

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 8 ماي 1945 قالمة



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير
مخبر تنويع ورقمنة الاقتصاد الجزائري

أطروحة

لنيل شهادة الدكتوراه في الطور الثالث

الشعبة: علوم مالية ومحاسبة

الميدان: علوم اقتصادية وتجارية وعلوم التسيير

الاختصاص: مالية المؤسسة

من إعداد:

إخلاص خلفلاوي

بعنوان

أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية
دراسة تحليلية قياسية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

أمام لجنة المناقشة المكونة من:

بتاريخ: 2024/9/19

الاسم وللقب	الرتبة	
السيد خالد بن جلول	أستاذ التعليم العالي	بجامعة 8 ماي 1945 - قالمة
السيد سليم مجلخ	أستاذ التعليم العالي	بجامعة 8 ماي 1945 - قالمة
السيد وليد بشيشي	أستاذ التعليم العالي	بجامعة 8 ماي 1945 - قالمة
السيد صالح محرز	أستاذ التعليم العالي	بجامعة العربي التبسي - تبسة
رئيسا		
مشرفا		
ممتحنا		
ممتحنا		

السنة الجامعية: 2024/2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وعرفان

الحمد والشكر لله تعالى الذي وفقني لإنجاز هذا العمل.

أتوجه بأسمى عبارات التقدير وبأرقى مراتب الشكر إلى مشرفي الأستاذ

الأستاذ الدكتور سليم مجاىخ على ما تفضل به من نصح وتوجيه وإرشاد راجية

من المولى عز وجل أن يبارك فيه وفي علمه.

كما أتقدم بجزيل الشكر لكل أساتذة لجنة المناقشة على جهودهم المبذولة

في تقييم وتصويب هذا البحث.

جزاكم الله خيراً وأدامكم في خدمة العلم....

الإهداء

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على أشرف المرسلين محمد رسول الله وعلى آله
وصحبه والتابعين، أما بعد:

أهدي هذا العمل المتواضع إلى والدي العزيزين أطال الله عمرهما وحفظهما لنا ذخرا

إلى من كانت رعايتها ودعائها سندي في طريق العلم والمعرفة..... أمي الغالية

إلى إخوتي وأخواتي وأبنائهم

إلى أصدقائي

إلى كل من ساندني.....أمي قرّة عيني

.....أهديكم بحشي المتواضع

إخلاص خلفلاوي

الملخص:

في ضوء تعقيدات وتطورات بيئة الأعمال الحالية تتعرض المؤسسات الاقتصادية لمجموعة متنوعة من المخاطر، بما في ذلك المخاطر غير النظامية المتمثلة أساساً في المخاطر المالية، مخاطر الإفلاس والمخاطر التشغيلية. هذه المخاطر تشكل جزءاً أساسياً من النشاط اليومي للمؤسسة نظراً لارتباطها الوثيق ببنيتها وهيكلها المالي.

هدفت الدراسة إلى توضيح الأسس النظرية لكل من الهيكل المالي والمخاطر غير النظامية، كما هدفت إلى تحليل وقياس أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة (2014-2021)، تم اختيار هذه المؤسسات بناءً على تنوعها في مختلف القطاعات الاقتصادية، حيث تستمد الدراسة أهميتها من خلال توضيح الروابط بين التركيبة المالية لهذه المؤسسات وتحديات المخاطر غير المتوقعة التي قد تواجهها. ومن أجل تحقيق هدف الدراسة تم استعمال بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) بواسطة تطبيق ثلاث نماذج، وهي: نموذج الانحدار التجميعي، الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية، حيث خلصت الدراسة في جانبها النظري إلى أن الهيكل المالي يؤثر على المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية بناءً على مصادر التمويل المستخدمة، مما يستدعي اتخاذ قرارات مدروسة لتشكيل الهيكل المالي لتقليل تلك المخاطر وضمان استمرارية الأعمال. كما أفرزت الدراسة في جانبها التطبيقي عن جملة من النتائج أهمها: وجود علاقة عكسية بين كل المتغيرات المفسرة للهيكل المالي والمخاطر المالية من منظور سيولة، فضلاً عن وجود علاقة طردية بين المتغيرات المختلفة المعبرة عن الهيكل المالي والمخاطر المالية المقاسة بتشتت المردودية المالية، وكذلك وجود علاقات مختلفة إيجابية وسلبية بين متغيرات الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس والمخاطر التشغيلية للمؤسسات المدروسة.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، المخاطر غير النظامية، مخاطر الإفلاس، المخاطر التشغيلية، المخاطر المالية.

Abstract:

In light of the complexities and developments of the current business environment, economic institutions are exposed to a diverse set of risks, including non-systematic risks represented mainly by financial risks, bankruptcy risks and operational risks. These risks constitute a fundamental part of the institution's daily activity due to their close association with its financial structure and composition.

The study aimed to clarify the theoretical foundations of both the financial structure and non-systematic risks. It also aimed to analyze and measure the impact of the financial structure on the non-systematic risks of a group of Algerian economic institutions during the period (2014-2021). These institutions were selected based on their diversity across different economic sectors. The study derives its importance by clarifying the links between the financial composition of these institutions and the challenges of unexpected risks they may face. In order to achieve the objective of the study, panel data time series were used by applying three models: the pooled regression model, fixed effects model and random effects model.

The study reached a set of theoretical and applied conclusions. In its theoretical aspect, the study concluded that the financial structure affects non-systematic risks in the economic institution based on the financing sources used, which requires making well-thought out decisions to shape the financial structure to mitigate those risks and ensure business continuity. The study also yielded in its applied aspect a set of key results, most notably: an inverse relationship between all explanatory variables of the financial structure and financial risks from a liquidity perspective, as well as a positive relationship between the different variables expressing the financial structure and financial risks as measured by the dispersion of financial returns. There were also different positive and negative relationships between the financial structure variables and bankruptcy risks and operational risks for the institutions studied.

Keywords: Financial structure, non-systematic risks, bankruptcy risks, operational risks, financial risks.

قائمة المحتويات

قائمة المحتويات	
	الشكر والعرفان
	الإهداء
	الملخص
I	قائمة المحتويات
V	قائمة الأشكال
VII	قائمة الجداول
IX	قائمة الملاحق
X	قائمة المختصرات
أ/ن	المُقدِّمة العامَّة

الفصل الأوَّل: الإطار النظري للهيكل المالي

2	تمهيد
3	المَبْحَثُ الأوَّل: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي
3	المطلَّب الأوَّل: ماهية الهيكل المالي
7	المطلَّب الثَّانِي: محددات الهيكل المالي
11	المطلَّب الثَّالِث: الهيكل المالي الأمثل
15	المَبْحَثُ الثَّانِي: مكونات الهيكل المالي
15	المطلَّب الأوَّل: أموال الملكية خارجية المصدر
20	المطلَّب الثَّانِي: أموال الملكية داخلية المصدر
24	المطلَّب الثَّالِث: الاستدانة
29	المَبْحَثُ الثَّالِث: اتجاهات الهيكل المالي
29	المطلَّب الأوَّل: سلوك الهيكل المالي وفق دورة حياة المؤسسة
33	المطلَّب الثَّانِي: قرار تشكيل الهيكل المالي
36	المطلَّب الثَّالِث: تقنيات تحديد الهيكل المالي
42	المَبْحَثُ الرَّابِع: تحليل المقاربات النظرية للهيكل المالي
42	المطلَّب الأوَّل: النظرية الكلاسيكية للهيكل المالي
47	المطلَّب الثَّانِي: الهيكل المالي في ظل نظرية ميلر وموديليان (نظرية M&M)
52	المطلَّب الثَّالِث: النظريات الحديثة للهيكل المالي
57	خُلاصة الفصل الأوَّل

الفصل الثاني: المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية

59	تمهيد
60	المبحث الأول: المخاطر في المؤسسة الاقتصادية
60	المطلب الأول: ماهية المخاطر في المؤسسة الاقتصادية
65	المطلب الثاني: أسباب المخاطر في المؤسسة الاقتصادية
71	المطلب الثالث: مدخل للمخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية
75	المبحث الثاني: المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية
75	المطلب الأول: الرفع المالي
79	المطلب الثاني: ماهية المخاطر المالية
88	المطلب الثالث: العلاقة بين الهيكل المالي والمخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية
92	المبحث الثالث: المخاطر التشغيلية في المؤسسة الاقتصادية
92	المطلب الأول: الرفع التشغيلي
96	المطلب الثاني: مفهوم وقياس المخاطر التشغيلية
101	المطلب الثالث: الهيكل المالي والمخاطر التشغيلية في المؤسسة الاقتصادية
106	المبحث الرابع: مخاطر الإفلاس في المؤسسة الاقتصادية
106	المطلب الأول: ماهية مخاطر الإفلاس
110	المطلب الثاني: طرق تقييم مخاطر الإفلاس
119	المطلب الثالث: العلاقة بين الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس في المؤسسة الاقتصادية
126	خلاصة الفصل الثاني

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية

128	تمهيد
129	المبحث الأول: لمحة حول المؤسسات محل الدراسة
129	المطلب الأول: مؤسسات قطاع المحروقات والطاقة والمناجم
137	المطلب الثاني: مؤسسات قطاع الصناعة
145	المطلب الثالث: مؤسسات قطاع الخدمات والصيدلة
152	المبحث الثاني: الإطار العام للدراسة التطبيقية
152	المطلب الأول: متغيرات وأدوات الدراسة
156	المطلب الثاني: دراسة وصفية لمتغيرات الدراسة المستقلة
164	المطلب الثالث: دراسة وصفية لمتغيرات الدراسة التابعة

182	المَبْحَثُ الثَّالِثُ: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية باستخدام نماذج بيانات (Panel)
182	المَطْلَبُ الأوَّلُ: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس
190	المَطْلَبُ الثَّانِي: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على المخاطر التشغيلية
195	المَطْلَبُ الثَّالِثُ: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية
215	خُلَاصَةُ الفُصْلِ الثَّالِثِ
218	الخَاتِمَةُ العَامَّةُ
232	قَائِمَةُ المَرَاجعِ
	قَائِمَةُ المَلاحِقِ

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1	العلاقة بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال	5
2	محددات الهيكل المالي	11
3	أنواع التمويل الذاتي	22
4	استخدامات قدرة التمويل الذاتي	23
5	تحليل سلوك الهيكل المالي حسب دورة حياة المؤسسة	32
6	طريقة تمويل الأصول وفقا للسياسة المثالية	34
7	طريقة تمويل الأصول وفقا للسياسة المحافظة	35
8	طريقة تمويل الأصول وفقا للسياسة الجريئة	36
9	أثر الرافعة المالية على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل صافي الربح	43
10	أثر الرافعة المالية على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل صافي ربح العمليات	45
11	أثر الرافعة المالية على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقا للمدخل التقليدي	46
12	نموذج الفطيرة للهيكل المالي (The pie model)	49
13	تطور تكلفة مصادر التمويل وفق الاقتراح الأول والثاني لنظرية (M&M 1958)	50
14	تطور تكلفة مصادر التمويل وفق الاقتراح الأول والثاني لنظرية (M&M 1958)	51
15	العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة وبين تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس	53
16	الأسباب الخارجية للمخاطر	68
17	الأسباب الداخلية للمخاطر	69
18	المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية	74
19	الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس	122
20	تطور نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات DTA للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات محل الدراسة	158
21	تطور نسبة الديون إلى حقوق الملكية DTR للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات محل الدراسة	160
22	تطور نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول FLC للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات محل الدراسة	162
23	تطور مخاطر الإفلاس RB للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات محل الدراسة	167
24	تطور المخاطر التشغيلية RO للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات محل الدراسة	170
25	تطور نسبة الاستقلالية المالية FI للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات محل الدراسة	172

174	تطور معدل القدرة على السداد CP للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات محل الدراسة	26
176	تطور معدل العائد على رأس المال المستثمر TCR للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات محل الدراسة	27
179	تطور تشتت المردودية المالية CRF للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات محل الدراسة	28
181	تطور نسبة الملاءة المالية NWRC للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات محل الدراسة	29

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
6	الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال	1
65	تصنيف Ernest et Yong للمخاطر	2
84	الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر المالية	3
85	نسب السيولة	4
86	نسب النشاط	5
87	نسب الهيكل المالي	6
95	طرق قياس درجة الرفع التشغيلي	7
100	خطوات تقييم المخاطر التشغيلي من خلال تشتت المردودية الاقتصادية	8
131	مساهمة قطاع المحروقات والطاقة في الاقتصاد الجزائري	9
133	مساهمة قطاع الخدمات والأشغال البترولية في الاقتصاد الجزائري	10
136	مساهمة قطاع المعادن والمناجم في الاقتصاد الجزائري	11
138	مساهمة الصناعات الغذائية في الاقتصاد الجزائري	12
141	مساهمة صناعة مواد البناء والزجاج في الاقتصاد الجزائري	13
143	مساهمة صناعة الكيمياء والمطاط والبلاستيك في الاقتصاد الجزائري	14
149	مساهمة قطاع الخدمات في الاقتصاد الجزائري	15
152	التوزيع مؤسسات الدراسة حسب القطاع الاقتصادي	16
153	متغيرات الدراسة وكيفية تحديدها	17
157	تطور نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات DTA للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)	18
159	تطور نسبة الديون إلى حقوق الملكية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)	19
161	تطور نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)	20
163	تطور نسبة الديون طويلة الأجل لإجمالي الأصول للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)	21
165	تطور مخاطر الإفلاس RB للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)	22
168	تطور المخاطر التشغيلية RO للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)	23
171	تطور نسبة الاستقلالية المالية FI للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)	24
173	تطور معدل القدرة على السداد CP للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)	25
175	تطور معدل العائد على رأس المال المستثمر TCR للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)	26

178	تطور الانحراف المعياري للمردودية المالية CRF للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)	27
180	تطور نسبة الملاءة المالية NWRC للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)	28
184	نتائج اختبارات الاستقرارية (جذر الوحدة) للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة	29
186	نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس	30
187	نتائج اختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس (المفاضلة بين النماذج)	31
191	نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر التشغيلية	32
192	نتائج اختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على المخاطر التشغيلية (المفاضلة بين النماذج)	33
196	نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية المرتبطة بالاستقلالية المالية	34
197	نتائج اختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على الاستقلالية المالية (المفاضلة بين النماذج)	35
201	نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية المرتبطة بالقدرة على السداد	36
202	نتائج اختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على القدرة على السداد (المفاضلة بين النماذج)	37
204	نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية المرتبطة بالعائد على رأس المال المستثمر	38
205	نتائج اختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على القدرة على السداد (المفاضلة بين النماذج)	39
207	نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية مقيمة من خلال تشتت المردودية المالية	40
208	نتائج اختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على تشتت المردودية المالية (المفاضلة بين النماذج)	41
211	نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار panel لأثر الهيكل المالي على مخاطر السيولة	42
212	نتائج اختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على مخاطر السيولة (المفاضلة بين النماذج)	43

قائمة الملاحق

الرقم	عنوان الملحق
1	استقرارية المتغيرات المستقلة للدراسة
2	استقرارية المتغيرات التابعة للدراسة
3	نماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس
4	المفاضلة بين النماذج وفقا لاختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس
5	نماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر التشغيلية
6	المفاضلة بين نماذج انحدار Panel وفقا لاختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على المخاطر التشغيلية
7	نماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور استقلالية مالية
8	المفاضلة بين نماذج انحدار Panel وفقا لاختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور استقلالية مالية
9	نماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور القدرة على السداد
10	المفاضلة بين نماذج انحدار Panel وفقا لاختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور القدرة على السداد
11	نماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور العائد على رأس المال المستثمر
12	المفاضلة بين نماذج انحدار Panel وفقا لاختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور العائد على رأس المال المستثمر
13	نماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور تشتت المردودية المالية
14	المفاضلة بين نماذج انحدار Panel وفقا لاختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور تشتت المردودية المالية
15	نماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور السيولة
16	المفاضلة بين نماذج انحدار Panel وفقا لاختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور السيولة

قائمة المُختصرات

الرمز	البيان
DTA	نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات
DTR	نسبة الديون إلى حقوق الملكية
FLT	نسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل لإجمالي الأصول
FCT	نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول
RB	مخاطر الإفلاس
RO	المخاطر التشغيلية
RF	المخاطر المالية
FI	نسبة الاستقلالية المالية
CP	معدل القدرة على السداد
CRf	تشنت المردودية المالية
TCR	معدل العائد على رأس المال المستثمر
NWCR	نسبة الملاءة المالية
PRM	نموذج الانحدار التجميعي
FEM	نموذج التأثيرات الثابتة
REM	نموذج التأثيرات العشوائية
DW	دارين واتسون
EBIT	الأرباح قبل الفوائد والضرائب

مقدمة عامة

تمهيد

شغلت المؤسسة الاقتصادية حيزا معتبرا في كتابات وأعمال الاقتصاديين بمختلف اتجاهاتهم، لكونها الركيزة الأساسية التي يقوم عليها اقتصاد أي دولة، فالمؤسسة الناجعة هي التي تحافظ على قدرتها الإنتاجية عن طريق تجديد استثماراتها وتحسين أداءها لضمان استمرارها، الأمر الذي يحتم عليها البحث عن مصادر لتمويل احتياجاتها التي تسمح لها بمواجهة وتجنب الوقوع في الأزمات المالية. حيث تعد المخاطر في وقتنا الحالي التحدي الأكبر الذي تواجهه المؤسسات الاقتصادية، فبمجرد مزاولتها لأنشطتها تتعرض لتهديدات لها تأثير على وضعيتها المالية، قد تؤدي في أغلب الحالات إلى حدوث مخاطر تؤثر على ديمومة هذه المؤسسات، بشتى أشكالها وأحجامها واتساع حصصها السوقية، فهي تواجه العديد من المخاطر المرافقة للأنشطة التمويلية ذلك أن زيادة فرص التمويل كثيرا ما تصاحبها زيادة في درجات التعرض للمخاطر، وهو ما انعكس على توجه المؤسسات مع تزايد الاهتمام بشكل واضح بموضوع الهيكل المالي.

ونظرا لكون المؤسسة مركزا للقرار، فهي تقوم بإرساء جملة من القرارات المالية لغرض المفاضلة بينها، حيث تعمل على إحداث نوع من التركيب المالي، هدفه توجيه مختلف الموارد المالية إلى استخدامات ذات مردودية، من خلال الاهتمام بدورة التمويل نظرا لمحدودية الموارد وارتفاع تكلفتها، وارتباط المخاطر بقرارات التمويل ونمط التمويل، أي ترتبط باختيار المؤسسة للمزيج الذي يكون هيكلها المالي، لذلك يعد هيكل التمويل من أهم المواضيع وأكثرهم إثارة في المجال المالي، والذي شغل المفكرين والباحثين لأزيد من خمسين سنة، حيث تسعى كل مؤسسة للحصول على هيكل مالي يناسب مع أهدافها بشكل يسمح لها بتلبية احتياجاتها المالية من أجل تسيير عملياتها وتوسيع أنشطتها من جهة، ويضمن الرفع من ثروتها ومعدل نموها ويجنبها الوقوع في المخاطر والصعوبات المالية التي قد تؤدي إلى إفلاسها من جهة أخرى. فتعتبر من بين الصعوبات التي تواجه المؤسسة هي كيفية صياغة هيكلها المالي، أي مزيج التمويل الذي يخفف تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى، ويقلل من المخاطر، ومن ثم تعظيم ثروة الملاك وتجنب أكبر قدر ممكن من المخاطر خاصة غير النظامية منها.

لا يزال الجدل حول الهيكل المالي قائما، والهدف هو الاستجابة أو العثور على الخيار الأمثل من بين مصادر التمويل الخارجية والداخلية، الاختيار بين الديون وحقوق المساهمة والتمويل الذاتي معقد للغاية بسبب العوامل المتعددة الأبعاد التي يمكن أن تؤثر على القرار النهائي داخل المؤسسات، وبينما قد شرحت عدد من الدراسات التجريبية اختيار رأس المال الثابت، إلا أن موديليان وميلر (1958) كانا الأبوان المؤسسان لهذا السؤال من خلال نظريتهم حول الترابط بين قيمة المؤسسة واختيار الهيكل المالي، على الرغم من أن نظريتهم الآن هي مصدر رئيسي للإلهام، إلا أنها تستند إلى مجموعة من الافتراضات، والتي هي غير واقعية ومتناقضة. وقد أشارت العديد من النظريات المالية إلى العلاقة بين المخاطر غير النظامية وتكوين هياكل التمويل للمؤسسات بصورة غير مباشرة، حيث قامت نظرية التوازن بالتركيز

على تحقيق توازن بين الديون وتقليل المخاطر غير النظامية، وفي المقابل تركز نظرية التمويل الهرمي على الاعتماد على التمويل الداخلي والديون قبل الأسهم، مما يشجع على استخدام مصادر تمويل أقل تكلفة، ومن جهة أخرى ربطت نظرية الوكالة والمعلومات بين المخاطر وتناقض مصالح الإدارة وملاك المؤسسة. بشكل عام توضح هذه النظريات التفاعل المتبادل بين المخاطر غير النظامية واستراتيجيات التمويل واتخاذ القرارات المالية. وتشمل المخاطر غير النظامية مجموعة تهديدات تؤثر على أداء المؤسسة الاقتصادية، مما يمكن أن يتسبب في خسائر مالية، سواء نتيجة لظروف اقتصادية كلية مثل التضخم أو نتيجة لأحداث جزئية ترتبط بالمؤسسة ذاتها، وعليه فالمخاطر غير النظامية تشكل تحديا مهما لأي مؤسسة، ويتطلب التعامل معها تقييما دقيقا وتنفيذ إجراءات تدبير فعالة للحد من تأثيرها، وللحفاظ على استمرارية العمليات وتحقيق الأهداف المرجوة.

اعتمدت الجزائر منذ التسعينيات برنامجاً شاملاً لتحرير اقتصادها وإعادة هيكلته، بهدف الاندماج السريع في الاقتصاد العالمي، حيث تم فتح المجال أمام الاستثمار الخاص على المستوى المحلي والأجنبي في جميع المجالات الاقتصادية. شهد الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية تطوراً مستمراً، خاصة في السنوات الأخيرة بفضل إدراك المتعاملين الاقتصاديين لأهمية هذا القطاع في تعزيز مسار التنمية المحلية وتنشيط القطاعات الأخرى. وتسعى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية مثل غيرها من المؤسسات الأخرى، إلى تحقيق الهيكل المالي الذي يسهم في توفير السيولة وتحقيق اليسر المالي. يهدف ذلك إلى تحقيق أهداف مالية مثل تمويل الاحتياجات الرأسمالية، وضمان تسديد الديون، وتقليل المخاطر. حيث تسعى هذه المؤسسات أيضا إلى مواجهة المخاطر والتحديات البيئية والاقتصادية من خلال استغلال مواردها الداخلية بشكل أمثل، مما يتيح لها تحويل التهديدات المحتملة إلى فرص، وتعزيز قدرتها على المنافسة ودعم أدائها المستقبلي.

تعد الدراسات القياسية أحد الأساليب الرئيسية في تحليل الظواهر الاقتصادية الحديثة، حيث تعتمد على التحليل الكمي باستخدام مجموعة متنوعة من البيانات والمعطيات، التي يتم تجميعها وتحليلها باستخدام النماذج القياسية المناسبة. تُعد برامج مثل Eviews أدوات أساسية في هذه العملية، حيث تمكن من معالجة البيانات بفعالية وتحليلها بدقة. وفي سياق تحليل الهيكل المالي والمخاطر غير النظامية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، يأتي دور الدراسات القياسية لتوضيح العلاقات بين المتغيرات المختلفة. يتم ذلك عن طريق تجميع بيانات ذات صلة، مثل الهيكل المالي للمؤسسات، والعوامل الاقتصادية والمالية المؤثرة عليها، بالإضافة إلى مؤشرات المخاطر غير النظامية التي قد تواجهها. يتم استخدام البرامج الإحصائية المتقدمة Eviews لتحليل هذه البيانات وتحديد العلاقات بينها، وبالتالي فهم أفضل للتأثيرات المالية والمخاطر على أداء المؤسسات باستخدام هذه التقنيات والنماذج التي تتيحها مثل Panel Data يمكن تحليل العوامل التي تؤثر على متغيرات الدراسة، وبناء النماذج الاقتصادية لفهم العلاقات بين هذه العوامل، بشكل عام توفر هذه الدراسات رؤى قيمة للقرارات الاقتصادية والمالية، وتساعد في تحسين إدارة المخاطر وتحقيق الاستدامة المالية للمؤسسات الاقتصادية في السياق الجزائري وغيره.

1. مشكلة الدراسة

انطلاقاً مما سبق تواجه المؤسسات الاقتصادية الجزائرية عدة مشاكل تتمثل في التكيف مع المحيط المالي، وإيجاد التوليفة المناسبة لمصادر التمويل المتاحة، ونظراً لاختلاف وتباين هذه المصادر وعدم تجانسها، يمنح لهذه المؤسسات فرصة التنوع والمفاضلة بينها، بهدف بلوغ وتحقيق التركيبة التمويلية التي توازن بين العائد والمخاطرة، والعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة. حيث تسعى هذه المؤسسات للحصول على الأموال اللازمة لتغطية احتياجاتها بشكل يضمن سير عملياتها، وتوسيع استثماراتها مع مراعاة المخاطر والتكاليف التي قد تتحملها. فعملية اختيار التمويل تستوجب تحديد الخيارات المتاحة والتي يمكن تحديدها في اتجاهين: الاتجاه الأول يتمثل في اقتصاد المديونية وهو الاقتصاد القائم على التمويل البنكي، وذلك من خلال القروض التي تمنحها أين تحتل البنوك دوراً كبيراً في اقتصاديات المديونية، أما الاتجاه الآخر فهو اقتصاد الأسواق المالية من خلال العديد من مصادر التمويل المتاحة في هذا النوع من الاقتصاديات، فعملية اختيار المزيج التمويلي تشكل ما يسمى بالهيكل المالي. بناءً على ما سبق نجد أن المؤسسة من أجل تحقيق أهدافها المسطرة من نمو وتطور تحتاج إلى رؤوس أموال من أجل تمويل مختلف أنشطتها واستثماراتها، مما قد يعرضها إلى جملة من المخاطر غير النظامية، بالإضافة إلى المخاطر البيئية المحيطة والموجودة فيها، وأمام هذا الطرح تنبثق معالم الإشكالية المصاغة في السؤال الرئيسي التالي:

ما هو أثر تركيبة الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية؟

وتنبثق من الإشكالية الرئيسية أعلاه مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية:

✓ هل توجد علاقة أثر وارتباط بين الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس لدى المؤسسات المشمولة في الدراسة خلال

الفترة (2014-2021)؟

✓ هل توجد علاقة أثر وارتباط بين الهيكل المالي والمخاطر التشغيلية لدى المؤسسات المشمولة في الدراسة عند

الفترة (2014-2021)؟

✓ هل توجد علاقة أثر وارتباط بين الهيكل المالي والمخاطر المالية لدى مؤسسات الدراسة في الفترة (2014-2021)؟

2. فرضيات الدراسة

تقضي الإجابة على التساؤلات سابقة الذكر طرح ثلاث فرضيات رئيسية، تختص هذه الفرضيات بالكشف عن

العلاقة وحجم التأثير بين الهيكل المالي والمخاطر غير النظامية، والتي جاءت صياغتها على النحو التالي:

الفرضية 1: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس لدى مؤسسات الدراسة.

وتنجزاً هذه الفرضية إلى أربعة فرضيات فرعية تعالج مكونات الهيكل المالي، وكانت هذا الفرضيات كما يلي:

✓ الفرضية (1-1): يوجد أثر طردي بين الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الديون إلى إجمالي الموجودات ومخاطر الإفلاس لدى مؤسسات الدراسة؛

✓ الفرضية (1-2): يوجد أثر طردي بين الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الديون إلى حقوق الملكية ومخاطر الإفلاس لدى مؤسسات الدراسة؛

✓ الفرضية (1-3): يوجد أثر عكسي بين الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل إلى إجمالي الأصول ومخاطر الإفلاس لدى مؤسسات الدراسة؛

✓ الفرضية (1-4): يوجد أثر طردي بين الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول ومخاطر الإفلاس لدى مؤسسات الدراسة.

الفرضية 2: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الهيكل المالي والمخاطر التشغيلية لدى مؤسسات الدراسة.

وتتجزأ هذه الفرضية إلى أربعة فرضيات فرعية تعالج تركيبة الهيكل المالي، وجاءت صياغتها كالتالي:

✓ الفرضية (2-1): يوجد أثر طردي بين الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الديون إلى إجمالي الموجودات والمخاطر التشغيلية لدى مؤسسات الدراسة؛

✓ الفرضية (2-2): يوجد أثر عكسي بين الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الديون إلى حقوق الملكية والمخاطر التشغيلية لدى مؤسسات الدراسة؛

✓ الفرضية (2-3): يوجد أثر طردي بين الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل إلى إجمالي الأصول والمخاطر التشغيلية لدى مؤسسات الدراسة؛

✓ الفرضية (2-4): يوجد أثر طردي بين الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول والمخاطر التشغيلية لدى مؤسسات الدراسة.

الفرضية 3: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الهيكل المالي والمخاطر المالية لدى مؤسسات الدراسة.

وتنقسم هذه الفرضية إلى خمسة فرضيات فرعية تعالج المخاطر المالية من زوايا مختلفة، وجاءت صياغتها على

النحو التالي:

✓ الفرضية (3-1): يوجد أثر طردي بين مكونات الهيكل المالي والمخاطر المالية من منظور استقلالية مالية لدى مؤسسات الدراسة؛

- ✓ الفرضية (2-3): يوجد أثر طردي بين المتغيرات المفسرة للهيكل المالي والمخاطر المالية من منظور القدرة على السداد لدى مؤسسات الدراسة؛
- ✓ الفرضية (3-3): يوجد أثر عكسي بين المتغيرات المستقلة (الهيكل المالي) والمخاطر المالية من منظور العائد على رأس المال المستثمر لدى مؤسسات الدراسة؛
- ✓ الفرضية (3-4): يوجد أثر طردي بين تشكيلة الهيكل المالي (المتغيرات المستقلة) والمخاطر المالية من منظور تشتت المردودية المالية لدى مؤسسات الدراسة؛
- ✓ الفرضية (3-5): يوجد أثر عكسي بين المتغيرات المستقلة (الهيكل المالي) والمخاطر المالية من منظور سيولة لدى مؤسسات الدراسة.

3. أهمية الدراسة

اكتسبت مسألة تمويل المؤسسات أهمية كبيرة في مختلف الدراسات نظرا للأهمية البالغة لهذا العنصر الحيوي من أجل استمرار المؤسسة، وقدرتها على المنافسة، ومواجهة مختلف تهديدات المحيط الذي أصبح يتسم بمزيد من العدوانية وسرعة الدينامكية، لذلك تصبو المؤسسات دائما إلى ضمان التمويل اللازم من خلال تحديد المزيج التمويلي الذي يسمح لها بتحقيق الأهداف المسطرة وتجنب الوقوع في الأزمات المالية. حيث تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تعظيم قيمتها مما يتطلب منها البحث المستمر عن الموارد الملائمة لتمويل أنشطتها وتغطية احتياجاتها، وفي سياق ذلك تواجه العديد من القرارات من أجل اختيار التوليفة المثلى من المصادر التمويلية المتاحة لتصل إلى الهيكل المالي المستهدف المعبر عنه بأموال الملكية وأموال الدين، وذلك وفق حاجة وقدرة المؤسسة.

وللدراسة أهمية بالغة كونها تعالج إحدى مواضيع الساعة من خلال التركيز على الإجراءات والمجهودات التي تبذلها المؤسسة الاقتصادية من أجل توفير الأموال اللازمة لسد احتياجاتها وتمويل أنشطتها، والعمل على تحديد هيكلها المالي مما قد يعرضها إلى جملة من المخاطر التي قد تعرقل مسارها نحو تحقيق أهدافها واستمرارها في ممارسة نشاطها، حيث تعكس دراستنا المخاطر غير النظامية التي قد تواجه المؤسسة أثناء اختيارها لتوليفة المثلى من مصادر التمويل المتاحة من أجل تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة، مركزين بذلك على أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية من جهة، ومن جهة أخرى تظهر أهمية الدراسة التطبيقية من خلال إجراء دراسة تطبيقية للجانب النظري في أرض الواقع، من خلال نمذجة تحليلية قياسية وإحصائية لأثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة (2014-2021).

4. أسباب اختيار الموضوع

يرجع اختيار موضوع الدراسة إلى جملة من الدوافع أهمها:

- ✓ الاهتمام الشخصي بالمواضيع المالية، خاصة فيما يتعلق بالتمويل، نظرا لأهميته الكبيرة في سياق مالية المؤسسة؛
- ✓ تعاطف الاهتمام بموضوع المخاطر والهيكل المالي، وذلك بعد وقوع حالات من الفشل والانهيار والإفلاس، ناتجة عن ضعف التحكم في المخاطر غير النظامية؛
- ✓ تزايد حجم المخاطر غير النظامية التي تتعرض لها المؤسسات الاقتصادية في ظل انفتاح الأسواق وتسارع وتيرة التحولات الاقتصادية؛

5. أهداف الدراسة

يمكن حصر وتلخيص أهداف الدراسة في النقاط الآتية:

- ✓ تأطير الأسس النظرية لكل من الهيكل المالي والمخاطر غير النظامية؛
- ✓ إلقاء الضوء على الهيكل المالي ومكوناته؛
- ✓ توضيح إطار مفاهيمي للمخاطر غير النظامية؛
- ✓ وصف وتحليل العناصر المفسرة للهيكل المالي والمخاطر غير النظامية في مؤسسات الدراسة؛
- ✓ تحليل وقياس أثر الهيكل المالي على مؤسسات الدراسة خلال الفترة (2014-2021) والمخاطر غير النظامية التي قد تنجم عنه؛
- ✓ التعمق في هذه الدراسة من خلال الجانب التطبيقي، ومقارنة الجانب النظري مع ما هو موجود على المستوي العملي في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية؛
- ✓ تقدير نموذج قياسي يفسر مدى تأثير الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة (2014-2021)؛
- ✓ تفسير طبيعة العلاقة بين تركيبة الهيكل المالي والمخاطر غير النظامية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر للفترة (2014-2021).

6. منهج الدراسة

لضمان تحقيق الموضوع محل الدراسة، اعتمدنا على المنهج الوصفي من خلال وصف الجانب النظري فيما يتعلق بالمفاهيم الأساسية لكل من الهيكل المالي والمخاطر غير النظامية. بالإضافة إلى تحليل متغيرات الدراسة، وذلك من

خلال تحليل أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية لمجموعة من مؤسسات الاقتصادية في الجزائر. وتم الاعتماد أيضا على الأدوات الإحصائية والأساليب الكمية للقياس مع استخدام برمجية Eviews12، وذلك لدراسة وقياس تأثير المتغيرات المرغوبة.

7. الدراسات السابقة

سيتم عرض أهم الدراسات والأبحاث التي ساهمت بطريقة أو بأخرى في إثراء دراستنا:

الدراسات الأجنبية: تمثلت في:

- دراسة Ferina Marimuthu (2019)، أطروحة دكتوراه بعنوان: **Capital structure and financial performance of South African State-Owned Entities**.

شملت هذه الدراسة عينة تتكون من 33 مؤسسة تجارية عمومية خلال الفترة (1995-2017)، واعتمدت فيما يخص مرحلة معالجة البيانات على الاختبارات الإحصائية الكمية الخاصة بحزم البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data). وقد كشفت نتائجها أن المؤسسات العمومية جنوب إفريقيا تتبع نظرية المفاضلة في تحديدها للهيكل المالي المستهدف، حيث بلغت سرعة تعديل الهيكل المالي نحو الهيكل المالي المستهدف 21.5% سنويا، وهي حسب نظر الباحث نسبة أبطئ بالنسبة للاقتصادات النامية. وفي نفس السياق كشفت نتائج الدراسة أيضا على أن المؤسسات التجارية العمومية تستغرق ما يقارب الخمسة سنوات لإغلاق ثلثي الفجوة بين الهيكل المالي الفعلي والهيكل المالي المستهدف. كما أظهرت نتائج الدراسة عن علاقة عكسية بين الرافعة المالية والأداء المالي، وكان ذلك متماشيا مع الأدبيات التي كشفت عن مستويات ديون مرتفعة بشكل مفرط وأداء ضعيف للعديد من المؤسسات التابعة للدولة، ووجدت الدراسة أن الضمانات الحكومية لها تأثير سلبي على أداء هذه المؤسسات، مما يشير إلى أنه ينبغي على الحكومة مراجعة مساعدتها المالية لهذه الكيانات وتنفيذ سياسات أكثر صرامة. علاوة على ذلك تم تأسيس علاقة سلبية بين تعويض المسؤولين التنفيذيين والأداء المالي، وتوفر هذه النتائج دعما تجريبيا للتصورات العامة بأن تعويض المسؤولين التنفيذيين مفرط وغير مبرر عند قياسه مقابل أداء المؤسسات العمومية.

- دراسة Elena Alexandra Nenu, Georgeta Vintila and Stefan Cristian Gherghina (2018)، مقال بعنوان: **The Impact of Capital Structure on Risk and Firm Performance: Empirical Evidence**

.for the Bucharest Stock Exchange Listed Companies

تقوم هذه الدراسة بتحليل تطور النظريات الرئيسية المتعلقة بالهيكل الرأسمالي وتأثيرها المرتبط بالمخاطر وأداء المؤسسات، حيث تظهر الهيكل الرأسمالي كعملية ديناميكية تتغير مع مرور الوقت، اعتمادا على المتغيرات التي تؤثر في التطور العام للاقتصاد، سواء في قطاع معين أو مؤسسة محددة. قد يتغير الهيكل الرأسمالي أيضا اعتمادا على توقعات المؤسسة لربحيتها المتوقعة، حيث يمثل الهيكل الرأسمالي في الواقع تفاوضا بين المخاطرة والعائد. تسهم هذه الدراسة في الأدب العلمي من خلال استقصاء عوامل الحركة لهيكل الرأسمالي للمؤسسات في سوق رومانية. وقد تم تطبيق تحليلات

الانحدارات ذات التأثيرات الثابتة متعددة المتغيرات، بالإضافة إلى تقديرات dynamic panel-data، وتشمل الدراسة المؤسسات المدرجة في بورصة بوخارست (Bucharest Stock Exchange) خلال الفترة (2000-2016)، حيث شهدت دورة زمنية المختارة تغيرات كبيرة في اقتصاد رومانيا. وتوصلت الدراسة إلى كون الرافعة المالية مرتبطة بشكل إيجابي بحجم المؤسسة وتقلب سعر السهم، من ناحية أخرى فإن هيكل الدين له تأثير مختلف على أداء المؤسسات، سواء كان ذلك محسوبا على المقاييس المحاسبية أو يُنظر إليه على أنه تطور في أسعار حصة السوق.

-دراسة Salah Eddine Kartobi (2013)، أطروحة دكتوراه بعنوان: **Déterminants de la structure financière et réactions du marché boursier aux décisions de financement - cas des sociétés cotée à la bourse des valeurs de Casablanca**.

تستند هذه الدراسة إلى النظريات الرئيسية لتمويل المؤسسات وتأخذ في الاعتبار السياق الذي يحدد قرارات التمويل، تُخدم هذه الدراسة غرضين: من جهة فهم محددات الهيكل المالي للمؤسسات المغربية، ومن ناحية أخرى تقييم تأثير قرارات التمويل لهذه المؤسسات على أسعار الأسهم في بورصة القيم بالمغرب. كخطوة أولى قام الباحث بالتحقق من خلال دراسة اقتصادية من قدرة المحددات التقليدية للديون على شرح الهيكل المالي للمؤسسات المغربية خلال الأوقات العادية، وأوقات الأزمات المالية. كخطوة ثانية قام باختبار نظرية الاتفاقيات التي تفترض وجود أوضاع تمويلية. شملت الدراسة سلسلة من المؤسسات غير المالية المدرجة في بورصة الدار البيضاء وعلى 16 إعلانا بشأن زيادة رأس المال وتمويل السندات. تظهر النتائج أن عددا قليلا فقط من المتغيرات المستمدة في الأصل من النظرية المالية، تلعب دورا أساسيا في سياسة التمويل للمؤسسات المغربية، وبالتالي ومع مراعاة حجم المؤسسة وتأثير الأزمة المالية يتغير تأثير هذه المتغيرات من قسم إلى آخر وأيضا من فترة إلى أخرى. علاوة على ذلك تظهر النتائج النهائية أن الهيكل المالي يتبلور كنظام تمويلي يتأثر بطبيعة الاحتياجات المالية، وهكذا في الأوقات العادية يعتبر الاستقلال هو النظام الذي يلتزم به معظم المؤسسات في العينة، بينما يُمثل نظام السحب الزائد أفضل تمثيلا في الركود. توحي نتائج الدراسة بأن سوق الأسهم المغربي لا يستجيب لإعلانات زيادة رأس المال ولا لإعلانات السندات، وتشير الدراسة إلى أن المعلومات المنقولة من قرارات التمويل ليست ذات قيمة للمستثمرين المغاربة.

- دراسة Johan Blac (2010)، مقال تحت عنوان: **Financial Risk Identification Bsed On The Balance Sheet Information**.

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور الميزانية في تحديد المخاطر المالية، ولقد اعتمدت الباحثة على المنهج الوصفي ومنهج دراسة الحالة على 100 مؤسسة كبيرة بولونية لفترة (2000-2009)، ولقد تم تقسيم العمل إلى ثلاثة محاور، حيث تناول المحور الأول مفهوم المخاطر المالية، أما المحور الثاني فتناول مؤشرات قياس المخاطر المالية التالية: مخطر اختلال التوازن المالي، مخطر اللاسيولة ومخطر الإفلاس، أما المحور الثالث تتمثل في دراسة الحالة لـ 100 مؤسسة كبيرة بولونية خلال الفترة (2000-2009). ومن أهم النتائج التي توصلت إليها أهمية المعلومات المتاحة في الميزانية في

الكشف عن المخاطر المالية للمؤسسات، فبالرغم من اعتبار الميزانية ككشف ساكن إلا أنه يمكن من خلالها حساب عدة مؤشرات من أجل الحكم على مخطر اختلال التوازن المالي، مخطر اللاسيولة ومخطر الإفلاس، والتي من شأنها أيضا أن تساهم في عملية التنبؤ بهذه المخاطر.

- دراسة Franco Modigliani and Merton Miller (1958)، مقال تحت عنوان: **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**.

تناولت دراسة أثر الهيكل رأس المال على قيمة المؤسسة وأكدت على عدم وجود تأثير للهيكل المالي على المردودية في غياب الضرائب، فقيمة المؤسسة لا يمكن أن تتأثر بتعديل نسبة الدين إلى رأس المال، حيث أجريت المقارنة بين مؤسستين متماثلتين باستثناء هيكلهما المالي، حيث اعتمدت إحدهما على الاستدانة بينما تجاهلت الأخرى الاستدانة. وبالرغم من الاختلاف في هيكلهما المالية، إلا أنهما كانتا لهما نفس القيمة السوقية، مما يدل على أن الهيكل المالي لا يؤثر على القيمة السوقية في ظل غياب الضرائب. وتم تبير النظرية باستخدام مفهوم المراجعة (التحكيم). فمثلا في سوق رأس المال المثالي: كلا المؤسستين متطابقتين في جميع الجوانب باستثناء، أحدهما يستخدم الدين في هيكله المالي بينما الآخر لا يفعل. يمكن للمستثمرين في المؤسسة التي تمتلك قيمة عملية أعلى بيع حصتهم وشراء حصة في المؤسسة التي قيمتها أقل. سيتمكنون من كسب نفس العائد بنفقة رأس مال أقل وبالتالي، يتناقص المخاطرة المتصورة. نتيجة للتحكيم، ستكون هناك بيع زائد لحصة المؤسسة ذات القيمة الأعلى مما يؤدي إلى انخفاض سعرها، بينما بالنسبة للمؤسسة ذات القيمة الأقل، سيزيد الطلب مما يرفع سعر حصتها. هذا يصحح التشوه في السوق، الناجم عن كمية المخاطرة غير المتساوية، وفي النهاية ستتساوى قيمة كلتا المؤسستين. وتوصلا الباحثان الى أن قيم المؤسستين يجب أن تكونا متساويتين. لا يوجد ميزة أو عيب في استخدام الديون في هيكل رأس المال للمؤسسة. ورغم أهمية هذه الدراسة كنقطة انطلاق للبحوث اللاحقة، إلا أنها تعرضت لانتقادات بسبب عدم واقعية الفرضيات التي استندت إليها، خاصة فيما يتعلق بالفرضية الخاصة بغياب الضرائب التي قد لا تتناسب مع الواقع الاقتصادي في كثير من الحالات.

الدراسات العربية: تمثلت في:

- دراسة بقباقي مسعودة (2021)، أطروحة دكتوراه بعنوان: **أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الجزائرية - دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**.

هدفت الدراسة إلى تحليل سلوك الهيكل المالي ودراسة انعكاساته على الأداء المالي بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية في الجزائر خلال الفترة (2013-2017)، وشملت الدراسة 147 مؤسسة صغيرة ومتوسطة موزعة على ثلاثة قطاعات هي: الصناعة التحويلية، الخدمات والقطاع الزراعي، وذلك بالاعتماد على أحد طرق التحليل الإحصائي متعدد الأبعاد، وهي طريقة التحليل بالمركبات الأساسية، بالإضافة إلى أسلوب تحليل الانحدار المتعدد التدريجي، حيث تم قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر المردودية المالية. وقد خلصت الدراسة إلى وجود أثر للهيكل المالي على الأداء المالي

بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية في الجزائر، وهذا على مستوى جميع القطاعات المدرجة في الدراسة، كما كشفت طريقة الانحدار المتعدد التدريجي إلى وجود أثر موجب للهيكل المالي على الأداء المالي بالمؤسسات قيد الدراسة.

- دراسة فاطمة محمد العسيري (2020)، مقال بعنوان: **أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية: دراسة تطبيقية.**

هدفت الدراسة إلى التعرف على تأثير الهيكل التمويلي على عائد الحصة السوقية في المؤسسات السعودية، حيث تكونت عينة الدراسة من (75) مؤسسة مساهمة في سوق الأسهم السعودية في خمسة قطاعات إنتاجية من خلال التركيز على القطاعات المتعثرة. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن الديون قصيرة الأجل (الالتزامات) لها تأثير سلبي على العائد على الحصة السوقية، وأن الدين طويل الأجل (الخصوم) ليس له أي تأثير على العائد على الحصة السوقية، وللملكية تأثير سلبي على العائد على الحصة السوقية.

- دراسة عبد الرزاق مريخي (2020)، أطروحة دكتوراه بعنوان: **الإنذار بالفشل المالي للمؤسسات الاقتصادية بتطبيق مقارنة الشبكات العصبية الاصطناعية- حالة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.**

قامت الدراسة إلى تسليط الضوء على موضوع فشل المؤسسات الاقتصادية وتبيان دور المؤشرات المالية، وأهمية طريقة الشبكات العصبية الاصطناعية في تصميم نماذج التنبؤ بالفشل المالي. وبالتطبيق على عينة مكونة من (30) مؤسسة اقتصادية جزائرية ملائمة لأهداف الدراسة خلال الفترة (2014-2016)، ومن أجل إبراز أهمية طريقة الشبكات العصبية الاصطناعية في التنبؤ بالفشل المالي من خلال مقارنتها بطريقتي التحليل التمييزي والانحدار اللوجستي. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن النسب الأكثر تميزا تختلف من طريقة إلى أخرى حسب الطرق المعتمدة في اختيار المتغيرات في كل طريقة، كما خلصت إلى أفضلية طريقة الشبكات العصبية الاصطناعية (ANN) عن طريقتي التحليل التمييزي (MDA) والانحدار اللوجستي (LR) من حيث المرونة في التعامل مع البيانات، وكذلك من حيث دقة التصنيف، فقد حققت ANN نسبة تصنيف صحيح كلي قدره 185,7% سنة قبل الفشل، في حين حققت طريقتي MDA وLR نسبة 83.3%. أما سنتين قبل الفشل فقد حققت طريقة ANN نسبة تصنيف صحيح كلي قدرها 95.7%، في حين حققت طريقتي LR وMDA نسبي 86.7% و76,7% على التوالي.

- دراسة خليفة الحاج (2018)، أطروحة دكتوراه تحت عنوان: **التحليل المالي أداة تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية والتنبؤ بالمخاطر باستخدام الأساليب الإحصائية: دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية (2009-2014).**

عملت الدراسة على تبيان إمكانية استخدام الأساليب الإحصائية الحديثة المتمثلة في: التحليل التمييزي الخطي المتعدد المتغيرات والتحليل اللوجستي في تطوير استخدام التحليل المالي بطريقة النسب لتقييم أداء المؤسسات والتنبؤ بالمخاطر. وقد ركزت الدراسة على بناء نموذجين في شكل دالة تمييزية ودالة لوجستية مكونة من نسب مالية على عينة

متكونة من 52 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2014. وخلصت الدراسة إلى انتقاء أربع نسب مدرجة في الدالة التمييزية تبين أن لها قدرة كبيرة في التمييز بين المؤسسات الفاشلة والمؤسسات السليمة وتمثلت في: هيكل التمويل، دوران الأصول، الاستدانة قصيرة الأجل ومؤشر الحجم بدقة تنبؤية تصل إلى 76%. أما بالنسبة للدالة اللوجستية فقد تم استخلاص خمس نسب مالية تمثلت في: هيكل التمويل، المردودية الاقتصادية، الاستدانة قصيرة الأجل، ومؤشر الحجم، حيث ثبت أن لها قدرة التنبؤ بالمخاطر المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبلغت نسبة الدقة التنبؤية لهذا النموذج 90%. كما تظهر الدراسة أن النموذجين يشتركان في تركيبتهما في ثلاث متغيرات تفسيرية مما يدل على تأثيرهما ومساهمتهما في التمييز والتنبؤ بالمخاطر المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- دراسة أسامة عزمي سلامة (2007)، مقال بعنوان: **أثر تركيبة الهيكل الرأسمالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان على المخاطر النظامية لأسهمها.**

هدفت الدراسة إلى بيان أثر تركيبة الهيكل الرأسمالي للشركات على لمخاطر النظامية لأسهمها، وذلك بتطبيقها على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1996-2003)، وذلك باستخدام معدل المديونية كممثل لتركيبته الهيكل الرأسمالي، ومعامل بيتا كممثل لمخاطر الأسهم النظامية. وتوصلت الدراسة أن هناك تأثيراً ذا دلالة إحصائية لتركيبته الهيكل الرأسمالي على مخاطر الأسهم النظامية، وأن هذا التأثير يزداد بزيادة معدل المديونية.

- دراسة حوري زينب (2006)، أطروحة دكتوراه بعنوان: **تحليل وتقدير الخطر المالي في المؤسسات الصناعية دراسة تطبيقية باستخدام التحليل التمييزي (2000-2002).**

تتمحور الدراسة حول تقدير الخطر المالي في المؤسسات الصناعية، من خلال استطلاع الخطر المالي وتحليله وتقييمه، بهدف كشف أسباب حدوثه والمساعدة في اتخاذ القرارات الصائبة. تضمنت الدراسة عينة من 15 مؤسسة جزائرية في قطاع الصناعة الميكانيكية خلال الفترة من 2000 إلى 2002، حيث قامت الباحثة باستخدام أسلوب التحليل التمييزي لإنشاء نموذج رياضي يمكن استخدامه للتمييز بين المؤسسات في هذا القطاع، حيث ركزت الدراسة على 08 مؤسسات ناجحة و07 مؤسسات فاشلة. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن الخطر المالي يبدأ ويتطور من العسر المالي الفني إلى العسر المالي الحقيقي، وصولاً إلى حالة الإفلاس ما لم تعدل وضعية المؤسسة في الوقت المناسب، بالإضافة إلى اعتبار أسلوب التحليل التمييزي كأداة للإنذار المبكر عن الصعوبات المالية التي يحتمل أن تتعرض لها مؤسسات الأعمال، حيث تساهم هذه النماذج في تحقيق نوع من الرقابة، التي تكشف الأخطاء والأخطار قبل وقوعها.

التعقيب على الدراسات السابقة: عند مراجعة الدراسات السابقة، نجد أن أغلبها حاولت التركيز على تحديد الهيكل المالي والمخاطر، ومحاوله ربطها مع ظواهر أخرى مثل قيمة المؤسسة والأداء المالي، كما وجدنا أن هناك قدر كبير من الاختلاف في الأدبيات المتعلقة بمفهوم الهيكل المالي، وخاصة فيما يتعلق بتحديد متغيراته لكونه مفهوم له أبعاد متعددة وغير محددة بوضوح، وهذا ما يظهر من خلال تعدد جوانب الدراسات. وكشفت الدراسات عن العديد من

الصعوبات والاختلالات في النتائج ذلك لأن وجهات النظر بالنسبة للباحثين تختلف حسب البيئة التي تمت فيها الدراسة، وكذا العينة التي تمت عليها والقطاع الذي تنتمي له. وعلى الرغم من أن الأبحاث قد أضاعت أهمية كل من المفهومين في الممارسة الفعلية بشكل مستقل، فلم يتم فحص أي دراسة تحاول فهم العلاقة بين هيكل المالي والمخاطر غير النظامية، وعليه ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة هو تناولها للعلاقة بين هيكل المالي والمخاطر غير النظامية في القطاع الاقتصادي الجزائري. علاوة على ذلك تجريبيا لا يمكن اعتبار الدراسات حاسمة لأنه هنالك تفاوت في بعض النتائج حول مكونات الهيكل المالي والمخاطر غير النظامية ودرجة تأثيرها، وعلى أساس ذلك ركزت دراستنا على بناء متغيرات وأبعاد خاصة بالهيكل المالي والمخاطر تتماشى مع خصائص ووظائف ومحيط المؤسسات محل الدراسة. وفي هذا الصدد عملنا من خلال دراستنا الإلمام بكافة متغيرات ومكونات الهيكل المالي والمخاطر غير النظامية التي يمكن للمؤسسة أن تعتمد عليها في مراقبة أدائها، وهو ما أفرز عن 04 متغيرات رئيسية مستقلة و 07 متغيرات تابعة.

عموما نجد أن دراستنا قد تتفق مع تلك الدراسات في نقاط معينة كما قد تختلف معها في نقاط أخرى نتيجة لاختلاف الزمان والمكان التي تمت فيه، ووجهات النظر أو الزاوية التي ستم من خلالها معالجة الموضوع. إذ نلاحظ أنه بالرغم من تعدد الدراسات السابقة إلا أن القليل منها فقط حاول الجمع بين موضوع الهيكل المالي وموضوع المخاطر غير النظامية، وهو ما سنحاول تحقيقه من خلال دراستنا هذه. بالإضافة ما ميز دراستنا عن الدراسات السابقة أنها ملمة وشاملة لمختلف جوانب موضوع الدراسة، وحديثة من حيث الإحصائيات والنتائج المتوصل إليها خلال الفترة (2014-2021).

8. صعوبات الدراسة

تعددت الصعوبات التي واجهت الباحثة في مرحلة إعداد الدراسة، وتمثلت أساس في:

- ✓ نقص المراجع الخاصة بالمخاطر النظامية في المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى نقص الدراسات التي تم جمعها بموضوع الدراسة مما مثل تحديا كبيرا؛
- ✓ صعوبة إيجاد العلاقة بين الهيكل المالي والمخاطر غير النظامية من الجانب النظري؛
- ✓ جمع وترتيب البيانات المالية المتعلقة بموضوع الدراسة يُعتبر مرحلة طويلة وصعبة، حيث يتطلب ذلك جهدا كبيرا ووقتا مُعتبراً، ورغم الزيارات الميدانية التي قامت بها الباحثة إلى مختلف الجهات، إلا أنه لم تتمكن من الحصول على جميع البيانات اللازمة بنجاح، خاصة البيانات المتعلقة بالمؤسسات الاقتصادية، هذا الأمر أدى إلى تعقيد بداية مرحلة جمع البيانات المالية، مما استدعى اللجوء إلى طرق أخرى للحصول على المعلومات المالية الضرورية لاستكمال الدراسة.

9. هيكل الدراسة

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة والوصول إلى هدف الدراسة، وللإمام بالدراسة وجوانبها المختلفة، ارتأينا تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول، وقد انطلقت الدراسة من مقدمة وانتهت بخاتمة، وتمثل فصول الدراسة فيما يلي:

- الفصل الأول والذي يحمل عنوان **الإطار النظري للهيكل المالي**، تضمن في المبحث الأول مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي، أما المبحث الثاني فتم تخصيصه لعرض اتجاهات الهيكل المالي، المبحث الثالث تطرق إلى مكونات الهيكل المالي، ليكون المبحث الرابع من هذا الفصل بعنوان النظريات المفسرة للهيكل المالي.

- الفصل الثاني والذي جاء بعنوان **المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية**، وتناولنا في مبحث الأول المخاطر في المؤسسة الاقتصادية، لنستعرض في المبحث الثاني المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية، وتطرقنا في المبحث الثالث المخاطر التشغيلية في المؤسسة الاقتصادية، وفي الأخير تناولنا في المبحث الرابع مخاطر الإفلاس في المؤسسة الاقتصادية.

- الفصل الثالث تحت عنوان **أثر الهيكل المالي على المخاطر غير نظامية في المؤسسة الاقتصادية**، والذي تم التقسيم إلى ثلاث مباحث كما يلي: للمبحث الأول أخذ عنوان لمحّة حول المؤسسات محل الدراسة ، أما المبحث الثاني فجاء تحت مسمى الإطار العام للدراسة التطبيقية، بينما المبحث الثالث فتم تخصيصه للدراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية باستخدام نماذج بيانات (Panel).

الفصل الأول

الإطار النظري للهيكل المالي

تمهيد:

تعدُّ مسألة التمويل من بين الاهتمامات المشتركة لمعظم المؤسسات الاقتصادية، سواء كانت عامة أو خاصة، سواء كانت صغيرة أو كبيرة. هذه المؤسسات تواجه تحديات متفاوتة فيما يتعلق بالتمويل، وذلك بسبب تعدد وتنوع المصادر التمويلية المتاحة. فقد تختلف هذه المصادر من حيث الكمية والتوفر، ويمكن أن تكون بعضها أكثر ندرة من الآخر، بالإضافة إلى تكلفة الحصول عليها.

حيث تسعى المؤسسات الاقتصادية للحصول على موارد مالية لتمويل عملياتها، وهذا يستدعي اختيار مزيج مناسب من خيارات التمويل التي تشمل التمويل الذاتي والتمويل الخارجي (الاقتراض) بمختلف أنواعه، تتسم المؤسسات الناجحة بقدرتها على اختيار التمويل بطريقة أمثل تساعد على تحقيق أهدافها بأقل تكلفة. الاهتمام بالهيكل المالي يضمن للمؤسسة تعظيم قيمتها السوقية.

إن اختيار تشكيلة الهيكل المالي هو موضوع مثير للجدل بين المفكرين في مجال الإدارة المالية، هذا الاهتمام الكبير أدى إلى ظهور العديد من النظريات التي تتناول الهيكل المالي للمؤسسات، ومن بين هذه النظريات نجد التي تؤكد وجود فكرة هيكل مالي أمثل، في حين تنفي بعض النظريات وجود هذه الفكرة تماما.

ومن خلال هذا الفصل نتناول جانب من جوانب الموضوع المتعلق بالهيكل المالي، يتم التركيز في هذا الفصل على شرح المفاهيم المرتبطة بالهيكل المالي، بدءا من تعريفه وتحديد مكوناته واتجاهاته وصولا إلى النظريات التي تفسره، حيث قسمنا هذا الفصل إلى أربعة مباحث الآتية:

- ✓ المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي؛
- ✓ المبحث الثاني: اتجاهات الهيكل المالي؛
- ✓ المبحث الثالث: مكونات الهيكل المالي؛
- ✓ المبحث الرابع: النظريات المفسرة للهيكل المالي.

المبحث الأول

مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي

الهيكل المالي مجموعة المصادر التمويلية التي تستخدمها المؤسسة لتمويل أنشطتها واحتياجاتها المالي خلال مختلف مراحل حياتها، ويتكون الهيكل المالي من عدة مكونات ويتأثر بعوامل متعددة، ويتم تشكيله بناء على قرارات إدارة المؤسسة وظروفها الحالية والمستقبلية، وتتناول هذا المبحث من خلال المطالب الآتية:

✓ **المطلب الأول:** ماهية الهيكل المالي؛

✓ **المطلب الثاني:** محددات الهيكل المالي؛

✓ **المطلب الثالث:** الهيكل المالي الأمثل.

المطلب الأول: الهيكل المالي

تتميز التعاريف المتعلقة بالهيكل المالي بالتنوع والاختلاف وفقا لوجهات نظر الباحثين والمتخصصين في مجالات مختلفة مثل الاقتصاد والمحاسبة، تتأثر هذه التعاريف أيضا بالسياق الذي يتم فيه دراسة الموضوع، سنقوم بتقديم بعض التعاريف لفهم الهيكل المالي، وسنركز على جانبين رئيسيين: الهيكل المالي وهيكل رأس المال.

الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي

الهيكل المالي هو " تلك التوليفة من الأموال الخاصة والقروض التي تستعملها المؤسسة في تمويل استثماراتها" (Depallens & Jobard, 1997, p. 811). حسب هذا التعريف ربط مفهوم الهيكل المالي بالقرار المالي وعلى أساسه تحدد المؤسسة التكوين المناسب لتمويل أنشطتها الاستثمارية.

فالهيكل المالي هو "مجموعة الموارد التي تمول المؤسسة سواء كانت أموال خاصة، ديون طويلة الأجل، ديون قصيرة الأجل، موارد تشغيلية" (Bierman, 2003, p. 1). في هذا الإطار الهيكل المالي ما هو إلا مجموعة مصادر التمويل المتاحة لدعم دورة حياة المؤسسة.

استنادا إلى ما سبق الهيكل المالي هو تلك التوليفة المختلفة من الأموال الخاصة والقروض بأجلها المختلفة التي تستخدمها المؤسسة في تمويل استثماراتها. هذا يعني أن الهيكل المالي يعكس كيفية حصول المؤسسة على التمويل اللازم لتنفيذ مشروعاتها واستثماراتها.

كما يعرف الهيكل المالي بأنه "هيكل مصادر التمويل أو ذلك الجزء الخاص من الأموال الخاصة والاستدانة المالية والمتمثلة في الموارد الدائمة" (Delahaye & Delahaye, 2009, p. 121). فهو "هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف المركز المالي" (عدنان تابه النعيمي & التميمي, 2009, p. 343). أي "الطريقة التي تم بها تمويل أصول المؤسسة، ويوجد الهيكل المالي في الجهة اليسرى من الميزانية" (ويستون & بريجهام, 2003, p. 229).

التعاريف السابقة تركز بشكل كبير على الجانب المحاسبي، حيث تركز على أن الأموال تتمركز في الجانب الأيسر، فالهيكل المالي يتمثل في الأموال الخاصة والاستدانة.

ومن زاوية أخرى "الهيكل المالي يعكس حجم الالتزامات المالية اتجاه الجهات التي قامت بتوفير الموارد المالية التي كانت المؤسسة بحاجة لها، كما تتأثر بنيته أو تركيبته (ديون و/أو أسهم) بالسياسة الضريبية المطبقة وهو ينقل معلومات حول توقعات المؤسسة للمقرضين وحملة الأسهم الحاليين والمحتملين" (Stiglitz, 1988, p. 124). أي هو "المزيج المناسب من الأموال التي يتم الحصول عليها بغية تلبية الاحتياجات التمويلية لأصول (الأصول الثابتة والأصول المتداولة) المؤسسة" (غنيم, 2008, p. 129). وفقا لما سبق يشير الهيكل المالي إلى كيفية تمويل احتياجات المؤسسة المالية باستخدام مزيج من المصادر المتاحة، ويُعتبر هذا المزيج كمرآة عاكسة لواقع المؤسسة والتزاماتها اتجاه الغير. ويعرف أيضا الهيكل المالي بأنه الهيكل الذي يوضح جميع طرق التمويل التي تستخدمها تمويل إجمالي أصولها أو استثماراتها، مما يعني أن الهيكل المالي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل، سواء كانت ملكية أو اقتراض، ومن مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل (Yasir & Hussain, 2020, p. 1998)، أي فهو يشير إلى المكونات التالية: ديون طويلة الأجل، ديون قصيرة الأجل وحقوق الملكية (Opoku-Asante et al., 2022, p. 237). يحدد هاذين التعريفين مصادر تمويل المتاحة أمام المؤسسة على إختلاف أنواعها وأجال استحقاقها، حيث يتألف الهيكل المالي عادة من مجموعة متنوعة من مصادر التمويل، سواء كانت أموال خاصة من المساهمين أو أموال مستدانة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى. وهذا يشمل أيضا الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل.

وتماشيا مع ما تم ذكره يمكن القول إن الهيكل المالي للمؤسسة ما هو إلا مزيج أو تشكيلة من الأموال التي تستخدمها المؤسسة في تمويل استثماراتها، وموجوداتها على إختلاف وتنوع مصادر الحصول عليها سواء كانت داخلية أو خارجية. كما أشير للهيكل المالي بأنه "الهيكل الذي يخفض تكلفة الأموال التي تحصل عليها المؤسسة إلى حدها الأدنى، كما يمكن أن يؤثر الهيكل المالي علي نوع وحجم الاستثمارات في المؤسسة" (القصاص, 2010, p. 128). يظهر الشطر الأول من التعريف السابق أحد تقنيات تحديد الهيكل المالي للمؤسسة، حيث يُعتبر الهيكل ذو التكلفة المنخفضة المناسب للمؤسسة. أما الشطر الثاني فيشير إلى قدرة المؤسسة على توفير مصادر تمويلية مناسبة تساعد في اغتنام الفرص الاستثمارية، ويعتمد ذلك على مرونة هيكلها المالي.

وفضلا على ذلك عرف الهيكل المالي بأنه "مزيج أموال الملكية وأموال الاقتراض التي تستخدمها المؤسسة في تمويل استثماراتها. وناقلة القول أن مصطلح الهيكل المالي يحدد الطريقة التي تم بها تمويل أصول المؤسسة، فهيكل التمويل إذن هو تركيبة المصادر التي تم ويتم بموجبها تمويل الاصول والتي يمكن تقسيمها بصورة عامة إلى تمويل طويل الأجل وقصير الأجل وكذلك تمويل دائن وتمويل ملكية. ونجد أن الهيكل المالي يمكن أن يؤثر في حجم الإيرادات المحققة وفي توزيعات حملة الأسهم العادية وكذلك في درجة الخطورة المرتبطة بهذه الإيرادات وبالتالي يؤثر في قيمة المؤسسة" (العلي, 2010, pp. 180, 188). من خلال هذا تعريف نستنتج أن المؤسسة تقوم باختيار هيكلها المالي بناء على مجموعة من القرارات، مثل قرارات البحث عن مصادر التمويل المناسبة وتحقيق أقصى قيمة للمؤسسة والإيرادات بما يتوافق مع الإمكانيات المتاحة.

وتأسيسا لما سبق يؤدي الهيكل المالي دورا مهما في تحديد الاستراتيجيات المالية والاستثمارية للمؤسسة، حيث يمكن أن يؤثر على الاستثمارات المستقبلية وقدرة المؤسسة على النمو والتوسع. فهو يعكس قدرة المؤسسة على توفير مصادر التمويل المناسبة لتلبية احتياجاتها التمويلية، فالهيكل المالي الملائم يمكن أن يساعد المؤسسة في تحقيق توازن بين تكلفة التمويل والمخاطر، وبالتالي يؤثر على قيمة المؤسسة وأدائها المالي.

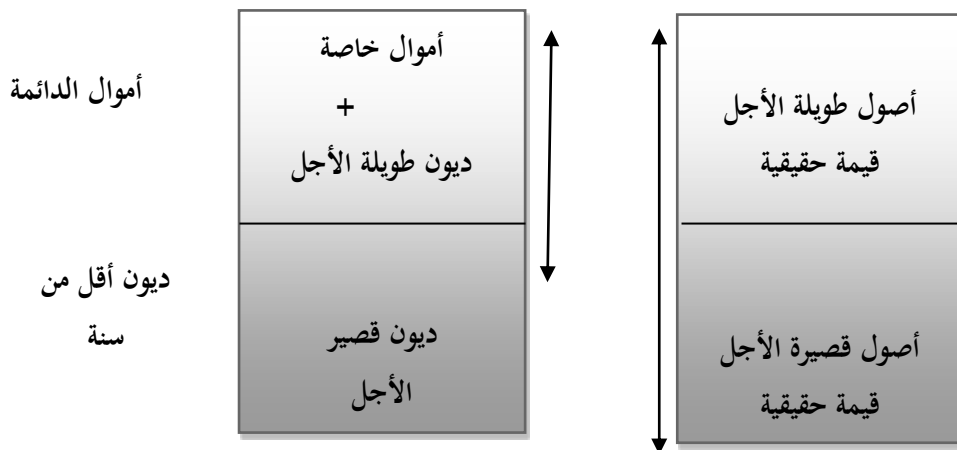
وعليه فالهيكل المالي ما هو إلا مجموعة متنوعة من التمويل المصادر (قصيرة وطويلة الأجل) وحق الملكية، التي تساهم بشكل كبير في تعزيز البقاء على قيد الحياة والنمو من خلال الاستغلال الأمثل للاستثمار فرص (Alabassi, AL-Yahya, & Naser, 2022, p. 36). وينطوي التعريف السابق أن الهيكل المالي أحد أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة لضمان بقائها والمحافظة على مركزها التنافسي، من خلال توفير المصادر المناسبة لاقتناص الفرض الاستثمارية، فالهيكل المالي هنا يلائم المؤسسة خلال مختلف دورة حياتها.

