمويلي الأمثل، محدداته، وأهم المداخل المفسرة له، وكذلك تحديد مختلف المفاهيم المتعلقة بالكفاءة المالية ومؤشرات قياسها، إضافة إلى عرض بعض الدراسات السابقة ومناقشتها باعتبارها المنطلق الرئيسي لدراستنا.

كما تهدف الدراسة أيضا إلى الوقوف على واقع البيئة الجزائرية، من خلال دراسة عينة من المؤسسات التي تنشط في بورصة الجزائر خلال الفترة (2015-2021) باستخدام مجموعة من مؤشرات الكفاءة المالية من أجل تقييم المزيج التمويلي لهذه المؤسسات، ومن ثم العمل على إصلاح الخلل فيه وتقويمه اعتمادا على المؤشرات السابقة.

بناءً على ما تقدم، يمكن عرض نتائج اختبار الفرضيات، النتائج النهائية للدراسة، الاقتراحات المقدمة وآفاق الدراسة كما يلي:

1- نتائج اختبار الفرضيات:

بعد الاستعراض المفصل لمختلف جوانب الموضوع من خلال الدراسة النظرية والدراسة التطبيقية، توصلت الدراسة إلى جملة النتائج والتي بصدها يمكن إثبات أو نفي الفرضيات المقدمة:

- من خلال تحليل الوضعية المالية لمؤسسة " الأوراسي" بواسطة مؤشرات الكفاءة المالية وإظهار الخلل الموجود فيه، يمكن القول أن إعادة التوازن يقتصر على تخفيض حجم الديون طويلة الأجل والتي فاقت النسبة المطلوبة، وذلك عن طريق الرفع من أموالها الخاصة من خلال التنازل عن بعض الاستثمارات الزائدة عن حاجاتها، تغيير سياسة التوزيعات واتباع نظام فعال لتخزين منتجاتها.

ومنه الإقرار بصحة الفرضية الأولى التي تنص على مساهمة المؤشرات المرتبطة بالكفاءة المالية في تقويم المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي".

- عند تحليل الوضعية المالية لمؤسسة " أليانس" تبين أن ديونها الجارية تستحوذ على نسبة كبيرة من مزيجها التمويلي، ولإعادته إلى وضعه التوازني يجب التنازل عن بعض أصولها الثابتة وتحويلها إلى سندات بغية الرفع في ديونها طويلة الأجل، كما يجب عليها أيضا تعديل سياسة التوزيعات من أجل زيادة حقوق الملكية لديها.

وبهذا يتم قبول صحة الفرضية الثانية التي تقر بمساهمة المؤشرات المرتبطة بالكفاءة المالية في تقويم المزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس".

- عند تحليل الوضعية المالية لمؤسسة " بيوفارم" يتضح أنها تعاني من ارتفاع حجم ديونها قصيرة الأجل، فرغم انخفاض نسبة الاستدانة لديها إلا أن الديون الجارية كانت مرتفعة مما قد يشكل خطرا عليها في المستقبل، ولتصحيح الوضع يتطلب من المؤسسة تحويل بعض مخزوناتا إلى سيولة جارية، أو اقتناء بعض الأصول الثابتة عن طريق اللجوء إلى الديون طويلة الأجل.

وبهذا فقد أثبتت صحة الفرضية الثالثة التي تبين مدى مساهمة مؤشرات الكفاءة المالية في تقييم وتقويم المزيج التمويلي لمؤسسة " بيوفارم".

- من خلال تحليل الوضعية المالية لمؤسسة " صيدال" يتبين أن ارتفاع الديون طويلة الأجل شكلا عائقا تمويليا للمؤسسة، ولإعادة التوازن لمزيجها التمويلي يتطلب من مسيري هذه المؤسسة العمل على التقليل من حجم المخزونات من أجل التخفيض في حجم الأصول المتداولة وبالتالي تخفيض نسبة الاستدانة الزائدة.

وبذلك يتم إثبات صحة الفرضية الرابعة التي تنص على مساهمة مؤشرات الكفاءة المالية في تقييم وتقويم المزيج التمويلي لمؤسسة " صيدال".

مما سبق يمكن القول أن المؤشرات المرتبطة بالكفاءة المالية والتي تم طرحها لتقييم المزيج التمويلي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر، ساهمت بالفعل في اكتشاف الخلل المترتب بالمزيج التمويلي لهذه المؤسسات وإعطاء حلول نموذجية من أجل تقويمه وإعادةه إلى وضعه التوازني، مما يثبت صحة الفرضية الرئيسية المنصوصة على مساهمة المؤشرات المرتبطة بالكفاءة المالية في تقييم وتقويم المزيج التمويلي الخاص بالمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

2- نتائج الدراسة:

يمكن تقسيم نتائج الدراسة إلى نتائج نظرية خاصة بالجزء النظري للموضوع، ونتائج تطبيقية تخص الجزء التطبيقي.

2-1- النتائج النظرية: من خلال دراسة الشق النظري تم التوصل إلى النتائج التالية:

- المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسة هو ذلك المزيج أو التشكيلة من مصادر التمويل التي تجعل تكلفة الأموال عند حدها الأدنى مما يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة؛

- تحدد المؤسسة مزيجها التمويلي حسب ما يتناسب مع نشاطها وسياستها التمويلية والذي يحقق لها أكبر عائد مع أقل تكلفة؛
- تتمثل التكلفة الوسطية المرجحة لأموال المؤسسة في مجموع كل من تكلفة أموال الملكية (معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين) وتكلفة أموال الاستدانة (معدل الفائدة على الديون)، ويتم قياسها بضرب تكلفة كل مصدر تمويلي في الوزن النسبي داخل المزيج التمويلي، وبالتالي كلما كانت هذه النسبة ضئيلة كلما زاد في قيمة المؤسسة؛
- يتم اختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة وفق عدة محددات أو عوامل، والتي تنقسم إلى محددات كمية قابل للقياس مثل: الحجم، السيولة، الربحية، المردودية، نمو المبيعات وهيكل الأصول. ومحددات كيفية غير قابل للقياس كالمرونة والملائمة؛
- يركز مفهوم الكفاءة المالية على الاستخدام العقلاني والرشيد للموارد المالية المتاحة أمام المؤسسة، بما يضمن تحقيق الأرباح بأقل المخاطر والتكاليف؛
- هناك عدة مؤشرات مرتبطة بقياس الكفاءة المالية، فبداية من مؤشر التوازن المالي الذي يبين كفاءة المؤسسة في تغطية استخداماتها وتحقيق خزينة موجبة تساهم في استمراريتها والسماح لها بالقيام باستثمارات إضافية في المستقبل، أما مؤشر السيولة فيقيس كفاءة المؤسسة من حيث مواجهة التزاماتها القصيرة بواسطة النقدية الجاهزة لديها من أجل تجنب الوقوع في العسر المالي، أما الربحية فتوضح مدى كفاءة المؤسسة في تحقيق الأرباح وتدنية المخاطر والتكاليف. مؤشر المردودية وأثر الرافعة المالية يبين مدى قدرة المردودية الاقتصادية على تغطية تكلفة الديون ومنه تعظيم معدل المردودية المالية، ومؤشر إدارة الأصول أو النشاط فيقيس كفاءة المؤسسة في إدارة أصولها، أي يبرز درجة الفعالية في استخدام الموارد المالية للمؤسسة، وأخيراً مؤشر القيمة المضافة فإنه يعكس كفاءة المؤسسة وقدرتها على خلق وتعظيم الثروة لمساهميها؛
- يتم تقييم المزيج التمويلي للمؤسسة بواسطة مؤشرات ونسب الكفاءة المالية، بعد ذلك يتم إصدار حكم حول وضعيته، هل هو في وضعه الأمثل؟ أم أن هناك تغيرات يجب أن تطرأ عليه؟ وفي حال قضى هذا التقييم بعدم أمثلته، يتم تصحيح هذه الانحرافات من أجل تقويم هذا المزيج والسير به نحو الأمثلية.

2-2- النتائج التطبيقية: في إطار الدراسة الميدانية لعينة من المؤسسات المدرجة في بوصة الجزائر، تم التوصل إلى جملة من النتائج تتمثل في الآتي:

• مؤسسة " الأوراسي":

- تعتمد مؤسسة " الأوراسي" على الديون المالية في تمويل استثماراتها (59% من إجمالي موارد المؤسسة مقابل 41% لأموال الملكية)، في حين تسيطر الديون طويلة الأجل على الحصة الأكبر، حيث تمثل لوحدها 48% من مجموع الخصوم؛

- تظهر تكلفة أموال المؤسسة تفوق كبير لتكلفة أموال الملكية، وهذا يعود إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه المساهمون مقارنة بتكلفة الديون، وهذا ما أدى إلى ارتفاع التكلفة الكلية خاصة خلال سنة 2015. في حين كان انخفاضها خلال السنتين الأخيرتين إلى انخفاض تكلفة أموال الملكية بسبب عدم لجوء المؤسسة إلى التوزيعات بسبب انخفاض النتيجة الصافية؛

- تتمتع مؤسسة " الأوراسي" بمرونة نسبية في اختيار المزيج التمويلي، وهذا ما أثبتته بعض المؤشرات على غرار حجم الأصول وكذلك مخاطر الفشل المالي، إلا أن بعض المؤشرات أشارت إلى بعض التحفظات، مثل حجم المؤسسة، الاستقلالية ومخاطر الأعمال؛

- تظهر النتائج أيضا تمتع المؤسسة بتوازن مالي عام نظرا لارتفاع حجم رأس المال العامل عن الاحتياج في رأس المال العامل وتكوين خزينة صافية، كما أن المؤسسة تمتاز بسيولة معتبرة تمكنها من مواجهة ديونها الجارية. في حين لم تكن المؤسسة تمتلك الكفاءة من حيث مؤشر الربحية نظرا لانخفاض نتيجتها الصافية، كما أن لجوئها للاستدانة أثر سلبا على رافعتها المالية خاصة خلال السنتين الأخيرتين من الدراسة، وهذا بسبب انخفاض معدل المردودية الاقتصادية عن تكلفة الديون خلال هذه الفترة، إضافة إلى ارتفاع حجم المخزونات المكدسة لديها، كما أن المؤسسة عاجزة عن خلق الثروة لأصحابها.

- يكمن الخلل في المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي" في ارتفاع حجم الديون طويلة الأجل، وبالرجوع إلى مؤشرات الكفاءة المالية فإن الخلل يكمن في الدورة التشغيلية للمؤسسة وبالتحديد حجم المخزونات، والتي كانت مرتفعة جدا مما يجعل المؤسسة تعاني من صعوبة في تصريفها، إضافة إلى انخفاض حجم الأموال الخاصة للمؤسسة بسبب الارتفاع الكبير في حجم التوزيعات؛

- لإصلاح الخلل في المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي" يتعين على مسيرتها العمل على التخفيض في حجم المخزونات المكدسة من خلال اتباع نظام تخزين فعال يمكنها من الحد من حجم المخزونات الزائدة،

إضافة إلى الرفع من أموالها الخاصة عن طريق التنازل عن بعض الاستثمارات غير المستعملة وتغيير سياسة التوزيعات.

• مؤسسة " أليانس":

- تعتمد مؤسسة " أليانس" في عملية تمويل موجوداتها على الديون المالية وبالأخص القصيرة، إذ شكلت هذه الأخيرة لوحدها نسبة 52% من إجمالي خصوم المؤسسة خلال الفترة المدروسة، وهذه النسبة تعد مرتفعة جدا قد تشكل خطرا عليها في المستقبل؛

- تظهر تكلفة أموال المؤسسة ارتفاعا كبيرا خاصة خلال سنة 2020، وهذا بسبب العائد الذي يطلبه المساهمون، فرغم انخفاض الوزن النسبي لأموال الملكية إلا أن الارتفاع الكبير في حجم التوزيعات أدى إلى ارتفاع التكلفة الوسطية المرجحة لأموال مؤسسة " أليانس".

- تظهر بعض العوامل المحددة للمزيج التمويلي لمؤسسة " أليانس" تمتعها بمرونة عالية في اختياره مثل: عامل الحجم ومخاطر النشاط. بينما تشير العوامل الأخرى (هيكل الأصول، الاستقلالية المالية، خطر الإفلاس) إلى محدودية المؤسسة في اختيار هيكلها المالي، مما قد تجد صعوبة في تغيير بنيته عندما تحتاج إلى ذلك؛

- تبرز نتائج التحليل تمتع المؤسسة بالكفاءة في تحقيق الأرباح والتحكم في المخاطر والتكاليف، إضافة إلى تحقيق أثر إيجابي للرافعة المالية. إلا أن المؤسسة لم تكن متوازنة ماليا كما أنها لا تتمتع بسيولة جيدة خاصة خلال السنوات الأخيرة من الدراسة (2019-2021)، أضف إلى ذلك عدم تمكنها من تحقيق قيمة اقتصادية موجبة خلال هذه الفترة؛

- يكمن خلل المزيج التمويلي في مؤسسة " أليانس" في ارتفاع نسبة الديون قصيرة الأجل مقارنة بباقي مصادر الأموال الأخرى، كما أن نسبة الاستدانة طويلة الأجل لم ترتقي إلى المستوى المطلوب فضلا عن انخفاض حجم أموال الملكية؛

- يكمن الحل في إصلاح خلل هذا المزيج في التخفيض من حجم الديون قصيرة الأجل من خلال تحويلها إلى استثمارات صغيرة، والعمل على التنازل عن بعض الاستثمارات وتحويلها إلى سندات من أجل الرفع في حجم الاستدانة طويلة الأجل، كما يتطلب منها أيضا تعديل سياسة التوزيعات بغية الرفع في أموالها الخاصة.

• مؤسسة "بيوفارم":

- يتميز المزيج التمويلي لمؤسسة "بيوفارم" بتفوق الأموال الخاصة على إجمالي الديون، حيث بلغت أموال الملكية لديها نسبة **56%** كمتوسط تمويل خلال الفترة المدروسة، ثم الديون قصيرة الأجل بنسبة **40%**، في حين لم تشكل الديون طويلة الأجل سوى **4%** من أموال المؤسسة؛

- شكلت تكلفة أموال المؤسسة ارتفاعا كبيرا خاصة خلال سنة **2018**، وهذا يعود لارتفاع تكلفة أموال الملكية بسبب ارتفاع العائد الذي يطلبه الملاك؛

- تظهر جميع العوامل المحددة لاختيار المزيج التمويلي تمتع مؤسسة "بيوفارم" بمرونة عالية في اختيار الهيكل المناسب الذي يتماشى مع نشاطها، وبالتالي فلها الحرية التامة في الحصول على المصدر الذي ترغب فيه؛

- بعد تحليل الوضعية المالية لمؤسسة "بيوفارم" يتضح أنها تعد الأفضل من بين جميع المؤسسات، حيث سجلت نسبا جيدة في جميع المؤشرات، إلا أنه يشوبها بعض النقائص كارتفاع حجم الاحتياج في رأس المال العامل لديها إضافة إلى انخفاض نسبة السيولة الجاهزة خاصة خلال السنوات الأخيرة من الدراسة؛

- يكمن خلل المزيج التمويلي للمؤسسة في انخفاض ديونها طويلة الأجل عن حدها المطلوب، كما تعاني أيضا من ارتفاع الخصوم الجارية خاصة خلال السنة الأولى من الدراسة؛

- يكون إصلاح خلل المزيج التمويلي لمؤسسة "بيوفارم" عن طريق اللجوء إلى اقتناء استثمارات جديدة للمؤسسة باستخدام الرفع في الديون طويلة الأجل، كما يمكنها أيضا اللجوء إلى تحويل نسبة من مخزوناتا إلى سيولة جاهزة من أجل تقليص حجم الاحتياجات الاستغلالية من جهة والرفع في نقديتها الجاهزة من جهة أخرى.

