



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

الكلية: العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

القسم: علوم التسيير

الميدان: العلوم المالية والمحاسبة

الشعبة: العلوم المالية

التخصص: مالية المؤسسة

مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماستري في العلوم الاقتصادية

تحت عنوان:

أثر التضخم على الهيكل التمويلي في المؤسسة

دراسة حالة (مجمع صيدال ، شركة الأوراسي) من 2009 إلى غاية 2019

إشراف :

إعداد الطلبة :

د/ معياش نسرين

بوشحدان محمد الصديق

شعلال منير

لجنة المناقشة:

|       |            |                   |             |
|-------|------------|-------------------|-------------|
| مشرفة | جامعة قلمة | أستاذة محاضرة "ب" | معياش نسرين |
| رئيس  | جامعة قلمة | أستاذة محاضرة "ب" | زبوشي وليد  |
| مصححة | جامعة قلمة | أستاذة محاضرة "ب" | خليل أسماء  |

السنة الجامعية: 2021/2020

## شكر

كل الشكر لله تعالى الذي منحنا كل التوفيق لنكمل دراستنا وهون علينا مشاقها،  
نشكر الله تعالى لمنحنا العزيمة والقوة الكافيتين لنخطى العقبان والمصاعب كما  
منحنا الإيمان والصبر لتقبل كل ما هو قدرنا وحتمنا.

كما نتقدم بجزيل الشكر لأستاذتنا المشرفة الدكتورة معياش نسرين على إشرافها  
التميز ونصائحها القيمة

كما نشكر أعضاء لجنة المناقشة الموقرين على تحملهم مشاق قراءة الرسالة ومناقشتها  
وعلى توجيهاتهم و تصويراتهم.

## إهداء

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله

إلى إخوتي و أخواتي

إلى كل عائلتي

وإلى كل طاقم التدريس

أهدي هذا العمل

# قائمة الجداول

قائمة الجداول

| الصفحة | اسم الجدول  | رقم الجدول |
|--------|---|------------|
| 54     | الاحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة  | 1          |
| 57     | العلاقة بين معدل التضخم والهيكل التمويلي المعبر عنه بالقيمة السوقية للسهم لمجمع صيدال | 2          |
| 58     | العلاقة بين معدل التضخم والقيمة السوقية للسهم لشركة الأوراسي                          | 3          |

# قائمة الأشكال

## قائمة الأشكال

| الصفحة | اسم الشكل  | رقم الشكل |
|--------|--|-----------|
| 48     | الهيكل التنظيمي لشركة صيدال                          | 1         |
| 51     | الهيكل التنظيمي لشركة الأوراسي                       | 2         |
| 55     | معدل التضخم (X) خلال الفترة من 2009 إلى 2019         | 3         |
| 56     | تطور القيم السوقية لأسهم شركة كل من صيدال و الأوراسي | 4         |

# الفهرس

## الفهرس

|      |                            |    |
|------|----------------------------|----|
| أ    | شكر وإهداء                 | 1  |
| III  | قائمة الجداول              | 11 |
| V    | قائمة الأشكال              | 17 |
| VII  | الفهرس                     | 17 |
| أ- ج | مقدمة                      | 17 |
| أ    | مشكلة الدراسة              | 17 |
| ب    | فرضيات الدراسة             | 17 |
| ب    | أهمية الدراسة              | 17 |
| ب    | أسباب اختيار الموضوع       | 17 |
| ج    | حدود الدراسة               | 17 |
| ج    | المنهج المستخدم في الدراسة | 17 |
| ج    | دراسات سابقة               | 17 |
| هـ   | هيكل البحث                 | 17 |

## الفصل الاول: الإطار النظري للتمويل و المخاطر و التضخم و الهيكل المالي ..... 19-42

|    |  |    |
|----|--|----|
| 19 | المبحث الاول: مفاهيم عامة حول التمويل و المخاطر و التضخم | 19 |
| 19 | المطلب الاول: عموميات حول التمويل                        | 19 |
| 19 | فرع 01 : مفهوم التمويل و أنواعه                          | 19 |
| 20 | فرع 02 : طرق التمويل                                     | 20 |
| 22 | فرع 03 : مخاطر التمويل و ضماناته                         | 22 |
| 23 | المطلب الثاني : ماهية المخاطر                            | 23 |
| 23 | فرع 01 : مفهوم المخاطر                                   | 23 |
| 24 | فرع 02 : تصنيفات المخاطر                                 | 24 |
| 26 | فرع 03 : طرق مواجهة المخاطر                              | 26 |
| 27 | المطلب الثالث : التضخم                                   | 27 |
| 27 | فرع 01 : مفهوم التضخم و أنواعه                           | 27 |



|         |  |
|---------|--|
| 29..... | فرع 02 :آثار التضخم  |
| 31..... | فرع 03 : الحلول المانعة لحدوث التضخم وسياسات علاجه                 |
| 34..... | المبحث الثاني : الإطار المفاهيمي للهيكل المالي للمؤسسة ونظرياته    |
| 34..... | المطلب الاول : الإطار المفاهيمي للهيكل المالي للمؤسسة              |
| 34..... | فرع 01 : مفهوم الهيكل المالي                                       |
| 35..... | فرع 02 : مصادر الهيكل المالي                                       |
| 37..... | فرع 03 : خصائص ومناهج اختيار الهيكل التمويلي                       |
| 37..... | المطلب الثاني : السياسات التمويلية                                 |
| 38..... | فرع 01 : تعريف السياسة المالية                                     |
| 39..... | فرع 02 : أنواع السياسات التمويلية                                  |
| 39..... | المطلب الثالث: نظريات الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة |
| 39..... | فرع 01: الهيكل المالي ونظرية الوكالة                               |
| 40..... | فرع 02: الهيكل المالي و نظرية الإشارة                              |
| 41..... | فرع 03: نظرية التسلسل الهرمي                                       |

## الفصل الثاني : دراسة حالة (مجمع صيدال ، شركة الأوراسي) من 2009 إلى غاية 2019 60-44 .....

|         |  |
|---------|--|
| 44..... | تمهيد :                                      |
| 45..... | المبحث الأول: تقديم مؤسسات و منهجية الدراسة  |
| 45..... | المطلب الأول: بطاقة تعريفية لمؤسسة صيدال     |
| 45..... | الفرع 01: تقديم مؤسسة صيدال                  |
| 47..... | الفرع 02: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال        |
| 49..... | الفرع 03: أهداف مجمع صيدال                   |
| 50..... | المطلب الثاني : بطاقة تعريفية لشركة الأوراسي |
| 50..... | الفرع 01 : تقديم شركة الأوراسي               |
| 51..... | الفرع 02: الهيكل التنظيمي لشركة الأوراسي     |
| 52..... | المبحث الثاني: منهجية الدراسة                |

|         |  |
|---------|--|
| 52..... | المطلب الأول : النموذج الاحصائي المتبع             |
| 52..... | الفرع 01 : تعريف نموذج الانحدار البسيط             |
| 52..... | الفرع 02 : أنواع الإنحدار                          |
| 54..... | المطلب الثاني: توصيف متغيرات الدراسة               |
| 57..... | المبحث الثالث: تقدير نموذج الدراسة ومناقشة النتائج |
| 57..... | المطلب الأول: نتائج الدراسة                        |
| 58..... | المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة                |
| 59..... | الخلاصة النهائية                                   |
|         | الخاتمة  |
|         | قائمة المراجع                                      |
|         | الملخص   |

# مقدمة

## المقدمة:

إن ظاهرة التضخم تعتبر من أهم المشاكل الاقتصادية التي تسعى جميع دول العالم إلى الحد من آثارها التي تنعكس سلبا على اقتصاداتها ومجتمعاتها، تحدث اختلالا على مستوى المؤشرات الاقتصادية الكلية، لذي تجعلها الحكومات و السلطات النقدية من ضمن أهم الأهداف التي تسطر عليها سياساتها الاقتصادية الكلية بهدف الحفاظ على القدرة الشرائية للمواطن من خلال ضمان استقرار المستوى العام للأسعار، لذلك يعتبر التضخم من أهم المؤشرات الاقتصادية والنقدية التي تعكس قوة الأداء الاقتصادي للبلد.

بالرغم من أن للتضخم مؤشر واحد يعبر عن الارتفاع المستمر للأسعار، إلا أن هناك جدلا كبيرا بين الاقتصاديين حول أسباب هذه الظاهرة، آثارها وأفضل السياسات التي يتعين إتباعها للقضاء عليها.

إن فنظرا لأهمية الدور الذي يمارسه التضخم في التأثير على اقتصاديات الدول بالإضافة إلى الاهتمام البالغ الذي يوليه الاقتصاديون لهذه الظاهرة، كان لابد من التعرض لمختلف الجوانب النظرية المرتبطة بظاهرة التضخم.

إن علاج ظاهرة التضخم يقتضي استعمال عدة سياسات تتمثل في: السياسة المالية السياسة النقدية وسياسة الرقابة المباشرة على الأسعار والأجور، كل سياسة تعمل على التخفيف من حدة التضخم وضمان استقرار الأسعار.

ويمكن اعتبار الهيكل المالي المناسب هو ذلك المزيج الذي يحقق الأهداف المرجوة وبأقل تكلفة ممكنة، خاصة وأنه من الناحية النظرية يمكن أن تكون هناك تمويل أمثل يعمل على تقليل تكلفة رأس مال في الشركة إلى الحد الأدنى، أما من الناحية العملية فهناك عدة عوامل تتحكم في الهيكل المالي مما يجعل قرار صياغته في شركات الأعمال من القرارات الحساسة التي قد تتأثر بعدة عوامل محددة كحجم الشركة، وربحيتها ، والفرص الاستثمارية المتاحة، وحتى صناعة الشركة، وبتغيير هذه المحددات قد تتغير تركيبة الهيكل المالي التي قد تنعكس على الشركة إما سلبا أو إيجابا.

## مشكلة الدراسة:

يؤثر التضخم بشكل عام في الشركة وطريقة التمويل فيها وبالتالي لابد من اختيار هيكل التمويل المناسب أي الخليط الملائم من مصادر التمويل، مع الأخذ بعين الاعتبار السياسات المالية المتبعة من طرف الشركة للحد من ظاهرة التضخم، لهذا جاءت هذه الدراسة لتتناول أثر التضخم على السياسة المالية في المؤسسة.

وعلى هذا الأساس يمكن وضع إشكالية لدراستنا كالتالي:

- هل توجد علاقة معنوية بين التضخم والهيكل التمويلي حالي مؤسستي صيدال والأوراسي للفترة من 2009 إلى غاية 2019؟.

#### فرضيات الدراسة:

وللإجابة على هذه التساؤلات يقتضي الأمر منا اقتراح مجموعة من الفرضيات لغرض إثباتها أو نفيها وهي كالتالي:

- وجود علاقة ذات معنوية إحصائية بين معدل التضخم والقيمة السوقية لسهم صيدال .
- وجود علاقة ذات معنوية إحصائية بين معدل التضخم والقيمة السوقية لسهم الأوراسي .

#### أهمية الدراسة:

تكتسي هذه الدراسة أهمية بالغة كونها تتطرق إلى أحد أهم المواضيع الاقتصادية طرحا على الساحة الأكاديمية والمتعلقة بالتضخم خاصة أن هناك آراء مختلفة حول طبيعة أثره على المتغيرات الاقتصادية، وبالرغم من ذلك فإن التضخم يكتسي أهمية من الآثار السلبية القوية التي تنعكس على أداء الشركة مما يستوجب عليها تشخيصه بصفة دورية للحد منه وتفاذي الصدمات التي من شأنها تخل التوازن داخل الشركة .

كما تتجلى أهمية هذه الدراسة أيضا من خلال إزالة الغموض حول طبيعة العلاقة بين التضخم والسياسة المالية على إتخاذ القرارات ورسم السياسات الاقتصادية لضمان الحد من ظاهرة التضخم وتطويق آثارها السلبية على الشركة.

#### أسباب اختيار الموضوع:

يمكن جوهر إختيار هذا الموضوع في إرتباطه الكبير بالتطورات الاقتصادية التي أصبح يشهدها العالم في الآونة الأخيرة، هذا بالإضافة إلى عدة أسباب أخرى دفعتنا إلى الخوض في عناصره لعل من أهمها:

- الأهمية التي أصبح يحتلها موضوع التضخم لدى السلطات والخبراء الاقتصاديين.
- محاولة تقديم قيمة مضافة ولو بسيطة من خلال هذا الموضوع بالإجابة بكل جوانبه نظريا، تحليليا، تطبيقيا، وإضافة مرجع جديد باللغة العربية حول هذا الموضوع إلى المكتبة الجامعية.

**حدود الدراسة:**

تتمثل حدود الدراسة في الإطار المكاني و الإطار الزمني، فبخصوص الإطار المكاني فهو يتمثل في  
 كا من شركة صيدال وفندق الأوراسي، أما الإطار الزمني فهو يتمثل فترة الدراسة الممتدة من 2009  
 إلى 2019، باعتبار أن هذه الفترة تمثل أهم مرحلة أين شهدت عدة تطورات في أنظمتها الاقتصادية  
 و عدة إصلاحات و بالتالي فإن النموذج المقدر و النتائج المتحصل عليها لن تكون منحازة لفترة ما (مثلا  
 فترة الرخاء) على فترة أخرى (فترة الانكماش).

**المنهج المستخدم في الدراسة:**

سعى منا لتحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بجميع جوانب الموضوع استخدمنا مزيجا من المناهج  
 الشائعة، إبتداءا بالمنهج الوصفي لاستعراض مختلف الأدبيات الخاصة بظاهرة التضخم ومتغيرات  
 السياسات المالية، والمنهج التحليلي في تبيان تطور بيانات هذه المتغيرات، وفي الأخير لجأنا إلى المنهج  
 القياسي لتقديم نموذج يفسر العلاقة الموجودة بين هذه المتغيرات باستخدام مجموعة من الطرق والأساليب  
 الإحصائية والقياسية.

**الدراسات السابقة:****الدراسة الأولى: بعنوان:****العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة**

يقدم الباحث في دراسته تعريفا بالمفاهيم الأساسية للموضوع، وهدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل التي  
 تساهم في تشكيل الهيكل المالي للمجمع الصناعي صيدال باستخدام النحدر الخطي المتعدد عن طريق  
 صياغة نموذج قياسي باستخدام برنامج EViews10 ودراسة العلاقة بين المتغير التابع المتمثل في  
 الهيكل المالي والمتغيرات المستقلة من سيولة، مردودية تجارية، هيكل الأصول، الخطر، الحجم، ربحية  
 السهم والتضخم.