بشكل عام يُعد الهيكل المالي أحد العناصر الحيوية في استراتيجية المؤسسة المالية، حيث يساهم في تحقيق الاستفادة والنجاح الطويل الأجل للمؤسسة. يجب على المؤسسات اتخاذ قرارات مالية حكيمة لتحقيق التوازن المثلى بين مصادر التمويل والاحتياجات التمويلية لدعم نموها وتحقيق أهدافها الاستراتيجية.

الفرع الثاني: هيكل رأس المال

لا بد أن نفرق بين المرتبط بمصطلحين الأول الهيكل المالي، والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني هيكل رأس المال والذي يقصد به التمويل الدائم للمؤسسة، والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية واستبعاد الائتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال للمؤسسة يعتبر جزء من هيكلها المالي (حنفي & قرياقص, 2007, p. 124). ويمكن توضيح العلاقة بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال من خلال الشكل التالي.

الشكل رقم (01): العلاقة بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال



Source: Ramage , P. (2001). *Analyse et Diagnostic Financier*. France: Edition d'organisation. P. 11.

من الشكل أعلاه يمكن القول أن هيكل رأس المال يمثل التمويل الدائم للمؤسسة، أي جزء من الهيكل المالي بعد استبعاد عناصر الالتزامات قصيرة الأجل، والجداول التالي يوضح الاختلاف أهم نقاط بين هيكل مالي وهيكل رأس المال.

الجدول رقم (01): الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال

هيكل رأس المال	الهيكل المالي
يتضمن فقط مصادر التمويل طويلة الأجل	يشمل كل مصادر التمويل طويلة الأجل وقصيرة الأجل
يعني فقط التزامات المؤسسة طويلة الأجل	يعني كامل الجانب المتعلق بالتزامات الجانب الأيمن من الميزانية
يتألف من حصص المساهمين (الأسهم العادية)، والأسهم المفضلة، ورأس المال المدخّر (الأرباح المتبقية)	الهيكل المالي يتألف من جميع مصادر رأس المال

Source: Paramasivan, C & Subramanian, T. (2009). **Financial Management**. India: Naw age international publisher. P. 64.

وعليه فالمصطلح "هيكل مالي" مختلف عن مصطلح "هيكل رأس المال". يُظهر هيكل المالي نمط التمويل الإجمالي، ويقيس مدى توافر الأموال الإجمالية لتمويل إجمالي الأصول.

يعرف هيكل رأس مال المؤسسة على أنه "عبارة عن مزيج من مصادر التمويل الثلاثة: الديون، حقوق الملكية المتولدة داخليا والأسهم الجديدة" (Fabozzi & Drake, 2009, p. 375)، فهو "مزيج المؤسسة من الديون وحقوق الملكية. لفترة طويلة من الزمن" (Miglo, 2016, p. 3). فقرار هيكل رأس المال هو "اختيار مزيج المؤسسة من مصادر التمويل، المكونة من الديون وحقوق الملكية. أي يشير إلى مزيج من الديون طويلة الأجل وتمويل حقوق الملكية". (Addae, Nyarko-Baasi, & Hughes, 2013, p. 215).

وعرفه (Ross Westerfield & Jordan) بأنه "خليط معين من الديون طويلة الأجل وحقوق الملكية التي تستخدمها المؤسسة لتمويل عملياتها". (Ross, Westerfield, & Jordan, 2003, pp. 38, 523).

وأطلق (Titman, Keown & Martin) على المزيج من مصادر التمويل طويلة الأجل التي تستخدمها المؤسسة لتمويل عملياتها بهيكل رأس المال (Titman, Keown, & Martin, 2011, p. 28). فهو خليط المؤسسة من تمويل طويل الأجل ممثلة بالديون، الأسهم المفضلة والأسهم العادية. (Horne & John M. Wachowicz, 2009, p. 452) وحسب (Eugene F. Brigham & Phillip R. Daves) يطلق على المزيج من حقوق الملكية والديون بهيكل رأس المال، الذي يشير إلى الطريقة التي يتم بها تمويل أصول المؤسسة، ويعبر عنه عادة كنسبة مئوية من كل نوع من رؤوس الأموال المستخدمة من طرف المؤسسة مثل: الديون، الأسهم الممتازة والأسهم العادية (Brigham & Dave, 2007, pp. 508, 1005). وعليه يوضح هيكل رأس المال "الطريقة التي تمول بها المؤسسة أصولها من خلال الجمع بين الديون والأسهم". (Nguyen & Nguyen, 2020, p. 137).

وتماشيا مع ما تم ذكره يتمثل هيكل رأس المال في مزيج من المصادر المالية طويلة الأجل التي تستخدمها المؤسسة لتمويل أصولها وعملياتها، ويتألف عادة هذا مزيج من الديون وحقوق الملكية.

يرى (Kent H. Baker, Gerald S. Martin) أن هيكل رأس المال ما هو إلا "مصادر التمويل التي تستخدمها المؤسسة هذه المصادر إلى جانب الديون وحقوق الملكية والأوراق المالية المختلطة التي تستخدمها المؤسسة لتمويل أصولها وعملياتها ونموها المستقبلي". (H. K. Baker & Martin, 2011, p. 1)

أما (Priya & Nirajini) عرفا هيكل رأس المال للمؤسسة بأنه "مزيج من الأوراق المالية المختلفة التي تصدرها المؤسسة لتمويل عملياتها. فهو يشير إلى الطريقة التي يتم من خلالها تمويل المؤسسة مزيجاً من رأس المال طويل الأجل (الأسهم العادية والاحتياطيات، والأسهم الممتازة، السندات، القروض المصرفية، مخزون القروض القابلة للتحويل، وما إلى ذلك...)". (Nirajini & Priya, 2013, pp. 1, 2)

والجدير بالذكر يسمى المزيج الخاص من الديون وحقوق الملكية الذي تختاره المؤسسة لتوظيفه هيكل رأس المال، أي يُطلق على مزيج المؤسسة من التمويل بالديون وحقوق الملكية اسم هيكل رأس المال، وبالطبع هيكل رأس المال ليس مجرد الدين مقابل حقوق الملكية، بل هناك العديد من الأنواع المختلفة للديون حيث يوجد نوعين على الأقل نوعان من حقوق الملكية (العادية والممتازة)، بالإضافة إلى المهجنة كسندات قابلة للتحويل، حيث يمكن للمؤسسة إصدار العديد من الأوراق المالية المتميزة في مجموعات لا حصر لها. أي هيكل رأس المال مزيج من الأوراق المالية المختلفة الصادرة عن المؤسسة. (Brealey, Myers, & Allen, 2017, p. 436)

وأشار (Jean Marie Gagnon & Nabil Khoury) أن هيكل رأس المال ما هو إلا ذلك المزيج من الأموال الخاصة الذي يخفف تكلفة الاموال، ويعظم في نفس الوقت قيمة المؤسسة مما يؤدي الى تعظيم ثروة المساهمين. (Gagnon & Khoury, 1981, p. 343)

خلاصة القول يُمثل هيكل رأس المال التمويل طويل الأجل مثل الديون طويلة الأجل وحقوق الملكية (الأسهم المفضلة والأسهم العادية)، وقد يشمل أيضاً الأوراق المالية المختلطة. حيث يجب على المؤسسة اختيار هيكل رأس المال بعناية لضمان توفير التمويل الكافي والمناسب لدعم أنشطتها المؤسسة ونموها المستقبلي. أي هو ذلك المزيج من الأموال الخاصة والديون التي تستخدمها المؤسسات لتمويل نشاطاتها واستثماراتها من جهة، وتخفف تكلفة الاموال وتحقيق عائد أكبر للمساهمين من جهة أخرى.

المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي

يختلف الهيكل المالي من مؤسسة لأخرى، فبعض المؤسسات تعتمد كلياً على أموال الملكية، في حين البعض الآخر يتوسع بشكل كبير في استخدام الأموال المقترضة، وهذه الاختلافات تتولد نتيجة العديد من العوامل يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد أنواع الأموال والتمويل التي تستخدمها المؤسسة، حيث تختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من المحددات داخلية منها والخارجية التي تؤثر وتتأثر بقرارها المالي.

الفرع الأول: العوامل الداخلية المحددة للهيكل المالي

تختلف العوامل الداخلية المحددة لتوليفة الهيكل المالي من مؤسسة لأخرى حسب البيئة التي تنشط فيها، وعليه تتمثل العوامل الداخلية المحددة للهيكل المالي في:

- ✓ **استقرار المبيعات:** تتأثر درجة استقرار المبيعات بنسبة الاقتراض بشكل مباشر. عندما تكون المبيعات والإيرادات مستقرة، يمكن للمؤسسة أن تلتزم بسداد القروض بدرجة أقل من المخاطرة، وهذا يعني أنها تتمتع بقدرة أكبر على تلبية التزاماتها الثابتة. وإذا كانت المبيعات والإيرادات تعاني من تقلبات مستمرة فإن المؤسسة ستواجه صعوبة في سداد التزاماتها (الحناوي & سلطان, 2001, pp. 340, 341)؛
- ✓ **هيكل الأصول:** يؤثر أيضا على مصادر التمويل بطرق متعددة. على سبيل المثال، في المؤسسات التي تمتلك أصولا ثابتة طويلة الأمد، وإذا كان الطلب على منتجاتها مضمونا بشكل كبير، فإنها غالبا ما تستخدم الديون طويلة الأجل المكفولة بضمانات محددة بشكل كبير. ومن ناحية أخرى في المؤسسات التي تعتمد أساسا على الحسابات المدينة والمخزون، والتي تعتمد قيمتها على استمرارية تحقيق الأرباح، فإنها تعتمد بشكل أساسي على الديون قصيرة الأجل، ومع ذلك قد تستخدم أيضا الديون طويلة الأجل بشكل محدود (الحناوي, مصطفى, & العيد, 2009, pp. 318, 319)؛
- ✓ **حجم المؤسسة:** يؤثر على نسبة الاقتراض في تركيبة هيكلها المالي، فالمؤسسات الصغيرة غالبا تتجه أكثر نحو الاقتراض قصير الأجل، بينما المؤسسات الكبيرة يميلون إلى التنوع وزيادة الموارد المستدانة نظرا لتعرضهم لمخاطر أقل (مجلخ & بشيشي, 2019, p. 122)؛
- ✓ **معدل النمو:** مع ثبات العوامل الأخرى، تتميز المؤسسات التي تعتمد بشكل كبير على مصادر تمويل خارجية بسرعة نموها. وعندما تكون تكاليف التمويل عبر الأسهم مرتفعة مقارنة بتكاليف التمويل عبر الديون، فإن ذلك يشجع هذه المؤسسات على زيادة اعتمادها على الديون، ومن ناحية أخرى تميل المؤسسات التي تنمو ببطء إلى استخدام مصادر تمويل داخلية، مثل الأرباح المحتجزة (Brigham & Gapenski, 1985, p. 251)؛
- ✓ **السيولة:** تعكس السيولة قدرة المؤسسة على تلبية التزاماتها المالية المتوقعة وغير المتوقعة في الفترة القصيرة، وتحقق السيولة عندما تتمكن المؤسسة من توليد تدفق نقدي من مبيعاتها وتحصيل ديونها بشكل أساسي، وكذلك عند الحصول على نقدية من مصادر أخرى بشكل ثانوي (الهادي, 2008, p. 158). تعزز السيولة الثقة في المؤسسة من قبل المعاملين وتمكنها من تسديد التزاماتها، وتتيح لها المرونة في اختيار المصادر المناسبة للحصول على الموارد اللازمة لمواجهة التحديات، النمو والأزمات الطارئة (مجلخ & بشيشي, 2019, p. 121)؛
- ✓ **المخاطر:** يتم التعامل مع المخاطر من منظورين رئيسيين وهما المخاطر التشغيلي والمخاطر التمويلي. يرتبط المخاطر التشغيلي بنوعية نشاط المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها، في حالة ارتفاع المخاطر التشغيلي، يجب على المؤسسة الاعتماد بشكل أكبر على رأس المال بدلا من الاقتراض، حيث يؤثر عدم انتظام حجم النشاط على قدرتها على تسديد ديونها. أما المخاطر التمويلي فينجم عن زيادة الاعتماد على الاقتراض لتمويل عمليات المؤسسة، وقد يؤدي ذلك إلى زيادة أعباء خدمة الدين وفشل المؤسسة في سداد التزاماتها. وعندما تواجه المؤسسة الفشل فإن ذلك يهدد مصالح المساهمين بشكل أكبر لأنهم آخر من يسترد حقوقهم عند تصفية المؤسسة (عدنان تاية النعيمي & الحرشه, 2006, p. 201)؛

- ✓ **المرونة المالية:** تعبر عن قدرة المؤسسة على تعدد مصادر التمويل المتاحة وقدرتها على زيادة أو تخفيض حجم التمويل استنادا إلى احتياجاتها المالية (الشوارة, 2013, p. 83). تعطي المرونة المالية للمؤسسة القدرة على ضبط خططها التمويلية وفقا للتغيرات في الاحتياجات المالية، وتسمح لها باختيار المصادر المالية المناسبة. ومن المعروف أن التمويل بالدين يوفر للمؤسسة مزيدا من المرونة من التمويل بأموال الخاصة، حيث يتوفر التمويل المقترض بأشكال وجداول زمنية مختلفة تناسب احتياجات المؤسسة (عدنان تاية النعيمي & الحرشه, 2006, p. 202)؛
- ✓ **الربحية:** يُلاحظ في الواقع العملي أن المؤسسات ذات الربحية العالية تعتمد بشكل أقل على التمويل الخارجي، وعلى الرغم من عدم وجود تفسير نظري واضح لهذه الحقيقة، إلا أن التفسير العملي يشير إلى أن المؤسسات ذات الأرباح المرتفعة قد تمتلك مصادر تمويل ذاتية بسبب قدرتها على توليد أرباح كافية لتغطية احتياجاتها، حيث تستخدم هذه الأرباح المرتفعة في تمويل نشاطاتها المتنامية بدلا من الاستعانة بالاقتراض الخارجي (اندراس, 2008, p. 405)؛
- ✓ **التوقيت:** يعني اختيار المؤسسة للوقت المناسب للحصول على التمويل بأقل تكلفة ممكنة، سواء كان عن طريق الاقتراض أو بواسطة رأس المال الخاص. يحقق استخدام التوقيت السليم لعمليات الاقتراض والتمويل خلال الدورات التجارية للمؤسسة توفيراً كبيراً في التكاليف، وعلى الرغم من أهمية هذا العامل، قد تتفاوت أهميته في ظل العوامل الأخرى، ففي بعض الحالات يكون هناك حاجة ملحة للحصول على التمويل بغض النظر عن التكلفة المرتفعة، بينما في حالات أخرى قد يتوفر التمويل بتكلفة منخفضة، ولكن قد لا يتوافق مع احتياجات المؤسسة في ذلك الوقت. لذا تلعب ظروف السوق واحتياجات المؤسسة دوراً مهماً في اختيار التوقيت المناسب للحصول على التمويل (كراجه & آخرون, 2006, p. 114)؛
- ✓ **الملائمة:** يُقصد بها اختيار مصادر التمويل التي تتناسب مع طبيعة الأصول التي يتم تمويلها. فإذا كان التمويل المستهدف هو تمويل رأس المال العامل، فمن غير الحكمة أن يتم تمويله بواسطة قروض طويلة الأجل بل ينبغي استخدام تمويل قصير الأجل لتقليل التكلفة الإجمالية للموارد (العزير, 1988, p. 430). وبالتالي يجب اختيار مصدر التمويل الذي يتناسب ويتوافق مع طبيعة الاستخدام المخطط له، على سبيل المثال يتم تمويل العمليات طويلة الأجل بمصادر تمويل طويلة الأجل بناءً على توافق الأوقات بين طبيعة الأصول والتمويل اللازم لها؛
- ✓ **الإدارة والسيطرة:** يعد بقاء السيطرة على المؤسسة بيد الملاك الحاليين أحد العوامل المؤثرة في تخطيط مصادر التمويل وتشكيل الهيكل المالي. في كثير من الأحيان يفضل الملاك تمويل المؤسسة عن طريق الاقتراض أو إصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار الأسهم العادية، حيث لا يمثل المقترضون العاديون والممتازون تهديداً مباشراً للسيطرة بسبب عدم قدرتهم على التدخل في الإدارة. ومع ذلك يجب أن يتم توازن استخدام التمويل الخارجي، حيث يمكن أن يؤدي الاقتراض المتزايد إلى زيادة المديونية فعجز المؤسسة عن تلبية التزاماتها المالية. ولذلك قد يكون من الأفضل تجنب الإفلاس من خلال التنازل عن جزء من السيطرة من خلال زيادة رأس المال واستقبال ملاك جدد. (عقل, 2009, pp. 156, 157)

الفرع الثاني: العوامل الخارجية المحددة للهيكل المالي

هي العوامل المرتبطة بالبيئة الخارجية للمؤسسة، والتي يصعب التحكم فيها أو التنبؤ بها مستقبلاً، ولكن يمكن التعامل معها. من بين هذه العوامل المحددة:

✓ **المنافسة:** يؤثر سهولة دخول المؤسسات الأخرى إلى سوق المؤسسة وقدرتها على التوسع فيها على هامش ربح المؤسسة، ويزيد من التنافسية في الحصول على مصادر التمويل من الجهات المقترضة، مما يتيح لهذه الأخيرة إلى الزيادة في تكلفة الإقراض (الحناوي, مصطفى, & العيد, 2009, p. 310)؛

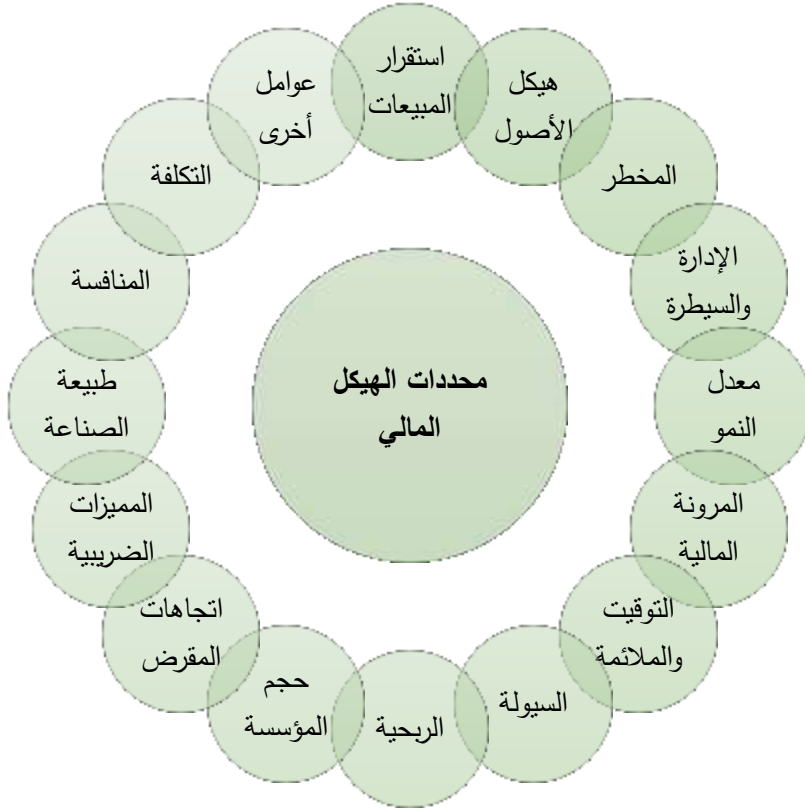
✓ **طبيعة الصناعة:** ترتفع تكلفة الإفلاس للمؤسسات التي تنتج سلعا تحتاج إلى خدمة ما بعد البيع، وعادة ما تتجه تلك المؤسسات إلى تقليل نسبة الديون في هيكلها المالي لتجنب المخاطر المترتبة على الإفلاس (هندي, 1998, p. 165). بينما تعتمد المؤسسات التي تتعرض لتقلبات موسمية على القروض قصيرة الأجل، وتميز الصناعات التي تنتج السلع الكمالية بمرونة عالية في الطلب على منتجاتها وبالتالي فإنها عادة لا تحتاج إلى الاقتراض. وعلى العكس من ذلك تعتمد الصناعات التي تنتج السلع الضرورية على الاقتراض، حيث أن مرونة الطلب على تلك السلع منخفضة (الصيرفي, 2007, p. 22). أي نستخلص باختصار أن المؤسسات التي تستطيع التنبؤ بالتدفقات تكون لها القدرة على تحمل مستويات عالية من الاستدانة، على عكس المؤسسات التي تعاني من تقلبات في التدفقات المحصلة فلا تستطيع تحمل الاستدانة مما يجعلها تلجأ إلى التمويل عن طريق أموالها الخاصة؛

✓ **المميزات الضريبية:** تؤدي الفوائد المدفوعة على الديون إلى تخفيض الربح الخاضع للضريبة، حيث يتم خصم الفوائد من الأرباح قبل حساب الضريبة مما يقلل ذلك من التكلفة الحقيقية للديون. أما دخل الملكية فعادة ما يخضع للضريبة دون خصم (عبيدات & طنيب, 2010, pp. 191, 192)؛

✓ **التكلفة:** يجب على المؤسسة ألا تعتمد على مصدر تمويل معين خاصة الديون إلا إذا كان العائد المتوقع يتجاوز التكلفة المرتبطة به، يجب أن تكون تلك التكلفة هي أعلى عائد متوقع للاستثمار في ذلك المصدر (جمعة, السميع, & الشحات, 2001, pp. 257-261)؛

✓ **اتجاهات المقرض:** تلعب آراء واتجاهات المقرضين دوراً هاماً في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة، وغالباً ما تتشاور المؤسسات مع المقرض المحتمل حول هيكلها المالي وتعطي أهمية كبيرة لرأيه. قد يرفض المقرض زيادة غير طبيعية في نسب الاقتراض، حيث يمكن أن يعتبر ذلك تهديداً لمصالحه في المؤسسة، لذا لا يعتمد الهيكل المالي فقط على اتجاهات وظروف المؤسسة الداخلية، ولكن يلعب الطرف الخارجي (المقرض) دوراً مهماً في تحديده (الحناوي, مصطفى, & العيد, 2009, pp. 320, 321). وشكل الموالي يوضح محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية.

الشكل رقم (02): محددات الهيكل المالي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق.

خلاصة القول تختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من الاعتبارات، ومع تغير هذه الاعتبارات يتغير هيكلها المالي، غير أنه يجب أن يكون لدى إدارة المشروع دائما تصور محدد لهيكلها المالي في ضوء هذه التغيرات، فإذا كانت النسبة الفعلية للأموال المقترضة بداخل هيكل المالي للمؤسسة أقل من النسبة المستهدفة، فإن أي توسعات خاصة بالمؤسسة تستدعي زيادة هيكلها المالي، ويتم ذلك من خلال إصدار سندات أو الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية، أما إذا كانت نسبة الدين أعلى من النسبة المستهدفة فإن التمويل الإضافي يتم من خلال أموال الملكية.

المطلب الثالث: الهيكل المالي المناسب

تواجه المؤسسات تحدي اختيار التوليفة المثلى لهيكل تمويلها حيث تتنوع مصادر التمويل المتاحة، يهدف هذا الاختيار إلى تحقيق توازن فعال بين استخدام الموارد المالية بكفاءة وتحقيق النمو والتوسع بأقل تكلفة، يتطلب من المدراء الماليين فهم دقيق لاحتياجات المؤسسة المالية، وتقييم ما إذا كانت القروض، أو الأسهم، أو مصادر التمويل الداخلية تشكل الاختيار الأمثل. يركز الاهتمام على تحقيق التوازن الصحيح بين الاستدانة والاستقلالية المالية وتحقيق الكفاءة بأقل تكلفة، ويعكس اختيار الهيكل المالي الملائم التزام المؤسسة بتحقيق استدامة مالية وتعزيز قدرتها على التكيف مع التحولات الاقتصادية.

الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي الأمثل

الهيكل المالي الأمثل هو: "ذلك المزيج التمويل الممتلك والمقترض الذي يجعل المعدل الموزون لتكلفة التمويل في أدنى حد ممكن، وإذا ما نجحت المؤسسة من تحقيق ذلك تمكنت من تعظيم ثروة المالكين (العامدي، 2013، p. 310)، فهو الهيكل الذي تحكمه قرارات مستمدة من سعي الإدارة لتحقيق أهدافها بأعلى كفاءة وبأقل تكلفة اقتصادية" (عبو & عبو، 2021، p. 81). من خلال ما سبق يمكن القول أن الهيكل المالي الأمثل هو توازن مثالي بين التمويل الذي يملكه المساهمون والاستدانة بهدف تحقيق أدنى تكلفة ممكنة للتمويل. فنجاح المؤسسة في تحقيق هذا التوازن يسهم في تعظيم ثروة المساهمين، ويعكس قرارات إدارية تسعى إلى تحقيق أهداف المؤسسة بكفاءة وبأقل تكلفة. يعرف أيضا هذا الهيكل باسم "هيكل التمويل الذي يحقق أقصى ربح للمساهمين، ويُعتبر البنية المالية التي تحقق أعلى عائد لملاك المؤسسة. وبناء على ذلك، يُعتبر هذا الهيكل هو الذي يُحقق أقصى قيمة سوقية للسهم، يتم تحديد هذا الهيكل المالي عن طريق معايير التكلفة الحدية الفعلية لمصادر التمويل المختلفة المكونة للهيكل، وهذا يعني أن المؤسسة تقوم بتحديد هيكلها المالي عبر حساب التغيير في التكلفة المتوسطة المرجحة لجميع مصادر التمويل المستخدمة، سواء قبل أو بعد إجراء عمليات التمويل" (صديقي، فقيهي، & صبرو، 2017، p. 81). يشير هذا التعريف إلى أن الهيكل المالي الأمثل هو الهيكل الذي يعظم ربح للمساهمين من خلال تحقيق أقصى قيمة للسهم، يُحدد بتحليل تغيير التكلفة المتوسطة لجميع مصادر التمويل المستخدمة، قبل أو بعد عمليات التمويل.

كما يعرف الهيكل المالي الأمثل بأنه: "الهيكل الذي يرفع من قيمة المؤسسة مع تحمل مستوى معين من المخاطر، فهو مزيج متوازن بين فائدة الدين وتكلفة الدين. فتحقيق التوازن في الهيكل المالي يمكن فقط من خلال الاعتماد على الخليط المتناغم من مصادر التمويل التي تكون تكلفتها في أدنى حد، وبالتالي يكون قيمة المؤسسة في أعلى حد بفعل عملياتها الربحية" (Al-Ali & Sarhan, 2022, p. 5884). يظهر التعريف السابق الهيكل المالي الأمثل يعزز قيمة المؤسسة عبر تحقيق توازن بين فائدة الدين وتكلفته، مما يساهم في تعزيز عائد الاستثمار وزيادة القيمة المضافة، ولكن يتطلب أيضا تحمل مستوى معين من المخاطر والاعتماد على مصادر تمويل بتكلفة منخفضة. ويتم إنجاز هذا التوازن من خلال اعتماد مزيج متوازن من مصادر التمويل التي توفر أدنى تكلفة، مما يسهم في زيادة قيمة المؤسسة بفعل نشاطها الربحي. أي هيكل المالي الأمثل هو الاعتماد على مزيج متوازن ومتناغم من مصادر التمويل، حيث يتم اختيارها بناءً على تكلفتها الأدنى وفعاليتها في دعم الأهداف الربحية للمؤسسة.

خلاصة القول أن الهيكل المالي الأمثل يعبر عن استراتيجية تسعى من خلالها المؤسسة إلى تحقيق أدنى تكلفة رأس المال الممكنة، وفي الوقت ذاته على تعزيز قيمة المؤسسة، وذلك من خلال تلبية احتياجاتها عبر إيجاد توازن مثالي بين مواردها التمويلية مما يسهم في تقليل تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن. وبناء على ذلك يُعد الهيكل المالي الأمثل خليطاً من مصادر التمويل المتنوعة المتاحة للمؤسسة يحقق أعلى عائد على الأصول مع أدنى تكلفة، ويُثقل في الوقت نفسه من مستوى المخاطر مما ينعكس ذلك إيجاباً في رفع القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي زيادة عوائد المساهمين. وتأسيساً لما سبق يتضح أن الهيكل المالي الأمثل يميز بعدة سمات، منها (المحجوب، 2007، pp. 36, 37):

✓ إدارة الاحتياجات المالية بأقل تكلفة وأدنى مخاطر، وضمان شروط سهلة؛

- ✓ تحقيق توازن بين مكونات هيكل المالي الداخلي والخارجي، مع التنسيق بينه وبين هيكل الاستثمار؛
- ✓ تعظيم ربحية المشروع والعائد على الأموال المستثمرة؛
- ✓ ضمان قدرة المؤسسة على تسديد الديون دون تجاوز الحد الذي يعرض استقامتها للمخطر، وتجنب المخاطر المالية الزائدة للملاك؛
- ✓ المرونة في هيكل المالي، مما يعنى قدرته على التكيف مع تغيرات الاحتياجات المالية بأقل تكلفة؛
- ✓ وجود رقابة فعالة، حيث يجب أن يكون الهيكل المالي قليل المخاطر لفقدان الرقابة وضمن السيطرة الفعالة على إدارة المؤسسة لضمان استقرار السياسات المعتمدة.

الفرع الثاني: اختيار الهيكل المالي الأمثل

تتسنى للمؤسسة اختيار هيكلها المالي باستناد إلى مجموعة من الاعتبارات، ومع تغير هذه الاعتبارات، يتغير هيكل المالي أيضا. ومع ذلك ينبغي لإدارة المشروع الحفاظ دائما على تصوّر محدد لهيكلها المالي في ضوء هذه التغيرات. على سبيل المثال إذا كانت النسبة الفعلية للأموال المستعارة ضمن الهيكل المالي للمؤسسة أقل من النسبة المستهدفة، يتطلب ذلك زيادة في الهيكل المالي عند القيام بتوسعات، ويمكن تحقيق ذلك من خلال إصدار السندات أو الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية. بالمقابل إذا كانت نسبة الدين أعلى من النسبة المستهدفة، يتم الحصول على التمويل الإضافي من خلال أموال الملكية. يظهر هذا النهج الاستراتيجي قدرة الإدارة على تحقيق توازن متناغم بين متطلبات النمو وضرورة الحفاظ على هيكل مالي مستدام، ويبرز الحاجة المستمرة إلى التكيف مع التغيرات في البيئة الاقتصادية والسوق (اندراس، 2008، p. 401). فالتركيبية المستهدفة للهيكل المالي هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب به من قبل إدارة المؤسسة، والتي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم المؤسسة. (عدنان تايه النعيمي & النعيمي، 2009، p. 403)

من خلال اختيار الهيكل المالي الأمثل، يتوقع المستثمرون تحقيق تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم، يتم ذلك عبر تحقيق الحد الأدنى لتكلفة التمويل، حيث يفترض أن انخفاض تكلفة التمويل الناتج عن تكوين مزيج مثلى لمصادر التمويل يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم. وفقا لهذا الافتراض تقوم الإدارة المالية في المؤسسة بأداء نشاط وظيفي حيوي، يهدف إلى تحديد النسبة المثلى لكل نوع من مصادر التمويل (بن نوار & غام، 2021، p. 484). حيث لكل مؤسسة هناك حد أقصى للاستدانة يجب أن تحترمه لتجنب تعرضها لمخاطر كبيرة، في حال تجاوز هذا الحد يمكن أن يتعرض التوازن المالي للمؤسسة للتهديد نتيجة للظروف الاقتصادية أو الحوادث غير المتوقعة. وعليه فإن تحقيق تعظيم ثروة أصحاب المؤسسة مرتبطا بالقيود المفروضة على الاستدانة، وتحديد الحدود المسموح بها للمؤسسة من قبل المؤسسات المالية، وتعتمد هذه القيود على مجموعة من النسب الهيكلية، وترتبط أيضا بأهداف المؤسسة. إذا كانت المؤسسة تسعى لتحقيق الاستقلال المالي للحفاظ على سيطرة المساهمين الرئيسيين، فإنها قد تعطي الأولوية للتمويل الذاتي ثم الديون لتجنب زيادة عدد المساهمين، في حين يمكن للمؤسسة التي تبحث عن هيكل مالي يحقق الكفاءة المثلى لأموالها الخاصة أن تستخدم المزيد من الاستدانة للاستفادة القصوى من الرفع المالي. من المهم أن يتم اختيار مصدر التمويل بناءً على أهداف المؤسسة وليس فقط بناءً على قيود التوازن المالي، ويجب مراعاة تأثيرات مختلفة لمصادر التمويل على هدف المؤسسة ومرونتها المالية

والتوجهات المستقبلية (زغيب & غلاب, 2006, pp. 8, 11). إذن يجدر بالمسؤول المالي اختيار الهيكل المالي المناسب، الذي يوضح العناصر التي ينبغي للمؤسسة الاعتماد عليها في تمويل نشاطاتها، وتحديد نسبة كل عنصر فيه. يجب أن يكون هذا الاختيار مستندا إلى توازن دقيق بين العائد المتوقع والمخاطر المرتبطة بالهيكل المالي المستهدف. يُشدد على ضرورة أن تكون المخاطر الناتجة عن استخدام مصادر التمويل منخفضة ومتوازنة بشكل جيد مع العائد المتوقع، الذي يتجسد في زيادة الربحية وبالتالي تحقيق أقصى قدر من قيمة المؤسسة. (شلاش, البقوم, & العون, 2008, p. 51)

وعليه فدور المدير المالي لا يقتصر على مجرد التعرف على مصادر الأموال، بل يمتد إلى الحصول عليها بأفضل الشروط وتحديد الخليط المثلى من الأموال الذي يحقق أقصى عائد ممكن أو أقل تكلفة. الهدف هنا هو تحقيق التوازن المثلى في الهيكل المالي الذي يساهم في تحقيق هدف المدير المالي النهائي، وهو تعظيم قيمة المؤسسة، ويتحقق هذا فقط عندما يتم التوازن بين العوامل المؤثرة في الهيكل المالي بطريقة مناسبة. يكمن التخطيط السليم للهيكل المالي في اعتبار مصالح حملة الأسهم، حيث يعدون الملاك الحقيقيين للمؤسسة. بالإضافة إلى ذلك يلتفت المدير المالي أيضا إلى مصالح الجماعات الأخرى، بما في ذلك الموظفين والعملاء والدائنين والحكومة والمجتمع، مما يعكس التزامه بتحقيق توازن شامل واستدامة الأعمال. (الحناوي & قرياقص, 2004, p. 243; العزيز, 1997, p. 266)

بشكل عام تتمثل سياسة أي مؤسسة في تحقيق توازن فعال بين المخاطرة والعائد فيما يتصل بالهيكل المالي، يتسم اتجاه التزايد في الاعتماد على الاقتراض لتمويل أنشطة المؤسسة بزيادة في مستويات المخاطر التي تواجهها، في حين يرتبط ارتفاع مستويات التمويل من خلال حملة الأسهم بتوقعات لارتفاع في معدلات العائد، تنجم من هذا التوازن المعقد تأثيرات ثنائية، حيث يمكن أن تؤدي مستويات المخاطر الأعلى إلى انخفاض أسعار أسهم المؤسسة، على الرغم من أن معدلات العائد العالية قد تساهم في رفع هذه الأسعار. وفي هذا السياق ينبغي للهيكل المالي الأمثل أن يحقق توازنا دقيقا بين العائد المتوقع ومستويات المخاطر، مع التركيز على تحقيق أقصى قيمة لسهم المؤسسة. (اندراس, 2008, p. 402)

المبحث الثاني مكونات الهيكل المالي

تمثل العناصر التي تشكل تركيبة التمويل التي تستخدمها المؤسسة لتمويل أنشطتها ومشاريعها، تتكون تشكيلة الهيكل المالي عادةً من مزيج من الديون وحقوق الملكية، وتختلف هذه التشكيلة من مؤسسة لأخرى بناءً على احتياجاتها الفردية، طبيعة نشاطها، شروط السوق والصناعة التي تعمل فيها. الأهمية الرئيسية لتشكيلة الهيكل المالي تتمثل في تحقيق التوازن بين تكاليف التمويل والقدرة على تحمل المخاطر وتحقيق عائدات مرتفعة للمساهمين. وستطرق في هذا المبحث إلى:

✓ **المطلب الأول:** أموال الملكية خارجية المصدر؛

✓ **المطلب الثاني:** أموال الملكية داخلية المصدر؛

✓ **المطلب الثالث:** الاستدانة.

المطلب الأول: أموال الملكية خارجية المصدر

عند مواجهة المؤسسة لمشكلة عدم كفاية المصادر الداخلية لتغطية الاحتياجات المالية خلال تشكيلها لهيكلها المالي، تلجأ إلى مصادر تمويل خارجية، ومنها زيادة رأس المال. تتم هذه الزيادة عموماً عن طريق طرح أسهم جديدة للاكتتاب في السوق المالي للمساهمين الحاليين أو الجدد. بعد الاكتتاب يصبح حامل السهم شريكاً في رأس المال المؤسسة، وله الحق في استرجاع قيمة السهم والاستفادة من توزيعات الأرباح أو تحمل الخسارة. هذا الإجراء يعمل على تحسين مظهر الهيكل المالي للمؤسسة في حال ارتفاع الأموال الخاصة والسيولة المالية. (بن ساسي & قريشي، 2011، p. 341)

الفرع الأول: ماهية الرفع في رأس المال

عندما تكون الموارد الداخلية غير كافية لتغطية الاحتياجات المالية، تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي عن طريق فتح رأس المال للمساهمة. يعني ذلك جمع أموال من المساهمين والاحتفاظ بجزء من الأرباح كاحتياطي، يمكن استخدام وسائل متعددة لزيادة رأس المال وتختلف تبعاً لأهداف وتوجهات المؤسسة. (Barneto & Gregorio, 2009, p. 359)

1. الرفع في رأس المال نقداً وعيناً: عند الرفع في رأس المال نقداً، يتم زيادة السيولة في المؤسسة، وهذا يؤثر على الهيكل المالي. يتم زيادة رأس المال عن طريق طرح أسهم جديدة بسعر محدد للاكتتاب في حجم السوق المالي، هذا الإجراء يؤدي إلى تغيير في هيكل المالية، حيث يزيد رأس المال النقدي ويؤدي إلى تحسين الاستقلالية المالية للمؤسسة وزيادة قدرتها على تمويل الأنشطة والمشروعات الجديدة. أما الرفع في رأس المال عيناً فتتم عن طريق تقديم الأصول المادية أو المعنوية (مثل العقارات أو المعدات أو الملكية الفكرية) تُعتبر كرأس المال المدفوع. أي في المقابل، يتم منح المساهمين حصصاً في رأس المال، وهي ملكية جزء من رأس المال يمنحهم بذلك صفة شركاء.

وعليه فزيادة رأس المال عن طريق المساهمة بالنقد أو بالعين توفر وسائل جديدة للمؤسسة لتمويل أنشطتها ودعم نموها، واختيار المزيج التمويلي المناسب لتشكيل هيكلها المالي. (Cohen, 1991, p. 203)

2. **الرفع من رأس المال من خلال ضم الاحتياطات:** في حالة زيادة رأس المال عن طريق ضم الاحتياطات، تقوم المؤسسة بدمج جزء من الاحتياطات التي تمثل أرباحا مكتسبة سابقا ولم يتم سحبها من قبل الملاك، وبناءً على هذه الزيادة في رأس المال تُجري المؤسسة توزيعاً للأسهم المجانية على المساهمين بنسبة متناسبة مع حصتهم في رأس المال، هذا الإجراء لا يؤدي إلى تغيير في هيكل المالية للمؤسسة نظراً لأنه يعتبر مجرد إعادة ترتيب للموارد المتوفرة بالفعل. (Cohen, 1991, p. 203)

3. **رفع رأس المال عن طريق تحويل الديون:** رفع رأس المال عن طريق تحويل الديون لا يؤدي إلى زيادة السيولة النقدية، فالديون تدمج في شكل أموال خاصة وتسمى هذه العملية بتركيز الديون، وتتم عملية تحويل الديون حسب طبيعة الدين (بن ساسي & قريشي, 2011, p. 246):

- ✓ تحويل الديون القصيرة الأجل إلى أموال خاصة، يتم تحسين رأس المال العامل الصافي، مما يدعم الهيكل المالي عن طريق زيادة الموارد المالية المخصصة لتمويل الأصول المتداولة؛
- ✓ تحويل الديون طويلة ومتوسطة الأجل إلى أسهم لا يؤثر على تركيبة الهيكل المالي، ولكنه يساهم في تحسين الاستقلالية المالية عن طريق استبعاد أجال الاستحقاق. كما يحسن من مستوى المردودية المالية بسبب انخفاض المصاريف المالية.

الفرع الثاني: الأسهم العادية

تُستخدم الأسهم العادية كمصدر للتمويل الخارجي طويل الأجل، ويمكن الاعتماد عليها في مراحل تأسيس المؤسسة وفي مراحل حياتها المختلفة. يعود ذلك إلى حجم الأموال الضخمة التي قد تحتاجها المؤسسة وعدم قدرتها على تحمل تكاليف وشروط الاقتراض التقليدية.

1. **تعريف الأسهم العادية:** الأسهم العادية عبارة عن: "أسهم تقليدية تمنح لحاملها حق التصويت، الاستعلام والمشاركة في الأرباح المقرر توزيعها، بالإضافة إلى الحق في القيمة المتبقية من أصول المؤسسة في حالة تصفيتها". (Bodie & Merton, 2001, p. 466)

وبالتالي يتم تعريف السهم العادي "على أنه حصة المشاركة في رأس المال المؤسسة والذي يمنح لحامله مركز الشريك، إلا في الحالات الاستثنائية، كما يعطي لصاحبه حق نسي في إدارة المؤسسة، على الأرباح المحققة وعلى الأصول الاجتماعية" (Jacquillat, Solnik, & Pérignon, 2014, p. 15). أي هي "أدوات ملكية لها صفة التداول في سوق الأوراق المالية، تعطي لحاملها حق مشاركة الجهة المصدرة لها في الأرباح، وذلك وفقاً للنسبة التي تقرها إدارة المؤسسة والمصادق عليها من قبل الهيئة العامة". (العراضي & الشمري, 2012, p. 16)

وتعرف الأسهم العادية بأنها: "صك ملكية تمثل لحاملها جزءا من رأسمال مشروع معين، وبالتالي تخول له حق المشاركة في عائد هذا المشروع، فإن حقق المشروع أرباحا يكون عائد السهم موجبا، وإذا حقق المشروع خسارة يكون عائد السهم سالبا". (هوشيار, 2003, p. 92)

كما تعرف بأنها: "وثيقة ذات قيمة إسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية على التداول، وغير قابلة للتجزئة ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، أي أنها أبدية على طول عمر المؤسسة ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة، سواء من حيث قيمتها أو تاريخها". (دريد كامل, 2004, p. 118)

وفي الأخير يمكن القول أن الأسهم العادية عبارة عن مستند ملكية قابلة للتداول في الأسواق المالية، تمنح لحاملها مجموعة من الحقوق منها حق التصويت في الجمعية العامة، حق نقل وبيع الأسهم، والحق في حصول على الأرباح المقرر توزيعها، وبالإضافة إلى ذلك يتحمل حاملو الأسهم العادية مسؤولية متناسبة مع حصتهم من رأس المال.

2. القيم المختلفة لسهم العادي: يمكن التمييز بين ثلاث قيم مختلفة لسهم العادي (المغربي, 2011, pp. 196, 197):

✓ القيمة الإسمية: هي القيمة المحددة في عقد تأسيس المؤسسة ونظامها الداخلي؛

✓ القيمة الدفترية: تمثل قيمة السهم المسجلة في السجلات المحاسبية للمؤسسة، وتمثل في مجموع حقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة؛

✓ القيمة السوقية: فهي تحدد بواسطة قوى السوق من خلال العرض والطلب.

3. مزايا التمويل بالأسهم العادية: يحمل التمويل بالأسهم العادية مزايا عديدة، منها (اندراس, 2008, pp. 376, 377):

✓ لا يوجد إلزام قانوني على المؤسسة بتوزيع الأرباح على المساهمين، حيث يخضع ذلك لتقدير إدارة المؤسسة وسياساتها الخاصة، وهو ما يجعلها أقل خطورة مقارنة بالأسهم الممتازة والسندات؛

✓ مثل السهم العادي مصدرا للتمويل الدائم وطويل الأجل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من المؤسسة المصدرة؛

✓ تعتبر الأسهم العادية من أنسب المصادر التمويلية للحصول على الأصول الثابتة؛

✓ ينتج عن إصدار المزيد من الأسهم العادية انخفاض نسبة الرافعة المالية للمؤسسة، مما يؤدي إلى رفع القدرة الافتراضية المستقبلية للمؤسسة.

4. عيوب التمويل بالأسهم العادية: للتمويل بالأسهم العادية له العديد من الإيجابيات، لكنه لا يخلو من

العيوب، منها (دريد كامل, 2007, p. 205):

✓ يؤدي التمويل بالأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية مما يؤثر على إدارة المؤسسة، وفي بعض الأحيان

يفسح المجال للسيطرة على قرارات وتوجهات مجلس الإدارة، وإمكانية تغيير طريقة إدارة المؤسسة بما

يتناسب مع توجهات الأعضاء الجدد في حالة زيادة حصصهم في رأس المال؛

✓ يؤدي توسع قاعدة المساهمين إلى انخفاض عائد السهم الواحد للمستثمرين الحاليين، بالإضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المحققة سابقا (الأرباح المحتجزة)، وتؤثر الزيادة في عدد المساهمين على تقليل مقدار الأرباح المحتجزة والتي تساهم في توسيع الاستثمارات كمصدر داخلي للتمويل.

الفرع الثالث: الأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة من الصيغ المهمة في تشكيل الهيكل المالي، ويرجع ذلك إلى المزايا التي تتمتع بها، والتي بمثابة تشجيع للمستثمرين على استثمار أموالهم وفقا لهذه الصيغة.

1. **تعريف الأسهم الممتازة:** تعد الأسهم الممتازة من الأدوات المالية الهجينة، فهي تشبه الديون من خلال منحها لحاملها الحق في الحصول معدل عائد ثابت من الأرباح، وتشبه الأسهم العادية لأن حائزها يحصل على توزيعات الأرباح بعد دفع المؤسسة لكافة التزاماتها تجاه دائنيها. (Drake & Fabozzi, 2010, p. 16)

تمثل الأسهم الممتازة "حصة من حقوق الملكية دون إعطاء حامله حق التصويت في الجمعية العامة، وعادة ما يصدر عن المؤسسات المساهمة عدد من الأسهم الممتازة كنسبة من إجمالي عدد الأسهم المصدر والمكتتب فيها. توفر هذه الأسهم لصاحبها مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي سواء في الأرباح الموزعة سنويا أو عند تصفية أصول المؤسسة عند الإفلاس أو تسهيل أصولها، فيحصل حامل السهم الممتاز على نصيب سنوي ثابت من الأرباح، وتكون له الأولوية عن حامل السهم العادي". (النجار, 2009, p. 194)

فبالأسهم الممتازة عبارة عن "هجين تشبه السندات في بعض الجوانب والأسهم العادية من جوانب أخرى" (عباس, 2008, p. 279)، حيث تعرف بأنها: "حصة في رأس مال المؤسسة لها نسبة أرباح ثابتة، إلا أن المؤسسة غير ملزمة بدفع قيمة هذا الربح في حالة تحقيق خسائر". (المغربي, 2011, p. 198)

2. **خصائص الأسهم الممتازة:** تتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من الخصائص، أهمها (حداد, 2010, p. 188):

- ✓ لا يتمتع حاملو الأسهم الممتازة بحق التصويت في قرارات المؤسسة، بينما يتمتع حاملو الأسهم العادية بهذا الحق؛
- ✓ من المتوقع أن يحصل حاملو الأسهم الممتازة على عوائد ثابتة محددة مسبقا من قبل المؤسسة المصدرة للأسهم؛
- ✓ على عكس الأسهم العادية التي لها فترة استحقاق محددة، فإن الأسهم الممتازة يمكن استدعاؤها من قبل المؤسسة المصدرة في أوقات محددة؛

✓ في حالة تعليق توزيع الأرباح على الأسهم الممتازة، تصبح هذه الأرباح متراكمة ويجب على المؤسسة سدادها قبل توزيع الأرباح على حاملي الأسهم العادية؛

✓ يمكن تحويل بعض إصدارات الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية في بعض الحالات.

3. **مزايا التمويل بالأسهم الممتازة:** توجد العديد من المزايا التي تحصل عليها المؤسسة بإصدارها للأسهم الممتازة، منها (لسلوس, 2012, p. 185):

- ✓ ليس لأصحاب الأسهم الممتازة حقوق تصويت في مجلس الإدارة، لكن لهم الحق في المشاركة في تسيير إدارة المؤسسة، باستثناء الظروف الاستثنائية المنصوص عليها في عقد الإصدار؛

- ✓ ليس للأسهم الممتازة تاريخ استحقاق محدد ما لم يتم تحديده في شروط الإصدار. وهذا يعطي المؤسسات مرونة في استبدال الأسهم الممتازة بالسندات في حالة انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية؛
 - ✓ يؤدي زيادة عدد الأسهم المملوكة في المؤسسة إلى تقليل نسبة الأموال المقترضة مقارنة بالأموال الخاصة، مما يدعم قدرة المؤسسة على الاقتراض؛
 - ✓ عندما تواجه المؤسسة صعوبات مالية، فإنها غير ملزمة بدفع نسبة معينة من الأرباح لحاملي الأسهم الممتازة، وتوقف دفع التوزيعات لا يؤدي إلى إفلاس المؤسسة.
4. **عيوب التمويل بالأسهم الممتازة:** ينجر عن التمويل بالأسهم الممتازة العديد من المساوئ، منها (العزير، 1997، p. 52):
- ✓ عادةً ما تكون تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض، وعلى عكس الفائدة على القروض، لا يتم خصم توزيعات الأرباح من القاعدة الضريبية (الوعاء الضريبي)؛
 - ✓ حملة الأسهم الممتازة معرضون لمخاطر أعلى من حاملي السندات لأنهم لا يضمنون عوائد فورية، وفي حالة الإفلاس يحصل حملة هذه الأسهم على حصة من أموال التصفية بعد حملة السندات؛
 - ✓ لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المطالبة بالأرباح ما لم تقرر إدارة المؤسسة توزيعها.

الفرع الرابع: التمويل بواسطة الأموال شبه الخاصة

هي الأوراق المالية التي تقع بين الملكية والدين وتضاف إلى حساب الأموال الخاصة للمؤسسة، تختلف خصائصها القانونية والمحاسبية عن الأموال الخاصة، لكنها تؤدي نفس الوظائف المالية. تسمح شبه الأموال الخاصة بتحقيق زيادة في الأموال الخاصة دون التأثير على مراقبة المؤسسة. وتكون هذه الأوراق جاذبة للمستثمرين نظراً لأنها توفر فرصة لتحقيق ربح في السوق في المستقبل عند تحويلها إلى أسهم (Conso & Hémici, 2005, p. 468). توجد عدة أصناف لشبه الأموال الخاصة نذكر منها على سبيل المثال:

- ✓ **أسهم ذات عائد ممتاز دون حق التصويت:** هذه الصياغة هي عبارة عن أسهم ممتازة غير مصحوبة بحق التصويت. يجب أن تكون نسبة هذه الأسهم ممتازة في المؤسسة أقل من 25٪ من إجمالي أسهمها، ففي حال حدوث عجز في المؤسسة لمدة ثلاث دورات مالية متتالية يتم استرداد حق حملة هذه الأسهم في التصويت (Bagneris et al., 2004, p. 185)؛
- ✓ **الأوراق المالية التابعة:** هي نوع من السندات يُسمى "أسهم بأولوية الدفع"، وتُسدّد قيمتها فقط بعد تسديد جميع حقوق الدائنين، ولا يتطلب دفع عائدها إذا لم تحقق المؤسسة أرباحاً (Barreau & Delahaye, 2000, p. 359)؛
- ✓ **شهادة الاستثمار:** تُعتبر هذه الأسهم أسهماً عادية خالية من حق التصويت وتكون قيمتها الاسمية مساوية لقيمة السهم العادي الصادرة من قبل المؤسسة. يجب ألا تتجاوز نسبة هذه الأسهم في إجمالي رأس المال للمؤسسة 25٪ (Depallens & Jobard, 1997, p. 703)؛
- ✓ **سندات المساهمة:** وهي أسهم تشبه السندات، وتُسدّد فقط في حالة تصفية المؤسسة بعد تسديد حقوق الدائنين الآخرين باستثناء قروض المساهمة. تحتوي هذه الأسهم على جزء ثابت يعتمد على القيمة

الاسمية للأسهم ويُشكل أكثر من 60% من قيمتها الاسمية، بالإضافة إلى جزء متغير يعتمد على مستوى

الأرباح التي تحققها المؤسسة. (Conso & Hémici, 2005, p. 466)

المطلب الثاني: أموال الملكية داخلية المصدر

تعتبر أموال الملكية داخلية المصدر أهم مصدر تمويلي بالنسبة للمؤسسة لأنه يحافظ على الاستقلالية المالية، ويتيح لها القدرة على الحصول على الموارد المالية في الوقت المناسب، ويحافظ على سمعة المؤسسة عند لجوئها إلى الاقتراض. وهو ما يطلق عليه بالتمويل الذاتي، والذي يقوم على إعادة المؤسسة استثمار الفائض المالي كله أو بعضه في أعمالها، وهذا من أجل تفادي زيادة رأسمالها سواء من أصحابها أو من الغير.

الفرع الأول: التمويل الذاتي

يعرف التمويل الذاتي أو التمويل الداخلي أنه يسمح لكل مؤسسة أو وحدة اقتصادية بالإفراج من نشاطها الخاص عن الموارد اللازمة لتمويلها، وبالتالي تجنب أو الحد من طلب الموارد من النظام المالي (المؤسسات المالية). (Cohen, 1991, p. 43)

ويعرف أيضا بأنه "مصدر من مصادر أموال المؤسسة، تستخدمه المؤسسة الاقتصادية في تمويل احتياجاتها، ويعتبر مؤشر على صحتها المالية، وذلك بقياس مدى قدرتها على تمويل نفسها بنفسها دون اللجوء إلى مصادر خارجية". (Yves & autres, 2002, p. 141)

كما يقصد به " التمويل الذاتي هو العملية التي تقوم على أساها المؤسسة الاقتصادية بتمويل نشاطها واستثماراتها دون اللجوء إلى مصادر خارجية، حيث يتم التمويل بأموالها الخاصة". (Meline, 1982, p. 11)

من خلال ما سبق يظهر التمويل الذاتي قدرة المؤسسة على تمويل نفسها دون الحاجة إلى الاعتماد على مصادر خارجية، ويتم ذلك من خلال استخدام الموارد المالية الناتجة داخليا عن نشاط المؤسسة. يمكن حساب التمويل الذاتي باستخدام العلاقة التالية:

$$\text{التمويل الذاتي} = (\text{نتيجة الدورة-الأرباح الموزعة}) + \text{مخصصات الإهلاك والمؤونات} - \text{استرجاع المؤونات} + \text{فائض/نقص قيمة التنازل}$$

1. أهمية التمويل الذاتي: في المقام الأول يُظهر التمويل الذاتي قدرة المؤسسة على الحفاظ على رأس المال المودَع فيها، وإعادة تشكيله إن أمكن بشكل موسّع، وهذا يشير إلى النمو والتطور الذي يمكن أن يحققه الرأس المال المستثمر في المؤسسة.

يعتبر التمويل الذاتي أحد الموارد المالية بين موارد التمويل الأخرى للمؤسسة، وعلى الرغم من ذلك فإنه يختلف عن باقي المصادر المالية، يحتل التمويل الذاتي مكانة مميزة في سياسة تمويل المؤسسة فهو ليس مكونا عاديا فقط بل هو المحور الأساسي لهذه السياسة. يعكس التمويل الذاتي قدرة المؤسسة على ضمان إعادة تشكيل هيكلها المالي الذي يتم استثماره فيها، ومن خلال هذه القدرة يتمكن التمويل الذاتي من بناء تمويل مستقل

ومستقر، والمساهمة في توفير الأموال التي تستخدم لسداد القروض التي تم الاقتراض بها. وبالتالي يمثل التمويل الذاتي الأساس الذي يساعد في بناء سياسة تمويل مستدامة. (Cohen, 1991, p. 198)

2. مكونات التمويل الذاتي: تتمثل مكونات التمويل الذاتي فيما يلي:

✓ **الأرباح المحتجزة:** تشير إلى الجزء من الأرباح السنوية التي لم تُوزع على ملاك المؤسسة أو تُخصص كاحتياطات. يتم استخدامها لتمويل احتياجات المؤسسة طويلة الأجل، وتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطة المؤسسة، ولتوزيعات على المساهمين في حالة عدم تحقيق أرباح أو في حالة تحقيق خسائر (اندراوس, 2008, p. 378). فهي تلك الأرباح التي حققتها المؤسسة ولم توزع إلى حملة الأسهم العاديين، وبالتالي تعد من المصادر الداخلية لتمويل (أحمد, 2008, p. 87)؛

✓ **الإهلاك:** تمثل تكاليف الاستهلاك التدريجي للأصول التي تتدهور قيمتها بسبب الاستخدام أو التقادم. وتعتبر هذه التكاليف طريقة لتمويل استبدال الأصول عند نهاية عمرها الافتراضي، وبالتالي الحفاظ على القدرة الإنتاجية للمؤسسة على مر الزمن (شباكي, 2002, p. 204)؛

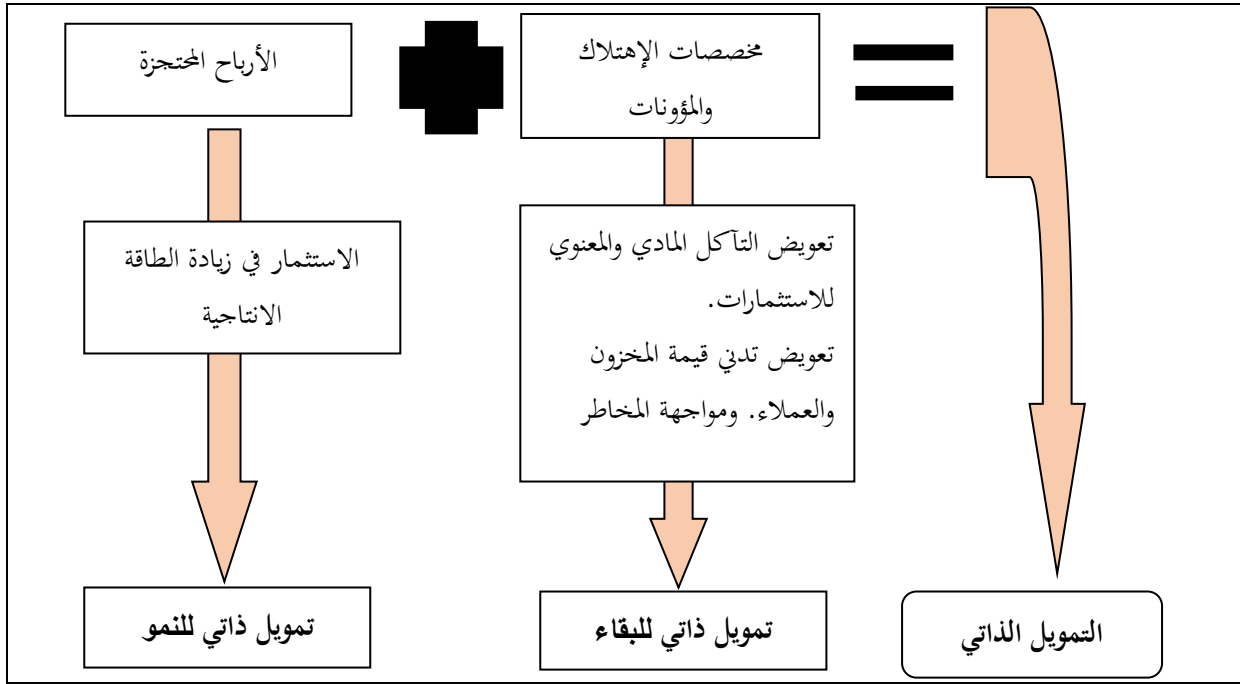
✓ **المؤونات:** تُعتبر مصروفات احتياطية لا تترتب عليها تدفقات نقدية فعلية. وتمثل المؤونات المبالغ المالية التي يتم تجميعها بغض النظر عما إذا كانت المؤسسة حققت ربحاً أو خسارة. تُعد المؤونات تجسيدا لمبدأ المحاسبة للحيلة والحذر، حيث تُعتبر تكلفة تحمل على المؤسسة وتساهم في تحقيق فوائد ضريبية. تُخصص المؤونات قبل حساب الأرباح الخاضعة للضريبة وتساعد على تعويض الانخفاض المتوقع في قيمة الأصول. (عدون, 1999, p. 26)

3. أنواع التمويل الذاتي: يمكن أن نميز بين نوعين من التمويل الذاتي (بن ساسي & فريشي, 2011, p. 261):

✓ **النوع الأول:** تمويل ذاتي للبقاء، يهدف إلى الحفاظ على القدرة الإنتاجية والإيرادية للمؤسسة، ويشمل مخصصات الإهلاك والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي؛

✓ **النوع الثاني:** تمويل ذاتي للنمو، يهدف إلى التوسع وتنمية المؤسسة ويشمل الأرباح المحتجزة (غير الموزعة). والشكل التالي يوضح الأنواع المختلفة للتمويل الذاتي واستخداماتها. والشكل رقم (3) يوضح أنواع التمويل الذاتي.

شكل رقم (03): أنواع التمويل الذاتي



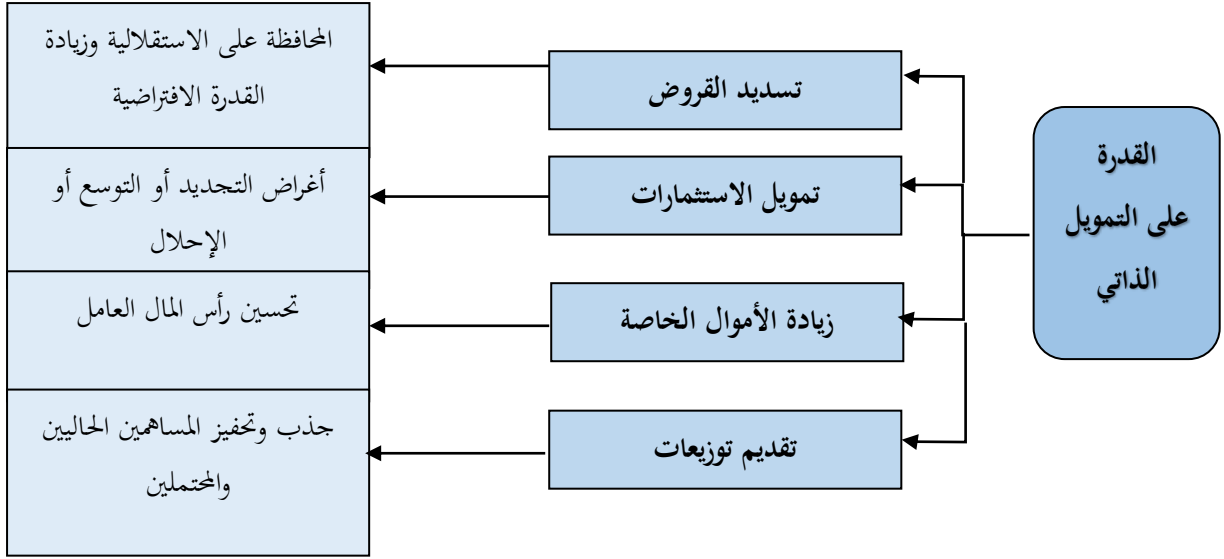
المصدر: إلياس، ب. س & قريش، ي. (2011). التسيير المالي: الإدارة المالية. (2 ed). الأردن: دار وائل للنشر والطباعة والتوزيع. ص. 261.
 إن الاعتماد على التمويل الذاتي في تمويل نشاط المؤسسة يحقق لها المرونة المالية الكافية التي تسمح لها بالاستقلالية المالية عن الأطراف الخارجية، وذلك كون التمويل الذاتي يرفع من حجم الأموال الخاصة للمؤسسة ويقلل درجة الاستدانة فيها ما يترتب عنه زيادة درجة الاستقلالية للمؤسسة، بالإضافة لاعتباره مؤشر هام على قدرة المؤسسة لسداد التزاماتها.

الفرع الثاني: القدرة على التمويل الذاتي

القدرة على التمويل الذاتي هو قدرة المؤسسة على تغطية احتياجاتها المالية باستخدام مواردها الذاتية التي تحصلت عليها نتيجة قيامها بنشاطها الأصلي ودون اللجوء إلى تسييل أصولها الثابتة. يمكن على هذا الأساس تعريف القدرة على التمويل الذاتي "هو ما يتبقى للمؤسسة خلال الدورة من أموال سواء لتدعيم الأموال الخاصة أو لمواجهة تدهور الأصول ومواجهة الأخطار الأخرى، هذه القدرة لا تؤخذ بعين الاعتبار عمليات التخلي عن الأصول (Sopel, 2008, p. 90). باختصار، تُعدُّ القدرة على التمويل الذاتي عنصراً أساسياً لنجاح المؤسسات، حيث تمنحها الاستقلالية المالية والقدرة على التحكم في تمويلها الخاص وتحقيق النمو المستدام.

1. استخدامات قدرة التمويل الذاتي: إن القدرة على التمويل الذاتي قدرة هامة للمؤسسات، حيث تُمكنها من تلبية احتياجاتها المالية باستخدام مواردها الداخلية دون الحاجة إلى الاعتماد على تمويل خارجي، ومن خلال الخلفية النظرية يمكن باختصار إدراج استخدامات قدرة التمويل الذاتي في الشكل الموالي.

شكل رقم (04): استخدامات قدرة التمويل الذاتي



المصدر: عبد السلام، ب. ج. (2017). محاضرات غير منشورة في مالية المؤسسة. جامعة 8 ماي 1945: كلية العلوم الاقتصادية وتجارة وعلوم التسيير.

ويمكن توضيح استخدامات قدرة التمويل الذاتي على النحو التالي:

- ✓ تعزيز الاستقلالية المالية: يساهم تحقيق القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسات في تعزيز استقلاليتها المالية، حيث لا تعتمد بشكل كامل على مصادر تمويل خارجية. وبذلك تتمتع المؤسسة بحماية من تقلبات أسواق التمويل واتخاذ القرارات المالية الحاسمة بشكل مستقل؛
- ✓ تحقيق الاستدامة المالية: عندما تكون المؤسسة قادرة على تمويل نشاطها من مواردها الداخلية، يتيح ذلك لها الاستمرارية والاستدامة المالية على المدى الطويل، فهي قادرة على تلبية الالتزامات المالية والاستثمار في التطوير والنمو دون الحاجة إلى قروض أو تمويل خارجي؛
- ✓ تعزيز القدرة على الاستثمار: بفضل القدرة على التمويل الذاتي، تتاح للمؤسسة فرص أوسع للاستثمار في مشاريع جديدة وتوسعة الأعمال الحالية، يمكنها تخصيص الموارد المالية لتمويل أفكار ومشاريع مبتكرة تساهم في تحقيق النمو والربحية المستدامة؛
- ✓ تقليل تكلفة التمويل: عند استخدام الموارد الداخلية لتلبية احتياجاتها المالية، تتجنب المؤسسة دفع فوائد القروض وتكاليف التمويل الخارجي. وبالتالي تستفيد من تكلفة تمويل أقل مما يزيد من هامش الربح ويعزز تنافسيتها في السوق؛
- ✓ تعزيز الثقة والمصداقية: يعكس تحقيق القدرة على تمويل نشاطها الذاتي استقلاليتها وقدرتها على تحمل المخاطر المالية. وبالتالي يمكن أن يزيد ذلك من مصداقيتها وثقة الجهات الخارجية مثل المستثمرين والمصارف وشركاء الأعمال.

2. طريقة حساب قدرة التمويل الذاتي: عموماً يوجد طريقتان لحساب القدرة على التمويل الذاتي، وهما كالتالي:

1.2. الطريقة المباشرة (طريقة الطرح): تنطلق هذه الطريقة من الفائض الإجمالي للاستغلال وتضيف ما يأتي بعده من نواتج قابلة للتحصيل (باستثناء التخلي عن الأصول) وطرح الأعباء قابلة للتسديد، وتعتبر هذه الطريقة مجهدة نوعاً ما لكثرة العناصر الداخلة في حسابها. (Grandguilot & Grandguilot, 2007, p. 67)

القدرة على التمويل الذاتي = الفائض الإجمالي للاستغلال + نواتج أخرى للاستغلال - أعباء أخرى للاستغلال ± النتيجة المالية ± النتيجة الاستثنائية للدورة (غير العادية) - الضرائب الواجب دفعها على الأرباح + الضرائب المؤجلة على النتائج العادية.