• مؤسسة "صيدال":

- تشكل الأموال الخاصة الحصة الأكبر في هيكل مؤسسة "صيدال" بنسبة تقدر **55%** من مجموع الخصوم، في حين تتوزع النسبة المتبقية على الديون المالية الطويلة والقصيرة الأجل؛

- تتميز تكلفة الأموال لدى مؤسسة "صيدال" بارتفاع كبير نتيجة ارتفاع تكلفة أموال الملكية خاصة خلال سنة **2017**، بينما شهدت سنة **2021** انخفاض التكلفة المرجحة للأموال بسبب عدم قيامها بتوزيع الأرباح على المساهمين خلال هذه السنة؛

- تشير بعض العوامل إلى تمتع المؤسسة بمرونة عالية في اختيار مزيجها التمويلي مثل: حجم المؤسسة، هيكل الأصول والاستقلالية المالية. إلا أن بعض العوامل أثبتت عكس ذلك، منها عامل المخاطر التشغيلية الذي يشير إلى ارتفاع مخاطر الاستغلال بسبب انخفاض النتيجة التشغيلية للمؤسسة، وعامل المخاطر المالية الذي يشير أيضا إلى تعرض المؤسسة لخطر الإفلاس.

- من خلال تحليل الوضعية المالية لمؤسسة " صيدال " بواسطة مؤشرات الكفاءة المالية، يتبين أن المؤسسة لديها توازن مالي عام جيد وسيولة معتبرة، كما أشارت المؤشرات الأخرى إلى عدم كفاءة المؤسسة في تحقيق الأرباح والتحكم في التكاليف، كما أنها غير قادرة على تحقيق أثر إيجابي للرافعة المالية وتحقيق قيمة مضافة لمساهميها؛

- يكمن خلل المزيج التمويلي في ارتفاع حجم الاستدانة طويلة الأجل، والسبب يعود إلى ارتفاع حجم الاحتياجات الدورية خاصة المخزونات، مما دفع المؤسسة إلى البحث عن مصادر تمويل لسد هذه الاحتياجات والتي اقتصر على الديون طويلة الأجل؛

- يتمثل إصلاح خلل المزيج التمويلي لمؤسسة " صيدال " في العمل على التخفيض من حجم المخزونات المكدسة لدى مخازن المؤسسة، وذلك من خلال اتباع نظام فعال من شأنه أن يقلص من حجم الاحتياجات الدورية وبذلك تتمكن من تخفيض نسبة الديون الزائدة وتحقيق مزيج متوازن بين أموال الملكية والديون.

3- الاقتراحات:

على ضوء النتائج السابقة، يمكن استخلاص العديد من الاقتراحات التي قد تساهم في تجاوز المشكلات والعقبات في تمويل المؤسسات الاقتصادية بشكل عام، والمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر بشكل خاص. هذه الاقتراحات تتمثل في:

- على المؤسسات الاهتمام أكثر بالدورة الاستغلالية وتحديد حساب المخزونات، وهذا يتطلب منها انتهاز نظام تسيير وفعال لإدارة مخزوناتها، وذلك من خلال إحداث توازن بين عدم الإفراط في عملية التخزين من جهة، والحرص على تجنب الوقوع في حالة نفاد المخزون من جهة أخرى؛

- إعادة النظر في سياسة توزيع الأرباح، وهذا من خلال وضع سياسة توزيعات رشيدة تخدم مصلحة كلا من المؤسسة ومساهميها؛

- الاهتمام بتحليل الوضعية المالية لهذه المؤسسات بصفة دورية، مما يسمح لها من اكتشاف مواطن الخلل وتصحيح الوضع بسهولة؛

- يتعين على الإدارة المالية الخاصة بهذه المؤسسات الاطلاع على تركيبة مزيجها التمويلي، والعمل على الاستغلال الجيد لهذه الموارد من أجل استخدامها بكفاءة وفعالية؛
 - العمل على استخدام أدوات أكثر تطوراً لقياس الكفاءة المالية لهذه المؤسسات، مع ضرورة مقارنة النتائج المحققة مع مؤسسات أخرى تنشط في نفس البيئة أو القطاع.
- 4- آفاق الدراسة:**

- فتحت لنا هذه الدراسة تطلعات وآفاق جديدة لها صلة مباشرة مع هذا الموضوع، نقترحها كعناوين أبحاث ممكنة في المستقبل منها:
- البحث عن بدائل مستحدثة لتمويل المؤسسات الاقتصادية؛
 - دور المزيج التمويلي في ترشيد القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية؛
 - إجراء دراسة مماثلة لعينة من المؤسسات الاقتصادية الكبرى في العالم.

المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

باللغة العربية:

الكتب:

1. أحمد العلي، الإدارة المالية للشركات: الإجازة في علوم الإدارة، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، الجمهورية العربية السورية، 2020.
2. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2010.
3. إسماعيل عرباجي، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2001.
4. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006.
5. أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر 2000.
6. جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللوح، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2007.
7. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2008.
8. خالد أحمد علي محمود، اقتصاد المعرفة وإدارة الأزمات المالية في إطار المؤسسات الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2019.
9. خالد توفيق الشمري، التحليل المالي والاقتصادي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
10. خيرى علي الجزيري، إدارة مالية (2)، الطبعة الأولى، الدار العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2000.
11. رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية: مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
12. السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2000.
13. شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة المخاطر، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
14. طارق عبد العال حماد، تقييم أداء البنوك التجارية تحليل العائد والمخاطرة، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003.

15. عبد الحفيظ الأرقم، التحليل المالي دروس وتطبيقات، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.
16. عبد الغفار حنفي، أساسيات إدارة المنظمات، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 1997.
17. عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، اليمن، 2013.
18. عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، مصر، 2000.
19. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2008.
20. عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007.
21. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
22. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي (اتجاهات معاصرة)، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
23. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي: اتجاهات معاصرة، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2008.
24. عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
25. علي عباس، الإدارة المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008.
26. فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، رام الله، فلسطين، 2008.
27. مبارك لسوس، التسيير المالي، الطبعة الثانية: تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004.
28. محمد الفاتح البشير المغربي، الإدارة المالية، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2014.
29. محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، الطبعة السابعة، العبيكان للنشر، الرياض، السعودية، 2004.
30. محمد سعيد عبد الفتاح وآخرون، الإدارة العامة المبادئ والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003.

31. محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل والتحليل والأسواق المالية الدولية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008.
32. محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، الإدارة المالية والتحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
33. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
34. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
35. محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
36. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
37. محمد مطر وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
38. محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
39. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
40. منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي (مدخل صناعة القرارات)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.
41. نادية فوضيل، شركات الأموال في القانون التجاري، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
42. ناصر دادي عدون وآخرون، دراسة الحالات في المحاسبة ومالية المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2009.
43. هال فاريان، الاقتصاد الجزئي التحليلي: مدخل حديث، ترجمة: أحمد يوسف عبد الخير، محمد راشد أبو زيد، جامعة الملك سعود للنشر العلمي والمطابع، الرياض، السعودية، 2000.
44. وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر للنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2002.
45. يوسف بومدين، فاتح ساحل، تيسير التسيير المالي للمؤسسة، دار بلقيس، الجزائر، 2016.

المجلات:

1. إسماعيل سبتي وآخرون، استخدام أسلوب التسيير المالي والمحاسبي في ترشيد قرارات المؤسسة الإعلامية الرياضية - مجموعة beIN SPORTS القطرية أنموذجاً-، حوليات جامعة الجزائر 1، المجلد 35، العدد 04، جامعة الجزائر، الجزائر، 2021.
2. أمال لعقون، أمان يوسف، خلق القيمة في المؤسسة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA - دراسة حالة مؤسسة الأوراسي 2002-2019، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 15، العدد 02، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، 2021.
3. بوزيد رشيد، يحيوي سمير، القيمة الاقتصادية المضافة كنموذج فعال لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة ALGAL PLUS بالمسيلة، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 05، العدد 01، جامعة الوادي، الجزائر، 2021.
4. حركاتي نبيل، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 18، العدد 01، جامعة سطيف، الجزائر، ديسمبر 2018.
5. رايح شليق، عمار بن نوار، الموازنة بين العائد والمخاطرة كأساس لاختيار القرارات المالية، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 07، العدد 02، جامعة الجلفة، الجزائر، 2016.
6. زغيب مليكة، استخدام قرض الإيجار في تمويل المؤسسات المتوسطة والصغيرة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 07، جامعة بسكرة، الجزائر، 2005.
7. زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية -دراسة نظرية تحليلية-، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 31، جامعة قسنطينة، الجزائر.
8. صافية بومصباح، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام النسب المالية دراسة حالة مؤسسات اتصالات الجزائر للهاتف النقال (موبيليس) (ATM)، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 08، العدد 02، جامعة برج بوعرييج، الجزائر، ديسمبر 2021.
9. صديقي أحمد، فريقي سعاد، صبرو خديجة، تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية للمؤسسة، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 01، العدد 01، جامعة أدرار، الجزائر، 2017.
10. عميروش بوبكر، أهمية تحقيق التوازن المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية لعينة من المجمعات البترولية للفترة (2020/2019)، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 07، العدد 01، جامعة المسيلة، الجزائر، 2022.

11. غربي حمزة، بدروني عيسى، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، جامعة غليزان، الجزائر، 2019.
12. فاطمة محمد عسيري، أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية دراسة تطبيقية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، المجلد الرابع، العدد الحادي عشر، كلية ابن رشد للعلوم الإدارية، أبها، المملكة العربية السعودية، 2020.
13. قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك، أثر تغير العائد المتوقع على العائد المطلوب في ظل نموذج CAMP دراسة تطبيقية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 05، العدد 05، جامعة سطيف، الجزائر، 2005.
14. لوراتي إبراهيم، القروض البنكية وإجراءات منحها، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، المجلد 31، العدد 02، جامعة الجلفة، الجزائر.
15. محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر-، مجلة الباحث، العدد 12، جامعة ورقلة، الجزائر، 2013.
16. محمد شامل بهاء الدين مصطفى فهمي، قياس الكفاءة النسبية للجامعات الحكومية بالمملكة العربية السعودية، مجلة جامعة أم القرى التربوية والنفسية، المجلد الأول، العدد الأول، السعودية، جانفي 2009.
17. نعيمة برودي، يوسف فيلالي، أثر الرفع المالي على ربحية سهم شركة المراعي خلال الفترة 2005-2019: دراسة قياسية باستعمال نموذج ARDL، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 08، العدد 13، جامعة سكيكدة، الجزائر، جوان 2020.

الملتقيات:

1. إلياس بن ساسي، النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب بحاسي مسعود ENAFOR ولاية ورقلة، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، 08-09 مارس 2005.
2. جمال لعمارة، ريس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، الملتقى الدولي حول: " سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - "، جامعة بسكرة، 21 - 22 نوفمبر 2006.
3. دادن عبد الغاني، كماسي محمد الأمين، الأداء المالي من منظور المحاكاة الدولية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، مارس 2008.

الرسائل والأطروحات:

1. دعاس مصعب، تحديد العوامل المؤثرة في هيكل رأس مال المؤسسات الجزائرية دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية خلال الفترة (2013-2016)، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018-2019.
2. شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة المجمع الصناعي- صيدال-، رسالة ماجستير في مالية المؤسسة، جامعة بومرداس، الجزائر، (2009-2010).
3. شوقي بورقبة، الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية دراسة تطبيقية مقارنة، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، (2010-2011).
4. العابدي دلال، حوكمة الشركات ودورها في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية - دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية-، رسالة دكتوراه في المحاسبة، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016.
5. غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونغاز-، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، (2011-2012).
6. فاطمة محبوب، تأثير التحالفات الاستراتيجية على الأداء التنافسي للمؤسسة الصناعية: دراسة حالة مجمع صيدال، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، (2015-2016).
7. ماجد حسن هنية، العوامل المؤثرة على إنتاجية العاملين في القطاع الصناعي (دراسة تطبيقية على قطاع الصناعات الخشبية في قطاع غزة)، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2005.
8. محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015-2016.
9. نوبلي نجلاء، استخدام أدوات المحاسبة الإدارية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة، رسالة دكتوراه في المحاسبة، جامعة بسكرة، الجزائر، (2014-2015).

مصادر باللغة الأجنبية

1. Abdellah Boughaba, **Analyse et évaluation de projets**, BERTI édition, Paris, France, 1998.
2. Elie Cohen, **Analyse Financiere**, 4^{ème} Edition, Editions Economica, 1997 .
3. Josette Peyrard, **Analyse financière**, librairie Vuibert, 8^{ème} Ed, Paris, France, 1999.
4. Ralph Dale Kennedy, Stewart Yarwood Mc Muller, **Financial Statements from analysis and interpretation**, Illinois, USA, 1952.
5. A.Boudinot et J .C. Frabot, **Technique et pratiques bancaires**, 4^{ème} édition, édition sirey, Paris, France, 1978.
6. Carl L. Moore and al, **Managerial Accounting**, Edward Anold Publishers Ltd, London, UK, 1969.
7. Conso Pierre, Hemicci Farouk, **Gestion Financière de l'entreprise**, 10^{ème} édition, Dunod, Paris, France, 2002.
8. Darrolles, Yues et autres, **Précis d'analyse financière**, collection finance d'entreprise, Paris, France, 1999.
9. Josette Peyrard, **Gestion Financière Internationale**, 5^{ème} édition, VUIBERT, Paris, France, 1999.
10. Patrice Vizzavona , **Gestion Financière**, 9^{ème} édition , Berti édition , Alger , 2004 .
11. Virmabhai S. Zala, **A Study of Productivity and Financial Effeciency of Textile Industry of India**, PHD Note of Commerce and Business Administration, Saurashtra University, India, 2008.

مواقع إلكترونية:

1. أسامة عبد الخالق الأنصاري، **الإدارة المالية**، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.kotobarabia.com>، تاريخ الاطلاع: 2023/05/12، 15:50.
2. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2010، متوفر على الموقع: <https://www.cosob.org>.
3. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.sgbv.dz>.
4. متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.saidalgroup.dz>.
5. **Groupe biopharm : notice d'information**, disponible sur le site : <https://www.biopharmdz.com>

الملاحق

الملحق رقم 01: القوائم المالية لمؤسسة الأوراسي 2015 / 2016

BILAN ACTIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31-12-2016



ACTIF	Note	Montants Bruts	Amortissements, provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition – goodwill positif ou négatif		-		-	-
Immobilisations incorporelles	1	64 231 330,81	49 751 784,23	14 479 546,58	3 006 813,77
Immobilisations corporelles	2	13 011 514 952,70	5 357 896 240,63	7 653 618 712,07	7 107 832 242,23
Terrains		543 853 597,50	-	543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiments		6 912 355 212,19	2 425 216 206,60	4 487 139 005,59	4 079 825 072,50
Autres immobilisations corporelles		5 555 306 143,01	2 932 680 034,03	2 622 626 108,98	2 484 153 572,23
Immobilisations en concession		984 059,95	-	984 059,95	984 059,95
Immobilisations en cours	4	518 517 862,19	5 649 790,08	512 868 072,11	1 078 621 047,36
Equipements neufs en stocks		63 812 013,61	-	63 812 013,61	62 036 536,23
Immobilisations financières	3	180 471 695,54	167 055 200,00	13 416 495,54	12 061 890,13
Titres mis en équivalence		-	-	-	-
Autres participations et créances rattachées		22 625 000,00	14 055 200,00	8 569 800,00	8 322 000,00
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		157 846 695,54	153 000 000,00	4 846 695,54	3 739 890,13
Impôts différés actif		96 362 623,77	-	96 362 623,77	89 510 057,30
TOTAL ACTIF NON COURANT		13 935 894 538,57	5 580 353 014,94	8 355 541 523,63	8 354 052 646,97
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	5	888 565 129,51	27 472 509,20	861 092 620,31	825 424 456,29
Créances et emplois assimilés	6	1 363 163 697,87	125 155 028,59	1 238 008 669,28	1 242 684 095,10
Clients		556 198 862,01	124 870 028,59	431 328 833,42	483 546 850,90
Autres débiteurs		562 953 150,86	285 000,00	562 668 150,86	538 899 022,65
Impôts et assimilés		244 011 685,00	-	244 011 685,00	220 238 221,55
Autres créances et emplois assimilés		-	-	-	-
Disponibilités et assimilés	7	1 282 202 920,04	6 257 195,71	1 275 945 724,33	1 600 603 673,86
Placements et autres actifs financiers courants		-	-	-	-
Trésorerie		1 282 202 920,04	6 257 195,71	1 275 945 724,33	1 600 603 673,86
TOTAL ACTIF COURANT		3 533 931 747,42	158 884 733,50	3 375 047 013,92	3 668 712 225,25
TOTAL GENERAL ACTIF		17 469 826 285,99	5 739 237 748,44	11 730 588 537,55	12 022 764 872,22