وقد أظهرت النتائج وجود عالقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع وكل من المردودية التجارية  
 وهيكل الأصول والتضخم، بينما كانت العالقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي وكل من  
 السيولة، الخطر، ربحية السهم والحجم.

## الدراسة الثانية: بعنوان:

## السياسات المتبعة للحد من التضخم في الجزائر

يقدم الباحث في هذه الدراسة تحليل لأهم السياسات التي اتبعتها الجزائر للحد من معدلات التضخم خلال الفترة 1991-2014، والنتيجة التي تم التوصل إليها هي أن هاته السياسات تركز على معالجة التضخم من الجانب النقدي، إلا أن سبب التضخم ليس نقديا بالكامل، فهو من النوع الهيكلي بسبب هشاشة بنية الاقتصاد الوطني، تبعيته لقطاع المحروقات، عدم مرونة الجهاز الانتاجي، انتشار السوق الموازي، الاحتكارات، وغيرها من المشاكل الهيكلية، مما يؤدي لفشل السياسات النقدية و في تحقيق أهدافها وظهور بوادر التضخم كانعكاس لهذا الفشل. وعليه فالتحكم في الاسباب النقدية المنشئة للتضخم أمر مطلوب لكنه غير كاف لتحقيق استقرار دائم للأسعار ما لم يتم القضاء على الاسباب الاخرى، وبالتالي يستوجب تنويع الناتج من أجل خلق سلع وخدمات تمكن العرض الكلي من مواجهة الطلب الكلي المتزايد، محاربة اختلالات الاسواق الداخلية، إصلاح النظام الضريبي و رد الاعتبار للجباية العادية، بالإضافة إلى تقليص محاولات الغش والتهرب الضريبي ومكافحة التوجه للسوق غير الرسمية، مع الاستمرار في مواجهة التضخم بالادوات الموجودة.

## الدراسة الثالثة: بعنوان:

## فعالية السياسة المالية في ظل عجز الميزانية

يدرس الباحث في هذه الدراسة فعالية السياسة المالية في الجزائر في ظل عجز الميزانية ، حيث أتت أراء عديدة تدعم فكرة ان العجز في الموازنات العامة يؤدي الى ظاهرة التضخم التي تعتبر من اكبر الظواهر الاقتصادية تأثيرا على الدول وما له من انعكاسات في بث الاختلالات على مستوى الاستثمار ومستويات اخرى جديرة بالدراسة، نظرا لأهمية مصدر تمويل هذه العجزات تطرق الكثير من الباحثين الى مختلف الوسائل بالدراسة والتحليل، من منطلق سبب العجز في جمود الجهاز المالي للحكومة في البلدان النامية والمتخلفة ، ما ترتب عنها انخفاض نسبة الضريبة الى الناتج المحلي الخام أي ضآلة الحصيلة الضريبية مقارنة مع حجم الدخل اي انه ليس هناك حصيلة ضريبية معتبرة تعوض الانفاق العام ولأنه ليس هناك نظام ضريبي قادر على ان يطول مختلف دخول المكلفين بالإضافة الى مشكلة التهرب الضريبي، هذا الاختلال في الموازنة العامة لا يتم تمويله بالرفع من الضرائب لأنه في اغلب البلدان النامية يؤدي الى مساءلة المؤسسات التشريعية ومشاكل سياسية صعبة السيطرة والحصص، لذلك تلجأ هذه الدول إلى تمويل هذا العجز عن طريق الاصدار النقدي الجديد و من مميزاته أنه إصدار لا يقابله سلع وخدمات مع عدم

مرونة الجهاز الانتاجي وعند اللجوء إليه تنخفض القدرة الشرائية للنقود ما يدفع بالبنك المركزي إلى الرفع من اسعار الفائدة محافظة على قيمة العملة وهو حل قصير المدى لأنه وفي المدى الطويل يؤدي الى انخفاض الطلب على الاستثمار والارتفاع من جديد في معدلات التضخم وكلما ازدادت هذه المعدلات ازداد معها الانفاق الحكومي بمعدل اسرع من معدل الزيادة في الإيرادات الحكومية الأمر الذي يضطر الحكومة إلى المزيد من الإصدار النقدي، ذلك لان الإيرادات الحكومية ذات قيمة اسمية ثابتة في المدى القصير وان قيمتها الحقيقية في اتجاه الانخفاض لمواجهة لمعدلات التضخم المرتفعة بالإضافة الى ان مختلف النفقات الحكومية تتم بالقيم الحقيقية ما يعني ان الانفاق بالقيم الاسمية في ارتفاع مع الزيادة الموازية في الأسعار، وحتى إذا افترضنا أن النفقات العامة والإيرادات العامة متساويتان فإنه في المدى الطويل يظهر عجز في الموازنة العامة بالقيم الحقيقية والقيم الاسمية وهو من اثار التضخم.

## هيكل البحث

سنقوم بتحليل إشكالية مدى إمكانية تأثير التضخم على الهيكل التمويلي، واختبار صحة الفرضيات المقدمة ضمن فصلين مترابطين مسبوقه بمقدمة عامة و متبوعه بخاتمة عامة كالتالي :

الفصل الأول: الإطار النظري للتمويل والمخاطر والتضخم والهيكل المالي.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التمويل والمخاطر والتضخم.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي للمؤسسة ونظرياته.

المبحث الثالث: نسب الهيكل المالي، تكلفة الأموال و الرفع المالي .

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي.

المبحث الأول: تقديم مؤسسات ومنهجية الدراسة.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة.

المبحث الثالث: تقدير نموذج الدراسة ومناقشة النتائج.



# الفصل الاول

الإطار النظري للتمويل  
والمخاطر والتضخم والهيكل  
المالي

**تمهيد :**

يعتبر التضخم من بين أهم المشاكل الاقتصادية الخطيرة التي عانت ومازالت تعاني منها كافة الدول العالم النامية أو المتقدمة على حد سواء، مما يجعل منها مسألة ترتبط بكثير من الدراسات والأبحاث إضافة أنها تتدرج ضمن مرتكزات الأساسية التي تبنى عليها السياسات الاقتصادية والبرامج الحكومية وتشكل هدفا من أهداف السياسة الاقتصادية الكلية.

ومن أجل الاحاطة بمختلف جوانب هذا الموضوع ارتأينا أن نتطرق إليها من خلال هذا الفصل بتطرق إلى المفاهيم العامة حول التمويل، المخاطر بشكل عام، التضخم بشكل خاص أما في المبحث الثاني تطرقنا إلى السياسات المالية، والهيكل التمويلي، والنظريات المفسرة للهيكل التمويلي.

## المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التمويل و المخاطر و التضخم

### تمهيد

في ظل التطور الكبير الذي تشهده الأسواق والمنافسة الشديدة والمخاطر التي قد تصادفها المؤسسات يتوجب عليها تسخير كل الإمكانيات من أجل تحسين نوعية الإنتاج وبالتالي اعتمادها على أفضل المصادر في تمويل العملية الإنتاجية فلا يمكن للمؤسسة أن تقوم بنشاطها من الإنتاج والتسويق وغيرها دون توفير الأموال لتمويل كل أنواع النشاط المختلفة.

### المطلب الأول: عموميات حول التمويل

يحتل التمويل مكانة هامة في المؤسسة فهو يعتبر المحرك الأساسي لنشاطها، لذلك فعلى المؤسسة إدارة هذه الأموال بطريقة عقلانية.

### فرع 01: مفهوم التمويل:

التمويل هو تلك الوظيفة الإدارية في المؤسسة التي تختص بعمليات التخطيط للأموال والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الاحتياجات المالية اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة مما يساعد على تحقيق أهدافهم وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارفة للفئات المؤثرة في نجاح واستمرار المؤسسة والتي تشمل المستثمرين والعمال المديرين و المجتمع<sup>1</sup>.

ويعرف أيضا بأنه أحد مجالات المعرفة، وهو يتكون من مجموعة من الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تختلف بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة وحسن استخدامها من جانب الأفراد ومنشآت الأعمال<sup>2</sup>. والحكومات ومن خلال هذا التمويل نلاحظ أن التمويل يمكن تقسيمه إلى :

### 1- التمويل الشخصي:

ويتعلق التمويل الشخصي، بكيفية توزيع الأفراد لدخولهم فيما بين الاستهلاك والاستثمار وكذلك بكيفية اختيارهم لفرصة استثمارية من بين الفرص الاستثمارية العديدة أمامهم، وكذلك بكيفية الحصول على الأموال اللازمة لزيادة استهلاكهم واستثمارهم.

<sup>1</sup> عبد الرحمان دعالة، التمويل الإداري، دار المريخ للنشر والتوزيع، الجزء الثاني، الرياض، 1993، ص 20.

<sup>2</sup> عبد الرحمان دعالة، نفس المرجع السابق، ص 20.

**2- تمويل المؤسسات:**

أن التمويل في المؤسسات يتمثل في تخصيص الموارد المالية بين النفقات المختلفة والاستثمارات وكذلك كيفية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتمويل الاحتياجات التمويلية<sup>1</sup>.

**3- التمويل في القطاع العام:**

يعرف التمويل في القطاع العام بأنه العلم الذي يتعلق بدراسة النفقات العامة وتوجيهها نحو تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للدولة<sup>2</sup>.

**فرع 02: طرق التمويل**

تتمثل طرق التمويل في التمويل المباشر وغير مباشر<sup>3</sup>:

**أولاً: التمويل المباشر:**

وهو يعبر عن العلاقة بين المقرض والمستثمر ودون أي تدخل من وسيط مالي مصرفي أو غير مصرفي ويتخذ هذا التمويل صور متعددة باختلاف المقترضين:

**1- بالنسبة للمشروعات:**

في هذه الحالة نستطيع أن نتحصل على قروض وتسهيلات من عملائها أو حتى المشروعات الأخرى فمع هذا فنفضل بعض المشروعات عن الأموال اللازمة لتمويل استثمارها عن طريق الاقتراض فتصدر سندات تحقق لصاحبها عائد ثابت بقيمة القرض ويفضل عندئذ الأفراد هذه الوسيلة أو تحقق لهم دخل ثابت دون تحمل المخاطر الناشئة عن الاستثمار الجديد وتحصل المشروعات، أيضا هذه الوسيلة لما تحقق لها استغلال لمواجهة دائئها.

<sup>1</sup> عبد الرحمان دعالة، نفس المرجع السابق، ص 21.

<sup>2</sup> محمد شفيق ، حسن طيب ، محمد ابراهيم عباد ، اساسيات الادارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى، 1997، ص9.

<sup>3</sup> مصطفى رشيد شيخة ، اقتصاديات النقود و مصادر المال، الاسكندرية ، ط6، 2002، ص 446 - 450 .

**2- بالنسبة للأفراد:**

فالحصول على الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتها الاستهلاكية أو الاستثمارية، عن طريق المؤسسات الوسيطة المصرفية، أم غير مصرفية، أي التمويل المباشر تتعدد صورته وأشكاله فقد تمنح القروض مباشرة بين الأفراد لبعضها البعض، أو بين الأفراد والمشروعات وبمقتضى أوراق تجارية.

**3- بالنسبة للحكومات:**

تلجأ الحكومة إلى التمويل المباشر عن طريق الاقتراض من الأفراد والمشروعات التي ليس لها طبيعة مالية مصرفية أو غير مصرفية، وتصدر الدولة لسد الغرض سندات متعددة الأشكال تستهلك خلال مدة مختلفة وبأسعار فائدة متباينة، وهذا يعني أن هذه الوسيلة في التمويل تحتل أهمية نسبية أقل بالمقارنة بطرق التمويل الأخرى وخاصة التمويل غير مباشر والنتيجة الهامة يمكن استخلاصها من هذه الوسيلة أنها مثل سابقتها لا تؤدي إلى زيادة حجم وسائل الدفع.

**ثانيا: التمويل غير مباشر:**

وهو يعبر عن الصورة الأخيرة للتمويل عن طريق الأسواق بواسطة المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها مصرفية غير مصرفية) فتقود هذه المؤسسات بتجميع المدخرات النقدية من الوحدات ذات الفائض (أفراد أو مشروعات) ثم توزع الادخارات على الوحدات المالية الوسيطة تحاول أن توفق بين متطلبات مصادر توظف للمخاطر و نتيجة عدم ثقتها في الاستثمارات المقدمة وعندئذ تقوم هذه المؤسسات المالية بمخاطبتهم بسندات جديدة ذات جاذبية معينة كأن تقدم لهم خدمات أو تشبع رغباتهم في السيولة أو المضاربة من هذه الوسيلة في التمويل يمكن استخدامها فيما يلي:

- مقدرة المؤسسات الوسيطة من تحويل الاكتناز إلى توظيف إداري.
- قدرة بعض المؤسسات المالية الوسيطة (المصرفية) على مضاعفة حجم القوة الشرائية المقدمة للتوظيف الاستثماري اعتمادا على نسبة معينة من الادخار المتبقية.

**فرع 03: مخاطر التمويل وضماناته:**

لمعرفة مخاطر التمويل أهمية كبيرة في اتخاذ القرارات التمويلية للمؤسسة إذ يعتبر تقدير هذا الخطر أمراً ضرورياً وذلك لأجل اختيار التمويل المناسب الذي يحقق أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة، ويمكن تقسيم مخاطر التمويل كالتالي<sup>1</sup>:

**أولاً: مخاطر التمويل:**

قد تواجه المؤسسات أثناء عملية تمويل مشاريعها إلى عدة مخاطر تكون سبباً في تحطيمها وتنقسم هذه المخاطر عموماً إلى ثلاث أنواع:

- من ناحية السلع الموجودة في المخازن أو المواد الأولية فهي معرضة بطبع الحال إلى الاختلاس أو التلف بسبب طول مدة تخزينها وعدم طلبها من طرف الزبائن أو غير ذلك.
- أن التسيير الجيد للمؤسسات يسمح بتحقيق الأهداف المتوقعة مستقبلاً أو حتى الوصول إلى نتائج أفضل ومن ثم فإن سوء التسيير من طرف مسيري المشروع يتسبب في تعطيل مدة انجازه وتعتبر أخطاء التسيير بمثابة الأخطار الفنية.
- أما النوع الثالث فهي المخاطر الاقتصادية التي تنقسم بدورها إلى نوعين:

**1- خطر تدهور حجم الطلب على المنتج النهائي:** أي انخفاض رقم الطلبات على الإنتاج

التام الصنع للمؤسسة ويعود ذلك إلى عدة أسباب نذكر منها ما يلي:

- سوء التقدير لرغبات واحتياجات المستهلكين بسبب نقص الخبرة وقلة المعلومات.
- المنافسة الكبرى في السوق.