2.2. الطريقة غير المباشرة (الطريقة التجميعية): الطريقة التصاعديّة وهي الأكثر استخداماً. حيث تنطلق من النتيجة الصافية وإدخال الأعباء المقيدة محاسبياً فقط ولكنها غير مدفوعة (مخصصات الإهلاك والمؤونات وخسائر القيمة) وإبعاد الإيرادات المقيدة محاسبياً فقط ولكنها غير مقبوضة (استرجاع المؤونات وخسائر القيمة)، مع إقصاء فوائض ونواقص قيمة الأصول المتنازل عنها. (Meunier-Rocher, 2003, p. 167)

القدرة على التمويل الذاتي = نتيجة الدورة + مخصصات الإهلاكات والمؤونات (الاستغلالية، المالية والاستثنائية) - استرجاع المؤونات (الاستغلالية، المالية والاستثنائية) + القيمة المحاسبية الصافية للأصول المتنازل عنها - نواتج التنازل عن الأصول.

تبين هذه الطريقة ما تحقّقه المؤسسة من موارد من النشاط التجاري والصناعي ثم طرح ما تبقى من أعباء للوصول في الأخير للقدرة على التمويل الذاتي.

المطلب الثالث: الاستدانة

تعد الديون جزءاً هاماً من الهيكل المالي لأي مؤسسة. إن تضمين الديون كجزء من الهيكل المالي يتيح للمؤسسة الحصول على التمويل اللازم لتمويل أنشطتها ومشاريعها بطريقة تتيح لها النمو والتوسع، فهي تمثل المبالغ المستدانة من المؤسسات المالية أو الجهات الأخرى. ويمكن أن تكون في شكل قروض بنكية، سندات، قروض مستحقة الدفع، أو أي اتفاقية أخرى تتضمن الالتزامات المالية.

الفرع الأول: الديون قصيرة الأجل

الديون القصيرة الأجل هي المبالغ المستخدمة من قبل المؤسسة لتغطية احتياجاتها المالية الحالية، وتعتمد على الأصول المتداولة. عادة ما تكون مدة هذه الديون لا تتجاوز سنة مالية، لكنها قد تصل إلى سنتين في بعض الحالات (بوراس، 2008، p. 36). ويتكون التمويل قصير الأجل من: الائتمان التجاري والائتمان المصرفي.

1. الائتمان التجاري: هو التمويل الذي يتم الحصول عليه من موردي السلع والخدمات على مدار الفترة بين تسليم السلع (أو توفير الخدمة) وتسوية الحساب لاحقاً من قبل المستلم. خلال هذه الفترة يمكن للمؤسسة

الاستمتاع بالسلع أو الاستفادة من الخدمة المقدمة دون الحاجة للدفع، منح العملاء فترة ائتمان هو جزء من العلاقات التجارية الطبيعية في معظم صناعات، لهذا السبب يُطلق عليه أحيانا "التمويل التلقائي". تشمل ميزات الائتمان التجاري الإضافية مقدار الائتمان الذي يُسمح للمؤسسة بالحصول عليه، ما إذا كان يتم دفع فائدة على الحسابات المتأخرة، وما إذا كانت هناك تخفيضات مقدمة للدفع المبكر. (Pike & Neale, 2009, p. 380)

1.1 مفهوم الائتمان التجاري: الائتمان التجاري هو "الحصول على الاحتياجات والمستلزمات عبر فترة ائتمانية دون دفع نقدي مباشر، حيث يُمنح المستفيد فترة زمنية للتسديد. تستخدم المؤسسة الائتمان لشراء مستلزمات ومواد أولية من الموردين دون شروط دفع نقدي محددة، حيث يتم تحديد موعد الدفع بناءً على طول فترة الائتمان الممنوحة". (المشهداني، العبيدي، & الجنابي، 2014، p. 260)

هو عبارة عن "ائتمان قصير الأجل هو نوع من الائتمان يُمنحه المورد للمشتري عند شرائه بضاعة لإعادة بيعها في المستقبل. على الرغم من أن المؤسسات الصناعية لا تعتمد كثيرا على هذا النوع من الائتمان مقارنةً بالمؤسسات التجارية، إلا أن الائتمان التجاري يُعتبر من المظاهر الهامة للنظام التجاري المعاصر". (الشواورة، 2013، p. 93) وعليه فالائتمان التجاري ينشأ عن العمليات الجارية التي تقوم بها المنشأة، والمتمثل في الفترة الفاصلة بين تاريخ شراء البضاعة أو المواد الأولية وبين تاريخ تسديد قيمة هذه المشتريات، حيث يتسنى للمنشأة خلال هذه الفترة الاستفادة من تلك الأموال.

2.1 أشكال الائتمان التجاري: يأخذ الائتمان التجاري أحد الأشكال التالية:

✓ **الحساب الجاري:** أكثر أشكال الائتمان التجاري تداولاً المبني على الثقة المتبادلة بين المورد والمؤسسة (صباح، 2013، p. 308)، وعادةً، يُثبت المورد ذلك من خلال وثائق مثل طلب الشراء وفاتورة الشحن (دريد كامل، 2009، p. 222)؛

✓ **الأوراق التجارية (الكمبيالات):** يستخدم هذا النوع من الائتمان التجاري للتحوط من المستجدات المستقبلية بدلا من الاعتماد على الثقة بين المؤسسة والمورد، حيث يلتزم المشتري بتسديد دين مستقبلي في وقت محدد (صباح، 2013، p. 308)؛

وفي الأخير الائتمان التجاري مصطلح يشير إلى الأرصدة المستحقة للموردين، إنه مصدر تمويل تلقائي حيث يأتي من عمليات الأعمال العادية، وهو أرخص شكل لتمويل المخزون. من فوائد الائتمان التجاري: إنه متوفر بسهولة، حيث يرغب الموردون في الحصول على الأعمال؛ ولا يتطلب ضمانات؛ وعادةً لا يُطلب الفائدة أو إذا طُلبت، فإن المبلغ يكون ضئيلا؛ وغالبا ما يكون المدينون التجاريون متسامحين في حالة وجود مشاكل مالية للمؤسسة. ومع ذلك من بين العيوب في القيام بذلك هو التخلي عن أي خصم نقدي معروض واحتمال تخفيض تصنيف الائتمان للمؤسسة. (SHIM & SIEGEL, 2007, p. 133)

2. الائتمان المصرفي: عبارة عن قروض قصيرة الأجل تحصل عليها المؤسسة من البنوك، ويمتاز بتكلفة أقل من الائتمان التجاري في حال عدم استفادة المؤسسة من الخصم، ويعتبر مصدرا لتمويل الأصول الدائمة في المؤسسات

التي تواجه صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر طويلة الأجل (هندي، 1998، p. 8). للائتمان المصرفي العديد من الأشكال، والتي سيتم ذكر أهمها فيما يلي:

- ✓ **تسهيلات الصندوق:** قروض تمنحها البنوك للمؤسسات التي تعاني من عجز مالي مؤقت، لتغطية الفجوة حتى تحقيق الإيرادات (بوراس، 2008، p. 38)، يتميز بالمرونة حيث يُمكن للمؤسسة استخدامه حسب احتياجاتها، ويترتب عليه مصاريف مالية فقط على المبلغ المستخدم فعلياً خلال فترة القرض (Rejem, 2005, p. 101)؛
- ✓ **السحب على المكشوف:** اتفاق مسبق بين البنك والمؤسسة يسمح للمؤسسة بسحب مبلغ يتجاوز رصيدها الحالي في الحساب الجاري (الستار & العامري، 2003، p. 247)، ويصبح الحساب مديناً لدى البنك لفترة تتراوح بين 15 يوماً وسنة (معراج & عمر، 2013، p. 49)؛
- ✓ **الاعتماد الموسمي:** يمنح للمؤسسات التي تتميز بنشاط موسمي وتواجه احتياجات ناتجة عن التباعد الزمني بين مراحل التمويل والإنتاج والبيع والتحصيل، حيث لا تستطيع تغطيتها بالموارد الحالية. وبالتالي تقوم المؤسسات باللجوء إلى البنك للاستفادة من قرض موسمي يمتد لفترة تتراوح من بضعة أشهر إلى سنة (Rejem, 2005, p. 103)؛
- ✓ **الخصم:** عبارة عن قرض قصير الأجل يتم تمويله من البنك بشراء الورقة التجارية من حاملها قبل تاريخ الاستحقاق (بوراس، 2008، p. 39). أي الورقة التجارية قرض قصير الأجل يتم تمويله من البنك للمؤسسات، وتُستخدم إذا كان تاريخ استحقاقها أقل من 90 يوماً، وقد يتم رفض خصم بعض الأوراق إذا كانت تحمل مخاطر عدم السداد الكبيرة أو تجاوزت مبلغاً محدداً. (Honoré, 2004, p. 86)

الفرع الثاني: الديون طويلة ومتوسطة الأجل

تشكل الديون طويلة ومتوسطة الأجل جزءاً من الهيكل المالي للمؤسسة، وقد تكون مفيدة في تمويل نمو المؤسسة وتحقيق أهدافها. هذه القروض تستخدم عادة لتمويل مشروعات كبيرة أو لتلبية احتياجات رأس المال للمؤسسات لفترات طويلة تتراوح عادة بين سنوات إلى عقود.

1. **القروض البنكية متوسطة الأجل:** قروض تمنح لمدة تتراوح من سنة إلى خمس سنوات (أحياناً سبع سنوات)، تستخدم لتمويل عمليات رأسمالية للمؤسسات، مثل شراء آلات جديدة للتوسع بوحدة جديدة أو إجراء تعديلات لتطوير الإنتاج. (عبد المطلب، 2000، p. 113)

2. **القرض الإيجاري (الاعتماد التجاري):** بديل عن الاقتراض حيث يسمح باستخدام الممتلكات دون امتلاك ملكية قانونية مع إمكانية ممارسة خيار في نهاية العقد ويخضع لدفع الإيجار. غالباً ما تستخدم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هذا النوع من العقود، في حالة البضائع التي يتم تجديدها بشكل متكرر، أو عندما لا ترغب المؤسسات في اقتراض مبالغ كبيرة جداً (Nippert, 2008, p. 451)، فهو اتفاق بين المؤجر والمستأجر يتم بموجبه تأجير أصل معين للمستأجر لفترة محددة، حيث يقوم المستأجر بدفع مبالغ محددة بتواريخ محددة للمؤجر. (كراجة & آخرون، 2006، p. 65)

الاعتماد التجاري عملية تقوم بها مؤسسة مالية مؤهلة (البنك، المؤسسة المالية، مؤسسة تأجير مؤهلة قانونياً لذلك...)، تضع بموجبها آلات أو معدات أو أصول مادية بحوزة مؤسسة للاستخدام عبر عقد إيجار مع

إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة، يتم سداد ثمن الإيجار على أقساط متفق عليه (طرش, 2010, p. 55). وهناك نوعي التأجير هما: التأجير التشغيلي والتأجير المالي.

✓ **التأجير التشغيلي (العملي):** عقد إيجار يبرم لمدة قصيرة تتراوح في نهاية العقد بين سنتين أو ثلاث سنوات قابلة للإلغاء، حيث تعود ملكية الأصل المؤجر إلى المؤسسة المؤجر بنهاية العقد، ولا يتمتع المستفيد بالحق في اختيار شراء الأصل في نهاية مدة العقد؛

✓ **التأجير التمويلي (المالي):** كما يسمى التأجير الرأسمالي أو تأجير الدفع الكامل، ويمثل مصدرا تمويليا للمؤسسة المستأجرة لأنه يمنح إمكانية شراء الآلات في نهاية العقد ولا يمكن إلغاؤه أو فسخه إلا بموافقة (المؤجر - المستأجر) (قسوري & قسوري, 2020, p. 35)، تستخدمه المؤسسات لشراء تجهيزات محددة التي ضمناها بالتجهيزات الممولة حيث يضع البنك حجزا عليها كضمان، ويكون البنك محولا بالتصرف في التجهيزات في حال عدم السداد من قبل المؤسسة مثل بيعها لاسترجاع أمواله. (العزير, 2001, p. 67)

3. **القروض البنكية طويلة الأجل:** تعني حصول المؤسسة على أموال من مصادر خارجية لمدة تتجاوز سبعة سنوات لتوسيع نشاطها أو إقامة مشاريع جديدة. يتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع باتفاق مع المقرض، يتم تسديد المبلغ على شكل دفعات حسب الاتفاق، وتعتمد شروط القرض على تقييم المركز المالي للمقرض والمقترض. يمكن أن يكون سعر الفائدة ثابتا أو متغيرا ويحدد مقدار العمولة وجدول التسديد عند التعاقد، قد يطلب المقرض ضمانات مثل الحفاظ على سيولة الأموال ونسبة المديونية ومقدار الأرباح المسموح بتوزيعها. (دريد كامل, 2007, p. 218)

4. **السندات:** تعرف السندات أنها: "من الديون طويلة الأجل، تمثل ورقة مديونية تتضمن التزاما بالدفع خلال مدة تزيد عن سنة، تصدرها المؤسسات الخاصة أو الهيئات الحكومية، فالسند هو حصة قرص طويلة الأجل مدفوعة للجهة المصدرة لهذا السند" (براق & غري, 2014, p. 46). فسند عقد طويل الأجل يتم بموجبه اتفاق المقرض على دفع الفائدة والمبلغ الأصلي في تواريخ محددة لحملة السند (Brigham & Houston, 2009). كما تعرف على أنها "مستندات تعطي لحاملها صفة الدائن أمام المؤسسة المصدرة لها والتي تلتزم بتسديد المستحقات المحددة وتدفع لهم فائدة سنوية ثابتة، ولهذا جاءت تسميتها بالدخل الثابت". (Jacquillat, Solnik, & Pérignon, 2014, p. 16)

صحيح السند هو أداة دين طويلة الأجل يكون موعد استحقاقها النهائي عادة 10 سنوات أو أكثر. إذا كانت مدة استحقاق الأمان أقل من 10 سنوات عادة يُطلق عليه اسم "أوراق مدينة"، ولفهم السندات بشكل كامل، يجب أن نكون على دراية ببعض المصطلحات الأساسية والسماة المشتركة للسندات، وتمثل (Horne & John M. Wachowicz, 2009, p. 528):

✓ **القيمة الاسمية:** تمثل القيمة الاسمية للسند المبلغ الذي سيتم دفعه للمقرض عند استحقاق السند، ويُشار إليها أيضا بالقيمة الوجهية أو رأس المال. باستثناء السند الخالي من الفائدة، تدفع معظم السندات فائدة يتم حسابها بناءً على القيمة الاسمية للسند؛

✓ **معدل الفائدة:** يُشار إلى المعدل الفعلي للفائدة على السند بمصطلح معدل الفائدة؛

- ✓ **الاستحقاق:** تكون للسندات دائما فترة استحقاق محددة. وهذا هو الوقت الذي يلتزم فيه المؤسسة بدفع حامل السند قيمة السند الاسمية.
- أي السندات تمثل أدوات مالية قابلة للتداول تتضمن وعدا من الجهة المصدرة بدفع مبلغ محدد (القيمة الاسمية) لحامل السند عند استحقاقها، بالإضافة إلى ذلك تُدفع فوائد ثابتة بانتظام على فترات زمنية محددة. وللسندات أنواع وأشكال مختلفة نذكر بعضها:
- ✓ **سندات الدخل:** (Income Bonds) هي نوع من السندات يتم فيه دفع الفائدة فقط عند تحقيق المؤسسة للأرباح، قد تحتوي هذه السندات على خاصية تراكم الفوائد غير المدفوعة في سنة معينة. إذا قامت المؤسسة بتحقيق أرباح في المستقبل، يجب أن تدفع الفائدة المتراكمة في حدود الأرباح المتاحة، ومع ذلك يكون التزام التراكم عادة محدودا إلى مدة لا تزيد عن ثلاث سنوات؛
- ✓ **سندات الجنك:** (Junk Bonds) خلال فترة الثمانينات ظهرت سوق نشطة للسندات غير الاستثمارية، وتسمى "جنك" أو "العائد العالي". استخدمت سندات الجنك في الاستحواذ وعمليات الشراء برأس المال المديون (المستثمرون الرئيسيون في سندات الجنك يشملون صناديق التقاعد وصناديق الاستثمار العامة عالية العائد وبعض الأفراد الذين يستثمرون بشكل مباشر).
- ✓ **سندات الرهن العقاري:** (Mortgage Bonds) إصدار سندات الرهن العقاري يكون مؤمنا برهن أصول محددة للمؤسسة، وعادة ما تكون هذه الأصول ثابتة. يتم وصف الملكية الخاصة بالسندات المؤمنة بالتفصيل في الرهن الذي هو الوثيقة القانونية التي تمنح حامل السند بالرهن حقوقا على الملكية، يجب أن تتجاوز القيمة السوقية للضمان المبلغ المستحق من السندات بفارق آمن (Horne & John M. Wachowicz, 2009, p. 530)؛
- ✓ **السندات غير المؤمنة:** لا يتم توفير أي ضمانات على أصول المؤسسة للسندات غير المؤمنة، وتسمى أيضا السندات البسيطة أو العارية، يتم التعامل مع هذا النوع من السندات كدائنين غير مؤمنين في وقت تصفية المؤسسة؛
- ✓ **السندات القابلة للتسديد:** يجب أن تُسدد هذه السندات عند انتهاء فترة معينة، يتم دفع الفائدة بانتظام، ويتم إعادة الاستثمار الأولي بعد انقضاء فترة الاستحقاق المحددة؛
- ✓ **السندات غير قابلة للتسديد:** هذا النوع من السندات لا يمكن استرداده أثناء فترة عمر المؤسسة (Paramasivan & Subramanian, 2009, p. 33)؛
- ✓ **السندات القابلة للتحويل:** هي السندات التي يكون لحاملها خيار تحويلها كليا أو جزئيا إلى أسهم، عادة ما يتم تحويل هذه السندات إلى أسهم رأس مال، قد يكون تحويل السندات على النحو التالي: السندات غير القابلة للتحويل، السندات القابلة للتحويل بالكامل، والسندات القابلة للتحويل جزئيا (d'Arcimoles & Saulquin., 2006, p. 249)؛
- ✓ **سندات التي تسدد بأسهم (ORA):** هذا النوع لا يتيح لحاملها الخيار لتحويلها، فهي محولة تلقائيا عند تاريخ استحقاقها ولا يترتب عليها أي تدفق نقدي. (Charles & Redor, 2009, p. 13)

المبحث الثالث

اتجاهات الهيكل المالي

تتبنى المؤسسات تقنيات متنوعة لتحديد واختيار هيكلها المالي بما يتناسب مع دورة حياتها، حيث يُستخدم مجموعة متنوعة من الأساليب لاختيار تركيبة الهيكل المالي بين الدين وحقوق الملكية، بالإضافة إلى تحديد الأدوات المالية الملائمة لتحقيق هذه التركيبة، يتوجب تواءم خيارات التمويل مع خصائص البيئة ودورة حياة المؤسسة. يتجلى تحديد الهيكل المالي كعملية استراتيجية تتطلب تحليلاً دقيقاً لاختيار الأدوات المالية الفعّالة لجمع الأموال وتمويل الاستثمارات، مما يساهم في تحقيق توازن بين تحقيق الأهداف الاستراتيجية وتعزيز استدامة الأعمال. يُسلط الضوء في هذا السياق على كفاءة اختيار المؤسسات هيكلها المالي الملائم الذي تدعم جمع الأموال وتمويل استثماراتها وفقاً لدورة حياتها، وذلك وفق المطالب التالية:

✓ **المطلب الأول:** سلوك الهيكل المالي وفق دورة حياة المؤسسة؛

✓ **المطلب الثاني:** قرار تشكيل الهيكل المالي؛

✓ **المطلب الثالث:** تقنيات تحديد الهيكل المالي.

المطلب الأول: سلوك الهيكل المالي وفق دورة حياة المؤسسة

تشمل دورة حياة المؤسسة مراحل مختلفة تمر بها أثناء نموها وتطورها. تبدأ المؤسسة عادة من مرحلة البداية، حيث يتم تأسيسها، ومن ثم تنتقل إلى مرحلة النمو والازدهار، وبعدها إلى مرحلة النضج والاستقرار. في كل مرحلة تواجه المؤسسة احتياجات مالية مختلفة وتحتاج إلى تشكيلة هيكل مالي محددة (مصادر تمويل متنوعة) لتلبية هذه الاجتياحات.

الفرع الأول: مراحل دورة حياة المؤسسة

تجدر الإشارة ليس بالضرورة أن تمر كل المؤسسات بنفس المراحل وأن تتمتع بنفس الخصائص في كل مرحلة، فيمكن للمؤسسات أن تتجاوز بعض المراحل، تتمثل مراحل دورة حياة المؤسسة في (بقياي، 2021، p. 40):

✓ **مرحلة الإنشاء:** بعد دراسة السوق تبدأ المؤسسة في البحث عن العملاء؛

✓ **مرحلة الانطلاق:** تبدأ المؤسسة في تحقيق الربح خلال هذه المرحلة؛

✓ **مرحلة التوسع:** المؤسسة على دراية ومعرفة بالسوق ويكون الطلب على منتجاتها مرتفعاً، فتتوفر على طلبيات بشكل سريع ومنتظم؛

✓ **مرحلة النمو:** يتباطأ الطلب في هذه المرحلة على منتج المؤسسة بسبب ظهور منتج جديد و/أو بظهور منافس جديد وبأسعار منافسة؛

✓ **مرحلة النضج:** في هذا المستوى لا تقوم المؤسسة إلا بالاستجابة للطلب بإحلال منتج جديد محل آخر سابق؛

✓ **مرحلة الزوال:** وهنا تواجه المؤسسة ظهور منتج جديد واستحواذه على السوق أو قدم التكنولوجيا المستعملة وضعف الطلب على منتجاتها.

الفرع الثاني: خصائص الهيكل المالي حسب دورة حياة المؤسسة

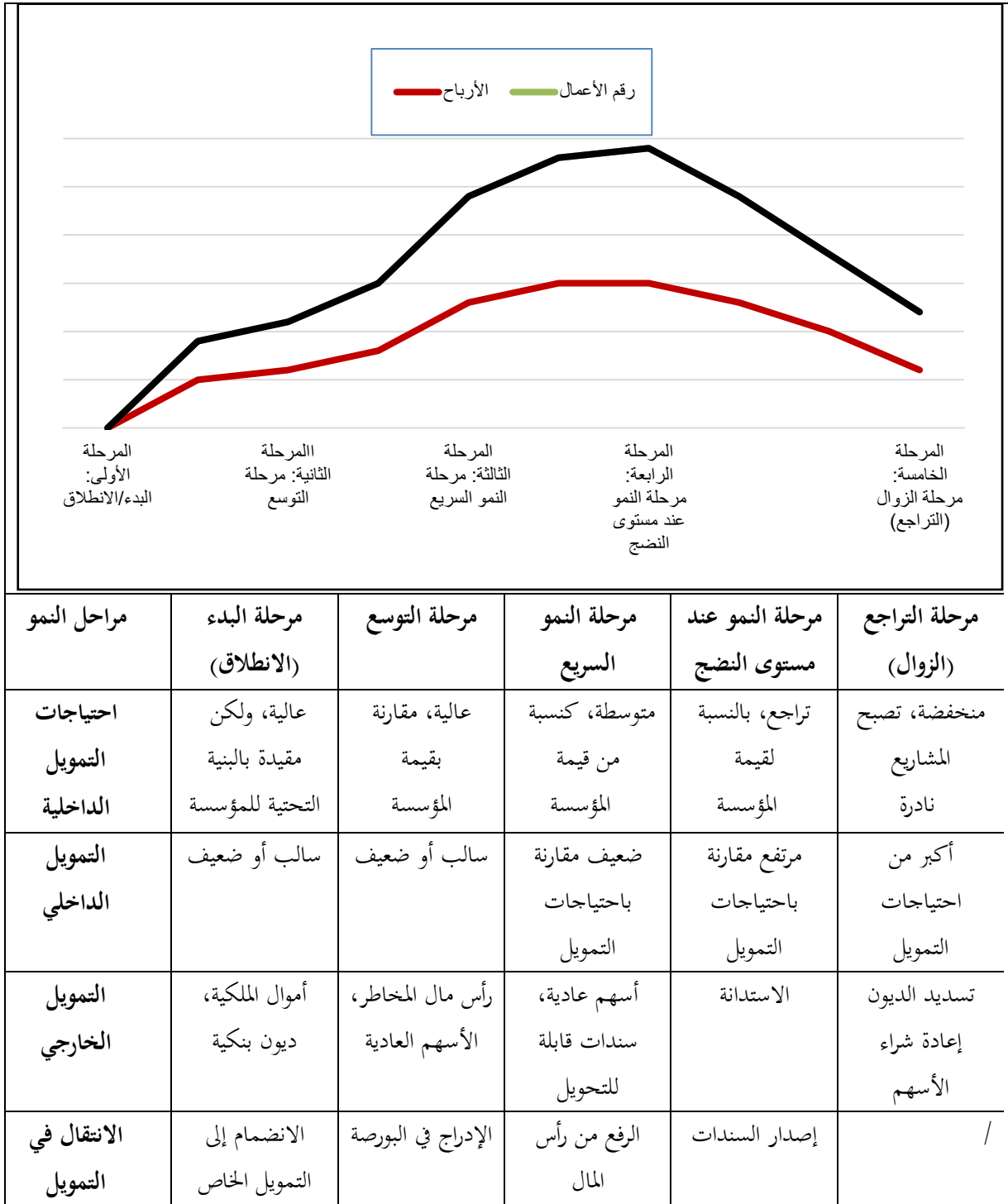
تتاح للمؤسسات عدة خيارات هامة عند السعي لتشكيل هيكلها المالي، ولكن الطريقة التي تستخدم فيها هذه الخيارات تختلف بشكل كبير اعتمادا على المرحلة التي تتواجد فيها في دورة حياتها. تعتمد معظم المؤسسات أساسيات تمويلها على التمويل الذاتي من خلال التدفقات النقدية التي تولدها الأصول الحالية للمؤسسة، على الرغم من أن أهمية التمويل الذاتي المتاح قد تكون محدودة بقدرة الاستثمارات الحالية على توليد التدفقات النقدية. عندما تتجه المؤسسات نحو التمويل الخارجي (أي من خلال التدفقات النقدية التي تولدها مصادر خارجية للمؤسسة) يختلف نوع التمويل الذي تستخدمه وفقا لمراحل نموها المختلفة. ففي مرحلة البداية تميل المؤسسات إلى التمويل بشكل أساسي من الأموال الخاصة والديون المصرفية مع تحسن وضعها تبحث المؤسسات عن رؤوس أموال خاصة أو رأس مال مخاطر، وفيما بعد عن المساهمين العاديين. أما المؤسسات المدرجة التي تتميز بنمو قوي تمويل هذا النمو من خلال إصدار السندات القابلة للتحويل وزيادات رأس المال، ومع تقدمها في النضوج تتجه إلى السندات المؤسسة وأنواع أخرى من الديون. وأخيرا عندما يبدأ الإيرادات في الانخفاض وتنخفض احتياجات الاستثمار، تكون المؤسسات أكثر استعدادا لشراء أسهمها وسداد ديونها.

في إطار دورة تشكيل الهيكل المالي هذه تقوم المؤسسات بالانتقال من وضعية تمويلية إلى أخرى، تحدث أول هذه الانتقالات عندما تتواصل مؤسسة غير مُدرجة مع مؤسسة رأس المال الاستثماري للحصول على رأس المال الإضافي، فتحصل مؤسسات رأس المال الاستثماري على حصص كبيرة في المؤسسات غير المدرجة وتشارك بنشاط في إدارتها، وتبحث عن استراتيجيات الخروج التي يمكنها من تحويل نجاحها إلى سيولة. مع تطور المؤسسة وزيادة احتياجاتها لرأس المال تُدرج في البورصة، حيث تقسم رأس المال الخاص بها إلى أسهم وتقدم هذه الأسهم للجمهور بسعر محدد مسبقا، في هذه العملية تدعم البنوك الاستثمارية المؤسسة وتضمن السعر وتوفر دعما تقنيا وترويجيا. يمكن للمؤسسة المدرجة جمع أموال جديدة وزيادة ديونها من خلال إصدار أسهم أو سندات في السوق أو عن طريق إصدار حقوق الاكتتاب للمساهمين الحاليين، في هذه المرحلة يميل اللجوء إلى البنوك الاستثمارية إلى الانخفاض (Damodaran, 2007, p. 720). وعليه يجب تحليل دورة حياة المؤسسة وتقييم احتياجاتها المالية في كل مرحلة، وتحديد الهيكل المالي المناسب الذي يتناسب مع خصوصيتها وأهدافها، وذلك لضمان نجاح أنشطتها واستدامتها في المستقبل (Damodaran, 2007, pp. 690, 691):

✓ **في مرحلة البدء:** (Phase de démarrage) يكون الاحتياج للتمويل الخارجي مرتفعا ولكنه يتعارض مع بنية المؤسسة، وقد يكون سلبيا أو ضعيفا من حيث المبلغ المتاح للمؤسسة. وتستخدم المؤسسات الودائع المصرفية أو القروض البنكية لتمويل العمليات في هذه المرحلة؛

- ✓ في مرحلة التوسع: (Phase d'expansion) تكون احتياجات التمويل الخارجي معتدلة بالمقارنة مع قيمة المؤسسة وضعيفة بالنسبة لاحتياجات التمويل. يمكن أن تستخدم المؤسسات الأسهم العادية، الخيارات على الأسهم، والسندات القابلة للتحويل لجمع الأموال؛
- ✓ في مرحلة النمو القوي: (Phase de forte croissance) تكون احتياجات التمويل الخارجي متزايدة نسبياً مقارنة بقيمة المؤسسة وعالية بالنسبة لاحتياجات التمويل. يمكن أن تستخدم المؤسسات الديون لتلبية احتياجات الاستثمارات؛
- ✓ في مرحلة النمو إلى النضج: (Phase de croissance à maturité) تنخفض احتياجات التمويل الخارجي نسبياً بالنسبة لقيمة المؤسسة وتكون مرتفعة مقارنة باحتياجات التمويل. تستخدم المؤسسات الديون للتمويل؛
- ✓ في مرحلة الانحدار: (Déclin) يكون التمويل الذاتي أكثر من احتياجات إعادة الاستثمار. يمكن أن تقوم المؤسسات بخفض الديون وشراء أسهمها الخاصة. والشكل الموالي يُلخص سلوك الهيكل المالي في مختلف مراحل نمو المؤسسة. والشكل رقم 05 يوضح تحليل سلوك الهيكل المالي حسب دورة حياة المؤسسة.

شكل رقم (05): تحليل سلوك الهيكل المالي حسب دورة حياة المؤسسة



Source: Damodaran, A. (2007). *Finance d'Entreprise Théorie et Pratique*. (2 ed). France: Boeck université. p p 691, 759.

من خلال الشكل السابق نستخلص أن تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة متعددة ومتغيرة تبعاً لمراحل التطور التي تمر بها طوال مدة حياتها، تبدأ من استقرار فكرة الاستثمار عند صاحب المؤسسة وتستمر حتى بلوغ المرحلة النضج وبعدها التراجع، تضمن هذه التشكيلة تمويل مختلف المراحل وتكاليف النمو والتوسع، وكذلك الاستثمارات الإضافية وتسديد الديون في مرحلة النضج. بالاعتماد على الأوقات والمتغيرات تتطلب معظم المؤسسات تمويلاً داخلياً وخارجياً لمواجهة تحدياتها وضمان استمرارية نموها وتنميتها في السوق.

كما نلاحظ من خلال الشكل بأن الهيكل المالي يتغير تبعاً لتغير مراحل النمو التي تمر بها المؤسسة، حيث تمر المؤسسة بخمسة مراحل أساسية، تتميز كل مرحلة بخصائص محددة، نذكرها في النقاط التالية (بوراس، 2008، pp. 19-23):

✓ **مرحلة الانطلاق:** تحتاج المؤسسة إلى توفير الأموال الخاصة التي ستساعد في تغطية جزء من المصاريف الأولية مثل التجهيزات وتكاليف التشغيل، خلال هذه المرحلة قد تكون مردودية المؤسسة سالبة بسبب التكاليف الثابتة والقليل من حجم الإنتاج. لذلك لا يمكن الاعتماد على الأموال الخاصة أو النتائج المتوقعة لتمويل داخلي، وتضطر المؤسسة للجوء إلى مصادر تمويل خارجية، وهذه المصادر عادة ما تكون في ظروف غير مواتية نظراً لضعف شهرتها ونتائجها السيئة وعدم التأكد المحيطة بتطورها المستقبلي، فيتميز الهيكل المالي بارتفاع الديون في هذه المرحلة؛

✓ **مرحلة التوسع:** ترتفع أرقام أعمال المؤسسة بسبب جذبها الزبائن الجدد وتحسين مكانتها في السوق، وبسبب الاستثمارات الضخمة في التطوير والتسويق، تزداد الاحتياجات المالية للمؤسسة. لكن نظراً لتحفظ أصحاب المؤسسة تجاه الاستدانة ورغبتهم في الحفاظ على الاستقلالية المالية، يلجؤون إلى مصادر تمويلية أخرى مثل جذب رأس المال من مؤسسات المخاطرة أو البورصة من خلال إصدار أسهم. يكون هيكل المؤسسة المالي خلال هذه المرحلة متجه نحو زيادة الأموال الخاصة؛

✓ **مرحلة النمو السريع:** تزداد مبيعات المؤسسة بسرعة نظراً لقبول منتجاتها من قبل المستهلكين، وهذا يؤدي إلى تدفقات نقدية إيجابية، وتزايد احتياجات المؤسسة المالية بسبب الحاجة للاستثمار في زيادة القدرات الإنتاجية. في هذه المرحلة تحتاج المؤسسة إلى تمويل قصير الأجل لتلبية احتياجات رأس المال العامل الناجمة عن نمو المبيعات، كما قد تحتاج إلى تمويل طويل الأجل لتطوير منتجاتها ومواجهة المنافسة، تركز المؤسسة في هذه المرحلة على الاستدانة كمكون أساسي في هيكلها المالي؛

✓ **مرحلة النمو إلى النضج:** تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة عن طريق إصدار السندات، لأن التدفقات النقدية المتحصل عليها تكون كافية لتغطية المصاريف المالية وتعزز المركز المالي للمؤسسة. بالتالي تتحضر المؤسسة على الاستفادة من المزايا الضريبية التي توفرها الديون؛

✓ **مرحلة الانحدار:** تعتبر هذه المرحلة آخر مرحلة في حياة المؤسسة، وتتميز هذه المرحلة بالانخفاض في رقم الأعمال وذلك بسبب الانخفاض في المبيعات والإنتاج، وما يتم خلال هذه المرحلة والتي تحير آخر مرحلة في حياة المؤسسة هو بداية التنازل عن الاستثمارات الحالية بالإضافة إلى تسديد الديون، وهو ما يتسبب في توليد تكاليف إضافية لذا تبدأ المؤسسة بالبحث عن منتجات جديدة لإعادة بعثها في السوق.

المطلب الثاني: قرار تشكيل الهيكل المالي

تتبع المؤسسة مجموعة من القرارات المختلفة لتشكيل هيكلها المالي وذلك استناداً إلى احتياجاتها المالية المتنوعة، وتعتمد على أدوات ومصادر مالية مختلفة، سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل، وبناءً على ذلك يمكننا القول إن المؤسسة تتبع سياسة مالية محددة.

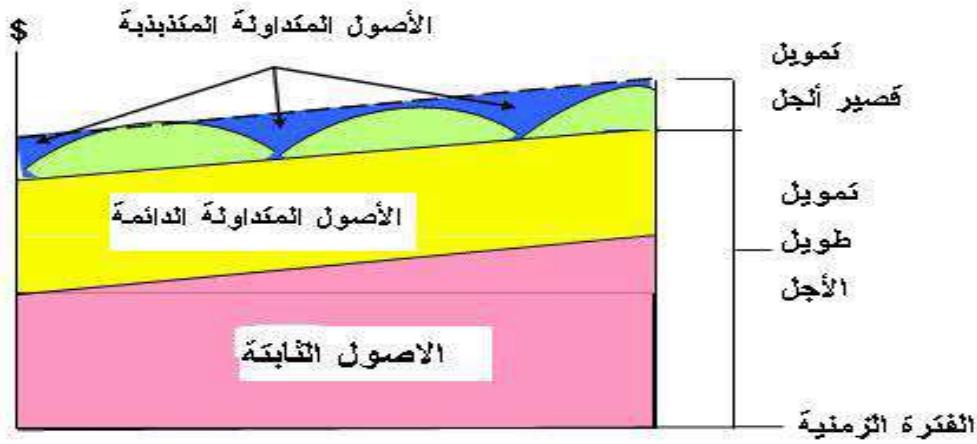
الفرع الأول: سياسة التمويل المثالية

تُعتبر سياسة التمويل المثالية هي تلك السياسة التي تستند إلى مبدأ التغطية الحرفي، ويُشترط تنسيق توقيت استحقاق الأموال المستخدمة لتمويل الأصول مع توقيت التدفقات النقدية التي تُنشأ عنها. (هندي، 2000، p. 224)

ووفقاً لهذا المبدأ يجب تمويل الأصول الدائمة التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة من مصادر تمويل طويلة الأجل، مثل القروض طويلة الأجل ورأس المال الخاص، ومن غير حكمة تمويل الأصول الدائمة من مصادر تمويل قصيرة الأجل، مثل القروض قصيرة الأجل، حيث يعني ذلك أن المؤسسة ستضطر لسداد القرض المستخدم في تمويل الأصل بمعدل أسرع مما يتحول فيه هذا الأصل إلى نقدية. (الزبيدي، 2006، p. 194)

أما بالنسبة للأصول المؤقتة (الأصول المتداولة المؤقتة)، التي عادة ما تتحول إلى نقدية في فترة قصيرة، فيجب تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل. بالتالي فإن مبدأ التغطية يُسلط الضوء على نقطة مهمة، وهي أن قرار اختيار مصادر التمويل القصيرة أو التمويل الطويل يتوقف على هيكل الأصول المتداولة. وبموجب مبدأ التغطية، كلما زادت الأصول المتداولة المؤقتة زاد الاعتماد على المصادر قصيرة الأجل في التمويل. يُوضح الشكل التالي طريقة تمويل الأصول وفقاً للسياسة المثالية. (هندي، 2000، p. 224)

الشكل رقم (06): طريقة تمويل الأصول وفقاً للسياسة المثالية



المصدر: الهندي، م. إ. (2000). الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر. (4 ed). مصر: المكتب العربي الحديث. ص. 225.

يستعرض الشكل رقم (6) الطريقة التي يمكن من خلالها تطبيق مبدأ التغطية على تمويل الأصول، ووفقاً لهذا المبدأ يتعين تمويل الأصول الدائمة من مصادر طويلة الأجل، في حين يتعين تمويل الأصول المؤقتة من مصادر قصيرة الأجل. (هندي، 2000، p. 225)

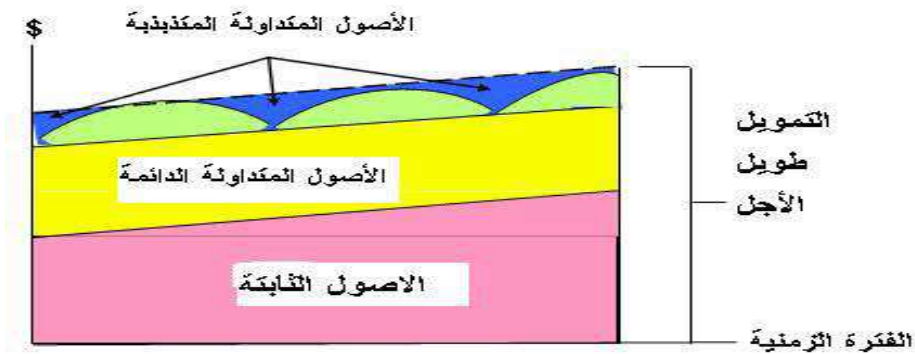
من الناحية التحليلية يعتبر غير منطقي أن تستخدم المؤسسة مصادر تمويل طويلة الأجل لتمويل استثمارات قصيرة الأجل ومتقلبة أساساً، إذا حدث ذلك فإن الإدارة المالية ستتحمل تكاليف إضافية في شكل مدفوعات فائدة إضافية على أموال لا حاجة لها، مما يؤثر سلباً على ربحية المؤسسة (الزبيدي، 2006، p. 194). وعلى الرغم من أن هذه السياسة قد تكون مناسبة من حيث تأثيرها على ربحية المؤسسة، إلا أنها تتجاهل مدى استعداد إدارة

المؤسسة لتحمل المخاطر. بالتالي فإن المضمون الذي تتبعه هذه السياسة يمكن أن يجعل من مخطر التمويل الذي تتعرض له المؤسسة في حدود مقبولة، كما يضمن عائدا مقبولا ويحافظ على ربحية معتدلة. (الزبيدي، 2004، p. 358)

الفرع الثاني: سياسة التمويل المحافظة

وفقا لهذه السياسة يتم استخدام مصادر تمويل طويلة الأجل لتمويل الأصول الدائمة، ولكن لن يقتصر ذلك على الأصول الدائمة فقط، بل سيتم تمويل جزء من الأصول المؤقتة أيضا من تلك المصادر. هذا الإجراء يهدف إلى تقليل مخاطر العجز المالي، على الرغم من أن لهذا الإجراء تأثير عكسي على العوائد المالية (هندي، 2000، pp. 225, 231). والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة المحافظة.

الشكل رقم (07): طريقة تمويل الأصول وفقا للسياسة المحافظة



المصدر: هندي، م. إ. (2000). الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر. (4 ed). مصر: المكتب العربي الحديث. ص. 226.

تسعى هذه السياسة لتمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة باستخدام مصادر تمويل قصيرة الأجل، يعني هذا النهج انخفاض حجم الالتزامات المستحقة على المؤسسة مما يعزز سيولتها، كما يساعد هذا النمط التمويلي في الحصول على مصادر تمويل طويلة الأجل في الأوقات المناسبة عندما تكون تكاليفها منخفضة. من ناحية أخرى يتسبب الاعتماد على مصادر تمويل طويلة الأجل لتعويض انخفاض حجم الخصوم المتداولة في تخفيض معدل العائد على الاستثمار، نظرا لارتفاع تكاليف التمويل طويل الأجل مقارنة بتكاليف التمويل قصير الأجل.

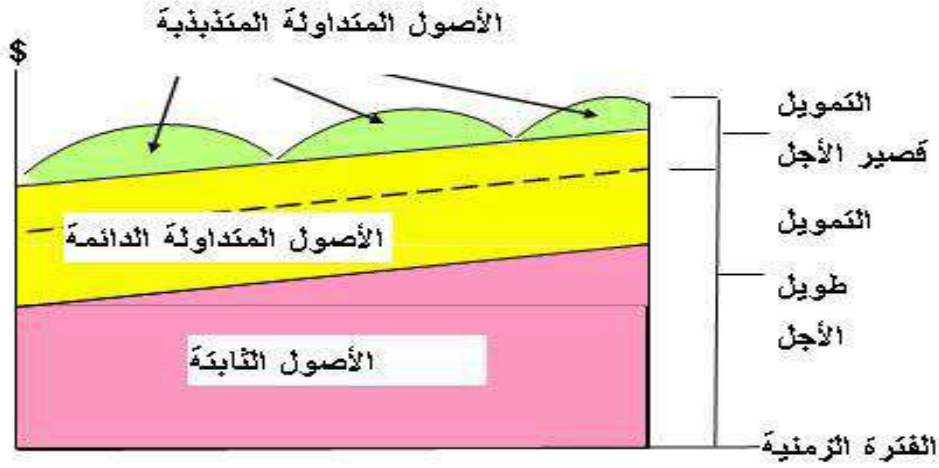
بشكل عام فإن هذه السياسة تقلل من المخاطر وتقلل من العائدات (الزبيدي، 2006، p. 198)، ومع ذلك يجب الأخذ في الاعتبار أن درجة المخاطرة في هذه السياسة ستكون في حدودها الدنيا، حيث ستكون عوائد المؤسسة منخفضة بسبب ارتفاع تكاليف القروض طويلة الأجل، على العموم يمكن القول إن هذه السياسة تخفض المخاطر والعائدات. (الزبيدي، 2004، p. 361)

الفرع الثالث: سياسة التمويل الجريئة

إذا تميزت إدارة المؤسسة بالجرأة ستتجه إلى الاعتماد على مصادر تمويل قصيرة الأجل بدرجة متقدمة حتى في تمويل جزء من الأصول الدائمة، بهدف زيادة العائد على الاستثمار على الرغم من زيادة المخاطر المحتملة.

يوضح الشكل التالي تطبيق السياسة الجريئة في التمويل، حيث يظهر الفراغ بين الخط المتقطع المائل والخط الثابت المائل حجم الأصول الدائمة التي تم تمويلها من مصادر قصيرة الأجل. (هندي، 2000، 228، 227، pp.)

الشكل رقم (08): طريقة تمويل الأصول وفقا للسياسة الجريئة



المصدر: هندي، م. إ. (2000). الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر. (4 ed). مصر: المكتب العربي الحديث. ص. 227.

عند مقارنة الشكلين 6 و 8 ستصبح واضحة أن حجم الأصول المتداولة لم يتغير، في حين ازداد الاعتماد على الخصوم المتداولة على حساب الخصوم غير المتداولة، مما يؤدي إلى ضعف مركز المؤسسة من حيث السيولة، وبالتالي زيادة مخاطر العسر المالي. من ناحية أخرى زيادة درجة الاعتماد على الخصوم المتداولة لتعويض انخفاض في الاعتماد على الخصوم غير المتداولة وحقوق الملكية يؤدي إلى زيادة العائدات، نظرا لانخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل. بشكل موجز تؤدي السياسة الجريئة إلى زيادة المخاطر وزيادة العائدات أيضا. (هندي، 2000، 228، p.)

المطلب الثالث: تقنيات تحديد الهيكل المالي

سنركز في هذا المطلب على أربعة تقنيات لتحديد الهيكل المالي، تبدأ الطريقة الأولى بتقديم توزيع النتائج المستقبلية للعمليات، وعند الانتهاء من ذلك يمكن اتخاذ قرار بشأن كمية الديون للمؤسسة عبر تحديد الاحتمال الأقصى للفشل الذي تتطلع إلى تحمله. تتمثل الطريقة الثانية في اختيار نسبة الدين التي تقلل من تكلفة رأس المال. في الطريقة الثالثة يعتبر الدين وسيلة لتعظيم الفارق بين عائدات المساهمين على أساس الاستثمارات التي تمارسها المؤسسة وتكلفة حقوق الملكية. بشكل مماثل للطريقة الثانية ستحاول الطريقة الرابعة تعظيم قيمة المؤسسة، عبر إضافة قيمة المؤسسة غير المدبنة إلى القيمة الحالية للفوائد الضريبية معدلة بتكلفة الإفلاس المتوقعة.

الفرع الأول: التقنية القائمة على نتائج التشغيل

هو أسلوب يمكنه تحديد المبلغ الذي يمكن للمؤسسة تحمله من الديون بشكل أكثر تفصيلا وأكثر حداثة، يستند هذا النهج إلى توزيع نتائج التشغيل لتحديد المبلغ الذي يمكن للمؤسسة تحمله، حيث يعتمد النهج على تحليل نتائج تشغيل المؤسسة وتدفعاتها النقدية، والنظر إلى قيمة الديون الذي يمكن للمؤسسة تحمله بالاعتماد على تدفقات

نقدية التشغيل. أي في هذه التقنية يتم اللجوء إلى البيانات التاريخية حول نتائج التشغيل لإنشاء توزيع لنتائج التشغيل، باستناد إلى هذا التوزيع يتم فحص المبلغ الأقصى الذي يمكن للمؤسسة أن تقرضه، مع مراعاة القيد المتعلق باحتمال الفشل، وعليه بناء على نتائج التشغيل يحدد احتمال مقبول للفشل. وذلك وفق الخطوات (Damodaran, 2010, p. 321):

- ✓ تحليل نتائج تشغيل المؤسسة وتدقيقها النقدية لتحديد المبلغ الديون الذي يمكن للمؤسسة تحمله؛
- ✓ تقدير لكل مستوى دين مترقب مدفوعات الفائدة ورأس المال التي يتعين على المؤسسة دفعها على مر الوقت؛
- ✓ تقدير احتمالية عدم قدرة المؤسسة على تحقيق هذه المدفوعات باستخدام توزيع احتماليات تدفقات النقدية والمدفوعات المتعلقة بالدين؛
- ✓ تحديد حد لاحتمال عدم قدرة المؤسسة على مواجهة المدفوعات المتعلقة بالدين، ويكون هذا الحد أدنى كلما كانت إدارة المؤسسة أكثر تحفظاً؛
- ✓ المقارنة بين الاحتمالية المقدرة للإفلاس المؤسسة عند حد معين من الديون، فإذا كانت الاحتمالية أعلى من الحد، تختار المؤسسة مستوى ديون أقل، أما إذا كانت الاحتمالية أقل من الحد فإن المؤسسة تختار مستوى ديون أعلى.

1. الحدود الخاصة بالتقنية القائمة على نتائج التشغيل: على الرغم من أن هذا النهج يكون بسيطاً وحديسياً، إلا أنه يظهر بعض القيود. أولاً ليس من السهل كما يبدو تقدير توزيع نتائج التشغيل، خاصة بالنسبة للمؤسسات التي تتمتع بنشاط متغير ومتقلب. على سبيل المثال يمكن أن يتغير نتيجة تشغيل المؤسسات بشكل كبير من عام إلى عام، وبالتالي قد تكون صعوبة في تقدير التوزيع ولا سيما في التعامل مع التغيرات السنوية في نتائج المؤسسة، يمكن التغلب على ذلك من خلال حساب الإحصائيات باستناد إلى البيانات على مدى عدة سنوات. ثانياً هذا النهج هو تقنية محافظة للغاية في وضع سياسة الديون، لأنه يفترض أن يتم سداد مدفوعات الديون من خلال النقدية ونتائج التشغيل، وأن المؤسسة ليست لديها وصول إلى أسواق المال. وأخيراً، يعتبر قيد احتمالية الإفلاس الذي يتم تحديده من قبل الإدارة أمراً ذا طابع ذاتي، وقد يعكس مخاوف الإدارة بدلاً من مصالح المساهمين. على سبيل المثال قد تمنى الإدارة عدم وجود احتمالية للإفلاس وترفض بناء على ذلك اقتراض الأموال. ويتم تحقيق احتمال الإفلاس وفق العلاقة التالية (Damodaran, 2010, p. 325):

$$T = \text{نتيجة الاستغلال قبل المصاريف المالية} + \text{الضرائب} + \text{أقساط الإهلاك والتأمينات} - \text{مدفوعات القرض} / (\text{الانحراف المعياري للتغيرات السنوية للنتيجة الصافية} * \text{النتيجة الصافية})$$

2. تطورات التقنية القائمة على نتائج التشغيل: تم اقتراح سنة 1977 نسخة أكثر تطوراً من النهج القائم على نتائج التشغيل، حيث يجرون التحسينات التالية. أولاً محاكاة النتائج المحتملة المختلفة لتحليل نتائج التشغيل بدلاً من مراقبة البيانات التاريخية فقط، يتم تأسيس توزيعات الإيرادات على البيانات السابقة وتوقعات المستقبل. ثانياً بدلاً من تقييم مخاطر الإفلاس فقط للديون، يأخذ في الاعتبار التكاليف غير المباشرة للإفلاس التي قد تظهر للمؤسسة إذا انخفضت نتيجة التشغيل إلى مستوى معين. ثالثاً حساب القيمة الحالية للفوائد الضريبية المحققة نتيجة

لدفع فوائد الديون عبر المحاكاة، وبالتالي توفر القدرة على مقارنة التكاليف المتوقعة للإفلاس بالفوائد الضريبية المتوقعة نتيجة للديون، مما يسمح بتقدير نسبة الدين المثلى كالتركيبة التي تعظم قيمة المؤسسة. (Damodaran, 2010, p. 326)

الفرع الثاني: التقنية القائمة على تكلفة رأس المال

تمثل تكلفة رأس المال التكلفة المتوسطة المرجحة لجميع المكونات المختلفة للتمويل، بما في ذلك الدين وحقوق الملكية والأوراق المالية المرتبة، فعند تعديل الوزن المخصص لكل تمويل، تكون المؤسسات قادرة على تعديل تكلفة رأس المال. في نهج القائم على تكلفة رأس المال تُحدد أوزان الدين وحقوق الملكية في نسب مختلفة ونستخدم هذه البيانات لحساب تكلفة رأس المال، وبذلك تُحدد التركيبة المثلى من الدين وحقوق الملكية التي تؤدي إلى تحقيق أعلى قيمة للمؤسسة. (Damodaran, 2007, p. 779)

1. خطوات التقنية القائمة على تكلفة رأس المال: وتمثلت هذه الخطوات في (Damodaran, 2007, pp. 782, 783):

- ✓ حساب تكلفة رأس المال انطلاقاً من ثلاثة عناصر رئيسية: تكلفة حصة رأس المال؛ تكلفة الدين بعد الضرائب؛ توزيعات الدين إلى حصة رأس المال. حيث تتغير تكاليف حصة رأس المال والدين بتقديم النسبة المئوية للدين، وأكبر تحدي في هذا النهج هو تقدير كل هذه البيانات، حيث يجب أن تكون الأوزان المستخدمة للمكونات الفردية وزناً قائماً على القيمة السوقية بدلاً من القيمة المحاسبية؛
- ✓ بمرور الوقت كلما استعارت المؤسسة أكثر زادت المخاطر المالية والإفلاس لديها، وبالتالي زادت تكلفة دينها أيضاً، إذا تم استخدام تصنيف الديون كمقياس لمخاطر الإفلاس، حيث يمكن تقدير تكلفة الدين في ثلاث خطوات. أولاً تقدير مبلغ الدين والتكاليف المالية المرتبطة مع زيادة نسب الدين، ثم لكل نسبة من نسب الدين تستخدم النسب المالية أو النسب المالية التي تسمح بتقدير المخاطر المالية والإفلاس لكل منها (أي فرق التقدير). أي يجب أن تعكس تكلفة الدين مخطر الإفلاس المؤسسة، وكلما كان مخطر الإفلاس أكبر زادت تكلفة الدين، كما تعكس تكلفة الدين أيضاً الفائدة الضريبية المرتبطة بالديون، بمجرد أن تكون تكاليف الفوائد قابلة للخصم ضريبياً وأن تدفقات النقد من حقوق الملكية لا تكون كذلك؛
- ✓ عندما يتم تقدير تكلفة حصة رأس المال وتكلفة الدين لكل مستوى من نسب الدين، يتعين علينا وزن هذه التكاليف على أساس النسب المستخدمة لكل من مصادر التمويل هذه لتقدير تكلفة رأس المال؛
- ✓ في هذا النهج يتم فصل تأثير تغيير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة من خلال الحفاظ على نتيجة التشغيل ثابتة وتغيير تكلفة رأس المال فقط. عملياً يتطلب ذلك افتراض اثنين من الفرضيات، أولاً يتم تقليل نسبة الدين عند زيادة حصة رأس المال وسداد الدين، على النقيض يزيد نسبة الدين عند افتراض الأموال أو شراء الأوراق المالية يُطلق على هذه العملية اسم إعادة الهيكلة. ثانياً يُفترض أن نتيجة التشغيل قبل الضرائب لا تتأثر، من خلال الافتراض بشكل واضح أن نتيجة التشغيل للمؤسسة لا تتأثر بالهيكل التمويلي للمؤسسة. إذا كانت نتيجة التشغيل للمؤسسة تتغير مع مخاطر الإفلاس للمؤسسة سيظل مبدأ التحليل ثابتاً، ولكن تحقيق أقل تكلفة رأس المال قد لا يكون الإجراء الأكثر فعالية، حيث

يتم تحديد قيمة المؤسسة لكل مستوى من نسب الدين، ويكون نسبة الدين الأمثل هي تلك التي تزيد من قيمة المؤسسة.

2. الحدود الخاصة بالتقنية القائم على تكلفة رأس المال: يوجد عدة أسباب يمكن للمؤسسة أن تقرر عدم

اعتبار نسبة الدين التي تظهر من هذا التحليل كنسبة دين مثلى (Damodaran, 2007, p. 797):

✓ قد يكون مخطر إفلاس المؤسسة عند المستوى الذي يتم فيه تحقيق أدنى تكلفة لرأس المال كافيا لتعريض المؤسسة للمخطر المالي؛

✓ إن افتراض أن نتيجة العمليات لا تتأثر بتصنيف السندات هو افتراض رئيسي، إذا كانت نتيجة العمليات تتراجع مع زيادة مخطر الإفلاس، قد لا تكون قيمة المؤسسة هي الأقصى حيث تكون تكلفة رأس المال في أدنى مستوى؛

✓ تم حساب نسبة الدين المثلى باستخدام نتيجة العمليات على أساس السنوات المالية الأخيرة. في حال كانت نتيجة العمليات متقلبة وقابلة للانخفاض قد ترغب المؤسسات في تقييد ديونها.

الفرع الثالث: تقنية فارق العائد

تقوم هذه التقنية على فكرة أن جودة مشاريع الاستثمار في المؤسسة يمكن قياسها من خلال الفارق بين عائد المشاريع وتكلفة تمويل المؤسسة، فالمؤسسات التي تظهر عائداً عالياً على حقوق الملكية بالمقارنة مع تكلفة هذه الحقوق قد استثمرت في مشاريع جيدة. عند توسيع هذا المعيار إلى حالات اتخاذ قرارات التمويل يمكن التفكير في الدين كتركيبة من الديون وحقوق الملكية التي يتم فيها تحقيق الفارق بين عائد حقوق الملكية وتكلفة حقوق الملكية. فالبيانات اللتان يتطلب استخدام نهج فارق العائد هما عائد الاستثمار وتكلفة حقوق الملكية لنسب مختلفة من الديون، يمكن تصوير عائد حقوق الملكية للمؤسسة بمصطلحات عائد على رأس المال وتكلفة الاقتراض بعد الضرائب وفق العلاقة التالية (Damodaran, 2007, pp. 808, 809):

$$R_{OE} = R_{OC} + (D/Cp) \times (R_{OC} - i(1-t))$$

حيث: R_{OE} : العائد على حقوق الملكية؛ R_{OC} : العائد عائد على رأس المال (عائد رأس المال يُعرف على أنه صافي الدخل التشغيلي قبل الضرائب مقسوماً على القيمة الدفترية لرأس المال المستثمر في المؤسسة إما في بداية السنة أو بمتوسط على مدار السنة)؛ i : معدل الفائدة؛ t : معدل الضريبة؛ D : الديون؛ Cp : حقوق الملكية.

1. الحدود خاصة بتقنية فارق العائد: هناك عدة حدود لنهج فارق العائد تمثلت في (Damodaran, 2007, pp. 812, 813):

✓ عند قياس فارق العائد بنسبة بين عائد حقوق الملكية وتكلفة حقوق الملكية، قد تدفع هذه الطريقة المؤسسة إلى الاستثمار بشكل غير كافٍ. بمعنى آخر قد تقرر المؤسسة عدم الاستثمار في مشروع جيد يقدم عائداً أعلى من تكلفة حقوق الملكية، ببساطة لأن الاستثمار في هذا المشروع قد يقلل من فارق العائد؛

✓ يقيس فارق العائد الفارق بين عائد مشروع الاستثمار في الفترة الحالية وتكلفة حقوق الملكية، إذا كانت الأرباح من هذا المشروع قابلة للزيادة مع مرور الوقت، قد يقدم فارق العائد رؤية غير ذات صلة بجودة مشاريع الاستثمار في المؤسسة.

الفرع الرابع: التقنية القائمة على القيمة الحالية المعدلة (APV)

في هذه الطريقة يبدأ التحليل بتحديد قيمة المؤسسة بدون ديون، عند إضافة الديون إلى المؤسسة، يتم النظر في التأثير الصافي على القيمة عن طريق قياس كل من الفوائد والتكاليف للاقتراض، يمكن بعد ذلك تقدير قيمة المؤسسة المدينة لمستويات مختلفة من الديون، ونسبة الديون التي تحقق أقصى قيمة للمؤسسة هي نسبة الديون المثلى.

1. الخطوات التقنية القائمة على القيمة الحالية المعدلة: حسب هذا الأسلوب يُفترض أن الفائدة الرئيسية للاقتراض هي المنفعة الضريبية، وأن التكلفة الأكثر أهمية للاقتراض هي إضافة مخاطر الإفلاس، فتقدير قيمة المؤسسة في هذا الافتراض يتم ذلك في ثلاث خطوات: تقدير قيمة المؤسسة بدون أية ديون؛ ثم الأخذ في اعتبار القيمة الحالية لوفرات دفع الفوائد المالية نتيجة الاقتراض بمبلغ معين؛ تقييم تأثير اقتراض هذا المبلغ على احتمالية أن تجد المؤسسة نفسها في حالة إفلاس وعلى التكلفة المتوقعة لهذا الإفلاس.

1.1. قيمة المؤسسة دون ديون: الخطوة الأولى في هذا النهج هي تقدير قيمة المؤسسة دون أي ديون، يمكن تحقيقها عن طريق تقييم المؤسسة كما لو كانت لا تمتلك أية ديون، أي يخصم التدفقات النقدية المتوقعة للتشغيل بعد الضرائب إلى تكلفة الأموال الخاصة غير المدينة، في حالة خاصة حيث تنمو التدفقات النقدية بمعدل ثابت وبشكل دائم، يمكن الحصول على (Damodaran, 2010, pp. 368, 369):

$$V = FCFFO \frac{(1+g)}{(Pu-g)}$$

حيث: FCFFO: هو التدفق النقدي للتشغيل بعد الضرائب الحالي للمؤسسة؛ g: هو معدل نمو التدفقات النقدية المتوقع؛ Pu: تكلفة الأموال الخاصة.

يمكن أيضا استخدام القيمة السوقية الحالية للمؤسسة للحصول على القيمة الحالية للمؤسسة دون ديون عن طريق خصم الفوائد الضريبية المتوقعة، وإضافة التكلفة المتوقعة للإفلاس لمبلغ الديون الحالي للمؤسسة.

$$\text{قيمة المؤسسة الحالية} = \text{قيمة المؤسسة بدون ديون} + \text{القيمة الحالية للفوائد الضريبية} - \text{التكلفة المتوقعة للإفلاس}$$

1.2. الوفرات الضريبية المتوقعة المرتبطة بالاقتراض: الخطوة الثانية في هذا النهج تتمثل في حساب المنفعة الضريبية المتوقعة لمستوى معين من الديون، هذه المنفعة الضريبية هي نسبة من معدل ضريبة المؤسسة، وتتم خصمها من تكلفة الدين لتعكس الطابع الخطير لهذا التدفق النقدي، إذا تم اعتبار الفوائد الضريبية كمتغير دائم يمكن الحصول على (Damodaran, 2010, pp. 369, 370):

$$\text{قيمة الوفرات الضريبية} = (\text{معدل الضريبة} * \text{قيمة الدين} * \text{سعر الفائدة}) / \text{معدل الخصم}$$

معدل الضريبة المستخدم في هذا الحساب هو معدل الضريبة الحدية للمؤسسة بناء على الافتراض أن يظل ثابتا على مر الوقت، إذا تم توقع تغييرا في معدل الضريبة على مر الوقت، يمكن دائما حساب القيمة الحالية للمزايا الضريبية بدلالة الزمن، ولكن لا يمكن استخدام المعادلة السابقة التي تعتمد على النمو الدائم.

3.1. تقدير التكاليف المتوقعة للإفلاس والتأثير الصافي: الخطوة الثالثة تتمثل في تقييم تأثير مستوى معين من الديون على مخاطر وتكاليف الإفلاس المتوقعة للمؤسسة، ويتطلب هذه التحليل تقدير احتمالية الإفلاس المرتبطة بالزيادة في الديون والتكلفة المباشرة وغير المباشرة للإفلاس. فإذا كانت π تمثل احتمالية الإفلاس بعد الديون الإضافية، وإذا كان Bc يمثل القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس، يمكن تقدير القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس المتوقعة كما يلي (Damodaran, 2010, p. 370):

$$Bc * \pi = \text{قيمة التكلفة الحالية المتوقعة للإفلاس}$$

وعليه يتم حساب قيمة المؤسسة المدينة وفق مستويات مختلفة من الديون، يُعتبر مستوى الديون الذي يزيد قيمة المؤسسة المدينة إلى أقصى حد هو نسبة الديون المثلى، وتحدد قيمة المؤسسة وفق العلاقة التالية:

$$V = \frac{FCFFO (1+g)}{Pu-g} + t - \pi * Bc$$

2. مزايا وقيود التقنية القائمة على القيمة الحالية المعدلة: وتتمثل في (Damodaran, 2010, p. 376):

- ✓ هذا النهج يقسم تأثيرات الديون إلى مكونات مختلفة ويتيح للمحلل استخدام أسعار تخفيض مختلفة لكل من هذه المكونات. في هذه الطريقة لا يفترض أبداً أن نسبة الدين تظل ثابتة مع مرور الوقت، وهو افتراض ضمني في نهج تكلفة رأس المال، بدلا من ذلك تتيح هذه الطريقة مرونة الاحتفاظ بمبلغ الدين الثابت وحساب فوائده وتكاليفه؛
- ✓ يجب قياس هذه المزايا في ظل صعوبة تقدير احتمالات الفشل وتكاليف الإفلاس، العديد من التحليلات التي تستخدم هذا النهج تتجاهل تكلفة الإفلاس المتوقعة، مما يؤدي بها إلى استنتاج أن قيمة المؤسسة تزيد مع اقتراض المؤسسة للأموال. وبالطبع يؤدي ذلك إلى استنتاج أن نسبة الدين الأمثل للمؤسسة هي 100%؛
- ✓ بشكل عام وبنفس الافتراضات يقدم النهج بقيمة الحاضر المعدلة ونهج تكلفة رأس المال استنتاجات تقدم إجابات متطابقة. ومع ذلك يُعتبر النهج بقيمة الحاضر المعدلة أكثر ملاءمة عندما تقوم المؤسسات بتقييم مبالغ الديون، بينما يُعتبر نهج تكلفة رأس المال أسهل في الاستخدام عندما تقوم المؤسسات بتحليل نسب الديون.

المبحث الرابع

تحليل المقاربات النظرية للهيكل المالي

يشير الهيكل المالي إلى كيفية تمويل المؤسسات فهو يدرس النسب بين الديون والحقوق الملكية واستخداماتها من قبل المؤسسات في أنشطتها واحتياجاتها المالية، توجد العديد من النظريات المفسرة للهيكل المالي التي تحاول تفسير القرارات المالية للمؤسسات، وتحديد العوامل التي تؤثر في اختيارها بين الديون والحقوق الملكية. ومن أجل فهم مختلف النظريات التي تناولت قضية الهيكل المالي سنستعرض أهم النظريات التي تفسر التكوين المالي باعتبارها الأساس النظري لاختيار الهيكل المالي للمؤسسة، وعليه تم تقسيم هذا المبحث كالتالي:

✓ **المطلب الأول:** النظريات الكلاسيكية للهيكل المالي؛

✓ **المطلب الثاني:** الهيكل المالي في ظل نظرية ميلر وموديليان (نظرية M&M)؛

✓ **المطلب الثالث:** النظريات الحديثة للهيكل المالي.

المطلب الأول: النظريات الكلاسيكية للهيكل المالي

أثارت مسألة اختيار هيكل مالي للمؤسسات جدلاً واسعاً بين الماليين، فقد ذهب بعض التقليديون (أنصار نظرية التقليدية وصافي الربح) إلى الاعتقاد بوجود مستوى أمثل للمديونية تنخفض عنده تكلفة الأموال، وتصل فيه قيمة المؤسسة إلى أقصاها، في حين نص البعض الآخر (أنصار نظرية صافي ربح العمليات) على عدم وجود هيكل مالي أمثل، بمعنى لا توجد علاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة وقيمتها. يوضح هذا المطلب المساهمات العلمية الخاصة بنظرية صافي الربح، نظرية صافي ربح العمليات والنظرية التقليدية.