BILAN PASSIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31-12-2016

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 413 602 621,01	2 163 602 621,01
Ecart de réévaluation		-	-
Ecart d'équivalence (1)		-	-
Résultat net -Résultat net part du groupe (1)		331 873 991,79	609 333 773,22
Autres capitaux propres - Report à nouveau		355 689 283,32	330 808 860,86
Part de la société consolidante (1)		4 601 165 896,12	4 603 745 255,09
Parts de minoritaires (1)		-	-
TOTAL I	8	4 601 165 896,12	4 603 745 255,09
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		5 005 226 697,31	5 471 394 010,82
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		984 059,95	984 059,95
Provisions et produits constatés d'avance		618 250 469,00	619 838 249,05
Compte de liaison		-	-
TOTAL II	9	5 646 366 752,81	6 114 121 846,37
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		342 727 506,49	158 648 325,04
Impôts		107 683 078,16	166 450 101,50
Autres dettes		1 032 141 440,16	963 098 117,23
Trésorerie passif	11	503 863,81	16 701 226,99
TOTAL III	10	1 483 055 888,62	1 304 897 770,76
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		11 730 588 537,55	12 022 764 872,22

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

COMPTE DE RÉSULTATS CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31-12-2016



Rubriques	Note	N	N-1
Ventes et produits annexes		2 661 576 668,54	2 870 799 525,31
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	13	2 661 576 668,54	2 870 799 525,31
Achats consommés		-462 926 940,50	-472 678 461,02
Services extérieurs et autres consommations		-131 679 904,44	-119 306 804,64
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-594 606 844,94	-591 985 265,66
III-VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I-II)		2 066 969 823,60	2 278 814 259,65
Charges de personnel	14	-621 345 503,42	-613 720 629,34
Impôts et taxes et versements assimilés	15	-75 546 773,86	-80 521 069,74
IV-Excédent brut d'exploitation		1 370 077 546,32	1 584 572 560,57
Autres produits opérationnels		33 915 312,85	32 573 968,80
Autres charges opérationnelles	16	-102 773 326,97	-74 784 119,76
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur	17	-827 841 723,60	-804 054 463,42
Reprise sur pertes de valeur et provisions		39 039 221,66	54 594 564,69
V-Résultat opérationnel	12	512 417 030,26	792 902 510,88
Produits financiers		7 488 720,46	34 050 886,80
Charges financières		-115 720 668,40	-84 705 259,71
VI-Résultat financier	18	-108 231 947,94	-50 654 372,91
VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)		404 185 082,32	742 248 137,97
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-76 912 046,16	-116 388 272,05
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		4 600 955,63	-16 526 092,70
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITÉS ORDINAIRES		2 742 019 923,51	2 992 018 945,60
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITÉS ORDINAIRES		-2 410 145 931,72	-2 382 685 172,38
VIII-RÉSULTAT NET DES ACTIVITÉS ORDINAIRES	19	331 873 991,79	609 333 773,22
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX-Résultat extraordinaire			
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		331 873 991,79	609 333 773,22

الملحق رقم 02: القوائم المالية لمؤسسة الأوراسي 2017 / 2018

- L'ACTIF

ACTIF	Montants Bruts	Amort et pertes de valeurs	Net 2018	Net 2017
ACTIFS NON COURANTS				
Immobilisations incorporelles	67 931 704,47	57 437 657,13	10 494 047,34	14 288 300,73
Immobilisations corporelles	13 330 233 808,05	6 583 169 714,45	6 747 064 093,60	7 282 885 653,03
Terrains	543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiments	7 081 341 652,85	2 885 714 055,17	4 195 627 597,68	4 353 729 124,32
Autres immobilisations corporelles	5 705 038 557,70	3 697 455 659,28	200 582 898,42	2 385 302 931,21
Immobilisations en concession	984 059,95		984 059,95	984 059,95
Immobilisations encours	1 528 922 952,32		1 528 922 952,32	798 937 225,10
Equipements neufs en stocks	-		-	-
Immobilisations financières	173 657 305,01	161 198 208,91	12 459 096,10	14 022 090,97
Titres mis en équivalence	-		-	-
Autres participations et créances rattachées	22 625 000,00	15 276 300,00	7 348 700,00	8 105 800,00
Autres titres immobilisés	-		-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants	151 032 305,01	145 921 908,91	5 110 396,10	5 916 290,97
Impôts différés actif	110 157 269,81		110 157 269,81	104 367 180,78
TOTAL ACTIF NON COURANT	15 211 887 099,61	6 801 805 580,49	8 410 081 519,12	8 215 484 510,56
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	876 582 144,86	11 816 739,18	864 765 405,68	855 804 667,85
Créances et emplois assimilés	1 437 583 547,54	121 945 407,40	1 315 638 140,14	1 291 432 041,56
Clients	587 904 484,87	121 945 407,40	46 595 077,47	492 726 838,08
Autres débiteurs	636 538 006,06	-	63 538 006,06	603 319 193,89
Impôts et assimilés	213 141 056,61		213 141 056,61	195 386 009,59
Autres créances et emplois assimilés	-		-	-
Disponibilités et assimilés	777 746 363,37	5 561 967,99	772 184 395,38	1 218 869 349,27
Placements et autres actifs financiers courants	-		-	-
Trésorerie	777 746 363,37	5 561 967,99	772 184 395,38	1 218 869 349,27
TOTAL ACTIF COURANT	3 091 912 055,77	139 324 114,57	2 952 587 941,20	3 366 106 058,68
TOTAL GENERAL ACTIF	18 303 799 155,38	6 941 129 695,06	11 362 669 460,32	11 581 590 569,24

- LE PASSIF

PASSIF	2018	2017
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis (ou comptes d'exploitation)	1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))	2 688 602 621,01	2 488 602 621,01
Ecart de réévaluation	-	-
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	439 611 183,43	549 187 994,87
Autres capitaux propres - Report à nouveau	331 811 207,86	348 292 732,12
Part de la société consolidante (1)	4 960 025 012,30	4 886 083 348,00
Parts de minoritaires (1)		
TOTAL I	4 960 025 012,30	4 886 083 348,00
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	4 267 510 756,91	4 657 002 156,11
Impôts (différés et provisionnés)	21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes	984 059,95	984 059,95
Provisions et produits constatés d'avance	633 008 427,25	625 640 482,83
Compte de liaison	-	-
TOTAL II	4 923 408 770,66	5 305 532 225,44
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	350 697 260,64	338 675 106,43
Impôts	166 861 697,92	169 656 956,50
Autres dettes	959 303 694,39	881 305 079,19
Trésorerie passif	2 373 024,41	337 853,68
TOTAL III	1 479 235 677,36	1 389 974 995,80
TOTAL PASSIF (I+ II + III)	11 362 669 460,32	11 581 590 569,24

• Les Comptes de Résultats

Rubriques	N	N-1
Ventes et produits annexes	2 721 919 757,17	2 828 910 650,57
Variation stocks produits finis et en cours		
Production immobilisée		
Subventions d'exploitation		
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	2 721 919 757,17	2 828 910 650,57
Achats consommés	- 493 518 944,17	- 483 867 675,25
Services extérieurs et autres consommations	- 137 564 665,95	- 132 279 797,59
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE	- 631 083 610,12	- 616 147 472,84
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)	2 090 836 147,05	2 212 763 177,73
Charges de personnel	- 634 300 590,67	- 643 042 803,13
Impôts et taxes et versements assimilés	- 78 843 729,47	- 75 478 892,64
IV-Excédent brut d'exploitation	1 377 691 826,91	1 494 241 481,96
Autres produits opérationnels	37 059 631,13	63 473 323,43
Autres charges opérationnelles	- 88 608 168,11	- 78 986 357,89
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur	- 688 249 122,51	- 785 685 915,77
Reprise sur pertes de valeur et provisions	60 893 984,18	51 313 616,24
V-Résultat opérationnel	698 788 151,60	744 356 147,97
Produits financiers	15 711 741,42	10 723 210,66
Charges financières	- 169 212 870,06	- 88 448 046,22
VI-Résultat financier	- 153 501 128,64	- 77 724 835,56
VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)	545 287 022,96	666 631 312,41
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	- 105 420 502,05	- 122 556 283,76
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	- 255 337,48	5 112 966,22
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 835 585 113,90	2 954 420 800,90
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	- 2 395 973 930,47	- 2 405 232 806,03
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	439 611 183,43	549 187 994,87
Eléments extraordinaires (produits) (*)		
Eléments extraordinaires (Charges) (*)		
IX-Résultat extraordinaire		
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	439 611 183,43	549 187 994,87

الملحق رقم 03: القوائم المالية لمؤسسة الأوراسي 2019 / 2020

BILAN ACTIF CUMULÉ

DU 01 JANVIER 2020 AU 31 DÉCEMBRE 2020

ACTIF	Note	Montants Bruts	N	Net	N-1
			Amortissements, provisions et pertes de valeurs		Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	01	75 523 415,17	66 232 863,33	9 290 551,84	9 390 783,57
Immobilisations corporelles	02	15 117 223 081,39	7 806 100 303,79	7 311 122 777,60	6 308 102 079,14
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiments		8 194 193 957,11	3 331 847 997,45	4 862 345 959,66	4 037 967 115,83
Autres immobilisations corporelles		6 379 175 526,78	4 474 252 306,34	1 904 923 220,44	1 726 281 365,81
Immobilisations en concession		984 059,95		984 059,95	984 059,95
Immobilisations encours	04	57 830 284,46		57 830 284,46	1 650 928 462,96
Equipements neufs en stocks		0,00		0,00	0,00
Immobilisations financières	03	176 054 711,34	145 846 681,19	30 208 030,15	28 118 180,15
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées		22 625 000,00	620 000,00	22 005 000,00	22 075 000,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		153 429 711,34	145 226 681,19	8 203 030,15	6 043 180,15
Impôts différés actif		106 811 724,04		106 811 724,04	116 246 933,11
TOTAL ACTIF NON COURANT		15 534 427 276,35	8 018 179 848,31	7 516 247 428,04	8 113 770 498,88
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	05	857 478 429,56	13 771 038,03	843 707 391,53	811 972 983,19
Créances et emplois assimilés	06	1 384 516 883,95	119 629 465,19	1 264 887 418,76	1 219 317 031,55
Clients		498 984 030,04	119 629 465,19	379 354 564,85	368 392 291,76
Autres débiteurs		662 448 984,86		662 448 984,86	660 301 248,02
Impôts et assimilés		223 083 869,05		223 083 869,05	190 623 491,77
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	07	807 018 417,68	6 952 423,43	800 065 994,25	988 617 307,19
Placements et autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		807 018 417,68	6 952 423,43	800 065 994,25	988 617 307,19
TOTAL ACTIF COURANT		3 049 013 731,19	140 352 926,65	2 908 660 804,54	3 019 907 321,93
TOTAL GENERAL ACTIF		18 583 441 007,54	8 158 532 774,96	10 424 908 232,58	11 133 677 820,81

BILAN PASSIF CUMULÉ

DU 01 JANVIER 2020 AU 31 DÉCEMBRE 2020

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 858 602 621,01	2 858 602 621,01
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		-660 648 992,29	22 512 054,63
Autres capitaux propres - Report à nouveau		383 316 495,80	472 314 437,75
Part de la société consolidante (1)		4 081 270 124,52	4 853 429 113,39
Parts de minoritaires (1)			
TOTAL I	08	4 081 270 124,52	4 853 429 113,39
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		4 582 097 733,80	4 542 787 721,91
Impôts (différés et provisionnés)			0,00
Autres dettes non courantes		984 059,95	984 059,95
Provisions et produits constatés d'avance		610 836 696,16	631 528 235,03
Compte de liaison		-0,00	-0,00
TOTAL II	09	5 193 918 489,91	5 175 300 016,89
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		128 309 381,89	200 000 285,05
Impôts		74 143 047,28	72 999 308,78
Autres dettes		947 267 188,98	831 459 653,21
Trésorerie passif		0,00	489 443,49
TOTAL III	10	1 149 719 618,15	1 104 948 690,53
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		10 424 908 232,58	11 133 677 820,81

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

COMPTE DE RÉSULTATS CUMULÉ

DU 01 JANVIER 2020 AU 31 DÉCEMBRE 2020

Rubriques	Note	N	N-1
Ventes et produits annexes	12	532 662 174,88	2 055 810 623,88
Variation stocks produits finis et en cours		1 059 550,00	
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		808 953 439,78	2 055 810 623,88
Achats consommés		-198 241 724,93	-430 364 532,05
Services extérieurs et autres consommations		-96 236 793,78	-145 798 767,72
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-294 478 518,71	-576 163 299,77
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		514 474 921,07	1 479 647 324,11
Charges de personnel	13	-561 973 228,77	-620 422 433,90
Impôts et taxes et versements assimilés	14	-16 784 537,69	-58 403 373,13
IV-Excédent brut d'exploitation		-64 282 845,39	800 821 517,08
Autres produits opérationnels		64 648 677,94	38 653 129,11
Autres charges opérationnelles	15	-75 080 503,79	-95 271 592,19
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur	16	-610 606 948,20	-693 198 826,89
Reprise sur pertes de valeur et provisions		72 012 003,86	36 882 662,94
V-Résultat opérationnel	17	-613 309 615,58	87 886 890,05
Produits financiers		59 903 175,31	13 178 331,76
Charges financières		-65 049 293,31	-97 184 043,55
VI-Résultat financier		-5 146 118,00	-84 005 711,79
VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)		-618 455 733,58	3 881 178,26
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-10 000,00	-853 706,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-42 183 258,71	19 484 582,37
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		1 005 517 296,89	2 144 524 747,69
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-1 666 166 289,18	-2 122 012 693,06
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	18	-660 648 992,29	22 512 054,63
Éléments extraordinaires (produits) (*)			
Éléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX-Résultat extraordinaire			
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		-660 648 992,29	22 512 054,63

الملحق رقم 04: القوائم المالية لمؤسسة الأوراسي 2021

BILAN ACTIF CUMULÉ

DU 01 JANVIER 2021 AU 31 DÉCEMBRE 2021

ACTIF	Note	Montants Bruts	N		N-1
			Amortissements, provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition – goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	01	75 678 573,90	69 063 089,70	6 615 484,20	9 290 551,84
Immobilisations corporelles	02	15 129 374 319,81	8 382 978 355,14	6 746 395 964,67	7 311 122 777,60
Terrains		544 678 397,50		544 678 397,50	543 853 597,50
Bâtiments		8 197 636 233,20	3 577 113 182,77	4 620 523 050,43	4 862 345 959,66
Autres immobilisations corporelles		6 387 059 689,11	4 805 865 172,37	1 581 194 516,74	1 904 923 220,44
Immobilisations en concession		984 059,95		984 059,95	984 059,95
Immobilisations encours	04	57 005 484,46		57 005 484,46	57 830 284,46
Equipements neufs en stocks		0,00		0,00	0,00
Immobilisations financières	03	176 054 711,34	145 869 181,19	30 185 530,15	30 208 030,15
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées		22 625 000,00	642 500,00	21 982 500,00	22 005 000,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		153 429 711,34	145 226 681,19	8 203 030,15	8 203 030,15
Impôts différés actif		106 792 418,97		106 792 418,97	106 811 724,04
TOTAL ACTIF NON COURANT		15 545 889 568,43	8 597 910 626,03	6 947 978 942,40	7 516 247 428,04
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	05	895 432 201,95	66 439 148,01	828 993 053,94	843 707 391,53
Créances et emplois assimilés	06	941 423 819,39	123 276 457,52	818 147 361,87	1 264 887 418,76
Clients		587 846 392,61	123 276 457,52	464 569 935,09	379 354 564,85
Autres débiteurs		127 524 535,19		127 524 535,19	662 448 984,86
Impôts et assimilés		226 052 891,59		226 052 891,59	223 083 869,05
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	07	901 797 056,48	6 952 423,43	894 844 633,05	800 065 994,25
Placements et autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		901 797 056,48	6 952 423,43	894 844 633,05	800 065 994,25
TOTAL ACTIF COURANT		2 738 653 077,82	196 668 028,96	2 541 985 048,86	2 908 660 804,54