**2- خطر عدم كفاءة الموارد اللازمة لإتمام المشروع:** والتي تتسبب في توقف العمل وفي نفس

الوقت ارتفاع تكاليف الانجاز مثل تسديد أجور العمال المتوقفين على العمل:

وبالمقابل هناك عدة طرق تسمح للمؤسسة بتقاضي أو تخفيض هذه الأخطار منها:

- وضع احتياطات التأمين ومخصصات في الميزانية لمواجهة أي خطر محتمل.

<sup>1</sup> طاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية بن عكنون، ط 5، 2005، ص 165 - 172 .

- التأمين ضد أخطار السرقة والحريق وغيرها من المخاطر وذلك لدى مؤسسات التأمين.

## ثانياً: ضمانات التمويل:

على العموم هناك صنفين رئيسيين هما الضمانات الشخصية والحقيقية<sup>1</sup>:

### 1- الضمانات الشخصية:

الذي يقوم به الأشخاص والذي بموجبه يعدون بتسديد الدين في حالة عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته في تاريخ الاستحقاق، وعلى هذا الأساس فالضمان الشخصي لا يمكن أن يقوم به الشخص المدين شخصياً، ولكن يتطلب ذلك تدخل شخص ثالث للقيام بدور الضمان، ويمكن تمييز نوعين من الضمانات الشخصية هما الكفالة والضمان الاحتياطي.

### 2- الضمانات الحقيقية:

ترتكز الضمانات الحقيقية على موضوع الشيء المقدم للضمان، وتتمثل هذه الضمانات في قائمة واسعة من السلع والتجهيزات والعقارات يصعب تحديدها، وتعطى هذه الأشياء على سبيل الرهن وليس على سبيل تحويل الملكية، وذلك من أجل ضمان استرداد القرض، ويمكن للبنك أن يقوم ببيع هذه الأشياء عند التأكد من استحالة استرداد القرض، وفي الواقع يمكن أن يشرع في عملية البيع هذه خلال 15 يوماً ابتداء من تاريخ القيام بتبليغ عادي للمدين، ويمكن أن يأخذ هذا النوع من الضمان تكليفهما الرهن الحيازي والرهن العقاري.

## المطلب الثاني: ماهية المخاطر

### فرع 01: مفهوم المخاطر:

- اختلف الكتاب والدارسون في تعريفهم للخطر فقد عرفه بعضهم على أنه: عدم التأكد من وقوع خسارة معينة.

- وقد عرفه آخرون على أنه: احتمال وقوع خسارة، ويقوم هذا التعريف على الاحتمالية والاحتمالية تعبير رياضي تتراوح قيمته بين (صفر، 1).

<sup>1</sup> طاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 165 - 172.

وهناك تعاريف أخرى للخطر نذكر منها:

- 1- التباين بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة.
- 2- التشتت بين النتائج الفعلية والنتائج المتوقعة.
- 3- احتمال اختلاف النتائج الفعلية عن النتائج المتوقعة أو المأمولة.<sup>1</sup>

## فرع 02: تصنيفات المخاطر:

إن المتتبع لموضوع المخاطر التي يمكن أن تواجه النشاط الاقتصادي يجد أن الباحثين قد قسموا هذه المخاطر إلى عدة اعتبارات تختلف عن بعضها البعض باختلاف الزاوية التي ينظر منها ، فقد يتسع تقسيم ويضيق آخر كما تتداخل هذه التقسيمات فيما بينها في بعض أنواع المخاطر ، ومن أهم هذه التقسيمات نذكر :

### أولاً: تصنيف المخاطر حسب مسبباتها: وتنقسم إلى :

- 1- **المخاطر العامة** : وهي الأخطار التي تصيب قطاع كبير من المجتمع، وتتسبب عنها خسائر في صورة كارثة و يترتب على تحققها خسائر مادية تلحق بمجموعة كبيرة من الأفراد، وهي أخطار غير شخصية بالنظر لمسبباتها أو النتائج المترتبة على تحققها<sup>2</sup>.
- 2- **المخاطر الخاصة** : وهي المخاطر التي تصيب قطاع محدود من المجتمع، لذلك فإن الخسائر الناتجة عن تحققها يمكن تقديرها كمياً، مثل أخطار الحريق، المخاطر الخاصة أو يطلق عليها أيضاً المخاطر اللانظامية، أو المخاطر التي يمكن تجنبها و المخاطر القابلة للتنوع، وهي ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تكون فريدة أو خاصة بالمؤسسة وهذه المخاطر مستقلة عن محفظة السوق، أي أن معامل إرتباطها مع المحفظة يساوي الصفر<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> شقيري نوري موسى، و آخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط 1، الأردن، عمان، 2012، ص ص 25، 26.

<sup>2</sup> عبد الناصر براني أبو شهد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2013، ص 25.

<sup>3</sup> الأخضر القليطي، حمزة غربي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية، دراسة ميدانية، أسس و قواعد النظرية المالية الإسلامية، جامعة سطيف، ص 4.



**ثانيا: تصنيف المخاطر حسب نتائج تحققها:**

وتنقسم إلى مخاطر مالية وتتضمن المخاطر المالية العلاقة بين المؤسسة أو فرد وأصل أو توقع دخل قد يفقد أو يتلف وبذلك فالمخاطر المالية تتضمن ثلاث عناصر هي: الفرد المؤسسة المعرضة للخسارة، الأصل أو الدخل الذي يسبب دماره أو زوال ملكيته خسارة مالية وخطر يمكن أن يسبب الخسارة.

العنصر الأول في المخاطر المالية هو أن شخصا ما سوف يتأثر بحدوث حدث ما أما العنصران الثاني و الثالث في الخسارة المالية فهما الشيء ذو القيمة و الخطر الذي يمكن أن يسبب فقدان أو خسارة الشيء ذي القيمة، فالفرد لا يملك شيئا ذا قيمة لا يواجه أي مخاطرة مالية<sup>1</sup>.

**ثالثا: تصنيف المخاطر حسب الشيء الواقع عليه: وتقسم إلى<sup>2</sup>:**

**1- مخاطر شخصية:** و هي المخاطر التي تصيب الإنسان نفسه أو ذاته بصفة مباشرة، أو هي تلك الأخطار التي تنتج عن تحققها خسارة مالية يقع أثرها على الأشخاص أنفسهم، مثل الوفاة المبكر، المرض، البطالة، و هذه الأخطار يترتب على تحققها خسارة تتمثل في إنقطاع الدخل أو نقصانه.

**2- مخاطر الممتلكات:** وهي المخاطر التي إذا تحققت مسبباتها في صورة حادث فإنها تؤثر في ممتلكات الشخص، سواء كانت في صورتها الثانية والمنقولة، بمعنى أنها المخاطر التي تصيب ممتلكات الأفراد بصفة مباشرة وتؤدي إلى هلاكها أو تلفها كالحريق السرقة، الزلازل، الغرق، الاختلاس.

**3- أخطار المسؤولية المدنية:** إن الخطر الأساسي في مخاطرة المسؤولية يتمثل في الإصابة غير المعتمدة التي تلحق بالأشخاص الآخرين أو التلف أو الأضرار التي تصيب ممتلكاتهم من خلال الإهمال والامبالاة، وفي ظل النظام القانوني، من يتسبب في إحداث إصابة للغير بسبب الإهمال يمكن أن يعتبر مسئولا عن الضرر الحادث، لذلك فإن مخاطر المسؤولية تنطوي على إمكانية خسارة الأصول الحالية أو الدخل المستقبلي نتيجة للأضرار المقدرة.

<sup>1</sup> طارق عبد العالي حمادة، إدارة المخاطر ( أفراد ،إدارة ،شركات ،بنوك )، الدار الجامعية الإسكندرية،2003، دون طبعة، ص ص 24،25.

<sup>2</sup> أبو بكر عبد أحمد، وليد إسماعيل السيفو، إدارة الخطر و التأمين، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، دون طبعة، عمان، 2009، ص ص 42،43.

رابعاً: تصنيف المخاطر حسب الطبيعة : وتقسّم إلى مخاطر إستاتيكية و الديناميكية .

**1- المخاطر الإستاتيكية:** وتتضمن الخسائر التي ستحدث حتى لو لم يحدث تغييرات في الاقتصاد، فإذا أمكن لنا تثبيت أذواق المستهلكين والنتاج والدخل، فإن بعض الأفراد سوف يعانون مع ذلك من الخسارة المالية، وتنشأ هذه الخسارة بخلاف التغييرات في الاقتصاد، مثل أخطار الطبيعة وعدم نزاهة الأفراد الآخرين.

**2- المخاطر الديناميكية:** وهي المخاطر الناتجة من حدوث تغييرات في الاقتصاد، وتنشأ من مجموعتين من العوامل الأولى عبارة عن عوامل في البيئة الخارجية كالمنافسون، المستهلكون، التغييرات التي تصيب هذه العوامل لا يكون بالإمكان السيطرة عليها، أما الثانية فهي التي يمكن أن تحدث الخسائر التي أساس المخاطرة كقرارات الإدارة داخل المؤسسة .

### فرع 03: طرق مواجهة المخاطر:

هناك طرق ووسائل عديدة لمواجهة الخطر يمكن إيجازها بما يلي<sup>1</sup>:

#### 1- الوقاية والمنع:

ويطلق البعض على هذه الوسيلة "سياسة تخفيض الخطر"، وتقوم هذه الطريقة على أساس منع الخطر كلياً أن أمكن أو الحد من الخسائر الناتجة إن وقع هذا الخطر، وذلك من خلال استخدام وسائل الوقاية والحد من الخسائر لتقليل عبئ الخطر.

#### 2- التجزئة والتنويع:

ويقصد بسياسة أو طريقة التجزئة والتنويع كأسلوب لمواجهة الخطر أن تتم تجزئة الشيء المعرض للخطر بشكل يضمن عدم تعرض جميع الأجزاء في وقت واحد لتحقق مسبب الخطر.

#### 3- تحويل الخطر:

بمقتضى هذه الطريقة فإنه يتم مواجهة الخطر بتحويله إلى طرف آخر نظير دفع مقابل معين لهذا الطرف مع احتفاظ صاحب الشيء موضوع الخطر الأصلي، بملكته لهذا الشيء.

<sup>1</sup> شقيري نوري موسى، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 27-29.

**4- تحمل الخطر:**

ويقصد بهذه السياسة قيام صاحب المخاطر (مدير الخطر) بالاعتماد على نفسه في مواجهة الآثار المترتبة على تحقيق مسبب الخطر في صورة حادث.

**المطلب الثالث: التضخم****فرع 01: مفهوم التضخم وأنواعه:****أولاً: مفهوم التضخم:**

إن التعريف الأكثر شيوعاً يتمثل في اعتبار التضخم ارتفاع مستمر في المستوى العام لأسعار السلع والخدمات داخل الاقتصاد القومي خلال فترة زمنية معينة.

1- عرفه روبرستون بأنه "عدم ملائمة الإنتاج للاحتياجات الضرورية والاجتماعية، وتوزيع غير عادل للدخول بين الفئات المساهمة في الإنتاج"<sup>1</sup>.

2- عرفه كورتيير "التضخم هو الحالة التي تأخذ فيها قيمة النقود بالانخفاض عندما تبدأ الأسعار بالارتفاع"<sup>2</sup>.

3- ويعرف التضخم أيضاً بأنه: حركة صعودية للأسعار تتصف بالاستمرار الذاتي تنتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض.<sup>3</sup>

**ثانياً: أنواع التضخم:**

هناك أنواع عديدة للتضخم نذكرها كالتالي<sup>4</sup>:

**1- التضخم الطليق "المكشوف" الظاهر :**

<sup>1</sup> شوقي أحمد دنيا، النقود والتضخم، دار الفكر الجامعي، دون طبعة، الاسكندرية، مصر، ص181.

<sup>2</sup> بلعزوز بن علي، "محاضرات في النظريات والسياسة النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية الساحة المركزية بن عكنون الجزائر ص17.

<sup>3</sup> حسين بن سالم جابر الزبيدي، التضخم والكساد، الوراق للنشر والتوزيع، دون طبعة، عمان، الأردن، ص32.

<sup>4</sup> غازي حسين عناية، التضخم المالي، دار الجيل بيروت، الطبعة الاولى، 1992، ص 52-57.

يتسم هذا النوع من التضخم بارتفاع سافر في الأسعار و الأجور ، و النفقات الأخرى التي تتصف بحركاتها بالمرونة و تتجلى في ارتفاع عام في الدخول النقدية . و ذلك دون أي تدخل من قبل السلطات الحكومية للحد من هذه الارتفاعات أو التأثير فيها ووقفها حيث تتجلى مواقف هذه السلطات السلبية مما يؤدي إلى نقشي هذه الظواهر التضخمية و التسارع في تضخمها وتراكمها فترتفع المستويات العامة للأسعار بنسبة أكبر من ازدياد التداول النقدي للكميات النقدية المتداولة.

## 2- التضخم المكبوت "المقيد":

ويتجلى هذا النوع من التضخم بالتدخل من قبل السلطات الحكومية في سير حركات الائتمان بالتحكم في جهاز الائتمان بالبلاد، فتحدد الدولة بإجراءاتها المختلفة التشريعية والادارية المستويات العليا للأسعار مانعة تعديها للحد الأقصى لارتفاعاتها ومن ثم جعل ارتفاع معدلاتها دون ارتفاع التداول النقدي .

لقد حال تدخل الدولة دون استمرارية الارتفاعات السعيرية واستفحالها مما يمكن القول بأن الظواهر التضخمية ما زالت موجودة وإن الدولة بتدخلها لم تقض عليها ولم تقصد القضاء عليها، وإنما هدفت بتدخلها منع استمرار الأسعار من الارتفاع، ومن ثم الحد من حركات الاتجاهات التضخمية المتفشية، ومن ثم الحد من استفحال آثارها في المجتمع، بحيث لو تراجعت الدولة عن تدخلها هذا لاستقبلت هذه الاتجاهات بآثارها وتسارعت لدرجة الجموح.

## 3-التضخم الكامن "الخفي":

يتمثل هذا النوع من التضخم بارتفاع ملحوظ في الدخول النقدية دون أن تجد لها منفذا للإنفاق، بفضل تدخل الدولة حيث حالت بإجراءاتها المختلفة دون انفاق هذه الدخول المتزايدة فيبقى التضخم كامنا وخفيا لا يسمح له بالظهور وفي شكل انكماش في الانفاق على السلع الاستهلاكية و الغذائية و الاستثمارية . وغالبا ما تتدخل العوامل و الظروف الاقتصادية لإجبار الدولة على الحد من ظهور الظواهر التضخمية بالحد من النفاق في الحروب مثلا، حيث يتمثل الانتاج المدني بالتخفيض لصالح الانتاج الحربي .فأمام هذا الوضع وقلة المعروض من السلع الغذائية و الاستهلاكية التي يشتد الطلب عليها أثناء الحروب بفضل ارتفاع الدخول النقدية، وتزايدها تلجأ الدولة إلى إغلاق أوجه الانفاق أمامها وتعتمد إلى التقنين بتطبيق نظام الحصص بحيث لا يجوز الحيازة لاكثر من الحصة المقررة للأفراد، وهذا مما يتطلب أن تتدخل الدولة في حركات العرض والطلب في الأسواق .