الفرع الأول: نظرية صافي الربح

تركز فكرة مدخل النتيجة الصافية على إمكانية المؤسسة لتحسين قيمتها السوقية وتقليل التكلفة الكلية للأموال، من خلال زيادة نسبة الاقتراض في هيكلها المالي. أي يؤكد مؤيدو هذا المدخل على إمكانية التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة وعلى تكلفة الأموال الخاصة عن طريق تغيير نسب الاستدانة المالية، فعند زيادة الرافعة المالية تنخفض التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال نظراً لانخفاض تكلفة الديون. (العزير، 2006، p. 185)

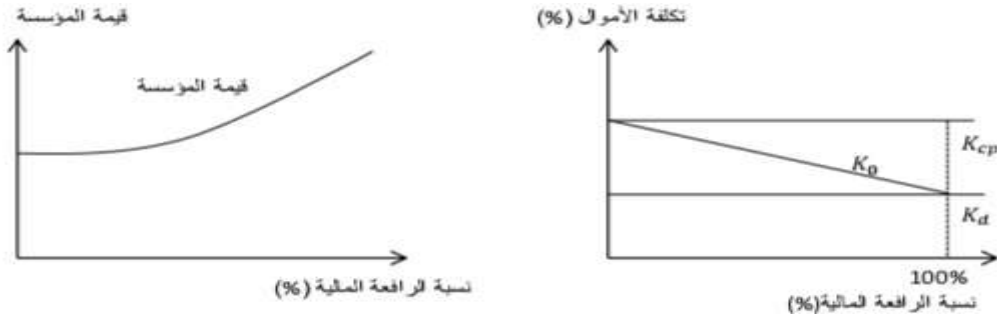
وتنطلق هذه النظرية من مبدأ أن تكلفة الاستدانة وحقوق الملكية ثابتة لا تتغير بتغيير نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة. وبالتالي زيادة نسبة الاقتراض لا تؤدي إلى زيادة العائد على الاستثمار المطلوب من المقرضين أو المساهمين. وبالعبارة الأخرى زيادة نسبة الاقتراض تؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال وارتفاع قيمة المؤسسة (هندي، 2000، p. 635). وتعتمد نظرية صافي الربح على الفرضيات التالية (الزبيدي، 2004، p. 534):

✓ يبقى معدل العائد المطلوب من المساهمين، معدل عائد السندات، الديون وحجم الاستثمار ثابتاً؛

✓ معدل العائد المطلوب من المساهمين يكون أعلى من معدل العائد على السندات والديون؛

ومن خلال هذه الفرضيات، نستنتج أن للاستدانة آثار متناقضة، فمن جهة تتطلب الاستدانة تسديد فوائد القروض بشكل منتظم، مما يؤثر سلباً على مكافآت رأس المال في حالة عدم تحقيق نتائج كافية. ومن جهة أخرى يتضح أن الفرق بين عائد الاستثمار الممول بواسطة القرض وتكلفة القرض يكون في صالح المساهمين (الحناوي، مصطفى، & العبد، 2009، p. 332). وبما أن تكلفة التمويل بالديون أقل من تكلفة التمويل بالملكية، فإن زيادة استخدام الأموال المقترضة يعني الاعتماد على أموال ذات تكلفة منخفضة مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة بالملكية، ويترتب على ذلك انخفاض تكلفة رأس المال وزيادة صافي الربح المتاح للمساهمين، مما يؤدي في النهاية إلى زيادة قيمة المؤسسة (بن ساسي & قريشي، 2011، p. 368). ونظراً لأن تكلفة التمويل بالأسهم تعتبر أكبر من تكلفة القروض، فإن المؤسسة تفضل استخدام القروض بنسبة عالية في هيكلها المالي بهدف تحقيق أدنى قيمة ممكنة لتكلفة رأس المال. ووفقاً لنظرية صافي الربح يكون للمؤسسة الهيكل المالي أمثل عندما تكون ممولة بالديون بشكل كامل. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي.

الشكل رقم (09): أثر الرافعة المالية على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقاً لمدخل صافي الربح



المصدر: الهندي، م. إ. (1998). الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل. مصر: منشأة المعارف للنشر وتوزيع. ص. 180.

يوضح الشكل (9) أن تكلفة رأس المال تنخفض مع زيادة نسبة القروض في الهيكل المالي، وهذا الانخفاض يستمر حتى تصل تكلفة رأس المال إلى أدنى قيمة لها وتتساوى مع تكلفة القروض، في هذه النقطة يتكون الهيكل المالي بشكل كامل من القروض.

كما يوضح الشكل العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الاستدانة في الهيكل المالي وفقاً لهذه النظرية، فيشير إلى أنه مع زيادة نسبة الاستدانة، تستمر القيمة السوقية للمؤسسة في الارتفاع. وبالتالي يعتبر الهيكل المالي الأفضل هو الذي يحتوي على أكبر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة، حتى لو بلغت نسبة الاستدانة (100%)، وعند الوصول إلى هذا الحد تصل القيمة السوقية للمؤسسة إلى أقصى قيمة لها.

وقد تعرض مدخل صافي الربح لانتقادات تركز على عدة جوانب، أحدها هو تجاهله للعلاقة الطردية بين المخاطر التي يتعرض لها المالكون والمقرضون، كما يعتبر زيادة نسبة الاستدانة في هذا المدخل نقطة ضعف أساسية، يُفترض في هذا السياق ثبات تكلفة الاقتراض وتكلفة الأموال بغض النظر عن نسبة الرافعة المالية. ومع ذلك فإن هذا الاقتراض يتجاوز الواقع العملي، حيث تعني فرضية ثبات تكلفة الديون أن المؤسسة يمكنها الاعتماد على الاستدانة بشكل غير محدود دون زيادة المخاطر، ودون أن يطلب المقرضون زيادة سعر الفائدة كتعويض عن تلك المخاطر. بالإضافة إلى ذلك فإن افتراض ثبات تكلفة الأموال الخاصة يعني أن المساهمين لا يُعتبرون قلقين بشأن

المخاطر المالية التي قد تواجهها المؤسسة نتيجة التوسع المفترض. هذا التصرف سواء من قبل المقرضين أو المساهمين، يعتبر بعيداً عن الواقع. (حنفي & قرياقص، 2007، p. 194)

باختصار يُعتبر تجاهل المدخل صافي الربح للعلاقة الطردية بين المخاطر المالكن والمقرضين وزيادة نسبة الاستدانة، بالإضافة إلى افتراض ثبات تكلفة الاقتراض وتكلفة الأموال الخاصة بغض النظر عن نسبة الرافعة المالية، عيوب رئيسية في هذا المدخل، حيث أنه ينحرف عن الواقع العملي ولا يأخذ في الاعتبار التحديات المالية التي يمكن أن تنشأ.

الفرع الثاني: مدخل صافي ربح العمليات

تؤكد هذه النظرية أن تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة هما مفاهيم مستقلة تماماً ولا ترتبطان بأي التغيرات الحاصلة في الهيكل المالي للمؤسسة. وبالتالي فإن فكرة وجود هيكل مالي مثالي هي فكرة غير مقبولة إطلاقاً، ويتم تأييد هذا الرأي عن طريق الاعتماد على مبدأ أساسي يفترض استقلالية الهيكل المالي عن القيمة السوقية للمؤسسة، وثبات التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال بغض النظر عن تغيرات نسبة الرفع المالي. ومعنى آخر فإن قيمة المؤسسة لا تتأثر بالقرارات المالية ولا تتغير بسبب التغيرات الحاصلة في الهيكل المالي، والإثبات وجهة نظرهم اعتمد أصحاب النظرية على الافتراضات التالية (الحنوي & العيد، 2002، p. 333):

✓ تُحدد قيمة السوق للمؤسسة بأكملها بواسطة خصم صافي ربح العمليات بمعدل يعادل تكلفة الأموال

المرجحة. لذلك، ليس من الضروري تقسيم هذه القيمة بين الاقتراض والملكية؛

✓ معدل خصم صافي ربح العمليات يتأثر بمخاطر الأعمال، فإذا بقيت مخاطر الأعمال ثابتة فإن معدل

الخصم (تكلفة الأموال المرجحة) سيظل ثابتاً أيضاً؛

✓ زيادة مستويات التمويل من خلال الحصول على قروض وإصدار سندات يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية

المتعلقة بحملة الأسهم العادية، على الرغم من أنها مصدر تمويل ذو تكلفة منخفضة. وبالتالي يتطلب

المستثمرون عائداً أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها، وهذا يؤدي إلى زيادة تكلفة

التمويل الذاتي كلما ارتفعت مستويات التمويل؛

✓ معدل الفائدة على القروض ثابت؛

✓ لا توجد ضريبة على دخل المؤسسات.

من الافتراضات المتبعة في هذه النظرية، يمكننا أن نستنتج أن المؤسسة تزداد في توسيع نشاطها المالي من خلال

القروض بسبب ثبات معدل الفائدة وعدم تغيره، وفي المقابل تزداد تكلفة الأموال الخاصة مع زيادة نسبة الاستدانة، وهذا

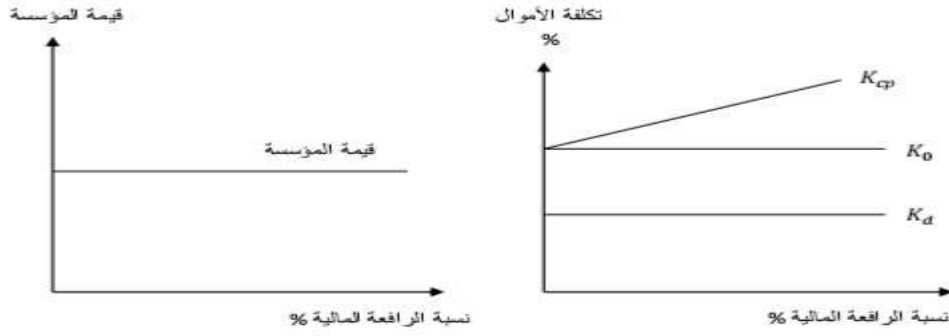
يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال. ومع ذلك فإن زيادة تكلفة الأموال الخاصة يمكن تعويضها بانخفاض مماثل في تكلفة

القروض، نظراً لزيادة الاعتماد على القروض والتي تتمتع بتكلفة أقل نسبياً، ويمكن أن تبقى تكلفة رأس المال ثابتة

ومستقلة عن تغيرات في الهيكل المالي، وعليه يمكن أن تظل قيمة السوق للمؤسسة ثابتة، حيث يتم تعويض ارتفاع تكلفة

الأموال بتناقص مماثل في تكلفة القروض مما يسهم في استقرار القيمة السوقية للمؤسسة.

الشكل رقم (10): أثر الرافعة المالية على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل صافي ربح العمليات



المصدر: الهندي، م. إ. (1998). الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل. مصر: منشأة المعارف للنشر وتوزيع. ص. 185.

عند النظر إلى الشكل رقم (10)، يمكن ملاحظة أن تكلفة رأس المال تبقى ثابتة بغض النظر عن نسبة الاستدانة، بينما ترتفع تكلفة الأموال الخاصة بزيادة الديون. وهذا يشير إلى وجود علاقة طردية بين تكلفة الأموال الخاصة ومعدل الاستدانة. يرجع ذلك إلى أن زيادة نسبة الاستدانة تزيد من المخاطر التي يتعرض لها المساهمون والمؤسسة بأكملها، وهذا ينعكس على معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين الذين يطالبون بعائد أعلى. وبالتالي زيادة معدل عائد حقوق الملكية يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال الخاصة، في حين يحدث العكس في حالة الديون حيث تنخفض تكلفة الديون الأمر الذي يجعل تكلفة رأس المال ثابتة.

كما يتبين من خلال الشكل (10) يتبين أن قيمة المؤسسة ثابتة بغض النظر عما إذا كانت المؤسسة قد اقتضت أم لم تقتض، وبغض النظر عما إذا زادت أو نقصت نسبة الاستدانة. وبناءً على ذلك فإن تكلفة الأموال تبقى ثابتة، مما يترتب على ذلك استمرار ثبات قيمة المؤسسة، ويعتبر هذا الأمر جوهر نظرية صافي ربح العمليات. تعرضت نظرية صافي ربح العمليات لبعض الانتقادات، فعلى سبيل المثال، يؤدي ازدياد نسبة الاستدانة لدى المساهمين إلى زيادة معدل العائد المطلوب على الأموال الخاصة، هذا بدوره يتسبب في مطالبة الدائنين برفع معدل الفائدة نظراً لارتفاع المخاطر المحتملة التي قد تواجههم، وهذا الارتفاع في معدل الفائدة يؤدي إلى زيادة التكلفة المرتبطة برأس المال المستخدم، وهو أمر يتعارض مع افتراض ثبات تكلفة الأموال الإجمالية، فعلى الرغم من التغيير في نسبة الرفع المالي فإنه يتم توقع ثبات تكلفة الأموال بشكل عام.

الفرع الثالث: النظرية التقليدية

تؤكد هذه النظرية وجود هيكل مالي مثالي، ويعني ذلك وجود نسبة مثلى للاقتراض ينخفض فيها تكلفة الأموال إلى الحد الأدنى، وهذا الانخفاض في التكلفة ينعكس بشكل إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث تصل قيمتها إلى أقصى حد لها (Teulie & topsacalian, 1994, p. 315). أي يعتقد أصحاب هذه النظرية أن وجود هيكل مالي مثالي يتم تحقيقه عند مستوى معين من الاستدانة (تواجد نقطة اقتراض مثلى)، ويتم تحقيق ذلك من خلال تنويع ملائم للأموال المقترضة والأموال الخاصة بالمؤسسة، مما يقلل من تكلفة رأس المال إلى أدنى مستوى لها. وبفضل ذلك يتم تحقيق أقصى قيمة للمؤسسة عندما يتم الحفاظ على مستويات مناسبة من الرفع المالي

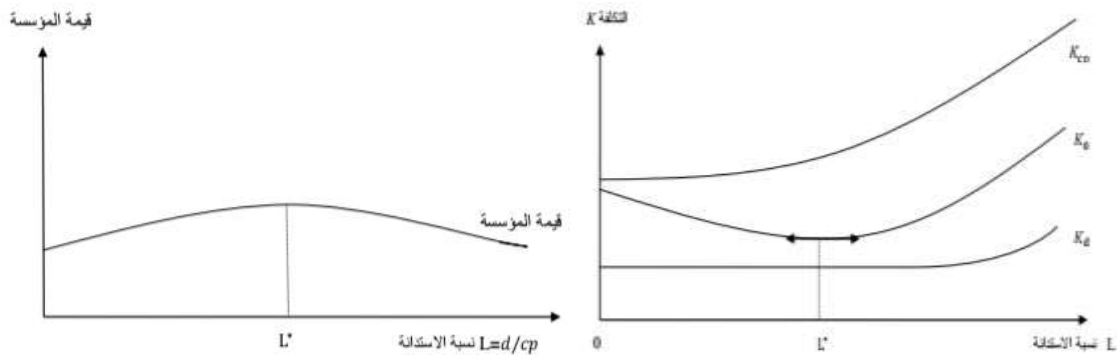
(Vernimmen et al., 2010, p. 785)، وتعتمد هذه نظرية على الفرضيات التالية (حنفي & قرياقص، 2007، p. 194):

✓ معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون (الملاك) يزداد مع كل زيادة في نسبة الاستدانة، وذلك بسبب المخاطر التي تسببها القروض والتي سيتعرض لها المستثمرون، ومنه فإن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين والذي يمثل تكلفة الأموال الملكية يبدأ في الارتفاع بمجرد التمويل بالديون؛

✓ ثبات تكلفة القروض إلى حد معين من الاستدانة، بعده تزداد المخاطر المالية وهذا ما يستوجب ارتفاع تكلفة القروض.

تركز النظرية التقليدية على تحليل العلاقة بين مختلف أشكال التمويل المتاحة مثل الأموال الخاصة، الاقتراض وتكلفة رأس المال، وفقاً لتحليل النظرية التقليدية فإن تكلفة الأموال تتأثر بقدرته المؤسسة على الحصول على القروض. بمعنى آخر يمكن أن تتغير تكلفة رأس المال للمؤسسة بناءً على تغير نسبة القروض التي تعتمدها، وشكل الموالى يوضح ذلك.

الشكل رقم (11): أثر الرافعة المالية على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقاً للمدخل التقليدي



المصدر: -الهندي، م. إ. (1998). الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل. مصر: منشأة المعارف للنشر وتوزيع. ص. 187.

-إلياس، ب. س & فريش، ي. (2011). التسيير المالي: الإدارة المالية. (2 ed). الأردن: دار وائل للنشر والطباعة والتوزيع. ص. 390.

من خلال الشكل رقم (11) يمكن تحليل العلاقة بين تكلفة الاموال وقيمة المؤسسة ونسبة الاستدانة وفق

ثلاث مراحل التالية:

✓ **المرحلة الأولى:** تتميز هذه المرحلة بثبات تكلفة الأموال الخاصة K_{CP} أو زيادتها ببطء مع زيادة نسبة الاقتراض L . وبالإضافة إلى ذلك تظل تكلفة الاقتراض ثابتة K_D ، مما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة بزيادة نسبة الرافعة المالية نظراً لانخفاض التكلفة الكلية للأموال هذه المرحلة (الحناوي & العبد، 2002، p. 330)؛

✓ **المرحلة الثانية:** عندما تصل المؤسسة إلى درجة رافعة مالية معينة، فإن أي زيادة بعد ذلك في نسبة الرافعة المالية لن تؤثر بشكل ملحوظ على قيمة المؤسسة أو التكلفة الكلية للأموال. يعود ذلك إلى أن الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة K_{CP} ، نتيجةً لزيادة المخاطر المالية تعادل تقريباً فوائد انخفاض تكلفة الاقتراض K_D . في هذه المرحلة تكون قيمة المؤسسة في أعلى مستوى ممكن وتكلفة الأموال الكلية في أدنى مستوى ممكن، وهذا يعكس الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة (العزير، 2006، p. 193)؛

✓ **المرحلة الثالثة:** تتسم هذه المرحلة بارتفاع نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، حيث تتجاوز الحدود المقبولة. نتيجة لذلك تفقد المؤسسة المزايا التي كانت تحققها من الاعتماد على الاقتراض كمصدر

منخفض التكلفة، يعود ذلك إلى زيادة المطالبات المالية التي يطلبها الملاك كعائد على استثماراتهم، والتي تكون أعلى من المزايا التي تتحقق من الاقتراض مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة. (الحنوي & العيد، 2002، p. 332)

المطلب الثاني: الهيكل المالي في ظل نظرية ميلر وموديليانى (نظرية M&M)

في عام 1958 كتب ميلر وموديليانى المقال "تكلفة الرأس المال وتمويل المؤسسات ونظرية الاستثمار"، والذي قدما فيه اقتراحين أثرا بشكل هائل في مجال التمويل، تتعلق الاقتراحات ببنية رأس المال للمؤسسة وتكلفة رأس المال في سوق رأس المال المثالي. حيث يفترض سوق رأس المال مثالية، أي ألا توجد ضرائب ولا تكاليف معاملات وأن معدل الاقتراض والإقراض هو نفسه بالنسبة للمؤسسات والأفراد. بعد خمس سنوات من تقديم ميلر وموديليانى للاقتراح الأول والثاني، نشروا في سنة 1963 مقال بعنوان "ضرائب دخل المؤسسات وتكلفة الرأس المال: تصحيح"، كان هذا المقال تمديدا وتصحيحا للاقتراحات التي قدموها قبل خمس سنوات، حيث تم إدراج الضرائب التي أثرت على كلا الاقتراحين، فيما يلي شرح للقاعدتين مع وبدون الضرائب:

✓ **الاقتراح الأول بدون الضرائب:** قاعدة المقترح الأول تقول إن قيمة المؤسسة لا تتأثر ببنيتها لرأس المال، بل تعتمد على نسبة الدين إلى حقوق الملكية التمويل؛

✓ **الاقتراح الأول مع الضرائب:** مع إدراج الضرائب يقول المقترح الأول أن قيمة المؤسسة تتأثر بتكلفة الرأس المال، وأيضا بنسبة الدين إلى حقوق الملكية التمويل؛

✓ **الاقتراح الثاني دون الضرائب:** يقول المقترح الثاني إن معدل عائد الأسهم يزداد مع زيادة نسبة الدين إلى حقوق الملكية في التمويل؛

✓ **الاقتراح الثاني مع الضرائب:** بما في ذلك الضرائب، يقول المقترح الثاني إن معدل عائد الأسهم لا يزداد بنفس القدر مع زيادة نسبة الدين إلى حقوق الملكية في التمويل. (Modigliani & Miller, 1958) (Modigliani & Miller, 1963)

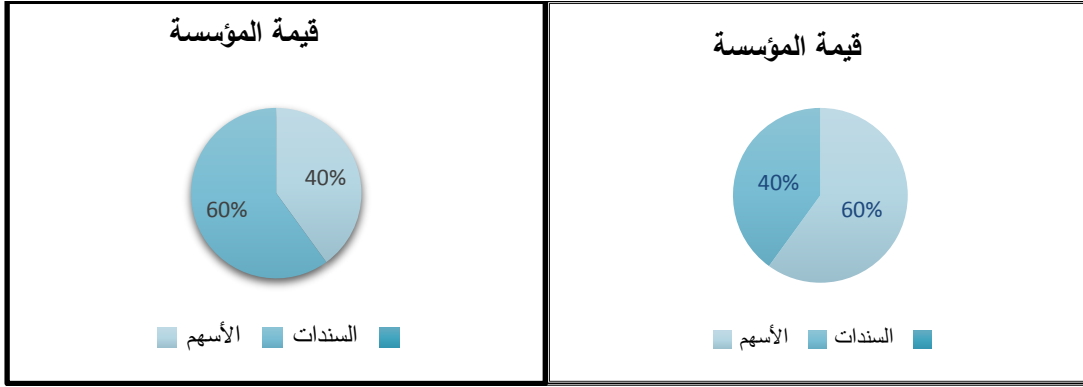
الفرع الأول: نظرية موديليانى وميلر (Modigliani and Miller) في غياب الضرائب 1958

تعتمد هذه النظرية على فكرة أساسية تقول إن قيمة المؤسسة تتأثر بقيمة استثماراتها، وتعتمد قيمة هذه الاستثمارات على العائد المتوقع منها، والذي يتأثر بالمخاطر التي يتعرض لها هذا العائد. وبالتالي فإن قيمة المؤسسة يجب أن تكون متساوية مع القيمة الكلية للاستثمارات التي تتألف منها، سواء تم تمويل هذه الاستثمارات من خلال القروض أو من خلال رأس المال الخاص. وبمعنى آخر يعني ذلك أن قرارات الاستثمار التي تتخذها المؤسسة تلعب دورا حاسما في تحديد قيمتها، بينما قرارات التمويل (الاستدانة أو استخدام رأس المال الخاص) لا تؤثر مباشرة على قيمة المؤسسة (Focardi & Fabozzi, 2008, p. 54). حيث قام الباحثان ميلر وموديليانى بدراسة عامل الرفع المالي مفترضين بادئ الأمر عدم وجود ضرائب على المؤسسات وعلى المستثمرين الأفراد، واستندا في ذلك على مجموعة من الافتراضات النظرية البحتة، والتي نذكر منها ما يلي (Pike & Brigham & Ehrhardt, 2017, p. 614) ;

(Neale, 2009, p. 524; Rifki & Sadqi, 2001, p. 11)

- ✓ أسواق رأس المال هي أسواق منافسة تامة (سوق كفاء)، مما يعني عدم وجود تكاليف وساطة؛
 - ✓ عدم وجود مخاطر الإفلاس، أي غياب تكاليف الإفلاس؛
 - ✓ تعمل المؤسسة في بيئة اقتصادية لا يخضع فيها دخلها السنوي للضرائب ولا وجود لأرباح محتجزة، حيث توزع المؤسسات كل أرباحها؛
 - ✓ جميع مشاركي السوق سواء المؤسسات أو المستثمرين يمكنهم الاقتراض أو الافتراض بسعر خالٍ من المخاطر؛
 - ✓ جميع المستثمرين عقلانيين حيث يمكن تجميع المؤسسات في فئات موحدة من المخاطر، بحيث يسعى السوق للحصول على نفس العائد من جميع المؤسسات الأعضاء في كل فئة؛
 - ✓ يصيغ المستثمرون توقعات مماثلة حول أرباح المؤسسات المستقبلية يتم وصفها بتوزيع احتمالي طبيعي، كما يمكن بيع أصول مؤسسة معسرة بقييم سوقية كاملة؛
 - ✓ لا يتأثر عائد المؤسسة قبل الفائدة والضريبة بحجم الديون المستخدمة.
- ومن أجل توضيح استقلال تكلفة الأموال والقيمة السوقية للمؤسسة عن الهيكل المالي المستخدم يقدم الباحثان (M&M 1958) نموذجاً يفترض وجود مؤسستين متماثلتين في فئة المخاطرة وحجمهما، ولديهما نفس معدل العائد على الأصول. ومع ذلك تختلف المؤسستين في هياكلهما المالية حيث تفترض الفرضية الأساسية أن المؤسسة الأولى تمول فقط بالأموال الخاصة، في حين تعتمد المؤسسة الثانية على مزيج من الأموال الخاصة والديون. ومن خلال هذا النموذج يتم إثبات أن الهيكل المالي للمؤسسة لا يؤثر على قيمتها السوقية، وببساطة يعني ذلك أن قيمة المؤسسة للمؤسستين متساوية بغض النظر عن الهيكل المالي المستخدم. وبالتالي يمكن القول بأن تكلفة الأموال (سواء كانت عبارة عن رأس المال الخاص أو الديون) والقيمة السوقية للمؤسسة مستقلتان عن بعضهما البعض. (غيم، 2005، p. 507)
- 1. الاقتراح الأول:** تحت فرضية وجود سوق مالية فعّالة، يقوم الاقتراح بتأكيد أن قيمة المؤسسة الإجمالية تعادل القيمة السوقية لمجموع التدفقات النقدية المرتبطة بالأصول، وذلك بغض النظر عن قراراتها المتعلقة باختيار الهيكل المالي (Berk & Demarzo, 2017, p. 525). ويعتبر نموذج الفطيرة (The pie model) أحد الأساليب المستخدمة لتوضيح هذا الاقتراح، ويعتمد نموذج الفطيرة على افتراض وجود مؤسستين متماثلتين في الجانب الأيمن من الميزانية (جانب الأصول)، حيث تتمتع كلا المؤسستين بنفس العمليات التشغيلية. ومن ناحية الجانب الأيسر من الميزانية (جانب الخصوم). بمعنى آخر يعتمد النموذج على أن المؤسستين تمولان عملياتهما التشغيلية بأدوات مالية مختلفة (Ross, Westerfield, & Jordan, 2003, p. 575)، والشكل الموالي يوضح بنية الهيكل المالي الذي بنيت عليه الفرضية.

الشكل رقم (12): نموذج الفطيرة للهيكل المالي (The pie model)



Source: Ross, S. A, Westerfield, R. W, & Jordan, B. D. (2003). **Fundamentals of Corporate Finance**. (6ed). United States of America: McGraw-Hill. P. 575.

يوضح الشكل رقم (12) أنه بغض النظر عن طريقة تقسيم الكعكة المالية بين الأسهم والديون وفق النسب التالية 40-60 و 60-40 على التوالي، وعليه فإن القيمة الإجمالية للمؤسسة لا تتأثر بتلك التغييرات في هيكل المالي، وذلك يرجع إلى أن قيمة الأصول الإجمالية للمؤسستين تبقى ثابتة، وفقاً لافتراضات النظرية التي تشير إلى أن كلتا المؤسستين لهما نفس قيمة الأصول، وهذا يعزز فكرة الاقتراح الأول أن بنية الهيكل المالي للمؤسسة ليست لها تأثير مباشر على قيمة أصولها الإجمالية.

2. **الاقتراح الثاني:** بالرغم من أنه لا يؤثر تغيير هيكل المالي على القيمة الإجمالية للمؤسسة إلا أنه يتسبب في تغييرات هامة في هيكل الديون وحقوق الملكية للمؤسسة. ولدى الباحثان الاهتمام بفهم التأثير الذي يحدث على مؤسسة ممولة بالديون وحقوق الملكية عند تغيير نسبة الدين إلى حقوق الملكية مع عدم الأخذ في الاعتبار الضرائب. وعليه فإن التكلفة الإجمالية المرجحة لرأس المال وفق العبارة التالية:

$$WACC = R_A = (E / V) \times R_e + (D / V) \times R_d$$

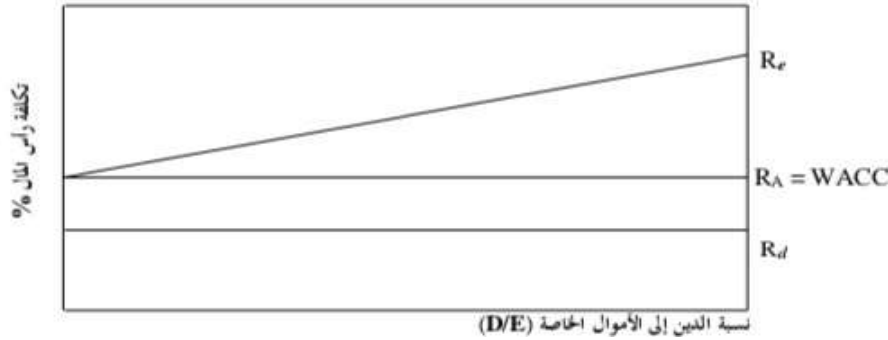
حيث: R_A : العائد المطلوب على إجمال أصول المؤسسة؛ R_e : العائد المطلوب على الأسهم؛ R_d : العائد المطلوب على الدين.

بإعادة ترتيب الصيغة السابقة نتحصل على صيغة حساب العائد المطلوب على الأسهم العادية كما يلي:

$$R_e = R_A + (R_A - R_d) \times (D/E)$$

توضح هذه الصيغة الاقتراح الثاني لنظرية (M&M) في ظل غياب الضريبة على دخل المؤسسة أن تكلفة الأموال الخاصة تعتمد على ثلاث عناصر أساسية، وهي: العائد المطلوب على إجمالي أصول المؤسسة، العائد المطلوب على الدين، ونسبة الديون إلى الأموال الخاصة. (Ross, Westerfield, & Jordan, 2003, p. 576)

الشكل رقم (13): تطور تكلفة مصادر التمويل وفق الاقتراح الأول والثاني لنظرية (M&M 1958)



Source: Ross, S. A, Westerfield, R. W & Jordan, B. D. (2003). **Fundamentals of Corporate Finance**. (6 ed). United States of America: McGraw-Hill. P. 576.

وفق الشكل رقم (13) تكلفة الأسهم العادية يعبر عنها بدالة خطية ذات الاتجاه الموجب وميلها هو $(R_A - R_d)$ ، ويلاحظ أن هناك نقطة تلاقي بين الأسهم العادية والديون، عند هذه النقطة يكون العائد على الأصول (R_A) يساوي العائد المطلوب على الاسهم (R_e) ، وفي هذه الحالة يكون معدل الدين إلى الأموال الخاصة يساوي الصفر (Ross, Westerfield, & Jordan, 2003, p. 576). كما يتضح من الشكل أنه لا يوجد مستوى مثلي للاستدانة، حيث تظل التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل ثابتة بغض النظر عن مستويات الرافعة المالية المستخدمة، ويرجع ذلك إلى الفرضية التي تشير إلى أن زيادة استخدام الأموال الخاصة (أي الأسهم العادية) يقلل من معدل الدين مما يلغي ميزة انخفاض تكلفة الاستدانة. (McLaney, 2017, p. 306)

الفرع الثاني: نظرية ميلر وموديليان في حالة وجود الضرائب 1963

قام كلٌّ من ميلر وموديليان بإعادة صياغة مقالهما ليتناسب مع واقعية الفروض المطروحة، حيث قدما نظرة جديدة تشير إلى أن الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة بعد إدخال متغير الضريبة على أرباح المؤسسات، وعلى الرغم من نتائج الدراسة التي قام بها العالمان في عام 1958 وأكدت عدم وجود علاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة وقيمتها السوقية، إلا أنهما قررا أن يتجاوزا هذه النتيجة ويدرسا تأثير الهيكل التمويلي للمؤسسة في ظل وجود الضرائب كمتغير يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، تم نشر المقال الذي يشتمل على هذه الدراسة في عام 1963.

1. الاقتراح الأول: وفقا لميلر وموديليان تتمتع القروض بتأثير إيجابي على أداء المؤسسة بغض النظر عن حجمها، يعود ذلك إلى فوائد القروض التي يمكن خصمها من الإيرادات الضريبية، وفرضية أن المؤسسة تخضع لضريبة على الأرباح. وبالتالي فإن المؤسسة التي تعتمد هيكلها المالي على القروض يمكنها تحقيق مزايا ضريبية تقدر بقيمة الفوائد المدفوعة مضروبة بمعدل الضريبة (Modigliani & Miller, 1963). ويؤكد الباحثان أن تكلفة الأموال ستخفض مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة السوق للمؤسسة المقترضة بالمقارنة مع مؤسسة مماثلة غير مقترضة التي تنتمي لنفس شريحة الخطر، ويعتبر هذا الارتفاع بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية المتعلقة باستخدام القروض، وفي حالة زيادة أو انخفاض عن هذا المستوى يتم استخدام عملية المراجعة لإعادة توازن القيمة بين المؤسستين (هندي, 2005, p. 147). ويمكن التعبير عن القيمة المؤسسة المقترضة بالعلاقة التالي (مولود, 2018, p. 148):

$$VE = VN + VAEI$$

حيث: VE: قيمة المؤسسة المقترضة؛ VN: قيمة المؤسسة غير المقترضة؛ VAEI: القيمة الحالية للوفرات الضريبية.

2. الاقتراح الثاني: في حال وجود ضرائب على أرباح المؤسسات يجب أن تتساوى تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة المقترضة مع تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة غير المقترضة، بالإضافة إلى مكافأة تعويضية عن المخاطر المالية المرتبطة بالاستدانة. يتم تحديد هذه المكافأة بناءً على الفرق بين تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة المقترضة وتكلفة الاقتراض المقترضة التي يفترض ميلر وموديليانى أنها ثابتة لجميع المؤسسات، كما يتم تحديدها بناءً على معدل الضريبة على أرباح المؤسسات ونسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة في هيكل تمويل المؤسسة (هندي، 1998، p. 237). ويمكن تلخيص الاقتراح وفق المعادلة التالية:

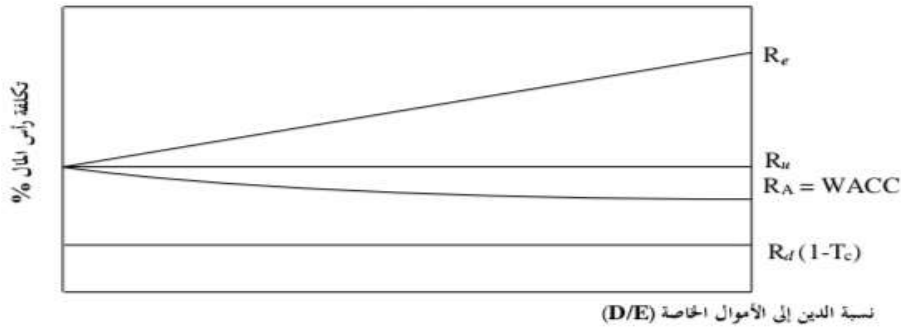
$$R_e = R_u + (R_u - R_d) \times (D/E) \times (1-T)$$

حيث: R_e : تكلفة الاموال الخاصة لمؤسسة مقترضة؛ R_u : تكلفة الاموال الخاصة لمؤسسة غير مقترضة؛ T: معدل الضريبة على الارباح.

في حالة خضوع دخل المؤسسة للضريبة، تشير المعادلة السابقة إلى أن زيادة نسبة الاستدانة في الهيكل المالي يرافقها زيادة في تكلفة رأس المال المملوكة للمؤسسة، ولكن بمعدل أبسطاً مقارنةً بحالة عدم وجود الضرائب، وتعويض قيمة R_e للمعادلة السابقة في معادلة التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال، وبعد العمليات الحسابية المطلوبة، يتم الوصول إلى المعادلة المبسطة التالية (Teulie & Topsacalian, 2000, p. 43):

$$R_A = R_u [(1 - T) \times D(D/CP)]$$

الشكل رقم (14): تطور تكلفة مصادر التمويل وفق الاقتراح الاول والثاني لنظرية (M&M 1958)



Source: Ross, S. A, Westerfield, R. W & Jordan, B. D. (2003). **Fundamentals of Corporate Finance**. (6 ed). United States of America: McGraw-Hill. P. 583.

تبين الصياغة السابقة أن هناك علاقة عكسية بين التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال ونسبة القروض في هيكل المؤسسة المالي. عندما تزداد نسبة القروض في الهيكل المالي تنخفض التكلفة المتوسطة للأموال حتى تصل إلى أدنى قيمتها عندما تكون نسبة القروض 100%. وبالتالي يوجد هيكل مالي مثلى يتكون بشكل كامل من القروض يحقق أدنى تكلفة للأموال وأعلى قيمة سوقية كما يوضح الشكل التالي. (Ross, Westerfield, & Jordan, 2003, p. 583) مما سبق يمكن القول في ظل وجود الضرائب، تنخفض تكلفة الأموال بزيادة نسبة الاقتراض، وبالتالي فإن نظرية (M&M 1963) تشير إلى وجود هيكل مالي أمثل يعمل على تخفيض تكلفة الأموال، وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة.

الفرع الثالث: أثر الضريبة على دخل المؤسسة والأفراد

قدم مرتون ميلر سنة 1977 (هذه المرة بدون موديليان) تأثيرات الضرائب الشخصية، حيث أشار الى أن الدخل من السندات عموما هو الفائدة والتي تخضع للضرائب كدخل شخصي بأسعار معينة، بينما يأتي الدخل من الأسهم عموما جزء من الأرباح وجزء من الزيادة في رأس المال (Brigham & Ehrhardt, 2017, p. 577). حيث تعادل قيمة المؤسسة المبلغ الذي يمكن أن تحققه من خلال إصدار أوراق مالية، وتعتمد قيمة المال الذي سيتلقاه المستثمر عند شراء أوراق المؤسسة على الفائدة التي سيحققها من هذا الاستثمار. يتم حساب إجمالي التدفقات النقدية التي سيحصل عليها المستثمر بعد خصم جميع أنواع الضرائب، بما في ذلك الضرائب المفروضة على دخل المؤسسة والضرائب المفروضة على دخل الأفراد، هذه الضرائب تقلل من إجمالي التدفقات النقدية الموجهة للمستثمر، وهذا يؤثر في النهاية على قيمة المؤسسة. بالتالي فإن الوفر الضريبي يعتمد على تقليل إجمالي الضرائب بشكل عام وليس الضرائب المفروضة على دخل المؤسسة فقط. (Berk & Demarzo, 2017, p. 563)

وحسب ميلر إذا كان المستثمرون يدفعون ضرائب عالية على دخل الفائدة (بالمقارنة مع الضرائب على دخل الأسهم)، فإنهم يطالبون بعوائد أعلى معادلة بمخاطر احتجاز الدين (بالمقارنة مع امتلاك الأسهم)، وبالتالي يتم تثبيط استخدام الدين على مستوى المؤسسة. يكون العبء الضريبي الشخصي على دخل الفائدة عموما أعلى من العبء الضريبي على دخل الأسهم. ويتم تقديم ثلاثة أسباب لشرح سبب ارتفاع معدل الضريبة الشخصية على دخل الفائدة مقارنة بذلك لدخل الأسهم: غالبا ما يتم فرض ضرائب على زيادة رأس المال لفترة طويلة الأجل بأسعار أقل من الأسعار الشخصية القانونية؛ يمكن تأجيل الضرائب على زيادة رأس المال حتى يتم تحقيق الربح؛ يمكن تجنب فرض الضرائب على زيادة رأس المال تماما إذا تم الاحتفاظ بحصة الأسهم حتى وفاة الشخص.

بشكل عام أشار ميلر إلى أن المستثمرين على استعداد لقبول عائد منخفض نسبيا على الأسهم قبل الضرائب بالمقارنة مع عائد السندات قبل الضرائب، وأكد أيضا أن من الناحية الخاصة بقابلية خصم الفائدة مما يجعل التمويل عن طريق الدين مميّزا، ولكن التمويل عن طريق الأسهم يتمتع بالمزيد من التفضيلات من حيث المعاملة الضريبية للدخل حتى لو كان لديه معدل عائد منخفض. (Aljamaan, 2018, p. 58)

المطلب الثالث: النظريات الحديثة للهيكل المالي

هناك العديد من النظريات الحديثة التي تهدف إلى تفسير الهيكل المالي للمؤسسات وتحديد العوامل التي تؤثر فيه. من بين أهم هذه النظريات نجد:

✓ **نظرية التوازن:** تقترح هذه النظرية أن هناك توازن يجب تحقيقه بين استخدام الدين وحقوق الملكية الخاصة بالمساهمين. تشير النظرية إلى أنه عندما يكون الهيكل المالي في المؤسسة متوازنا، فإنه يمكن تحقيق القيمة القصوى للمؤسسة؛

✓ **نظرية الالتقاط التدريجي لصادر التمويل:** تقوم المؤسسات بتحقيق القيمة القصوى عن طريق اختيار تمويل الاستثمارات الجديدة بأرخص مصدر متاح من الأموال؛

✓ نظرية الإشارة: تستند هذه النظرية إلى فرضية أن المستثمرين والمدراء لديهم معلومات أفضل حول المؤسسة من غيرهم، وأن السوق لا يستطيع تقييم المؤسسة بدقة نفس المستوى. وبناءً على ذلك يمكن للمدراء تحسين الهيكل المالي وتوجيه الاستثمارات بطريقة تعكس معلوماتهم الحصرية؛

✓ نظرية توقيت السوق: تركز النظرية على محاولة المستثمرين لتوقع تغيرات الأسعار والتقلبات في الأسواق المالية لاتخاذ قرارات المناسبة لتشكيل الهيكل المالي.

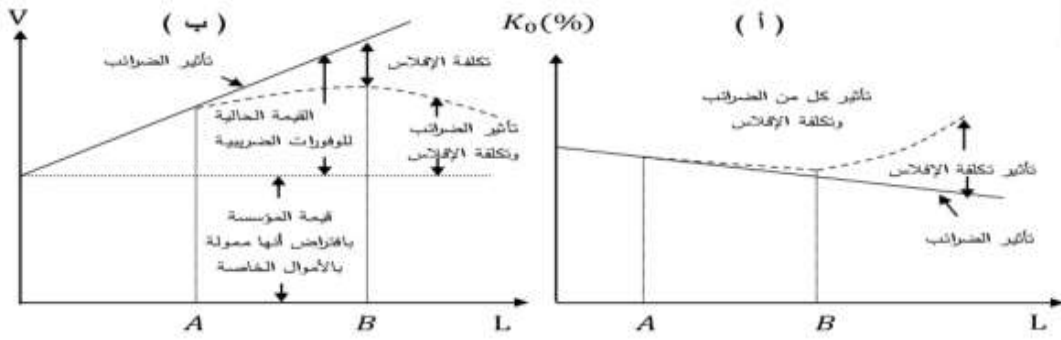
الفرع الأول: نظرية التوازن

أدت الانتقادات التي تعرضت لها أعمال الباحثين موديليان وميلر إلى ظهور نظرية التوازن، والتي تهدف إلى تحقيق التوازن بين فوائد التمويل بالديون، كاستفادة من الوفورات الضريبية، وبين التأثيرات السلبية المرتبطة بالاستدانة.

1. الهيكل المالي في وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس: يترتب عن زيادة نسبة الأموال المفترضة في الهيكل التمويلي للمؤسسة أثران متضادان على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، فمن جهة تؤدي زيادة نسبة الاستدانة إلى تخفيض تكلفة الأموال نظراً للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض، ومن ثم زيادة قيمة المؤسسة، ومن جهة أخرى يترتب عن زيادة نسبة الاستدانة ارتفاع احتمال الإفلاس وما يصاحبه من تكاليف مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال ثم انخفاض قيمة المؤسسة. وفي ضوء ذلك يتحدد الهيكل التمويلي بالموازنة بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض وبين القيمة الحالية للتكلفة المتوقعة للإفلاس (تيماري، 2011، p. 70)، والشكل التالي يوضح ذلك.

الشكل رقم (15): العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة وبين تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في وجود

الضرائب وتكلفة الإفلاس



المصدر: الهندي، م. إ. (1998). الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل. مصر: منشأة المعارف للنشر وتوزيع. ص. 650. 652.

من خلال شكل أعلاه نرى أنه إذا تم تجاهل تأثير تكلفة الإفلاس، فزيادة نسبة الاستدانة تؤدي إلى انخفاض مستمر في تكلفة الأموال، ولكن عند مراعاة تأثير الضريبة وتكلفة الإفلاس، فإن تكلفة الأموال تستمر في الانخفاض بمعدل أقل حتى النقطة (B). بعد النقطة (B)، تكلفة الإفلاس تزداد وتتجاوز الوفورات الضريبية مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال. وبالتالي يمكن تحديد نسبة الاقتراض المثلى بالنقطة (B) حيث تكون تكلفة الأموال في أدنى مستوى لها. أما في الشكل (ب)، نجد أن النقطة (B) تعبر عن نسبة الاستدانة التي تحقق القيمة السوقية القصوى للمؤسسة، تتزامن هذه النقطة مع تكلفة الأموال الأدنى نظراً للعلاقة العكسية بين تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة. (هندي، 1998، pp. 650-652)

2. نظرية الوكالة: قدم الباحثان William H. Meckling & Michael C. Jensen مقالهما تحت عنوان "Agency Costs and Ownership Structure Theory of the Firm: Managerial Behavior" سنة 1976، والذي يدرس أثر تكاليف الوكالة على قيمة المؤسسة وتكلفة الهيكل المالي. حيث عرف الباحثان العلاقة الوكالة كعقد يقوم بموجبه شخص واحد أو أكثر (الممثلون) بالاستعانة بشخص آخر (الوكيل) لأداء خدمة ما نيابة عنهم، مما ينطوي على تفويض بعض سلطة اتخاذ القرار للوكيل. إذا كان كلا الطرفين في العلاقة يسعيان لتحقيق أقصى فائدة، فهناك سبب وجيه للاعتقاد بأن الوكيل لن يتصرف دائماً في مصلحة الأصل. يمكن للأصل تقييد التباينات عن مصلحته من خلال إنشاء حوافز مناسبة للوكيل وتكبد تكاليف رصد مصممة لتقييد الأنشطة الشاذة للوكيل، ففي بعض الحالات قد يكون من المناسب للوكيل إنفاق موارد لضمان أنه لن يتخذ إجراءات معينة تضر الأصل، أو لضمان أن الأصل سيتعوض إذا اتخذ مثل هذه الإجراءات. في معظم العلاقات الوكالة سيتكبد الأصل والوكيل تكاليف إيجابية للرصد والضمان، وبالإضافة إلى ذلك ستكون هناك بعض التباين بين قرارات الوكيل وتلك القرارات التي تحقق أقصى رفاية للأصل. فالقيمة المعادلة للتقليل في الرفاهية التي يعانها الأصل نتيجة لهذا التباين هي أيضاً تكلفة للعلاقة الوكالة، ونشير إلى هذه التكلفة الأخيرة باسم "الخسارة المتبقية"، تحدد تكاليف الوكالة على أنها مجموع: تكاليف الرقابة؛ تكاليف التبرير؛ التكاليف المتبقية. وقد أشار أيضاً أن تكاليف الوكالة تنشأ في أي موقف ينطوي على جهود تعاونية بواسطة شخصين أو أكثر حتى لو لم يكن هناك علاقة واضحة بين الأصل والوكيل، نظراً لأن العلاقة بين مساهمين ومديري المؤسسة تتوافق مع تعريف العلاقة الوكالة النقية، فمن المفترض ألا يكون هناك مفاجأة في ارتباط المسائل المرتبطة بـ "فصل الملكية والتحكم" في المؤسسة ذات الملكية المتناثرة الحديثة بمشكلة الوكالة العامة.

وأثبتت النظرية أن تكلفة وكالة الديون تلعب دوراً هاماً في قرار التمويل، حيث يتم تحديد الهيكل المالي الأمثل بتوازن الوفورات الضريبية مع تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس. عادةً ينقل المقرضون تكلفة الوكالة إلى الملاك عن طريق رفع معدل الفائدة على الأموال المقرضة، مما يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب من الملاك على الاستثمار، وبالتالي يزيد تكلفة الأموال وينخفض القيمة السوقية للمؤسسة. (Jensen & Meckling, 1976)

الفرع الثاني: نظرية الانتقال التدرجي لمصادر التمويل

إن نظرية (Peking Order Theory) ليست جديدة تماماً، فعلى سبيل المثال تظهر بوضوح في دراسة Gordon Danaldson عام 1961 حول ممارسات التمويل لعينة من المؤسسات الكبيرة، حيث لاحظ أن الإدارة تفضل بشدة التمويل الداخلي كمصدر للأموال الجديدة حتى استبعاد التمويل الخارجي باستثناء حدوث زيادات مفرطة في حاجة الأموال، ولم تتم غالباً تلبية هذه الزيادات بتخفيض الأرباح، فتقلص مدفوعات الأرباح النقدية المعتادة كان أمراً لا يُفكر فيه بالنسبة لمعظم الإدارات، إلا كإجراء دفاعي في فترة من الضائقة المالية الشديدة. (Myers, 1984, p. 581)

إلا إن هذه النظرية أخذت سيطراً واسعاً بعد الأعمال العلمية التي نشرها Myres & Majlug سنة 1984، والتي تعتبر منظوراً مختلفاً لاتخاذ قرارات الهيكل المالي، حيث قاما الباحثان بتحليل مؤسسة تمتلك أصولاً وتحتاج إلى

فرصة نمو تتطلب تمويلًا إضافيًا، وقد افترضوا وجود أسواق مالية مثالية باستثناء أن المستثمرين لا يعرفون القيمة الحقيقية للأصول الحالية أو الفرصة الجديدة، وبالتالي لا يمكن للمستثمرين تحديد قيمة الأوراق المالية التي تُصدر لتمويل الاستثمار الجديد بدقة (Myers & Majluf, 1984, p. 219). ووفقًا لهذه النظرية تقوم المؤسسات بتحقيق القيمة القصوى عن طريق اختيار تمويل الاستثمارات الجديدة بأرخص مصدر متاح من الأموال. يفضل المديرون استخدام الأموال المتولدة داخليًا (الأرباح المحتجزة) على التمويل الخارجي، وإذا كانت الأموال الخارجية ضرورية فيفضلون الديون على الأسهم بسبب تكاليف المعلومات المنخفضة المرتبطة بإصدار الديون، ويقال أن المؤسسات تصدر الأسهم فقط كحل أخير عندما يكون سعر الديون قد استنفدت. كما تتوقع نظرية الالتقاط التدريجي أن تكون للمؤسسات ذات الفرص الاستثمارية قليلة وتدفقات نقدية حرة كبيرة نسب الديون منخفضة (أو حتى سلبية) لأن النقد سيُستخدم لسداد الديون، كما تشير إلى أن المؤسسات ذات النمو العالي وتدفقات نقدية تشغيلية أقل ستكون لديها نسب ديون عالية، بسبب تردها في جمع أموال جديدة. (Barclay & Smith, 2005, p. 12)

نتيجة لذلك افترضوا أن المديرين يتصرفون في مصلحة المساهمين الحاليين، ويُفضلون إصدار أسهم مُقدّرة بقيمة منخفضة ما لم يتم تعويض التحويل من المساهمين القدامى إلى المساهمين الجدد من خلال القيمة الصافية لفرصة النمو، فيؤدي ذلك إلى توازن تجميعي يمكن للمؤسسات فيها إصدار الأسهم ولكن فقط بسعر منخفض. بالتالي تنخفض أسعار الأسهم ليس لأن طلب المستثمرين على الأوراق المالية العادية غير مرّن، ولكن بسبب المعلومات التي يستنتجها المستثمرون من القرار بالإصدار، ويتضح أن الأخبار السيئة (عن قيمة الأصول الحالية) تفوق دائما الأخبار الجيدة. بعض المؤسسات الجيدة التي تكون أصولها مقدرة بقيمة أقل من السعر الجديد ستقرر عدم الإصدار حتى لو تعني ذلك تفويت فرصة لها قيمة صافية موجبة.

وفي الأخير توصلنا إلى أن زيادة تمويل الديون إشارة إيجابية في حين يُعتبر إصدار الأسهم علامة سيئة، ففي المتوسط تنخفض أسعار الأسهم بنسبة 3% بعد إعلان المؤسسات عن عروض أسهم جديدة، بينما يكون التأثير على أسعار الأسهم ضئيلاً جداً عندما تستخدم المؤسسات تمويل الديون. (Myers, 2001, pp. 91, 92)

الفرع الثالث: نظرية الإشارة

في نهاية السبعينيات طوّر Stephen Ross (1977) وكتّاب آخرون نظرية الإشارة عن الهيكل المالي استناداً إلى مشكلات عدم التماثل في المعلومات بين المديرين والمستثمرين. تعتمد هذه النماذج على فكرة أن كبار تنفيذيين المؤسسة الذين يمتلكون معلومات داخلية لديهم دافع لنقل هذه المعرفة إلى المستثمرين الخارجيين بحيث يرتفع سعر السهم (Markopoulou & Papadopoulos, 2009, p. 219). وقد تم تطوير هذه النظرية لتفسير سلوك الإدارة وكيفية اتخاذها قرارات بشأن تركيب الهيكل المالي الذي يعكس المعلومات المتاحة داخل المؤسسة ولدى موظفيها حول أداء الأصول وقيمتها الحالية والمستقبلية. تعتمد هذه النظرية على عدم التماثل في المعلومات بين المؤسسة والسوق، بالإضافة إلى عدم الشفافية وعدم نشر المعلومات الصحيحة من قبل المدراء للمستثمرين، وهذا يؤدي إلى أن المؤسسات تتسعر بنفس القيمة بغض النظر عن أدائها، سواء كان أداءها جيداً أو منخفضاً. (قباجة, 2018, pp. 215, 223)

تقوم نظرية الإشارة على الافتراض القوي بأن المديرين التنفيذيين في المؤسسات يمتلكون معلومات أكثر دقة وشمولية من المستثمرين في مجال التمويل، وبناءً على هذه المعلومات يكونون في موقع أفضل لتوقع التدفقات المستقبلية للمؤسسة ومعرفة حالتها الحالية وآفاقها المستقبلية، وعندما يُرسل المديرون إشارات يعتبر المستثمرون أن هذه الإشارات تشير إلى أن التدفقات المستقبلية ستكون أفضل من المتوقع أو أن المخاطر المرتبطة بالاستثمار ستكون أقل، مما يُمكن المستثمر من خلق القيمة وزيادة فرص العائد على الاستثمار. وبالتالي يظل المستثمرون يراقبون هذه الإشارات بشكل دائم ويولون لها اهتماما كبيرا لاتخاذ قرارات استثمارية مدروسة وناجحة (Vernimmen, 2014, p. 614). كما تشير نظرية الإشارة أن المؤسسات ذات الأداء الأفضل يمكنها إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن المؤسسات ذات الأداء الضعيف. وتمثل هذه الإشارات في الهيكل المالي وسياسات مكافآت رأس المال أو استخدام أوراق مالية معقدة. تعتمد النظرية على فكرتين رئيسيتين: أن المعلومات غير موزعة بالتساوي وأن المسيرين في المؤسسات يمكنهم تهيئة معلومات حصرية للمستثمرين لا يملكونها، حتى إذا كانت تلك المعلومات متاحة للجميع، فإنها لا تدرك ولا تُفهم بنفس الأسلوب والطريقة. (دادن, 2006, p. 112)

الفرع الرابع: نظرية توقيت السوق

على الرغم من أن نظرية توقيت السوق (Market Timing Theory) جذبت الكثير من الاهتمام منذ الربع الأخير من القرن العشرين، إلا أن تأثيرها على الهيكل المالي لم يكن محددًا حتى بداية الألفية الجديدة. اكتشف Malcolm Baker & Jeffrey Wurgler سنة 2002 أن لتوقيت السوق تأثيرًا ملحوظًا ومستمرًا على الهيكل المالي. فالنظرية ببساطة تفترض أن الهيكل المالي يتطور كنتيجة تراكمية لمحاولات الماضي لتوقيت سوق الأسهم، بالإضافة إلى عدم وجد الهيكل المالي أمثل. حيث يقوم المديرون بإصدار الأسهم عندما يعتقدون أن تكلفتها منخفضة بشكل غير منطقي ويقومون بشراء الأسهم عندما يعتقدون أن تكلفتها مرتفعة بشكل غير منطقي. وقد توصل الباحثان إلى أن المؤسسات ذات الرافعة المالية المنخفضة تميل إلى تمويل أنشطتها عندما تكون تقيمتها السوقية مرتفعة، بينما المؤسسات ذات الرافعة المالية المرتفعة تميل إلى تمويل أنشطتها عندما تكون تقيمتها السوقية منخفضة، كما وجد أن تقلبات تقييمات السوق تؤثر بشكل كبير على الهيكل المالي وتستمر لفترة تزيد عن عقد من الزمن (M. Baker & Wurgler, 2002, pp. 3, 27, 29).

تأثر نظرية توقيت السوق على السلوك المالي للمؤسسة استنادًا على الافتراض أن المؤسسة تختار مصدر تمويلي عالي التكلفة المتمثل بإصدار أسهم جديدة، لذا هناك حاجة لدراسة توقيت سوق الأسهم، وعندما تكون القيمة السوقية للأسهم أعلى من قيمتها الدفترية تقوم المؤسسة بإصدار أسهم جديدة، وعندما تكون هذه القيمة منخفضة تقوم المؤسسة بإعادة شراء الأسهم، لذلك الهيكل المالي هو نتيجة التراكمات السابقة والاستفادة منها في التحكم باحتمالات السوق (الربيعي & العطوي, 2018, p. 89). حيث تقترح النظرية أن المدراء قادرون على تحديد الأوقات التي يكون فيها إصدار الأسهم أقل تكلفة مقارنة بأنواع أخرى من التمويل الخارجي بسبب تقييم زائد لأسهم المؤسسة في السوق، يؤدي توقيت سوق إلى خفض تكلفة حقوق المساهمة، مما يعود بالفائدة على المساهمين الحاليين على حساب المساهمين الجدد. (Elliott, Koeter-Kant, & Warr, 2008, p. 176)

خلاصة الفصل:

في هذا الفصل، تناولنا مصطلح الهيكل المالي الذي يوضح استخدام المؤسسات لمجموعة متنوعة من الوسائل المالية لتمويل احتياجاتها خلال مختلف دورات حياتها، والتي تنشأ نتيجة نشاطاتها المختلفة. تتراوح هذه الوسائل بين التمويل الداخلي مثل التمويل الذاتي، ورفع رأس المال، والتمويل الخارجي الذي يشمل القروض والسندات والاستئجار. حيث يعكس الهيكل المالي للمؤسسة الموارد التي تمول المؤسسة بها من خلال الاعتماد على مجموعة من المعايير من أجل اختيارها للهيكل المالي. حيث تسعى المؤسسة للحصول على تلك المصادر بأفضل الشروط وتحديد الخيار الأمثل لتحقيق أقصى عائد وأدنى تكلفة ممكنة. مما يسهم في تعظيم قيمة المؤسسة، ويتحقق هذا التوازن عند الملائمة بين العوامل المؤثرة على الهيكل المالي. ويأخذ بعين الاعتبار مصالح حملة الأسهم، وأيضاً بمصالح الموظفين والعملاء والدائنين والحكومة والمجتمع، فالتخطيط السليم للهيكل المالي يعزز من استقرار والسمعة المؤسسة.

كما تم استعراض أهم النظريات المالية المتعلقة بالهيكل المالي للمؤسسات، وأظهرت نتائج هذه الدراسات تبايناً في الآراء حول تحقيق التوليفة المثلى للهيكل المالي. وقد ركزت هذه الأبحاث على إيجاد الهيكل المثلى لتحقيق أهداف الإدارة المالية للمؤسسات. استخدمت هذه الأبحاث متغيرات محددة مثل نسبة الديون إلى حقوق الملكية، تكلفة رأس المال المرجحة، الضرائب، التكلفة الإفلاس والمعلومات المالية. فالتطورات المستمرة في هذا المجال تعزز فهمنا للهيكل التمويلي وترقية ممارسات المؤسسات المالية.

الفصل الثاني

المخاطر غير النظامية في المؤسسة

الاقتصادية

تمهيد:

في ظروف اقتصاد السوق تعتبر المخاطر عنصراً أساسياً لأي جهة اقتصادية، لسياسة الإدارة، وللإستراتيجية التي تطورها هذه الجهة الاقتصادية، والتي تعتمد بشكل كبير تقريباً على قدرتها على التنبؤ واستغلال الفرص، حيث تزامن المخاطر المؤسس منذ لحظة بدء الأعمال أو الاستثمار، وتستمر مع تحديد الأهداف وشروط التطوير، ثم جذب مصادر التمويل، تنفيذ الإدارة، البحث عن الأسواق، تحديد الأسعار/الأجور وما إلى ذلك. وبالتالي اختيار هدف خاطئ أو اتخاذ قرارات إدارية خاطئة أو عدم التناسق بين الإنتاج والطلب في السوق المعنية، يؤدي إلى وجود مخاطر سيظهر على شكل خسائر للمؤسسة. لذا مشكلة اكتشاف وتجنب المواقف الممكنة التي قد تولد المخاطر هي أمر ذو أولوية بالنسبة لرفاهية المؤسسة.

تواجه الكيانات الاقتصادية مجموعة من غير المخاطر النظامية نتيجة تنفيذها لأنشطتها الاقتصادية اليومية في سياق يسوده الغموض في العمليات الاقتصادية والاجتماعية الفعلية. لذا تعتبر هذه المخاطر عنصراً لا يمكن تجاهله في اتخاذ أي قرار اقتصادي، لأنها تعلق بحقيقة عدم اليقين بشأن بيئة المؤسسة الداخلية في المستقبل، وغالباً ما يكون من الصعب الحصول على معرفة شاملة ودقيقة لهذه البيئة المستقبلية، مما يُجبر القائمين على اتخاذ القرارات على مواجهة مستويات وأنواع مختلفة من المخاطر غير النظامية. ففي النظرية الاقتصادية والممارسة الاقتصادية الحديثة يُعتبر المخطر أحد تصنيفات الأساسية، فهو مرتبط بحقيقة أن عدم اليقين في الأحداث والعمليات الاقتصادية يمكن أن يؤدي إلى خسائر كبيرة بدلاً من الربح. ضرورة هذه المشكلة والحاجة إلى ترشيد سلوك العوامل الاقتصادية تجعل قضية المخاطر واحدة من الاتجاهات الرئيسية لتحليل الاقتصادي الحديث.

يتم التركيز في هذا الفصل على شرح المفاهيم المرتبطة بالمخاطر في المؤسسة الاقتصادية بصفة عامة، بدءاً من تعريفها وتحديد أنواعها وصولاً إلى علاقتها بالهيكل المالي، حيث قسمنا هذا الفصل إلى المباحث الآتية:

- ✓ المبحث الأول: المخاطر في المؤسسة الاقتصادية؛
- ✓ المبحث الثاني: المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية؛
- ✓ المبحث الثالث: المخاطر التشغيلية في المؤسسة الاقتصادية؛
- ✓ المبحث الرابع: مخاطر الإفلاس في المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول

المخاطر في المؤسسة الاقتصادية

تتعدد المخاطر التي تواجه المؤسسات الاقتصادية أثناء رحلتها التطورية، ويمكن القول بثقة أن المخاطر تمثل جزءاً أساسياً من نشاطاتها. يأتي ذلك نتيجة لزيادة شدة التنافس والتقدم التكنولوجي، بالإضافة إلى تزايد حجم الأعمال في مجال السلع والخدمات. هذه المؤسسات الاقتصادية اليوم لا يمكنها تجاهل عنصر المخاطر، سواء عند اتخاذ قرارات مالية مثل الاستثمار أو تنظيم الهيكل المالي، أو حتى عند ممارسة نشاطاتها الروتينية. ويتم هذا بغرض تحقيق عوائد مريحة مع تقليل المخاطر إلى الحد الأدنى الممكن. وتتناول هذا المبحث من خلال المطالب الآتية:

✓ **المطلب الأول:** ماهية المخاطر في المؤسسة الاقتصادية؛

✓ **المطلب الثاني:** أسباب المخاطر في المؤسسة الاقتصادية؛

✓ **المطلب الثالث:** مدخل للمخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول: ماهية المخاطر في المؤسسة الاقتصادية

مفهوم المخاطر ليس جديداً لكنه تطور مع التقدم في الزمن. ظهرت مخاطر جديدة نتيجة التكنولوجيا والبيئة والتنافسية من المهم أن تأخذ المؤسسات هذه المخاطر بعين الاعتبار وتطبق استراتيجيات مناسبة للتعامل معها، بهدف ضمان استدامة المؤسسة وقدرتها على التكيف.

الفرع الأول: المخاطر في المؤسسة الاقتصادية

يُعتبر المخاطر تحدياً أساسياً يمكن أن يؤثر بشدة على المؤسسة الاقتصادية، ومن الضروري فهمه بعناية وبطريقة علمية. يشمل ذلك تقدير احتمالية حدوث تأثير سلبي، وزيادة مستوى المخاطر قد يتحول إلى مشكلة تواجه المؤسسة.

1. مفهوم المخاطر: يعرف المخاطر أنه: "الانحراف في النتائج الذي يمكن أن يحدث خلال فترة محددة في موقف معين" (بكر & السيفور، 2019، p. 27). أي "حدوث اختلاف عن النتيجة المرغوبة والمرجوة أو المخطط لها سواء كان ربح أو خسارة نتيجة عدم اليقين المرتبط بإتباع مسار عمل معين من شأنه التأثير على أهداف المؤسسة، وبالتالي فالمخاطر مرتبط بعنصرين هما: احتمالية الحدوث والعواقب أو الآثار المترتبة عنه" (Cooper et al., 2005, p. 3). توضح التعريفات السابقة أن المخاطر تشمل الانحراف عن النتائج المتوقعة أو المرجوة في موقف معين نتيجة لعدم اليقين وعدم القدرة على التنبؤ بالنتائج بدقة. هذا الانحراف يمكن أن يكون إيجابياً (ربح) أو سلبياً (خسارة)، ويتعلق بعوامل يمكن أن تؤثر على النتائج المالية أو الأداء العام لمؤسسة ما. ويمكن ترجمة المخاطر بعنصرين أساسيين: احتمالية وقوع الحادث والتداعيات أو الآثار التي يمكن أن تنجم عنه.

كما يعرف بأنه: "احتمال وقوع خسارة" (حمودة & الهانسي, 2011, p. 11)، أي هو "الخسارة المادية المحتملة نتيجة لحدوث حادث معين" (عريقات & عقل, 2008, p. 11). ويعرف أيضا على أنه: "الخسارة المادية المحتملة والخسارة المعنوية التي يمكن قياسها نتيجة لحدوث حادث معين، مع الأخذ بعين الاعتبار جميع العوامل المساعدة لوقوع الخسارة" (سلام & موسى, 2010, p. 22). من خلال هذه التعاريف نستنتج أن المخاطر تشير إلى احتمال وقوع خسارة مادية أو معنوية نتيجة لحادث محدد، ويشمل هذا المفهوم أيضا التقدير والتحليل لجميع العوامل المحيطة والممكنة التي يمكن أن تسهم في حدوث الخسارة وتأثيرها.

ويمكن القول أيضا أن المخطر هو: "احتمال وقوع حادث له انعكاسات سلبية أو ايجابية على المؤسسة" (L.Head, 2009, pp. 11, 12). من خلال هذا التعريف نرى أن المخاطر هي احتمالية حدوث حادث يمكن أن يؤدي إلى تأثير إيجابي أو سلبي على أهداف المؤسسة.

استخلاصا لما سبق تعدد المخاطر هي مواقف أو أحداث متوقعة في سياق العمل أو مسار المؤسسة التي قد تتسبب في خسائر مادية ومعنوية، وقد تؤثر بصورة مباشرة في أهداف المؤسسة واستراتيجياتها ورجحها. وتستند تقديرات المخاطر إلى مبدأ احتمالية الحدوث، والذي يكون غامضا ونسبيا في التحديد. وعليه فالمخاطر في المؤسسة الاقتصادية تشير إلى الاحتمالات التي يمكن أن تؤثر على أداء المؤسسة وتحقيق أهدافها واستدامتها. هذه المخاطر تشمل مجموعة متنوعة من العوامل والأحداث التي يمكن أن تعرض المؤسسة للتأثيرات السلبية.

2. الخطر (Danger, Hazard): كلمتي "خطر" و"مخطر" تُستخدمان في كثير من الأحيان كما لو أنهما قابلتين للتبديل، ولكنهما لا يعنيان نفس الشيء، والفرق بينهما هام جدا.

هناك العديد من تعاريف للخطر، لكن التعريف الأكثر شيوعا: "الخطر هو أي مصدر محتمل للضرر أو الإصابة أو الآثار الضارة بالنسبة لشيء ما" (cchst, 2009). كما يعرف الخطر على أنه: "الأذى الذي يمكن أن يتسبب فيه شيء ما يمكن أن يكون هذا الأذى معنويا أو ماديا" (SIMDUT, 2008, p. 1). ويُعرف الخطر أيضا بأنه: "وضع أو نشاط يتضمن أحداثا تكون عواقبها غير مرغوب فيها بالنسبة لبعض الأشخاص" (Gough, 1988, p. 9). إذن فالخطر هو خاصية الشيء في إلحاق الضرر في حين المخطر هو احتمالية أن حدوث الخطر، وعليه (SIMDUT, 2008, p. 2):

$$\text{المخطر} = \text{الخطر} \times \text{احتمال الحدوث}$$

من خلال ما سبق يمكننا القول إن درجة المخاطر تعتمد على طبيعة الخطر واحتمال الحدوث (التعرض). كما تجدر الإشارة أنه في كثير من الأحيان لا تقدم القواميس تعريفات دقيقة لكلمة (خطر) أو ترتبط بها بمصطلح "المخاطر". على سبيل المثال، يقدم العديد من القواميس "المخاطر" كمرادف لـ "خطر"، وهذا ما يفسر لماذا يستخدم العديد من الباحثين هذين المصطلحين بشكل متبادل.