BILAN PASSIF CUMULÉ
DU 01 JANVIER 2021 AU 31 DÉCEMBRE 2021

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 858 602 621,01	2 858 602 621,01
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net -Résultat net part du groupe (1)		-506 920 133,02	-660 648 992,29
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-286 492 912,81	383 316 495,80
Part de la société consolidante (1)		3 565 189 575,18	4 081 270 124,52
Parts de minoritaires (1)			
TOTAL I	08	3 565 189 575,18	4 081 270 124,52
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		4 639 353 516,28	4 582 097 733,80
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes		984 059,95	984 059,95
Provisions et produits constatés d'avance		515 598 584,18	610 836 696,16
Compte de liaison		0,00	-0,00
TOTAL II	09	5 155 936 160,41	5 193 918 489,91
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		196 785 847,50	128 309 381,89
Impôts		101 909 796,43	74 143 047,28
Autres dettes		470 142 611,74	947 267 188,98
Trésorerie passif		0,00	0,00
TOTAL III	10	768 838 255,67	1 149 719 618,15
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		9 489 963 991,26	10 424 908 232,58

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

COMPTE DE RÉSULTATS CUMULÉ

DU 01 JANVIER 2021 AU 31 DÉCEMBRE 2021

Rubriques	Note	N	N-1
Ventes et produits annexes	12	1 040 204 350,66	807 893 889,78
Variation stocks produits finis et en cours			1 059 550,00
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		1 040 204 350,66	808 953 439,78
Achats consommés		-288 267 608,18	-198 241 724,93
Services extérieurs et autres consommations		-71 954 393,64	-96 236 793,78
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-360 222 001,82	-294 478 518,71
III-VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I-II)		679 982 348,84	514 474 921,07
Charges de personnel	13	-555 704 935,38	-561 973 228,77
Impôts et taxes et versements assimilés	14	-14 922 391,06	-16 784 537,69
IV-Excédent brut d'exploitation		109 355 022,40	-64 282 845,39
Autres produits opérationnels		36 665 081,96	64 648 677,94
Autres charges opérationnelles	15	-87 852 661,85	-75 080 503,79
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur	16	-652 810 227,55	-610 606 948,20
Reprise sur pertes de valeur et provisions		92 738 268,53	72 012 003,86
V-Résultat opérationnel	11	-501 904 516,51	-613 309 615,58
Produits financiers		6 253 816,36	59 903 175,31
Charges financières		-8 503 899,58	-65 049 293,31
VI-Résultat financier	17	-2 250 083,22	-5 146 118,00
VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)		-504 154 599,73	-618 455 733,58
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-10 000,00	-10 000,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-2 755 533,29	-42 183 258,71
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		1 175 861 517,51	1 005 517 296,89
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-1 682 781 650,53	-1 666 166 289,18
VIII-RÉSULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	18	-506 920 133,02	-660 648 992,29
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX-Résultat extraordinaire			
X - RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		-506 920 133,02	-660 648 992,29

الملحق رقم 05: القوائم المالية لمؤسسة "أليانس" 2015 - 2016

BILAN AU 31 DECEMBRE 2016 DEFINITIF

MATRICULE FISCAL : 000 516 097 144 244 244



ACTIF				PASSIF					
DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	MONTANTS BRUTS	AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	Montants net (n)	Montants net (n-1)	DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	Montants net (n)	Montants net (n-1)
ACTIF NON COURANT						CAPITAUX PROPRES			
- Ecart d'acquisition - Goodwill positif ou négatif		0,00	0,00	0,00	0,00	- Capital émis	P 1	2 205 714 180,00	2 205 714 180,00
- Immobilisations incorporelles	A 1	171 295 325,01	93 129 999,44	78 165 325,57	104 450 215,77	- Capital non appelé		0,00	0,00
Immobilisations corporelles						- Primes et réserves (Réserves consolidées 1)	P 2	177 517 036,90	141 214 908,44
- Terrains	A 2	497 943 100,00	92 253 085,24	497 943 100,00	302 943 100,00	- Ecart de réévaluation		0,00	0,00
- Bâtimens	A 3	685 319 708,86	669 863 075,19	593 066 623,62	606 773 017,80	- Ecart d'équivalence 1	P 3	421 931 678,07	363 021 284,58
- Autres immobilisations corporelles	A 4	55 958 400,00	355 086 581,34	314 776 493,85	302 240 599,10	- Résultat net (résultat net part du groupe 1)		0,00	0,00
- Immobilisations en concession		55 958 400,00	0,00	55 958 400,00	55 958 400,00	- Autres capitaux propres - Report à nouveau	P 4	280 316 725,12	171 755 454,01
- Immobilisations en cours	A 5	18 437 896,50	0,00	18 437 896,50	6 391 188,50	Part de la société consolidante 1			
Immobilisations financières						Part des minoritaires 1			
- Tirés mis en équivalence		0,00	0,00	0,00	0,00	TOTAL I		3 085 479 620,09	2 881 705 827,03
- Autres participations et créances rattachées	A 6	278 457 582,68	157 842 165,68	120 615 417,00	157 842 165,68	PASSIF NON COURANT			
- Autres titres immobilisés	A 7	1 640 000 000,00	1 640 000 000,00	1 640 000 000,00	1 250 000 000,00	- Emprunts et dettes financières	P 5	0,00	1 405 098,51
- Prêts et autres actifs financiers non courants	A 8	9 615 694,31	9 615 694,31	9 615 694,31	10 682 881,08	- Impôts (différés et provisionnés)		0,00	0,00
- Impôts différés actif	A 9	0,00	0,00	0,00	0,00	- Autres dettes non courants	P 6	258 526 731,01	230 982 818,58
- Autres charges et produits différés	A 10	0,00	0,00	0,00	0,00	- Provisions réglementées	P 7	543 365 450,12	375 069 006,64
- Fonds ou valeur déposés chez les cédants		0,00	0,00	0,00	0,00	- Provisions et produits comptabilisés d'avance	P 8	0,00	0,00
TOTAL ACTIF NON COURANT		4 026 890 782,55	540 469 666,02	3 486 421 116,53	2 797 281 567,93	- Fonds ou valeurs reçus des reassureurs		0,00	0,00
ACTIF COURANT						TOTAL II PASSIF COURANT		801 892 181,13	607 456 923,73
Provisions techniques d'assurances						PASSIF COURANT			
- Part de la coassurance cédée		0,00	0,00	0,00	0,00	- Provisions techniques d'assurances			
- Part de la réassurance cédée	A 11	440 877 609,31	440 877 609,31	440 877 609,31	272 583 817,85	- Opérations directes	P 9	2 197 542 866,11	2 151 956 921,39
Créances et emploi assimilés						- Opérations indirectes			
- Cessionnaires & cédants débiteurs	A 12	92 328 710,47	0,00	92 328 710,47	21 845 849,96	Dettes et ressources rattachées	P 10	140 154 268,29	257 244 908,37
- Assurés, intermédiaires d'assurance et comptes rattachés	A 13	2 448 870 417,51	84 873 693,63	2 363 996 723,88	2 194 116 159,89	- Cessionnaires, cédants et comptes rattachés	P 11	352 665 982,97	269 494 607,38
- Autres débiteurs	A 14	178 740 879,70	0,00	178 740 879,70	195 368 254,79	- Assurés et intermédiaires d'assurance	P 13	677 621 774,56	567 194 054,27
- Impôts et assimilés	A 15	202 333 715,44	0,00	202 333 715,44	96 239 459,27	Impôts		429 241 691,69	465 032 633,29
- Autres créances et emplois assimilés		0,00	0,00	0,00	0,00	Autres dettes	P 14	0,00	0,00
- Placements et autres actifs financiers courants	A 16	410 000 000,00	410 000 000,00	410 000 000,00	910 000 000,00	Tresorerie passif		0,00	0,00
- Trésorerie	A 17	509 899 629,51	509 899 629,51	509 899 629,51	712 650 765,78				
TOTAL ACTIF COURANT		4 283 050 961,94	84 873 693,63	4 198 177 268,31	4 402 804 307,53	TOTAL III PASSIF COURANT		3 797 226 583,61	3 710 923 124,71
TOTAL GENERAL ACTIF		8 309 941 744,49	625 343 359,65	7 684 598 384,84	7 200 085 875,46	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	7 200 085 875,46
ETAT - I.R.I.S.		8 309 941 744,49	625 343 359,65	7 684 598 384,84	7 200 085 875,46			7 684 598 384,84	7 200 085 875,46
DIFFERENCE		0,00	0,00	0,00	0,00			0,00	0,00

COMPTE DE RESULTATS AU 31/12/2016 DEFINITIF



RUBRIQUES	NOTES	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - N.	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - (N - 1)
Primes émises sur opérations directes	T 1	0,00	4 564 683 710,39
Primes émises reportées	T 2	42 061 681,44	0,00
Prestations sur opérations directes	T 3	1 852 605 944,36	1 661 332 293,49
Total		1 894 667 625,80	4 564 683 710,39
I - Marge sur opérations directes		2 670 016 084,59	1 666 499 844,93
Primes acceptées	T 4	0,00	0,00
Primes acceptées reportées	T 5	0,00	0,00
Prestations sur acceptations	T 6	0,00	0,00
Commissions versées sur acceptations	T 7	0,00	0,00
Total		0,00	0,00
II - Marge sur opérations directes		0,00	0,00
Primes cédées	T 8	911 553 392,52	590 741 562,03
Primes cédées reportées	T 9	0,00	64 209 198,52
Prestations sur cessions	T 10	0,00	228 068 293,48
Commissions recues sur cessions	T 11	0,00	227 906 405,78
Total		911 553 392,52	647 140 032,62
III - Marge sur cessions		391 369 494,74	499 629 345,22
Primes rétrocédées	T 12	0,00	0,00
Primes rétrocédées reportées	T 13	0,00	0,00
Prestations sur rétrocessions	T 14	0,00	0,00
Commissions recues sur rétrocessions	T 15	0,00	0,00
Total		0,00	0,00
IV - Marge sur rétrocessions		0,00	0,00
Subventions d'exploitation d'assurance	T 16	0,00	0,00
V - Marge d'assurance nette		2 278 646 589,85	2 265 230 140,79
Services extérieurs & autres consommations	T 17	950 485 442,43	984 606 146,79
Charges de personnel	T 18	693 579 678,26	705 891 715,31

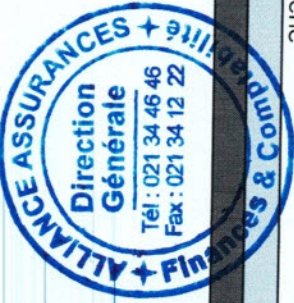
Impôts, taxes et versements assimilés	T 19	104 478 108,68			108 794 750,85		
Production immobilisée	T 20	0,00			0,00		
Autres produits opérationnels	T 21	14 007 692,76			0,00	4 073 414,23	
Autres charges opérationnelles	T 22	49 654 252,71			17 802 042,42		
Reprise sur pertes de valeurs et provisions	T 23	136 832 375,70			0,00	229 775 991,17	
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	T 24	259 112 170,78			326 927 984,48		
VI - Resultat technique opérationnel	Total	2 057 309 652,86			150 840 068,46	2 144 022 639,85	233 849 405,40
Produits financiers	T 25				372 177 005,45	1 910 173 234,45	355 056 906,35
Charges financières	T 26	1 775 257,85			143 789 784,16	14 324 996,13	103 678 401,85
VII - Resultat financier					142 014 526,31		89 353 405,72
VIII - Resultat ordinaire avant impôts (VI + VII)					514 191 531,76	1 820 819 828,73	444 410 312,07
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	T 27	93 099 013,00			0,00	82 146 415,00	0,00
Impôts différés (Variations) sur résultat ordinaire	T 28				0,00		0,00
TOTAL DES PRODUITS ORDINAIRES					5 379 497 460,79		4 916 397 825,59
TOTAL DES CHARGES ORDINAIRES		4 958 404 942,03				4 554 133 928,53	0,00
VIII - Resultat net des activités ordinaires					421 092 518,77		362 263 897,06
Éléments extraordinaires (Produits) à préciser		0,00			866 466,49	0,00	890 445,88
Éléments extraordinaires (Charges) à préciser	T 30	27 307,17			0,00	133 058,37	0,00
X - Resultat extraordinaire					839 159,32		757 387,51
XI - Resultat net de l'exercice					421 931 678,07		363 021 284,58
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)							
XII - Resultat net de l'ensemble consolidé (1)							
- Dont part des minoritaires (1)							
- Part du groupe (1)							



الملحق رقم 06: القوائم المالية لمؤسسة "أليانس" 2017 - 2018

BILAN (ACTIF) 2018 VS 2017

LIBELLE	2018		2017		
	BRUT 2018	AMO/PROV	NET 2018	BRUT 2017	
				AMO/PROV	NET 2017
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif	0	0	0	0	0
Immobilisations incorporelles	212 202 852	152 417 853	59 785 000	178 956 264	120 433 652
Immobilisations corporelles					
Terrains	595 161 100	0	595 161 100	497 943 100	497 943 100
Batiments	695 955 709	116 801 532	579 154 177	695 955 709	593 073 292
Immeubles de Placement	0	0	0	0	0
Autres immobilisations corporelles	877 295 764	506 511 511	370 784 253	814 833 131	422 533 677
Immobilisations en concession	153 993 600	0	153 993 600	55 958 400	392 299 454
Immobilisations encours	215 167 741	0	215 167 741	90 479 821	55 958 400
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence	0	0	0	0	0
Autres participations et créances rattachées	420 172 423	0	420 172 423	394 097 583	394 097 583
Autres titres immobilisés	1 730 000 000	0	1 730 000 000	1 230 000 000	1 230 000 000
Prêts et autres actifs financiers non courants	9 660 283	0	9 660 283	10 827 542	10 827 542
Impôts différés actif	0	0	0	0	0
Fonds ou valeurs déposés auprès des cédants	0	0	0	0	0
TOTAL ACTIF NON COURANT	4 909 609 472	775 730 895	4 133 878 576	3 969 051 550	645 849 747
ACTIF COURANT					
Provisions techniques d'assurance:					
Part de la coassurance cédée	0	0	0	0	0
Part de réassurance cédée	383 921 182	0	383 921 182	441 848 625	441 848 625
Créances et emplois assimilés:					
Cessionnaires et cédants débiteurs	11 598 860	0	11 598 860	16 859 992	16 859 992
Assurés et intermédiaires d'assurance débiteurs	2 642 267 237	98 731 643	2 543 535 594	2 575 811 562	2 483 520 828
Autres débiteurs	196 021 019	0	196 021 019	188 826 918	188 826 918
Impôts et assimilés	9 116 328	0	9 116 328	250 679 117	250 679 117
Autres créances et emplois assimilés	5 289 978	0	5 289 978	734 420	734 420
Disponibilités et assimilés:					
Placements et autres actifs financiers courants	350 000 000	0	350 000 000	850 000 000	850 000 000
Trésorerie	817 055 982	0	817 055 982	647 622 934	647 622 934
TOTAL ACTIF COURANT	4 415 270 586	98 731 643	4 316 538 943	4 972 383 568	92 290 734
TOTAL GENERAL ACTIF	9 324 880 058	874 462 538	8 450 417 520	8 941 435 118	738 140 481



BILAN (PASSIF) 2018 VS 2017

LIBELLE	2018	2017
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 205 714 180	2 205 714 180
Capital non appelé	0	0
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	262 924 304	219 710 205
Ecart de réévaluation	0	0
Ecart d'équivalence (1)	0	0
Résultat net - Résultat net du groupe (1)	462 355 811	432 140 992
Autres capitaux propres:	496 576 138	383 852 240
* Report à nouveau (résultat des exercices antérieurs)	496 576 138	383 852 240
* Régularisations sur exercices antérieurs	0	0
Part de la société consolidante (1)	0	0
Part des minoritaires (1)	0	0
TOTAL I	3 427 570 433	3 241 417 617
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	0	0
Impôts (différés et provisionnés)	0	0
Autres dettes non courantes	0	0
Provisions réglementées	385 075 836	319 860 719
Provisions et produits constatés d'avance	0	0
TOTAL II	385 075 836	319 860 719
PASSIFS COURANTS:		
Fonds ou valeurs reçus des réassureurs	332 017 388	347 443 550
Provisions techniques d'assurance		
- Opérations directes	2 281 985 167	2 341 004 462
- Acceptations	0	0
Dettes et comptes rattachés		
- Cessionnaires et Cédants créditeurs	375 662 276	417 398 226
- Assurés et intermédiaires d'assurance créditeurs	468 919 449	354 459 332
Impôts Crédit	621 032 552	811 244 300
Autres dettes	558 154 418	370 466 431
Trésorerie passif	0	0
TOTAL III	6 637 771 252	4 642 016 301