**فرع 02: آثار التضخم:**

هناك عدة آثار للتضخم نذكر منها :

**1- الآثار الاقتصادية للتضخم:**

داخل النطاق الاقتصادي يمكن التمييز بين الأبعاد التالية من حيث أثر التضخم حيالها<sup>1</sup>:

- **الأثر التوزيعي:** يعد هذا الأثر أشهر الآثار الناجمة عن التضخم، كما يصنف على أنه أثر اقتصادي يصنف وبنفس القوة على أنه أثر اجتماعي.

**- المقرضون والمقترضون:**

شاع القول إن التضخم يجلب ضررا على المقرض ويحقق نفعا للمقترض، حيث إنه يعني تدهور القوة الشرائية "القيمة الحقيقية للنقود" ومن ثم فإن ما دفعه المقرض للمقترض ابتداء لن يأخذه حقيقة عند الأداء، وإنما سيأخذ نقودا مريضة متدهورة القوى.

**- العمال وأصحاب العمل:**

عادة ما يكون التضخم متحيزا لأرباب الأعمال على حساب العمال، حيث ترتفع أسعار السلع المختلفة، مما يعني مزيدا من الأرباح بينما الأجور عادة ثابتة، وحتى لو تحركت إلى الأعلى فإن ذلك يكون جزئيا من جهة، وبطيئا من جهة أخرى، مما يعني دخولهم الحقيقية قد تدهورت، أي أن هيكل التوزيع قد اختل.

**- الريفيون والحضر:**

يشير البعض إلى أن التضخم يحقق مزايا للريفيين، حيث ترتفع أسعار منتجاتهم، بينما نفقاتهم متدنية عادة.

<sup>1</sup> شوقي أحمد دنيا، مرجع سبق ذكره، ص 203-214.

**- الأثر التوزيعي بين الحكومة والأفراد:**

الحكومة هي أكبر مدين في المجتمع، وعادة التضخم ما يفيد المدين على حساب الدائن، بمعنى أن الحكومة مستفيدة إن لم تكن أكبر المستفيدين من التضخم، هذا من جهة، ومن جهة أخرى فهي تستفيد لأن نظام الضرائب على الدخل مبني على الدخل الاسمي وليس الدخل الحقيقي. وهكذا نجد الدخل ينتقل عبر قناتين من الأفراد إلى الحكومة، ولعل في ذلك ما يبرر ولو جزئيا عدم إبداء الحكومات الاهتمام الكافي بمواجهة التضخم.

**2- الأثر الإنتاجي:**

أثر التضخم على الإنتاج متشعب وله تأثير في هيكل الإنتاج، فله تأثير في هيكل الانتاج وفي حجمه ونموه، ويمارس تلك الآثار من خلال تأثيراته في عمليات الادخار والاستثمار، والرغبة في العمل، والإنتاجية، ومستوى الدخل، وتخصيص الموارد وغيرها.

**- التضخم وهيكل الإنتاج القومي:**

إن التضخم يشوه من هيكل الإنتاج الذي ينعكس في النهاية في تخفيض حجمه، ناهيك عن نموه، ومن ثم يتولد وضع يؤدي إلى التضخم واستمراريته.

**- التضخم وتخصيص هيكل الموارد:**

للتضخم أثره السلبي على تخصيص الموارد، ويتضح ذلك من تأثيره السلبي على جهاز الأسعار ومنعه من قيامه بوظائفه على الوجه المرضي، حيث لا يمكن تقديم معلومات جيدة عن الأسعار النسبية، سواء حيال بعض السلع وبعضها الآخر أو حيال السعر الحاضر في مواجهة السعر في المستقبل، مما يعرقل التخصيص الأمثل للموارد.

**- أثر التضخم على قيمة النقود:**

إن التضخم أي كان نوعه، ظاهرا كان أو مستترا يؤثر سلبا على قيمة النقد، حيث لن يتمكن الناس في ظل الرقابة على الأسعار من شراء السلع والخدمات التي تسمح بها الأرصدة النقدية التي بأيديهم، وذلك لتدني حجم الإنتاج، لعدم وجود دوافع لدى المنتجين للإنتاج والمزيد منه.

**3- الآثار الاجتماعية للتضخم:**

في الحياة العملية عادة ما تتداخل وتتشاجر الظواهر الاقتصادية مع الظواهر الاجتماعية، بحيث نجد من الصعب لتمييز بينهما خاصة على مستوى الآثار وكذلك الأسباب.

**- التضخم وهجرة الكفاءات والأيدي العاملة:**

طالما أن الدخل الحقيقي لفئات عريضة من أفراد الطبقة المتوسطة يتعرض للتآكل إبان التضخم جراء الارتفاعات السريعة المتتالية في أسعار السلع والخدمات مع عدم مواكبة الأجور لهذا الارتفاعات فإن أعدادا غفيرة من هؤلاء يعملون جاهدين للهجرة الخارجية الدائمة والمؤقتة.

**- انتشار الفساد الإداري:**

في ظل اشتداد وطأة التضخم وجسامة آثاره يلجأ الكثير ممن أضرروا إلى أساليب منحرفة للتعويض عما لحقهم من أضرار، ومن ذلك تفشي الرشوة وشيوع الفساد الإداري، وذلك لأن معظم من يضر من التضخم هم أصحاب الدخل الثابتة، وهم عادة موظفو الحكومة، من ثم نجد المتاجرة بالوظائف والخدمات، ونجد التسبب وعدم الالتزام، وغير ذلك من السلوكيات الضارة اقتصاديا واجتماعيا التي تشيع وتنتشر حتى تصبح ظاهرة عامة.

**فرع 03: الحلول المانعة لحدوث التضخم وسياسات علاجه:****أولاً: الحلول المانعة لحدوث التضخم**

وضبط هذه الحلول يدور حول:

- هي حلول تواجه التضخم نفسه، فتمنع وجوده، إن لم يكن موجودا، وتزيله إن كان موجودا
- هذه الحلول طويلة الأجل، وتتطلب من الدولة العمل على كل الجهات الاقتصادية وغيرها بما يحقق لقيمة النقود استقرارها الحميد.
- هذه الحلول لا خلاف حولها من حيث الحكم الشرعي والموقف الاقتصادي، فهناك إجماع شرعي واقتصادي على ضرورة العمل على كل ما يحقق استقرارا حميدا في قيم النقود، حماية لأموال الناس ومصالح المجتمع.

- في ضوء طبيعة هذه الحلول وما تتطلبه من تعديلات جوهرية تحتاج وقتا طويلا فإن مجمع الفقه باعتباره جهة فتوى وجهة بيان أحكام الشرعية لا ينبغي له أن يقف عند حد هذه الحلول الدائمة أو الوقائية.

### ثانيا: الحلول المطروحة:

**1- الربط القياسي بمؤشر تكاليف المعيشة:** معناه أن يتفق طرفا التعامل "الربط التعاقدى أو الاتفاقي" أو يخضع التعاقد "الربط الاجباري" للاحتكام للرقم القياسي لتكاليف المعيشة وما يحدث فيه من تغيرات بحيث يكون هو الحكم عند أداء الحقوق أو الالتزامات في زمنها المحدد في المستقبل.

**2- الربط بالذهب أو بسلعة من السلع أو بعملة حقيقية:** عند التعاقد الآجل يتفق الطرفان على ربط قيمة الالتزام أو الحق أو الدين بمقدار معين من الذهب أو من سلعة أو من عملة في ضوء السعر الراهن لهذه الأشياء.

### 3- الربط بسلعة من السلع أو العملات:

- يمكن أن يجرى بأسلوبين: الأول أن يقسم الدين أو الحق بين هذه السلع أو العملات المختارة بالنسب التي يرونها، مثل نصفه قمحا أو دولارا، وربعه زيتا أو فرنكا فرنسيا، وربعه ماركا أو أسمنتا.

- أما الأسلوب الثاني: أن يكون من تلك السلع أو العملات رقما قياسيا للأسعار، وعند السداد يعول على ما يحدث فيه من تغيرات، وتعديل الحقوق والالتزام في ضوء ذلك.

**4- الربط بعملة حسابية:** من حيث المعنى لا يختلف تماما عن الربط بعملة حقيقية، فالحق أو الدين مقداره كذا بالعملة المعقود عليها، وهو يساوي كذا وحدة من العملة الحسابية المحدد في العقد، ونرى من خلال مكوناتها كم تساوي حاليا بالعملة التي ثبت بها الحق أو الدين، وما تساويه.

**5- الربط بمعدل نمو الناتج القومي:** إن معدل نمو الناتج القومي قد يكون حقيقيا عندما لا تحدث أية زيادات في المستوى العام للأسعار، وقد يكون سريعا محضا عندما لا تكون هناك أية زيادة في السلع والخدمات وما حدث من تغير كان مرجعه ارتفاعات في الأسعار، وقد يجمع بين هذا وذاك إذا حدث تغير في كلا العنصرين، كمية الناتج وأسعار الناتج.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> شوقي أحمد دنيا، مرجع سبق ذكره، ص274-287.



**ثانيا: السياسات العلاجية للتضخم:**

تعتمد السياسة العلاجية لأي مشكلة اقتصادية بصفة أساسية على المعرفة الحقيقية لسبب المشكلة بشكل علمي دقيق و في ظل تعدد الاسباب المؤدية لوجود مشكلة معينة فلا بد من تعدد السياسات العلاجية و لأن مشكلة التضخم ذات اسباب متعددة وقد تحدث في بعض الاحيان لأحد هذه الأسباب دون الآخر أو لأكثر من سبب في آن واحد وحيث ان التضخم قد ينشأ من جانب الطلب و/أو جانب العرض و/أو زيادة العرض النقدي، وتتمثل السياسات العلاجية للتضخم فيما يلي<sup>1</sup> :

**1- السياسات العلاجية للتضخم الناشئ من جانب الطلب:**

- قيام البنك المركزي برفع سعر الخصم و/أو رفع نسبة الاحتياطي القانوني و/أو الدخول كبائع في سوق الأسواق المالية هذه الأدوات الكمية للسياسة النقدية تحد من قدرة البنوك على منح ائتمان ومن ثم الزيادة في عرض النقود مما يحد من الزيادة في الطلب الكلي .
- رفع اسعار الفائدة على الودائع مما يشجع على زيادة الادخار ويحد من الاستهلاك ، ومن ثم يعوق زيادة الطلب الكلي .
- تغطية عجز الموازنة العامة للدول من خلال موارد حقيقية وليس من خلال الاصدار النقدي.
- ربط معدل الزيادة في العرض النقدي بما يتناسب مع النمو في الناتج المحلي الحقيقي.

بينما يرى الكينيزيون الجدد ضرورة إتباع سياسة مالية انكماشية تحدد من زيادة الطلب الكلي ومن أهم أدوات هذه السياسة ما يلي :

- ترشيد الإنفاق.
- رفع معدلات الضرائب الحالية واستحداث ضرائب جديدة تحد من القوة الشرائية المتزايدة لدى الأفراد.
- استخدام اسلوب الضرائب التصاعدية التي تعمل على امتصاص القوة الشرائية من الشرائح ذات الدخول المرتفعة .

<sup>1</sup> على عبد الوهاب نجا، و آخرون، النقود و السياسة النقدية و الاسواق المالية، دار التعليم الجامعي، دون طبعة، الاسكندرية، 2018، ص 346-351.

## 2 - السياسة العلاجية للتضخم الناشئ من جانب العرض:

تهدف هذه السياسة إلى زيادة العرض الكلي من السلع والخدمات سواء باستخدام أدوات السياسة النقدية و/أو أدوات السياسة المالية التوسعية، بالنسبة للدول المتقدمة يرى البعض أنه لا ضرورة للتدخل لعلاج الركود التضخمي ، حيث قد يستعيد التوازن تلقائياً عند مستوى التوظيف الكامل ، لأن زيادة معدل البطالة عن المعدل التضخمي ستؤدي إلى انخفاض معدلات الاجور ومن ثم تكاليف الانتاج ، بينما يرى البعض الآخر أن عملية استعداد التوازن تلقائياً تتطلب فترات زمنية (عامين أو ثلاثة أو أكثر) نظراً لوجود عوامل معرقة لهذه العملية.

## المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي للمؤسسة ونظرياته

### المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي للمؤسسة

#### فرع 1: مفهوم الهيكل المالي:

- يعرف الهيكل المالي على أنه: تشكيلة المصادر التي حصلت المنشأة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية<sup>1</sup>.
- ويعرف أيضا بأنه: يتكون من جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو إقتراض، وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل<sup>2</sup>.
- من خلال ما سبق يمكن تعريف الهيكل المالي بأنه: الطريقة أو الكيفية التي تتم من خلالها المؤسسة من تمويل أصولها، وذلك عن طريق التمويل بالدين سواء كان قصير الأجل (الخصوم المتداولة) أو طويلة الأجل (الخصوم طويلة الأجل)، والتمويل بالملكية.

#### فرع 2: مصادر الهيكل المالي:

مما سبق يتضح لنا أن الهيكل المالي يحتوي على كل أنواع مصادر التمويل، والتي يمكن تقسيمها تبعا لمعيار الأجل إلى صنفين هما:

#### 1- مصادر التمويل المقترض قصيرة الأجل:

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، دون طبعة، الأردن، 2009، ص349.

<sup>2</sup> عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية، الدار الجامعية، دون طبعة، مصر، 2002، ص128 .

يطلق مصطلح الديون قصيرة الاجل على الديون التي تستخدم لتمويل نشاط الاستغلال وتكون قصيرة الاجل ، لأنها لا تتجاوز السنة ، وتوجد العديد من أنواع الديون في المدى القصير والتي نذكر منها ديون الاستغلال ... الخ ، ولقد عرف التمويل قصير الاجل على أنه ذلك الالتزام الذي يتوجب سداه خلال مدة زمنية لا تزيد عن السنة الواحدة<sup>1</sup> .

## 2- مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل:

تسعى المؤسسات المعاصرة إلى توفير الموارد المالية من مصادر متعددة وبأشكال مختلفة وفقا للظروف السائدة في الأسواق وتوجهات إدارتها بشأن تحمل المخاطر من عدمها، وبناءا على ما تقدم فإن التمويل طويل الأجل يعد من مصادر التمويل الأساسية للمؤسسات ومن أهم هذه المصادر: القروض طويلة الأجل و السندات<sup>2</sup>.