3. **عدم التأكد (Incertitude, Uncertainty):** إن عدم التأكد يشير إلى الحالات التي لا يمكن التعبير فيها عن الأحداث بمصطلحات رياضية دقيقة تتعلق بالاحتمالات (Toma, Chiriță, & Șarpe, 2012, p. 978). وعلى الرغم من أن مصطلحي المخاطر وعدم التأكد يُستخدمان في بعض الأحيان للدلالة على الشيء نفسه، إلا أن هناك تمييزاً بينهما فعدم التأكد يعني عدم معرفة ما سيحدث، أما المخاطر فهي كيفية توصيف مدى وجود عدم التأكد. أي كلما زاد عدم اليقين زادت المخاطر، إذن المخاطر هي درجة عدم التأكد (Gatti, 2013, p. 55). باختصار تكون هناك مخاطر عندما يمكن تحويل حالة عدم التأكد (عدم اليقين) إلى شيء قابل للتحليل والقياس، أما الحالة العكسية فهي تشير إلى عدم التأكد. (Hudon, 2006, p. 7) ببساطة عدم التأكد يشير إلى عدم وجود يقين أو معرفة مؤكدة بشيء معين. في هذا السياق يمكن أن يحدث العديد من الأحداث المختلفة التي تؤدي إلى نتائج محتملة، ولكن ليس هناك تأكيد أو معرفة دقيقة حول احتمالية حدوث هذه الأحداث. وهذا يحدث بسبب نقص المعلومات حول الوضع أو الظروف المستقبلية. وبالتالي يكون من الصعب توقع النتائج المستقبلية أو قياسها بشكل كمي باستخدام النماذج السابقة، وعليه لا يمكن تطبيق مفاهيم الاحتمال على تلك النتائج المحتملة لأن الاحتمالات غير معروفة.

الفرع الثاني: تصنيفات المخاطر في المؤسسة الاقتصادية

تصنف المخاطر التي يمكن أن تواجه المؤسسات الاقتصادية إلى عدة مجموعات بناء على نوع المعيار الذي يتم اعتماده. وفيما يلي أبرز المخاطر التي تواجه المؤسسات الاقتصادية.

1. تصنيف المخاطر حسب طبيعتها: وتصنف إلى:

✓ **مخاطر البيئية:** المؤسسات الاقتصادية اليوم يجب أن تأخذ في الاعتبار مفهوم التنمية المستدامة عند ممارسة مجموعة متنوعة من أنشطتها، وذلك بسبب المخاطر الناجمة عن المتغيرات البيئية غير المرغوبة مثل تغير المناخ، تلوث البيئة، وانتقالات النظام البيئي (وانج & جليندون, 2008, p. 87)؛

✓ **مخاطر الطبيعية:** هي نتيجة لظواهر طبيعية لا يمكن التنبؤ بها أو تجنبها، وتتسبب في خسائر مالية دون أية فرصة للربح (الباري, 1997, p. 24)؛

✓ **مخاطر سياسية:** تتجلى المخاطر السياسية بأشكال متنوعة مثل عدم استقرار الحكومة، وهي مخاطر يمكن أن تكون حاسمة بالنسبة لبعض المؤسسات (Gatti, 2013, p. 55)، وتنشأ هذه المخاطر نتيجة للقرارات والإجراءات التي تتخذها الحكومات مثل الانقلابات العسكرية، فرض قيود على التجارة والتحويلات، فرض الضرائب التعسفية وما شابه ذلك من القرارات السياسية (ممدوح & الحميد, 2003, p. 20)؛

✓ **مخاطر قانونية:** تعني الخسائر التي يمكن أن تحدث نتيجة فشل في العمليات القانونية، وتشمل هذه الخسائر التغييرات في القوانين والتشريعات التي تنظم عمل المؤسسات (Banks & Dum, 2003, p. 23)؛

- ✓ **مخاطر الصناعة:** تشير هذه المخاطر إلى المخاطر المرتبطة بالصناعة التي تعمل فيها المؤسسة، حيث تكون بعض الصناعات مثل الصناعات الإلكترونية وصناعة الحواسيب عادةً عرضة لمخاطر أكبر. ذلك يرجع إلى مخاطر التطور التكنولوجي المستمر الذي يمكن أن يؤدي إلى التقادم والتسارع في تغيير المنتجات والتكنولوجيا (مطر، 2003، p. 377)؛
- ✓ **مخاطر النماذج:** استخدام النماذج في قياس وإدارة المخاطر ينطوي على احتمالات الخطأ مما ينتج مخاطر أخرى، وهو ما يجعل البيئة التي تعمل فيها المؤسسة أكثر تعقيداً بسبب حالة اللايقين (بلعوز، فندوز، & جبار، 2013، p. 41)؛
- ✓ **مخاطر اقتصادية:** ترتبط هذه المخاطر بالنشاط الاقتصادي أو بالتركيب الاقتصادية للبلد أو بالنظام الاقتصادي العالمي، هذا النوع من المخاطر يتميز بوجود أسواق صاعدة أو هابطة، وتوقعات بتسارع أو تباطؤ في النشاط التجاري أو تغيرات في إنتاجية العمل (Quiry et al., 2014, p. 302)؛
- ✓ **مخاطر اجتماعية:** التغيرات الحاصلة في المجتمع تُعدّ عاملاً مؤثراً بشكل كبير على نشاطات المؤسسة، نظراً لأن المؤسسة ترتبط بشكل وثيق بالمجتمع، حيث تعتمد على العملاء والموظفين والشركاء والموردين، فإن تغير أنماط الاستهلاك، العادات، التقاليد والمستوى التعليمي يمكن أن يتسبب في مخاطر كبيرة للمؤسسة (طبيب، 2017، p. 8)؛
- ✓ **مخاطر استراتيجية:** تنشأ هذه المخاطر عندما تتخذ المؤسسات القرارات الحاسمة، سواء في بداية إنشائها أو في بداية القيام بأنشطتها التجارية، وحتى في كل مرة تقوم فيها بتقديم منتج أو خدمة للعملاء أو للمؤسسات. تعتمد جميع هذه القرارات على سبب أساسي مهم، وهو وجود سوق أو عدة أسواق تكون مستعدة دائماً لقبول وشراء ما تقدمه المؤسسة (Darsa, 2011, p. 68)؛
- ✓ **مخاطر تدفق النقد:** عدم اليقين بالتدفقات النقدية المتوقعة من استثمار ما لن تتحقق كما هو متوقع. بالنسبة لأي استثمار فإن عدم التأكد بأن تدفقات النقدية قد لا تكون كما هو متوقع - سواء من حيث التوقيت أو المبلغ أو كليهما (Fabozzi & Peterson, 2003, p. 258)؛
- ✓ **مخاطر مالية:** تخلق إمكانية تحقيق خسائر نتيجة الفشل في تحقيق الهدف المالي، وتعكس هذه المخاطر عدم اليقين بشأن أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة، أسعار السلع، أسعار الأسهم، جودة الائتمان، السيولة، ووصول المؤسسة إلى مصادر التمويل لتغطية احتياجاتها. وليس بالضرورة أن تكون المخاطر المالية مستقلة عن بعضها البعض (Woods & Dowd, 2008, p. 5)؛

✓ **مخاطر تشغيلية:** تعني التغيير المتوقع في دخل المؤسسة قبل الفوائد والضرائب نتيجة لطبيعة نشاطها وظروف السوق ووحدة المنافسة والتكاليف، ويمكن النظر لهذه المخاطر بأنها المخاطر التي تنشأ من التقلبات في الطلب على منتجات المؤسسة، مما يؤدي إلى التقلب في كمية المبيعات وسعر البيع. (العمارة & التهموني, 2012, p. 28)

2. **تصنيف المخاطر حسب ارتباطها بالمؤسسة:** وتصنف المخاطر وفقه إلى مجموعتين أساسيتين تتمثلان في:

✓ **مخاطر منتظمة (عامة):** المخاطر التي لا يمكن تنوعها ترتبط بالاتجاهات في الاقتصاد العام، وهي تحدث نتيجة التغيير العام في الأسعار، وتحدث تأثيرا شاملا على كل المؤسسات والقطاعات، ولا يمكن تجنبه بل فقط تقليل الأضرار الناجمة عنه (بن ساسي & قريشي, 2011, p. 470). ومن هذه المخاطر تقلب أسعار أو معدلات الفائدة، والتغيير في القوة الشرائية لوحدة النقد ومخاطر السوق، وتقلب معدلات ضريبة الدخل... وغيرها (مطر, 2006, p. 58)؛

✓ **مخاطر غير منتظمة (خاصة):** المخاطر الخاصة أو الجوهريّة أو المخاطر الفردية غير مرتبطة بأحداث تشمل السوق بشكل عام. إنما ناتجة عن العوامل التي تؤثر فقط في مؤسسة واحدة وتعتمد على أحداث تؤثر على تلك المؤسسة بشكل مستقل عن اتجاهات السوق الأوسع. أي هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بمؤسسة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل. أمثلة على مثل هذه المخاطر تشمل سوء الإدارة أو نشوب حريق في المصنع أو إطلاق اختراع جديد يجعل منتجات المؤسسة الرئيسية قديمة إضراب العمال في مؤسسة معينة أو قطاع محدد، الأخطاء الإدارية، الحملات الإعلانية، تغيير أذواق المستهلكين، وظهور قوانين جديدة تؤثر على منتجات المؤسسة المعنية بالذات. (Quiry et al., 2014, p. 308) (Redhead, 2008, p. 14)

3. **تصنيف المخاطر حسب مكتب الدراسات Ernest et Yong:** من المعروف أن EY هي أكثر المؤسسات الكبرى الأربعة التي تدار عالميا، ولدى المؤسسة مجموعة معايير عالمية، وتضمن تلك المعايير أن المؤسسات الأعضاء العاملة في المجالات الأربعة على مستوى العالم تلي تلك المعايير وتشرف على السياسة العالمية واتساق الخدمة، وتنفيذ طلب العميل. ولا تقوم مؤسسة Ernest et Yong العالمية بتقديم أية أعمال للعملاء بل تقوم بتحديد المعايير العالمية، وتقوم أيضا بمراقبة السياسات العالمية واتساق الخدمات التي تقدمها المؤسسات الأعضاء، حيث يتم تنفيذ أعمال العملاء من خلال المؤسسات الأعضاء. وقد صنف مكتب الدراسات Ernest et Yong المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة الاقتصادية إلى أربعة مجموعات، ويمكن تلخيص هذا التقسيم وفق الجدول الموالي:

جدول رقم (02): تصنيف Ernest et Yong للمخاطر

1- المخاطر المتعلقة بالشركاء والمتعاملين: مخاطر (المساهمين، لزيائن، الموردين)؛ 2- المخاطر المتعلقة بقيادة المؤسسة: مخاطر (متعلقة بقيم ومعتقدات المؤسسة، متعلقة بسمعة المؤسسة، مرتبطة بتصميم الاستراتيجية، متعلقة بتخصيص موارد المؤسسة)؛ 3- مخاطر متعلقة بالأسواق: مخاطر (البلد، المنافسة، متعلقة بالفرص التي تمنحها السوق).	المخاطر الاستراتيجية
مخاطر متعلقة بممتلكات المؤسسة المعنوية: كمخاطر تسيير المعلومات والإعلام الآلي.	المخاطر المعرفية
1- مخاطر التوازن الهيكلي؛ 2- مخاطر مالية متعلقة بالأسواق: مخاطر (الصرف، الناتجة عن تقلبات الأسعار في السوق، تسيير الخزينة، السيولة، متعلقة بالأنشطة المحاسبية، متعلقة بالضرائب).	المخاطر المالية
1- مخاطر العمليات الوظيفية: مخاطر التسويق، مخاطر لوجيستية؛ 2- مخاطر متعلقة بممتلكات المؤسسة المادية؛ 3- مخاطر متعلقة بالموارد البشري؛ 4- مخاطر قانونية.	المخاطر التشغيلية

المصدر: طبيب، س. (2017). دور إدارة المخاطر المالية في حماية المؤسسة الاقتصادية من الفشل المالي: دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية في الجزائر. (دكتوراه)، جامعة الجزائر 3، الجزائر. ص: 10.

المطلب الثاني: أسباب المخاطر في المؤسسة الاقتصادية

يمكن تقسيم أسباب المخاطر إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية. يُقصد بالأسباب الخارجية تلك الأسباب التي لا تخضع لسيطرة المؤسسة من أمثلة ذلك شدة المنافسة، التقلبات الاقتصادية، دورات الأعمال، انخفاض الطلب على المنتج، بالإضافة إلى عوامل أخرى مثل الانخفاض المستمر في قيمة العملة وعدم استقرار السياسات الاقتصادية. أما الأسباب الداخلية هي تلك التي تخضع لسيطرة المؤسسة مباشرة وتشمل ضعف سياسة التسويق، تدهور جودة الإنتاج، تراجع كفاءة العمليات، انخفاض الإنتاجية، زيادة التوسع في القروض وقلة رأس المال.

الفرع الأول: الأسباب الخارجية للمخاطر

تتصل هذه المسببات بالبيئة الخارجية للمؤسسة، وهي القوى والقرارات والقيود التي تؤثر على نشاط المؤسسة ونموها. على الرغم من أهميتها فإن هذه العوامل لا تنشأ من داخل المؤسسة، بل هي جزء من المحيط الذي يؤثر عليها. تشمل هذه العوامل التغيرات في السياسة، الاقتصاد، التكنولوجيا، السوق والبيئة. تشكل هذه العوامل تحديات وفرصا تؤثر على مسار المؤسسة وأدائها، وعلى الرغم من أهميتها يكون من الصعب على المؤسسة السيطرة عليها بالكامل.

1. التكنولوجيا: التكنولوجيا تعزز فرص النجاح بالسوق، حيث تمكن من إطلاق منتجات جديدة تتميز بميزات مثل الأسعار المنخفضة والجودة العالية والخدمات ما بعد البيع الممتازة والدعم الفني المتميز. يترتب على كل ابتكار تكنولوجي تأثير اقتصادي إيجابي يتجلى في تحسين تقنيات وأساليب الإنتاج واستخدام المعدات المتاحة، مما يعزز

تواكب التطور التقني وزيادة كفاءة الإنتاج بشكل كبير. مع تزايد الخبرة في تنفيذ أنماط إنتاج محددة، تزايد الفرص لتحسين الأساليب التقنية. يعزز الحافز الرئيسي لاعتماد التكنولوجيا الجديدة زيادة الربحية، سواء من خلال تحقيق عوائد مالية للمبتكرين أو بتحسين الإنتاجية وتقليل التكلفة. هذا يدفع لمزيد من التطور التكنولوجي ويعزز المنافسة بين المؤسسات ويسهم في دخول منافسين جدد للسوق. (حوري، 2006، pp. 77, 78)

2. العملاء: مع تعدد الأسواق يتنوع العملاء مما يدفع المؤسسات لتنوع منتجاتها وتوسيع نطاقها. ومع تقدم العلوم وتكنولوجيا العصر يتطور البيع والتسويق فتعمل المؤسسات بجد لاختيار الأسواق المستهدفة بشكل علمي، من خلال تحليل الأسواق واتخاذ قرارات تسويقية تحقق أهدافها في تلبية احتياجات المستهلكين، سواء في جودة المنتجات والخدمات أو في اكتساب حصة الأسواق. بل تعدت العملية التسويقية إلى ما هو أكثر من ذلك من خلال اختيار الأساليب الأمثل لتسويق الأفكار ونشر وجهات النظر، وذلك من خلال فهم عميق لاحتياجات العملاء بغض النظر عن تفاصيلهم الشخصية واختلافاتهم. تُستخدم استراتيجيات بيع مبتكرة مثل الاتصال عبر الهاتف وقواعد البيانات لإقناع العملاء بجودة المنتجات وتوسع الخدمات. وتُعتبر وسائل الاتصال الدولي مثل الإنترنت "ثورة رقمية" فتحت آفاقاً جديدة لمجال التسويق. وتعمق الأبحاث في استهداف أسواق محددة وتكتشف تفاصيل احتياجات المستهلكين وسماهم المتنوعة من الجوانب الجغرافية والنفسية والاجتماعية والاقتصادية. (س. ي. عامر، 2001، p. 224)

3. المنافسة: تعد المنافسة الدعامة التي لا غنى عنها فهي الأساس الذي تقوم عليه السوق، والمتحكم في الاستراتيجية المؤسسات والمتعاملين معها (الحسن، 2001، p. 152)، فهي عبارة عن صراع بين المنتجين الذين يعرضون منتجات متقاربة أو متماثلة في السوق (Tarondeau, 1998, p. 33). فتعرف على أساس نوع معين من الأفعال أو نمط نوع محدد من الاجراءات، كخفض الأسعار، الابتكار، زيادة أداء المؤسسة، وذلك في ظل توافر الشروط المناسبة. (Arora-Jonsson, Brunsson, & Hasse, 2020, pp. 4, 5)

قد تتعرض المؤسسة لمنافسة جهوية أو وطنية أو دولية، بحيث أن كل نشاطاتها تكون خاضعة لهذه المنافسة، فمحيط المؤسسة على هذا المستوى يمكن أن يتشكل إذن من مؤسسات أخرى تنتمي لنفس القطاع الذي تنشط فيه، ومن المؤسسات الموردّة، التي تعد ضرورية لسير المؤسسة. تعد المنافسة صراع بين المنتجين الذين يعرضون منتجات متماثلة أو متشابهة في السوق (حوري، 2006، p. 79)، فتسعى المؤسسات لكسب العميل بالاعتماد على أساليب مختلفة كالأسعار، الجودة، توقيت البيع، أسلوب التوزيع، الخدمة بعد البيع وغيرها. (ف. النجار، 2000، p. 20)

4. البيئة الاقتصادية: تُعبّر البيئة الاقتصادية عن السمات والمكونات التي يعمل فيها النظام الاقتصادي الذي تتخذه المؤسسة مكانا لعملها. تشمل هذه البيئة مجموعة متنوعة من العوامل التي تتأثر بتلك المؤسسة وتؤثر فيها منها الدخل، الطلب، توفر عوامل الإنتاج، معدلات التضخم، أسعار الفائدة، السياسات النقدية والمالية التي تتبعها الدولة، إضافة إلى المناخ العام للاستثمار ودورة الأعمال. ومن بين المتغيرات الاقتصادية التي تلعب دورا ملحوظا ومؤثرا حالياً على البيئة الاقتصادية للمؤسسة يُمكن ذكر الاتجاه نحو العولمة، حيث يؤثر تكامل الاقتصادات العالمية على السياسات

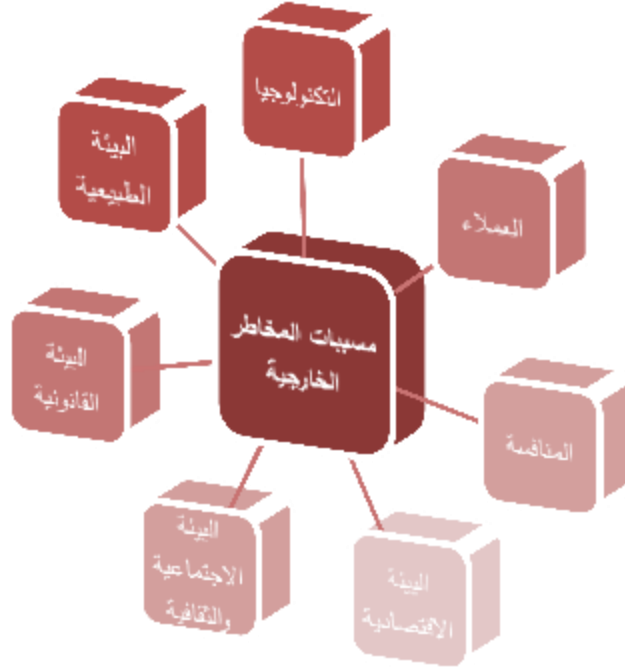
والاستراتيجيات التي تتبعها المؤسسات. كما يأتي تحرير الاقتصاد في كثير من الدول والتوجه نحو الخصخصة كعوامل مؤثرة أيضا، إلى جانب تأثير اتفاقيات التجارة الدولية مثل اتفاقية الجات، السوق الأوروبية المشتركة، وتحقيق توحيد العملة الأوروبية. (العارف, 2000, p. 80)

5. البيئة الاجتماعية والثقافية: هنا يتعلق الأمر بتطور نمط حياة المستهلكين فضلا عن القيم الاجتماعية، الأذواق، والاحتياجات. فالبيئة الاجتماعية والثقافية تؤثر بشكل كبير على تدفق الأموال في المؤسسة من خلال تأثيرها على الطلب، القيم والممارسات. على سبيل المثال يمكن أن يكون لتأسيس مؤسسة في منطقة تأثيرات إيجابية كبيرة على التوظيف، ومن هذا المنظور يمكن للمؤسسة أن تشارك مباشرة أو غير مباشرة في تطوير المنطقة. وعلاوة على ذلك تأخذ دراسات السوق دائما في اعتبارها تحليل البيئة الاجتماعية والثقافية في بلد ما قبل الشروع في استثمارات مباشرة في الخارج. فنجاح التأسيس يعتمد بالفعل على فهم جيد لهذه البيئة. (Ben-Ammar, 2013, p. 58)

6. البيئة القانونية: تقوم الدولة بتنظيم النشاط الاقتصادي من خلال تنظيم التوظيف والمنافسة وتبني سياسة تقييدية أكثر أو أقل فيما يتعلق بالائتمان بالنسبة للعديد من المؤسسات (Ben-Ammar, 2013, p. 59). هذه القوانين تؤثر بشكل كبير على نشاط المؤسسة مثل قوانين العمل ومعايير السلامة، وكذلك قوانين التجارة التي تؤثر مباشرة على تطوير المؤسسة، حيث يمكن أن تزيد التطورات في هذا الإطار التنظيمي والقانوني من الأعباء التي تتحملها المؤسسة. ببساطة، البيئة والقانونية تؤثر بشكل متزايد على قرارات الأعمال التجارية، حيث يحدد النظام السياسي والتشريعات الإطار الذي تتم فيه أنشطة المؤسسات والأفراد. وتشمل الاتجاهات الرئيسية للتطور ما يلي: التدخل المتزايد من الحكومة؛ التنظيمات المتعلقة ببنية الأسواق؛ التنظيمات المتعلقة بسلوك الأسواق. (Granger, 2023)

8. البيئة الطبيعية: تشمل العناصر البيئية النابعة من الطبيعة نفسها، مثل المناخ، وطبيعة التربة، والموارد الطبيعية المتاحة في كل دولة، والتي تؤثر بدورها على المؤسسات من حيث أنها تقدم لها الفرص أو التهديدات (العارف, 2000, p. 85) والشكل الموالي يوضح أسباب المخاطر الخارجية في المؤسسة الاقتصادية.

الشكل رقم (16): الأسباب الخارجية للمخاطر



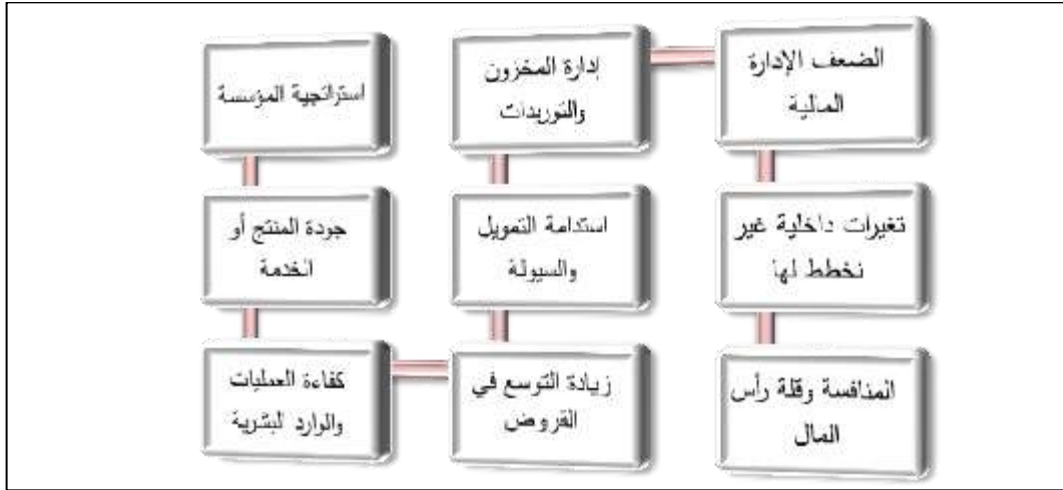
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق.

من خلال ما سبق يمكن القول أن العوامل الخارجية المسببة للمخاطر متعددة ومتنوعة ويمكن تحديدها بسهولة نسبية. من بين هذه العوامل يمكن ذكر الضرائب، تكلفة التوريد، ظهور منافسين جدد في السوق، سياسة الدولة في مجال الائتمان، البيئة المعاصرة للعمل النقابي، والحد الأدنى للأجور الاتفاقية أو القانونية. هذه القيود تُفرض من قبل مراكز القرار التي تتعامل بشكل وثيق مع المؤسسات. كما تعتبر تأثيرات اقتصادية، اجتماعية وطبيعية هامة أيضا قد تشمل هذه التأثيرات مستوى البطالة، سوق العمل، استقرار الأسعار، وحتى الأحداث الخاصة التي قد تتركب في بعض الأحيان خيارات المؤسسات الاستراتيجية حتى يمكن أن تؤدي إلى اندثارها. باختصار تُعد هذه المسببات مصدرا التباس ليس فقط على مستوى أسواق المؤسسة، بل أيضا على المستوى الاقتصادي والسياسي والاجتماعي. لذلك من الطبيعي أن تسعى المؤسسات إلى تقليل هذه المخاطر من خلال تطوير معرفتها بالمتغيرات الرئيسية للبيئة أو من خلال محاولة التفاوض مع بعض الأطراف المعنية على سبيل المثال مع المنافسين. وأخيرا تشمل المصادر الخارجية للمخاطر الجوانب الاقتصادية، السياسية، التكنولوجية، الاجتماعية والثقافية.

الفرع الثاني: الأسباب الداخلية للمخاطر

ترتبط العوامل الداخلية بعدة عناصر في صدارتها تأتي الإدارة بأهميتها البارزة، حيث تعتمد الإدارة بشكل رئيسي على الخبرات المتنوعة، حيث تدير الأفراد، الأموال، المواد، الآلات، الأسواق، والوقت. والشكل الموالي يوضح أهم العوامل والمصادر الداخلية للمخاطر في المؤسسة بشكل عام.

الشكل رقم (17): الأسباب الداخلية للمخاطر



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق.

يجب أن تكون المؤسسة قادرة على الحفاظ على استدامتها وتحسين تنافسيتها بشكل مستمر، وسيتم أيضا استعراض العوامل الداخلية الأخرى والتي تشمل الأفراد، الاستراتيجية، المنتجات، وسائل الإعلام والاتصال.

1. التسيير (الإدارة): يعد التسيير عملية تخطيط وتنظيم وضع قرار، قيادة، ورقابة أنشطة أعضاء المنظمة واستخدام لكل موارد المنظمة البشرية، المالية والمعلوماتية بغرض تحقيق أهداف المنظمة بكفاءة وفعالية (كاي، 2014، p. 13)، من خلال عملية استغلال الموارد المتاحة عن طريق تنظيم الجهود الجماعية وتنسيقها بشكل يحقق الأهداف المحددة بكفاءة وفعالية وبوسائل إضافية وضمن المشروعية، وبما يساهم في تحسين أداء المؤسسة أيا كان المجال الذي تنشط فيه (ر. ح. هاشم، 2010، p. 13). فهو الطريق العقلاني للتنسيق بين الموارد البشرية، المادية، والمالية قصد تحقيق الأهداف المرجوة، وتتم هذه الطريقة حسب السيرورة المتمثلة في التخطيط، التنظيم، الإدارة والرقابة على عمليات قصد تحقيق أهداف المؤسسة بالتوفيق بين مختلف الموارد. (حبيب، 1999، p. 103)

فالتسيير يمكن المديرين من معرفة النتائج عبر النشاطات، ويجب أن يكون مرنا، متكيفا، مشجعا، غير مركزي، يرتبط بالمستقبل دائما، ومع وجود عدم اليقين. وقد تكون القرارات مبنية على معلومات غير كاملة، ومهما كانت الكفاءة قد تحدث نتائج غير متوقعة. لذا التنفيذ والتقييم المستمر ومراجعة الخطط مهمة لضمان الأداء الملائم في ظل المعلومات المتاحة. (حوري، 2006، p. 81)

2. الأفراد (الموارد البشرية): الموارد البشرية عبارة عن المعرفة الكلية للمواهب، القدرات، الاتجاهات، القيم والاعتقادات الموجودة لدى قوة المنظمة (رمضان & بدر، 1994، p. 2)، أي هي طاقة ذهنية، قدرة فكرية، مصدر للمعلومات المتاحة، الابتكارات، وعنصر فعال قادر على العطاء والمشاركة الإيجابية في المؤسسة. (بوحنية، 2008، p. 123) فالأفراد العاملين، والذين يوجدون القيمة المضافة، يجب أن يدرسوا من حيث الأجور الممنوحة لهم، ومستوى التكوين الذي يتاح لهم، ومعرفة أوضاعهم النفسية والاجتماعية، وكذا عامل التغيب لديهم ومستوى إنتاجيتهم، حيث تشكل الأجور

عامل كبح أو عامل دفع لزيادة إنتاجية العمل، وتحسين نوعية المنتجات أو الخدمات، لذا فإن إحدى المهام الرئيسية للمؤسسة هي اختيار الطريقة المثلى لاحتساب أجور العمال التي تحدث لديهم شعوراً بالرضا والارتياح. (حوري، 2006، p. 85)

3. الاستراتيجية: عرفت الاستراتيجية بأنها الخطة أو الاتجاه أو منهج العمل لتحقيق هدف ما، أو أنها مجموعة من القرارات أو الممارسات الإدارية التي تحدد الأداء طويل الأمد (الزيادات & العوامة، 2012، p. 33)، كما عرفت على أنها خطة موحدة وشاملة ومتكاملة تم تصميمها لضمان تحقيق الأهداف الأساسية للمؤسسة، والربط بين المزايا الاستراتيجية للمؤسسة وتحديات البيئة (Cherunilam, 2015, p. 4). فهي تنطوي على تحديد الأهداف طويلة الأجل لمشروع معين، وتحديد الإجراءات والأنشطة الخاصة بتخصيص الموارد اللازمة أو الوحدات الإنتاجية، وتنوع أو إنشاء خطوط جديدة للإنتاج لتحقيق مجموعة محددة من الأهداف. (الهيبي & الغزيري، 2014، p. 17)

وهكذا يتضح بأن الاستراتيجية ترتبط بقرارات المؤسسة، المهمة سواء على مستوى المالية أو الإنتاج، أو الأفراد أو التسويق. وهي ترتبط بالمؤسسة ومحاولة التحكم في مصيرها مع تحمل المخاطر والمنافسة بغرض الوصول إلى الهدف، ذلك من خلال اختيار الطرق واستعمال الوسائل للوصول إلى الأهداف المحددة، وهي تسمح للمسير في المؤسسة بالإعداد المنهجي للمستقبل، التقدير الطويل المدى، وإدارة التحكم في مصير المؤسسة. (حوري، 2006، p. 87)

4. المنتجات: يعرف المنتج كمجموعة من الخصائص الملموسة والرمزية بما في ذلك خدمة ما بعد البيع والضمان، على عكس المفهوم التقليدي الذي يعتبر المنتج سلعة تُباع من قبل المؤسسة. التفسير الجديد يُفترض أن المنتج هو عرض يُقدّم في السوق سواء كان خدمة أو سلعة سواء تم بيعه أم لا (Lendrevie, Lévy, & Lindon, 2009, p. 251). وعليه فالمنتج أي شيء يمكن تقديمه للسوق للانتباه أو للحصول عليه أو للاستخدام أو للاستهلاك الذي يمكن أن يلي حاجة أو يحقق رغبة. وتشمل المنتجات أشياء طبيعية كما تشمل خدمات، أحداث، أشخاص، أماكن أو تنظيمات، أو أفكار، وتكون الخدمات منتجات تتكون من أنشطة أو منافع تقدّم للبيع وتكون غير ملموسة. (كولتر & أرمسترونج، 2007، p. 512)

مع تقدم التطور التقني، يتسارع عمر المنتجات ويزداد تحمل المخاطر، فالمؤسسات الناجحة هي التي تبحث باستمرار عن منتجات جديدة لتحل محل تلك التي أصبحت غير مقبولة أو تحمل مخاطر كبيرة، فالمخطر يتزايد مع زيادة تخصصية المنتج. وعليه المؤسسات التي تقوم بالبيع المباشر دون تحويل تتحمل مخاطر أقل لأنها تعمل على دورات قصيرة المدى تمتد من الشراء إلى البيع، في المقابل المؤسسات ذات دورات إنتاج طويلة تواجه تحديات تمويلية إضافية تمتد من شراء المواد الأولية حتى بيع المنتج، بالإضافة إلى المخاطر التي تواجهها المؤسسات التي تعتمد على منتجات موسمية في مرحلة الشراء أو البيع، كما يتضمن تخزين المنتجات مخاطر إضافية تتحملها المؤسسة. (حوري، 2006، p. 91)

5. الإعلام والاتصال: يعرف الاتصال على أنه: "تبادل مشترك للحقائق أو الأفكار أو الآراء أو المعلومات مما يتطلب عرضاً واستقبالاً، فيؤدي إلى التفاهم بين كافة العناصر بغض النظر عن وجود أو عدم وجود انسجام ضمني، فهو عملية تفاعل اجتماعي معلوماتي هادف" (دليو، 2010، p. 24). أما الإعلام فهو "تزويد الناس بالمعلومات

والحقائق الكفيلة بتوسيع آفاقهم" (الفار, 2010, p. 51). فوسائل الإعلام تنقل المعلومات بين المؤسسات والأفراد في كلا الاتجاهين. حيث أصبحت المعلومات العنصر الأساسي للإنتاج ومن يمتلكها يسيطر على التقدم. فالمعلومة الجيدة تعزز المناخ الثقافي للمؤسسة وتجلب التلاحم الداخلي مما يؤثر إيجابياً على العلاقات والإنتاجية. دور الإعلام يشمل متابعة التغييرات البيئية، تقديم المعرفة والقدرة على التقييم والقياس. هذا يساهم في تحقيق الأهداف بكفاءة، وزيادة الكفاءة تقلل من مخاطر الفشل. تحقيق هذه الفوائد يتطلب نظام معلومات يجمع، ينسق ويخزن المعرفة لتوجيه القرارات بفعالية وفقاً للسياق الماضي والحالي داخل وخارج المؤسسة. (حوري, 2006, pp. 98, 100)

المطلب الثالث: مدخل للمخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية

يعتبر هذا النوع من المخاطر قابلاً للتقسيم حيث تشمل المخاطر المالية، التشغيلية، السيولة والافلاس، يمكن للمستثمرين قياس هذه المخاطر بناءً على معلومات الأصول الموجودة في محافظهم. وهذا يعني تعويض الخسائر المحتملة من استثمار معين بأرباح من أصول أخرى ذات أداء جيد، وبالإضافة إلى ذلك يمكن تشكيل محفظة استثمارية متنوعة بأوزان مناسبة لتحقيق أقصى عوائد. (S. Chen, 2023, p. 171)

الفرع الأول: مفهوم المخاطر غير النظامية

المخاطر غير النظامية هي المخاطر التي تتصرف بشكل مستقل باتجاه حركات السوق، في هذا السياق تُعرف المخاطر غير النظامية أيضاً بالمخاطر الفردية التي تكون محددة لكل مؤسسة (Rachel, 2014, p. 153). فهي جزء من مخاطر الأصول الذي يعزى سببها إلى الأحداث عشوائية محددة وخاصة للمؤسسة أو الجهة المالكة للأصل مثل الإضرابات، الدعاوى القضائية، الإجراءات التنظيمية، أو فقدان حساب مهم، ويمكن التخفيف أو القضاء عليها من خلال التنوع. يُشار إليها أيضاً بمصطلح المخاطر القابلة للتنوع (Gitman & Zutter, 2012, p. 329). وعليه المخاطر غير النظامية هي تلك التي تتصرف بشكل مستقل وفردى لكل مؤسسة وتنشأ من أحداث خاصة، ويمكن التخفيف منها بواسطة التنوع في الاستثمارات.

تعرف المخاطر غير النظامية "بالمخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بمؤسسة معينة أو بقطاع معين وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل" (متولي, 2010, p. 44). كما تعرف على أساس المخاطر التي يمكن تنوعها تؤثر فقط على أفراد أو جماعات صغيرة ويمكن تقليلها من خلال التنوع، وتؤثر على أفراد ومؤسسات محددة وليس على الاقتصاد بأكمله (Rejda & McNamara, 2014, p. 6). التعريفين السابقين يشيران إلى أن المخاطر غير النظامية هي تلك التي تؤثر على مؤسسة أو قطاع معين وليس على الاقتصاد بأكمله، ويمكن تقليلها من خلال التنوع.

ويرى (Alzboon & Muhmad) أن المخاطر غير النظامية هي المخاطر الفريدة للمؤسسة أو صناعة معينة، تشمل جوانب اقتصادية خاصة تؤثر على المؤسسات والصناعات والمشاريع الفردية، مثل جودة الإدارة أو أعطال المعدات. تكون مستقلة بشكل كبير عن العوامل التي تؤثر على سوق الأوراق المالية، ويمكن أن تنشأ من إضرابات أو

كوارث طبيعية تؤثر بشكل محدد على صناعات معينة (Alzboon & Muhmad, 2020, p. 3). كما أشار (Erasmus, van Rooyen, & Oberholzer) إلى أن مخاطر غير النظامية تعتمد على خصائص المؤسسة الفردية والصناعة ونوع الاستثمار، وتؤثر عادة على عدد قليل من الأسهم فقط. أمثلة على خصائص المؤسسة الفردية تشمل العلاقات بين العمال والإدارة، نجاح أو فشل برنامج معين، قدرة الإدارة على التكيف مع الظروف الاقتصادية، القضايا القانونية، واحتمالات الإضرابات، أو أي عامل آخر يمكن للمؤسسات التحكم في تعرضها للمخاطر غير النظامية من خلال اختيار بعض الأوراق المالية في صناعات معينة (Erasmus, van Rooyen, & Oberholzer, 2012, p. 541). التعريفين السابقين يحددان المخاطر غير النظامية على أساس أنها المخاطر الفريدة لمؤسسة أو لقطاع معين تتعلق بجوانب اقتصادية خاصة، كما تعتمد على خصائص المؤسسة وتؤثر عادة على عدد قليل من الأسهم، ويمكن التحكم فيها من خلال تنويع الاستثمارات واختيار الأوراق المالية بعناية.

كما تعرف المخاطر غير النظامية على أنها "المخاطر التي تؤثر بشكل خاص على أصل فردي أو مجموعة صغيرة من الأصول. أنها مخاطر يمكن القضاء عليها من خلال التنويع. المعاملات المستخدمة في قياس المخاطر غير النظامية تشمل الانحراف المعياري الذي يُعتبر مؤشرا على مستوى التغير المتوقع للعائد المستثمرين، كلما زاد معدل التغير في توقعات معدل العائد زادت مستويات المخاطر" (Machdar, 2015, p. 151).

خلاصة القول أن المخاطر غير النظامية هي تلك المخاطر التي تتصرف بشكل مستقل اتجاه حركات السوق وتكون فردية أو لكل مؤسسة أو قطاع معين، ويشار إليها أيضا باسم المخاطر الاستثنائية أو المخاطر غير السوقية أو المخاطر التي يمكن تجنبها من خلال التنويع، فالمخاطر غير النظامية ناتجة عن تأثير العوامل الداخلية التي تسود داخل المؤسسة، هذه العوامل عادة ما تكون قابلة للتحكم كظهور منافس جديد في السوق قادرا على احتلال حصة كبيرة من السوق من المؤسسة المستثمرة فيها، أو تغيير تنظيمي (الذي يمكن أن يقلل من مبيعات المؤسسة)، أو تغيير في الإدارة، أو استدعاء منتج وقد تشمل أيضا الإضرابات، نتائج الإجراءات القانونية أو الكوارث الطبيعية..... إلخ. وبالتالي يمكن القول أن هذه المخاطر تمثل حالة عدم التأكد الطبيعي الذي يترتب على استثمار في مؤسسة أو صناعة معينة.

الفرع الثاني: مصادر المخاطر غير النظامية

تم التعرض في المطلب السابق بشكل عام إلى المسببات الداخلية التي قد تشكل مخاطر المؤسسات، هذه المسببات تشمل عوامل مثل الإدارة الضعيفة، تغيرات في الأذواق، مشاكل في سلسلة الإمداد، وغيرها من العوامل ذات الصلة. والآن سننظر في هذه المسببات من زاوية مختلفة دون التفاصيل الدقيقة، حيث ستكون هذه العوامل هي نفس المصادر التي تسبب المخاطر غير النظامية التي سنتناولها بعمق أكبر.

عادة ما تكون للمخاطر غير النظامية نطاق تأثير ضيق، حيث ترتبط بشكل أساسي بمؤسسة معينة أو صناعة محددة وتعتبر مستقلة نسبيا عن العوامل الاقتصادية والسياسية وغيرها من العوامل التي تؤثر على جميع المتغيرات المالية. في سياق السوق المالي تُعبّر المخاطر غير النظامية عادة عن التغيرات في قيم الأوراق المالية الفردية، والتي ترتبط بشكل

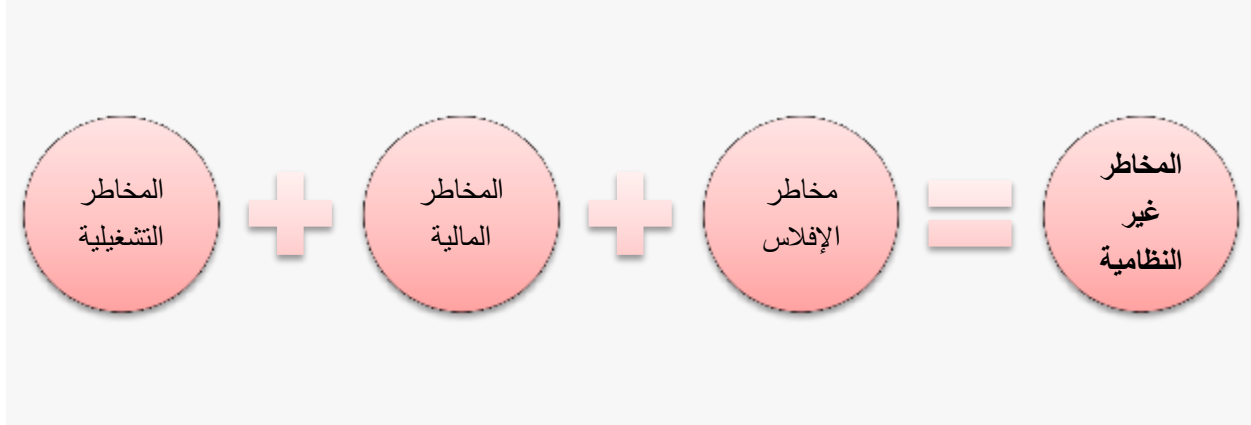
وثيق بأداء العمليات والأحداث الهامة للمؤسسات المدرجة. عوامل تتعلق بإدارة المؤسسة، الوضع المالي، التسويق المبيعات، الاستثمارات الكبيرة وعوامل أخرى قد تؤثر جميعها على حركة أسعار الأسهم مما يؤدي إلى ظهور المخاطر غير النظامية (Chuhan, 2023, p. 937). أي المخاطر غير النظامية ناتجة عن تأثير العوامل الداخلية السائدة داخل مؤسسة معينة، عادةً ما يمكن التحكم في هذه العوامل من وجهة نظر المؤسسة، مما يمكنها من التخطيط واتخاذ الإجراءات اللازمة للتعامل مع هذا النوع من المخاطر للتخفيف (تقليل تأثير) هذه المخاطر (Ajibade, Oyedokun, & Onibiyo, 2018, p. 187). وعليه فالمخاطر غير النظامية يسببها استراتيجيات تخص المؤسسة نفسها وليس عوامل خارجة عن سيطرة الإدارة. وبالتالي يستخدم المستثمرون المخاطر غير النظامية كمؤشر لأداء المؤسسة وتكاليف حقوق الملكية. معرفة العوامل المترتبة على المخاطر غير النظامية للمؤسسة يمكن أن تساعد الإدارة في اتخاذ قرارات تشغيلية ومالية لتجنب أو التخفيف من المخاطر الإجمالية للمؤسسة، وقد تؤثر في تقليل تكاليف حقوق الملكية للمؤسسة. (Ismail & Ahmed, 2023, p. 2)

وأحد العوامل الأكثر شيوعاً في تكوين المخاطر غير النظامية هو المخاطر المتعلقة بعمل المؤسسة، والتي تشير إلى خسائر المستثمرين نتيجة لأداء الأعمال ضعيف أو إدارة سيئة، أو حتى فشل أو انهيار معين للمؤسسة يؤدي إلى التغييرات في عمليات المؤسسات وأنشطتها الإنتاجية والاستثمارية، والتي تؤدي إلى تغييرات في أرباح المؤسسة مما قد تسبب في خسائر للمستثمرين. يمكن أن تسبب متغيرات متعددة في مخاطر العمليات للمؤسسات مثل ازدهار أو ركود صناعات معينة، جودة الإدارة وأعمال المنافسين. عندما تظهر المؤسسات تراجعاً في أدائها ومؤشراتها المالية فإن ذلك عادة ما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها، أو حتى تعرضها مباشرة للعجز عن السداد مما يتسبب في خسائر للمستثمرين (Chuhan, 2023, pp. 937, 938) وللطبيعة الفريدة للصناعة والظروف الخاصة أثر بشكل كبير على مستوى هذه المخاطر مثل نقص المواد الخام أو ظهور اختراعات جديدة التي تقلل من الطلب على المنتجات القديمة، وكذلك إلغاء الإعفاءات الضريبية أو زيادة الضرائب على صناعة معينة، مما يؤثر على أرباح جميع المؤسسات التي تنشط في تلك الصناعة. (مطر, 2006, p. 63)

الفرع الثالث: أنواع المخاطر غير النظامية

المخاطر غير النظامية ناتجة عن تأثير العوامل الداخلية السائدة داخل المؤسسة ذات طابع دقيق حيث تؤثر فقط على مؤسسة معينة. ويمكن التخطيط لها بحيث يمكن للمؤسسة اتخاذ الإجراءات اللازمة للتقليل من تأثير المخاطر، وللمخاطر غير النظامية عدة أنواع موضحة ومدرجة أدناه.

الشكل رقم (18): المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق.

يوضح الشكل السابق أهم أنواع المخاطر غير النظامية والتي نتعرض لها بالتفصيل في المباحث الآتية، وتمثلت

أساسا في:

✓ **المخاطر المالية:** ناتجة عن التقلبات في العائدات الناتجة عن استخدام الديون، وتترافق غالبا مع عدم قدرة

المؤسسة على تحمل التزاماتها بأصولها الجارية؛

✓ **المخاطر التشغيلية:** هي زيادة مصايف التشغيل مما يؤثر سلبا على صافي الدخل وقيمة المؤسسة. تنشأ من

طبيعة القطاع والطلب والتكنولوجيا والأسعار والتكاليف؛

✓ **مخاطر الإفلاس:** نظرا زيادة الالتزامات والقروض بسبب تدهور الأداء، حيث يكون المؤسسة غير قادرة على

سداد ديونها وتصبح قيمة أصولها أقل من خصومها.

المبحث الثاني

المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية

تعتبر المؤسسة الاقتصادية نظام مفتوح تتأثر بالبيئة الداخلية والخارجية لها، وهذا يجعلها أكثر عرضة لمجموعة من المخاطر، وتعتبر المخاطر المالية من أكثر أنواع المخاطر التي تعترض طريق المؤسسة نحو تحقيقها لأهدافها واستمرارها، وكما تعتبر المخاطر المالية من أكثر الأنواع التي تشكل خطراً على حياة المؤسسة، وكما أنها بدورها تعرف أشكالاً وتصنيفات مختلفة. حيث سعى الاقتصاديون والرياضيون من أجل إيجاد طرق كمية ورياضية من أجل قياس درجة هذه المخاطر على المؤسسات الاقتصادية، وهذا ما نتعرض إليه من خلال هذا المبحث:

✓ **المطلب الأول: الرفع المالي؛**

✓ **المطلب الثاني: ماهية المخاطر المالية؛**

✓ **المطلب الثالث: العلاقة بين الهيكل المالي والمخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية.**

المطلب الأول: الرفع المالي

مصطلح الرفع المالي أو ما يطلق عليه أيضاً المتاجرة بأموال الملكية يعبر عن حقيقة أن أهمية الدين مقارنة بحقوق الملكية الخاصة في الهيكل المالي للمؤسسة، ويرتبط الرفع المالي ارتباطاً مباشراً بالقرارات التمويلية التي تساعد على تشكيل مزيج الهيكل المالي للمؤسسة حيث يعمل كوسيلة لزيادة ربحية المؤسسة (الرفع في المردودية المالية).

الرفع الأول: مفهوم الرفع المالي

يشار للرفع المالي على أنه سياسة المؤسسة في استخدام الديون لتمويل عملياتها واستثماراتها، ويشير إلى مدى اعتماد المؤسسة على الديون، فكلما زاد الرفع المالي زادت نسبة استخدام المؤسسة للديون في قراراتها التمويلية. يتألف

الرفع المالي من الهيكل المالي وهيكل رأس المال. (Sasikirono, Kusuma, & Meidiaswati, 2023, pp. 14, 15)

الرفع المالي هو مقياس مدى استخدام المؤسسة لحقوق الملكية والديون لتمويل أصولها، يكون هدف المؤسسة

الرئيسي من استخدام هذا الرفع زيادة عائد الأرباح للمساهمين في ظروف اقتصادية مواتية. (Kinyua & Ochieng, 2022, p. 84)

الرفع المالي يوضح استخدام مصادر الأموال ذات النفقات الثابتة مثل الديون ورأس المال التفضيلي بالإضافة

إلى حقوق الملكية لدى الهيكل المالي (Sugumar, 2022, p. 49)، وفي استخدامه تتكبد المؤسسة تكلفة ثابتة (Hartono &

Sha, 2022, p. 1006). أي هو قدرة المؤسسة على استخدام تمويل طويل الأجل بتكلفة ثابتة لزيادة عوائد المساهمين.

بمعنى آخر، الرفع المالي هو كمية الدين التي تستخدمها المؤسسة لتمويل أصولها. (Sugumar, 2022, p. 15)

باختصار الرفع المالي هو استخدام المؤسسة لمصادر التمويل ذات الدخل الثابت (ديون، سندات...) في الهيكل المالي للمؤسسة من أجل تعظيم عوائدها وإرضاء المساهمين.

الفرع الثاني: أثر الرفع المالي

يمثل أثر الرفع المالي مقدار الذي سوف يحول معدل العائد الأموال المستثمرة إلى مردودية مالية، وبمعنى آخر يمكن قياس وتحديد أثر الرفع المالي من خلال تحليل العلاقة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية.

1. مفهوم المردودية الاقتصادية: المردودية الاقتصادية عبارة عن نسبة النتيجة إلى رأس المال الاقتصادي المستعمل من طرف المؤسسة في تقييم فعالية الوسائل الاقتصادية من خلال النتائج المتحصل عليها، وهو ما يعكس صورة تسيير المؤسسة وقراراتها الاستراتيجية وموضعها التنافسي والتعامل الجيد لأصولها (Hutin, 2002, pp. 137, 138) ، فهي تسمح بتقدير النتيجة المتحصل عليها فيما يتعلق بالأصول الاقتصادية ورأس المال المستثمر، ويتمثل الغرض من قياسها في المقارنة بين التكاليف في عمليات الاستثمار والاستغلال (Zambotto & Zambotto, 2009, p. 129)، إذن المردودية الاقتصادية تعبر عن ربحية نشاط المؤسسة بغض النظر عن الوسائل التمويلية المستخدمة، أي تعكس فعالية العملية الإنتاجية بذاتها بغض النظر عن وسائل التمويل المعتمدة. وتقاس المردودية الاقتصادية وفق العلاقة الآتية (Coulon, 2017, p. 97):

$$R_e = \frac{R_{exp}(1-T)}{AE}$$

حيث: R_e : المردودية الاقتصادية؛ AE : الأصل الاقتصادي؛ R_{exp} : نتيجة الاقتصادية؛ T : معدل الضريبة.

2. المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة): تعرف المردودية المالية على أنها: "قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح مرتفعة تمنح للمساهمين لتمكينهم من تعويض المخاطر المحتملة التي يمكن أن يتعرضوا لها نتيجة مساهمتهم في رأس مال المؤسسة، وذلك في ظل اقتصاد السوق". (زغيب & بوشنقىر, 2010, p. 88)

ترتبط المردودية المالية الربح الذي يتاح للمساهمين بعد دفع الضرائب والفوائد (الربح الصافي) برأس المال الخاص بالمؤسسة، وهي تلك التي يأخذها المستثمرون في الاعتبار عند اختيارهم للاستثمار في شراء حصص في رأس المال (Durant, 2005, p. 55)، ويمكن تحديدها وفق العلاقة التالية (Thibierge, 2016, p. 67):

معدل مردودية المالية = نتيجة الدورة الصافية / الأموال الخاصة

$$R_f = \frac{R_n}{CP}$$

ومما سبق ذكره نصل إلى أن المردودية المالية تقيس قدرة رأس المال المؤسسة المستثمر من قبل المساهمين والشركاء (حقوق الملكية) على تحقيق مستوى معين من الربح، أي تشير المردودية المالية إلى قدرة المؤسسة على تحقيق أرباحا انطلاقا من رأس المال الذي تمتلكه.

3. مفهوم أثر الرفع المالي: يشير المصطلح إلى أثر الاستدانة على الأموال الخاصة، حيث يعتمد على تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة (Chiha, 2005, p. 57). فهو يتمثل في الفارق بين معدل المردودية الاقتصادية ومعدل الفائدة على الديون

المالية. فرأس المال المستثمرة في المؤسسة يولد المردودية الاقتصادية، بينما يتم مكافأة أموال المقترضين بالفائدة، وعليه إذا كان معدل الفائدة أقل من معدل العائد الاقتصادي، فإن أثر الرفع المالي يكون إيجابيا، أي كلما زادت ديون المؤسسة زادت ربحية المساهمين. أما في الحالة المعكوسة يكون هناك "تأثير سلبي: فكلما زادت ديون المؤسسة، قلت ربحيتها بالنسبة للمساهمين (Ogien, 2008, p. 78). أي أثر الرفع المالي هو "الأثر الإيجابي أو السلبي للاستدانة على المردودية المالية، وهذا بمقارنة تكلفة الاستدانة بمعدل المردودية الاقتصادية". (عدون & مامش, 2008, p. 26)

ومما سبق ذكره نجد أن أثر الرفع المالي يصف تأثير الدين على العائد على الأموال الخاصة (المردودية المالية)، حيث يمكن أن يؤدي استخدام الدين في الهيكل المالي للمؤسسة إلى زيادة العائد المحقق للمساهمين (الرفع من المردودية المالية)، ويتحقق هذا طالما أن المردودية الاقتصادية أعلى من تكلفة الديون الإضافية. خلاصة القول أن أثر الرفع المالي يشير إلى التأثير الممارس من طرف المديونية على مردودية المالية.

4. الصيغة الرياضية لأثر الرفع المالي: ويمكن برهنة علاقة أثر الرفع المالي انطلاقا من المعطيات التالية:

R_E : نتيجة الاستغلال؛ R_n : النتيجة الصافية؛ R_e : المردودية الاقتصادية؛ R_f : مردودية الأموال الخاصة؛ CP : الأموال الخاصة؛ D : الاستدانة الصافية؛ Is : معدل الضريبة على أرباح المؤسسات؛ i : تكلفة الاستدانة. وتحدد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الاستغلال كالتالي (Chiha, 2005, p. 98):

$$R_n = (R_E - i * D)(1 - Is)$$

ويقسمة طرفي المعادلة السابقة على الأموال الخاصة نجد (بن ساسي & قريشي, 2011, p. 287):

$$\begin{aligned} R_f &= \frac{R_n}{CP} = \frac{(R_E - i * D)(1 - Is)}{CP} \\ &= \frac{\frac{R_E}{CP + D} - \frac{i * D}{CP + D}}{\frac{CP + D}{CP}} = Re \frac{i * D}{CP + D} * (1 - Is) * \frac{CP + D}{CP} \\ &= Re * \left(\frac{CP + D}{CP} - \frac{i * D}{CP + D} + \frac{CP + D}{CP} \right) * (1 - Is) \\ &= \left(Re - \frac{CP}{CP} + Re - \frac{D}{CP} - \frac{i * D}{CP} \right) (1 - Is) \\ &= (Re + Re \frac{D}{CP} - \frac{D}{CP} - \frac{i * D}{CP}) * (1 - Is) \\ R_f &= Re * (1 - Is) + (Re - i) * \frac{D}{CP} * (1 - Is) \end{aligned}$$

حيث: $(R_e - i)$: الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة؛ D/CP : الرفع المالي؛ $(R_e - i) * D/CP$: أثر الرفع المالي. فيكون لدينا (Guedj, 2001, p. 377):

$$\text{مردودية الأموال الخاصة} = \text{المردودية الاقتصادية} + \text{أثر الرفع المالي}$$

إذن المردودية المالية التي تُقيم من خلال العائد على حقوق المساهمين، والتي تعود بالفائدة للمساهمين فقط تعتمد على عاملين أساسيين: المستوى المردودية الاقتصادية من جهة، وتكلفة الدين من خلال آلية الرفع المالي من جهة أخرى. العامل الأول سهل الفهم (المردودية الاقتصادية) حيث يقيس ببساطة كفاءة رأس المال الثابت المستثمر

في المؤسسة لإنشاء وخلق ثروات جديدة وبالتالي السماح للمؤسسة بتحقيق ربح. أما العامل الثاني (الرفع المالي) أكثر تعقيداً حيث يعتمد على نسبة الفائدة أي تكلفة الديون التي اقترضتها المؤسسة، ونسبة الديون المالية بالنسبة لأموالها الخاصة. في الواقع يكون معدل الفائدة على الديون طويلة الأجل عادة أقل من معدل المردودية الاقتصادية للمؤسسة. في الواقع، يكون معدل الفائدة على الديون طويلة الأجل عادة أقل من معدل العائد الاقتصادي للمؤسسة، مما يقلل من الجزء من الأرباح الإجمالية الذي ستضطر المؤسسة إلى دفعه في شكل فوائد للمقرضين والجزء الباقي يترك في أيدي المساهمين. وهذا الفارق في التعويض لصالح المساهم وعلى حساب المقرض سيكون أعلى كلما كان معدل الديون للمؤسسة أعلى. (Delaveau & du Tertre, 2008, p. 11)

من خلال ما سبق نجد أن المفعول الرفع المالي يتوافق مع الفرق بين معدل المردودية الاقتصادية ومعدل الفائدة على الدين المالي، حيث قد يكون للاستدانة أثر إيجابي أو سلبي على المردودية المالية، وذلك وفق ثلاث حالات التالية (Ogien, 2008, p. 80):

✓ $(Re - i) > 0$: تتمتع المؤسسة بتأثير رفع مالي إيجابي، فكلما زادت مديونيتها كلما كانت أكثر ربحية من

الناحية المالية لمساهميها، أي إذا زاد مستوى الديون في المؤسسة ارتفعت مردوديتها المالية؛

✓ $(Re - i) = 0$: لا تظهر المؤسسة أي تأثير إيجابي أو سلبي للرفع المالي، في هذه الحالة الربحية المالية مستقلة عن

هيكلها المالي؛

✓ $(Re - i) < 0$: المؤسسة هنا لديها بتأثير رفع مالي سلبي، وكلما زادت مديونيتها قلت ربحيتها لمساهميها، في

هذه الحالة إذا زاد مستوى الديون في المؤسسة قد تقل ربحيتها المالية لمساهميها بشكل أكبر.

5. **مزايا الرفع المالي:** يحقق الرفع المالي تحسين مردودية الاموال الخاصة من خلال الاستفادة من مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة، واستثمار هذه الاخيرة بشكل يسمح للمؤسسة بتحقيق عائد يفوق تكلفة تلك المصادر، وعليه للرفع مالي مجموعة متنوعة من المزايا تمثلت في (الشواورة, 2013, p. 224):

✓ تعظيم حقوق المساهمين نتيجة الفرق الإيجابي بين قيمة العائد على الاستثمار وتكلفة الاقتراض؛

✓ ضمان استمرار سيطرة المساهمين الحاليين على الإدارة، وعدم مشاركة مساهمين جدد في الأرباح المحققة؛

✓ الاستفادة من الوفر الضريبي نتيجة لخصم تكلفة الاقتراض من الدخل الخاضع للضريبة؛

✓ إمكانية اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادةها بأموال ذات قوة شرائية متدنية؛

✓ قد يؤدي الالتزام في السداد إلى تعزيز السمعة الائتمانية وزيادة القدرة على الاقتراض.

المطلب الثاني: ماهية المخاطر المالية

تعتبر المؤسسة الاقتصادية نظام مفتوح تتأثر بالبيئة الداخلية وخارجية لها، وهذا يجعلها أكثر عرضة لمجموعة من المخاطر. وتعتبر المخاطر المالية من أكثر أنواع المخاطر التي تعترض طريق المؤسسة نحو تحقيقها أهدافها واستمرارها، وكما يُعرف أن المخاطر المالية من أكثر الأنواع التي تشكل خطراً على حياة المؤسسة، وكما أنها تعرف أشكالاً وتصنيفات مختلفة. حيث سعى الاقتصاديون والرياضيون من أجل إيجاد طرق كمية ورياضية من أجل قياس درجة هذه المخاطر على المؤسسات الاقتصادية.

الفرع الأول: مفهوم المخاطر المالية

تنشأ المخاطر المالية في عمليات التعامل التجاري مع المؤسسات المالية مثل البنوك، مؤسسات التمويل، مؤسسات التأمين والبورصات. أسباب المخاطر المالية متنوعة مثل عوامل التضخم، أسعار الفائدة المصرفية، قيمة الأوراق المالية المنخفضة وما إلى ذلك (Pashchenko, Pashchenko, & Krioni, 2017, p. 512). فالمخاطر المالية تتضمن الحالات التي يكون فيها هناك عدم اليقين بحدوث خسائر مالية (Miljkovic, 2023, p. 100)، فهي تشير إلى الظاهرة التي يكون فيها الدخل الفعلي المتولد من عمليات المؤسسات أقل من الدخل المتوقع نتيجة تأثير عوامل غير مؤكدة، عندما تكون مستويات المخاطر المالية عالية تتعرض المؤسسات عموماً لخسائر لا يمكن تعويضها. (P. Chen, 2023, p. 147)

تعرف المخاطر المالية بأنها: "فرصة لحدوث خسارة مالية، وأن المخاطر المالي يرتبط بالتغير غير المرغوب في المتغير المالي، كما يعني بأنه الفقد الجزئي أو الكلي المحتمل في قيمة ثروة المساهمين". (الشيخ, 2008, p. 125)

كما ينظر للمخاطر المالية بأنها: "الخسائر المحتملة نتيجة تقلبات المتغيرات المالية، وتكون هذه المخاطر في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة (الرافعة المالية)، حيث أن المؤسسة تكون في وضع مالي لا تستطيع فيه مواجهة التزاماتها من أصولها الجارية" (معتوق & سعيدي, 2015, p. 237). إذن هي المخاطر المتعلقة بكيفية تمويل المؤسسة لعملياتها، إذا قامت المؤسسة بتمويل نشاطها من خلال الدين، فإنها ملزمة قانونياً بسداد المبالغ التي تشكل ديونها عند استحقاقها، من خلال تحمل التزامات ثابتة مثل الديون وعقود الإيجار طويلة الأجل تزيد المؤسسة من المخاطر المالية، أما إذا قامت المؤسسة بتمويل أعمالها من خلال حقوق الملكية، سواء تم توليدها من خلال العمليات (الأرباح المحتجزة) أو من خلال إصدار أسهم مشتركة جديدة، فإنها لا تتحمل التزامات ثابتة. وعليه كلما زادت التزامات المؤسسة المالية ذات التكلفة الثابتة (مثل الديون) كلما زادت مخاطرها المالية. (Clayman, Fridson, & Troughton, 2012, p. 182)

المخاطر المالية هي واحدة من أنواع المخاطر الشائعة في عمليات تشغيل المؤسسات، وهناك اختلافات بين المخاطر المالية الضيقة والمخاطر المالية الواسعة في التعريف، في المعنى الضيق: يتم وصف المخاطر المالية على أنها المخاطر الإضافية التي يتحملها المساهمون نتيجة استبدال الديون بأسهم المؤسسة العادية. وبالتالي، في هذا المعنى، تكون المخاطر المالية مكافئة لمخاطر الهيكل المالي (مخاطر التمويل). أما في المعنى الواسع: يتم تعريف المخاطر المالية على أنها أي تقلب في التدفقات النقدية والنتائج المالية وقيمة المؤسسة نتيجة تأثير أنواع مختلفة من العوامل، وتكون

هذه العوامل أساسا عوامل سوقية مثل أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار السلع وأسعار الأسهم. وبالتالي، وفقا لهذا التعريف تكون المخاطر المالية مسؤولة عن أي تغييرات في الحالة المالية للمؤسسة (Błach, 2010, p. 11). أي تظهر المخاطر مالية في أشكال متنوعة، من ناحية تظهر كمخاطر مالية خارجية تعتمد على البيئة المالية الخارجية التي تعمل فيها المؤسسة، ومن ناحية أخرى يتم تحديدها كمخاطر مالية داخلية تعتبر المؤسسة نفسها مصدرا للمخاطر. وهناك ثلاثة مكونات رئيسية لمخاطر للمخاطر المالية وهي: مخاطر هيكل رأس المال أي الهيكل المالي؛ المخاطر التشغيلية ومخاطر السيولة. فالمخاطر المالية تعتبر مخاطر إضافية تتحملها المؤسسة بسبب الحاجة إلى استبدال الديون بحقوق الملكية. بمعنى أوسع تعتبر المخاطر المالية أي تقلبات في التدفق النقدي والأداء المالي وقيمة الأعمال نتيجة لعوامل متنوعة مثل أسعار الفائدة، أسعار الصرف، تغييرات الأسعار وما إلى ذلك، وعليه المخاطر المالية تؤثر أيضا على عمليات المؤسسة إلى حد كبير (Abeyrathna & Kalainathan, 2016, p. 18). من خلال ما سبق نجد أن التعريف الضيق للمخاطر المالية هي المخاطرة التي قد تواجهها المؤسسة في المستقبل بسبب صعوبات سداد الديون نتيجة للاقتراض الخارجي الزائد في عملية التمويل، مما يزيد من مخاطر عمل المؤسسة ويقلل من مصالح مالكيها. أما التعريف الواسع للمخاطر المالية يشير إلى جميع أنواع الأنشطة المالية التي تواجهها المؤسسات في عملياتها التشغيلية العادية. نتيجة للتغيرات في البيئة الداخلية والخارجية وأسباب أخرى لا يمكن التنبؤ بها، مما يؤدي إلى انحراف الدخل المالي للمؤسسات بشكل كبير عن الدخل المقدر في فترة زمنية معينة مما يتسبب في مخاطر خسائر للمؤسسات.

وفي الأخير تعتبر المخاطر المالية أنها احتمال تحمل المؤسسة لخسائر مباشرة أو غير مباشرة نتيجة فشلها في تحقيق العائد المناسب على أنشطتها الاستثمارية أو الاستغلالية، فهي تنشأ من خلال عمليات لا حصر لها ذات الطبيعة المالية والأنشطة المختلفة الأخرى لأعمال المؤسسة. وعليه يمكن أن تكون المخاطر المالية بأشكال مختلفة، أي هناك مخاطر مالية نظامية تعتمد على تغيرات في الأسواق المالية، ومن ناحية أخرى هناك مخاطر مالية غير نظامية حيث تكون المؤسسة نفسها مصدرا للمخاطر، تعتمد المخاطر المالية النظامية (الخارجية) على عوامل المخاطر مثل أسعار الصرف وأسعار الفائدة وأسعار السلع، بينما المخاطر المالية غير النظامية (الداخلية) تعتمد على مستويات الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة.

تجدر الإشارة إلى أنه في بحثنا هذا يتم تطبيق المفهوم الضيق للمخاطر المالية أو ما يعرف بمصطلح المخاطر المالية غير النظامية، وبالتالي يكون تحليل هذه المخاطر مساويا لمخاطر التمويل ويتضمن ثلاث مكونات: المخاطر التي تنشأ من استخدام رأس المال المدين لتمويل جزء من أصول المؤسسة؛ المخاطر المتعلقة بقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها القصيرة الأجل باستخدام أصول يمكن تحويلها بسرعة إلى نقد؛ المخاطر استقرار الأجل الطويل المتعلقة بمصادر التمويل المستخدمة لشراء أصول طويلة الأجل (أصول ثابتة)؛ مخاطر عدم القدرة على تحقيق العوائد المرضية (انطلاقا من النشاط التشغيلي والنشاط الاستثماري للمؤسسة). ومن خلال البحث الواسع في أسباب المخاطر المالية

غير النظامية في المؤسسات يمكن استنتاج أن السبب الجذري للمخاطر المالية النظامية هو أن إدارة الشؤون المالية في المؤسسات لا تتحكم فيها بشكل جيد.

الفرع الثاني: أنواع المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية

نتعرض في هذا الفرع لأهم المخاطر المالية التي قد تواجه المؤسسة الاقتصادية خلال دورة حياتها.