COMPTE DE RESULTAT /NATURE (2018 VS 2017)

LIBELLE	2018		2017	
	Opérations Brutes 2018	Cessions et Retrocessions 2018	Opérations Nettes 2018	Opérations Brutes 2017
Primes émises sur opérations directes	5 002 372 639	-983 449 301	4 018 923 338	4 802 292 227
Primes Acceptées	0	0	0	0
Primes émises reportées	-20 580 180	37 236 893	16 656 713	-68 164 609
Primes acceptées reportées	0	0	0	0
I-Primes acquises à l'exercice	4 981 792 459	-946 212 408	4 035 580 052	4 734 127 618
Prestations sur opérations directes	-2 205 331 132	280 663 010	-1 924 668 122	-2 135 239 352
Prestations sur acceptations	0	0	0	0
II-Prestations de l'exercice	-2 205 331 132	280 663 010	-1 924 668 122	-2 135 239 352
Commissions reçues en réassurance	0	240 678 884	240 678 884	0
Commissions versées en réassurance	0	0	0	0
III-Commissions de réassurance	0	240 678 884	240 678 884	0
IV-Subventions d'exploitation d'assurance	0	0	0	0
V-MARGE D'ASSURANCE NETTE	2 776 461 328	-424 870 514	2 351 590 814	2 598 888 265
Services extérieurs et autres consommations	-1 098 053 370	0	-1 098 053 370	-803 074 475
Charges de personnel	-677 864 260	0	-677 864 260	-659 591 922
Impôts, taxes et versements assimilés	-118 554 658	0	-118 554 658	-105 298 637
Production immobilisée	0	0	0	0
Autres produits opérationnels	8 682 716	0	8 682 716	33 643 410
Autres charges opérationnelles	-25 770 015	0	-25 770 015	-108 006 520
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	-229 863 052	0	-229 863 052	-210 271 911
Prov d'assurance (Prov Réglementées) & CATNAT	-73 759 874	0	-73 759 874	-96 390 815
Reprise sur pertes de valeur et provisions	186 544 928	0	186 544 928	212 557 260
V-RESULTAT TECHNIQUE OPERATIONNEL	747 823 742	-424 870 514	322 953 228	862 454 655
Produits financiers	234 986 745	0	234 986 745	225 693 009
Charges financières	-4 185 158	0	-4 185 158	-5 915 079
VI-RESULTAT FINANCIER	230 801 587	0	230 801 587	219 777 929
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)	978 625 329	-424 870 514	553 754 815	1 082 232 585
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-91 516 760	0	-91 516 760	-90 072 813
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	0	0	0	0
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	5 412 006 848	-705 533 524	4 706 473 325	5 206 021 297
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-4 524 898 279	280 663 010	-4 244 235 270	-4 213 861 525
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	887 108 569	-424 870 514	462 238 055	992 159 772
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	142 781	0	142 781	273 892
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-25 026	0	-25 026	-129 831
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE	117 756	0	117 756	144 061
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE (comptable)	887 226 325	-424 870 514	462 355 811	992 303 833
				-560 162 841
				0
				432 140 992



الملحق رقم 07: القوائم المالية لمؤسسة "أليانس" 2019 - 2020

BILAN (ACTIF) 2020 VS 2019						
LIBELLE	2 020			2 019		
	BRUT 2020	AMO/PROV 2020	NET 2020	BRUT 2019	AMO/PROV 2019	NET 2019
ACTIFS NON COURANTS						
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	233 714 572,92	189 948 964,17	43 765 608,75	226 348 922,53	183 770 098,69	42 578 823,84
Immobilisations corporelles						
Terrains	1 192 032 000,00	0,00	1 192 032 000,00	675 632 000,00	0,00	675 632 000,00
Bâtiments	1 765 469 401,84	180 053 531,14	1 585 415 870,70	1 532 834 351,84	147 458 218,69	1 385 376 133,15
Immeubles de Placement	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immobilisations corporelles	955 695 465,36	702 279 305,39	253 416 159,97	939 817 276,90	608 916 263,55	330 901 013,35
Immobilisations en concession	153 993 600,00	0,00	153 993 600,00	153 993 600,00	0,00	153 993 600,00
Immobilisations encours	353 541 970,87	0,00	353 541 970,87	185 959 554,07	0,00	185 959 554,07
Immobilisations financières						
Titres mis en équivalence	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées	851 443 127,68	0,00	851 443 127,68	685 137 422,68	0,00	685 137 422,68
Autres titres immobilisés	2 070 000 000,00	0,00	2 070 000 000,00	1 840 000 000,00	0,00	1 840 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	10 511 389,33	0,00	10 511 389,33	10 243 435,50	0,00	10 243 435,50
Impôts différés actif	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fonds ou valeurs déposés auprès des cédants	3 721 405,92		3 721 405,92	1 322 709,53		1 322 709,53
TOTAL ACTIF NON COURANT	7 590 122 933,92	1 072 281 800,70	6 517 841 133,22	6 251 289 273,05	940 144 580,93	5 311 144 692,12
ACTIF COURANT						
Provisions techniques d'assurance:						
Part de la coassurance cédée	0,00		0,00	0,00		0,00
Part de réassurance cédée	458 634 040,17		458 634 040,17	321 768 326,37		321 768 326,37
Créances et emplois assimilés:						
Cessionnaires et cédants débiteurs	68 249 444,34	0,00	68 249 444,34	73 878 418,64	0,00	73 878 418,64
Assurés et intermédiaires d'assurance débiteurs	3 197 332 346,08	199 108 279,94	2 998 224 066,14	2 973 535 454,99	142 508 836,67	2 831 026 618,32
Autres débiteurs	449 066 531,19	0,00	449 066 531,19	229 035 646,21	0,00	229 035 646,21
Impôts et assimilés	20 326 168,10		20 326 168,10	131 435,22		131 435,22
Autres créances et emplois assimilés	1 712 420,25		1 712 420,25	1 439 955,95		1 439 955,95
Disponibilités et assimilés:						
Placements et autres actifs financiers courants	80 000 000,00	0,00	80 000 000,00	250 000 000,00	0,00	250 000 000,00
Trésorerie	1 019 431 917,03	0,00	1 019 431 917,03	896 935 269,31	0,00	896 935 269,31
TOTAL ACTIF COURANT	5 294 752 867,16	199 108 279,94	5 095 644 587,22	4 746 724 506,69	142 508 836,67	4 604 215 670,02
TOTAL GENERAL ACTIF	12 884 875 801,08	1 271 390 080,64	11 613 485 720,44	10 998 013 779,74	1 082 653 417,60	9 915 360 362,14

Mr. Raouf LAHOUEN
 Directeur des Finances & de la Comptabilité


BILAN (PASSIF) 2020 VS 2019		
LIBELLE	2020	2019
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	3 529 142 460,00	2 205 714 180,00
Capital non appelé	0,00	0,00
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	211 340 286,94	309 159 884,94
Ecart de réévaluation	523 035 050,00	763 834 910,98
Ecart d'équivalence (1)	0,00	0,00
Résultat net	481 034 583,54	482 089 559,93
* Report à nouveau (résultat des exercices antérieurs)	351 583 611,84	636 493 372,91
* Régularisations sur exercices antérieurs	0,00	0,00
TOTAL I	5 096 135 992,32	4 397 291 908,76
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	0,00	0,00
Impôts (différés et provisionnés)	0,00	0,00
Autres dettes non courantes	0,00	0,00
Provisions réglementées	530 472 098,39	482 086 264,01
Provisions et produits constatés d'avance	0,00	0,00
TOTAL II	530 472 098,39	482 086 264,01
PASSIFS COURANTS:		
Fonds ou valeurs reçus des réassureurs	431 938 993,23	441 997 245,60
Provisions techniques d'assurance		
- Opérations directes	2 650 934 577,98	2 395 262 953,37
- Acceptations	3 867 153,16	3 518 444,81
Dettes et comptes rattachés		
- Cessionnaires et Cédants créditeurs	639 268 069,37	350 120 185,14
- Assurés et intermédiaires d'assurance créditeurs	606 620 868,84	556 047 453,51
Impôts Crédit	716 900 377,42	685 167 926,99
Autres dettes	937 345 004,24	603 867 979,98
Trésorerie passif	2 585,52	0,00
TOTAL III	5 986 877 629,76	5 035 982 189,40
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	11 613 485 720,44	9 915 360 362,14

LIBELLE	COMPTE DE RESULTAT /NATURE (2020 VS 2019)					
	2020			2019		
	Opérations Brutes 2020	Cessions et Retrocessions 2020	Operations Nettes 2020	Opérations Brutes 2019	Cessions et Retrocessions 2019	Operations Nettes 2019
Primes émises sur opérations directes	4 728 171 501,01	-1 007 854 818,27	3 720 316 682,74	5 202 063 703,39	-1 001 701 591,21	4 200 362 112,18
Primes Acceptées		8 888 015,37	8 888 015,37		32 211 035,42	32 211 035,42
Primes émises reportées	10 865 108,95	-4 033 091,92	6 832 017,03	50 293 343,72	-36 985 119,87	13 308 223,85
Primes acceptées reportées		0,00	0,00		-585 793,06	-585 793,06
I-Primes acquises à l'exercice	4 739 036 609,96	-1 002 999 894,82	3 736 036 715,14	5 252 357 047,11	-1 007 061 468,72	4 245 295 578,39
Prestations sur opérations directes	-2 252 512 324,32	414 217 662,81	-1 838 294 661,51	-2 535 485 495,70	456 836 904,05	-2 078 648 591,65
Prestations sur acceptations		-348 708,35	-348 708,35		-3 573 828,42	-3 573 828,42
II-Prestations de l'exercice (Sinistres)	-2 252 512 324,32	413 868 954,46	-1 838 643 369,86	-2 539 485 495,70	453 263 075,63	-2 082 222 420,07
Commissions reçues en réassurance	0,00	223 256 215,87	223 256 215,87	0,00	215 057 005,82	215 057 005,82
Commissions versées en réassurance		-2 398 582,55	-2 398 582,55	0,00	-8 669 824,11	-8 669 824,11
III-Commissions de réassurance	0,00	220 857 633,32	220 857 633,32	0,00	206 387 181,71	206 387 181,71
IV-Subventions d'exploitation d'assurance	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
V-MARGE D'ASSURANCE NETTE	2 486 524 285,64	-368 273 307,04	2 118 250 978,60	2 716 871 551,41	-347 411 211,38	2 369 460 340,03
Services extérieurs et autres consommations	-814 213 005,79	0,00	-814 213 005,79	-953 917 891,36	0,00	-953 917 891,36
Charges de personnel	-771 781 960,26	0,00	-771 781 960,26	-718 879 256,64	0,00	-718 879 256,64
Impôts, taxes et versements assimilés	-123 107 671,76	0,00	-123 107 671,76	-112 281 662,12	0,00	-112 281 662,12
Production immobilisée	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres produits opérationnels	94 043 582,75	0,00	94 043 582,75	15 989 766,58	0,00	15 989 766,58
Autres charges opérationnelles	-96 240 614,56	0,00	-96 240 614,56	-101 812 298,18	0,00	-101 812 298,18
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	-332 893 416,38	0,00	-332 893 416,38	-306 922 523,07	0,00	-306 922 523,07
Prov d'assurance (Prov Réglementées) & CATNAT	-73 862 408,38	0,00	-73 862 408,38	-97 010 428,43	0,00	-97 010 428,43
Reprise sur pertes de valeur et provisions	382 587 213,39	0,00	382 587 213,39	246 627 909,90	0,00	246 627 909,90
V- RESULTAT TECHNIQUE OPERATIONNEL	751 056 004,65	-368 273 307,04	382 782 697,61	688 665 168,09	-347 411 211,38	341 253 956,71
Produits financiers	206 119 503,37	0,00	206 119 503,37	250 295 552,35	0,00	250 295 552,35
Charges financières	-11 184 243,02	0,00	-11 184 243,02	-12 672 359,46	0,00	-12 672 359,46
VI-RESULTAT FINANCIER	194 935 260,35	0,00	194 935 260,35	237 623 192,89	0,00	237 623 192,89
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)	945 991 265,00	-368 273 307,04	577 717 957,96	926 288 360,98	-347 411 211,38	578 877 149,60
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-97 133 046,00	0,00	-97 133 046,00	-96 933 553,00	0,00	-96 933 553,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	5 421 786 909,47	-782 142 261,50	4 639 644 647,97	5 765 270 275,94	-800 674 287,01	4 964 595 988,93
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-4 572 928 690,47	413 868 954,46	-4 159 059 736,01	-4 935 915 467,96	453 263 075,63	-4 482 652 392,33
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	848 858 219,00	-368 273 307,04	480 584 911,96	829 354 807,98	-347 411 211,38	481 943 596,60
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	450 757,51		450 757,51	166 676,61		166 676,61
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	1 085,93		-1 085,93	-20 713,28		-20 713,28
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE	449 671,58	0,00	449 671,58	145 963,33	0,00	145 963,33
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE (comptable)	849 307 890,58	-368 273 307,04	481 034 583,54	829 500 771,31	-347 411 211,38	482 089 559,93

MR. RAOUF LANGOUE
 Directeur des Finances



الملحق رقم 08: القوائم المالية لمؤسسة "أليانس" 2021

BILAN (ACTIF) 2021 VS 2020						
LIBELLE	2021			2020		
	BRUT 2021	AMO/PROV 2021	NET 2021	BRUT 2020	AMO/PROV 2020	NET 2020
ACTIFS NON COURANTS						
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	243 432 459,10	194 030 725,51	49 401 733,59	233 714 572,92	189 948 964,17	43 765 608,75
Immobilisations corporelles						
Terrains	1 208 772 000,00	0,00	1 208 772 000,00	1 192 032 000,00	0,00	1 192 032 000,00
Bâtiments	1 792 561 901,84	215 633 844,18	1 576 928 057,66	1 765 469 401,84	180 053 531,14	1 585 415 870,70
Immeubles de Placement	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immobilisations corporelles	1 410 536 894,64	823 256 746,32	587 280 148,32	955 695 465,36	702 279 305,39	253 416 159,97
Immobilisations en concession	153 993 600,00	0,00	153 993 600,00	153 993 600,00	0,00	153 993 600,00
Immobilisations encours	99 331 498,47	0,00	99 331 498,47	353 541 970,87	0,00	353 541 970,87
Immobilisations financières						
Titres mis en équivalence	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées	850 483 039,68	34 070 000,00	816 413 039,68	851 443 127,68	0,00	851 443 127,68
Autres titres immobilisés	2 180 000 000,00	0,00	2 180 000 000,00	2 070 000 000,00	0,00	2 070 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	7 991 078,73	0,00	7 991 078,73	10 511 389,33	0,00	10 511 389,33
Impôts différés actif	0,00		0,00	0,00		0,00
Fonds ou valeurs déposés auprès des cédants	5 295 222,62		5 295 222,62	3 721 405,92		3 721 405,92
TOTAL ACTIF NON COURANT	7 952 397 695,08	1 266 991 316,01	6 685 406 379,07	7 590 122 933,92	1 072 281 800,70	6 517 841 133,22
ACTIF COURANT						
Provisions techniques d'assurance:						
Part de la coassurance cédée	0,00		0,00	0,00		0,00
Part de réassurance cédée	528 204 237,43		528 204 237,43	458 634 040,17		458 634 040,17
Créances et emplois assimilés:						
Cessionnaires et cédants débiteurs	186 964 040,83	0,00	186 964 040,83	68 249 444,34	0,00	68 249 444,34
Assurés et intermédiaires d'assurance débiteurs	3 263 928 977,75	166 267 513,49	3 097 661 464,26	3 197 332 346,08	199 108 279,94	2 998 224 066,14
Autres débiteurs	432 348 578,94	0,00	432 348 578,94	449 066 531,19	0,00	449 066 531,19
Impôts et assimilés	20 666 060,92		20 666 060,92	20 326 168,10		20 326 168,10
Autres créances et emplois assimilés	31 906 035,25		31 906 035,25	1 712 420,25		1 712 420,25
Disponibilités et assimilés:						
Placements et autres actifs financiers courants	20 000 000,00	0,00	20 000 000,00	80 000 000,00	0,00	80 000 000,00
Trésorerie	1 122 391 833,98	0,00	1 122 391 833,98	1 019 431 917,03	0,00	1 019 431 917,03
TOTAL ACTIF COURANT	5 606 409 765,10	166 267 513,49	5 440 142 251,61	5 294 752 867,16	199 108 279,94	5 095 644 587,22
TOTAL GENERAL ACTIF	13 558 807 460,18	1 433 258 829,50	12 125 548 630,68	12 884 875 801,08	1 271 390 080,64	11 613 485 720,44