## فرع3: خصائص ومناهج اختيار الهيكل التمويلي:

### أولاً: خصائص الهيكل التمويلي

يتسم الهيكل التمويلي الأمثل بالخصائص التالية<sup>3</sup>:

- 1- تدبير الاحتياجات التمويلية أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأيسر شروط.
- 2- المساهمة في تحقيق التوازن بين مكونات هيكل التمويل الداخلي والخارجي وتحقيق التوازن والتناسق بين مكونات الهيكل الاستثماري.
- 3- تعظيم ربحية المؤسسة والعائد على الأموال المستثمرة.
- 4- تقليل المخاطر المالية وتقليل أثرها على مخاطر الأعمال ومعدلات النمو في المؤسسات.
- 5- القدرة على الوفاء بالدين، فيجب أن لا يتجاوز اقتراض المؤسسة عن الحد الأدنى الذي يهدد قدراتها على الوفاء بالتزاماتها هذه القروض وفي نفس الوقت يجنب الملاك أي مخاطر مالية إضافية.

<sup>1</sup> André Farber, *Eléments d'analyse financière*, Université Libre de Bruxelles, 2002, p 1.

<sup>2</sup> لسلوب مبارك ، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، دون طبعة، 2004، ص 190 .

<sup>3</sup> السعيد جمعة فرحات، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، التحديات الراهنة، دار المراجع، دون طبعة، السعودية، 2000، ص252-253.

6- المرونة: بمعنى عدم اتصاف الهيكل المالي بالجمود، وإنما يتعين مصادر الأموال تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة.

7- الرقابة: فيجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطر ممكنة لفقدان الرقابة والسيطرة على إدارة المؤسسة، وذلك لتأمين استقرار السياسات المتبعة.

## ثانياً: مناهج اختيار الهيكل التمويلي

هناك ثلاثة مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب وهي :

### 1. منهج التوازن

يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرونة مالية للهيكل المالي، وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة، في ظل إفتراضات محددة وهي أن هناك عائد متوقع، وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالي، تتحدد على أساس إتجاهات أسعار الفائدة، ثم القيام بإختيار المزيج التمويلي، والذي يصاحبه أقل تكلفة تمويل<sup>1</sup>

### 2. منهج التوازن المقارن

يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال، ولذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف وتقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال، وبالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب، وبمقارنة هذه الخطط يمكن إختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة

### 3. منهج التوازن الحركي الديناميكي

يفترض وجود متغيرين يؤثران في إختيار المزيج التمويلي، وهما المخاطر المالية و مخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية والبيئة الخارجية المحيطة بالمؤسسة، وبمجموعة من العوامل متمثلة في: مدة الإئتمان، مدى توفر المعلومات، وجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم، على أن يتم إتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الاستغناء عنها مثل: التكلفة، المركز الإئتماني للمؤسسة، مجال إستخدام

<sup>1</sup> جلال الدين المرسي، احمد عبد الله اللحح، الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، دون طبعة، مصر، 2009، ص287.

الأموال، والقرارات المالية التي أتخذت في الماضي...الخ. وفي ضوء العمليات الإنتاجية والتسويقية ودرجة إستغلال الأصول والموارد الإنتاجية لأن ذلك يؤدي إلى تغيير المزيج التمويلي مع كل تغيير في حجم أعمال المؤسسة. وعليه يجمع هذا المنهج بين المناهج السابقة الذكر عند إختيار المزيج التمويلي المناسب ما يجعله منهج متكامل<sup>1</sup>.

## المطلب الثاني: السياسات التمويلية

### الفرع 01: تعريف السياسة المالية

1- يزخر الفكر المالي بتعريفات مختلفة لمفهوم السياسة المالية نعرض بعضها على سبيل المثال وليس على سبيل الحصر، إذ نعرف السياسة المالية بأنها مجموعة السياسات المتعلقة بالإيرادات العامة والنفقات العامة بقصد تحقيق أهداف محددة<sup>2</sup>.

2- بينما يعرفها البعض بأنها سياسة استخدام ادوات المالية العامة من برامج الانفاق والايادات العامة لتحريك متغيرات الاقتصاد الكلي مثل الناتج القومي، العمالة، الادخار، الاستثمار، وذلك من أجل تحقيق الآثار المرغوبة وتجنب الآثار غير المرغوب فيها على كل من الدخل والناتج القومي ومستوى العمالة وغيرها من المتغيرات الاقتصادية<sup>3</sup>.

3- كما تعرف بأنها: هي الاجراءات التي تتخذها الدولة بشأن إدارة نشاطها المالي بما يحرك القطاعات المختلفة للاقتصاد القومي لتحقيق أهداف توفير حاجات المجتمع من السلع والخدمات وتحقيق استقرار الاقتصاد وعدالة توزيع الدخل والثروات<sup>4</sup>.

- وما سبق يمكن القول أن السياسة المالية هي سياسة التي يفضلها تستعمل الحكومة برامج نفقاتها وإيراداتها العامة والتي تنتظم في الموازنة العامة لإحداث آثار مرغوبة وتجنب الآثار غير المرغوبة على الدخل والإنتاج والتوظيف أي تنمية وإستقرار الاقتصاد الوطني ومعالجة مشاكله ومواجهة كافة الظروف المتغيرة.

<sup>1</sup> جلال الدين مرسي، خير احمد عبد الله اللوح، مرجع سبق ذكره، ص287.

<sup>2</sup> وجددي حسين، المالية الحكومية و الاقتصاد العام، الاسكندرية، 1988، ص431.

<sup>3</sup> نجم الدين حسين صوفي عبد القادر، السياسات المالية و أدواتها في الاقتصاد الاسلامي، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، لبنان، ص 168 .

<sup>4</sup> فليح حسن خلف، المالية العامة، جدار للكتاب العالمي للنشر و التوزيع، دون طبعة، الاردن، 2008، ص 335 .

## فرع 02: أنواع السياسات التمويلية

تختلف سياسة التمويل التي تتبعها مؤسسة تتسم إدارتها بالجرأة عن أخرى تهيمن على مقاليد الأمور فيها عن إدارة محافظة في عملية اختيار مصدر التمويل الملائم والمفاضمة بين مصادر التمويل المملوكة ومصادر التمويل المقترضة.

وعادة ما تشير المراجع إلى وجود ثلاثة سياسات التمويل وهي كالآتي:

### 1- سياسة التمويل المحافظة (Conservative Financing Policy)

في ظل هذه السياسة لن يقتصر استخدام مصادر التمويل طويلة الأجل على تمويل الأصول الدائمة، بل أن جزء من الأصول المؤقتة سوف يتم تمويله من تلك المصادر، محاولة منها لتخفيض مخاطر العسر المالي، رغم أن لذلك أثر عكسي على العائد<sup>1</sup>.

### 2- سياسة التمويل الجريئة

إذا تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها قد تذهب في اعتمادها على مصادر التمويل القصيرة الأجل إلى حد استخدامها لو في تمويل الأصول الدائمة، وذلك في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة المخاطر.

### 3- سياسة التمويل المثلى

هي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ فإنها تقوم بالاعتماد على مصادر طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة، وذلك تلاقيا لاحتمال انخفاض قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها، وهذه السياسة تخفض من مخاطر العسر المالي الذي يرافقه انخفاض في مستوى العائد وفقا لحالة التلازم بين المخاطرة والعائد المتوقع وتعد السياسة المثلى في التمويل تطبيقا لمبدأ التغطية Hidgning principle والذي يقضي بضرورة ملاءمة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل، مع توقيت النفقات النقدية المتولدة عنه، وطبقا لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة (الأصول المتداولة الدائمة بالإضافة إلى الأصول الثابتة) الذي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة، فليس من الحكمة في شيء أن يتم تمويل الأصل الدائم من مصادر تمويل قصيرة الأجل

<sup>1</sup> غنية بوربيعة، محددات إختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الإقتصادية، مذكرة تدخل لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2012، ص09.

كالقروض المستخدمة في تمويل الأصول بمعدل أسرع من المعدل الذي يتحول به الأصل إلى نقدية، ولعل هذا كان من أهم أسباب تعرض دول جنوب شرق آسيا للأزمة الاقتصادية في أكتوبر من عام 1997.

أما فيما يتعمق بالأصول المؤقتة (الأصول المتداولة المؤقتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة، فإنه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل، فكما سبق الإشارة فإن تمويل تلك الأصول من مصادر تمويل طويلة الأجل كالقروض طويلة الأجل يترك آثار عكسية على الربحية<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: نظريات الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة:

تناولنا في هذا المطلب الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة من نظرية الوكالة ونظرية الإشارة و أخيرا في ظل نظرية التسوية.

### الفرع 01: الهيكل المالي ونظرية الوكالة

ينص نموذج الوكالة على أن عدم تركيز الملكية يؤدي بالمؤسسات إلى اختيار الديون على الأموال الخاصة، إن السؤال الذي يطرح نفسه هو هل أن سلوك الاستدانة هو مبرر اختيار هذا الشكل من التمويل؟ فرأس المال مركز في مؤسسات الدولة (ملك الدولة) في القطاع العمومي ومركز في المؤسسات الخاصة، مما يبعد فرضية سلوك الاستدانة على سلوك المسيرين لهذا، فإن مشكل الوكالة لا يطرح بمفهوم المساهمة والمسير، ومع ذلك يمكن أن يطرح مشكل الوكالة بين المؤسسة والدائنين<sup>2</sup>.

تبحث المؤسسة في تقليص تكاليف الوكالة المحتملة (تكاليف إعداد و مراقبة بنود عقود القروض، الضمانات....) والتخلص من الديون في بعض الفترات سيساهم دون شك في تخفيض تكاليف الوكالة بين البنوك والمؤسسة .

إن وجود الديون في شكل قروض مصرفية بضمان مادي أو شخصي يؤثر على نتائج نظرية الوكالة للديون، ثم أن بظهور تكلفة الوكالة أصبح الهيكل المالي الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معا. وعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل المعاصر، المكتب العربي للنشر، الطبعة السادسة، الاسكندرية، 2007، ص210-211.

<sup>2</sup> مهدي سعدون، الساقى، وآخرون، الإدارة المالية، النظرية و التطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، الأردن، 2007، ص145.

تؤدي لبروز تناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من ناحية، وبين المساهمين والمقرضين من ناحية أخرى، فإذا كان المسير لا يملك شخصيا كامل حقوق الملكية في المؤسسة، فوكالة التسيير الناجمة عن هذه الوضعية عادة ما تكون مصدر لتكاليف الوكالة. ونجد أيضا العلاقة التي تنشأ بين المقرض والمؤسسة تخضع لمبدأ عدم التناظر في المعلومة و الذي يتمثل في اعتبار وجود اختلاف في المعلومة من حيث المستوى و النوعية بين الأعوان الاقتصاديين، وهذا طوال فترة علاقة القرض<sup>1</sup>.

## الفرع 02: الهيكل المالي و نظرية الإشارة ( نظرية عدم تماثل المعلومات )

تفترض نظرية مودكلياني وميلر أن المستثمرين يمتلكون المعلومات نفسها التي يمتلكها المديرون بخصوص المؤسسة، وهذا ما يعرف بالمعلومات المتماثلة، و لكن في الحقيقة فان المديرون يمتلكون معلومات أفضل من المستثمرين الخارجيين و هذا ما يعرف بالمعلومات غير المتماثلة، والتي يكون لديها تأثيرا كبيرا في الهيكل المالي وغالبا ما يفسر الأساس الذي تتخذه الإدارة (على أساس أنها تمتلك معلومات أفضل ) على أنه مؤشر للمستثمرين، والذي قد يؤثر على أسهم المؤسسة في السوق، وتفترض هذه النظرية أن المؤسسات في الأوقات الطبيعية تستخدم التمويل في الملكية أكثر من التمويل في المديونية ، وبالالاتجاه نفسه أشار وسطن وفقا للافتراضات السابقة والخاصة بمدخل مودكلياني وميلر إلى أن المعلومات متوفرة ومتاحة لكافة المستثمرين، أي أنهم في هذه الناحية متساوون بخصوص مستقبل المؤسسة، وتسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعلوماتي، ولكن غالبا ما يتيح للمديرين كمية اكبر من المعلومات، وفي الواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن النظرية تعبر عن إمكانية المدراء في المؤسسات ذات الأداء الجيد إصدار إشارات خاصة فعالة تميزها عن المؤسسات الأخرى، ذات المستوى الأقل أداء ، وخاصة هذه الاشارات سيكون من الصعب تقليدها من قبل المؤسسات الضعيفة<sup>2</sup>.

وتستند نظرية الإشارة إلى فكرتين مهمتين:

1 - تكون المعلومات موزعة بشكل غير متساوي، إذ أن المديرين يمتلكون معلومات غير متوفرة لدى المستثمرين؛

<sup>1</sup> مليكة زعيد، وآخرون، دراسة السلوك المالي في المؤسسات الصناعية الجزائرية، مقال، جامعة 20 أوت، كلية الاقتصاد، سكيكدة، ص18-19.

<sup>2</sup> صبيحة قاسم هاشم، نظرية هيكل التمويل الحديثة، تطبيق عملي لنظرية الإنقاذ ودورة حياة الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 83، جامعة بغداد، ص69-70.



2 - حتى وان كانت المعلومات نفسها متوفرة ومتاحة للجميع إلا أنها لا تفهم ولا تدرك بالأسلوب والطريقة نفسياً.

### الفرع 03 : نظرية التسلسل الهرمي

لقد بين **krauss** و **Breman** سنة 1987 أن لا يمكن للمؤسسات تمويل مشاريع تتميز بقيمة محددة صافية ايجابية بإصدار أسهم بدون حدوث الاستثمار المفروض، حيث يعتمد نموذجها على مؤسستين مستدينتين ولكن بقيم مختلفة (عالية ومنخفضة) وحسب رأيهما، فإن إصدار الأسهم للاستثمار وتسديد الديون، يعتبر دلالة على أن المؤسسة في حالة جيدة.

وفي منظور ( 1989 ) **constantundes et Grundy** يمكن أن تلجأ المؤسسات إلى استعمال مصادر تمويل متعددة قصد تمويل احتياجاتها وإعادة شراء اسهمها، ويخلصان إلى نتيجة مفادها انه لا سبب لوجود نظام تسلسلي هرمي للتمويل، مثل الذي أشار إليه في نموذج **Mayers et majluf**<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> شعبان محمد، محور إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة لنيل متطلبات شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس، 2010، ص81.