1. مخاطر السوق: تعرف مخاطر السوق على أنها المخاطر الناتجة عن التحركات العكسية في القيمة السوقية لأصل ما (سهم، سند، قرض، عملة) (Banks, 2003, p. 4). فمخاطر السوق تتعلق بالخسائر الناتجة عن تغير أسعار الأصول في السوق والتي تؤثر سلباً على مواقف المؤسسة حسب تغير القيمة السوقية (Chatterjee, 2014, p. 238)، فمخاطر السوق هي احتمال بأن تكون تغييرات في ظروف السوق لها تأثير سلبي على ربحية المؤسسة، تشمل مخاطر السوق التغيرات في: أسعار الفائدة، والتي تُشار إليها باسم مخاطر أسعار الفائدة؛ أسعار صرف العملات الأجنبية، والتي يُشار إليها باسم مخاطر صرف العملات الأجنبية أو مخاطر العملات؛ قيمة الاستثمارات التي تمتلكها المؤسسة، والتي تُشار إليها أحياناً باسم مخاطر السعر (Loader, 2007, pp. 23, 24). وعليه تتمثل مخاطر سوق في:

✓ **مخاطر أسعار الفائدة:** يتعلق هذا المخاطر بعمليات الإقراض والاقتراض بحيث يتغير هذا المعدل أثناء هذه

العمليات بشكل يؤدي بالمؤسسة إلى تحمل خسائر نتيجة لارتفاع المصاريف المالية، أو تفويت فرص لتخفيضها أو انخفاض الإيرادات المالية نتيجة لانخفاض معدل الفائدة. ويكمن مخطر معدل الفائدة في أن المؤسسة لا يمكنها التوقع الدقيق للتغيرات في معدل الفائدة سواء اعتمدت على المعدل الثابت أو المتغير، فإذا أقدمت على الاستدانة بمعدل متغير فهي بذلك معرضة للمخطر عند ارتفاع المعدل، حيث ترتفع تكاليف الاستدانة الأمر الذي يتسبب في انخفاض الأرباح أو تحقيق الخسائر، وإن هي أقدمت على الاستدانة بمعدل ثابت فقد تفقد بذلك فرص الاستفادة من أي انخفاض في معدل الفائدة (بن ساسي & قريشي, 2011, pp. 459, 460)؛

✓ **مخاطر سعر الصرف:** هي المخاطر المرتبطة بالتغيرات غير المتوقعة في أسعار صرف العملات وتتألف من

عنصرين: عنصر داخلي يعتمد على تدفق الأموال المتعلقة بصرف العملات الأجنبية والاستثمارات وما إلى ذلك، وعنصر خارجي غير مرتبط بعمليات المؤسسة على سبيل المثال تغير في أسعار صرف بلد ما (Tapiero, 2004, p. 10). أي تتعلق بالمخاطر والأضرار التي تلحق بالنتائج المالية للمؤسسات ذات العلاقات الاقتصادية مع الخارج جراء التقلبات في أسعار صرف عملات التقويم والدفع لنشاطات تلك المؤسسات (بن ساسي & قريشي, 2011, p. 459)؛

✓ **مخاطر التسعير:** ينشأ هذا النوع من المخاطر عن التغيرات في أسعار الأصول وبوجه خاص محفظة

الاستثمارات المالية والمنتجات التي تقدمها المؤسسة، وهناك عوامل داخلية وخارجية تؤثر في مخاطر التسعير،

تتمثل العوامل الخارجية في الظروف الاقتصادية ومناخ الأعمال السائد في السوق، أما العوامل الداخلية فتتعلق بالمؤسسة كالهيكال التمويلي ومدى كفاءة التشغيل وغيرها (طبيب، 2017، p. 19). وتضم مخاطر التسعير نوعين أساسيين من المخاطر هما: مخاطر أسعار الأوراق المالية تنشأ هذه الأخيرة نتيجة تدني القيمة السوقية لأحد الأدوات المالية بمرور الزمن، ويحدث مثل هذا المخاطر عندما يطرأ تغير في أسعار الصرف وأسعار الفوائد مما يؤدي هذا التغير إلى تغير في قيمة الأصل، ونظرا لأن المؤسسة تقوم بالاستثمار في محافظ أوراق مالية، فإنها عرضة بشكل كبير لأن تنخفض أسعار هذه الأوراق محققة بذلك خسارة لها (أوصغير، 2020، p. 72)، أما مخاطر أسعار السلع فتمثل الخسائر المحتملة نتيجة للتغير السلبي في أسعار السلع، فقيمة السلع تتقلب بشكل كبير بسبب التغيرات في الطلب والعرض. (Apostolik & Donohue, 2015, p. 22)

2. مخاطر الائتمان: هي الاحتمالية التي يخلف بها المدين عن تنفيذ التزاماته، في هذا السياق تواجه المؤسسات صعوبات (التأخير في سداد الديون، والإفلاس) شائعة تؤثر بشكل كبير عليها وعلى الاقتصاد، بالنسبة للدائن وجود هذا المخاطر يؤثر على الربحية التي يأمل في تحقيقها من عمليات الائتمان ويعرضه بشكل محتمل لصعوبات كبيرة إذا تبين أن الطرف المعاكس غير قادر على السداد (Kharoubi & Thomas, 2016, p. 35). وينشأ مخاطر الائتمان من حقيقة أن الأطراف المعاكسة قد تكون غير مستعدة أو غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية. على أبسط مستوى يتضمن ذلك مخاطر التخلف على الأصل، مثل القرض أو السند أو أي عقد آخر. (Jorion, 2003, p. 268)

3. مخاطر السيولة: هي احتمال أن لا تكون المؤسسة قادرة على الوفاء بالتزاماتها، أو مواصلة تمويل أصولها (Apostolik & Donohue, 2015, p. 24). ولمخاطر السيولة ثلاثة جوانب: الأول نقص شديد في السيولة، الثاني احتياطي السلامة الذي توفره محفظة الأصول السائلة، والثالث على تدبير الأموال بتكلفة عادية، وينتج عن الحالة الأولى اللاسيولة الشديدة المؤدية للإفلاس، أي أنها مخاطرة قاتلة. (حماد، 2007، p. 200)

4. مخاطر الملاءة المالية: تعرف الملاءة المالية على أنها قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها دون أن يؤدي إلى تعثرها أو إفلاسها، فالمؤسسة تكون ذات ملاءة عندما تفوق أصولها كل التزاماتها (ع. ح. هاشم، 2011، p. 368). وعليه يمكن تعريف مخاطر الملاءة المالية على أنه "عدم قدرة المؤسسة على سداد جميع التزاماتها حتى إذا اضطرت إلى تسيل جميع أصولها، ويحدث ذلك عندما تنخفض القيمة السوقية لأصول المؤسسة إلى مستوى أقل من القيمة السوقية لالتزاماتها." ويعتبر خطر الملاءة المالية محصلة لمختلف المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة، بما في ذلك المخاطر الائتمانية التي ينجم عنها فشل المؤسسة في استرداد أموالها، ومخاطر سعر الفائدة التي تجعل تكلفة مواردها أكبر من عوائد استخدامها، بالإضافة إلى مخاطر سعر الصرف والسيولة". (بريش، 2006، p. 2009)

5. **مخاطر التضخم (مخاطر القدرة الشرائية):** هو المخاطر الناتج عن انخفاض القيمة الشرائية للنقود، أي تدهور قيمة النقود من حيث ما يمكن الحصول عليه من سلع وخدمات (عطا الله 2011، p. 79). ينشأ التضخم عندما ترتفع الأسعار ويحدث لعدد كبير من الأسباب، على سبيل المثال يمكن أن يختلف الوكلاء، التجار، المستهلكين، البائعين وما إلى ذلك فيما يتعلق بقيمة المنتجات والخدمات التي يسعون لشرائها (أو بيعها) مما يؤدي إلى زيادة الأسعار. علاوة على ذلك يمكن أن يسبب انفصال الأصول الحقيقية والأسواق المالية مشكلات تكييف يمكن أن تسهم أيضا في تحفيز التضخم. في هذا السياق يجب التمييز بين التضخم المالي (المعبر عنه في نمو الأسعار الاسمية) والتضخم الحقيقي القائم على القيمة الحقيقية لنمو الأسعار. إذا لم يكن هناك تضخم يمكن أن يكون التخفيض ثابتا (أي يعبر عنه بمعدلات فائدة ثابتة بدلا من تغير الزمن والذي يمكن أن يكون عشوائيا) لأنه يمكن أن يفترض أن أسعار المستقبل ستظل على مستواها الحالي. في هذه الحالة سيعكس التخفيض فقط القيمة الزمنية للأموال وليس التغيرات المتوقعة (وغير مؤكدة) في الأسعار. (Tapiero, 2004, p. 14)

6. **مخاطر التوقف عن النشاط:** تتمثل في المخاطر المتعلقة بالتوقف الجزئي أو الكلي بشكل مؤقت أو دائم لكل أو جزء من أنشطة المؤسسة، بسبب عجزها عن تأمين دورة أنشطتها الجارية.

7. **مخاطر الخطأ في الاستثمار:** تتمثل في المخاطر المرتبطة بتدهور شروط الاستغلال أو التسيير الناتجة عن أخطار في الاستثمار، مما يؤثر ولمدة طويلة من الزمن على القدرة المالية للمؤسسة.

8. **مخاطر فقدان المساهمين:** وهي المخاطر التي تتعلق بعدم ثبات كل أو جزء من طاقم المساهمين بالمؤسسة نتيجة لخلافات حول إدارة المؤسسة، عدم الرضا على الأرباح أو أداء المؤسسة عموما. (بوهالي، 2018، p. 417)

الفرع الثالث: طرق تقييم المخاطر المالية

تقييم المخاطر المالية يساهم في تحديد مستوى المخاطر المالية الخاصة بالمؤسسة عن طريق تحليل كل مخاطر المالية التي تتعرض لها لتحديد احتمالية حدوث هذه المخاطر وتداعياتها، من خلال فحص مدى اتساق المؤسسة في تحقيق الأرباح و تحقيق هامش أمان يساعدها في استيعاب أي تأثيرات سلبية على تدفقها النقدي، وقدرتها على مواجهة التزاماتها المتنوعة، بالإضافة إلى ضمان استمرار سيرورة نشاطها. وسيتم تحديد الطرق الشائعة التي يمكن بها قياس المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية.

1. **تقييم المخاطر المالية باستخدام الأساليب الإحصائية:** يمكن قياس المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة بشكل كمي باستخدام مجموعة طرق وأساليب. والجدول الموالي يوضح أهم الأساليب الإحصائية المستخدمة بصفة عامة في قياس المخاطر المالية.

الجدول رقم (03): الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر المالية

المؤشر	مفهومه
المدى	يسمى أحيانا بمجال التغير، يعرف بأنه الفرق بين أعلى قيمة وأقل قيمة من مجموعة البيانات غير المبوبة، ويحسب كالتالي: المدى المطلق = أكبر قيمة - أقل قيمة
التوزيعات الاحتمالية	تستخدم التوزيعات الاحتمالية في المقارنة بين مستويات المخاطر لعدد من الأصول مما يساعد متخذ القرار على اختيار الأصل المناسب والذي يكون ذو مستوى خطر أدنى، فكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعاً نحو الطرفين، كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر للأصل.
الانحراف المعياري	يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية استخداماً كمؤشر للمخاطر، حيث يمكننا من تقدير درجة تشتت بفضل القيمة المتوقعة للأصل. وكما يعبر الانحراف المعياري عن درجة الاختلاف في التدفق النقدي المحتمل حدوثه عن التدفق النقدي المتوقع للمخطر. ويمكن حسابه كالتالي: $\delta = \sqrt{\delta^2}$ و $\delta^2 = [\sum(Ri - \bar{R})]/N$
معامل الاختلاف	يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر (حيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصلين ماليين، وبالتالي تتساوى الخطورة مع أن النسبة المئوية لانحراف العوائد لأحدهم أكبر من الآخر)، ويمكن تجنب هذه المشكلة لو استخدمنا معامل الاختلاف كمقياس للمخاطر بدلا من الانحراف المعياري. ويتم حسابه وفقا للعلاقة الآتية: $Cv = \frac{\delta^2}{E(Rx)}$
حيث: δ^2 : التباين (مربع الانحراف المعياري)؛ Ri : عائد الأصل (i)؛ \bar{R} : متوسط عائد الورقة المالي؛ $E(Rx)$: الوسط الحسابي.	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- Bradford, J & Miller, T. (2017). **Fundamental of investments :Valuation and Management**. (8 ed). United State of America: McGraw-Hill Companies Inc. p. 399.

- وهيب، خ. (2000). **الأسواق المالية والنقدية**. (1 ed). الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع. ص. 41.

- كرش، ع. ت. (2014). **علم الإحصاء**. العراق: دار الجامعة للنشر. ص. 75.

- الحناوي، م. ص. (2001). **الإدارة المالية والتمويل**. مصر: الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع. ص. 260.

2. أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية: وتعد أهم مقاييس الكمية لتقييم المخاطر المالية وأكثرها استخداماً، لتوفيرها مجموعة نسب ومؤشرات المالية وعلى رأسها النسب المالية بأنواعها المتعددة التي تسمح بقياس المخاطر المالية في مجالات الربحية، الاستدامة، السيولة وما إلى ذلك. ومن أهم النسب أو المؤشرات التي يمكن استخدامها في تقييم المخاطر المالية مصنف حسب المهام المراد تقييمها نذكر (حنفي & قرياقص, 2007, p. 79):

✓ نسب تقيس درجة المديونية (الرفع والتغطية)؛

✓ نسب تقيس القدرة على أداء الالتزامات قصير الأجل (نسب السيولة)؛

✓ نسب تقيس الكفاءة في إدارة الأصول (نسب النشاط والدوران)؛

✓ نسب تقيس حق الملكية إلى إجمالي الديون؛

✓ نسب التمويل طويل الأجل في الهيكل المالي؛

✓ نسب تقيس الربحية والعائد.

1.2. نسب السيولة: وتحدد قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل، فهي معيار لتحديد التوازن المالي قصير الأجل من خلال المنطق التالي: التحقق من وجود ما يكفي من الأصول القصيرة الأمد لضمان سداد الديون القصيرة الأمد (في حالة عدم وجود ذلك، يتم الإشارة إلى عدم السيولة)، وجدول الموالى يوضح أهم نسب السيولة.

الجدول رقم (04): نسب السيولة

النسبة	طريقة الحساب	تفسير النسبة (التساؤل)
السيولة العامة	الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة	هل لدينا ما يكفي من الأصول المتداولة (بما في ذلك المخزون) لسداد الديون القصيرة الأجل؟
السيولة السريعة	(الأصول المتداولة - المخزون) / الخصوم المتداولة	هل لدينا ما يكفي من الأصول المتداولة (باستثناء المخزون) لسداد الديون القصيرة الأجل؟
السيولة الجاهزة	القيم الجاهزة / الأصول المتداولة	هل لدينا ما يكفي من السيولة لسداد الديون المالية القصيرة الأجل؟

Source : Thibierge, C. (2016). *Analyse financière*. (6 ed). France: Vuibert. P. 60.

2.2. نسب النشاط: هي مؤشرات توضح الوقت اللازم لمؤسسة ما لسداد مستحققاتها، استلام مدفوعاتها، وتحديد مخزونها، تُستخدم هذه المعدلات للحكم على مدى كفاءة إدارة المؤسسة لعملياتها المالية والتشغيلية، وكيفية التفاعل مع العملاء، الموردين وإدارة المخزون، ويتم تحديد هذه النسب وفق الجدول الموالى.

الجدول رقم (05): نسب النشاط

المعدل الدوران	طريقة الحساب	التفسير
مجموع الأصول	المبيعات السنوية الصافية/مجموع الأصول	معرفة مدى نجاعة المؤسسة في استغلال الأمثل لأصولها.
الأصول المتداول	رقم الأعمال/الأصول المتداولة	يعبر عن مدى جدوى وكفاءة المؤسسة في خلق وتكوين المبيعات انطلاقا من استغلال الفعال لأصول المتداولة.
الأصول الثابتة	المبيعات السنوية الصافية/الأصول الثابتة	يسمح بتحديد مدى فعالية استثمار الاصول الثابتة بشكل يسمح توليد أقصى حد من المبيعات.
المخزون	متوسط المخزون/تكلفة شراء المخزون	تعني عدد المرات التي يجب فيها تجديد المخزون المؤسسة السنة، فكلما زادت دورة المخزون، كان مستوى نشاط المؤسسة أفضل.
الموردون	(الموردون + أوراق الدفع)/ المشتريات	يعبر عن قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها اتجاه الموردين.
الزبائن	رقم الأعمال/ (العملاء + أوراق الدفع)	يوضح السياسة الائتمانية المتبعة من طرف المؤسسة.
فترة التحصيل	360/ معدل دوران الزبائن	عدد الأيام المتوسطة المطلوبة للعملاء لسداد مستحقاتهم، فهي تقيس فعالية السياسة الائتمانية الخاصة بالمؤسسة.
فترة الدفع	360/ معدل دوران الموردون	معرفة المدة المتوسطة للائتمان الذي تحصل عليها المؤسسة. أي المدة المتوسطة التي تستغرقها المؤسسة لسداد مستحقاتها للموردين.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

-Boubakri, N, Gadhoun, Y, Chkir, I & Kooli, M. (2005). **Les principes de la finance d'entreprise**. France: Gaetan Morin. P. 193-195.

-Grandguilot, B & Grandguilot, F. (2007). **Analyse financier: les outils de l'entreprise**. France: Edition Ellipse. P. 137.

-Thibierge, C. (2016). **Analyse financière**. (6 ed). France: Vuibert. pp. 63. 64.

-اندرأوس, ع. و. (2008). **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**. مصر: دار الفكر الجامعي. ص. 98. 99.

-لسلوس, م. (2012). **التسيير المالي**. (2 ed). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية. ص. 51.

3.2. نسب الهيكل المالي: تقيس مدى مساهمة مصادر التمويل (ديون، حقوق الملكية) في تمويل المؤسسة، فنسب

الهيكل تُستخدم لدراسة موارده لمؤسسة ما، واستخداماتها ورأس مالها وأنواع تمويلها (على سبيل المثال نسبة الأموال طويلة

الأجل مقارنة بالأموال قصيرة الأجل). وتتمثل هذه النسب أساسا كما موضحة في الجدول التالي.

الجدول رقم (06): نسب الهيكل المالي

النسبة	طريقة الحساب	التفسير
المديونية	إجمالي الديون / إجمالي الأصول	تشير الى مدى اعتماد المؤسسة في تشكيلة هيكلها المالي على الاستدانة.
الملاءة المالية	رأس مال العامل / مجموع الأصول	تقيس قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها في المدى البعيد.
القدرة على السداد	مجموع الديون / قدرة التمويل الذاتي	كم تستغرق المؤسسة من وقت حتى تستطيع تسديد ديونها المالية بالاعتماد فقط على قدرتها على التمويل الذاتي؟ تشير لعدد السنوات اللازمة لتسديد المؤسسة لديونها اعتمادا على قدرتها الذاتية فقط، حيث يجب أن لا تتعدى 4 سنوات.
الاستقلالية المالية	مجموع الديون / الأموال الخاصة	تجيب هذه النسبة على السؤال: ألم تبلغ المؤسسة في اللجوء إلى الاقتراض، تظهر مدى اعتماد المؤسسة في تمويلها العام على الأموال الخاصة أي مواردها الذاتية وعلى أموال الغير.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- Meunier-Rocher, B. (2003). **Le diagnostic financier**. (2 ed). France: Edition D'Organisation. P. 176.
- Grandguillot, B & Grandguillot, F.(2007). **Analyse financier :outils de l'entreprise**. France: Edition Ellipse. P. 136.
- Thibierge, C. (2016). **Analyse financière**. (6 ed). France: Vuibert. P. 59

3. تحليل التغيرات في المردودية المالية والمردودية الاقتصادية: يعتمد هذا المقياس على تحليل المردودية المالية من خلال استخدام متغيرات أثر الرافعة المالية الذي يسمح بإيجاد علاقة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، ويمكن كتابة علاقة المردودية المالية من خلال الحالتين.

1.3 حالة المؤسسة غير مستدينة: يكون التغير في المردودية المالية بالشكل التالي (بن ساسي & فريشي, 2011, p. 499):

$$\Delta R_f = \Delta R_e (1-IS)$$

ومن خلال العلاقة السابقة نستنتج أن التغير في المردودية المالية يتعلق فقط بالتغير في المردودية الاقتصادية بعد الضريبة (أي المخاطر التشغيلي). وهذا ما يعني أيضا عدم وجود المخاطر المالي في حالة عدم استدانة المؤسسة أي أن المخاطر المالي يتعلق باستدانة المؤسسة.

2.3 حالة المؤسسة مستدينة: تكون علاقة التغير في المردودية المالية في حالة مؤسسة مستدينة وفق المعادلة التالية (بن ساسي & فريشي, 2011, pp. 499, 500):

$$\Delta R_f = \Delta R_e (1-IS) + \Delta R_e \frac{D}{CP}(1-IS)$$

حيث: ΔR_f : التغير الإجمالي للمردودية المالية؛ $\Delta R_e (1-IS)$: المخاطر التشغيلي (التغير في المردودية المالية حالة مؤسسة غير مستدينة)؛ $\Delta R_e \frac{D}{CP}(1-IS)$: المخاطر المالي.

يمكن القول إن هناك قاعدة عامة تنطبق على المؤسسات المستدينة وغير المستدينة على حد سواء. عندما تلجأ المؤسسة المستدينة إلى الاستدانة بشكل زائد يمكن أن يتحقق مخاطر مالية تؤثر سلبا على أدائها الاقتصادي، وبالتالي على أدائها المالي. بينما في حالة المؤسسة غير المستدينة فإن مخاطر الاستغلال تظهر عادة عندما تنخفض مردوديتها الاقتصادية مما يؤدي في النهاية إلى تدهور أدائها المالي (تدهور مردوديتها المالية).

4. التقييم من خلال تشتت المردودية المالية: يمكن تقييم المخاطر المالي من خلال حساب تشتت المردودية المالية باستعمال الانحراف المعياري، وهذا من خلال العلاقة التالية (بن ساسي & قريشي, 2011, p. 501):

$R_f = Re(1 - Is) + (Re - i) \frac{D}{CP} (1 - Is)$	معادلة المردودية المالية
$\Theta_{Rf} = \Theta_{Re} (1 + \frac{D}{CP})(1-Is) - i \frac{D}{CP} (1 - IS)$	ويدخل الانحراف المعياري على طرفي المعادلة نجد:
$\Theta_{Rf} = \Theta_{Re} (1 - IS) + \Theta_{Re} \frac{D}{CP} (1 - IS)$	وعليه يمكن كتابة هذه المعادلة بالشكل

حيث: Θ_{Rf} : التشتت الإجمالي للمردودية المالية؛ $\Theta_{Re}(1 - IS)$: المخاطر التشغيلية معبر عنه بالتشتت؛

$\Theta_{Re} \frac{D}{CP} (1 - IS)$: المخاطر المالي معبر عنه بالتشتت.

يمكن استخدام الانحراف المعياري لقياس مدى تشتت المردودية المالية للمؤسسة ما، إذا كان الانحراف المعياري كبيرا فهذا يشير إلى أن هناك تقلبات كبيرة في الأداء المالي للمؤسسة على مر الزمن. ويمكن أن يُعتبر تشتتا كبيرا في المردودية المالية مؤشرا على وجود مخاطر مالية أعلى.

المطلب الثالث: العلاقة بين الهيكل المالي والمخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية

تعتبر سياسة المالية أحد العوامل الرئيسية التي تؤثر على شكل وهيكل التمويل داخل المؤسسات، هذا الأثر أصبح واضحا من خلال ظهور النظرية التقليدية في بدايات الخمسينات من القرن الماضي، وفقا لهذه النظرية يُمكن استخدام الاقتراض (الرفع المالي) بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية للمؤسسة، ولم يتم تحديد كمية محددة للاقتراض الذي يُعتبر معقولا، بل دُعيت المؤسسات إلى مراعاة توازن ما بين مخاطر زيادة الديون من جهة، والاستفادة من فوائدها من جهة أخرى. يُعتبر هذا أمرا ضروريا نظرا لأن المخاطر المالي والتمويلي يزيد بشكل تصاعدي عندما تزيد الديون عن الحد العقلاني المحدد وفقا لهذه النظرية. بعد ذلك، قدم ميلر وموديليانى اقتراحين مهمين في عام 1952، حيث وضعوا أسسا لجميع البحوث المتعلقة بطرق التمويل، هذه النظرية أشارت إلى أن المؤسسات المتشابهة في جميع جوانب أنشطتها، والتي تختلف في هياكل تمويلها، ستكون لها نفس القيمة السوقية. وبالتالي لن يؤثر الرفع المالي على القيمة السوقية لهذه المؤسسات. بمعنى آخر يبين أن القرارات المتعلقة بالتمويل وأساليبه لن تؤثر على القيمة السوقية. مع مرور الوقت تم تعديل هذه النظرية وتحريرها من قيود الضرائب في عام 1963، تم تلخيصها إلى أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تتفوق على نظيرتها التي تعتمد على مصادر تمويل من الملكية. على هذا الأساس يُظهر الرفع المالي واستخدام الديون تأثيرا إيجابيا على القيمة السوقية. في السنوات اللاحقة قدمت نظريات أخرى مثل نظرية مايرز

لتسلسل اختيار مصادر التمويل، وأشارت هذه النظريات إلى أن الرفع المالي واستخدام الديون يمكن أن يكونا مفيدتين بشرط الموازنة بين المزايا والتكاليف عند اتخاذ القرارات المتعلقة بالتمويل. (ج. ح. النجار، 2013، 288، 287، pp.)

مما لا شك فيه يعتبر قرار التمويل من بين القرارات الاستراتيجية الرئيسية للمؤسسات الاقتصادية، وتزيد أهميته بشكل كبير في ظل التغيرات السريعة التي تشهدها العولمة ومنظمة التجارة العالمية. وفي ضوء انفتاح الأسواق العالمية على المنتجات والسلع بالإضافة إلى التنافسية الشديدة بين المؤسسات المحلية، يصبح من الضروري توسيع نطاق الأعمال والاستثمارات بهدف الحفاظ على مكانتها الاقتصادية. ومن أجل مواجهة هذه التحديات ينبغي أن تعتمد هذه المؤسسات على زيادة الاستثمارات والمشروعات الاستثمارية. ويتعين عليها أيضا البحث عن مصادر تمويل متنوعة ومستدامة. (شلاش، البقوم، & العون، 2008، 47، p.)

وبطبيعة الحال تشير المخاطر المالية إلى تلك المخاطر الإضافية التي يتحملها أصحاب الأسهم العادية في المؤسسة نتيجة اعتماد الإدارة على القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة في هيكل تمويل المؤسسة. هذه المخاطر تشمل التكاليف الثابتة مثل الفائدة على القروض واحتمالية عدم القدرة على سداد رأس المال المستدان في الأوقات المناسبة أو الفائدة أو كلاهما، وبالتالي يزيد الاعتماد الكبير على القروض في هيكل التمويل المالي من مستوى المخاطر. والمفهوم الأساسي هو أن المخاطر المالية ليست محصورة في الاقتراض نفسه، بل تتعلق أيضا بالتوقعات حيال انخفاض مستوى الأرباح المتوقعة دون مستوى الفائدة المدفوعة على تلك القروض. وهذا يعني أن الإدارة المالية يمكن أن تتعرض لخسائر نتيجة هذا التباين بين الأرباح وتكلفة الاقتراض، فيتعين على الإدارة اتخاذ قرارات تمويلية حكيمة تساهم في تقليل هذه المخاطر وتحقيق التوازن بين تحقيق العائد على الاستثمار والتقليل من المخاطرة المالية. (شخاتره، 2012، 750، 749، pp.)

ومن هذا المنطلق ترتبط المخاطر المالية بشكل أساسي بقرارات التمويل والهيكل المالي للمؤسسة، بالاعتماد على الديون بشكل كبير تزيد المخاطر المالية للمؤسسة بسبب زيادة احتمال عدم القدرة على خدمة الديون في المستقبل، ولكن في نفس الوقت يمكن أن يؤدي الرفع المالي إلى زيادة الربحية إذا تم استخدام الأموال بشكل فعال. لذلك تحاول المؤسسات الوصول إلى توازن بين استخدام الديون واستخدام حقوق الملكية لتحقيق الهدفين الرئيسيين: تحقيق أقصى قيمة للمساهمين وتقليل تكلفة الأموال، هذا يتطلب اتخاذ قرارات مالية حكيمة فيما يتعلق بهذا المزيج، والموازنة بين المديونية وحقوق الملكية واتخاذ الخيارات الصائبة لتحقيق الاستدامة المالية والنمو المستدام. (سمحان، 2015، 147، p.)

فالعلاقة بين الهيكل المالي والمخاطر المالية تكمن في أن تكوين الهيكل المالي يمكن أن يزيد من المخاطر المالية إلى مخاطر العمل التي تواجه المؤسسة ومساهميها، ذلك يحدث نتيجة للالتزامات والتكاليف المرتبطة بخدمة الديون ودفع الفوائد على المبالغ المستدانة. تصبح هذه المخاطر واضحة بشكل خاص عندما لا تتمكن المؤسسة من تحقيق أرباح كافية لتغطية تكاليف الدين والمخاطر المالية المرتبطة بها، يمكن أن يؤدي هذا الوضع إلى انخفاض عائدات الاستثمار وتأثير سلبي على سمعة المؤسسة والحد من قدرتها على الاقتراض وزيادة احتمال التدخل من قبل الدائنين وتعريض المؤسسة لمخطر الإفلاس.

فحسن التعامل مع مفهوم الهيكل المالي وتحقيق التوافق بين العائد المتوقع والمخاطر هو أمر حاسم للمؤسسات. عندما تستثمر المؤسسة الأموال المقترضة بفعالية وتحقق عوائد أعلى من تكلفة الاقتراض، فإنها تزيد من القيمة لمساهميها وتزيد من العائد على حقوق الملكية. ومع ذلك إذا فشلت المؤسسة في استثمار تلك الأموال المقترضة بشكل فعال ولم تحقق العوائد المتوقعة، فإنها ستواجه مشاكل مالية وخسائر قد تؤثر سلباً على استدامتها ونتائج أعمالها، في هذه الحالة قد تكون مضطرة للنظر في تقليل الرفع المالي للحد من المخاطر المالية. أي ستعرض لمخاطر مالية وخسائر مستقبلية لتنعكس بشكل سلبي على نتائج الأعمال (الزاوي، 2018، p. 21; المعاينة، 2018، p. 750). بشكل عام يجب على المؤسسات تقييم ومراقبة أداء استثماراتها وكيفية استخدامها للديون بدقة للتأكد من تحقيق العائد المتوقع والتوافق مع مخاطرها المالية بشكل فعال.

يمكن القول أن هيكل المالي وبالتحديد استخدام الرافعة المالية، يؤثر في جوانب مالية مختلفة في المؤسسة. وفقاً لبعض الآراء يزيد هيكل المالي من المخاطر التي تتحملها المؤسسة بشكل عام، على سبيل المثال عندما تزيد نسبة الديون في الهيكل المالي تزداد أيضاً المخاطر بشكل عام وتتأثر العائدات بالزيادة أيضاً، بالإضافة إلى ذلك يمكن أن تؤدي زيادة الديون إلى تقليل التمويل الذاتي، وبالتالي توزيع صافي الأرباح على عدد أقل من المساهمين. من ناحية أخرى يرى آخرون أن استخدام الرافعة المالية هو أداة لقياس المخاطر المالية التي تنتج عن هيكل المالي. (شقيري & آخرون، 2012، p. 164)

استناداً لما سبق نجد أن المؤسسات تلجأ إلى البحث عن مصادر تمويل جديدة في حالة عدم كفاية مصادرها الذاتية لتلبية احتياجاتها المالية أو عندما تتطلع إلى توسيع نشاطاتها وتحقيق نمو إضافي بهدف الرفع من ربحيتها. ولهذا السبب يكون هيكل التمويل المالي للمؤسسة عبارة عن مزيج من مصادر تمويل مختلفة، أي من خليط أموال المديونية طويلة و/أو قصيرة الأجل وأموال الملكية. فإذا اعتمدت المؤسسة بشكل كبير على الديون في هيكلها المالي، فإن هذا سيؤدي إلى زيادة أثر الرفع المالي عليها، وهذا يعني أنها ستكون معرضة للمخاطر المالية (المخاطر غير نظامية بصفة عامة) بشكل أكبر خاصة إذا زادت الديون عن الحد المعقول ومن الجدير بالذكر أن هذه المخاطر يمكن أن تهدد استدامة المؤسسة ومستقبلها، وعلى عكس ذلك كلما كانت المؤسسة تعتمد على التمويل بالملكية بدرجة أكبر كان أثر الرفع المالي منخفض أي انخفاض المخاطر المالية. لذلك يجب على كل مؤسسة اتخاذ قرار حكيم بشأن تحديد الهيكل المالي المثلى، ينبغي أن يكون هذا القرار مستنداً إلى تحليل دقيق يأخذ في الاعتبار أهداف المؤسسة واحتياجاتها المالية، يجب أن يتضمن الهيكل المالي المستهدف التحديد الواضح للعناصر المالية المختلفة ونسبتها في الهيكل. يهدف هذا الهيكل إلى تحقيق توازن بين تكلفة الأموال وتحقيق أقصى عائد للمساهمين، وذلك دون المخاطر الزائدة في المستقبل. إن تحقيق هذا التوازن يتيح للمؤسسة الاستفادة من فوائد الرفع المالي والحفاظ على استدامتها في الوقت نفسه، وذلك دون الإفراط في استخدامه ومع مراعاة المخاطر التي قد تنجر عنه.

وفي هذا الإطار يمكن القول أن فكرة الهيكل المالي تقوم على مبدأ تشغيل مصادر التمويل المستخدمة في عمليات المؤسسة لتحقيق عائد أفضل من تكلفتها، بافتراض أن لدى المؤسسة القدرة على تحقيق ذلك، فقد ينجم عن الهيكل المالي المخاطر المالية التالية:

✓ المخاطر المالية تنشأ نتيجة تقلبات في صافي الربح بعد الضريبة (ربح المساهمين) بسبب التكلفة الثابتة لمصادر التمويل، واحتمال عدم القدرة على سداد أقساط القروض والفوائد المستحقة في تواريخ استحقاقها. تزيد المخاطر المالية بشكل عام كلما زاد حجم الديون في هيكل تمويل الموجودات، وتمثل هذه المخاطر في احتمالية انخفاض مستوى الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة المدفوعة على تلك الديون، مما يعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس؛

✓ وجود مخاطر مالية يمكن أن تؤدي إلى انخفاض العائد على حقوق المساهمين عندما تكون تكلفة الاقتراض أعلى من العائد على الاستثمار. على المؤسسة تحقيق أرباح كافية من استثمار الأموال المقترضة لتبرير تكاليف الاقتراض. إذا فشلت المؤسسة في تحقيق هذا الهدف قد تواجه ضغوطا مالية؛

✓ إضافة إلى ذلك يؤدي الاعتماد على الاقتراض في تشكيلة الهيكل المالي إلى فرض قيود على المؤسسة، وقد يتسبب في تدخل المقرضين في إدارتها لضمان تحصيل أموالهم، مما يمكن أن يؤدي إلى فقدان المؤسسة لاستقلاليتها. يمكن أن يكون الاعتماد الكبير على الديون في هيكل التمويل سببا في تقليل التمويل الذاتي للمؤسسة، مما يزيد من تبعيتها لمصادر تمويل خارجية وقد يزيد من تكاليف الاقتراض؛

✓ المؤسسة تلزم نفسها بتوفير السيولة اللازمة لسداد التكاليف الثابتة التي تنشأ عن تشكيلة الهيكل المالي عند موعد الاستحقاق. وفي حالة تأخر المؤسسة عن تسديد التزاماتها المالية، فإن ذلك يمكن أن ينعكس سلبا على سمعتها الائتمانية، حيث يمكن أن يصبح من الصعب عليها الحصول على قروض في المستقبل، مما يزيد من صعوبتها في توفير التمويل اللازم لأنشطتها واستثماراتها المستقبلية.

المبحث الثالث

المخاطر التشغيلية في المؤسسة الاقتصادية

أصبحت بيئة الأعمال الحالية أكثر تعقيدا وتطورا، مما يجعل المؤسسات أكثر تعرضا لمختلف المخاطر بما في ذلك المخاطر التشغيلية، وهي ليست بمخاطر جديدة على الإطلاق وقد كانت المؤسسات مضطرة للتعامل منذ الأزل، فهي جزء أساسي من أي عمل أو نشاط يومي تقوم به المؤسسة، فالعديد من المؤسسات تفقد جزء كبير من الإيرادات بشكل منتظم بسببها، ويمكن اعتبار المخاطر التشغيلية نوعا من المخاطر التي قد تعطل الأنشطة اليومية العادية. ومن ناحية كبيرة ترتبط المخاطر التشغيلية بشكل وثيق بالبنية الموجودة للمؤسسة، وعليه فالمخاطر التشغيلية هي المخاطر التي تعتمد على كيفية تمويل المؤسسة، وكيفية تشغيل أعمالها. ولإحاطة بالمخاطر التشغيلية في المؤسسة الاقتصادية قسنا هذا المبحث إل المطالب الآتية:

✓ **المطلب الأول: الرفع التشغيلي؛**

✓ **المطلب الثاني: مفهوم وقياس المخاطر التشغيلية؛**

✓ **المطلب الثالث: الهيكل المالي والمخاطر التشغيلية في المؤسسة الاقتصادية؛**

المطلب الأول: الرفع التشغيلي

الرافعة تعني استخدام التكاليف الثابتة في الهيكل المالي للمؤسسة نظرا لأن التكاليف تظل ثابتة، يمكن أن تؤدي تغيرات صغيرة في الإيرادات إلى تغيير هائل في الربح أو الخسارة للمؤسسة. بالتالي تساعد الرافعة التشغيلية المحللين في فهم حالة المؤسسة الحالية وآفاقها المستقبلية، فهي مقياس محاسبي يساعد المحلل في تحليل علاقة عمليات المؤسسة بإيراداتها، حيث تقدم هذه النسبة تفاصيل حول مقدار زيادة الربح التشغيلي الذي ستحققه المؤسسة مع زيادة معينة في مبيعاتها.

الفرع الأول: مفهوم الرفع التشغيلي

يشير الرفع التشغيلي إلى نسبة التكاليف الثابتة من تكلفة المؤسسة الإجمالية (Dudycz, 2022, p. 10)، فهو يظهر مدى استخدام التكاليف الثابتة في عمليات مؤسسة معينة، بمعنى آخر استخدام الأصول بتكاليف ثابتة بهدف تحقيق إيرادات تكفي لتغطية التكاليف الثابتة والتكاليف المتغيرة وزيادة الربحية. أي مقدار استخدام المؤسسة للتكاليف الثابتة في العمليات التشغيلية. (Syaifullah, 2018, p. 56)

1. تعريف الرفع التشغيلي: يعد الرفع التشغيلي كواحدة من أنواع الرافعة عندما تكون لدى المؤسسة تكاليف تشغيلية ثابتة يجب تحقيقها بغض النظر عن حجم المبيعات أو ظروف التداول، يُعرف الرفع التشغيلي على أنه قدرة المؤسسة على استخدام التكاليف التشغيلية الثابتة لتوسيع التغيرات في المبيعات على أرباحها قبل الفوائد والضرائب. ببساطة هو نسبة التكلفة الثابتة إلى الكلفة الإجمالية للمؤسسة. أي أن التأثير التشغيلي هو نسبة التغيير في أرباح المؤسسة قبل الفوائد والضرائب إلى التغيير في حجم المبيعات بالنسبة المئوية. (Chukwuma, Celestine, & Nkechinyere, 2023, p. 166)

الرفع التشغيلي هو: "عبارة عن مدى أو نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام التكاليف الثابتة في العمليات". (ع. ا. عامر, 2015, p. 269)

الرفع التشغيلي هو قدرة المؤسسة على زيادة تأثير التغيرات في حجم المبيعات على الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) من خلال استخدام التكاليف التشغيلية الثابتة. باستخدام الرفع التشغيلي يُتوقع أن تؤدي التغيرات في المبيعات إلى تغيير أكبر في EBIT، مما يؤدي أيضا إلى زيادة في أرباح المؤسسة. يُقال أن الرفع التشغيلي يمكن أن يؤثر على الربحية لأنه إذا كانت لدى المؤسسة تكاليف تشغيلية كبيرة، فإن ذلك قد يقلل من الربحية المتوقعة، ولكن إذا كانت الأرباح تتجاوز تكاليف التشغيل أو التكاليف الثابتة، فإن ذلك قد يزيد من الربحية. حتى زيادة طفيفة في المبيعات يمكن أن تؤدي إلى زيادة كبيرة في الأرباح. على الجانب الآخر، إذا كانت لدى المؤسسة رافعة تشغيلية صغيرة، فإن ذلك قد يؤدي إلى تأثير سلبي يتمثل في انخفاض المبيعات على الأرباح الصافية. (Putra & Kadang, 2020, p. 97)

الرفع التشغيلي يشير إلى ظاهرة تغيير معدل الربح بشكل أكبر من معدل تغيير إيرادات المبيعات بسبب وجود التكاليف الثابتة. ووفقا لمبدأ الرفع التشغيلي عندما تكون هناك تغيرات صغيرة في إنتاج وحجم المبيعات ستكون هناك تغيرات كبيرة في الأرباح. نسبة التكلفة الثابتة لمؤسسة ذات رافعة تشغيلية منخفضة نسبيا منخفضة، فعندما تنخفض الإيرادات تنخفض الأرباح ببطء أكبر مع الإيرادات. المؤسسات ذات رفع التشغيلي العالي لديها تكاليف ثابتة عالية، ونفس درجة التغيير في الإيرادات ستؤدي إلى تقلبات أرباح أكبر. (Tan, Zhang, & Zeng, 2023, p. 2)

وأيا الرفع التشغيلي "يعمل على قياس تأثير دخل التشغيلي للمؤسسة للتغيير في مبيعاتها نتيجة لوجود تكاليف تشغيلية ثابتة، فالرفع التشغيلي يعتبر سلاح ذو حدين، فزيادة مبيعات المؤسسة بمقدار بسيط تعمل على زيادة الأرباح التشغيلية بشكل كبير. وانخفاض المبيعات بمقدار بسيط يؤدي إلى انخفاض كبير في الأرباح التشغيلية، وذلك نتيجة لاستخدام كبير المؤسسة للتكاليف التشغيلية الثابتة (التكاليف التي تترتب على مزاوله المؤسسة لعملياتها المعهودة)". (العمارة & التهموني, 2012, p. 27)

استخلاصا لما سبق القول الرفع التشغيلي هو قدرة المؤسسة على استخدام نفقاتها الثابتة لتوليد عوائد أفضل، أي تضخيم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف التشغيلية الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة. فالمؤسسات ذات الرفع التشغيلي المنخفض تستفيد من فوائد تقليل التكاليف بسرعة عندما تنخفض الطلب، بينما

تكون المؤسسات ذات الرفع التشغيلي العالي غير قادرة على تقليل التكاليف بسرعة مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح. وبالتالي يؤثر الرفع التشغيلي على العديد من جوانب أعمال وأنشطة المؤسسة.

2. عتبة المردودية (نقطة التعادل): للإلمام بمفهوم الرفع التشغيلي يتطلب بالضرورة الانتباه إلى مفهوم عتبة المردودية، حيثُ ستُستخدم تحليل العتبة المردودية أو ما يُعرف أيضا برقم الأعمال الحرج بواسطة المؤسسات لتحديد المستوى الأدنى من النشاط الذي يجب تحقيقه لتغطية جميع التكاليف التشغيلية. كما يُستخدم أيضا لتقدير الربحية عند مستويات مبيعات مختلفة فعند تحقيق هذه النقطة يصبح الربح معدوما. (حداد, 2010, p. 264)

وبعبارة أخرى نقطة تمثل التعادل المستوى الذي يصبح فيه النشاط الاقتصادي للمؤسسة متوازنا تماما، وهذا يعني أن إيرادات المؤسسة الإجمالية تكون متساوية تماما لتكاليفها التشغيلية الكلية. بمعنى آخر تصبح المساهمة الحدية عند هذا المستوى متساوية تماما للتكاليف الثابتة، وبالتالي يصبح الربح التشغيلي في هذه النقطة يساوي الصفر (مطر, 2003, p. 203). ويمكن استخراج المعادلة الجبرية لعتبة المردودية وفق العمليات التالية (العلوي, 2016, p. 109):

$$\begin{aligned} RE &= (Pv \times Qv) - (CVu \times Qv) - CF \\ RE &= Qv \times (Pv - CVu) - CF \\ \text{عند نقطة التعادل } RE &= 0, \text{ أي:} \\ Qv \times (Pv - CVu) - CF &= 0 \\ Qv &= \frac{CF}{Pv - CVu} \end{aligned}$$

حيث: RE: صافي الربح قبل الفوائد والضرائب؛ Pv: سعر بيع الوحدة الواحدة؛ Qv: المبيعات بالوحدات؛ CVu: التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة؛ CF: التكاليف الثابتة.

الفرع الثاني: درجة الرفع التشغيلي

يمكن تعريف درجة الرفع التشغيلي بأنها "النسبة المئوية للتغيير في الدخل التشغيلي الناتج عن نسبة مئوية للتغيير في عدد الوحدات المباعة، ويعرف الدخل التشغيلي هنا بأنه الربح قبل الفائدة والضريبة" (الحنوي & سلطان, 2001, p. 125). أي مدى حساسية الربح التشغيلي للتغيير الحادث في المبيعات. ويمكن قياس درجة الرفع التشغيلية وفق الجدول التالي.

الجدول رقم (07): طرق قياس درجة الرفع التشغيلي

المعادلة	الطريقة
<p>تحسب هنا درجة الرفع التشغيلي باستخدام صيغة التغير بالنسبة المئوية لمستويين من المبيعات (Q) والدخل التشغيلي (EBIT) كما يلي:</p> $DOL = \frac{\text{Percentage change in EBIT}\%}{\text{Percentage change in sales}\%} * \frac{EBIT}{Q} = \frac{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}}{\frac{\Delta Q}{Q}}$	<p>درجة الرفع التشغيلي لمستويين من المبيعات</p>
<p>تحسب درجة الرفع التشغيلي هنا بالنسبة لنقطة التعادل الخطية، أي باستخدام المتغيرات المحددة بتحليل التعادل، ثم تطوير المعادلة السابقة لحساب (DOL) عند أية مستوى من المبيعات Q، وذلك وفق المعادلة التالية:</p> $DOL = \frac{Q(P-V)}{Q(P-V)-F} = \frac{TC}{EBIT}$ <p>حيث: V: هي التكلفة المتغيرة للوحدة؛ F: تكاليف التشغيل الثابتة؛ TC: الهامش على التكلفة المتغيرة أو ما يسمى بالمساهمة الكلية.</p>	<p>درجة الرفع التشغيلي عند مستوى محدد من المبيعات (مساهمة الهامش على التكلفة المتغيرة في تغطية التكاليف الثابتة)</p>
<p>إن رقم الأعمال في نقطة التعادل ينتج عنه هامش على تكلفة المتغيرة يغطي التكاليف الثابتة، ويكون بذلك الربح التشغيلي يساوي الصفر، وتحسب درجة الرفع التشغيلي كما يلي:</p> $DOL = \frac{S}{S - S_e}$ <p>حيث: S: رقم الأعمال خارج الرسم؛ S_e: عتبة المردودية.</p>	<p>درجة الرفع التشغيلي انطلاقاً من عتبة المردودية (نقطة التعادل)</p>

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- الحنفي، ع. ا. & قرياقص، ر. ز. (2004). أساسيات التمويل والإدارة المالية. مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع. ص. 402. 403.
- العامري، م. ع. إ. (2007). الإدارة المالية. الأردن: دار المناهج للنشر والتوزيع. ص. 201. 202.

إذن تمثل درجة الرفع التشغيلي أو مقياس الرفع التشغيلي (DOL) كنسبة التغير في ربح العمليات قبل الفوائد والضرائب الناتج عن تغيير في المخرجات (المبيعات) بنسبة واحدة. وبمعنى آخر إذا كانت نتيجة درجة الرفع التشغيلي تساوي 2، فإنه عند زيادة أو انخفاض المبيعات بنسبة 10%، يمكن التنبؤ بزيادة أو انخفاض الربح بنسبة 20%.

الفرع الثالث: مزايا الرافعة التشغيلية

إن الرفع التشغيلي تقيس مدى تأثر الأرباح التشغيلية نتيجة التغير الحادث في قيمة المبيعات، وتتوقف مزايا الرفع التشغيلي على طبيعة الأوضاع الاقتصادية للمؤسسة وللسوق الذي تعمل فيه، فإذا كانت المؤسسة بوضع تنافسي جيد، وتعمل في سوق يسوده ازدهار اقتصادي يسمح للمؤسسة بالتوسع، فإن ارتفاع درجة الرفع التشغيلي ستكون مؤشراً جيداً لأنه تغير بسيط في المبيعات بالزيادة سينتج عنه زيادة كبيرة في مبيعاتها، مما يساعد الإدارة في اتخاذ القرارات في المجال التشغيلي وفي الوصول إلى المزيج التكاليفي الأمثل. بالإضافة إلى أن مفهوم الرفع التشغيلي له مضامين بسياسات تسعير السلعة في المؤسسة، فقد تستطيع المؤسسة التي تتميز بدرجة الرفع التشغيلي مرتفع، وتواجه كساداً في

مبيعاتها أن تخفض السعر قليلا فتزيد من مبيعاتها بحسب مرونة الطلب بالنسبة للسعر وتستفيد من الزيادة الكبيرة في أرباح التشغيل الناتجة عن زيادة المبيعات. (طلال, 2011, p. 14)

الفرع الرابع: الرافعة الكلية

إن تظافر الرفع التشغيلي والرفع المالي ينتج عنه ما يعرف بالرفع المشترك (DCL) أو الرافعة الكلية (DTL)، وتقيس درجة الرفع المشترك درجة استجابة أو حساسية عائد السهم العادي لأي تغير يحدث في المبيعات، أو أنه إمكانية استخدام الكلفة الثابتة (الكلفة التشغيلية والكلفة المالية) لتعظيم أثر التغيرات التي يمكن أن تحصل في المبيعات والإيرادات في حصة السهم الواحد من الربح (EPS). ويمكن تحديد درجة الرافعة الكلية من خلال المعادلة التالية (الراوي & حميد, 2012, p. 315):

$$DTL = DOL \times DFL \quad \text{أو} \quad DFL = \frac{Q(P-AVC)}{Q(P-AVC) TIC-I}$$

يترتب على الرفع التشغيلي تأثيرا مضاعفا على الإيرادات قبل الفائدة والضريبة كنتيجة للتغير في حجم المبيعات، وإذا أدخلنا الرفع المالي في هذه الصورة، فإن التغيرات في الإيرادات قبل الفائدة والضريبة يترتب عليها تأثيرا مضاعفا على إيرادات السهم، وهذا معناه لو استخدمت المؤسسة جرعات كبيرة من كلا من الرفع المالي والتشغيلي، فإن أي تغير في حجم المبيعات ولو كان صغيرا جدا سيؤدي إلى تقلبات كبيرة في إيراد السهم الواحد. (العلي, 2010, p. 197)

يعتمد كل من الرفع التشغيلي والرفع المالي على مبدأ تعزيز الربحية من خلال استغلال صفة الاستقرار في بعض النفقات. في حالة الرفع التشغيلي، زيادة المبيعات بعد نقطة التعادل تؤدي إلى زيادة الأرباح بشكل أكبر نظرا لثبات التكاليف الثابتة التي لا تتغير مع زيادة المبيعات أو عملية الإنتاج على العموم. أما في حالة الرفع المالي، يمكن تحسين الربحية من خلال الاقتراض بتكلفة منخفضة نسبيا واستثمار الأموال المستدانة في أنشطة المؤسسة لتحقيق عوائد تفوق تكلفة الاقتراض، بشرط أن تكون المؤسسة قادرة على تحقيق هذا الهدف. عندما يتم دمج الرفع التشغيلي مع الرفع المالي يمكن أن تؤدي الزيادة في الأرباح الناجمة قبل الضرائب إلى زيادة أكبر في عائد السهم. لذا إذا تم استخدام مزيج من الرفع التشغيلي والرفع المالي (الرافعة الكلية) حتى بشكل محدود، فإن ذلك سيؤدي إلى تغيير هام في عائد الأسهم. (العمارنة & التهموني, 2012, pp. 27, 28)

المطلب الثاني: ماهية المخاطر التشغيلية

المخاطر التشغيلية هي مصطلح يحمل معنى متنوعا، فهي مجموعة من المخاطر التي تؤثر على المؤسسة، وتعد أحد أهم المخاطر التي تهدد المؤسسة وتؤثر على مركزها المالي.

الفرع الأول: مفهوم المخاطر التشغيلية

بشكل عام يشير مصطلح "المخاطر التشغيلية" إلى احتمال وقوع أخطاء، أو احتيال، أو وجود فجوة في الإجراءات أو الأنظمة. إنها واحدة من أكثر المخاطر انتشارا التي تواجهها المؤسسات، تزداد هذه الأخيرة في الحالات التي تتواجد فيها مخاطر إضافية، مثل أثناء عمليات الاندماج أو الاستحواذ، أو في بيئات التداول، أو في المؤسسات ذات التوزيع الجغرافي المتعدد (Horcher, 2005, p. 176). والتعريف الأكثر شيوعا للمخاطر التشغيلية: خطر الخسارة الناتجة عن العمليات الداخلية غير الكافية أو الفاشلة، أو من الأشخاص والأنظمة، أو من الأحداث الخارجية. (Chapelle, 2019, p. 23) وتشير المخاطر التشغيلية إلى المخاطر المرتبطة بالعمليات لمؤسسة ما (Panjer, 2006, p. 3). حيث يمكن أن تؤدي إلى خسائر مباشرة أو غير مباشرة ناتجة عن عدم الكفاءة أو الفشل القابل للتوجيه إلى إجراءات أو أعوان أو أنظمة داخلية أو أحداث خارجية. ينتج هذا المخاطر أساسا عن عدم وجود رقابة داخلية كافية في المؤسسات أو عن سوء الإدارة (Pradier, 2006, p. 46). من خلال تعريف السابق يمكن القول أن المخاطر التشغيلية هي المخاطر المرتبطة بالعمليات والأنشطة الداخلية لمؤسسة ما تتمثل في الخسارة الناتجة عن فشل العمليات الداخلية بسبب عدم وجود رقابة وإدارة فعالة.

فالمخاطر التشغيلية هي المخاطر المتعلقة بالخسارة التي تنتج عن التغيرات غير المتوقعة في البيئة التنافسية، أو الاتجاهات التي تضر بالامتياز و/أو الاقتصاديات التشغيلية للعمل. تشمل هذه المخاطر قضايا الجبهة الأمامية مثل استراتيجية الأعمال، إدارة العملاء، تطوير المنتجات، التسعير والمبيعات، وهي في الأساس المخاطر المتمثلة في أن الإيرادات لن تغطي التكاليف خلال فترة زمنية معينة. المخاطر التشغيلية تتضمن احتمال وجود أخطاء في أي مرحلة من مراحل معاملات المؤسسة بما في ذلك المبيعات والتسعير والوثائق والتأكيد والوفاء. في أي مرحلة من مراحل معالجة المعاملات، تواجه المؤسسة مخاطر يمكن أن تتسبب في خسائر مالية وخسائر عملاء وخسائر في السمعة. على سبيل المثال يمكن أن تؤدي خطأ في التسعير إلى تقليل الربحية، في حين يمكن أن تتسبب مشكلة في الوفاء في إيقاف العملاء عن التعامل مع المؤسسة (Lam, 2014, pp. 241, 246). يوضح هذا التعريف أن المخاطر التشغيلية هي المخاطر التي قد تعرض المؤسسة إلى الخسائر وتهدد ربحيتها نتيجة للتغيرات غير المتوقعة والأخطاء في عمليات وأنشطة المؤسسة، والتي قد تشمل الاستراتيجية، العملاء، المنتجات والمبيعات.

المخاطر التشغيلية تعرف على أنها: "حالة عدم التأكد المتعلقة بقيم معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية في حال استخدام المنشأة للتمويل حقوق الملكية فقط، وذلك بسبب عوامل منها المنافسة، الاختراعات الجديدة، إضرابات العمال، حريق في المصنع الازدهار والكساد الاقتصادي إلخ (النعيمي & آخرون, 2008, p. 439). أي "هي تلك المخاطر الناجمة عن ارتفاع مصاريف التشغيل عن معدلاتها المتوقعة، حيث يؤثر ذلك على صافي الدخل وقيمة المشروع والمخاطر التشغيلية قد تكون ناجمة عن طبيعة القطاع، الطلب على المنتجات، التطور التكنولوجي، مستوى الأسعار والتكاليف" (دريد كامل, 2007, p. 164). وعليه المخاطر التشغيلية هي المخاطر

المتثلة في فقدان أرباح المؤسسة، الناتجة عن انخفاض في الإيرادات الذي لا يمكن تعويضه بانخفاض في التكاليف (Garp, 2011, p. 658). حسب هذه المفاهيم السابقة تتمثل المخاطر التشغيلية المخاطر في خسائر على مستوى الإيرادات المؤسسة، بسبب ارتفاع نفقاتها وتكاليفها عما هو متوقع أو محدد مما قد يؤثر بشكل سلبي على صافي الدخل وقيمة المؤسسة. وتنشأ هذه المخاطر نتيجة جملة من العوامل والأحداث غير المتوقعة المتنوعة مثل: المنافسة، سياسات التسعير، طلب على المنتجات، المبيعات وأخيرا التقدم التكنولوجي.

أو بعبارة أخرى المخاطر التشغيلية "تمثل أثر التقلب في حجم الطلب والعرض على الدخل قبل الفوائد، الضرائب جراء التقلب في السعر وكمية البيع، ويتم قياس المخاطر التشغيلية بمعدل التغيير في الأرباح قبل الفوائد والضريبة، وارتفاعها الشديد قد يؤدي إلى الإفلاس نتيجة لعدم قدرة منظمة الأعمال على التشغيل الاقتصادي، أي أن تفوق تكلفة التشغيل الفعلية للإيرادات المحققة" (الشوارة, 2013, p. 234). فالمخاطر التشغيلية تعبر عن المخاطر الكلاسيكية في عالم الأعمال، مثل عدم اليقين حيال الطلب على المنتجات، أو السعر الذي يمكن أن يتم فرضه على تلك المنتجات، أو تكلفة إنتاج وتوصيل المنتجات. المخاطر التشغيلية تتأثر بعوامل مثل جودة استراتيجية المؤسسة و/أو سمعتها، بالإضافة إلى عوامل أخرى (Crouhy, Galai, & Mark, 2014, pp. 36, 37). استنادا لهذا التعريف المخاطر التشغيلية هي المخاطر التي تنشأ من تقلبات وحالات عدم التأكد في العمليات التشغيلية للمؤسسة والتي يمكن أن تؤثر على أرباحها التشغيلية بشكل مباشر. وتشمل هذه المخاطر التقلب في: الطلب والعرض، سعر وحجم المبيعات، تكاليف العملية الانتاجية.... إلخ.

يقصد بالمخاطر التشغيلية: "تذبذب ربح العمليات لأسباب تتعلق بطبيعة أو ظروف النشاط الذي تمارسه للمؤسسة (هندي, 1998, p. 177)، أي ما يحدثه التقلب العشوائي في رقم الأعمال من تأثير سلبي على مختلف معايير المردودية في المؤسسة، المتمثلة في نتيجة الاستغلال أو المردودية الاقتصادية" (بن ساسي & قريشي, 2011, p. 455). من خلال ما سبق تشير المخاطر التشغيلية للتذبذبات الحاصلة على مستوى الدخل التشغيلي للمؤسسة نتيجة التقلبات الحاصلة على مستوى مبيعاتها وسيرورة أنشطتها اليومية، وهذا ما يترجم على مستوى فعالية مردوديتها.

بناء على ما سبق نستنتج أن المخاطر التشغيلية تمثل عدم اليقين أو الأحداث غير المتوقعة التي تواجهها المؤسسة أثناء أداء أنشطتها التجارية اليومية وللإجراءات المختلفة، فهي تلخص العوامل غير المؤكدة والمخاطر التي تواجه المؤسسة عند محاولتها القيام بأنشطتها التجارية اليومية في مجال أو صناعة معينة. فالمخاطر التشغيلية تركز على كيفية تنفيذ الأمور داخل منظمة وليس بالضرورة على ما يتم إنتاجه أو ما هو متحذر في صناعة معينة. هذه المخاطر غالبا ما ترتبط بالقرارات الأنشطة المتعلقة بكيفية عمل المنظمة وما تعتبره أولوياتها، حيث يمكن أن تؤدي هذه المخاطر إلى الفشل أو تقليل الإنتاج أو زيادة التكاليف الإجمالية مما التجارية يؤثر على قدرة المؤسسة على العمل بشكل صحيح وتحقيق النجاح المالي. إذن المخاطر التشغيلية تشير إلى احتمال وقوع الخسارة مالية مباشرة أو غير

مباشرة وتقلب في العوائد وإيرادات التي تواجه المؤسسة عند محاولتها القيام بأنشطتها اليومية، وعليه يمكن أيضا تصنيف المخاطرة التشغيلية على أنها نوع من المخاطر غير النظامية المتنوعة، والتي تكون فريدة لمؤسسة معينة أو صناعة محددة. تجدر الإشارة أن مصادر المخاطر التشغيلية تعد أيضا مدخلات في عملية إنتاج المؤسسة الاقتصادية، التي تنتج منتجات أو خدمات. إذا كانت هذه المدخلات تعمل بشكل جيد، فإن جودة المنتج النهائي أو الخدمة عادة ما تكون أفضل ما يمكن للمؤسسة تقديمه. إذا كانت أي من هذه المدخلات تقوم بأداء غير كاف، أي أنها تشكل مخطر تشغيلي، فإن جودة المنتج النهائي أو الخدمة من المرجح أن تتأثر مما قد يؤدي في المقابل إلى تلف سمعة المؤسسة وربحياتها، وبالتالي يضعف توجهها على المدى الطويل. فالطبيعة الديناميكية للمخاطر التشغيلية تثير تحديات أخرى أيضا لأن المخاطر التشغيلية تشمل الأنشطة التي فشلت أو كانت غير كافية، عندما تُدخل مؤسسة نظاما جديدا لمنتج أو خدمة جديدة، فإنها تُدخل أيضا مخاطر تشغيلية جديدة محتملة مرتبطة بهذا النظام الجديد. إذا تركت دون تصحيح فإن ما قد يبدأ كخسائر صغيرة مرتبطة بهذا المنتج أو الخدمة يمكن أن يتراكم ويؤدي إلى خسائر كبيرة أو حتى كارثية (Robertson, 2016, pp. 2, 9) وعليه يمكن للمخاطر التشغيلية أن تجعل المؤسسة تبدو وكأنها غير مجهزة تماما لمنع أو التعامل مع عملياتها اليومية أو نقص التحكم. وهذا بدوره يمكن أن يؤدي إلى تلف ضخم لسمعة المؤسسة، ومن المؤكد أن يؤثر على علاقات العملاء وكذلك الشراكات الحالية والمستقبلية. وعلاوة على ذلك قد يؤدي أيضا إلى التأثير بشكل سلبي على تعاملها مع أسواق رأس المال، على سبيل المثال قد يصبح الدين أكثر تكلفة للحصول عليه، وقد يخفض سوق الأسهم تقييم أسهم المؤسسة إذا لم تكن قادرة على تحديد مخاطرها التشغيلية بفعالية. (Lam, 2014, p. 339).

الفرع الثاني: طرق تقييم المخاطر التشغيلية

تفاوت الأساليب المستخدمة لحساب المخاطر التشغيلية في المؤسسات الاقتصادية بناءً على العديد من العوامل، مثل نوع النشاط الاقتصادي، حجم المؤسسة، والتنظيمات واللوائح القائمة في القطاع. تشمل هذه الأساليب تحليل الحوادث والخسائر وتقييم الأثر المالي، وعليه يمكن تقييم المخطر التشغيلي بعدة طرق منها: التقييم من خلال تشتت نتيجة الاستغلال؛ التقييم من خلال تشتت المردودية الاقتصادية؛ التقييم من خلال تشتت الرافعة التشغيلية.

1. التقييم من خلال تشتت نتيجة الاستغلال: الانحراف المعياري هو تقدير لدرجة تشتت البيانات حول وسطها الحسابي، وكلما زادت درجة التشتت كلما ارتفعت مستويات المخاطر (علاقة طردية)، ويمكن استعمال الانحراف المعياري لتقييم المخاطر التشغيلية، فكلما كان تشتت نتيجة الاستغلال كبيرا كلما دل ذلك عن ارتفاع المخطر التشغيلي، ويمكن حساب الانحراف المعياري انطلاق من تشتت نتيجة الاستغلال، ويتم التعبير عن نتيجة الاستغلال بدلالة التكاليف الثابتة والهامش على التكاليف المتغيرة وفق العلاقة التالية كما يلي (بن ساسي & قريشي, 2011, p. 456; عطية, 2015, pp. 39, 40):

$$R_E = \alpha X - CF_e$$

حيث: X: رقم الأعمال خارج الرسم؛ α : معدل الهامش على التكاليف المتغيرة؛ αX : الهامش على التكاليف المتغيرة؛ CF_e : التكاليف الثابتة للاستغلال.

تظهر العلاقة أعلاه أنه كلما زاد معدل الهامش على التكاليف المتغيرة وقلت قيمة التكاليف الثابتة زادت نتيجة الاستغلال، والعكس صحيح. ويمكن حساب تباين نتيجة الاستغلال استناداً إلى تغير تكاليف الإنتاج كالتالي:

$$V(R_E) = \alpha^2 V(X)$$

ويكون الانحراف المعياري الذي يساوي الجذر التربيعي للتباين لنتيجة الاستغلال $V(R_E)$ هو:

$$R_E = \alpha \cdot \Theta_X$$

إن ارتفاع قيمة الانحراف المعياري (يتوقف على معدل الهامش على التكاليف المتغيرة α) يدل على زيادة تشتت نتيجة الاستغلال مما يؤدي لارتفاع المخاطر التشغيلية، وعليه كلما كان الانحراف المعياري أقل، كلما كانت نتيجة الاستغلال أكثر استقراراً، والعكس صحيح.

2. التقييم من خلال تشتت المردودية الاقتصادية: يمكن أيضاً تقييم المخاطر التشغيلية من خلال تشتت المردودية الاقتصادية، والجدول الموالي يوضح خطوات تقييم المخاطر التشغيلية انطلاقاً من تشتت المردودية الاقتصادية (بن ساسي & قريشي, 2011, p. 458):

الجدول رقم (08): خطوات تقييم المخاطر التشغيلية من خلال تشتت المردودية الاقتصادية

المعادلة	الخطوات
$R_e = \frac{RE}{CP+D}$ <p>حيث: R_E: نتيجة الاستغلال؛ CP: الأموال الخاصة؛ D: الديون؛ R_e: المردودية الاقتصادية.</p>	التعبير عن المردودية الاقتصادية
$V(R_e) = (1/(CP + D))^2 V(R_E)$	ويكون تباين المردودية الاقتصادية
$\Theta_{R_e} = \frac{1}{CP+D} \cdot \Theta_{R_E}$	الانحراف المعياري للمردودية الاقتصادية

المصدر: بن ساسي، إ. & قريشي، ي. (2011). التسيير المالي (الإدارة المالية): دروس وتطبيقات. (2 ed). الأردن: دار وائل للنشر والطباعة والتوزيع. ص. 458.

كلما كان الانحراف المعياري للمردودية الاقتصادية كبير كلما ارتفعت مستويات المخاطر التشغيلية في المؤسسة، والعكس صحيح.

3. التقييم من خلال تشتت الرافعة التشغيلية: تعبر الرافعة التشغيلية عن حساسية نتيجة الاستغلال اتجاه التغير في رقم الأعمال خارج الرسم، فكلما ارتفعت قيمة الرافعة التشغيلية كلما عبر ذلك عن ارتفاع المخاطر التشغيلية. ويمكن تقييم المخاطر التشغيلية من خلال الرافعة التشغيلية حيث تحسب قيمتها كما يلي: (بن ساسي & قريشي, 2011, pp. 458, 459)

الرافعة التشغيلية = نسبة التغير في نتيجة الاستغلال / نسبة التغير في رقم الأعمال خارج الرسم

$$L_E = \frac{\Delta RE/RE}{\Delta CA/CA}$$

توضح العلاقة أعلاه أن المخاطر التشغيلية يرتفع كلما كان رقم الأعمال قريبا من النقطة الميتة للاستغلال (عتبة المردودية)، إذن كلما تغير رقم الأعمال بوحدة واحدة، يؤدي ذلك إلى تغيير نتيجة الاستغلال بمقدار الرافعة التشغيلية، بالتالي كلما كانت قيمة الرافعة التشغيلية كبيرة، كلما زادت المخاطر التشغيلية.

المطلب الثالث: الهيكل المالي والمخاطر التشغيلية في المؤسسة الاقتصادية

مستوى المخاطر التشغيلية لا تتأثر بقرارات المؤسسة فقط ولكن أيضا بما يحدث في صناعتها، والاقتصاد، وقدرتها على الاقتراض بمزيد من الأموال وتوفير الاحتياجات التمويلية في الوقت والتكلفة المناسبة، أي تتأثر بتشكيلة هيكلها المالي أيضا. فالبحث في العلاقة بين هيكل المالي والمخاطر التشغيلية في المؤسسات يقدم نتائج متضاربة وغير محددة. تشير الأدبيات النظرية إلى أن العلاقة بين التغيرات في الهيكل المالي والمخاطر التشغيلية تتأثر بالفترة الزمنية المدروسة والظروف البيئية والتشكيلة التمويلية المنتهجة من قبل المؤسسة (التمويل الممتك، الاستدانة)، وعلية في هذا المطلب سنتعرض للعوامل المؤثرة في المخاطر التشغيلية، والعلاقة المختلفة بين الهيكل المالي وهذه المخاطر.