BILAN (PASSIF) 2021 VS 2020

LIBELLE	2021	2020
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	3 529 142 460,00	3 529 142 460,00
Capital non appelé	0,00	0,00
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	307 547 203,64	211 340 286,94
Ecart de réévaluation	543 367 550,00	523 035 050,00
Ecart d'équivalence (1)	0,00	0,00
Résultat net	502 603 803,36	481 034 583,54
* Report à nouveau (résultat des exercices antérieurs)	424 220 334,67	351 583 611,84
* Régularisations sur exercices antérieurs	0,00	0,00
TOTAL I	5 306 881 351,67	5 096 135 992,32
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	33 780 862,38	0,00
Impôts (différés et provisionnés)	0,00	0,00
Autres dettes non courantes	0,00	0,00
Provisions réglementées	615 987 182,57	530 472 098,39
Provisions et produits constatés d'avance	0,00	0,00
TOTAL II	649 768 044,95	530 472 098,39
PASSIFS COURANTS:		
Fonds ou valeurs reçus des réassureurs	450 808 343,22	431 938 993,23
Provisions techniques d'assurance		
- Opérations directes	3 168 230 047,84	2 650 934 577,98
- Acceptations	4 210 651,04	3 867 153,16
Dettes et comptes rattachés		
- Cessionnaires et Cédants créditeurs	347 432 686,13	639 268 069,37
- Assurés et intermédiaires d'assurance créditeurs	717 842 500,07	606 620 868,84
Impôts Crédit	721 904 514,88	716 900 377,42
Autres dettes	758 470 490,88	937 345 004,24
Tresorerie passif	0,00	2 585,52
TOTAL III	6 168 899 234,06	5 986 877 629,76
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	12 125 548 630,68	11 613 485 720,44



COMPTE DE RESULTAT /NATURE (2021 VS 2020)

LIBELLE	2021			2020		
	Opérations Brutes 2021	Cessions et Retrocessions 2021	Operations Nettes 2021	Opérations Brutes 2020	Cessions et Retrocessions 2020	Operations Nettes 2020
Primes émises sur opérations directes	4 823 443 036,06	-1 055 255 349,46	3 768 187 686,60	4 728 171 501,01	-1 007 854 818,27	3 720 316 682,74
Primes Acceptées		29 941 857,58	29 941 857,58		8 888 015,37	8 888 015,37
Primes émises reportées	-93 167 842,23	-18 751 773,84	-111 919 616,07	10 865 108,95	-4 033 091,92	6 832 017,03
Primes acceptées reportées		-117 576,14	-117 576,14		0,00	0,00
I-Primes acquises à l'exercice	4 730 275 193,83	-1 044 182 841,86	3 686 092 351,97	4 739 036 609,96	-1 002 999 894,82	3 736 036 715,14
Prestations sur opérations directes	-2 723 354 658,10	1 021 752 988,76	-1 701 601 669,34	-2 252 512 324,32	414 217 662,81	-1 838 294 661,51
Prestations sur acceptations		-91 871,99	-91 871,99		-348 708,35	-348 708,35
II-Prestations de l'exercice (Sinistres)	-2 723 354 658,10	1 021 661 116,77	-1 701 693 541,33	-2 252 512 324,32	413 868 954,46	-1 838 643 369,86
Commissions reçues en réassurance	0,00	247 994 212,22	247 994 212,22	0,00	223 256 215,87	223 256 215,87
Commissions versées en réassurance		-8 517 181,52	-8 517 181,52	0,00	-2 398 582,55	-2 398 582,55
III-Commissions de réassurance	0,00	239 477 030,70	239 477 030,70	0,00	220 857 633,32	220 857 633,32
IV-Subventions d'exploitation d'assurance	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
V-MARGE D'ASSURANCE NETTE	2 006 920 535,73	216 955 305,61	2 223 875 841,34	2 486 524 285,64	-368 273 307,04	2 118 250 978,60
Services extérieurs et autres consommations	-826 286 653,90	0,00	-826 286 653,90	-814 213 005,79	0,00	-814 213 005,79
Charges de personnel	-772 903 917,45	0,00	-772 903 917,45	-771 781 960,26	0,00	-771 781 960,26
Impôts, taxes et versements assimilés	-80 466 810,72	0,00	-80 466 810,72	-123 107 671,76	0,00	-123 107 671,76
Production immobilisée	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres produits opérationnels	71 910 202,38	0,00	71 910 202,38	94 043 582,75	0,00	94 043 582,75
Autres charges opérationnelles	-105 504 649,01	0,00	-105 504 649,01	-96 240 614,56	0,00	-96 240 614,56
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	-326 907 028,81	0,00	-326 907 028,81	-332 893 416,38	0,00	-332 893 416,38
Prov d'assurance (Prov Réglementées) & CATNAT	-85 515 084,18	0,00	-85 515 084,18	-73 862 408,38	0,00	-73 862 408,38
Reprise sur pertes de valeur et provisions	316 525 552,12	0,00	316 525 552,12	382 587 213,39	0,00	382 587 213,39
V- RESULTAT TECHNIQUE OPERATIONNEL	197 772 146,16	216 955 305,61	414 727 451,77	751 056 004,65	-368 273 307,04	382 782 697,61
Produits financiers	217 917 413,92	0,00	217 917 413,92	206 119 503,37	0,00	206 119 503,37
Charges financières	-20 217 702,03	0,00	-20 217 702,03	-11 184 243,02	0,00	-11 184 243,02
VI-RESULTAT FINANCIER	197 699 711,89	0,00	197 699 711,89	194 935 260,35	0,00	194 935 260,35
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)	395 471 858,05	216 955 305,61	612 427 163,66	945 991 265,00	-368 273 307,04	577 717 957,96
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-109 851 568,00	0,00	-109 851 568,00	-97 133 046,00	0,00	-97 133 046,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	5 336 628 362,25	-804 705 811,16	4 531 922 551,09	5 421 786 909,47	-782 142 261,50	4 639 644 647,97
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-5 051 008 072,20	1 021 661 116,77	-4 029 346 955,43	-4 572 928 690,47	413 868 954,46	-4 159 059 736,01
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	285 620 290,05	216 955 305,61	502 575 595,66	848 858 219,00	-368 273 307,04	480 584 911,96
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	29 387,25		29 387,25	450 757,51		450 757,51
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-1 179,55		-1 179,55	-1 085,93		-1 085,93
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE	28 207,70	0,00	28 207,70	449 671,58	0,00	449 671,58
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE (comptable)	285 648 497,75	216 955 305,61	502 603 803,36	849 307 890,58	-368 273 307,04	481 034 583,54



الملحق رقم 09: القوائم المالية لمؤسسة "بيوفارم" 2015 - 2016

BILAN (ACTIF) CONSOLIDE

LIBELLE	NOTE	BRUT	AMO/PROV	NET	NET 2015
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles		304 034 737	235 585 840	68 448 897	60 199 172
Immobilisations corporelles					
Terrains		1 532 487 549		1 532 487 549	1 532 487 550
Bâtiments		1 671 743 608	873 640 811	798 102 797	815 613 712
Autres immobilisations corporelles		3 433 165 815	2 039 275 316	1 393 890 499	1 019 405 085
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		51 734 077		51 734 077	282 386 348
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées		4 804 000		4 804 000	
Autres titres immobilisés		50 000 000		50 000 000	
Prêts et autres actifs financiers non courants		285 736 387		285 736 387	289 520 996
Impôts différés actif		88 092 596		88 092 596	87 522 687
TOTAL ACTIF NON COURANT		7 421 798 772	3 148 501 968	4 273 296 804	4 087 135 551
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		13 998 566 779	432 665 131	13 565 901 648	13 367 336 588
Créances et emplois assimilés					
Clients		15 262 055 515	412 591 764	14 849 463 750	14 164 340 087
Autres débiteurs		1 601 406 534		1 601 406 534	895 204 731
Impôts et assimilés		419 604 287		419 604 287	336 243 295
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		5 545 508 240		5 545 508 240	5 345 545 993
TOTAL ACTIF COURANT		36 827 141 357	845 256 895	35 981 884 461	34 108 670 693
TOTAL GENERAL ACTIF		44 248 940 130	3 993 758 863	40 255 181 266	38 195 806 244

BILAN (PASSIF) CONSOLIDE			
LIBELLE	NOTE	2016	2015
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		5 104 375 000	5 104 375 000
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		5 721 193 070	6 396 030 334
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		5 552 092 789	4 453 571 856
Autres capitaux propres - Report à nouveau		6 920 096 727	3 298 165 043
Part de la société consolidante (1)		23 166 468 919	19 159 219 657
Part des minoritaires (1)		131 288 668	92 922 576
TOTAL I		23 297 757 587	19 252 142 233
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		620 177 696	880 422 450
Impôts (différés et provisionnés)		24 186 219	11 723 546
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		64 886 113	76 450 802
TOTAL II		709 250 030	968 596 798
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		12 532 748 319	13 397 281 757
Impôts		872 956 150	575 323 779
Autres dettes		2 408 723 545	2 406 439 035
Trésorerie passif		433 745 633	1 596 022 642
TOTAL III		16 248 173 648	17 975 067 213
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		40 255 181 266	38 195 806 244

COMPTE DE RESULTAT/NATURE CONSOLIDE

LIBELLE	NOTE	2016	2015
Ventes et produits annexes		56 376 333 817	51 042 777 621
Variation stocks produits finis et en cours		-901 622 632	391 673 757
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		55 474 711 185	51 434 451 378
Achats consommés		-44 538 105 615	-42 286 962 312
Services extérieurs et autres consommations		-954 332 553	-1 055 794 151
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-45 492 438 168	-43 342 756 463
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		9 982 273 012	8 091 694 916
Charges de personnel		-2 635 466 009	-2 395 674 259
Impôts, taxes et versements assimilés		-1 289 793 159	-998 368 310
IV-EXECDENT BRUT D'EXPLOITATION		6 057 013 843	4 697 652 347
Autres produits opérationnels		1 724 829 793	1 878 125 241
Autres charges opérationnelles		-385 474 815	-78 423 483
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-1 280 628 652	-1 534 890 509
Reprise sur pertes de valeur et provisions		1 209 503 727	1 011 696 214
V- RESULTAT OPERATIONNEL		7 325 243 895	5 974 159 810
Produits financiers		280 571 800	307 570 042
Charges financiers		-352 803 438	-571 286 266
IV-RESULTAT FINANCIER		-72 231 638	-263 716 224
IV-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		7 253 012 256	5 710 443 586
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-1 405 473 172	-1 249 668 985
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-11 892 764	-7 202 745
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		58 613 743 822	54 631 842 875
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-52 859 940 100	-50 178 271 019
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		5 835 646 320	4 453 571 856
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		0	
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-283 553 530	
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-283 553 530	
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		5 552 092 789	4 453 571 856
Dont Part du groupe		5 513 726 697	4 420 717 520
Part des minoritaires		38 366 092	32 854 336
Bénéfice par action, part du Groupe		216,04	173,21

الملحق رقم 10: القوائم المالية لمؤسسة "بيوفارم" 2017 - 2018

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2018

États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2018

En date du 06 Mai 2018, le Conseil d'administration a arrêté et autorisé la publication des états financiers consolidés de Biopharm SPA pour l'exercice clos le 31 décembre 2018.

Compte de résultat consolidé de la période

<i>(en millions de DZD)</i>	Note	31/12/2018	31/12/2017
Ventes et produits annexes	17	63 055	58 568
Variation stocks produits finis et en cours		477	(348)
Production immobilisée		-	-
Subventions d'exploitation		-	-
Production de l'exercice		63 532	58 220
Achats consommés		(48 315)	(44 616)
Services extérieurs et autres consommations	18	(2 024)	(1 719)
Consommation de l'exercice		(50 339)	(46 335)
Valeur ajoutée		13 193	11 885
Charges de personnel	19	(3 004)	(2 784)
Impôts, taxes et versements assimilés	20	(1 107)	(1 059)
Excédent brut d'exploitation		9 082	8 042
Autres produits opérationnels	21	663	834
Autres charges opérationnelles	22	(170)	(244)
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	23	(1 598)	(1 217)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		859	894
Résultat opérationnel		8 835	8 309
Produits financiers		547	527
Charges financières		(290)	(861)
Résultat financier	24	256	(334)
Résultat ordinaire avant impôt		9 092	7 975
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	25	(1 509)	(1 499)
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		(57)	23
Résultat net des activités ordinaires		7 525	6 499
Résultat net de l'exercice		7 525	6 499
Dont Part du Groupe		7 482	6 460
Part des minoritaires		43	39
Bénéfice par action, part du Groupe (DZD)		293,16	253,11

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2018
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2018

Bilan consolidé
Actif

<i>(en millions de DZD)</i>	Note	31/12/2018	31/12/2017
Actifs non courants			
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif	1	445	-
Immobilisations incorporelles	2.1	170	77
Immobilisations corporelles	2.2		
Terrains		1 508	1 532
Bâtiments		627	672
Autres immobilisations corporelles		2 186	1 755
Immobilisations en concession		-	-
Immobilisations encours	3	945	159
Immobilisations financières	4		
Titres mis en équivalence		-	-
Autres participations et créances rattachées		5	5
Autres titres immobilisés		50	50
Prêts et autres actifs financiers non courants		331	172
Impôts différés actif	5	333	238
Total actifs non courants		6 600	4 661
Actifs courants			
Stocks et encours	6	21 187	17 643
Créances et emplois assimilés			
Clients	7	20 135	17 001
Autres débiteurs	8	3 751	3 265
Impôts et assimilés		531	115
Autres créances et emplois assimilés		-	-
Disponibilités et assimilés			
Placements et autres actifs financiers courants	9	48	147
Trésorerie	10	3 135	5 761
Total actifs courants		48 786	43 932
Total actifs		55 387	48 593

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2018
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2018

Bilan consolidé
Passif

<i>(en millions de DZD)</i>	Note	31/12/2018	31/12/2017
Capitaux propres			
Capital émis		5 104	5 104
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves- Réserves consolidés (1)		7 194	8 242
Ecart de réévaluation		-	-
Ecart d'équivalence (1)		-	-
Résultat net- Résultat net du groupe (1)		7 525	6 499
Autres capitaux propres- Report à nouveau		13 246	8 266
Part de la société consolidante (1)		32 872	27 942
Part des minoritaires (1)		197	170
Total Capitaux propres		33 069	28 111
Passifs non courants			
Emprunts et dettes financières	11	223	368
Impôts (différés et provisionnés)	12	304	151
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	13	19	19
Total passifs non courants		546	538
Passifs courants			
Fournisseurs et comptes rattachés	14	17 299	15 086
Impôts		627	477
Autres dettes	15	3 047	2 421
Trésorerie passif	16	799	1 959
Total passifs courants		21 772	19 944
Total passifs et capitaux propres		55 387	48 593