## خاتمة الفصل:

في ظل بحثنا عن مخارج من مأزق التضخم تم الاهتمام بتناول السياسات المتاحة للمؤسسة لعلاجها ومكافحته فكانت الوسائل تتمثل في السياسة المالية والمتمثلة في المزيج التمويلي والهيكل المالي الذي تتبعه المؤسسة من أجل ضبط التضخم أو التقليل من حدته، وتختلف سياسة التمويل التي تتبعها المؤسسة تتسم إدارتها بالجرأة عن أخرى تهيمن على مقاليد الأمور فيها عن إدارة محافظة في عملية إختيار مصدر تمويل ملائم.

# الفصل الثاني

دراسة حالة (مجمع صيدال ،

شركة الأوراسي) من 2009

إلى غاية 2019

**تمهيد:**

يهدف محاولة الإجابة على التساؤل الرئيسي، في بداية هذا البحث وتدعيما لجانبه النظري، نتناول في هذا الفصل دراسة تطبيقية تتعلق بدراسة العلاقة بين التضخم والهيكل التمويلي بإتباع منهج إحصائي للمؤسسات قيد الدراسة (صيدال، الأوراسي) للفترة الممتدة من سنة 2009 إلى غاية سنة 2019.

نتناول في هذا الفصل بتقسيمه إلى ثلاثة مباحث رئيسية، حيث يخصص المبحث الأول إلى تقديم المؤسسات قيد الدراسة و التطرق للهيكل التنظيمي لكل من المؤسستين، وبعدها المبحث الثاني نقوم بعرض المنهجية المستخدمة في الدراسة و النموذج الدراسي المتبع المتمثل في نموذج الإنحدار البسيط، أما المبحث الثالث من هذا الفصل فيخصص إلى مناقشة نتائج الدراسة.

## المبحث الأول: تقديم مؤسسات ومنهجية الدراسة

## المطلب الأول: بطاقة تعريفية لمؤسسة صيدال

## الفرع 01: تقديم مؤسسة صيدال

صيدال أو Saidal هي شركة أدوية عمومية جزائرية وهي إحدى أكبر شركات الصناعة الصيدلانية في إفريقيا والأكبر في الجزائر ، أنشأت صيدال في 1982 وقد استفادت في هذا الإطار من نقل مصانع الحراش والدار البيضاء وجسر قسنطينة. وفي سنة 1988 ضمت إليها مركب "المضادات الحيوية" للمدية الذي كان على وشك الانتهاء من قبل الشركة الوطنية للصناعات الكيميائية. في سنة 1989 وتبعاً لتنفيذ الإصلاحات الاقتصادية، أصبحت صيدال شركة عمومية اقتصادية تتميز باستقلالية التسيير. وفي 1993 تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للشركة، حيث سمح لها بالمشاركة في كل عملية صناعية أو تجارية يمكن أن تكون ذات صلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع. في سنة 1997، وضعت شركة صيدال مخطط إعادة هيكلة، أسفر على تحويلها إلى مجمع صناعي يضم ثلاثة فروع (فارمال، أنتيبوتيكال وبيوتيك) في 2009، رفع المجمع من حصته في رأسمال سوميدال إلى حدود 59 % . وفي سنة 2010، قام بشراء 20 % من رأسمال شركة إبييرال كما رفع من حصته في رأسمال شركة 44.51 % إلى 38.75 % من "تافكو" في 2011، رفع المجمع حصته في رأسمال إبييرال إلى حدود 60 % في جانفي 2014، شرع مجمع صيدال في إدماج فروعه الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص: أنتيبوتيكال، فارمال وبيوتيك. يسعى مجمع صيدال، المجمع الصيدلاني العمومي الوحيد في الجزائر، إلى كسب التحدي المتمثل في تغطية احتياجات السوق الوطنية والتي تشكل 60 % من الأدوية ومن خلال استراتيجية ترمي إلى تقليص الواردات من خلال تطوير صناعة صيدلانية وطنية ناجعة. و يطمح مجمع صيدال الذي أنشئ بعد عشرين سنة من استقلال الجزائر إثر إعادة هيكلة الصيدلانية المركزية الجزائرية والشركة الوطنية للصناعات الكيماوية، إلى تقليص تبعية الجزائر للبلدان الأخرى فيما يخص الأدوية. حقق المجمع انطلاقة فعلية وعزز موقعه كرائد في إنتاج الأدوية "الجنيسة" في سوق واعدة في أوج نموها منذ التسعينات. حالياً يقوم مجمع صيدال بتطوير وإنتاج تشكيلة من 180 منتج تغطي 20 قسم علاجي مثل طب أمراض القلب وطب السكري وطب الأمراض المتنقلة وطب الأمراض الجلدية.

يركز المجمع استراتيجيته على تحسين تغطيته للسوق الوطنية وكسب حصص سوق جديدة. بحيث أصبحت هذه الأخيرة تستحوذ على 60 مستوردا وحوالي 50 مصنعا خاصا و9 وحدات إنتاج تابعة

للمجمع العمومي صيدال. وخلال العشر سنوات الأخيرة عرفت سوق المنتجات الصيدلانية في الجزائر تطورا كبيرا بحيث انتقلت من 250 مليون اورو إلى أكثر من 1.5 مليار اورو سنة 2011. إن الإنتاج الوطني يمثل أكثر من 35 بالمائة من هذه السوق من حيث القيمة و 7 بالمائة فقط يعود لصيدال و نسبة 28 بالمائة المتبقية تمثل إنتاج القطاع الخاص. ولتدعيم تواجد المجمع في هذه السوق التي أغرقتها المنتجات المستوردة سعى المجمع إلى توسيع تشكيلات المنتجات الصيدلانية إلى أشكال وأصناف مختلفة.

- رأس مال شركة صيدال:

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

- مساهمات أخرى:

يحوز مجمع صيدال أيضا على مساهمات في شركات أخرى:

- الجيري كليرينغ (شركة مالية) 6,67%.

- نوفر (مؤسسة إنتاج الزجاج) 4,46%.

اكديما (الشركة العربية للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية) 0,38%.

- المشاريع قيد الإنجاز:

- صيدال - نورث افريكا هولدينغ مانوفكتورينغ - FNI (SNM) (مشروع قيد الانجاز)

SNM هو نتيجة لشراكة ابرمت في سبتمبر 2012 بين مجمع صيدال 49%، والشركة الكويتية نورث افريكا هولدينغ مانوفكتورينغ 49% والصندوق الوطني للاستثمار 2% من أجل إنشاء مركز متخصص في تنمية وتصنيع وتسويق الأدوية المضادة للسرطان.

- تافكو (شركة تاسيلي للأدوية)

هي ثمرة شراكة أبرمت عام 1999 بين مجمع صيدال %44,51، اكديما، سبيماكو و جي بي أم من أجل تصنيع وتسويق واستيراد المنتجات الصيدلانية (الحقن والوسائل والقطرات).<sup>1</sup>

### الفرع 02: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

يتضمن الهيكل التنظيمي للمجمع بالإضافة إلى الرئيس المدير العام والأمين العام، ثلاثة فروع، ثلاثة وحدات توزيع ومجموعة من المديريات، كما يظهره الشكل الموالي:

<sup>1</sup> Sidal group, (2010,05,12), **Définition du saïdal group**. Medium. From <https://www.saidalgroup.dz>

الشكل رقم(1): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني السابق



### الفرع 03: أهداف مجمع صيدال

يمكن لنا أن نستكشف أهم العناصر الاستراتيجية لمجمع صيدال إذ نجد أنها استراتيجية تطويرية تهدف إلى أهداف بعيدة المدى تتمثل في<sup>1</sup>:

**الهدف الأول :** إدماج التكنولوجيا الجديدة في ميدان الصناعة الصيدلانية ومحاولة مسايرة التقدم العلمي الدائم، وينعكس هذا الهدف الاستراتيجي على أرض الواقع في عقود الشراكة التي أبرمها مجمع صيدال مع كبريات المؤسسات العالمية في صناعة الأدوية بهدف الاستفادة من خبرة هذه المؤسسات في مجالات تخصصها، وتدريب المهندسين والتقنيين الجزائريين على التكنولوجيات التي تستعملها هذه المؤسسات سواء تعلق الأمر بعملية تصميم الأدوية أو تصنيعها أو تقنيات الإنتاج والتحليل ومراقبة الجودة والصيانة هذا من جهة، ومن جهة أخرى، تنعكس أهداف المجمع الاستراتيجية في إنشائها لمراكز البحث والتطوير وإخضاعه للمقاييس العالمية (إيزو) فهو يمثل عنصر حرج للنجاح في تطبيق الاستراتيجية .

**الهدف الثاني :** إن الهدف الثاني للمجمع هو استعمال طرق تسيير فعالة يمكن لها السيطرة على جميع نشاطات المؤسسة والقضاء على جميع الأشكال الاقتصادية مع رفع الكفاءة الإنتاجية والتسويقية، إن لهذه الطرق التسييرية الفعالة انعكاسات إيجابية آلت إلى تبني المجمع لنظام ضمان الجودة الإدارية العالمية إيزو، في أربعة مواقع له وهي مقر المجمع، وحدة جسر قسنطينة التابعة لبيوتيك، مركز البحث والتطوير ومركب المضادات الحيوية بالمدينة .من خلال هذان الهدفان الاستراتيجيان يسعى المجمع إلى تحقيق هدف رئيسي وهو الوصول بركب التكنولوجيا في ميدان الصناعة الصيدلانية وأيضاً إرضاء الزبائن كما تنص عليه نظم إيزو في عملية تحسين دائمة التطوير في الخدمات المقدمة للزبائن كما سعت الإدارة بتوفير جميع الإمكانيات اللازمة لذلك، عمال على الاستجابة لمتطلبات المحيط الداخلي (العمال) والمحيط الخارجي (الزبون).

<sup>1</sup>Saidal group ، نفس المرجع السابق.

## المطلب الثاني : بطاقة تعريفية لشركة الأوراسي

### الفرع 01: تقديم مؤسسة الأوراسي

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983.

في ذلك العام، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقي (EGH) (المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 ابريل 1983).

وعُدّل الفندق، في 12 فبراير عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي".

وفي عام 1995، وُضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه.

لكن، وتمشياً مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فبراير 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20 % من رأس مالها للاكتتاب العام.

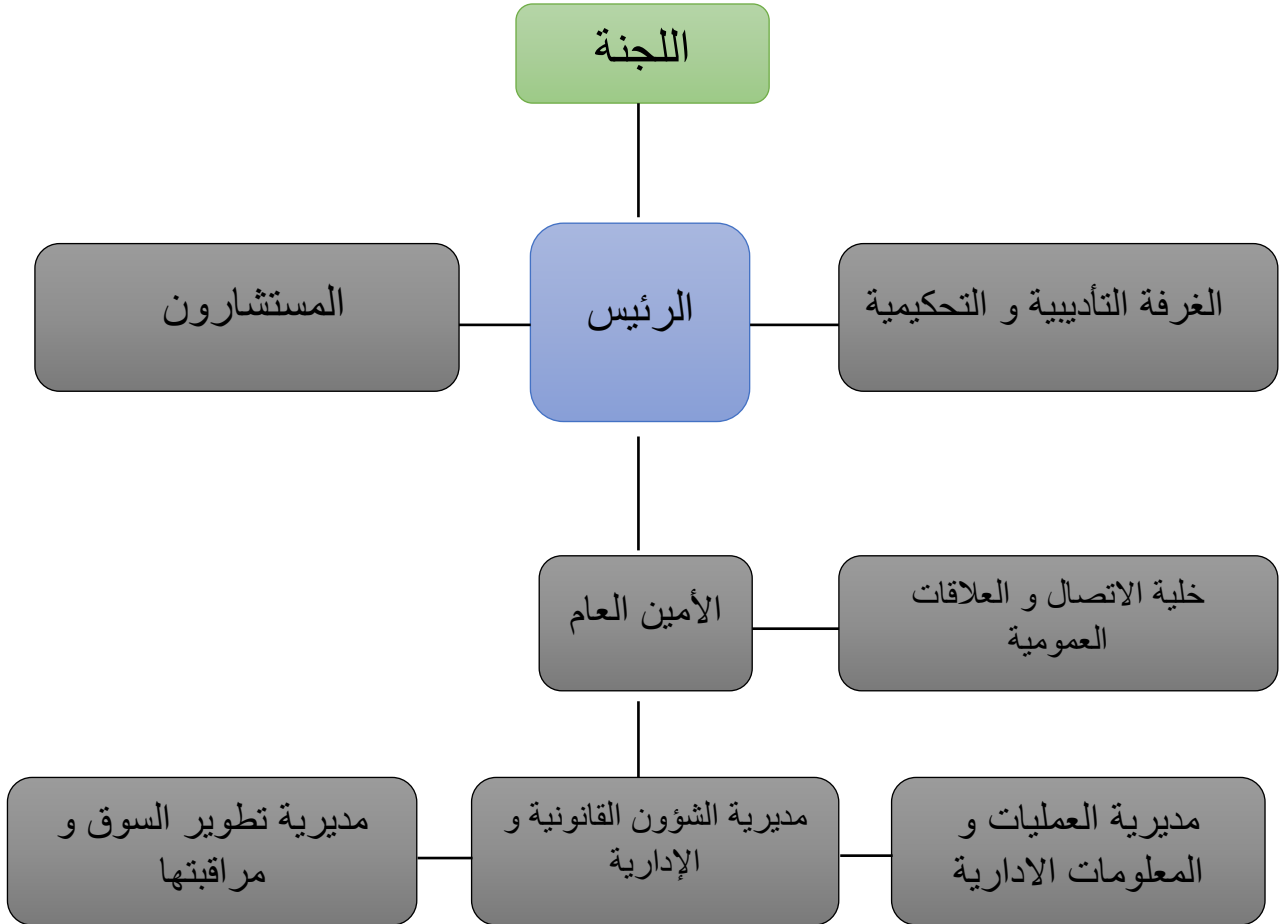
وفي يونيو 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع، ومثل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20 % من رأس المال الاجتماعي.

في 14 فبراير 2000 : وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية. ( وقُدّر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Algiers stock exchange. (2009,02,01). Laziness does not exist. From [Https://.www.sgbv.dz](https://www.sgbv.dz)

الفرع 02: الهيكل التنظيمي لشركة الأوراسي

الشكل رقم (2): الهيكل التنظيمي لشركة الأوراسي



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الموقع الإلكتروني السابق

## المبحث الثاني: منهجية الدراسة

هناك عدة نماذج إحصائية يعتمد عليها في دراسة البيانات و التعبير عنها بشكل كمي وتختلف متطلبات النموذج من دراسة إلى أخرى.