الفرع الأول: العوامل المؤثرة في المخاطر التشغيلية

تتألف المخاطر التشغيلية للمؤسسة الاقتصادية من تقلب دخلها التشغيلي، حيث تتأثر بتقلبات حجم المبيعات والأسعار والتكاليف على مدار دورة الأعمال، وتتأثر أيضا بقوة السوق للمؤسسة واستخدامها للرافعة التشغيلية. المخاطر التشغيلية هي حالة التقلب أو عدم اليقين في دخل المؤسسة التشغيلي، وتوجد أربعة محددات رئيسية للمخطر التشغيلي والتي تساعد في تحديد مدى تأثير المخاطر التشغيلية على التدفق النقدي للمؤسسة، وبالتالي تساعد في تطوير استراتيجيات لإدارة هذه المخاطر، وتحقيق استقرار في الأداء المالي تمثلت أساسا في: المخطر المتعلق بالطلب على مخرجات المؤسسة؛ المخطر المتعلق بمستوى سعر الوحدة من منتجات المؤسسة؛ المخطر المتعلق بالتكاليف المتغير لإنتاج وتسويق منتجات المؤسسة؛ وأخيرا درجة الرافعة التشغيلية (نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف المتغيرة)، المخطر التشغيلي هنا يكون ناتج عن ارتفاع مستوى نقطة التعادل وبالتالي يصعب على المؤسسة تجاوز هذا المستوى من المبيعات مما يزيد من حدة التقلبات في الأرباح. (عباس، 2008، p. 252؛ عطية، 2015، p. 38)

ومن خلال ما سبق نرى أن هناك عدة عوامل تؤثر في المخاطر التشغيلية للمؤسسة تمثلت في (Sharma, p. 1):

✓ **تقلب حجم المبيعات:** المؤسسات والصناعات التي تتقلب مبيعاتها بشكل كبير خلال دورة الأعمال لديها

مخاطر تشغيلية من المؤسسات، والصناعات ذات المبيعات الثابتة نسبياً على مدى دورة الأعمال؛

✓ **تقلب أسعار البيع:** في بعض الصناعات تكون الأسعار ثابتة من عام إلى آخر، أو يمكن للمؤسسة زيادة

الأسعار بانتظام مع مرور الوقت، وهذا صحيح للعديد من المنتجات الاستهلاكية. على العكس في بعض

الصناعات يكون استقرار لأسعار أقل تيقنا. عموما كلما كانت الصناعة تنافسية من ناحية الأسعار زادت المخاطر التشغيلية للمؤسسات في تلك الصناعة؛

✓ **تقلب التكاليف:** كلما كانت تكاليف المدخل المستخدمة في إنتاج إخراج مؤسسة أكثر تقلبا زادت المخاطر التشغيلية للمؤسسة؛

✓ **وجود السلطة في السوق:** تشير السلطة في السوق إلى قدرة المؤسسة على تحديد كمية و/أو سعر المنتج أو الخدمة بشكل فردي. تأتي سلطة السوق للمؤسسة عادةً من سيطرتها على نسبة كبيرة من السوق؛

✓ **مدى التنوع في المنتجات:** بشكل عام كلما كانت خطوط منتجات المؤسسة أكثر تنوعا كانت مخاطر تشغيلية أقل احتمالا للتقلب؛

✓ **مستوى ومعدل النمو:** المؤسسات النامية بسرعة غالباً ما تواجه تقلبا كبيرا في أرباحها التشغيلية. النمو السريع يسبب العديد من التوترات في عمليات المؤسسة، بحيث يجب بناء منشآت جديدة بشكل متكرر مع خصائص تكلفة التشغيل غير المؤكدة، وتوسيع وتحديث أنظمة التحكم الداخلية، بالإضافة إلى زيادة وتكوين المواهب الإدارية بسرعة، وعموما تتطلب المنتجات الجديدة إنفاقا باهظا على البحث والتطوير. تجتمع هذه العوامل غالباً مما يؤدي إلى تقلب عالٍ في دخل المؤسسة التشغيلي، وبالتالي ترفع في درجة مخاطرها التشغيلية؛

✓ **درجة الرافعة التشغيلية:** تتضمن الرافعة التشغيلية استخدام أصول ذات تكاليف ثابتة، كلما استخدمت المؤسسة الرافعة التشغيلية بشكل أكبر زاد تأثير (EBIT) بشكل أكبر بالتغيرات في المبيعات. وبالتالي إذا كانت المؤسسة تتعرض لتقلب كبير في المبيعات على مدار دورة الأعمال، يمكن تقليل الدخل التشغيلي (انخفاض المخاطر التشغيلية) من خلال تقييد استخدام الأصول ذات التكاليف الثابتة في عملية الإنتاج. وبالمثل إذا كانت مبيعات المؤسسة تميل إلى الاستقرار خلال دورة الأعمال، فإن استخدام نسبة عالية من الأصول ذات التكاليف الثابتة في عملية الإنتاج لن يكون له تأثير كبير على تقلب الدخل التشغيلي (ارتفاع المخاطر التشغيلية).

الفرع الثاني: العلاقة بين الهيكل المالي والمخاطر التشغيلية في المؤسسة الاقتصادية

يلعب هيكل التمويل للمؤسسات دورا حاسما في تحقيق النجاح والاستدامة، ففي الوقت الذي يجذب فيه نمو المؤسسة الفرص والربحية، يترتب على ذلك زيادة في استخدام الديون لاستغلال هذه الفرص، خلال فترات النمو الأسرع تفوق فوائد الدين على التكاليف، وبالتالي تكون المؤسسات على استعداد لقبول تكلفة الدين الأعلى لالتقاط أكبر قدر ممكن من الفرص. من ناحية أخرى خلال فترات الركود تتفوق تكاليف الدين على الفوائد. المؤسسات التي

تعطي الأولوية لبقائها ستحاول التخلص من الدين لتقليل المخاطر، بما أن الظروف الاقتصادية الكلية والجزئية تتغير دائماً مع مرور الوقت، ومع ذلك يجب على المؤسسات النظر بعناية في هذا الأمر، حيث أن هناك مخاطر تشغيلية تترتب على ذلك. بشكل عام يتم تحديد المخاطر التشغيلية للمؤسسة من خلال الاستثمارات التراكمية التي تقوم بها مع مرور الوقت، تحدد هذه الاستثمارات الصناعات التي ستتنافس فيها المؤسسة، مقدار سلطتها في السوق ومدى تكاليفها الثابتة في عملية الإنتاج. وتمتلك المؤسسات في صناعة تصنيع السلع المعمرة وتصنيع السلع الصناعية المخاطر التشغيلية، على العكس ذلك تمتلك المؤسسات في صناعة تصنيع السلع المعمرة وتصنيع السلع الصناعية مستويات أعلى من المخاطر التشغيلية. حيث يمكن للمؤسسة أن تواجه صعوبات تشغيلية (ومالية) بسبب عوامل تؤثر على عملياتها على مستوى الاقتصاد وبسبب قرارات فريدة تتخذها إدارتها. أي تصبح المؤسسات التي تعتمد بشكل كبير على الديون أكثر عرضة للمخاطر التشغيلية عندما تواجه تقلبات في السوق أو تعاني من تراجع في أداءها. لذا يجب عليها تحقيق توازن مناسب بين الديون والموارد الخاصة بها للحفاظ على استدامة أعمالها وتجنب المخاطر التشغيلية الزائدة. (Lauson, 2022, p. 649)

لقد قدم العلماء اهتماماً مكثفاً للقضايا المتعلقة بالهيكل المالي على مدى العقود القليلة الماضية. فالهيكل المالي هو مزيج من الديون وحقوق الملكية بنسبة مناسبة، وهو مطلوب لتشغيل عمليات المؤسسات الروتينية لضمان استمرارها وبقائها، إن اختيار الهيكل المالي يتعلق بقرار تمويل المؤسسة، يُعتبر قرار الهيكل المالي أمراً حرجاً ومعقداً بالنسبة للمؤسسات، لأنه يرتب على تشكيلة الهيكل المالي تأثير كبير على ربحية المؤسسة وعوامل المخاطر التشغيلية أيضاً، ومن المعلوم أن المخاطر التشغيلية تتأثر بتقلبات الأرباح، أي بالأرباح غير مستقرة عندما يكون البيئة غير مؤكدة. فتواجه المؤسسات التي تمتلك تدفقات نقدية أكثر تقلباً مخاطر تشغيلية عالية، وهناك احتمالات كبيرة لعدم قدرتها على دفع ديونها، حيث تستخدم المؤسسات التي تعاني من مخاطر تشغيلية عالية كميات أقل من الديون في هيكلها المالي مقارنة بحقوق الملكية بسبب زيادة المخاطر المالية التي تتعرض لها. لذلك يجب على المؤسسات التي تعمل في بيئة عالية المخاطر تقليل استخدام الديون حتى يمكنها تقليل المخاطر التشغيلية مما سيقلل من المخاطر غير النظامية الأخرى، وهذا يشير إلى أن المخاطر التشغيلية تتناسب عكسياً مع استخدام الديون في الهيكل المالي للمؤسسة. (Alnajjar, 2015, pp. 2, 3)

تشير المخاطر التشغيلية لدرجة التذبذب في ربحية المؤسسة، نتيجة التغير في حجم المبيعات لأسباب ترجع لظروف الصناعة (طبيعة المنتجات أو العملاء) التي تنتمي إليها، أو تعود إلى تغير في تكاليف العمليات لأسباب تتعلق بطبيعة الإنتاج المتبعة (هندي، 1997، p. 365)، وترتبط هذا المخاطر بنسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف المتغيرة وأثر ذلك على تباين التدفقات النقدية كنتيجة لتغير مستويات المبيعات نتيجة لتغير سوق الأعمال من رواج وكساد، فعندما تزداد نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف المتغيرة يرتفع المخطر التشغيلي نتيجة تحمل المؤسسة العبء ثابت كبير قد لا تستطيع الوفاء به إذا انخفضت المبيعات أو حدثت حالة كساد في السوق، ولأن المخطر التشغيلي يعتمد في جزء منه على الوضع الذي تكون عليه التكاليف الثابتة، فإذا كانت هذه الأخيرة مرتفعة زاد المخطر التشغيلي لأن ارتفاعها مع

احتمال انخفاض صافي المبيعات حتى ولو كان صغيرا يمكن أن يتسبب في انخفاض أكبر في صافي الأرباح. وعليه المخاطر التشغيلية ترتبط بحجم الأعمال وتعتمد وبشكل أساسي على القرارات الاستثمارية وهيكل الأصول. بمعنى آخر، يتعلق هذه المخاطر بالهيكل المالي المعتمد من طرف المؤسسة، يعني ذلك أن هذه المخاطر ترتبط أساسا بالاستراتيجية المالية التي تتبعها المؤسسة وكيفية إدارة أصولها والقرارات المتعلقة بالاستثمارات وتمويل العمليات. باختصار يمكن أن تتأثر درجة المخاطر التشغيلية بشكل كبير بالقرارات التي تتخذها المؤسسة بشأن هيكلها المالي، وبالتالي تلعب تلك القرارات دورا حاسما في تحديد مدى تفاعل المؤسسة مع هذا النوع من المخاطر وكيفية تأثيرها على استقرارها المالي، وقدرتها على التكيف مع التغيرات في البيئة التجارية والاقتصادية (حوري، 2006، p. 67). ومن المعروف أن جزءا من الأرباح التشغيلية تمثل عائدا للمصادر التمويلية، ولذلك فإن التقلبات التي تحدث في هذه الأرباح تشكل مخاطر إضافية لتلك المصادر. جميع مقدمي رأس المال للمؤسسة سواء كانوا مساهمين أو مقرضين يتحملون مخاطر التشغيل. وهذا يعني أن هؤلاء الممولين يكونون عرضة لعدم اليقين بشأن عوائد استثماراتهم. من وجهة نظر المقرضين تشمل هذه المخاطر احتمال عدم كفاية الأرباح الصافية لسداد التزامات الديون، مثل دفع الفوائد وسداد رأس المال المستدان. أما بالنسبة للمساهمين فإن تقلبات في الأرباح التشغيلية يمكن أن تؤثر على سعر الأسهم والأرباح الموزعة عليهم. يتضح من هذا السياق أن زيادة مخاطر التشغيل يمكن أن تزيد من مخاطر المالية والإفلاس، ولذا من الأفضل تقليل مستوى الاقتراض في الهيكل المالي لضمان قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها تجاه المقرضين، خاصة في حالة حدوث انخفاض في المبيعات أو زيادة في التكاليف دون زيادة مقابله في أسعار المنتجات أو الخدمات. (هندي، 1998، pp. 127, 128)

عموما ارتفاع المخاطر في المؤسسة يدفع بأصحاب الأموال سواء كانوا ملاكا أو مقرضين للمطالبة بمعدل أعلى للعائد تعويضا لهم عن تلك المخاطر، فكلما ارتفعت درجة المخاطر التشغيلية أدى ذلك إلى زيادة تقلب صافي ربح العمليات الذي يمثل جزءا منه مكافأة أو عائد لأصحاب مصادر التمويل. وعليه فأي انخفاض كبير في عوائد المؤسسة يجعل هذه الأخيرة في وضعية صعبة لتسديد ما عليها من التزامات التجاه المقرضين وأصحاب الأسهم الممتازة مما يؤدي إلى زيادة تقلب ربحية السهم وارتفاع احتمالات إفلاس المؤسسة. يمكن للمؤسسة في هذه الحالة الاستفادة من التمويل ذي الدخل الثابت في هيكل تمويلها، مما قد يمنحها هامش أمان يجعلها قادرة على مواجهة التزاماتها في حال تراجع إيرادات المبيعات أو ارتفاع في التكاليف (مع ثبات العوامل الأخرى). وفي الوقت ذاته قد يرجع التذبذب الحاصل في مستويات المخاطر التشغيلية لتشكيلة هيكل المالي المعتمد من قبل المؤسسة، إذن هيكل التمويل الحالي للمؤسسة يؤثر على قراراتها المالية في المستقبل، في فترات الانتعاش الاقتصادي وزيادة المبيعات قد تكون المخاطر التشغيلية أقل بالمقارنة مع فترات أخرى، مما يشجع المؤسسة على استخدام مصادر تمويل ثابتة أكثر للمزيد من الاستقرار. (شعبان، 2010، p. 98) -بصرف

المؤسسات ذات مستوى عال من المخاطر التشغيلية غالبا ما تتجنب استخدام التمويل الخارجي وتعتمد بشكل أكبر على تمويل المؤسسة الداخلي لمنع التعثر غي تحقيق النتائج المرغوبة، وهذا متوافق مع العديد من النظريات المفسرة للهيكل المالي كنظرية ترتيب الأفضلية التي تقول إن المؤسسات ذات مستوى عال من المخاطر التشغيلية ستقلل من

استخدام التمويل الخارجي في شكل الديون، كلما كانت المخاطر التشغيلية أقل. فالمؤسسة تميل إلى زيادة الديون من أجل أن تحظى بثقة المستثمرين الخارجيين لتقديم الأموال، تجتهد المؤسسات التي تحمل مخاطر تشغيلية عالية صعوبة في الحصول على تمويل خارجي، بناءً على التوضيح أعلاه مع زيادة المخاطر التشغيلية تميل المؤسسات إلى تقليل استخدام الديون، والعكس صحيح عندما تنخفض المخاطر التشغيلية عامة المؤسسة ستقلل من استخدام الديون بسبب مستوى المخاطر التشغيلية، لأن ارتفاع هذه الأخيرة تعني احتمالية عالية لمخطر الإفلاس والمالي أيضا. لذلك يجب على المؤسسات أن تجد وتحدد هيكل مالي الذي يمكنها من تحقيق التوازن بين الديون وحقوق المساهمين. (Melianti & Kontesa, 2022, pp. 318, 321)

بناءً على ما سبق نستنتج أن هناك علاقة تبادلية بين الهيكل المالي ومستوى المخاطر التشغيلية، وهذا يعكس الحاجة إلى تحقيق توازن مناسب لضمان استدامة أعمالها، والهيكل المالي للمؤسسة يمكن أن يؤثر ويتأثر بشكل كبير على المخاطر التشغيلية التي تواجهها. على سبيل المثال إذا قررت المؤسسة الاعتماد بشكل كبير على الديون كجزء كبير من هيكلها المالي فإنها ستكون ملزمة بدفع فائدة على هذه الديون بشكل منتظم، هذا يمكن أن يزيد من عبئها المالي، وبالتالي يمكن أن يزيد من مخاطرها التشغيلية، وإذا لم تكن المؤسسة قادرة على تلبية هذه الالتزامات المالية، فإنها قد تواجه مشاكل تشغيلية خطيرة تؤثر على قدرتها على القيام بأنشطتها الدورية بشكل فعال، مما قد يعرضها إلى تذبذبات على مستوى عوائدها بشكل يؤدي إلى رفع المخاطر ككل بصفة عامة والمخاطر التشغيلية بصفة خاصة، بالإضافة إلى أن تفاقم الوضع يعرض المؤسسة لمشاكل على مستوى سيولتها مما يعرقل سيرورة أعمالها واستمراريتها. على العكس من ذلك إذا اعتمدت المؤسسة بشكل كبير على حقوق المساهمين الخاصة دون الاعتماد بشكل كبير على الديون، فإنها قد تكون أقل عرضة للمخاطر التشغيلية المرتبطة بضغوط قرارات تشكيل هيكلها المالي. لذا يمكن القول أن الهيكل المالي يؤثر على المخاطر التشغيلية للمؤسسة بناءً على الاعتماد على مصادر تمويل معينة، سواء كانت حقوق المساهمين أو الديون، وهذا يعكس توازنا هاما يجب أخذه في الاعتبار عند اتخاذ قرارات تشكيله، وبالتالي تلعب تشكيلية الهيكل المالي دورا في تقليل أو الرفع من درجة المخاطر التشغيلية، وذلك وفقا لاحتياجات وقدرات المؤسسة.

المبحث الرابع

مخاطر الإفلاس في المؤسسة الاقتصادية

تواجه المؤسسات مشاكل مالية نتيجة لضعف في تدفقات النقدية، وهذا يكون بسبب عدم كفاية المبيعات وارتفاع التكاليف التشغيلية. هذا الوضع يجعلها عرضة لمخاطر الإفلاس على وجه الأساس تحدث مخاطر الإفلاس عندما لا تستطيع المؤسسة تلبية التزاماتها المالية كما هو متفق عليها، تلك التزامات يمكن أن تشمل الفوائد وأقساط الديون، المدفوعات على حسابات الدائنين وضرائب الدخل. وعليه تصبح المؤسسة قانونياً في حالة إفلاس إذا كانت قيمة أصولها أقل من قيمة التزاماتها. وفي النهاية تُعتبر المؤسسة مفلسة إذا لم تكن قادرة على سداد ديونها وتقدم بطلب إفلاس. والمستثمرون غالباً يأخذون مخاطر الإفلاس للمؤسسات بعين الاعتبار قبل اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم أو السندات، والمؤسسات التي تحمل مخاطر عالية من الإفلاس قد تجد صعوبة في جذب رؤوس الأموال من المستثمرين أو الدائنين. وسنتناول من خلال هذا المبحث المطالب التالية:

✓ **المطلب الأول:** ماهية مخاطر الإفلاس؛

✓ **المطلب الثاني:** طرق تقييم مخاطر الإفلاس؛

✓ **المطلب الثالث:** العلاقة بين الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس في المؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول: ماهية مخاطر الإفلاس

تواجه المؤسسات في وقت مبكر أو لاحق صعوبات في أعمالها بسبب العوامل المتعلقة ببيئتها والمخاطر التي قد تتعرض لها وتحدد استقرارها، ومن بين هذه المخاطر نجد مخاطر الإفلاس، والتي تعبر عن الوضع الذي لا تمتلك فيه المؤسسة موارد كافية لسداد ديونها الصريحة في لحظة معينة، أي تشير لتدهور حالة المؤسسة إلى درجة لا يمكنها فيها التعامل مع التزاماتها المالية، هنا يمكننا القول أن المؤسسة تتعرض هنا لمخطر الإفلاس. وعادةً ما يتم ربط الإشارات الأولية لمخطر الإفلاس بالتخلف عن الدفع والإهمال أو تقليص توزيع الأرباح. ومع ذلك، فمخاطر الإفلاس التي تواجهها المؤسسات عموماً تعتبر نتيجةً للضغوط الاقتصادية وتراجع أداء هذه المؤسسات وجودة إدارتها الضعيفة. تظهر هذه الظواهر خلال فترة حضانة مميزة بتسلسل من الظروف الاقتصادية السيئة وجودة إدارة ضعيفة ترتكب أخطاءً مكلفة، كما يمكن للدين أن يكون عاملاً مهماً في إحداث التوتر الإيجابي والسلبي، وتجمع تأثيرات معا لتؤثر في العلاقة بين حالة الاقتصاد وأداء المؤسسة. (Salloum & Azoury, 2008, p. 126)

الفرع الأول: مفهوم مخاطر الإفلاس

يشمل مخاطر الإفلاس مجموعة من الأحداث والاحتمالات التي يمكن للمؤسسات تجرئتها من خلال ضغوط مالية قد تؤدي أو لا تؤدي إلى تقديم طلب الإفلاس، حيث يوجد عاملين للضغوطات المالية: الأسباب الداخلية والأسباب الخارجية. فالأسباب الداخلية أو العوامل الباطنة تنطبق على المؤسسات الفردية وتظهر من خلال سوء الإدارة وممارسات إدارة الأرباح والمشاريع غير الربحية، أما العوامل الخارجية فهي عوامل شاملة تؤثر على جميع المؤسسات بشكل نظامي، بما في ذلك مخاطر السوق والتغيرات التنظيمية. (Agustia, Muhammad, & Permatasari, 2020, p. 2)

بشكل عام مخاطر الإفلاس هو عدم قدرة المؤسسة على تلبية التزاماتها الواجبة الدفع، بغض النظر عن حقيقة أنها تأتي من الالتزامات السابقة أو الحالية أو التزامات الاستحقاق الإلزامية (الضرائب)، والمساهمات في الصناديق الاجتماعية). فمخاطر الإفلاس يشير لعدم جدوى المؤسسة على تلبية التزاماتها الناجمة إما عن العمليات الحالية، التي تعتمد استمرارية النشاط على تحقيقها (Bordeianu et al., 2011, p. 250). وذلك نتيجة لزيادة تدهور أداء العمليات بالمؤسسة، وينعكس ذلك في موقف سداد التزاماتها الثابتة المستحقة وزيادة مبالغ القروض طويلة الأجل مقارنة بحقوق ملكية المؤسسة عند مستوى محدد من أداء التشغيل، مما يترتب عليه تدهور المؤسسة ووصولها لمرحلة الإفلاس في حالة عدم المعالجة الفعالة والجدرية لمخاطر الإفلاس (العامي، 2007، p. 40). تشير التعاريف السابقة إلى أن مخاطر الإفلاس هو عدم قدرة المؤسسة على تلبية التزاماتها المالية نتيجة للضغوط المالية الداخلية والخارجية، نتيجة لتراجع وتدهور أداء العمليات من جهة، وارتفاع مستويات القروض طويلة الأجل مقارنة بحقوق من جهة أخرى، ويمكن أن يؤدي تفاقم هذا المخاطر إلى إفلاس المؤسسة، أي توقف نشاط المؤسسة كلياً في حالة لم يتم التعامل معه بشكل فعال.

وتمثل مخاطر الإفلاس في عجز المؤسسة الاقتصادية في تحقيق عائد مناسب على الأموال المستثمرة فيها، وعليه فالمؤسسة تحقق عائداً على الاستثمار أقل من التكلفة المرجحة للأموال المستثمرة فيها، أو يقل عن معدلات الفائدة السائدة في السوق، أو لا يتناسب مع المخاطر المتوقعة لتلك الاستثمارات (الزبيدي، 2002، p. 273). ويتحقق هذا المخاطر عندما لا تستطيع عندها الأصول المتاحة للمؤسسة في مواجهة استحقاقها، حيث تحدد درجة مخاطر الإفلاس بمقارنة آجال استحقاق عناصر الخصوم مع آجال استحقاق عناصر الأصول (بن ساسي & قريشي، 2011، p. 388). انطلاقاً من تعريفين السابقين نجد أن مخاطر الإفلاس ما هو إلا حالة عجز مؤسسة اقتصادية في تحقيق عوائد كافية على استثماراتها لتغطية تكاليفها والالتزامات المالية المستحقة، مما يؤدي إلى عجزها عن سداد التزاماتها المالية بشكل ملائم. كما يقصد بمخاطر الإفلاس عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، نتيجة لعجز المؤسسة على توليد فائض نقدي من خلال النشاط الذي تمارسه بالشكل الكافي لمواجهة أعباء والتزامات هذا النشاط، ومن ثم تخفض قدرتها الذاتية لسداد التزاماتها وتأمين احتياجاتها اليومية من مستلزمات الإنتاج ودفع أجور ومرتبوات العمال وسداد الضرائب وأقساط وفوائد الديون، ويتأكل بالتدرج رأسمالها العامل حتى يصل إلى مرحلة التوقف (عبد المطلب، 2009، p. 19). فهو الحالة التي تكون فيها المؤسسة غير قادرة على سداد الالتزامات المستحقة بالرغم من أن إجمالي

الأصول يفوق إجمالي الخصوم، وتنشأ هذه الحالة عادة نتيجة أزمة سيولة حادة تتعلق بتوليد التدفق النقدي الموجب من نشاطها أو نتيجة ضعف الربحية. ويمكن للمؤسسة تجاوز هذه المرحلة ببيع بعض أصولها لتغطية الالتزامات المستحقة أو إعادة ترتيب الاستثمارات في أصولها، أو الاحتفاظ بنقد عالي أو جدولته بعض الديون حسب امكانياتها للسداد (حفي & قرياقص, 2001, p. 117). وعالية مخطر الإفلاس ما هو إلا عملية ينتج عنها تفاعل العديد من الأسباب والعوامل عبر مراحل طويلة، تنتهي بحدوث الإعسار المالي وعدم القدرة على سداد الالتزامات والحصول على التزامات جديدة، وفقدان التوازن المالي والنقدي والتشغيلي، ومن الناحية العملية هو تلك المرحلة التي تصل فيها المؤسسات إلى العجز عن تسديد التزاماتها قصيرة الأجل، وعدم قدرتها على تحقيق أرباح تشغيلية وعجزها عن تسديد نفقاتها ومصاريفها التشغيلية، الاستثمارية والتمويلية، مما يؤدي إلى حدوث فجوة بين الإيرادات ونفقات التمويل بالشكل الذي يزيد من التعثر وتحمل خسائر متتالية سنة بعد أخرى، مما قد يؤدي بالنهاية إلى إعلان إفلاسها (شطبي, 2019, pp. 64, 65). تظهر تعاريف السابقة أن مخطر الإفلاس يشير إلى فشل (عجز) المؤسسة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل بسبب عجزها على توليد تدفق نقدي كافٍ. نظرا لتعرضها لأزمة سيولة حادة أو ضعف في الربحية، أي نتيجة لتفاعل العديد من العوامل على مراحل طويلة مما يؤدي إلى فقدان التوازن المالي والنقدي والتشغيلي تراكم الخسائر وفقدان التوازن وفي النهاية قد يؤدي إلى إعلان الإفلاس. ويمكن للمؤسسة مواجهة هذا من خلال بيع أصولها، إعادة تنظيم استثماراتها، الاحتفاظ بنقدية كافية، أو جدولته الديون.

وفي الأخير يكمن القول أن مخاطر الإفلاس تعبر عن عجز وعدم قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها المستحقة في تواريخ استحقاقها لعجز الإدارة على تحقيق عائد يتناسب مع أنشطة المؤسسة واستثماراتها، أي عدم تمكن التدفقات النقدية المحققة من نشاط المؤسسة من تغطية مستحقاتها (فوائد، أصل الدين، موردين.....)، مما قد يؤدي بالمؤسسة على إعلان إفلاسها والتنازل عن أصولها لتسديد ما عليها في حالة تفاقم مخطر الإفلاس وعدم معالجته.

الفرع الثاني: مفهوم الإفلاس

قد تعددت المفاهيم المرتبطة بالإفلاس ومخاطره، حيث لم يتم الاتفاق على مفهوم محدد حول مخاطر الإفلاس، ويمكن تعريف الإفلاس من الناحية القانونية بأنه "حالة الإفلاس القضائي التي تتعرض له المؤسسة كنتيجة لتوقفها على سداد ديونها في مواعيد استحقاقها المحددة، ويتم إشهار الإفلاس بحكم من محكمة متخصصة بغرض تصفيتها لتسديد هذه الديون لأصحابها". (الزبيدي, 2011, pp. 108, 109)

يعتبر الإفلاس سلسلة من الأحداث التتابعية تبدأ بتجربة المؤسسات لانخفاض في التدفق النقدي حتى تصبح لديها تدفق نقدي سلبي، ثم تخفيض أرباح الأسهم، تليها تقدم طلب الإفلاس (Agustia, Muhammad, & Permatasari, 2020, p. 2). وعليه الإفلاس عملية قانونية تحدث عندما تكون المؤسسة غير قادرة على تسوية التزاماتها المالية، يتم بيع أصول المؤسسات المالية لسداد الديون للدائنين، مما يؤدي إلى خسائر كبيرة لكل من أصحاب المؤسسة والمستثمرين. لذا من الضروري تطوير استراتيجيات تنبؤ فعالة بالإفلاس في مرحلة مبكرة من أجل تجنب الأزمات المالية. فالأطراف

المهتمة بتحديد استدامة المؤسسة المالية ليس فقط أصحاب المؤسسة والمستثمرين، كذلك مختلف الأفراد والكيانات القانونية يحتاجون إلى معلومات حول الوضع الحقيقي في المؤسسة التي يرتبطون بها، من الموردين والشركاء إلى الموظفين الحاليين والمحتملين. (ARINICHEV et al., 2020, pp. 798, 799)

انطلاقاً مما سبق الإفلاس هو إجراء يُنظم بموجب قانون الإفلاس، يتم استخدامه عندما تكون المؤسسة غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية، واستنفدت جميع الخيارات الأخرى المتاحة لها لمحاولة تصحيح وضعها.

الفرع الثالث: مظاهر مخاطر الإفلاس

يمكن تحديد مجموعة من المظاهر التي تشير إلى تعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس، تمثلت في (رمو & الوار، 2010، pp. 12, 13):

✓ الاختلال في الهيكل المالي للمؤسسة كالاكتفاء المتزايد على الاقتراض، وبشكل خاص الافتراض قصير الأجل والعمل على زيادة الرفع المالي؛

✓ عدم قدرة بعض المؤسسات على مسايرة التطور التقني، وإتباع الوسائل التقليدية في إنجاز مهامها التي قد تتصف بانخفاض كفاءتها وفعاليتها في بعض الأحيان خاصة في ظل ظروف المنافسة الشديدة؛

✓ ضعف الكفاءة المالية والإدارية في إدارة أنشطة المؤسسة، وعدم ملائمة الهيكل التنظيمي؛

✓ ضعف الرقابة على رأس المال العامل، الأمر الذي يؤدي إلى الارتفاع المستمر في بنود البضاعة والمدينين بالنسبة لحجم المبيعات؛

✓ فشل المؤسسة في التعرف على الأنشطة المربحة، والتأخير في دفع مستحقات الموردين على الرغم من تهديداتهم بالتوقف عن تقديم المواد الأولية واتخاذ إجراءات قانونية، والعمل على رفع قضايا على المؤسسة لدى المحاكم المختصة؛

✓ انخفاض المبيعات وتزايد المنافسة على المنتجات المستوردة أو المنتجة محلياً، بالإضافة إلى تدني الربحية وتدهورها لفترات متتالية واحتمال استمرار ذلك في السنوات قادمة؛

✓ التأخر في إعداد الحسابات الختامية، وتقديمها للمصارف.

الفرع الرابع: مراحل تشكل مخاطر الإفلاس

إن مخطر الإفلاس ليس وليد لحظة معينة، ولكنه نتيجة لتراكم مراحل مختلفة تتمثل في الآتي (إبراهيم محمد، 2021، pp. 754, 755):

✓ **مرحلة الحضانة:** تمثل مرحلة نشوء التعثر أي سوء الوضع المالي للمؤسسة: حيث تواجه المؤسسة بين الحين والآخر مشاكل في السيولة نتيجة عدم استغلال الطاقة الإنتاجية وزيادة تكاليف التشغيل، بالإضافة إلى ظهور بعض المؤشرات غير الجيدة مثل التغير في الطلب على منتجات المؤسسة، تزايد النفقات غير المباشرة وشدة

المنافسة التي تتعرض لها، مما يؤثر على قدرة المؤسسة على الحصول على التسهيلات الائتمانية، وبالتالي يجب إيجاد حلول سليمة للخروج من هذه المرحلة؛

✓ **مرحلة الفشل الاقتصادي:** وتتمثل في عدم قدرة المؤسسة على تحقيق عائد اقتصادي يتلائم مع تكلفة الأموال المستثمرة؛

✓ **مرحلة عجز النقدية:** وتتمثل في العجز في رأس المال العامل نتيجة الاعتماد بشكل كبير على الديون، وتدني قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، وعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها؛

✓ **مرحلة التعثر المالي:** وتعني انخفاض قدرة المؤسسة على توليد تدفقات نقدية تكفي لسداد التزاماتها، وتستطيع المؤسسة معالجتها، ولكن تأخذ المعالجة وقتاً طويلاً من الزمن، وتعمل المؤسسة في تعديل السياسات المالية، تغيير الإدارة أو العمل على إصدار أسهم إضافية؛

✓ **مرحلة الإفلاس:** وهي مرحلة تأكيد الإفلاس، وتعتبر هذه المرحلة نقطة حرجة في تعثر المؤسسات، حيث يصبح الفشل محققاً وتنتهي كل محاولات الإدارة للحصول على تمويلات إضافية بسبب تجاوز الالتزامات الكلية؛

✓ **مرحلة التصفية:** وهي إجراء قانوني يتم من خلاله بيع جميع أصول المؤسسة، وإعادة جزء منها إلى المقرضين وغيرهم من أصحاب الحقوق.

المطلب الثاني: طرق تقييم مخاطر الإفلاس

يمكن تحليل مخاطر الإفلاس من خلال عدة جوانب (Bordeianu et al., 2011, p. 250):

✓ تحليل ثابت لمخاطر الإفلاس من خلال الميزانية، يعتمد هذا النهج على عدم المساواة (الأصول الجارية < الديون القصيرة الأجل)، والتي تفسر أن الأصول الجارية كوسيلة نقدية محتملة ليست متناسبة مع الديون القصيرة الأجل كمسؤولية محتملة؛

✓ تحليل وظيفي لمخاطر الإفلاس من خلال الميزانية الوظيفية، يعتمد هذا النهج على افتراض أن الخزنة الصافية سلبية (رأس المال العامل < احتياجات رأس المال العامل)، وأن المؤسسة معرضة لمخطر الإفلاس؛

✓ تحليل مخاطر الإفلاس من خلال طريقة التقييم، تسمح هذه الطريقة بتقدير المخاطر بثلاثة جوانب: تقييم تلخيصي للوضع المالي (التنبؤ) استناداً إلى الأحداث وأداء المؤسسة في الفترات السابقة؛ تقييم موضوعي للوضع المالي من خلال مجموعة من النسب التي تم توظيفها بفعالية للتنبؤ بصعوبات المؤسسة؛ تطوير سلسلة من الملاحظات التي يتم تحديد مخاطر الإفلاس بناءً على الاختبار المقارن لفترة زمنية أطول لسلوك المؤسسات مع أو بدون صعوبات مالية.

الفرع الأول: الأساليب الميدانية لتحديد مخطر الإفلاس

نماذج النوعية (غير كمية) تستند إلى التقييم الداخلي للمؤسسة وتستخدم لتوقع إفلاس وفشل المؤسسات. تُعتبر بدلاً لاستخدام المقاييس المالية فقط، حيث يتم استخدام البيانات النوعية بدلاً من البيانات الكمية في تطوير نماذج لتوقع فشل المؤسسات الاقتصادية. يمكن الوصول إلى هذه البيانات من مصادر مختلفة داخل وخارج المؤسسة، هذا يهدف إلى زيادة دقة النماذج وموثوقيتها. بالإضافة إلى ذلك يمكن استخدام الحكم الموضوعي لزيادة مصداقية النموذج. هذه النماذج تركز على المتغيرات غير الكمية والمحاسبية لتحليل جوانب فشل وإفلاس المؤسسات. ومن أبرز رواد هذا التيار نجد:

1. نموذج Argenti (1976): يُعرف هذا النموذج بنموذج الخطأ الإداري المتعدد أو (A.Score)، حيث يركز على متغيرات وصفية دون كمية وعلى الجوانب المالية والإدارية. فإذا كانت الإدارة ضعيفة في نظره فإن ذلك يترجم بإهمال النظام المحاسبي وعدم الاستجابة للتغيير وارتكاب أخطاء عديدة التوسع في العمل التوسط في مشاريع غير ناجحة، وكذا التوسع في الاعتماد على مصادر التمويل المفترض، وحسب هذا النموذج تمر المؤسسات المتوقعة فشلها إلى ثلاث مراحل قبل الوصول إلى الإفلاس، مع منح كل مرحلة وزناً نسبياً: وجود العيوب (43 نقطة)؛ حدوث الأخطاء (45 نقطة) مما يؤدي ظهور الفشل؛ وظهور الأعراض (12 نقطة). ويُستخدم النموذج لتقويم حالة المؤسسة بناءً على مجموع العلامات الفعلية كالتالي: إذا كان مجموع العلامات أقل من 118، الأداء المالي جيد؛ إذا كان مجموع العلامات بين 18 و135، صعب التنبؤ بحالة الفشل؛ إذا كان مجموع العلامات أكبر من 35، الفشل المالي مرتفع. (الحاج، 2018، p. 139)

2. نموذج Lennox (1999): يعتمد هذا النموذج على مؤشرات غير مالية لتنبؤ بالإفلاس للمؤسسات، وهو مشابه لنموذج Argenti، في هذا السياق تمت دراسة هذا النموذج عام 1999 واستخدامه لتحليل المؤسسات المدرجة في بورصة الأوراق المالية في المملكة المتحدة خلال الفترة من 1987 إلى 1994. النموذج يعتمد على متغيرات تشمل الظروف الاقتصادية العامة، ظروف السوق، معدلات التضخم، التشريعات والقوانين. هذا النموذج يساهم في تحليل وتنبؤ بالإفلاس للمؤسسات باستخدام مؤشرات غير مالية، ويمكن أن يكون للخبراء الماليين دور مهم في تنفيذ هذا النموذج وتقديم توصيات مستندة إليه للمؤسسات والمستثمرين، أي الباحث Lennox قد قام بتطوير نموذج لتنبؤ بمخطر الإفلاس استناداً إلى مؤشرات غير مالية. هذا النموذج يشمل العديد من المعايير التي تمكن من التمييز بين المؤسسات الناجحة والمؤسسات التي قد تواجه المخطر الإفلاس. من بين هذه المعايير (Lennox, 1999, pp. 757-778) (طبيب، 2017، p. 87):

✓ **الظروف الاقتصادية العامة:** يتم تقدير قدرة النموذج على التنبؤ بالإفلاس عندما يتم تضمين مؤشرات غير مالية تعكس تأثير الظروف الاقتصادية على المؤسسة، حيث يزداد احتمال الإفلاس عندما تحدث تغييرات سلبية في الاقتصاد؛

✓ **نوع النشاط:** يؤثر نوع النشاط الذي تمارسه المؤسسة على احتمالية الإفلاس، حيث تكون بعض الصناعات أكثر عرضة للفشل من غيرها؛

✓ **معدل دوران الموظفين:** ارتفاع معدل دوران الموظفين يُعتبر مؤشرا على زيادة احتمالية الإفلاس؛

✓ **حجم مكتب التدقيق:** حجم مكتب التدقيق وجودة الخدمات المهنية التي يقدمها يمكن أن تؤثر على دقة التنبؤ بالإفلاس، حيث يمكن أن يساهم حجم المكتب وجودة الخدمات في توفير مؤشرات دقيقة حول احتمال الإفلاس.

3. أسلوب مراحل إنهيار المؤسسة (Laitine. E. K 1993): هو أحد الأساليب النوعية لتقييم الأداء المالي للمؤسسات والتنبؤ بالمخاطر. يقسم هذا النموذج العمليات المتعلقة بمخطر الإفلاس إلى عدة مراحل، مما يساعد على تحديد تدرج الأداء المالي للمؤسسة. تتضمن هذه المراحل (الشريف، 2005، pp. 120, 121):

✓ **المرحلة الأولى:** هي مرحلة الأداء الجيد أو المتوسط، وتكون عادةً بداية العمليات المرتبطة بالفشل عند نهاية هذه المرحلة؛

✓ **المرحلة الثانية:** تعرف بمرحلة التغيير وتمثل تدهورا جزئيا في أداء المؤسسة. يمكن أن يكون هناك استمرار للتدهور بشكل مستقر أو انخفاض بطيء نحو المرحلة الثالثة؛

✓ **المرحلة الثالثة:** تعرف بمرحلة الانحدار حيث ينخفض الأداء إلى مستوى ضعيف جدا؛

✓ **المرحلة الرابعة:** تمثل العسر المالي أو الفشل المالي الفعلي حيث يكون الأداء في أسوأ حالاته.

كما يقدم النموذج أيضا بعض الحالات الخاصة للفشل المالي، مثل الفشل المزمّن الذي يمتد على سنوات طويلة، والفشل الحاد الذي يكون مفاجئا بعد أداء جيد. هذا النموذج يساعد على فهم تدرج الفشل المالي والتداول مع مخاطره بشكل أفضل.

4. أسلوب 5C's: يرجع الفضل في هذه النماذج إلى البنوك الأمريكية، حيث تعتمد كوسيلة لتحليل البيانات المالية للمؤسسات الاقتصادية المتقدمة بطلبات الاقتراض لاتخاذ قرار منح الائتمان أو العدول عن ذلك، وهي ملخصة في خمسة معايير ممثلة في (الدغيم، الأمين، & انجرو، 2006، pp. 195, 196):

✓ **معيار الشخصية:** يُعتبر سمعة ونزاهة العميل عاملا مهما في قرارات الائتمان. فالسمعة الجيدة تزيد فرص الحصول على الائتمان والدعم المالي؛

✓ **معيار القدرة:** وتعني باختصار قدرة العميل على تحقيق الدخل وبالتالي قدرته على سداد القرض، والالتزام بدفع الفوائد والمصاريف والعمولات؛

✓ معيار رأس المال: يمثل ملاءة العميل المقترض وقدرته على تغطية القرض الممنوح له. يعد هذا المعيار ضمانا إضافيا للمصرف في حالة عدم قدرة العميل على سداد الديون؛

✓ معيار الضمان: أي مجموعة من الأصول التي يقدمها العميل كضمان للحصول على قرض، ولا يجوز للعميل التصرف في الأصل المرهون، ويجوز للمصرف استخدام هذه الأصول في حالة عدم سداد الديون من قبل العميل؛

✓ معيار الظروف المحيطة: يعني بتقييم تأثير الظروف الاقتصادية والقانونية على أداء المؤسسة. ويأخذ أيضا في الاعتبار الظروف الخاصة للمؤسسة مثل حصة السوق، المنافسة ومراحل دورة حياة المنتج، هذه العوامل تؤثر على نجاح المؤسسة.

5. أسلوب (LAPP (BENZ 1979): هذا الأسلوب يعتبر أكثر واقعية نظرا لاحتوائه على مؤشرات تقنية ونوعية مهمة، ويمكن استخدامه بشكل فعال في دراسة المؤسسات وتحقيق الأهداف المالية، ويستند إلى أربعة معايير رئيسية لتقييم مخاطر الإفلاس للمؤسسة (شرون، 2012، pp. 87, 88):

✓ معيار السيولة: يركز على قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها القصيرة الأجل عند استحقاقها؛

✓ معيار النشاط: يرتبط بمستوى المبيعات ومدى توجيهها لزيادة تمويل المؤسسة، سواء من خلال الديون أو حقوق الملكية؛

✓ معيار الربحية: يركز على مدى تحقيق الأرباح التي تشكل أساس الهيكل المالي للمؤسسة؛

✓ معيار الإمكانيات: يتناول قدرة المؤسسة على تحقيق نجاح مستقبلي عبر تقييم إمكانياتها الذاتية.

6. نموذج نقاط المخاطرة: أسلوب يُستخدم لتقييم الأداء والوضعية المؤسسية بناءً على معايير متنوعة تتضمن جوانب نوعية وكمية. تتضمن هذه العملية تخصيص نقاط تقييم لكل معيار، حيث يُحدد هذا العدد نقطة المؤسسة على أساس تلك المعايير. في النهاية يتم حساب نقطة تقديرية للمؤسسة عن طريق جمع نقاط المعايير المختلفة. يُستخدم هذا النموذج بشكل أساسي في قطاع المؤسسات المصرفية لتقييم وضعية المؤسسة الاقتصادية. واستنادا إلى هذه النقطة التقديرية يمكن اتخاذ القرارات المناسبة. يعتمد هذا النموذج على مبدأ أساسي وهو مدى تعرض المؤسسة للمخاطر، ويساعد في التفريق بين المؤسسات التي تتمتع بقوة واستدامة وتلك التي تعاني من ضعف وعجز. ويمكن إبراز أهم المراحل التي يمر بها تطبيق هذا النموذج فيما يلي (بن يوسف، 2008، pp. 12, 13):

✓ مرحلة اختيار المعايير: تتم بناء على أهمية المعيار في التنبؤ بمخطر الإفلاس وتكلفة المعلومة ومدى توفرها؛

✓ مرحلة سلم التنقيط: يتم وضع سلم تنقيط لكل معيار مختار للدراسة من أجل حساب النقطة النهائية للمؤسسة؛

✓ مرحلة حساب النقطة النهائية: ويتم حسابها وفق العلاقة: النقطة = N مجموع النقاط/عدد المعايير المدروسة؛

✓ مرحلة اتخاذ القرار: تكون قاعدة القرار بعد حساب النقطة نهائية حيث: $X > N$ المؤسسة عاجزة؛ $X \leq N$

المؤسسة سليمة. حيث X : يمثل حدود استفادة المؤسسة من القرض، والتي يتم انشائها أو الحصول عليها بالاعتماد على نقطة المؤسسة ومصفوفة بعض القيم، وبالتالي يمكن أخذ أضعف قيمة أو اختيار تقدير لتلك القيم.

الفرع الثاني: الأساليب الكمية لتحديد مخاطر الإفلاس

تستند النماذج الكمية إلى ضرورة الاعتماد على البيانات الكمية للتنبؤ بالفشل المالي. وتشير هذه النماذج إلى أن البيانات المالية تمتلك قدرة تنبؤية مهمة بمعرفة السمات المالية المناسبة لاتخاذ الإجراءات المناسبة. ولذا تُلاحظ أن معظم النماذج الكمية يعتمدون على دمج النسب المالية المختلفة مع أساليب إحصائية لتعزيز قدرتها التوقعية.

1. الأساليب الإحصائية أحادية البعد لتحديد مخاطر الإفلاس: تهدف هذه النماذج الشائعة للتنبؤ بالإفلاس من خلال محاولة تصنيف أي مؤسسة من المؤسسات العينة إلى إحدى المجموعتين: المؤسسات المعرضة للإفلاس والمؤسسات غير المعرضة للإفلاس، باستخدام النسب المحاسبية المحددة. يمكن تصنيف الدراسات إلى ثلاث فئات وفقاً للأسلوب المستخدم في التصنيف، تستخدم معظم الدراسات أساليب التصنيف الإحصائية مثل التحليل التمييزي الأحادي (Catherine, 2004, p. 134)، ومن أبرز الدراسات التي استخدمت فيها هذا الأسلوب:

1.1 نموذج Beaver (1966): تم بناء هذا النموذج اعتماداً على دراسة قام بها الباحث Beaver سنة 1966، وتعد هذه الدراسة من الدراسات الرائدة في تلك الفترة الزمنية في مجال التنبؤ بالإفلاس باستعمال أسلوب المتغير الوحيد. حيث اختار الباحث عينة عشوائية مؤلفة من 79 مؤسسة فاشلة خلال الفترة (1954-1964)، و79 مؤسسة أخرى قرينة لها غير فاشلة، وذلك لاختبار قدرة مجموعة من النسب المالية على التنبؤ بفشل هذه المؤسسات، وقد قام الباحث بدراسة 30 نسبة مالية اختار منها 6 نسب فقط اعتبرها قادرة على الإفلاس بدقة عالية، وتمثل هذه النسب المالية في: نسبة التدفق النقدي إلى إجمالي الديون؛ نسبة صافي الدخل إلى مجموع الأصول؛ نسبة المديونية إلى مجموع الأصول؛ نسبة صافي رأس المال العامل إلى مجموع الأصول، نسبة السيولة العامة، نسبة السيولة السريعة.

يُظهر نموذج Beaver أداءً مميزاً في التنبؤ بمخاطر الإفلاس في المؤسسات المدروسة قبل حدوثه بما لا يقل عن خمس سنوات. ففي السنوات الخمس السابقة للإفلاس كانت نسبة الخطأ كالتالي: (10%، 18%، 21%، 24%)، و22% على التوالي، مما يُشير هذا الأداء إلى أهمية نموذج Beaver في التنبؤ بمخاطر الإفلاس بشكل ملحوظ، وهذه النتائج تعتبر إحصائياً دالة موثوقة بنسبة 95% (Beaver, 1966, pp. 73-90).

2. الأساليب الإحصائية متعدد الأبعاد لتحديد مخاطر الإفلاس: تم تطوير عدة مقاربات وتقنيات إحصائية خطية وغير خطية للتنبؤ بمخاطر الإفلاس، من بين هذه المقاربات إحصائية خطية نجد: التحليل التمييزي المتعدد (MDA) كبديل للتحليل الإحصائي الأحادي الأبعاد، والانحدار ثنائية الاستجابة مثل التحليل اللوجستي، أسلوب البروبيت والأسلوب الاحتمالي الخطي. ومن جهة أخرى هناك أيضاً أساليب إحصائية غير خطية بارزة، منها نموذج الشبكات

العصبية وأسلوب شجرة القرار. باختصار هذه التقنيات والمقاربات تعتمد على تحليل متعدد الأبعاد والإحصاءات لتقدم تقديرات دقيقة لمخاطر الإفلاس واتخاذ قرارات مالية مصيرية.

1.2. أسلوب التحليل التمييزي (Discriminant Analysis): التحليل التمييزي يهدف إلى تصنيف الفرد في مجموعات متباينة ومتصلة، استناداً إلى عدد من المتغيرات التوضيحية. هدف هذا التحليل هو البحث عن الاختلافات بين هذه المجموعات (Ishmah & Mitakda, 2022, p. 185)، كنهج إحصائي يستخدم التحليل التمييزي لاكتشاف السمات المميزة لعناصر مجموعة واحدة التي تميزها عن العناصر التي تنتمي إلى مجموعة أخرى. بناءً على هذه الخصائص المختلفة، يكون من الممكن بعد ذلك التنبؤ بالمجموعة التي سينتمي إليها عنصر جديد. بعد تكوينه وتطبيقه سيخبرنا هذا الأسلوب بشكل أساسي إذا كانت سمات المؤسسة المختارة للتحليل تشبه أكثر العناصر التي تنتمي إلى المجموعة "A" (المفلسة) أم إلى المجموعة "B" (السليمة) (Peres & Antão, 2017, p. 114). ومن بين المساهمات البارزة والأساسية في تحليل التمييزي المتعدد نجد:

1.1.2. نموذج Altman (1968): يعتبر هذا النموذج من النماذج الهامة المستخدمة في التنبؤ بالعجز والفشل المالي للمؤسسات، حيث طبق Altman دراسته على عينة مكونة من 66 مؤسسة صناعية، منها 33 مؤسسة فاشلة تعرضت للإفلاس و33 مؤسسة ناجحة ومستمرة، حيث غطت دراسته الفترة (1946-1965). تم حساب 22 نسبة مالية بالاستعانة بالتقارير المالية للمؤسسات محل الدراسة، وقد شملت هذه النسب خمسة مجموعات هي نسب السيولة، الربحية، الرفع المالي، الملاءة المالية ونسب النشاط، وباستخدام أسلوب التحليل التمييزي المتعدد توصل الباحث إلى نموذج الذي أحد الشكل التالي (Altman, 1968, pp. 593, 606):

$$Z = 0.012X_1 + 0.014X_2 + 0.033X_3 + 0.006X_4 + 0.999X_5$$

حيث أن: Z: المؤشر الكلي؛ X_1 : صافي رأس المال العامل/إجمالي الأصول؛ X_2 : الأرباح المحتجزة/إجمالي الأصول؛ X_3 : الربح قبل الفوائد والضرائب/إجمالي الأصول؛ X_4 : القيمة السوقية لحقوق المساهمين/القيمة الدفترية لمجموع الديون؛ X_5 : المبيعات/إجمالي الأصول.

بموجب هذا النموذج تصنف المؤسسات محل الدراسة في ثلاثة فئات وفقاً لقدرتها على الاستمرار، وهذه الفئات هي:

✓ فئة المؤسسات الناجحة أو القادرة على الاستمرار، وذلك إذا كان $(Z \geq 2.99)$ ؛

✓ فئة المؤسسات الفاشلة والتي يحتمل إفلاسها، وذلك إذا كان $(Z < 1.81)$ ؛

✓ فئة المؤسسات للمشكوك في ملاءتها المالية، وذلك إذا كانت $(2.99 > Z \geq 1.88)$ ، وتحتاج هذه الفئة إلى

دراسة أكثر تفصيلاً.

2.1.2. نموذج Zeta (1977): تم تطويره سنة 1977 من طرف Robert G. Haldeman et P. Narayanan Altman، تحت تسمية نموذج Zeta، أي ما يعرف بالجيل الثاني ليتناسب مع مؤسسات القطاع الخاص، وذلك بإجراء

دراسة على عينة مكونة 53 مؤسسة فاشلة و58 مؤسسة ناجحة خلال الفترة الممتدة (1969 - 1975) بالاعتماد على أسلوب التحليل التمييزي الخطي وأسلوب التحليل التمييزي التربيعي. وتم تحليل 28 نسبة مالية للبيانات المالية المستخرجة من القوائم المالية لتلك المؤسسات. وكانت النتيجة استبدال القيمة الدفترية للأموال المقترضة بإجمالي الأموال المقترضة بالإضافة إلى تعديل معاملات التمييز حسب الصيغة التالية (Altman, Haldeman, & Narayanan, 1977, pp. 31-54):

$$Z = 0.717X_1 + 0.847X_2 + 3.107X_3 + 0.420X_4 + 0.998X_5$$

حيث أن: Z: المؤشر العام؛ X_1 : رأس المال العامل/مجموع الأصول؛ X_2 : الأرباح المحتجزة/مجموع الأصول؛ X_3 : صافي الربح قبل الفوائد والضريبة/مجموع الأصول؛ X_4 : القيمة السوقية للأسهم/مجموع الأموال المقترضة؛ X_5 : المبيعات/مجموع الأصول. أما معايير تنبؤ النموذج بالفشل المالي، فقد حددت كما يلي:

$$Z \geq 2.9 \quad \checkmark \text{ المؤسسة غير معرضة للفشل المالي؛}$$

$$Z \leq 1.23 \quad \checkmark \text{ المؤسسة في طريقها للفشل المالي؛}$$

$$1.23 < Z < 2.9 \quad \checkmark \text{ من الصعب التنبؤ بالفشل المالي.}$$

3.1.2. نموذج Springate (1978): قام الباحث Gordon Springate بتقدير نموذج يعتمد على أربع نسب مالية مرجحة لقياس الربحية، السيولة والنشاط، من خلال استخدام عينة تضم 20 مؤسسة فاشلة تمت مطابقتها مع 20 مؤسسة غير فاشلة مع تقييد العينة لقطاع التصنيع. وبناء عليه فقد عد الباحث المعادلة التالية معيارا أساسيا للتنبؤ بحالات الإفلاس (Boritz, Kennedy, & Sun, 2007, p. 146):

$$Z = 1.03A + 3.0B + 0.66C + 0.40D$$

حيث أن: Z: المؤشر الكلي؛ A: (الأصول المتداولة - الخصوم المتداولة)/مجموع الأصول؛ B: صافي الربح قبل الفوائد والضرائب/مجموع الأصول؛ C: صافي الأرباح قبل الضرائب/الخصوم المتداولة؛ D: صافي المبيعات/مجموع الأصول. إن قاعدة تصنيف نموذج Springate هي أن المؤسسات تصنف على أنها تتعرض لمخاطر الإفلاس أو في طريقها إلى الفشل إذا كانت قيمة (Z) أقل من أو تساوي 0.862. بمعنى آخر إذا كانت القيمة الناتجة من صيغة النموذج (Z) أقل من 0.862، فإن المؤسسة تُعتبر كمرشحة للفشل والإفلاس وتحتاج إلى تحسين أدائها المالي. يُعتبر الحد الأدنى لـ (Z) الذي يبلغ 0.862 كمؤشر على الفشل المحتمل، بينما إذا زادت قيمة (Z) عن هذا الحد، يُعتبر ذلك مؤشرا إيجابيا على احتمالية نجاح المؤسسة.

4.1.2. نموذج Kida (1980): هدفت الدراسة إلى تحديد قدرة التنبؤ بالإفلاس للمؤسسات من خلال إنشاء نموذج تنبؤي استند إلى طريقة التحليل التمييزي خطوة بخطوة، وذلك باستخدام 20 نسبة مالية وعينة تتألف من 40 مؤسسة، حيث نصفها كان في حالة مالية صعبة والنصف الآخر لم يتعثر ماليا. امتدت هذه الدراسة على فترة زمنية

قصيرة من عام 1974 إلى عام 1975، وأظهرت نتائج هذه الدراسة تطابقاً مع نتائج دراسة ألتمان فيما يتعلق بالنسب التي تمتلك القدرة على التنبؤ بالفشل المالي، وذلك حسب صياغة التالية (Medjoub & Houas, 2020, p. 97):

$$Z = 1.042X_1 + 0.42X_2 - 0.461X_3 - 0.463X_4 + 0.271X_5$$

حيث أن: X_1 : صافي الربح بعد الفائدة والضريبة/مجموع الأصول؛ X_2 : مجموع الخصوم/مجموع حقوق الملكية؛ X_3 : الأصول السائلة/الخصوم المتداولة، X_4 : المبيعات/الأصول؛ X_5 : النقدية / مجموع الأصول. وصلت الدراسة إلى صياغة النموذج الذي يتألف من خمس نسب مالية ذات قدرة تنبؤية كبيرة، وتصل قدرتها التنبؤية إلى 90%. ويتضمن هذا النموذج أيضاً مؤشر الإفلاس (درجة مخطر الإفلاس)، حيث كلما زاد هذا المؤشر زادت نزاهة وضعية المؤسسة المالية، وكلما انخفض زادت احتمالية سقوط المؤسسة في مخطر الإفلاس.

5.1.2. نموذج Fulmer (1984): هو نموذج H-Score الذي تم تطويره بواسطة Fulmer (1984) تم اختياره على مجموعة تتألف من 60 مؤسسة أمريكية، حيث كان هناك 30 مؤسسة ناجحة و30 مؤسسة فاشلة، وكان متوسط الحجم الأصول لهذه المؤسسات حوالي 455 مليون دولار. النموذج يستخدم مجموعة 9 عوامل مع وزن مختلف وغير متساوٍ، كما يشمل النموذج الربحية وبنية رأس المال والسيولة والقدرة على سداد الديون، وقد تم اختيار هذه العوامل والتي تشمل النسب المالية والمعاملات من قبل Fulmer بناءً على نموده المصمم (Ege, Topaloğlu, & Erkol, 2017, pp. 120, 121). تُحسب درجة H بمجموع النسب المالية والعوامل المتعلقة بها وفقاً للمعادلة التالية (Özparlak, 2022, p. 256):

$$H = 5,528R_1 + 0,212R_2 + 0,073R_3 + 1,27R_4 - 0,120R_5 + 2,335R_6 + 0,575R_7 + 1,083R_8 + 0,894R_9 - 6,075$$

حيث أن: R_1 : الأرباح المحتجزة/مجموع الأصول؛ R_2 : المبيعات/مجموع الأصول؛ R_3 : الأرباح قبل الضرائب/حقوق المساهمين؛ R_4 : التدفق النقدي/مجموع الديون؛ R_5 : مجموع الديون/مجموع الأصول؛ R_6 : الربح قبل الفوائد والضرائب/مجموع الأصول؛ R_7 : الأصول الملموسة/مجموع الأصول؛ R_8 : رأس المال العامل/إجمالي الديون؛ R_9 : لوغار يتم الربح قبل الفوائد والضرائب/الفائدة.

وفقاً للنموذج إذا كانت لدى مؤسسة قيمة H-score تقل عن الصفر، فإنها قد تتعرض لمشكلات مالية أو تواجه مخاطر الإفلاس، أما إذا كانت تفوق الصفر فإن تصنيفها يكون ضمن المؤسسات التي هي في وضعية مالية جيدة.

2.2. أسلوب الانحدار اللوجستي (Logit): إن تحليل الانحدار اللوجستي هو نموذج إحصائي ثنائي الاستجابة، يُستخدم للتنبؤ بالاحتمالات لحدوث حدث معين أو عدم حدوثه (المتغير التابع)، من خلال سبب أو مجموعة من الأسباب التي تؤثر عليه وتفسره (المتغيرات المستقلة). يمكن التعبير عن هذا النموذج بأنه يقوم بتفسير العلاقة بين متغير تابع ثنائي الاستجابة ومتغيرات تفسيرية تم تحديدها. يمكن أن يأخذ قيمه بين 0 و 1، مما يجعله مناسباً للتعبير عن الاحتمالات على وقوع حدث معين (فخاري & زيري، 2017، p. 115). ومن بين المساهمات البارزة والأساسية في تحليل الانحدار اللوجستي نجد نموذج Ohlson.

1.2.2. نموذج Ohlson (1988): إن الانحدار اللوجستي هو أسلوب احتمالي لتصنيف المؤسسات بناءً على احتمالية حدوث حالة الفشل باستناد إلى معلوماتها المالية، ومن بين الدراسات الأولى التي استخدمت تحليل اللوجستي كوسيلة للتنبؤ بالفشل يُذكر دراسة Ohlson، حيث استندت هذه الدراسة إلى عينة تضم 105 من المؤسسات المدرجة تعرضت للإفلاس في الفترة من 1970 إلى 1976، بالإضافة إلى عينة تضم 2058 مؤسسة سليمة تم اختيارها عشوائياً. وقد قدم Ohlson نسب مالية معينة تمثل معطيات مالية لتحليل اللوجستي وفق المعادلة التالية (Grice Jr & Dugan, 2003, p. 79) (Hamadi, Mouelhi, & Sayah, 2011, p. 7):

$$Y = -1.32 - 0.407R_1 + 6.03R_2 - 1.43R_3 + 0.0757R_4 - 2.37R_5 - 1.83R_6 + 0.285R_7 - 1.72R_8 - 0.521R_9$$

حيث أن: R_1 : اللوغاريتم الطبيعي للأصول الإجمالية/الناتج المحلي الإجمالي المعدل؛ R_2 : الديون الإجمالية/الأصول الإجمالية؛ R_3 : رأس المال التشغيلي/الأصول الإجمالية؛ R_4 : الديون القصيرة الأجل/الأصول المتداولة؛ R_5 : تأخذ قيمة 1 إذا كانت الديون الإجمالية أكبر من الأصول الإجمالية الفعلية، وتأخذ قيمة 0 في حالة أخرى؛ R_6 : صافي الربح/الأصول الإجمالية؛ R_7 : الأموال المتولدة من العمليات التشغيلية/الديون الإجمالية؛ R_8 : تأخذ قيمة 1 إذا كان صافي الربح أقل من صفر للسنتين الأخيرتين، وتأخذ قيمة 0 في حالة أخرى؛ R_9 : (صافي الربح للسنة t - صافي الربح للسنة $t-1$) / (صافي الربح للسنة t + صافي الربح للسنة $t-1$).

3.2. تحليل البروبيت (analyse probit): هو طريقة لتحليل العلاقة بين العامل المحفز (المتغير المستقل) والاستجابة الكمية (المتغير التابع)، أي نموذج الانحدار ذو الاحتمال الشرطي Probit يعد أحد نماذج الاختيار الثنائي التي يأخذ فيها المتغير التابع القيم الصفر أو الواحد، تتبع دالة توزيع الخطأ فيه القانون الطبيعي المختصر $N(0,1)$. (فخاري & زيري، 2017، p. 118)

1.3.2. نموذج Zmijewski (1984): من بين أبرز الدراسات التي قام بها الباحثين في تحديد مخاطر الإفلاس باستخدام أسلوب تحليل البروبيت نموذج Zmijewski (1984)، حيث استخدم نسب مالية تقيس أداء المؤسسة ومستوى الرفاعة المالية والسيولة لتطوير نموده، ومن الجدير بالذكر أن النسب المالية التي تم استخدامها لم تكن مختارة بناءً على أسس نظرية، وإنما تم اختيارها بناءً على أدائها في دراسات سابقة. واستند النموذج إلى 40 مؤسسة مفلسة و800 مؤسسة صناعية غير مفلسة في الفترة من 1972 إلى 1978. بمعنى آخر النموذج الذي طوره Zmijewski استند إلى نسب مالية معينة ولم يكن لها أساس نظري صلب، هذا يمكن أن يؤدي إلى عدم تأكيد صحة النموذج أو قدرته على التنبؤ بالإفلاس بشكل دقيق، وبالرغم من أن Zmijewski قام بتطوير العديد من النماذج باستخدام عينات مختلفة، إلا أن النموذج القائم على نسبة 800/40 بين المؤسسات المفلسة وغير المفلسة هو الأكثر استخداماً من قبل الباحثين في مجال المحاسبة، وقد استخدم في نموده تحليل بروبيت (analyse probit) لتحديد قيمة معاملات التمييز وإيجاد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع حسب العلاقة الرياضية التالية (Fadrul & Ridawati, 2020, p. 63) (Grice Jr & Dugan, 2003, p. 79):

$$F = -4.803 - 3.599R_1 + 5.406R_2 - 0.1R_3$$

حيث أن: R_1 : أرباح بعد الضرائب/إجمالي الأصول؛ R_2 : الديون الإجمالية/إجمالي الأصول؛ R_3 : الأصول الجارية/الالتزامات الجارية.

إن تطبيق هذا النموذج يحتاج إلى خطوة إضافية مقارنة مع النموذج المقدم من طرف Altman والمتمثلة في ترجيح المتغيرات المستقلة بالوزن 1.8138، حيث أن: $F =$ القيمة التقديرية للنموذج؛ $F_{adjusted} =$ القيمة التقديرية المعدلة للنموذج؛ $P =$ احتمال الإفلاس. لتصبح الصياغة المعدلة وفق العلاقة التالية (مريخي، 2020، p. 81):

$$F_{adjusted} = -8.7117 - 6.5279R_1 + 9.8045R_2 - 0.1814R_3$$

$$P = 1/(1 + e^{F_{adjusted}})$$

القيمة القاطعة (الحد الأدنى) المعتمدة في هذا النموذج هي صفر. وبناءً على ذلك يُتوقع أن المؤسسات التي تمتلك قيمة "P" (المعرفة بمعادلة النموذج) أكبر من أو تساوي صفر ستواجه إفلاساً في المستقبل. وعلى الجانب الآخر يُتوقع أن المؤسسات التي تمتلك قيمة أقل من صفر لن تواجه إفلاساً. إن النتيجة المحتملة لهذا النموذج تتراوح بين الصفر والواحد، وتفسير احتمالية الإفلاس يعتمد على القاعدة الأساسية أنه إذا بلغ احتمالية الإفلاس 0.5 أو أعلى، فإن المؤسسة مهددة بمخاطر الإفلاس ويُحتمل إفلاسها. (Fadrul & Ridawati, 2020, p. 63)

2.4. الشبكات العصبية الصناعية (Architecture of Neural Network): مع نمو مجال علوم الحاسوب والإلكترونيات، افترض أنه يمكن استخدام العمليات الطبيعية للتفكير في تصميم نظام ذكاء اصطناعي. في عام 1943 قام Warren McCulloch and Walter Pitts بنشر ورقة بحثية حول كيفية عمل الخلايا العصبية حيث قدموا مفهوم الذكاء الاصطناعي، حيث عرفوا الشبكات العصبية الاصطناعية (ANN) على أنها نظم مكونة من خلايا عصبية متصلة بشكل كبير يمكنها معالجة البيانات الواردة وتوفير النتائج المطلوبة، أي (ANN) هي نوع من تقنيات النمذجة غير المعلمة يمكن استخدامه لظواهر معقدة حيث يكون المحققون غير معروفين بالوظائف الأساسية. فالعقل الاصطناعي يعمل بنفس الطريقة التي يعمل بها العقل في الدماغ البشري، وعلى هذا الأساس يتم التعرف على الأنماط من خلال المتغيرات المميزة والمتغيرات الإدخال وإشارات التغيير، كما يتم وزن المتغيرات المميزة وفقاً لأولويتها، بالإضافة إلى عملية جمع ومعالجة هذه الإشارات عن طريق وظيفة التنشيط. (Katal & Singh, 2022, p. 23)

المطلب الثالث: العلاقة بين الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس في المؤسسة الاقتصادية

إن الهيكل المالي للمؤسسة يلعب دوراً حاسماً في تحديد مخاطر الإفلاس، حيث يُعتبر الهيكل المالي مؤشراً على مدى توجه المؤسسة نحو استخدام الديون كوسيلة لتمويل أنشطتها ومشروعاتها، وهذا يمكن أن يكون مفيداً عندما تساهم الديون في تعزيز الربحية من خلال توسيع الأنشطة، ولكن هذا الأمر يمكن أن يجعل المؤسسة عرضة لزيادة تكاليف الديون، مما يضعف موقفها أمام الدائنين ويزيد من الإفلاس. عموماً زيادة الديون في هيكل المؤسسة تزيد من مخاطر الإفلاس بعدة طرق. أولاً تزيد من التكاليف الثابتة للمؤسسة بسبب مطلب السداد الدوري للفائدة على الديون، هذا يمكن أن يؤدي إلى تقلبات أكبر في صافي الربح أو أرباح السهم، وبالتالي يزيد من احتمال عدم القدرة

على سداد الديون المستحق أي ارتفاع مخاطر الإفلاس. ثانيا عندما تكون الحالة الاقتصادية الحالية جيدة ويكون التدفق النقدي الناتج من الاستثمارات قويا، فإن تحقيق نسبة الرافعة المالية العالية من قبل المؤسسات (اعتماد المؤسسة بشكل كبير على الديون) يؤدي إلى زيادة كبيرة في مستوى رفاهية المساهمين الحاليين، ومع ذلك في الفترات التي تتقدم فيها الاستقرار الاقتصادي سلبا مقارنة بالسنوات السابقة وتظهر تقلصا نسبيا في التدفقات النقدية، يتسبب في الحفاظ على نسبة الرافعة المالية عالية في تلف المؤسسة ويؤدي إلى انخفاض في رفاهية المساهمين، كما يمكن أن يكون لنسبة الديون العالية تأثير مباشر على توجه الإدارة ومستوى مشاركتها، حيث إذا زادت نسبة الديون بشكل مستمر، فإن الشركاء قد يشعرون بعدم المشاركة في الإدارة وأن التمويل يتم بطريقة تعرض مصالحهم للمخاطر، وهذا يمكن أن يتسبب في صعوبة في جذب المزيد من التمويل عبر الديون، حيث يمكن أن تتضاعف تحديات الحصول على التمويل بزيادة نسبة الديون. وعليه فالمؤسسات التي تحمل مخاطر عالية وقد تواجه صعوبة في سداد ديونها لا ينبغي أن تستفيد بمستوى عالٍ من الرافعة المالية. حقيقة أن الدخل الذي تولده المؤسسات من خلال أنشطتها يتغير من فترة إلى أخرى واحتمالية وجود مشكلات مالية في المؤسسة تمثل مؤشرات للمخاطر الممكنة التي قد تحدث في المؤسسة، فعدم انتظام أرباح المؤسسة يزيد من مخاطر الإفلاس ويمنع المؤسسة من تلبية التزاماتها المفروضة من خلال الاقتراض، في هذه الحالة يقل مستوى الاقتراض للمؤسسة بسبب عدم انتظام الأرباح ويؤدي إلى علاقة سلبية بين الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس.