الملحق رقم 11: القوائم المالية لمؤسسة "بيوفارم" 2019 - 2020

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2020

États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2020

Compte de résultat consolidé de la période					
(en millions de DZD)	Note	31/12/2020	31/12/2019	Var	%
Ventes et produits annexes	17	71 475	67 838	3 637	5%
Variation stocks produits finis et en cours		148	(172)	320	-186%
Production immobilisée		-	-	-	n/a
Subventions d'exploitation		-	-	-	n/a
Production de l'exercice		71 623	67 666	3 957	6%
Achats consommés		(55 447)	(51 115)	(4 332)	8%
Services extérieurs et autres consommations	18	(1 481)	(2 086)	606	-29%
Consommation de l'exercice		(56 928)	(53 201)	(3 727)	7%
Valeur ajoutée		14 694	14 464	230	2%
Charges de personnel	19	(3 510)	(3 448)	(62)	2%
Impôts, taxes et versements assimilés	20	(1 180)	(1 123)	(56)	5%
Excédent brut d'exploitation		10 004	9 893	112	1%
Autres produits opérationnels	21	482	271	211	78%
Autres charges opérationnelles	22	(2 093)	(89)	(2 004)	2243%
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	23	(2 356)	(1 844)	(512)	28%
Reprise sur pertes de valeur et provisions		1 380	1 171	209	18%
Résultat opérationnel		7 418	9 401	(1 983)	-21%
Produits financiers		392	120	272	226%
Charges financières		(921)	(129)	(792)	615%
Résultat financier	24	(529)	(9)	(520)	5899%
Résultat ordinaire avant impôt		6 889	9 392	(2 504)	-27%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	25	(1 670)	(1 493)	(176)	12%
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		351	(295)	646	-219%
Résultat net des activités ordinaires		5 570	7 604	(2 034)	-27%
Eléments extraordinaires (produits)		-	-	-	n/a
Eléments extraordinaires (charges)		-	-	-	n/a
Résultat extraordinaire		-	-	-	n/a
Résultat net de l'exercice		5 570	7 604	(2 034)	-27%
Dont Part du Groupe		5 554	7 557		
Part des minoritaires		16	48		
Bénéfice par action, part du Groupe (DZD)		218	296		

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2020

États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2020

Passif					
(en millions de DZD)	Note	12/31/2020	12/31/2019	Var	%
Capitaux propres					
Capital émis		5 104	5 104	-	0%
Capital non appelé		-	-	-	n/a
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		9 874	9 521	352	4%
Ecart de réévaluation		-	-	-	n/a
Ecart d'équivalence (1)		-	-	-	n/a
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		5 570	7 604	(2 034)	-27%
Autres capitaux propres - Report à nouveau		19 867	15 507	4 360	28%
	Part de la société consolidante (1)	40 113	37 494	2 619	7%
	Part des minoritaires (1)	303	244	59	24%
Total Capitaux propres		40 416	37 737	2 678	7%
Passifs non courants					
Emprunts et dettes financières	11	3 600	3 505	95	3%
Impôts (différés et provisionnés)	12	638	647	(9)	-1%
Autres dettes non courantes		-	-	-	n/a
Provisions et produits constatés d'avance	13	1	1	(1)	-60%
Total passifs non courants		4 238	4 154	84	2%
Passifs courants					
Fournisseurs et comptes rattachés	14	19 729	19 169	560	3%
Impôts		1 558	1 347	211	16%
Autres dettes	15	5 565	3 481	2 084	60%
Trésorerie passif	16	2 831	812	2 019	249%
Total passifs courants		29 683	24 809	4 874	20%
Total passifs et capitaux propres		74 336	66 700	7 637	11%

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2020

États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2020

Actif					
(en millions de DZD)	Note	31/12/2020	31/12/2019	Var	%
Actifs non courants					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif	1	683	445	238	54%
Immobilisations incorporelles	2.1	114	156	(42)	-27%
Immobilisations corporelles	2.2				
Terrains		2 018	1 508	510	34%
Bâtiments		617	576	41	7%
Autres immobilisations corporelles		4 259	3 216	1 042	32%
Immobilisations en concession		-	-	-	n/a
Immobilisations encours	3	4 139	2 342	1 797	77%
Immobilisations financières	4				
Titres mis en équivalence		-	-	-	n/a
Autres participations et créances rattachées		5	5	-	0%
Autres titres immobilisés		-	-	-	n/a
Prêts et autres actifs financiers non courants		392	331	61	18%
Impôts différés actif	5	850	382	468	122%
Total actifs non courants		13 078	8 961	4 116	46%
Actifs courants					
Stocks et encours	6	23 628	24 438	(810)	-3%
Créances et emplois assimilés					
Clients	7	24 060	22 666	1 394	6%
Autres débiteurs	8	5 798	5 291	507	10%
Impôts et assimilés		1 211	1 258	(47)	-4%
Autres créances et emplois assimilés		-	-	-	n/a
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants	9	1 002	540	462	85%
Trésorerie	10	5 560	3 546	2 014	57%
Total actifs courants		61 259	57 738	3 521	6%
Total actifs		74 336	66 700	7 637	11%

الملحق رقم 12 : القوائم المالية لمؤسسة "بيوفارم" 2021

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2021

Comptes de résultat consolidés de la période

(en millions de DZD)	Note	31/12/2021	31/12/2020	Var	%
Ventes et produits annexes	17	82 139	71 475	10 665	15%
Variation stocks produits finis et en cours		(548)	148	(696)	-471%
Production de l'exercice		81 591	71 623	9 969	14%
Achats consommés		(64 028)	(55 447)	(8 581)	15%
Services extérieurs et autres consommations	18	(2 047)	(1 481)	(566)	38%
Consommation de l'exercice		(66 075)	(56 928)	(9 147)	16%
Valeur ajoutée		15 516	14 694	821	6%
Charges de personnel	19	(3 688)	(3 510)	(178)	5%
Impôts, taxes et versements assimilés	20	(1 352)	(1 180)	(172)	15%
Excédent brut d'exploitation		10 476	10 004	471	5%
Autres produits opérationnels	21	122	482	(360)	-75%
Autres charges opérationnelles	22	(165)	(2 093)	1 928	-92%
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	23	(2 561)	(2 356)	(205)	9%
Reprise sur pertes de valeur et provisions		1 952	1 380	571	41%
Résultat opérationnel		9 823	7 418	2 405	32%
Produits financiers		222	392	(170)	-43%
Charges financières		(343)	(921)	577	-63%
Résultat financier	24	(122)	(529)	407	-77%
Résultat ordinaire avant impôt		9 701	6 889	2 813	41%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	25	(1 880)	(1 672)	(208)	12%
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		(7)	353	(360)	-102%
Résultat net des activités ordinaires		7 814	5 570	2 244	40%
Résultat extraordinaire		-	-	-	n/a
Résultat net de l'exercice		7 814	5 570	210	3%
Dont Part du Groupe		7 809	5 554		
Part des minoritaires		5	16		
Bénéfice par action, part du Groupe (DZD)		306,0	218		

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2021

Bilan de la période - Actifs

(en millions de DZD)	Note	31/12/2021	31/12/2020	Var	%
Actifs non courants					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif	1	703	683	20	3%
Immobilisations incorporelles	2.1	78	114	(36)	-32%
Immobilisations corporelles					
Terrains	2.2	2 018	2 018	-	0%
Bâtiments		556	617	(61)	-10%
Autres immobilisations corporelles		3 420	4 259	(839)	-20%
Immobilisations en concession		-	-	-	n/a
Immobilisations encours	3	8 600	4 139	4 461	108%
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence	4	-	-	-	n/a
Autres participations et créances rattachées		5	5	0	0%
Autres titres immobilisés		-	-	-	n/a
Prêts et autres actifs financiers non courants		204	392	(188)	-48%
Impôts différés actif	5	767	850	(83)	-10%
Total actifs non courants		16 351	13 078	3 274	25%
Actifs courants					
Stocks et encours					
Stocks et encours	6	21 655	23 628	(1 974)	-8%
Créances et emplois assimilés					
Clients	7	26 607	24 060	2 547	11%
Autres débiteurs	8	6 069	5 798	271	5%
Impôts et assimilés		1 575	1 211	365	30%
Autres créances et emplois assimilés		-	-	-	n/a
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants	9	1 001	1 002	(1)	-0%
Trésorerie	10	6 301	5 560	740	13%
Total actifs courants		63 208	61 259	1 949	3%
Total actifs		79 559	74 336	5 223	7%

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2021

Bilan de la période - Passifs

(en millions de DZD)	Note	31/12/2021	31/12/2020	Var	%
Capitaux propres					
Capital émis		5 104	5 104	0	0%
Capital non appelé		(0)	-	(0)	n/a
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		11 340	9 874	1 466	15%
Résultat net - Résultat net du Groupe (1)		7 814	5 570	2 244	40%
Autres capitaux propres - Report à nouveau		21 035	19 867	1 167	6%
Part de la société consolidante (1)		44 986	40 113	4 874	12%
Part des minoritaires (1)		307	303	4	1%
Total Capitaux propres		45 293	40 416	4 877	12%
Passifs non courants					
Emprunts et dettes financières	11	4 160	3 600	560	16%
Impôts (différés et provisionnés)	12	562	638	(76)	-12%
Autres dettes non courantes		-	-	-	n/a
Provisions et produits constatés d'avance	13	-	1	(1)	-100%
Total passifs non courants		4 722	4 238	484	11%
Passifs courants					
Fournisseurs et comptes rattachés	14	19 869	19 729	140	1%
Impôts		1 712	1 558	154	10%
Autres dettes	15	5 405	5 565	(160)	-3%
Trésorerie passif	16	2 558	2 831	(272)	-10%
Total passifs courants		29 544	29 683	(139)	0%
Total passifs et capitaux propres		79 559	74 336	5 223	7%

الملحق رقم 13: القوائم المالية لمؤسسة "صيدال" 2015 - 2016

Groupe Sidal Bilan et TCR –Exercice 2016-

1. Actif Bilan consolidé

ACTIF	31/12/2016			31/12/2015
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	87 341 040,00
Immobilisations incorporelles	212 104 001,73	195 224 374,97	16 879 626,76	21 588 150,02
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	10 383 338 837,77	0,00	10 383 338 837,77	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 329 947 475,94	5 637 047 200,46	1 692 900 275,48	1 649 608 532,26
Autres immobilisations corporelles	15 098 007 460,68	13 798 654 169,79	1 299 353 290,89	1 189 497 235,41
Immobilisations en concession	280 023 210,00	2 252 958,94	277 770 251,06	278 103 983,68
Immobilisations en cours	11 189 299 772,01	0,00	11 189 299 772,01	5 363 985 192,51
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 388 910 621,59	0,00	1 388 910 621,59	1 465 132 799,40
Autres participations et créances rattachées	691 518 175,00	58 940 054,97	632 578 120,03	584 859 076,01
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	154 332 649,23	0,00	154 332 649,23	140 479 615,20
Impôts différés actif	291 018 838,11	0,00	291 018 838,11	472 097 555,36
TOTAL ACTIF NON COURANT	50 133 915 242,06	19 692 118 759,13	30 441 796 482,93	15 767 186 133,72
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 358 574 088,97	629 232 318,65	5 729 341 770,32	4 965 900 019,13
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 547 718 023,80	1 906 769 106,35	3 640 948 917,45	3 822 680 037,51
Autres débiteurs	1 255 466 985,99	377 579,41	1 255 089 406,58	1 139 842 768,95
Impôts	185 798 351,63	11 998 649,03	173 799 702,60	179 420 574,16
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	40 666 666,67
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	5 214 275 956,41	83 275 568,07	5 131 000 388,34	5 987 644 631,35
TOTAL ACTIF COURANT	18 580 393 395,99	2 631 653 221,51	15 948 740 174,48	19 154 714 686,96
TOTAL GENERAL ACTIF	68 714 308 638,05	22 323 771 980,64	46 390 536 657,41	34 921 900 820,68

2. Passif du Bilan consolidé

UM : DA

PASSIF	31/12/2016	31/12/2015
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	0,00	2 586 812 201,59
Autres fonds propres	8 721 856 492,20	
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 861 813 853,88	12 251 816 341,17
Ecarts de réévaluation	1 585 712 860,28	145 245 635,13
Écart d'équivalence	1 037 081 287,61	1 025 006 852,16
Résultat Net	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 766 796 831,10	-166 052 299,51
Intérêts minoritaires	1 015 179 929,35	979 287 855,72
TOTAL I	27 464 009 197,27	20 465 934 577,15
<u>PASSIF NON COURANT</u>		
Emprunts et dettes financières	8 973 229 626,56	4 821 513 005,59
Impôts (différés et provisionnés)	17 509 995,00	285 333 000,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	1 061 401 552,48
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 345 087 321,65	1 605 571 934,62
TOTAL PASSIF NON COURANT II	11 397 228 495,69	7 773 819 493,64
<u>PASSIF COURANT</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 430 054 019,90	1 931 770 182,61
Impôts	776 153 641,37	402 507 323,51
Autres dettes	3 512 927 858,77	3 619 036 497,36
Trésorerie passif	810 163 444,41	728 832 746,41
TOTAL PASSIF COURANT III	7 529 298 964,45	6 682 146 749,89
TOTAL GENERAL PASSIF	46 390 536 657,41	34 921 900 820,68

3. Tableau de Compte de Résultats consolidé

UM : DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2016	31/12/2015	R/O	Evolution 2016/2015
Chiffre d'affaires	10 223 411 484,28	9 984 043 757,71	86,31%	2,40%
Variation stocks produits finis et en cours	265 663 623,51	-11 893 123,70	458,59%	-2333,76%
Production immobilisée	0,00	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00	0,00		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 489 075 107,79	9 972 150 634,01	88,13%	5,18%
Achats consommés	-3 663 777 474,24	-3 470 479 457,80	94,99%	5,57%
Services extérieurs et autres consommations	-928 780 089,72	-996 298 147,20	105,49%	-6,78%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-4 592 557 563,96	-4 466 777 605,00	96,94%	2,82%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 896 517 543,83	5 505 373 029,01	82,30%	7,10%
Charges de personnel	-3 023 474 168,42	-3 056 024 245,03	95,38%	-1,07%
Impôts, taxes et versements assimilés	-173 817 524,53	-166 639 675,94	124,52%	4,31%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 699 225 850,88	2 282 709 108,04	70,01%	18,25%
Autres produits opérationnels	72 651 701,08	202 735 842,16	59,17%	-64,16%
Autres charges opérationnelles	-99 258 043,60	-143 865 838,16	54,72%	-31,01%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 299 102 638,36	-1 328 939 749,35	125,64%	-2,25%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	719 627 105,07	421 168 878,85	1195,39%	70,86%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 093 143 975,07	1 433 808 241,54	74,14%	45,98%
Produits financiers	183 271 195,24	142 454 921,27	225,48%	28,65%
Charges financières	-177 710 456,40	-132 453 560,20	118,08%	34,17%
VI - RESULTAT FINANCIER	5 560 738,84	10 001 361,07	-8,03%	-44,40%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 098 704 713,91	1 443 809 602,61	76,21%	45,36%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-628 653 272,00	-328 709 218,00	117,17%	91,25%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-96 986 328,41	15 393 711,92		-730,04%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 464 625 109,18	10 738 510 276,29	94,23%	6,76%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 897 587 338,86	-9 638 803 603,60	99,48%	2,68%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 567 037 770,32	1 099 706 672,69	70,67%	42,50%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)				
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)				
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00		
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 567 037 770,32	1 099 706 672,69	70,67%	42,50%
Résultats minoritaires	4 426 500,76	18 117 370,96	78,32%	-75,57%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-62 302 666,02	25 993 947,24		-339,68%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89	67,88%	31,94%

الملحق رقم 14: القوائم المالية لمؤسسة "صيدال" 2017 - 2018

2.1. Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

ACTIF	31/12/2018			31/12/2017
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	115 414 200,00
Immobilisations incorporelles	378 857 436,59	239 123 450,08	139 733 986,51	13 643 850,95
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	2 391 687 791,42	0,00	2 391 687 791,42	10 383 338 837,77
Bâtiments	7 584 297 976,37	5 271 308 688,28	2 312 989 288,09	1 766 306 904,14
Autres immobilisations corporelles	18 277 440 502,83	14 301 350 363,06	3 976 090 139,77	1 351 564 152,29
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	276 361 487,38
Immobilisations en cours	10 759 890 495,72	0,00	10 759 890 495,72	13 501 512 857,53
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 433 217 458,23	0,00	1 433 217 458,23	1 466 608 492,92
Autres participations et créances rattachées	685 893 175,00	462 033 246,90	223 859 928,10	630 537 294,94
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	4 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	152 869 240,73	0,00	152 869 240,73	157 814 646,73
Impôts différés actif	324 860 044,51	0,00	324 860 044,51	296 251 741,16
TOTAL ACTIF NON COURANT	45 104 428 321,40	20 273 815 748,32	24 830 612 573,08	33 959 354 465,81
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 956 065 304,74	667 793 354,53	6 288 271 950,21	4 883 145 010,78
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 578 018 586,28	1 897 005 360,67	3 681 013 225,61	3 192 081 776,57
Autres débiteurs	1 391 498 314,49	7 500,00	1 391 490 814,49	1 357 618 287,35
Impôts	240 704 481,51	11 998 830,46	228 705 651,05	169 292 263,58
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 218 125 424,65	82 435 666,36	3 135 689 758,29	4 738 892 796,95
TOTAL ACTIF COURANT	17 402 972 100,86	2 659 240 712,02	14 743 731 388,84	14 359 590 124,42
TOTAL GENERAL ACTIF	62 507 400 422,26	22 933 056 460,34	39 574 343 961,92	48 318 944 590,23