### المطلب الأول: النموذج الاحصائي المتبع

لقد إعتدنا في دراستنا على نموذج معين ألا وهو نموذج الإنحدار الخطي البسيط

#### الفرع 01 : تعريف نموذج الانحدار البسيط:

الانحدار الخطي البسيط هو حساب المربعات الصغرى من نموذج الانحدار الخطي مع متغير تفسيري واحد [1][2][3] وبعبارة أخرى، الانحدار الخطي البسيط هو خط مستقيم يمر بمجموعة من النقاط بطريقة تجعل مجموع مربع النقط المتبقية من النموذج (أي، المسافات الرأسية بين النقطة المتبقية والخط) أقل ما يمكن، هذا يشير الي حقيقة أن الانحدار هو واحد من أبسط الأساليب المستخدمة في مجال الإحصاء حيث أن ميل الخط يساوي العلاقة بين  $y$  و  $x$  مصححة بنسبة الانحرافات المعيارية لهذه المتغيرات، نقطة تقاطع الخط مع محور الصادات هي مركز كتلة نقاط البيانات  $(x, y)$ . توجد طرق انحدار أخرى بجانب المربعات الصغرى البسيطة، علي وجه الخصوص، عندما يريد شخص أن يقوم بفعل الانحدار عن طريق العين فإنه يميل عادة إلي رسم خط حاد قليلا ويكون قريبا من ذلك الذي ينتج من طريقة أقل مربعات كليه، يحدث هذا لأنه طبيعي أكثر لعقل الانسان ملاحظة المسافات المتعامدة علي خط الانحدار بدلا من تلك الراسية كما يحدث في طريقة المربعات الصغرى <sup>1</sup>.

#### الفرع 02 : أنواع الانحدار:

الإنحدار هو أسلوب يمكن بواسطته تقدير قيمة أحد المتغيرين بمعلومية قيمة المتغير الآخر عن طريق معادلة الانحدار، وله أنواع <sup>2</sup>:

- **الانحدار الخطي البسيط:** فكلمة بسيط تعني أن المتغير التابع  $Y$  يعتمد على متغير مستقل واحد وهو  $X$  وكلمة خطي تعني أن العلاقة بين المتغيرين  $(X, Y)$  علاقة خطية.
- **الانحدار المتعدد :** إذا كان المتغير  $Y$  يعتمد على أكثر من متغير مستقل .

<sup>1</sup> انحدار خطي بسيط (2019, December, 10), In Wikipedia, HttS://ar.m.wikipedia.org

<sup>2</sup> انحدار خطي بسيط، نفس المرجع السابق.

• الانحدار غير الخطي: إذا كانت العلاقة بين المتغير  $Y$  والمتغيرات المستقلة غير خطية كأن تكون من الدرجة الثانية أو الأسية .

ولتحقيق هدف الدراسة ارتأينا إلى أن تكون سلسلة من البيانات لكل من المؤسستين صيدال والأوراسي للفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2019 وتشمل متغيرات الدراسة ما يلي:

- المتغير المستقل: ( $y$ ) ويعبر عن القيمة السوقية للسهم لكل من المؤسستين، وتحصلنا على السلسلة انطلاقاً من تقرير بورصة القيم المنقولة بالجزائر (COSOB).

- المتغير التابع: ( $x$ ) ويعبر عن معدل التضخم السنوي، وتحصلنا على السلسلة انطلاقاً من إحصائيات الديوان الوطني للإحصائيات (ONS).

وعليه يمكن بناء نموذج لكل من المؤسستين كما يلي:

$$Y_1 = C_1 + \alpha_1 x + e_1$$

حيث تمثل  $Y_1$  القيمة السوقية للسهم شركة صيدال و  $e_1$  وهو حد الخطأ بعد ذلك.

$$Y_2 = C_2 + \alpha_2 x + e_2$$

حيث تمثل  $Y_2$  القيمة السوقية للسهم شركة الأوراسي و  $e_2$  وهو حد الخطأ بعد ذلك.

وباعتماد على برنامج إحصائي، حصلنا على نتائج الدراسة المبينة في المبحث الموالي.

المطلب الثاني: توصيف متغيرات الدراسة

من خلال هذه الفقرة تم التطرق إلى حساب الاحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة، أي القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال ( $Y_1$ ) والقيمة السوقية لسهم الأوراسي ( $Y_2$ )، ومعدل التضخم ( $X$ ) والنتائج مبينة في الجدول التالي:

الجدول (1): الاحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة

| السنوات | A   | B   | C   |
|---------|-----|-----|-----|
| 2019    | 538 | 603 | 2   |
| 2018    | 506 | 616 | 4,3 |
| 2017    | 521 | 650 | 5,9 |
| 2016    | 470 | 623 | 6,4 |
| 2015    | 452 | 593 | 4,8 |
| 2014    | 421 | 537 | 3   |
| 2013    | 390 | 574 | 3,3 |
| 2012    | 401 | 762 | 8,9 |
| 2011    | 483 | 675 | 4,5 |
| 2010    | 451 | 443 | 3,9 |
| 2009    | 470 | 520 | 5,7 |

المصدر: موقع بورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz>.

حيث أن:

A = متوسط سعر السهم لمؤسسة الأوراسي

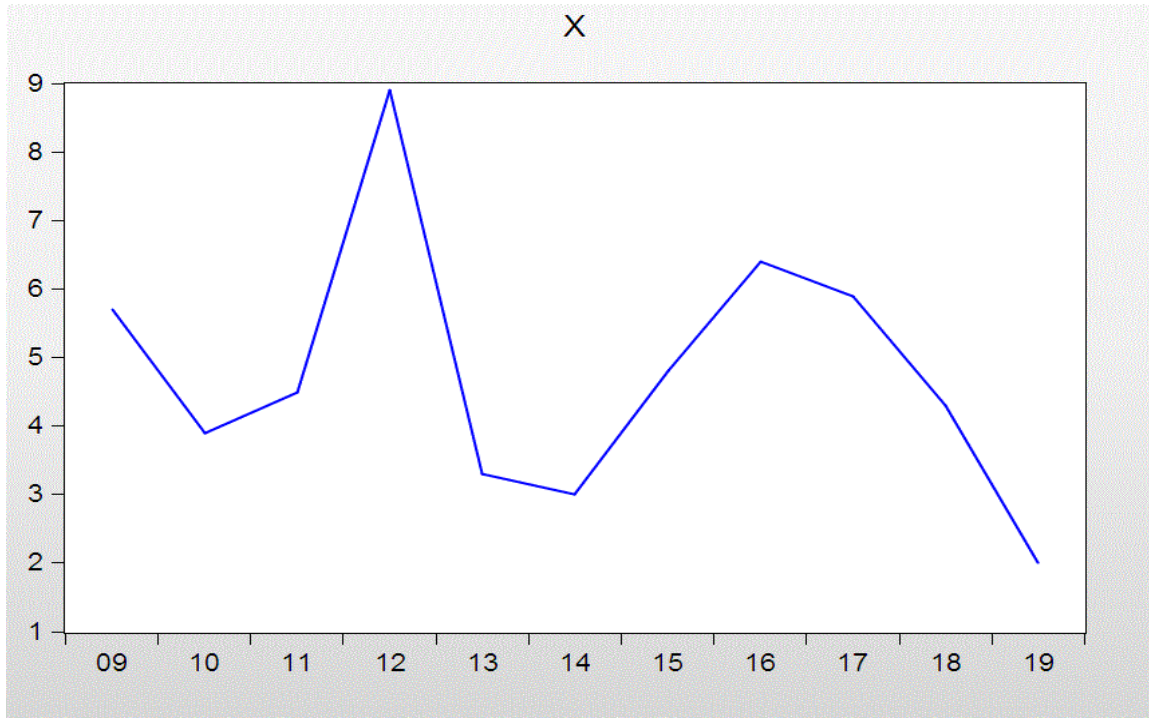
B = متوسط سعر السهم لمؤسسة صيدال

C = معدل التضخم السائد في الجزائر

الوحدة: بالدينار الجزائري.

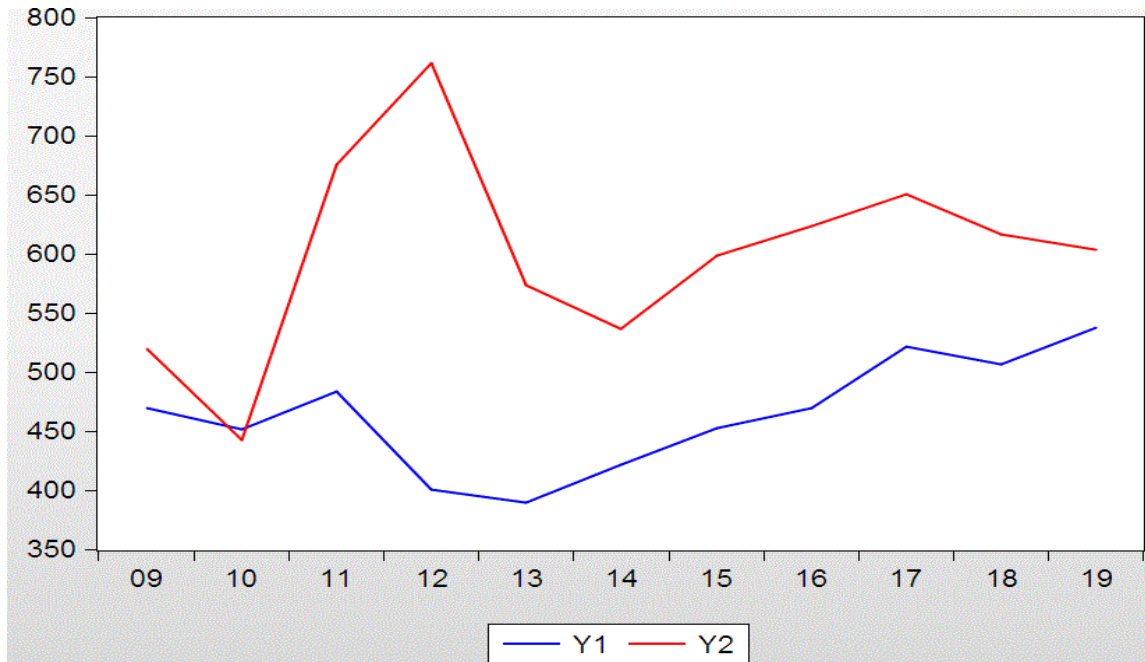
- من خلال الشكلين اللذين يوضحان تطور كل من قيم المتغيرات السابقة للفترة من 2009 إلى 2019 على النحو التالي:

الشكل 3: تطور معدل التضخم (X) خلال الفترة من 2009 إلى 2019



المصدر: من اعداد الطلبة بالإعتماد على برنامج احصائي Eviews.10 .

الشكل 4: تطور القيم السوقية لأسهم شركة كل من صيدال و الأوراسي



المصدر: من اعداد الطلبة بالإعتماد على برنامج احصائي Eviews.10 .

- بالنسبة ل (Y1): نلاحظ في السنوات 2009 / 2011 تذبذب طفيف في القيمة السوقية لسهم شركة صيدال ، أما في السنوات 2011/2013 نلاحظ تراجع في القيمة السوقية للسهم من حوالي ( 480 دج إلى 390 دج ) وهو الحد الأدنى له خلال فترة الدراسة، ثم يعود خلال السنوات 2013/2019 بالصعود تدريجيا وصولا إلى قيمة تقريبية تقدر ب 530 دج وهو الحد الأقصى للقيمة السوقية للسهم خلال فترة الدراسة .

- بالنسبة ل (Y2): نلاحظ في السنتين 2009/2010 انخفاض في القيمة السوقية لسهم شركة الأوراسي حوالي من ( 520 دج إلى 440 دج ) وهو الحد الأدنى له خلال فترة الدراسة ، وخلال السنوات 2010/2012 يصعد بشكل سريع وبقية متفاوتة وصولا إلى 760 دج تقريبا ، وهي أكبر قيمة بلغها السهم خلال فترة الدراسة، ثم يتراجع خلال السنوات 2012/2014، ويستقر تقريبا خلال السنوات 2014/2019 .



- بالنسبة ل (X): نلاحظ تذبذب كبير ومتفاوت في معدل التضخم ففي سنة 2010 بلغ حوالي 4، و في سنة 2012 يصعد بشكل متفاوت حيث بلغ حوالي 9 وهو أعلى معدل له خلال فترة الدراسة، ثم ينزل بشكل متفاوت إلى معدل تقريبا 3 خلال سنة 2014 ، أما سنة 2016 فقد صعد و بلغ معدل 6 تقريبا، ليعود للنزول بشكل متفاوت وصولا إلى معدل 2 تقريبا خلال سنة 2019 وهو أدنى معدل يبلغه خلال فترة الدراسة .

### المبحث الثالث: تقدير نموذج الدراسة ومناقشة النتائج

#### المطلب الأول: نتائج الدراسة

دراسة العلاقة بين معدل التضخم والهيكل التمويلي المعبر عنه بالقيمة السوقية خلصت نتائج الدراسة إلى مايلي:

#### الجدول (2): نتائج الدراسة لمؤسسة صيدال

| Variable           | Coefficient | Std.Error          | t-Statistic | Prob     |
|--------------------|-------------|--------------------|-------------|----------|
| C                  | 492.5470    | 41.53687           | 11.85807    | 0.0000   |
| X                  | -5.977545   | 8.112788           | -0.736805   | 0.4800   |
| R-squared          | 0.056889    | Mean dependent var |             | 463.9091 |
| Adjusted R-squared | -0.047901   | S.D. dependent var |             | 47.46463 |
| F-statistic        | 0.542882    | Durbin-Watson stat |             | 0.650936 |
| Prob (F-statistic) | 0.480006    |                    |             |          |

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.10

وعليه يمكن صياغة العلاقة بين التضخم والقيمة السوقية للسهم على النحو التالي:

$$Y_1 = 492,547 - 5,975.X$$

الجدول (3): نتائج الدراسة لمؤسسة الأوراسي

| Variable           | Coefficient | Std.Error          | t-Statistic | Prob     |
|--------------------|-------------|--------------------|-------------|----------|
| C                  | 474.6975    | 61.30873           | 7.742738    | 0.0000   |
| X                  | 26.17321    | 11.97454           | 2.185739    | 0.0566   |
| R-squared          | 0.346759    | Mean dependent var |             | 600.0909 |
| Adjusted R-squared | 0.274176    | S.D. dependent var |             | 84.17892 |
| F-statistic        | 4.777453    | Durbin-Watson stat |             | 1.197056 |
| Prob (F-statistic) | 0.056642    |                    |             |          |

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.10

وعليه يمكن صياغة العلاقة بين التضخم والقيمة السوقية للسهم على النحو التالي:

$$Y_2 = 474,697 + 26,173.x$$

### المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة

لاختبار فرضيات الدراسة التي ينجز عنها إما قبول النموذج المقدر أو رفضه ويكون ذلك من خلال معالجة جانبين أساسيين للنموذج المقدر أي: بمعنى آخر لا بد من توفر شروط إحصائية وأخرى مالية حتى يكون القرار بقبول النموذج المقدر وعليه بقبول فرضية الدراسة، من خلال ذلك سوف نقوم بتقييم الجوانب الإحصائية والمالية للنموذجين المقدرين.