2.2. Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

PASSIF	31/12/2018	31/12/2017
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	8 721 856 492,20
Primes et réserves -(réserves consolidées)	13 461 406 696,77	12 991 033 164,36
Écarts de réévaluation	1 272 192 408,65	1 585 712 860,28
Écart d'équivalence	1 016 986 928,55	955 727 524,41
Résultat Net	1 174 214 390,98	1 376 295 647,88
Autres capitaux propres -report à nouveau	-866 679 031,92	-1 080 714 611,43
Intérêts minoritaires	826 612 003,56	881 619 980,04
TOTAL I	19 796 410 396,58	27 931 531 057,74
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et dettes financières	10 923 905 958,66	10 894 562 658,08
Impôts (différés et provisionnés)	19 887 217,01	17 509 995,00
Autres dettes non courantes	593 645 268,24	1 059 992 788,80
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 433 885 167,65	1 346 632 170,47
TOTAL PASSIF NON COURANT II	12 971 323 611,56	13 318 697 612,35
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 249 615 538,04	1 436 731 269,94
Impôts	201 334 246,61	726 697 526,43
Autres dettes	3 734 753 856,30	4 107 579 876,69
Trésorerie passif	620 906 312,83	797 707 247,08
TOTAL PASSIF COURANT III	6 806 609 953,78	7 068 715 920,14
TOTAL GENERAL PASSIF	39 574 343 961,92	48 318 944 590,23

2.3. Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe)

UM - DA

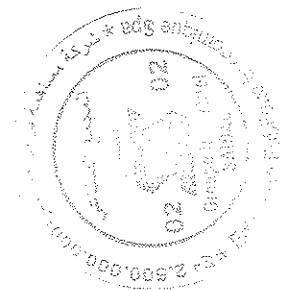
TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2018	31/12/2017	R/O	Evol. 2018/2017
Chiffre d'affaires	10 317 577 775,54	10 265 897 771,06	88,10%	0,50%
Variation stocks produits finis et en cours	272 122 098,95	-558 329 961,16	52,76%	148,74%
Production immobilisée	0,00	0,00	/	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/	/
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 589 699 874,49	9 707 567 809,90	86,61%	9,09%
Achats consommés	-4 624 142 242,57	-3 755 793 245,73	109,60%	23,12%
Services extérieurs et autres consommations	-1 067 499 186,54	-1 002 621 754,72	100,13%	6,47%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 691 641 429,11	-4 758 415 000,45	107,69%	19,61%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	4 898 058 445,38	4 949 152 809,45	70,56%	-1,03%
Charges de personnel	-3 329 762 210,93	-2 866 108 087,05	104,82%	16,18%
Impôts, taxes et versements assimilés	-169 982 582,04	-167 524 872,66	94,54%	1,47%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 398 313 652,41	1 915 519 849,74	39,00%	-27,00%
Autres produits opérationnels	1 159 167 515,64	120 876 666,93	7418,71%	858,97%
Autres charges opérationnelles	-188 852 963,84	-58 405 988,66	319,38%	223,35%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 454 793 798,08	-868 249 692,56	89,39%	67,55%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	380 039 983,32	370 500 844,60	559,38%	2,57%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 293 874 389,45	1 480 241 680,05	65,27%	-12,59%
Produits financiers	200 013 164,65	163 571 611,87	199,85%	22,28%
Charges financières	-254 951 764,57	-164 840 374,12	194,88%	54,67%
VI - RESULTAT FINANCIER	-54 938 599,92	-1 268 762,25	178,72%	4230,09%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 238 935 789,53	1 478 972 917,80	63,48%	-16,23%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-127 206 062,00	-277 583 318,00	1180,37%	-54,17%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-21 232 781,46	7 032 819,01	571,46%	-401,91%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	12 328 920 538,10	10 362 516 933,30	99,34%	18,98%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 195 958 029,11	-9 168 160 152,51	106,98%	22,12%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 132 962 508,99	1 194 356 780,79	58,26%	-5,14%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	/	/
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 132 962 508,99	1 194 356 780,79	58,26%	-5,14%
Résultats minoritaires	44 778 352,30	85 189 898,58	/	-47,44%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-3 526 470,31	96 748 968,51	/	-103,64%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 174 214 390,98	1 376 295 647,88	60,38%	-14,68%

الملحق رقم 15: القوائم المالية لمؤسسة " صيدال " 2019 - 2020

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

BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

ACTIF	31/12/2020			31/12/2019
	MONTANTS BRUTS	AMORTIS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	141 648 564,00
Immobilisations incorporelles	468 576 191,02	343 249 100,26	125 327 090,76	174 057 244,76
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	4 398 481 823,42	0,00	4 398 481 823,42	3 805 721 423,42
Bâtiments	13 261 407 322,31	5 844 143 212,84	7 417 264 109,47	7 492 164 949,94
Autres immobilisations corporelles	20 778 518 111,59	15 362 335 010,82	5 416 183 100,77	5 632 128 168,46
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations en cours	3 523 900 855,21	0,00	3 523 900 855,21	3 580 260 802,98
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 134 015 175,22	0,00	2 134 015 175,22	2 960 993 718,84
Autres participations et créances rattachées	335 939 575,00	59 416 028,43	276 523 546,57	48 760 055,87
Autres titres immobilisés	2 002 300 000,00	0,00	2 002 300 000,00	2 500 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	14 614 749,45	0,00	14 614 749,45	107 512 187,56
Impôts différés actif	352 717 927,73	0,00	352 717 927,73	329 960 563,53
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	47 412 120 284,95	21 609 143 352,35	25 802 976 942,60	26 773 207 679,36
ACTIFS COURANTS	0,00	0,00	0,00	0,00
Stocks et encours	7 191 992 769,17	641 539 237,02	6 550 453 532,15	6 887 530 621,19
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 911 959 706,26	1 887 229 726,08	4 024 729 980,18	3 177 533 740,40
Autres débiteurs	1 316 384 098,39	7 500,00	1 316 376 598,39	1 436 859 091,79
Impôts	188 887 081,60	0,00	188 887 081,60	222 336 344,63
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	2 868 002 018,68	82 435 666,36	2 785 566 352,32	1 918 151 410,71
TOTAL ACTIFS COURANTS	17 495 765 668,29	2 611 212 129,46	14 884 344 333,83	16 660 971 197,91
TOTAL GENERAL ACTIF	64 907 905 953,24	24 220 355 481,81	40 687 319 276,43	40 434 178 877,27





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

BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

PASSIF	31/12/2020	31/12/2019
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	411 677 000,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 634 151 624,90	14 047 153 641,65
Ecart de réévaluation	3 063 429 710,86	2 686 752 011,24
Écart d'équivalence	1 408 146 175,93	1 905 284 336,88
Résultat Net	189 936 341,33	793 514 004,08
Autres capitaux propres -report à nouveau	-797 268 702,03	-1 178 074 235,34
Intérêts minoritaires	824 482 635,96	609 971 657,90
TOTAL I	22 234 554 786,95	21 776 278 416,42
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	10 404 842 508,14	10 403 266 267,81
Impôts (différés et provisionnés)	24 094 670,27	21 011 203,32
Autres dettes non courantes	0,00	593 645 268,24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 626 040 712,04	1 446 788 017,73
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	12 054 977 890,45	12 464 740 757,10
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 247 407 073,70	1 556 885 668,31
Impôts	175 915 917,23	116 625 268,50
Autres dettes	4 052 684 542,80	3 708 972 235,69
Trésorerie passif	922 010 265,30	810 706 531,25
TOTAL PASSIF COURANT III	6 398 017 799,03	6 193 189 703,75
TOTAL GENERAL PASSIF	40 687 550 476,43	40 434 178 877,27

Direction des Finances et Comptabilité

DATE DE CLOTURE : 31/12/2020

BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2020	31/12/2019
Chiffre d'affaires	9 809 929 760,98	9 392 750 935,10
Variation stocks produits finis et en cours	264 531 468,40	1 085 935 007,08
Production immobilisée	0,00	0,00
Subvention d'exploitation	0,00	0,00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 074 461 229,38	10 478 685 942,18
Achats consommés	-4 245 356 684,94	-4 577 729 592,68
Services extérieurs et autres consommations	-910 765 524,13	-1 113 922 480,89
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 156 122 209,07	-5 691 652 073,57
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	4 918 339 020,31	4 787 033 868,61
Charges de personnel	-3 609 396 024,60	-3 514 951 683,35
Impôts, taxes et versements assimilés	-201 768 850,04	-154 310 399,06
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 107 174 145,67	1 117 771 786,20
Autres produits opérationnels	205 038 628,28	687 941 345,58
Autres charges opérationnelles	-109 057 603,07	-75 628 723,04
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 088 338 701,82	-1 399 508 839,03
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	214 605 132,80	664 533 494,03
V - RESULTAT OPERATIONNEL	329 421 601,86	995 109 068,74
Produits financiers	129 016 705,12	152 968 301,58
Charges financières	-154 762 522,08	-343 123 098,91
VI - RESULTAT FINANCIER	-25 745 816,96	-190 154 797,33
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	303 675 784,90	804 954 266,41
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-88 374 651,00	-77 823 533,00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-19 069 142,98	5 579 922,73
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 623 121 695,58	11 984 129 083,37
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-10 388 751 418,70	-11 262 578 272,69
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	234 370 276,88	721 550 810,68
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	234 370 276,88	721 550 810,68
Résultat minoritaires	-592 334,84	19 736 411,44
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	-43 841 600,71	52 226 781,96
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	189 936 341,33	793 514 004,08



الملحق رقم 16: القوائم المالية لمؤسسة "صيدال" 2021

2.1. Actif du Bilan (Consolidé Groupe) :

UM:DA

ACTIF	31/12/2021			31/12/2020
	MONTANTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT :				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	141 648 564,00
Immobilisations incorporelles	468 576 191,02	394 405 777,42	74 170 413,60	125 327 090,76
Immobilisations corporelles				
Terrains	4 398 481 823,42	0,00	4 398 481 823,42	4 398 481 823,42
Bâtiments	13 339 694 443,48	5 997 599 674,29	7 342 094 769,19	7 417 264 109,47
Autres immobilisations corporelles	20 801 612 806,89	15 297 937 668,60	5 503 675 138,29	5 416 183 100,77
Immobilisations en concession	322 740 000,00	0,00	322 740 000,00	0,00
Immobilisations en cours	3 850 372 946,09	0,00	3 850 372 946,09	3 523 900 855,21
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 418 384 302,29	0,00	2 418 384 302,29	2 134 015 175,22
Autres participations et créances rattachées	44 667 575,00	0,00	44 667 575,00	276 523 546,57
Autres titres immobilisés	2 001 000 000,00	0,00	2 001 000 000,00	2 002 300 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	51 251 159,52	0,00	51 251 159,52	14 614 749,45
Impôts différés actif	244 899 794,64	0,00	244 899 794,64	352 717 927,73
TOTAL ACTIF NON COURANT	48 083 329 606,35	21 689 943 120,31	26 393 386 486,04	25 802 976 942,60
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	10 543 599 209,86	738 647 724,91	9 804 951 484,95	6 550 453 532,15
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 327 265 862,11	1 976 357 046,12	3 350 908 815,99	4 024 729 980,18
Autres débiteurs	1 302 863 667,38	7 500,00	1 302 856 167,38	1 316 376 598,39
Impôts	170 411 184,88	0,00	170 411 184,88	188 887 081,60
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 852 847 170,60	82 435 666,36	3 770 411 504,24	2 785 566 352,32
TOTAL ACTIF COURANT	21 215 547 084,02	2 797 447 937,39	18 418 099 146,63	14 884 573 533,83
TOTAL GENERAL ACTIF	69 298 876 690,37	24 487 391 057,70	44 811 485 632,67	40 687 550 476,43

2.2. Passif du Bilan (Consolidé Groupe) :

UM: DA

PASSIF	31/12/2021	31/12/2020
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	411 677 000,00	0,00
Autres fonds propres	0,00	411 677 000,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	15 318 040 327,17	14 634 151 624,90
Ecarts de réévaluation	3 055 720 451,96	3 063 429 710,86
Écart d'équivalence	1 838 063 594,82	1 408 146 175,93
Résultat Net	48 694 704,82	189 936 341,33
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 097 023 529,49	-797 268 702,03
Intérêts minoritaires	837 395 665,76	824 482 635,96
TOTAL I	22 912 568 215,05	22 234 554 786,95
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et dettes financières	13 825 430 092,80	10 404 842 508,14
Impôts (différés et provisionnés)	7 112 411,32	24 094 670,27
Autres dettes non courantes	322 740 000,00	0,00
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 021 362 673,15	1 626 040 712,04
TOTAL PASSIF NON COURANT II	15 176 645 177,27	12 054 977 890,45
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 207 198 255,47	1 247 407 073,70
Impôts	121 945 175,14	175 915 917,23
Autres dettes	4 038 233 979,11	4 052 684 542,80
Trésorerie passif	354 894 830,63	922 010 265,30
TOTAL PASSIF COURANT III	6 722 272 240,35	6 398 017 799,03
TOTAL GENERAL PASSIF	44 811 485 632,67	40 687 550 476,43

2.3. Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe) :

UM : DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2021	31/12/2020	Evolution 2021/2020
Chiffre d'affaires	10 211 439 983,73	9 809 929 760,98	4,09%
Variation stocks produits finis et en cours	997 900 766,87	264 531 468,40	277,23%
Production immobilisée	0,00	0,00	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/
I - PRODUCTION DEL'EXERCICE	11 209 340 750,60	10 074 461 229,38	11,26%
Achats consommés	-4 999 154 719,75	-4 245 356 684,94	17,76%
Services extérieurs et autres consommations	-1 067 885 794,68	-910 765 524,13	17,25%
II - CONSOMMATIONS DEL'EXERCICE	-6 067 040 514,43	-5 156 122 209,07	17,67%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 142 300 236,17	4 918 339 020,31	4,55%
Charges de personnel	-3 944 240 090,42	-3 609 396 024,60	9,28%
Impôts, taxes et versements assimilés	-162 116 139,62	-201 768 850,04	-19,65%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 035 944 006,13	1 107 174 145,67	-6,43%
Autres produits opérationnels	175 408 940,73	205 038 628,28	-14,45%
Autres charges opérationnelles	-75 130 256,23	-109 057 603,07	-31,11%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 036 215 417,74	-1 088 338 701,82	-4,79%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	326 911 529,02	214 605 132,80	52,33%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	426 918 801,91	329 421 601,86	29,60%
Produits financiers	177 090 776,00	129 016 705,12	37,26%
Charges financières	-105 692 416,20	-154 762 522,08	-31,71%
VI - RESULTAT FINANCIER	71 398 359,80	-25 745 816,96	-377,32%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	498 317 161,71	303 675 784,90	64,10%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-100 897 797,00	-88 374 651,00	14,17%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	25 670 878,24	-19 069 142,98	-234,62%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 888 751 996,35	10 623 121 695,58	11,91%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 517 003 509,88	-10 388 751 418,70	10,86%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	371 748 486,47	234 370 276,88	58,62%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	/
X - RESULTAT NET DEL'EXERCICE	371 748 486,47	234 370 276,88	58,62%
Résultats minoritaires	19 855 956,80	-592 334,84	-3452,15%
Part dans le résultat des Sociétés mises en équivalence	-342 909 738,46	-43 841 600,71	682,16%
RESULTAT NET DEL'EXERCICE	48 694 704,82	189 936 341,33	-74,36%

Désignation	Ratios 2021	Ratios 2020	Évol 2021/2020
Valeur ajoutée /Chiffre d'affaires	50,36%	50,14%	0,44%
Excédent brut d'exploitation/ Chiffre d'affaires	10,14%	11,29%	-10,11%
Charges du personnel /Chiffre d'affaires	38,63%	36,79%	4,98%
Charges du personnel/Valeur ajoutée	76,70%	73,39%	4,52%
Résultat opérationnel /Chiffre d'affaires	4,18%	3,36%	24,50%