#### أولاً: الجانب الإحصائي للنموذج:

يتوفر النموذج الإحصائي للنموذجين بالبحث في المعنوية الإحصائية للمعاملات وقدرة النموذج في تفسير التغيرات وكذلك جودة النموذج ككل.

### 1- بالنسبة للنموذج الأول:

#### - المعنوية الاحصائية للمعاملات

وتقاس على أساس أن يكون الاحتمال أكبر من حد المعنوية 5% وعليه فإن المعلمة C معنوية إحصائياً (prob : 0,48 > 5%)

#### - قدرة النموذج في تفسير المتغيرات:

وتقاس بمدى قوة معامل الارتباط المصحح التغيرات التي تحدث في X تفسر التغيرات التي تحدث في Y، من خلال النموذج فإن معامل الارتباط المصحح يعادل (-0,05)، وهو لا يعكس قدرة التغيرات الحاصلة في X في تفسير التغيرات الحاصلة في Y1 كذلك وجود علاقة عكسية بينهما

#### - جودة النموذج ككل:

تقاس احتمال Prob (F-Statistic) كلما قربت نحو ال0 (الصفر) كلما دلت على أن النموذج مقبول إحصائياً ككل.

(Prob F-statisic=0,48 أكبر من 0,0000) من خلال التفسير السابق فإن الشروط الاحصائية للنموذج الأول غير متاحة، وعليه فإن النموذج مرفوض إحصائياً.

### 2- بالنسبة للنموذج الثاني:

#### - المعنوية الاحصائية للمعاملات:

C عند 1% مقبولة وكذلك X مقبولة إحصائياً عند المعنوية الإحصائية 10%.

#### - قدرة تفسير التغيرات الحاصلة:

وجود علاقة طردية بين X و Y<sub>2</sub> لكن علاقة ضعيفة لأنها أقل من 50% معامل الارتباط المصحح (R -Squared) أقل من 50%.

#### - جودة النموذج ككل:

(Prob F-statisic=0,056 تقترب نحو 0)

وبالتالي يمكن قبول النموذج ككل.

وعليه من خلال التفسير السابق يمكن قبول النموذج إحصائياً.

**ثانياً: تحليل الشروط الاقتصادية:**

### 1- النموذج الأول:

وهو البحث في مدى توافق نتائج الدراسة مع النظرية المالية وتنص في ذلك على وجود علاقة طردية بين معدل التضخم والقيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال، أي زيادة معدل التضخم وزيادة القيمة السوقية وهي زيادة إسمية غير حقيقية والعكس صحيح إنطلاقاً من ذلك فإن النموذج الأول يعبر عن وجود علاقة عكسية.

( $\alpha_1 = -5,977$ ) وبالتالي فإن الشرط الاقتصادي غير محقق.

### 2- النموذج الثاني:

فهو يدل على وجود علاقة طردية بين معدل التضخم والقيمة السوقية لسهم الأوراسي يعني ذلك أن زيادة التضخم بنسبة 1% سيؤدي إلى زيادة إسمية في القيمة السوقية لسهم الأوراسي ب 2,6173 وحدة نقدية.

- إذا وعليه:

- رفض النموذج الأول للعلاقة بين معدل التضخم والقيمة السوقية لسعر سهم مؤسسة صيدال.

- قبول النموذج الثاني للعلاقة بين معدل التضخم والقيمة السوقية لسعر سهم الأوراسي.

### الخلاصة النهائية: (الإجابة عن الفرضيات)

للإجابة على فرضيات الدراسة فإن فرضية الدراسة المتمثلة في:

- وجود علاقة ذات معنوية إحصائية بين معدل التضخم والقيمة السوقية لسهم صيدال.

فهي فرضية مرفوضة وعليه نقبل الفرضية البديلة:

- عدم وجود علاقة ذات معنوية إحصائية بين معدل التضخم والقيمة السوقية لسهم صيدال.

- فرضية الدراسة المتمثلة في:

- وجود علاقة ذات معنوية إحصائية بين معدل التضخم والقيمة السوقية لسهم الأوراسي فهي فرضية مقبولة.

الخاتمة

## الخاتمة

إن بروز ظاهرة التضخم والتي اتسمت بها الاقتصاديات المتقدمة في طريق النمو على حد سواء وعلى أن هذه الأخيرة ظاهرة تتصل بالكثير من العلاقات التي تربط بين العوامل والقوى المؤثرة في حركة المتغيرات الاقتصادية وأهمها مستويات الائتمان، حركة النمو الاقتصادي، و حركة استحداث التنمية، ولقد برزت مشكلة التضخم حديثا ضمن الدراسات الاقتصادية التي قام بها الاقتصاديون وخاصة الرأسماليون منهم.

هذه الظاهرة التي تشكل عبئا على الاقتصاد عموما وعلى المؤسسات خصوصا، وعائقا أمام استحداث التنمية، ومن هنا ظهر واضحا للعيان أن التضخم ما هو إلا مشكلة اقتصادية حتمية ومازالت قائمة، والاشكال لا يكمن فيها وانما يكمن في كيفية استخدامها كوسيلة، والتحكم فيها بالوسائل الخاصة لتحقيق الآفاق المرجوة مستقبلا.

ومن هذا المنطلق، جاءت هذه الدراسة التي تناولت موضوع أثر التضخم على السياسة المالية في المؤسسة خلال الفترة 2009-2019، حيث استهدفنا في البحث معدلات التضخم خلال هذه السنوات والقيمة السوقية لأسهم شركة الدراسة، ثم قمنا بدراسة العلاقة ذات الدلالة الإحصائية بينهما، وتحليل مسارها خلال الفترة محل الدراسة.

ويمكن القول أن آثار التضخم يجب على المحاسبين معالجتها، وعلى الاقتصاديين إيجاد الحلول الناجعة، ويجب الاستمرار في العمل حتى الوصول إلى أفضل الحلول وأكثرها إفادة المؤسسة والاقتصاد الوطني وكذلك بالنسبة للمالكين من أجل الحفاظ على رأس المال الاقتصادي و النقدي بأفضل السبل.

وفي الأخير لا يمكن اعتبار هذا البحث كبحث يعتمد عليه أكثر في دراسة هذه الظاهرة حتى الوصول إلى نتائج أفضل تعطي المصدقية، ويعتمد عليها في اتخاذ القرارات المستقبلية فيما يخص الاستثمار ومستقبل المؤسسة.

## التوصيات:

إذا مما تقدم يمكن إبداء التوصيات التالية:

- إن عدم الإستقرار في الاستثمار شيء غير مستحب لذا يجب على الشركات طرح جزء من أسهمها لضمان الإستقرار المالي وعدم تأثرها بشكل كبير حال إنخفاض قيمة الأسهم.
- يجب شراء أسهم شركات منافسة للتحكم في السوق.


- يجب إتخاذ عدة إجراءات قبل شراء أسهم معينة من بينها دراسة الوضعية المالية للشركة، كون أن الأسهم متغيرة القيمة، فقد ترفع من قيمة الشركة بين ليلة وضحاها وقد تدفعها للإفلاس.

### آفاق البحث:

وعليه كآفاق بحثية مستقبلية فإنه يمكن اقتراح ما يلي:

- 1- تقييم أداء السياسة النقدية وآثارها على التضخم.
- 2- محددات التضخم ودور السياسة المالية والنقدية في معالجته.
- 3- أثر السياسة المالية على المستوى العام للأسعار من خلال استخدام طرق التحليل القياسي.
- 4- التنسيق بين السياسة النقدية والمالية ودوره في تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية.





# قائمة المصادر و المراجع

## قائمة المصادر و المراجع

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

- 1) أبو بكر عبد أحمد ، وليد إسماعيل السيفو ، إدارة الخطر و التأمين، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، دون طبعة، عمان، 2009.
- 2) الأخضر القليطي ، حمزة غربي ، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية ، دراسة ميدانية ، أسس و قواعد النظرية المالية الإسلامية ، جامعة سطيف.
- 3) بلعزوز بن علي، "محاضرات في النظريات والسياسة النقدية"، ديوان المطبوعات الجامعية الساحة المركزية بن عكنون الجزائر.
- 4) جلال الدين المرسي، احمد عبد الله اللحح، الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، دون طبعة، مصر، 2009.
- 5) حسين بن سالم جابر الزبيدي، التضخم والكساد، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، دون طبعة، الأردن.
- 6) السعيد جمعة فرحات، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، التحديات الراهنة، دار المراجع، دون طبعة، السعودية، 2000.
- 7) شقيري نوري موسى ، و آخرون ، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، ط 1، الأردن، عمان، 2012.
- 8) شوقي أحمد دنيا، النقود والتضخم، دار الفكر الجامعي، دون طبعة، الاسكندرية، مصر.
- 9) طاهر لطرش ، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية ن بن عكنون، ط 5، 2005 .
- 10) طارق عبد العالي حمادة، إدارة المخاطر ( أفراد، إدارة، شركات ،بنوك ) ،الدار الجامعية الإسكندرية، دون طبعة، 2003 .
- 11) عبد الرحمان دعالة ، التمويل الإداري، دار المريخ للنشر و التوزيع ، الجزء الثاني ، الرياض ، 1993.
- 12) عبد الناصر براني أبو شهد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، ط 1، عمان، 2013.

- 13 عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، دون طبعة، الأردن، 2009.
  - 14 عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية، الدار الجامعية، دون طبعة، مصر، 2002.
  - 15 على عبد الوهاب نجا و آخرون، النقود و السياسة النقدية و الاسواق المالية، دار التعليم الجامعي، دون طبعة، الاسكندرية، 2018 .
  - 16 غازي حسين عناية، التضخم المالي، دار الجيل، بيروت، الطبعة الاولى، 1992.
  - 17 فليح حسن خلف، المالية العامة، جدار للكتاب العالمي للنشر و التوزيع، دون طبعة، الاردن، 2008 .
  - 18 لسلوب مبارك، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، دون طبعة، 2004.
  - 19 محمد شفيق، حسن طيب، محمد ابراهيم عباد، اساسيات الادارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر و التوزيع، الطبعة الاولى، 1997.
  - 20 مصطفى رشيد شيخة، اقتصاديات النقود و مصادر المال، الاسكندرية، ط6 .
  - 21 منير إبراهيم هندي، الادارة المالية، مدخل تحليل المعاصر، المكتب العربي للنشر، الطبعة السادسة، الاسكندرية، 2007.
  - 22 مهدي سعدون، الساقى، وآخرون، الادارة المالية، النظرية و التطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، الأردن، 2007.
  - 23 نجم الدين حسين صوفي عبد القادر ، السياسات المالية و أدواتها في الاقتصاد الاسلامي ، منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان ، الطبعة الأولى .
  - 24 وجدي حسين، المالية الحكومية و الاقتصاد العام، الاسكندرية، 1988.
- رسائل ماجستير:

- 1 شعبان محمد، محور إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس، 2010.
- 2 غنية بوربيعة، محددات إختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الإقتصادية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2012.

### المجلات:

- 1) صبيحة قاسم هاشم، نظرية هيكل التمويل الحديثة، تطبيق عملي لنظرية الإنقراط ودورة حياة الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، العدد 83، جامعة بغداد.

### المقالات:

- 1) مليكة زعيد، وآخرون، دراسة السلوك المالي في المؤسسات الصناعية الجزائرية، مقال، جامعة 20 أوت، كلية الاقتصاد، سكيكدة.

### المراجع باللغة الأجنبية:

1. André Farber, **Eléments d'analyse financière**, Université Libre de Bruxelles, 2002.

### المواقع الإلكترونية:

- 1- Saidal group, (2010,05,12), **Définition du saïdal group**. Medium. From <https://www.saidalgroup.dz>.
- 2- انحدار خطي بسيط- (2019, December, 10), In Wikipedia, [Https://ar.m.wikipedia.org](https://ar.m.wikipedia.org) .
- 3-Algiers stock exchange. (2009,02,01). Laziness does not exist. From [Https://.www.sgbv.dz](https://.www.sgbv.dz) .

الملخص

### المخلص:

تعتبر السياسة المالية أداة مهمة لعلاج الاختلافات الاقتصادية والتي من بينها التضخم، بما تسببه هذه الأخيرة من آثار تلقي بظلالها على المستويين الاقتصادي والاجتماعي، ويزداد تأثير التضخم على المؤسسات كلما توافرت البيئة المناسبة لتنامي الضغوط التضخمية في الإقتصاد، والتي تعتمد في تأثيرها على مجموعة من العوامل والمتغيرات التي تساهم في تغذية الضغوط التضخمية ودفع مستويات الأسعار نحو الإرتفاع.

وعليه تحاول هذه المذكرة الجمع بين جانبيين بالغى الأهمية التضخم والأثر على السياسة المالية، فهي تهدف إلى إبراز العلاقة بين معدل التضخم والقيم السوقية لأسهم الشركات، حيث تسعى المؤسسات للحد من التضخم الذي قد يؤثر على الهيكل التمويلي داخل المؤسسة وتجنب مخاطره.

**الكلمات المفتاحية:** التضخم، السياسة المالية، القيم السوقية للأسهم، الهيكل التمويلي، المخاطر.

### Résumé

La politique financière est considérée comme un instrument important pour remédier aux déséquilibres et principalement le phénomène de l'inflation qui a des effets très néfastes sur le niveau économique et social, les effets de l'inflation sur les entreprises s'accroissent avec l'existence d'un environnement favorisant le développement des pressions inflationnistes sur l'économie, c'est dernières dépendent de plusieurs paramètres et variables que les alimentent et les prix à la hausse.

Et cette note, il essaie de combiner les deux aspects sont particulièrement importants de l'inflation et de l'effet sur la Politique financière.

Il vise à mettre en évidence la relation entre le taux d'inflation et les valeurs de marché des actions des entreprises, car les institutions cherchent à réduire l'inflation ce qui peut affecter la structure de financement au sein de l'institution et éviter les risques.

**Mots clés:** l'inflation, la politique financière, la valeur boursière, la structure de financement, les risque.