فالمديرون الذين يتحملون مسؤولية اتخاذ القرارات المالية في المؤسسات يجب أن يكونوا على دراية بأهمية الحفاظ على توازن بين المخاطر الإفلاس وعوامل الربحية، وأن يسعوا دائما لزيادة قيمة المؤسسة. تتحقق هذه الأهداف من خلال اتخاذ القرارات الصحيحة بشأن الهيكل المالي، والتي يجب أن تكون موجهة نحو تحقيق الأهداف ومنع الفشل المالي وبالتالي مخطر الإفلاس. إذا تطلبت الظروف اتخاذ قرار بزيادة مستوى الديون في تركيبة الهيكل المالي، يجب أن يتم ذلك بحذر واعتبارا للآثار المحتملة على مستقبل المؤسسة. فزيادة مستوى مصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة بشكل مفرط يمكن أن يؤدي إلى تدهور الهيكل المالي وزيادة التزامات المؤسسة المالية. إذا لم يتم إدارة هذا الأمر بعناية يمكن أن يؤدي ذلك إلى صعوبات في تلبية الالتزامات المالية وحتى إلى إنهاء الوجود القانوني للمؤسسة. أي إذا كان القرار المالي، بمعنى تشكيلة الهيكل المالي الذي يجب اتخاذه يتطلب مستوى كبيرا من الديون فإن الهيكل المالي للمؤسسة يدخل في عملية تدهور، وبالتالي تواجه المؤسسة صعوبة في تلبية التزاماتها، ويتم إنهاء الوجود القانوني للمؤسسة. على الجانب الآخر يمكن أن تكون القرارات التي تعزز من هيكل رأس المال للمؤسسة وتوفير تمويل بتكلفة أقل فعالة في تقليل مخطر الإفلاس. هذا يمكن أن يشمل تنويع مصادر التمويل والبحث عن فرص للحصول على تمويل بتكلفة منخفضة. بالنهاية يجب أن يكون اتخاذ القرارات بشأن هيكل رأس المال مستندا إلى تحليل دقيق لتأثيرها المحتمل على احتمال الإفلاس في المؤسسة. يجب أن تكون هذه القرارات مستنيرة وموجهة نحو تحقيق التوازن بين المخاطر والربحية، تعزيز استدامة ونجاح المؤسسة في المدى البعيد. (Gökhan & ÖZEN, 2018, pp. 321-324)

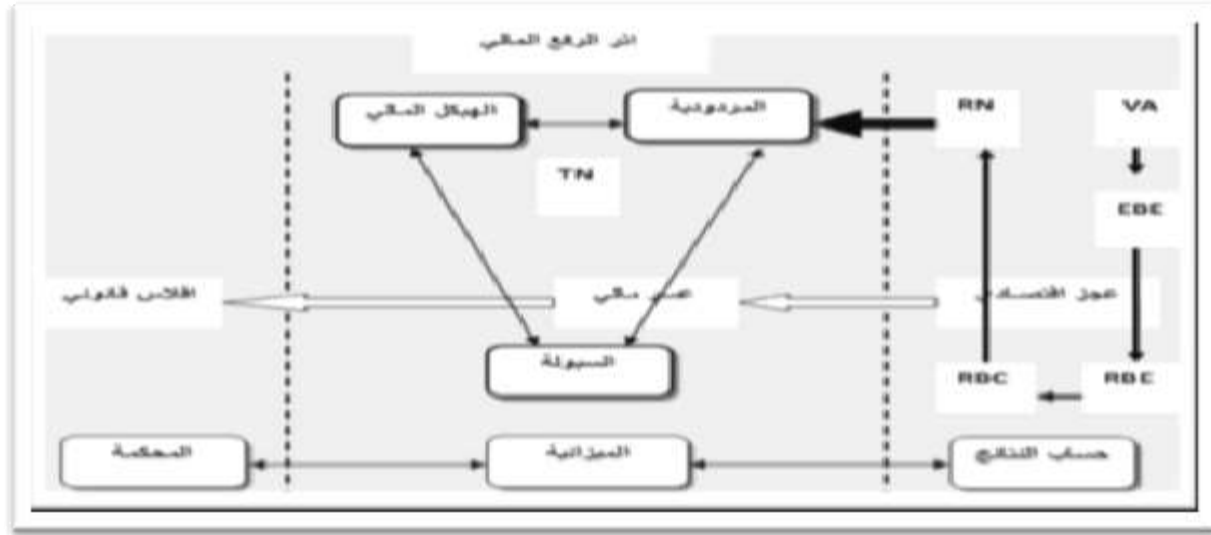
وعليه محظر الإفلاس مرتبطة باستخدام ولجوء المؤسسة إلى تمويل هيكلها المالي بالديون، فالتوسع في استخدام الديون لن يكون له الأثر الإيجابي فقط من خلال أثر الرافعة المالية بل يمكن أن يكون له أثر سلبي كذلك، والمتمثل أساساً في تزايد المخاطر المالية مما يؤدي إلى احتمال توقف المؤسسة عن الدفع لدائنيها، وخاصة عندما تواجه المؤسسة مشاكل في نشاطها الاستغلالي كإفلاس الأرباح نتيجة لزيادة المنافسة أو زيادة التكاليف، وهو ما يؤدي إلى عدم قدرة التدفقات النقدية المحققة على تغطية الديون وفوائدها عند حلول آجال استحقاقها، وهنا تقع المؤسسة في حالة العجز الذي يمكن أن يؤدي إلى إعلان إفلاسها. (بوشوشة, 2016, p. 149)

كما يتم ربط الحصول على تمويل خارجي بالحفاظ الصارم على قدرة السداد، بالتالي يجب أن يكون الربح الصافي على كامل الرأسمال المستثمر (حقوق الملكية + الديون)، وبالنظر إلى استهلاك الرأسمال أعلى بشكل منتظم من أقساط الديون، ومن هذه الشروط يمكن استنتاج نسبة قصوى للديون التي لن تؤثر على القدرة على السداد أي مخاطر الإفلاس. ويتم اشتقاق معدل الإفلاس من نسبة الربح، السيولة في المؤسسة، مدى الديون، معدل الفائدة ومدى استخدام رأس المال. على العكس من ذلك يجب أن يكون المستوى المثلى للاستثمار متناسباً مع مقدار الأموال الخاصة المتاحة، يسمح التمويل الذاتي بنقل مستمر لقيود الديون مما يؤدي أيضاً إلى تقليل مخاطر الإفلاس. ففي حالة الركود يؤدي انخفاض الأسعار وانخفاض أسعار الأسهم معاً إلى انخفاض صافي القيمة للمؤسسات وزيادة حاجات التمويل. ونظراً لأن ضمان القرض أقل جودة سيقوم الدائنون بتقنين الائتمان بشدة. تؤدي هذه العوامل جميعاً إلى زيادة احتمال الإفلاس (وانخفاض الاستثمارات)، بالإضافة إلى ذلك تصبح الضمانات أصعب استرداداً ومع ارتفاع معدل الفائدة مما يجذب المقترضين الذين ينتمون إلى فئة عالية المخاطر إلى سوق الائتمان (Malécot, 1991, p. 212). وللتوضيح أكثر يمكننا القول أن زيادة نسبة الاستدانة إلى أموال الملكية يترتب عليه انخفاض متوسط تكلفة الأموال، وهذا لانخفاض التكلفة الفعلية للأموال المقترضة بفعل الوفورات الضريبية، غير أن تجاوز نسبة الاستدانة لقيمة معينة يصبح محظر الإفلاس ملموساً ويترتب عليه ظهور تكلفة الإفلاس، أي بعبارة أخرى زيادة نسبة الاستدانة أثرتين متضادتين على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، فمن جهة يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال بفعل الوفورات الضريبية المحققة، وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة بالقيمة الحالية للوفورات الضريبية. ومن جهة ثانية تجاوز نسبة الاستدانة نقطة معينة يؤدي إلى ظهور مخاطر الإفلاس وما يصاحبها من تكاليف، وبالتالي زيادة تكلفة الأموال وما يصاحبها من انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس. (زغيب, 2009, p. 166)

وبالتالي هناك علاقة وثيقة بين هيكل الديون ومخاطر الإفلاس المؤسسة، وعلى الإدارة أن تكون حذرة وتقوم بتقدير جيد لمزايا وتكاليف استخدام الديون كوسيلة لتمويل الأنشطة. أي يجب على القادة المسؤولين عن اتخاذ قرارات بشأن الهيكل المالي للمؤسسات الحفاظ على التوازن الأنسب بين عوامل المخاطر والربحية. وبناءً على هذا الوضع فإن النقطة الرئيسية التي يجب مراعاتها في جميع القرارات المتعلقة بالهيكل المالي هي تجنب القرارات التي ستؤدي إلى الفشل المالي، تقليل مخاطر الإفلاس، وتحقيق النجاح المستدام. جزء من المخاطر الإفلاس التي تواجهها المؤسسات ناتج عن

عوامل ينجم عن العوامل التشغيلية مثل أخطاء الإدارة، ارتفاع مستوى الاقتراض، عدم القدرة على الامتثال للتطورات الصناعية، وتدهور الهيكل المالي والتنظيمي للمؤسسات. يمكن أيضا تصنيف التقلبات في التدفق النقدي التي تحدث نتيجة لأنشطة الأعمال، الحجم المرتبط بدورة حياة المؤسسة، التاريخ ومعدل النمو للمؤسسة كعوامل تشغيلية. على الرغم من عدم وجود إمكانية لاتخاذ احتياطات مباشرة لهذه المخاطر الخارجية، يمكن السيطرة على العوامل التي تحدث داخل المؤسسة (Gökhan & ÖZEN, 2018, p. 333). ويكمن توضيح العلاقة من خلال الشكل التالي.

الشكل رقم (19): الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس



المصدر: مريخي، ع. ا. (2020). الإنذار بالفشل المالي للمؤسسات الاقتصادية بتطبيق مقارنة الشبكات العصبية الاصطناعية: حالة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. (دكتوراه)، جامعة الجزائر 3، الجزائر. ص. 19.

الشكل أعلاه يشير إلى دور الهيكل المالي (الاستدانة) في خلق مخاطر الإفلاس، حيث يتألف من ثلاثة عناصر رئيسية: الهيكل المالي، السيولة، والربحية، يعد التوازن بين هذه العوامل جوهريا لتفسير مخاطر الإفلاس. وبالتالي يمكن تلخيص التفسير المالي لمخاطر الإفلاس في ثلاث معايير أساسية: الربحية، الهيكل المالي، السيولة، بالإضافة إلى معيار النشاط. الكفاءة في النشاط يعتبر جوهريا لضمان استمرارية المؤسسة واستقرارها (مريخي، 2020، p. 19). وعليه تتميز المؤسسات التي تعتمد في تمويلها على مزيج بين أموال الملكية والقروض بتعرضها لمخاطر الإفلاس، ويرجع هذا إلى عدم قدرة المؤسسة على دفع الالتزامات المالية في المواعيد المحددة، بعبارة أخرى دخل المؤسسة يقل عن الالتزامات الثابتة لخدمة الديون (هندي، 2000، p. 665). حيث تصنيف القروض ضغوط على المؤسسات، إذ تلتزم هذه الأخيرة بدفع الفوائد والأقساط في تواريخ محددة بغض النظر عن موقفها النقدي، الأمر الذي يؤدي إلى خلق اضطرابات مالية لها تكلفة في تفوق الفوائد المالية التي تعود من وراء الافتراض. (غنيم، 2005، p. 542)

وتجدر الإشارة أن العديد من الباحثين يعتقدون أن تمويل المؤسسات من خلال رأس المال الخاص يمكن أن يقلل بشكل كبير من مخاطر الإفلاس. ذلك لأنه عندما تعتمد المؤسسة على موارد مالية خاصة، فإنها تكون أقل تعرضا

لمشاكل الديون والالتزامات المالية القصيرة الأجل. وفي المقابل الافتراض قد يزيد من مخاطر الإفلاس، ليس فقط بسبب صعوبة سداد الديون، ولكن أيضا بسبب اضطراب المؤسسة إلى اتخاذ قرارات مالية غير مثلى في محاولة لتلبية التزاماتها. كما يزيد هيكل المالي الذي يعتمد على التمويل الديون ذو الأجل القصير من مخاطر عدم تجديد الائتمان، مع زيادة أسعار الفائدة في حال تم تمويلها بأسعار متغيرة. بالمقابل يتبنى التمويل ذو الأجل الطويل الأفضلية في تمويل المشروعات والاستثمارات طويلة المدى مما يقلل من مخاطر الإفلاس في المدى القريب. وفي حالة تجاوز نسبة الديون نسبة مهمة من الميزانية المؤسسة، فإن ذلك يزيد من هشاشتها المالية وتقليل قدرتها على التعامل مع المشكلات المالية التي تنشأ، ويعرض استقرارها للمخاطر خاصة في حال تدهور الأرباح والأداء المالي مما يجعلها أقل قدرة على البقاء في حالة وجود مخاطر الإفلاس. ومن هنا يصبح من الأهمية أخذ الحيطة والحذر في تمويل المؤسسة وإدارة هيكل الديون لتفادي هذه المخاطر ضمان الاستقرار المالي. أي يمكن القول أن ارتفاع مستوى الديون في الهيكل المالي عموما يزيد من احتمالية الإفلاس، فهو عامل لـ "ضغوط مالية" قد يضع المؤسسة في الخطر، في الواقع بغض النظر عن الفرص الاستثمارية المتاحة، يمكن لشركاء المؤسسة بدءاً من مستوى معين من الديون أن يشككوا في استدامتها. وبعبارة أخرى ليس لديهم الثقة بقدرة المؤسسة على الالتزام بالتزاماتها. إذا صعوبات التشغيل وزيادة الديون تؤدي بشكل تلقائي إلى تدهور الأداء وضعف المؤسسة منذ اللحظة التي لم تعد فيها الديون قابلة للسيطرة، تواجه المؤسسة مخطر الإفلاس والدخول في مرحلة التصفية (Ben Jabeur, 2011, pp. 106-108). وبالإضافة إلى أنه يترتب على مخاطر الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف يطلق عليها اسم تكاليف الإفلاس بعضها مباشر والأخر غير مباشر. وتتمثل أساسا في:

التكاليف غير مباشرة: تتمثل في انخفاض أرباح المؤسسة، إما بسبب انخفاض كفاءة التشغيل التي عادة ما تحدث قبيل حدوث الإفلاس، أو بسبب ارتفاع حجم الفوائد نتيجة لزيادة في الأموال المقترضة، أو نتيجة لارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضين (هندي، 1998، p. 247)، بالإضافة إلى تردد الأسواق المالية في إعطاء المؤسسة تمويلا إضافيا، وعندما تتدهور هذه الحالات في المؤسسة يظهر عدد من أنواع التكاليف بدرجات مختلفة للعجز المالي حسب درجة خطورتها، وتشمل في ما يلي (ويستون & بريجهام، 2003، pp. 323, 324):

- ✓ الحصول على الأموال اللازمة بشروط قاسية، ومعدلات مرتفعة بسبب ارتفاع التكاليف؛
- ✓ فقدان العمالة ذات الخبرة، فإذا كان ازدهار المؤسسة غير مناسب فإن الموظفين والمديرين الأكفاء سيبحثون على أماكن أخرى للعمل تكون أكثر ازدهارا، وفقدان معظم الموردين؛
- ✓ فقدان المبيعات نتيجة فقد الثقة من بعض العملاء لاعتقادهم بأن المؤسسة في طريقها للفناء؛
- ✓ عدم القدرة على التمويل تحت أي شرط من الشروط، حتى في ظل وجود مشروعات استثمارية جيدة، نظرا لمخاطرتها العالية وذلك لأن كل الظواهر للمؤسسة غير مرغوبة؛

✓ الحاجة إلى تصفية الاستخدامات الثابتة لمواجهة متطلبات رأس المال العامل يجبر المؤسسة على تخفيض مستوى العمليات.

التكاليف المباشرة: يمكن قياسها بسهولة وتضم كلا من المصاريف الإدارية والقضائية التي تدفعها المؤسسة وهذه التكاليف لا بد منها سواء قامت المؤسسة بهيكله ديوناً أو أفلس. وقد قامت العديد من الدراسات العلمية بقياس التكاليف المباشرة للإفلاس (Altman (1984)، White (1983)، Weiss (1990) وأكدت أن هذه التكاليف المباشرة تمثل حوالي 3% من القيمة السوقية للمؤسسة، وفي دراسة لـ Warner (1977) بين بأن المبلغ المتوسط لهذه التكاليف هو 1% من القيمة السوقية للمؤسسة سبع سنوات قبل إفلاسها، وتزيد هذه النسبة كلما اقتربت أكثر من وضعية الإفلاس حيث تبلغ 25% من القيمة السوقية للمؤسسة ثلاث سنوات قبل إفلاسها، وتنقسم هذه التكاليف إلى: (عطية، 2015، pp. 65-68)

✓ **التكاليف الحقيقية التي تتحملها المؤسسة:** تمثل في كل المصاريف وأتعاب الخدمات الخارجية والداخلية في مقابل عمليات التقييم والمحكمة القضائية؛ وهي: أتعاب المهنيين واستنفار الموظفين؛

✓ **التكاليف الحقيقية التي تؤثر على الدائنين:** هناك تكاليف للإفلاس يتحملها الدائنون (بنوك، أصحاب السندات، الموردون، الدولة...) ناتجة عن وضعية إفلاس المؤسسة منها: أتعاب المهنيين، انخفاض الفعالية التجارية، ضياع حصة السوق والتركيز على المدى القصير.

خلاصة القول تتعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس عندما تتعذر على الامتثال للوعد المقدمة للدائنين أو عندما يصعب تنفيذ هذه الوعود، فمخاطر الإفلاس تنشأ عادة عن نقص في التدفق النقدي اللازم لسداد الالتزامات المديونية، كما تتسبب العديد من الأسباب خاصة الهيكل المالية في وقوع هذه الحالة، على سبيل المثال عندما تفشل المؤسسة في أداء الدفعات المستحقة لأصحاب الديون يمكن أن تجد نفسها في وضع عجز مالي، تكون أحد أسباب الأساسية لهذا الفشل هو تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الذي يمكن أن يؤدي إلى تدهور حالتها المالية، نتيجة للتوترات المالية والاقتصادية المختلفة، في الواقع تعاني العديد من المؤسسات من مخاطر الإفلاس نتيجة لهيكلها المالي غير والذي يسبب تفاقم مجموعة متنوعة من التوترات المالية والاقتصادية. من خلال ما سبق ينشأ مخاطر الإفلاس من خلال:

✓ ضعف الأداء التشغيلي (والذي يمكن أن ينجم عن عوامل مثل الاستحوادات السيئة التنفيذ، وعدم قدرة المؤسسة على التصدي لمنافسيها، أو زيادة عدد المنافسين في نفس السوق)، والذي يمكن أن يزيد من التأثير السلبي للرافعة المالية على احتمالية أداء المؤسسة، والرفع من مخاطر الإفلاس بصورة غير مباشرة، ونقص في البرمجة والتخطيط واتباع استراتيجيات نمو مفرطة بالاعتماد على مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة؛

✓ نقص في التدفق النقدي: عندما يصبح التدفق النقدي غير كافٍ لتغطية الالتزامات المالية الحالية والديون المستحقة، فإن ذلك يزيد من مخاطر الإفلاس؛

✓ صدمة السيولة والتمويل (عندما كان بعض المؤسسات غير قادرة على تجديد الديون المستحقة بسبب نقص السيولة في الأسواق، واختيار تشكيلة هيكل مالي تعتمد على مصادر وطرق تمويل تتنافى مع قدرة المؤسسة واستيعابها)، حيث إذا كان هناك نقص في التمويل الضروري لدعم الأنشطة التشغيلية وسداد الديون، فإن المؤسسة تكون معرضة لمخاطر الإفلاس بشكل كبير؛

✓ هيكل المالي غير مناسب ويحدث عندما يكون هناك توازن غير مناسب بين الديون وحقوق المساهمين في المؤسسة، يمكن أن يؤدي ذلك إلى تصاعد التوترات المالية ومخاطر الإفلاس. مما يؤدي إلى تراجع في الإيرادات، حيث إذا تراجعت إيرادات المؤسسة بشكل حاد دون اتخاذ إجراءات لتكثيف هيكل التكاليف، فإن ذلك يمكن أن يزيد من مخاطر الإفلاس. وعلى العموم للتفادي من مخاطر الإفلاس يتعين على المؤسسات النظر في تحسين هيكل رأس المال وإدارة التدفق النقدي بعناية، وضمان توفير التمويل اللازم للأنشطة التشغيلية وسداد الديون المستحقة؛

✓ اتخاذ قرارات إدارية سيئة، وغالبا ما يكون السبب هو أن المؤسسة قد اقترضت أكثر بكثير مما يمكن لإيراداتها دعمه (زيادة الرافعة المالية)، وخصوصا في السياق المالي الحالي. تحتاج المؤسسة إلى تدفقات نقدية لتوليد ربح لسداد ديونها، وإذا قامت المؤسسة بالمزيد من الاقتراض، فإنها تحتاج إلى توليد أرباح أعلى في البيان الدخل لخدمة الديون، ويجب أن تكون المؤسسة قادرة على توليد أرباح بشكل منتظم للتعامل مع حمل الديون الكبير. غالبا ما يتسبب أزمة المؤسسة في استراتيجيات النمو المفرطة التي يتم تمويلها بشكل رئيسي بالديون قصيرة الأجل. تخفض مثل هذه السيناريوهات المؤسسة من قدرتها على خدمة سداد الديون أي ترفع من تعرضها لمخاطر الإفلاس سواء بضرورة مباشرة أي غير مباشرة، خصوصا في حالة حدوث حدث غير متوقع في تنفيذ عملية النمو، أو تغيير في السياق الاقتصادي؛

✓ زيادة حجم الديون في الهيكل المالي المؤسسة تزيد من نسبة الدين في تكلفة رأس المال الإجمالية للمؤسسة إلى مستوى يتجاوز المثلى، وهذا بدوره يرفع من تكاليف الإفلاس. ببساطة تظهر تكاليف الإفلاس عندما يكون هناك احتمالية أكبر لعجز المؤسسة (ما يعني زيادة مخاطر الإفلاس) في تنفيذ التزاماتها المالية بسبب زيادة تمويلها من خلال الديون بدلا من استخدام الأسهم. ومن أجل تجنب مخاطر الإفلاس يجب على المؤسسات أن تأخذ في اعتبارها تكلفة الإفلاس عند تحديد مقدار الديون التي يجب أن تأخذها، أو حتى ما إذا يجب أن تزيد من مستويات ديونها على الإطلاق. تتفاوت تكاليف الإفلاس اعتمادا على هيكل وحجم المؤسسة، حيث تشمل هذه التكاليف عادةً رسوم التقدم، رسوم القانون والمحاسبة، فقدان رأس المال البشري وخسائر من بيع الأصول.

خلاصة الفصل:

المؤسسات الاقتصادية معرضة باستمرار لمجموعة متنوعة من المخاطر، والتي تؤثر على صحتها المالية، والتي يمكن أن يكون تأثيرها حاسماً مما يتعين على هذه المؤسسات إدراك أهمية إدارة هذه المخاطر لتقليل تأثيرها وتجنب الخسائر الناتجة عنها. فالمخاطر يمكن تعريفها بأنها تهديدات تحمل احتمالاً لحدوث حدث يسبب ضرراً، والذي يتميز إما بالاحتمالية التي تحدث بها أو بشدة تداعياته، وببساطة المخاطر تمثل عدم قدرة المؤسسة على التكيف بفعالية وبتكلفة مناسبة مع التغييرات في البيئة التي تعمل فيها. تأتي المخاطر بأشكال وأسباب متعددة، وهي جزء طبيعي من الحياة الاقتصادية، وترتبط بمصطلحات ومفاهيم متعددة مثل: الحادث، الخطر، عدم اليقين، الضرر، احتمال الربح، وما إلى ذلك. تتأثر تطورات المخاطر بعوامل داخلية وخارجية تزيد أو تقلل من احتمالية وشدة هذه المخاطر، كما تؤثر هذه العوامل على استدامة الأنشطة التي تقوم بها المؤسسات.

فالتعامل مع المخاطر يتطلب التعرف عليها وتصنيفها للحد من تأثيراتها وتفادي الخسائر المحتملة من خلال تقييم تأثيرها على المؤسسة. بناءً على هذا التقييم، يتم اتخاذ إجراءات مناسبة للتعامل مع هذه المخاطر. ومن الجدير بالذكر أنه لا يمكن تحديد مدى المخاطر بدقة، حيث يمكن أن تنتج تأثيرات متنوعة بناءً على الظروف السائدة. كما يمكن قياس نفس نوع المخاطر ووصفه وتحليله بأساليب مختلفة وبهدف متنوع، اعتماداً على التقدير الشخصي للفرد المعني. وبالتالي ستتوجه الخطوات المستقبلية لإدارة المخاطر من قبل المسؤول المباشر للمخاطر، استناداً إلى مستوى الوعي الذي يمتلكه اتجاه هذه المخاطر، وعليه يمكن أن تشمل هذه الإجراءات التخلي عن بعض الأنشطة، واتخاذ تدابير احترازية للتقليل من تأثير الحوادث المحتملة مما يمكن للمؤسسة من الحفاظ على صحتها المالية. وفي الفترة الأخيرة، كان لدى العديد من الخبراء في مجالات التمويل والتحليل المالي وإدارة الأمور المالية قلق كبير بشأن تطوير نماذج لتحليل ومراقبة المخاطر ومكافحتها. حيث تهدف كل مؤسسة إلى قياس الربحية التي تحققها من رأس المال والمخاطر غير النظامية التي تنشأ على مستوى الأصول الاقتصادية ككل، وبالتالي كل مصدر لرأس المال (حقوق الملكية أو الديون طويلة الأجل). وبناءً على ذلك يتعين تقديم وسائل للتنبؤ بتقييم المخاطر غير النظامية، بما في ذلك المخاطر التشغيلية التي تؤثر على أداء المؤسسة وربحياتها. وبالإضافة إلى ذلك تنشأ المخاطر المالية عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل من خلال الاستدانة، بينما تتعلق مخاطر الإفلاس بعدم قدرة المؤسسة على سداد ديونها، مما يمكن أن يؤدي إلى توقف نشاطها وانسحابها من السوق في حالة تفاقها.

الفصل الثالث

أثر الهيكل المالي على المخاطر غير

النظامية في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

بعد عرضنا في الجانب النظري للمفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي والمخاطر غير النظامية، نعمل في هذا الفصل على إسقاط الإطار النظري على أرض الواقع من خلال إجراء دراسة على مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، ولتجسيد ذلك قمنا بعرض نبذة مختصرة عن المؤسسات التي تم اختيارها للدراسة، أين سنتعرف على ظروف اختيارها وبعض خصائصها وطريقة جمع البيانات، بعدها قمنا بتحديد متغيرات الدراسة سواء منها التابعة والمتعلقة بالمخاطر غير النظامية أو المفسرة والمتعلقة بالهيكل المالي، كما سنحاول توضيح الأساليب الإحصائية المعتمدة في معالجة مختلف بيانات الدراسة، حيث يهدف الفصل إلى توضيح الروابط بين تركيبة الهيكل المالي لهذه المؤسسات وتحديات المخاطر غير المتوقعة التي قد تواجهها، ولمعرفة أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية من خلال التسليط الضوء على قطاع الاقتصادي في الجزائر، سيتم عرض الفصل من خلال العناصر الموالية:

✓ **المبحث الأول:** لمحة حول المؤسسات محل الدراسة؛

✓ **المبحث الثاني:** الإطار العام للدراسة التطبيقية؛

✓ **المبحث الثالث:** دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية باستخدام نماذج بيانات

.(Panel)

المبحث الأول

لمحة حول المؤسسات محل الدراسة

تشهد البيئة الاقتصادية في الجزائر تنوعاً وديناميكيات متعددة تشكلت عبر مجموعة متنوعة من القطاعات الاقتصادية، حيث تتسم عموماً المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بتنوعها وتوزيعها عبر مختلف القطاعات الاقتصادية، فتعكس المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تلك التحديات والفرص التي تنشأ من هذا التنوع. في إطار هذا السياق يأتي هذا المبحث ليقدم تمهيداً للتعريف بالمؤسسات محل الدراسة المتمثلة في مجموعة من 17 مؤسسة اقتصادية جزائرية، حيث تتنوع هذه المؤسسات ضمن مجموعة قطاعات مما يعكس التعدد والتنوع في الاقتصاد الجزائري، وتشمل هذه المؤسسات مجموعة من القطاعات كالطاقة، المحروقات، الصناعة، الخدمات وغيرها، كما تشمل مؤسسات الدراسة على مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التابعة للقطاعات العام والخاص، هذا باستثناء المؤسسات المالية مثل البنوك ومؤسسات التأمين، ويرجع هذا لخصوصية الهياكل التمويلية. فمؤسسات الدراسة عموماً تظهر مؤشرات بارزة للظاهرة المدروسة، خاصة بعد مرورها بتجارب متعددة مثل إعادة التأهيل، وتغيير في هيكليتها، وتحديث تكنولوجي، إلى جانب تبني استراتيجيات جديدة. كما تتسم هذه المؤسسات بالقدرة على اختراق الأسواق الدولية، سواءً بهدف التكيف مع تغيرات المحيط أو استغلال إمكانياتها لتعزيز مكانتها التنافسية وتقليل مخاطرها. وقد تم اختيار هذه المؤسسات لإجراء الدراسة التطبيقية بناءً على استناد الباحثة إلى مجموعة من المعايير كتوفر المعلومات والبيانات الضرورية لإجراء الدراسة بشكل فعال. وفي هذا المبحث سيتم استعراض تفاصيل تعريفية لكل مؤسسة مع التركيز على خصائصها الرئيسية والنشاطات التي تقوم بها، وذلك وفقاً للقطاعات الاقتصادية التي تنتمي إليها من خلال المطالب التالية:

✓ **المطلب الأول:** مؤسسات قطاع المحروقات والطاقة والمناجم؛

✓ **المطلب الثاني:** مؤسسات قطاع الصناعة؛

✓ **المطلب الثالث:** مؤسسات قطاع الخدمات والصيدلة.

المطلب الأول: مؤسسات قطاع المحروقات والطاقة والمناجم

يشكل قطاع المحروقات والطاقة والمناجم العمود الفقري للاقتصاد الجزائري سواءً من خلال صادراتها التي تشكل جزءاً هاماً في هيكل الناتج الخام للبلاد، أو عبر الاستهلاك المتزايد داخلياً الذي يتسارع من سنة إلى أخرى، مما يجعله ينافس بفعالية قيمة ما يتم تصديره. نظراً لهذه الأهمية تُولي الدولة أقصى اهتمام لقطاعات الطاقة والمحروقات والمناجم،

وتسعى جاهدة لتطويرها سواء من حيث الاحتياطيات أو الإنتاج. حيث تقوم المؤسسات العاملة في هذه القطاع بعمليات وخدمات استكشاف تسهم في تطوير الاحتياطي المؤكد، وتعتمد هذه العمليات على مهارات عالية وتكنولوجيا متطورة. بالإضافة إلى ذلك يلعب الإطار التشريعي والقانوني دوراً أساسياً في تقدم هذه القطاعات، ونتيجةً لذلك يشهد الإنتاج والاحتياطيات زيادة بشكل يسهم في تعزيز حصة الجزائر في صادراتها إلى الأسواق العالمية.

الفرع الأول: قطاع الطاقة والمحروقات

تُعدُّ الجزائر من الدول الرائدة في مجال الصناعة النفطية على مستوى القارة الإفريقية والعالم العربي، وحتى على الساحة العالمية بشكل عام. فإنها تحمل دوراً أساسياً كمحرك رئيسي لقطاع الطاقة في البلاد، حيث تسهم بشكل كبير في تشكيل الدخل القومي، نتيجة للإيرادات الجبائية والمالية الناتجة عن عمليات التصدير إلى الخارج، والتي تتم عادة بواسطة العملة الصعبة. يعتمد الاقتصاد الجزائري بشكل شبه كلي على الثروة النفطية، حيث تُعد هذه الثروة المصدر الرئيسي للطاقة، وفي الوقت نفسه تُسهم بشكل حاسم في توفير الموارد المالية. ومنذ استقلال البلاد أولت الدولة اهتماماً بالغ الأهمية لهذا القطاع الحساس، حيث قامت بتأميمه، والذي كان يحظى دائماً بحرص كبير من التمويل في مختلف برامج المالية بالمقارنة مع باقي القطاعات.

في عام 2021، شهدت الجزائر زيادة بنسبة 10.5% و 10.6% في إنتاج وتصدير المحروقات على التوالي. لكن في 2022 شهد قطاع المحروقات انكماشاً (0.6%) مع ارتفاع القيمة المضافة إلى 8617.4 مليار دينار بنسبة 75.4%. وارتفعت حصة القطاع في الناتج الداخلي إلى 31.12%، مع تحسّن عائدات صادرات المحروقات إلى 59.5 مليار دولار في عام 2022 بزيادة قدرها حوالي 74.5%، هذا الارتفاع جاء نتيجة ارتفاع أسعار المحروقات، حيث زاد متوسط سعر النفط الخام بنسبة 42.6%، وسعر الغاز الطبيعي ارتفع بنسبة 179%. وعلى الجانب الآخر انخفضت كميات المحروقات المصدرة بنسبة 2.5% في عام 2022، بسبب انخفاض صادرات المحروقات الغازية بنسبة 9.1% على الرغم من زيادة صادرات المحروقات السائلة بنسبة 5.3%. فيما يتعلق بقطاع الطاقة، سجل انخفاضاً طفيفاً في معدل النمو من 7.5% في عام 2021 إلى 6.5% في عام 2022، وبلغ إجمالي الطاقة المنتجة 74007 جيغاواط ساعي. على النقيض من ذلك ارتفعت مبيعات الكهرباء بنسبة 6.6% في عام 2022، وهو معدل نمو مستقر نسبياً مقارنة بالعام السابق. من ناحية أخرى سُجلت زيادة كبيرة في مبيعات الغاز في عام 2022 بنسبة 8.32% مقارنة بـ 6.46% في عام 2021، نتيجة زيادة استهلاك الغاز للضغط المرتفع والمنخفض بنسبة 6.04% و 9.72% على التوالي، وبذلك ارتفعت مبيعات الغاز إلى 194.2 جيغا-حرارية في عام 2021 مقابل 179.3 في عام 2022 (بنك الجزائر، 2022). والجدول الموالي يوضح مساهمة قطاع المحروقات والطاقة في الناتج المحلي الوطني والقيمة المضافة للفترة (2018-2020).

الجدول رقم (9): مساهمة قطاع المحروقات والطاقة في الاقتصاد الجزائري

2020	2019	2018	الوحدة: مليون دينار جزائري	
3885737.7	5501616.1	6083729	قطاع المحروقات	الإنتاج الخام
445399.5	436765	416284.3	قطاع الطاقة	
21743059.5	245319007	24432197.6	إجمالي القطاعات	
2575136.6	3991028.4	4548756.2	قطاع المحروقات	القيمة المضافة
233595.2	228476.6	133057.4	قطاع الطاقة	
13548132	15702042.6	15846851.9	إجمالي القطاعات	
1894668.1	3335783.3	3942089.1	قطاع المحروقات	الدخل المحلي
83907.6	85742.5	77781.2	قطاع الطاقة	
11851104.8	13984274.9	14241746.8	إجمالي القطاعات	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (الديوان وطني للإحصائيات، <https://www.ons.dz/spip.php?rubrique210>)

من الجدول أعلاه، يظهر أن مساهمة قطاع المحروقات في ناتج المحلي الوطني قد شهدت انخفاضا خلال فترة الدراسة، حيث انخفضت من 416 مليار دينار جزائري في عام 2018 إلى حوالي 389 مليار دينار جزائري في عام 2020. ولم يقتصر التراجع على القيمة الإجمالية، بل تراجعت أيضا القيمة المضافة لقطاع المحروقات بنسبة 19% تقريبا، حيث بلغت حوالي 258 مليار دينار جزائري في عام 2020. في ظرف يتميز بانخفاض الأسعار والطلب على المحروقات بسبب الأزمة الصحية وحالة عدم اليقين، تبقى وضعية قطاع المحروقات حساسة بالفعل، أدى انخفاض سعر برميل النفط في خضم انتشار وباء كورونا إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي للبلاد، إثر تمسك الجزائر بسقف الإنتاج الذي فرضته منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك)، وتراجع إنتاج النفط بالجزائر خلال الوباء إلى 899 ألف برميل يوميا في عام 2020. وفي ضوء هذه التحديات اتخذت الجزائر استراتيجيات متنوعة لتعزيز القطاعات الأخرى كجزء من جهودها لتحفيز اقتصادها. كما أظهر الجدول أن قطاع الطاقة شهد انتعاشا ملحوظا، حيث بلغ إنتاجه الخام حوالي 44 مليار دينار جزائري في عام 2020، ومع ذلك فإن مساهمته في قيمة المضافة وناتج المحلي الوطني تظل محدودة، حيث بلغت نسبة مساهمته في القيمة المضافة 1.7% وفي ناتج المحلي الوطني 0.7% في عام 2020.

ونظر للأهمية كبيرة في القطاع الحيوي للطاقة والمحروقات الذي يُعد هذا القطاع محركا أساسيا للاقتصاد الوطني، حيث يسهم بشكل كبير في تشكيل الدخل القومي وتحقيق التنمية الاقتصادية، تم اختيار مؤسستي سوناطراك وسونلغاز ضمن مجموعة المؤسسات المختارة للدراسة.

1. مؤسسة سوناطراك SONATRACH: هي مؤسسة اقتصادية تأسست كإحدى أوائل المؤسسات بعد استقلال الجزائر، بهدف استعادة السيادة على مواردها الطبيعية. واجتازت عملية تأسيسها عدة مراحل. حيث أنشئت Sonatrach بناءً على المرسوم الرئاسي رقم 491/63 في 31 ديسمبر 1963، بدأت بمهام النقل والتسويق التي كانت تحت سيطرة

أجنبية، وأحرزت أول إنجاز لها بإنشاء خط أنابيب بترول يصل بين حوض الحمراء وميناء أرزيو بطول 805 كيلومترات. تم توسيع صلاحيتها بفضل المرسوم رقم 296/66 في 22 سبتمبر 1966، لتشمل معالجة وتحويل المحروقات وامتلاك منشآت صناعية لهذا الغرض، إضافة إلى تسويق الصناعات البترولية والكيميائية. بعد التأميم في 24 فيفري 1971 ركزت على استخراج ثروتها البترولية والغازية، وأصبحت مهمة للغاية على الصعيد الوطني والدولي، من خلال تلبية احتياجات الطاقة المحلية وتعزيز التصدير لجلب العملة الصعبة لتنمية الاقتصاد الوطني. في بداية الثمانينات تم تنفيذ قانون إعادة الهيكلة وأنشئت 17 مؤسسة وطنية، بما في ذلك المؤسسة الوطنية لتكرير البترول والمؤسسة الوطنية لتوزيع المنتجات البترولية. مع تطور أنشطتها تغير اسمها إلى "المؤسسة الوطنية للبحث، الإنتاج، نقل، تحويل وتسويق المحروقات"، وأصبحت توظف أكثر من 50,000 عامل. رغم التحديات الدولية تمكنت سوناطراك من تحقيق مكانة مرموقة كإحدى أكبر مؤسسات النفط العالمية حيث احتلت المرتبة 12. وترتكز أهداف مؤسسة سوناطراك على (<https://sidjilcom.cnrc.dz/ar>):

✓ التنقيب على المحروقات واستغلالها؛

✓ تطوير شبكات النقل والتحويل، وتسويق المنتجات البترولية؛

✓ تعزيز التعاون المشترك داخل الجزائر وعلى الصعيد الوطني والدولي؛

✓ تمويل البلاد بالمحروقات ودراسة جميع الأنشطة ذات الصلة بصناعة المحروقات.

2. سونلغاز Sonelgaz (وحدة ورقلة): تعتبر سونلغاز المؤسسة الرئيسية في توفير الكهرباء والغاز في الجزائر، حيث تدير إنتاج، نقل وتوزيع الكهرباء، وتقوم بنقل وتوزيع الغاز عبر شبكتها. يسمح القانون الأساسي الجديد للمؤسسة بالتدخل في قطاعات أخرى، خاصة في مجال التسويق للكهرباء والغاز على الصعيد الوطني والدولي. وقد تأسست المؤسسة العمومية "كهرباء وغاز الجزائر (EGA) في عام 1947 وحصلت على احتكار إنتاج، نقل، توزيع الكهرباء وتوزيع الغاز، وفي عام 1969 تحولت EGA إلى سونلغاز المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز بموجب المرسوم 59-69، هدف التحويل كان تمكين المؤسسة من دعم التنمية الاقتصادية في البلاد، خاصة في مجال التنمية الصناعية وتوفير الكهرباء للمناطق الريفية. ويُعدُّ مجمع سونلغاز مركزاً تجميعياً للعديد من المؤسسات التي تعمل في ميدان واحد، حيث تتخذ كل مؤسسة من هذه المؤسسات اختصاصاً محددًا وتقوم بأنشطة متخصصة تختلف عن المؤسسات الأخرى. وعلى الرغم من التنوع في الأنشطة إلا أنها تسعى جميعها إلى تحقيق نفس الهدف الاستراتيجي. كما تندرج مديرية التوزيع الكهربائية والغاز بورقلة ضمن هذا الإطار ككيان تجاري خدمي، حيث يكمن نشاطها الرئيسي في الربط بالكهرباء والغاز وتقديمهما للمستهلكين وفقا للاستهلاك. يتواجد مقر المديرية الرئيسي في ورقلة وتتبعها 13 مديرية فرعية، ويقع المقر الحضري لمديرية توزيع الكهرباء والغاز ورقلة في وسط المدينة بالقرب من شارع القدس وسوق الحجر قرب المجمع التجاري القديم. وتُعتبر سونلغاز ورقلة واحدة من بين 15 مديرية تابعة لمؤسسة توزيع الكهرباء والغاز للوسط (SDC)، وتمتد برأس مال يقدر بحوالي 23270 مليون دينار جزائري. (<https://sidjilcom.cnrc.dz/ar>)

الفرع الثاني: قطاع الخدمات والأشغال البترولية

يلعب قطاع الخدمات والأشغال البترولية دورا حيويا في استكشاف، استخراج وإنتاج موارد النفط والغاز الطبيعي، وتوظيف خدمات حقول النفط هو جزء أساسي من قطاع النفط والغاز. نظرا لتطور التكنولوجيا وتنوع متطلبات العمل في مجال البترول، أصبح قطاع الخدمات والأشغال البترولية امتدادا ودعمًا مساندة لقطاع المحروقات في الجزائر، إذ يُعتبر أكبر مزود لخدمات وأشغال النفط والغاز والبتروكيماويات. حيث تُوفّر المؤسسات الوطنية للخدمات والأشغال البترولية في الجزائر دعما وخدمات لعمليات مسح، استكشاف، الحفر وصيانة الآبار حسب الطلب، بما يشمل تسجيل الخطوط الكهربائية، فحص الآبار، الحفر المتكامل، عمليات استصلاح الآبار... إلخ. ويشهد هذا القطاع نموا مستمرا من خلال التحالفات الاستراتيجية وعمليات الدمج والاستحواذ، مع الالتزام بمعايير عالية في اختيار الوكلاء الرئيسيين، وذلك من خلال بناء علاقات خدمتية وثيقة وطويلة الأمد، والاعتماد على أحدث الحفارات ومعدات صيانة الآبار.

وقد تم تحقيق سلسلة من الاكتشافات البترولية الهامة في الجزائر، تركزت في حوض بركين، حيث تحتوي على مختلف الثروات الطبيعية مثل الغاز والنفط والمكثفات. كما تم العثور على اكتشاف غازي في منطقة أوهانت بحوض ولاية إليزي عند الحدود مع ليبيا (جنوب شرق). وتم أيضا تحقيق اكتشاف حوض وادي ميا جنوب شرق حقل حاسي الرمل، الذي يُعد أكبر حقل غازي في البلاد ويقع في ولاية الأغواط. وبشكل عام بلغ إنتاج الغاز عبر هذه الاكتشافات ستة ملايين و417 ألفاً و483 مترا مكعبا يوميا، بالإضافة إلى 16 ألفاً و84 برميلا من النفط الخام، وقد تم تحقيق 35 اكتشافا نفطيا وغازيا بين عامي 2020 ونهاية عام 2022، منها اكتشاف واحد فقط بالتعاون مع الشريك الأجنبي (ENI) الإيطالية. والجدول الموالي يوضح مساهمة قطاع الأشغال والخدمات البترولية في الناتج المحلي الوطني والقيمة المضافة خلال الفترة (2018-2020).

الجدول رقم (10): مساهمة قطاع الخدمات والأشغال البترولية في الاقتصاد الجزائري

الوحدة: مليون دينار جزائري		2018	2019	2020
الإنتاج	قطاع الخدمات والأشغال البترولية	578637.4	508123.7	401355.9
الخام	إجمالي القطاعات	24432197.6	245319007	21743059.5
القيمة	قطاع الخدمات والأشغال البترولية	92456.9	91592.7	112928.8
المضافة	إجمالي القطاعات	15846851.9	15702042.6	13548132
الدخل	قطاع الخدمات والأشغال البترولية	59500.5	56482.1	80202.4
المحلي	إجمالي القطاعات	14241746.8	13984274.9	11851104.8

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (الديوان وطني للإحصائيات، <https://www.ons.dz/spip.php?rubrique210>)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ تراجع إنتاج الخام في قطاع الخدمات والأشغال البترولية على مدى السنوات الثلاث، حيث استقر في نطاق يتراوح بين 40 مليار دينار جزائري و57 مليار دينار جزائري، يُعزى هذا التقلب إلى

التحولات في سوق النفط بما في ذلك تقلب أسعاره وتقلص حجم الإنتاج، بالإضافة إلى تأثير جائحة الكوفيد-19 على الاقتصاد العالمي وآثارها السلبية. كما نلاحظ انتعاش في القيمة المضافة لقطاع الخدمات والأشغال البترولية، حيث ارتفعت من 9 مليار دج في عام 2018 إلى حوالي 11 مليار دج في عام 2020، ورغم أن نسبة مساهمة القطاع في خلق القيمة المضافة بلغت حوالي 0.9% في عام 2020، إلا أن هذه النسبة تظل متدنية نوعا ما. كما شهد القطاع ارتفاعا في الدخل المحلي الناتج عن القطاع خلال السنوات الثلاث حيث سجل معدل نمو يبلغ حوالي 42% عام 2020. بناءً على أهمية قطاع الخدمات والأشغال البترولية في تحقيق التنمية الاقتصادية وتلبية احتياجات قطاع المحروقات، تم اختيار مؤسستين من هذا القطاع لإدراجهما ضمن مجموعة المؤسسات المحددة للدراسة، وتمثلتا في: المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار والمؤسسة الوطنية لخدمات الآبار.

1. المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار ENSP: تشكل فرعا حيويا منفصلا ينتمي إلى مؤسسة سوناطراك تركز مهمتها الرئيسية على تقديم خدمات ذات طابع بترولي، وتم إنشاؤها بموجب المرسوم رقم 81-174 الصادر في أوت 1981، الذي يتعلق بإعادة هيكلة قطاع الطاقة والصناعات البتروكيمياوية في الجزائر. تعتبر ENSP مؤسسة عمومية اقتصادية بشكل قانوني كمؤسسة ذات أسهم، وتكون رأس مالها 8 مليار دج، ويشارك فيها مؤسسة سوناطراك بنسبة 100%. تقدم ENSP مجموعة شاملة من خدمات الآبار بدءا من الصيانة اليومية لرؤوس الآبار وصولاً إلى بناء وتسمين الآبار لصالح مؤسسة سوناطراك وشركائها. حيث تتنوع خدمات ENSP في محافظتها النشطة بأكثر من 40 مهنة. ومنذ إنشائها لم تتوقف ENSP عن التطور والنمو حيث استمرت في دمج مهن وقطاعات نشاط أخرى، وتقوم حاليا بتنفيذ مجموعة واسعة من المهام، بما في ذلك تقديم خدمات البئر مثل سوائل الحفر تسمين، تحفيز الآبار، قياسات الثقب، تسجيل الطين، واختبار الآبار، النزول السريع، خدمات الضخ، خدمات السلك المعدني المتخصص، خدمات تنظيف، تغليف خزانات الهيدروكربونات، تجهيز الأرضيات، تصنيع أدوات الحفر وأدوات التعدين، إلى جانب المساعدة الفنية للعمليات وخدمات الصيانة لمرافق البترول وإدارة التوقف، وخدمات المعالجة للطين وحماية البيئة، وذلك عن طريق المؤسسات التابعة (https://sidjilcom.cnrc.dz/ar):

✓ BJSP SPA: متخصصة في خدمات البئر؛

✓ HESP SPA: مسؤولة عن القياسات؛

✓ WESP SPA: مسؤولة عن مفاتيح السباكة؛

✓ MESP SPA: مسؤولة عن تنفيذ خدمات معالجة الطمي.

✓ BASP SPA: تعمل في تصنيع سوائل الحفر (الطين) الضرورية لنشاط حفر الآبار وخدمات فنية أخرى أو

خدمات هندسية وإدارة النفايات (إدارة النفايات ومراقبة الصلبان)، بالإضافة إلى نقل وتوزيع وتوريد سوائل

الحفر على الأراضي الوطنية من خلال شبكة من مرافق التخزين التي تتضمن أنظمة تخزين وتسليم حديثة، ووسائل توزيع أخرى.

2. المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار ENTTP: تأسست المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار بموجب المرسوم

التنفيذي رقم 18/171 في 1 أوت 1981، وهي مؤسسة وطنية متخصصة في تنفيذ عمليات متعددة، تشمل:

✓ الحفر: يعتبر الحفر نشاطا أساسيا للمؤسسة، حيث تشارك في استكشاف واستخراج المحروقات، سواء كانت بترول أو غاز أو مياه لاستغلالها بشكل فعال؛

✓ صيانة الآبار: تعد صيانة الآبار النشاط الثانوي الأساسي، حيث يتم الاهتمام بالآبار المستعملة والمنتجة للحفاظ على استدامة عمليات الإنتاج؛

✓ نقل آلات الحفر: يتم نقل الحفارات والمعدات اللازمة باستمرار بواسطة شاحنات ضخمة ومتخصصة، نظرا لأن عمليات التنقيب والحفر تحدث في مناطق متفرقة وخاصة في الصحراء الواسعة؛

✓ الصيانة البترولية: يقوم هذا القسم بصيانة وإصلاح جميع المعدات والآلات المرتبطة بعمليات الحفر في الآبار؛

✓ الفندقية: يقدم قسم الفندقية خدمات الإيواء والإطعام للعمال العاملين في آلات الحفر، والعاملين في القواعد الثابتة وعمال المؤسسة البترولية.

من الجدير بالذكر أن المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار أصبحت عضوا في الجمعية الدولية للمقاولين في مجال الحفر (AIDC) منذ عام 1993، وتمتلك رأس مال اجتماعي قدره 67000 مليون دينار جزائري، وتسعى المؤسسة إلى تحقيق عدة أهداف، بما في ذلك (https://sidjilcom.cnrc.dz/ar):

✓ متابعة تطور تكنولوجيا الصناعة البترولية وتوفير التجهيز الكامل لآلات الحفر والمعدات؛

✓ تطوير حصة السوق في مجال الحفر والتنقيب على الصعيدين الوطني والدولي؛

✓ ضمان استمرارية عملية تجديد وصيانة آلات الحفر.

الفرع الثالث: قطاع المعادن والمناجم

يحتوي قطاع المعادن والمناجم في الجزائر على مجموعة من المشروعات الكبيرة والحيوية، التي تعتبر ركيزة أساسية في قطاع التعدين بالبلاد، هذه المشروعات ساهمت بشكل كبير في دعم الاقتصاد الوطني من خلال إنتاج كميات كبيرة من المعادن الاستراتيجية، وهي محط إعجاب منصات رصد الطاقة المتخصصة. وتتطلع الجزائر إلى تعزيز هذا النجاح من خلال تنفيذ المزيد من مشروعات التعدين، بهدف استخراج كميات هائلة من مختلف المعادن، مع التركيز على الحديد الصلب، الفوسفات، الزنك، الرصاص وغيرها من الموارد الحيوية. ففي الفترة بين 2021 و2023 نجحت الدولة

في تنفيذ 26 مشروعا للبحث المنجمي في 27 ولاية، مع التركيز على 9 مواد منجمية تعتبر الأكثر أهمية اقتصاديا. يشمل قطاع المعادن والمناجم في الجزائر عدة مشروعات تتنافس جميعها في تعزيز وتطوير هذا القطاع، وذلك لتحقيق أقصى استفادة اقتصادية وإنتاجية، خاصة في ظل التوجه نحو تحقيق الاكتفاء الذاتي من المعادن التي كانت تستورد سابقاً. ومن بين المشروعات الرئيسية في هذا السياق: أولاً مشروع غار جبيلات: يعتبر هذا المشروع من بين أبرز مشروعات قطاع المعادن والمناجم في الجزائر يقع في ولاية تندوف، يستهدف المشروع إنتاج كميات ضخمة من حديد الصلب، حيث يطمح إلى إنتاج 12 مليون طن بحلول عام 2025. يتوقع أن يسهم المشروع في توفير آلاف الوظائف المباشرة وغير المباشرة. ثانياً مشروع استغلال الفوسفات بمنطقة بلاد الحدة جنوب تبسة: يعتبر هذا المشروع هيكلياً واستراتيجياً، حيث يستهدف إنتاج 10 ملايين طن من خام الفوسفات، مما يسهم في إنتاج كبير من مركز الفوسفات والأسمدة الفلاحية، يتوقع أن يوفر المشروع آلاف الوظائف ويسهم في تحفيز النمو الاقتصادي في المنطقة. بشكل عام تلتزم الدولة بتعزيز استقلاليتها في إنتاج الموارد الاستراتيجية وتحقيق التنمية المستدامة (بنك الجزائر، 2022). والجدول الموالي يوضح مساهمة قطاع المعادن والمناجم في الناتج المحلي الوطني والقيمة المضافة خلال الفترة (2018-2020).

الجدول رقم (11): مساهمة قطاع المعادن والمناجم في الاقتصاد الجزائري

الوحدة: مليون دينار جزائري		2018	2019	2020
الإنتاج الخام	قطاع المناجم والمعادن	58131.6	61340.3	63315.5
	إجمالي القطاعات	24432197.6	245319007	21743059.5
القيمة المضافة	قطاع المناجم والمعادن	34330.1	33051.8	34327.3
	إجمالي القطاعات	15846851.9	15702042.6	13548132
الدخل المحلي	قطاع المناجم والمعادن	25024.3	24085.2	23262.4
	إجمالي القطاعات	14241746.8	13984274.9	11851104.8

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (الديوان وطني للإحصائيات، <https://www.ons.dz/spip.php?rubrique210>)

شهد قطاع المعادن والمناجم تحسناً في الإنتاج الخام خلال الفترة المشار إليها في الجدول أعلاه، مما يبرز أهمية هذا القطاع بنظر الدولة، حيث بلغ إنتاج الخام في عام 2020 حوالي 6.3 مليار دينار جزائري. كما يُلاحظ أيضاً استقراراً في قيمة المضافة خلال فترة الدراسة حيث وصلت إلى حوالي 3.4 مليار دينار جزائري. أما فيما يتعلق بالدخل المحلي للقطاع، سجل انخفاضاً طفيفاً ليستقر عند 2.3 مليار دينار جزائري في عام 2020، هذا الاستقرار يظهر القدرة على التكيف مع التحولات الاقتصادية ويعكس قوة القطاع في المحافظة على استقرار الدخل المحلي. بالنسبة للمؤسسة محل الدراسة المنتمية لقطاع المعادن والمناجم تمثل في مؤسسة مناجم الفوسفات.

1. مؤسسة مناجم الفوسفات SOMIPHOS: مؤسسة مناجم الفوسفات حالياً تُعد مؤسسة ذات أسهم، وهي جزء من مجموعة FERPHOS منذ بداية جانفي 2005، حيث تمت إعادة هيكلة المجموعة برأس مال اجتماعي يصل إلى 100000 مليون دينار جزائري. يديرها مجلس إدارة مكون من المساهمين في إطار إجراءات تنظيم القطاع الاقتصادي

العام، تحت وصاية مؤسسة تسيير مساهمات الدولة (SGP SOMINES)، ويقع مقرها الرئيسي في ولاية تبسة. تتمثل المهام الرئيسية لمؤسسة مناجم الفوسفات في النشاطات المنجمية حيث تقوم بالاستغلال الأولي لاستخراج الفوسفات ومعالجته، ثم تسويقه للأسواق الخارجية. وتتألف المؤسسة من أربع وحدات استراتيجية بما في ذلك المركب المنجمي جبل العنق، وحدة المنشآت المينائية بعنابة، ومركز الدراسات التطبيقية والبحوث التطويرية المسؤول عن الإشراف على عمليات البحث والتنقيب عن مادة الفوسفات، بالإضافة إلى وحدة المقر والتي تُعتبر المديرية العامة الموجودة في مدينة تبسة، والتي تدير الوحدات الاستراتيجية وتنسق بينها. تسعى SOMIPHOS حاليا لتنفيذ مشروع ضخّم لتطوير مادة الفوسفات، مع تحويلها إلى حمض فسفوري وأسمدة، مستفيدة من الأفق الواعدة لهذه المادة على الصعيدين العالمي والإقليمي، كما تصدر المؤسسة منتجاتها نحو جهات عدة حول العالم خاصة في أوروبا، آسيا وأمريكا الجنوبية، حيث تسجل زيادات ملحوظة في حجم التصدير وتلقى العديد من العروض التجارية، وأيضا تعزم المؤسسة إلى بدء عملية تحويل الفوسفات من خلال شراكة أجنبية قطرية، مما قد يسهم في تطوير وتنويع إنتاجها وتفتح أفقا لوجودها في أسواق جديدة. (<https://sidjilcom.cnrc.dz/ar>)

المطلب الثاني: مؤسسات قطاع الصناعة

يأتي قطاع الصناعة في الجزائر بدور أساسي في تعزيز الاقتصاد الوطني وتحقيق التنمية المتوازنة، فقد سعت الحكومة الجزائرية بدءا من استقلالها إلى بناء قاعدة صناعية تهدف إلى تعزيز الاقتصاد الوطني وتحقيق الاكتفاء الذاتي، وتقليل التبعية عن الخارج، حيث تم تخصيص نسبة هامة من الاستثمارات لتحقيق هذا الهدف. ومع ذلك يظل التحدي الرئيسي أمام الحكومة هو تهيئة بيئة مناسبة للخصخصة والشراكة والانفتاح على الأسواق. لذلك، يصبح ضرورياً إعادة توجيه الاستراتيجية الصناعية لتأخذ في اعتبارها التحولات العالمية الجديدة، مما يمكن الصناعة الجزائرية من الاستقرار في هذا السياق المتسم بالمنافسة الشديدة. وقد بدأت الجزائر في وضع استراتيجية قطاعية لتحسين الهيكل والقطاع الصناعي منذ عام 2020، من خلال تنفيذ تدابير دعم شاملة لتطوير وتعزيز الإنتاج المحلي، وقد أسفرت هذه التدابير عن اعتماد ثلاثة برامج دعم، تهدف إلى تعزيز وتشجيع الإنتاج المحلي، بالإضافة إلى تقديم مزايا ضريبية وإدارية متنوعة للمستثمرين المحليين والأجانب لضمان استدامة وتنمية الصناعة الوطنية في هذه الفترة المليئة بالتحديات.

وقد حقق قطاع الصناعة في الجزائر أداءً إيجابيا خلال سنة 2022، حيث بلغت القيمة المضافة له 354.11 مليار دينار، مقابل 230.81 مليار دينار في سنة 2021، مما يمثل زيادة بنسبة 10.02٪، وفيما يتعلق بحصته في الناتج الداخلي الإجمالي فقد بلغت 4.9٪، بينما كانت حصته في الناتج الداخلي خارج المحروقات 7.10٪ خلال سنة 2022. ومع أن معدل نمو حجم الصناعة قد استقر تقريبا عند 5.2٪ في سنة 2022 مقارنة بنسبة 5.3٪ في السنة السابقة، إلا أن جميع قطاعات الصناعة شهدت نموا إيجابيا باستثناء القطاعات الحديدية والمعدنية والميكانيكية والكهربائية والإلكترونية الذي سجل انخفاضا بنسبة 0.5٪ في سنة 2022، بينما كان نموه في سنة 2021 بنسبة

11.2٪، ويرجع النمو الإيجابي للصناعة بشكل أساسي إلى ثلاث فروع هي: الجلود والأحذية (نمو بنسبة 20.1٪ في سنة 2022 مقابل 5.4٪ في سنة 2021)، الخشب والفلين والورق (نمو بنسبة 11٪ في سنة 2022 مقابل 2٪ في سنة 2021) والكيمياء والمطاط والبلاستيك (نمو بنسبة 7.3٪ في 2022 مقابل 3.5٪ في سنة 2021). (بنك الجزائر، 2022)

ويحتوي هذا القطاع على العديد من المؤسسات الاقتصادية التي تساهم في انتعاشه منها الخاص والعام، أما بالنسبة للمؤسسات المدروسة التي تنتمي لقطاع الصناعة، تتنوع وتتنوع بين فروع مختلفة لهذا القطاع، وتشمل بشكل خاص: قطاع الصناعات الغذائية؛ قطاع مواد البناء والزجاج؛ قطاع الكيمياء والمطاط والبلاستيك.

الفرع الأول: فرع الصناعات الغذائية

الصناعات الغذائية في الجزائر يحتل المرتبة الثالثة في الترتيب الاقتصادي، وهذا بعد قطاع البناء والإشغال العمومية وقطاع التجارة. يظهر هذا الفرع كعنصر أساسي في الاقتصاد الوطني، حيث يحافظ على توازنه بين القطاعات الرئيسية. يُعتبر ذلك جزءا من استراتيجية الحكومة لتحقيق النمو والتنمية المستدامة، وذلك من خلال الاعتماد على متوسط معدل التشغيل لتعزيز الاقتصاد الوطني وتحسين الظروف المعيشية. والجدول الموالي يوضح مساهمة الصناعات الغذائية في الناتج المحلي الوطني والقيمة المضافة للفترة (2018-2020).

الجدول رقم (12): مساهمة الصناعات الغذائية في الاقتصاد الجزائري

الوحدة: مليون دينار جزائري		2018	2019	2020
الإنتاج	قطاع الصناعات الغذائية	1417562.1	1464000.6	1518926.5
الخام	إجمالي القطاعات	24432197.6	245319007	21743059.5
القيمة	قطاع الصناعات الغذائية	433407.2	444701.4	465580.8
المضافة	إجمالي القطاعات	15846851.9	15702042.6	13548132
الدخل	قطاع الصناعات الغذائية	382285.9	391616.7	409367
المحلي	إجمالي القطاعات	14241746.8	13984274.9	11851104.8

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (الديوان وطني للإحصائيات، <https://www.ons.dz/spip.php?rubrique210>)

تعكس البيانات المقدمة في الجدول أعلاه تطورا إيجابيا في مساهمة الصناعات الغذائية في الإنتاج الوطني في الفترة من سنة 2018 إلى سنة 2020، حيث ارتفعت هذه المساهمة من 141 مليار دينار جزائري في سنة 2018 إلى 151 مليار دينار جزائري في سنة 2020، مما يشير إلى مساهمة تقدر بحوالي 6٪ من الناتج الوطني الإجمالي. وفيما يتعلق بمساهمة الصناعات الغذائية في تكوين القيمة المضافة، يبدو أن هناك استقرارا بين السنوات الثلاث حيث تراوحت ما بين 433 و466 مليار دينار جزائري، تلك المساهمة تُقدر بحوالي 3٪ من القيمة المضافة لإجمالي القطاعات، وتعتبر محدودة بالنسبة للناتج المحلي. من الجدير بالذكر أن مساهمة الصناعات الغذائية في الناتج المحلي تظل ضئيلة نسبيا، حيث لم تتجاوز 41 مليار دينار في سنة 2020، وهذا يشير إلى تحديات قائمة في تعزيز دور هذا القطاع في الاقتصاد الوطني.

وتجدر الإشارة أن مؤسسات محل الدراسة التي تنتمي لقطاع الصناعة الغذائية في: مؤسسة سيفيتال، مطاحن عمر بن عمر، مطاحن مرمورة ومطاحن بني هارون.

1. مؤسسة CEVITAL: سيفيتال هي مؤسسة ذات أسهم (SPA) ذات رأس المال الاجتماعي لها هو 68.76 مليار دينار جزائري، وتعتبر واحدة من رموز صناعة الأغذية في الجزائر، وتتألف من عدة وحدات إنتاج مجهزة بأحدث التقنيات، وتواصل تطويرها من خلال مشاريع متنوعة قيد التنفيذ. توسعها وتطورها خلال الخمس سنوات الأخيرة جعلت منها موردا هاما للوظائف والثروة. وقد تأسست CEVITAL في ماي 1998، حيث في بداية 1999 تم إنتاج مصفاة الزيت بسعة 570,000 طن/سنة وإطلاق أول علامة تجارية لزيت الطهي عالي الجودة فلوربال، وبداية 2001 تم إنتاج مصنع المرجرين بسعة 180,000 طن/سنة وإطلاق أول علامة تجارية للمرجرين "فلوربال". وفي عام 2003 بداية إنتاج مصفاة السكر الأبيض و25,000 طن/سنة من السكر الأبيض و25,000 طن/سنة من السكر السائل، وإطلاق مرجرين الطبقات "الباريسيان" للمخبز والحلويات. أما سنة 2005 فتميزت ب إطلاق ثلاثة مشاريع، منها مشروعين في موقع لعاربة (الزجاج المسطح، والتصنيع الصناعي للمنتجات المصنعة من الخرسانة)، واستحواذ على مياه لالة خديجة في الشرق من ولاية تيزي وزو. اليوم تُعرف تحت اسم سيفيتال وبالتحديد باسم سيفيتال لالة خديجة في مارس 2007، واستحواذ على مصنع حفظ الطعام القصر COJEK سابقا. تطورت مؤسسة CEVITAL Agro-Industrie من 500 موظف في عام 1999 إلى 3850 موظفا في عام 2021. فالنشاط الرئيسي لمؤسسة سيفيتال هو إنتاج وتسويق الزيوت والمرجرين والسكر، كما تمنح أولوية كبيرة لتوليها لتطوير تكنولوجيا استخراج الزيوت مع فهم خبراء لفن العصرنة وتكرير الزيت مع إدماج كل التقنيات الحديثة. يتألف المجمع الزراعي الغذائي من عدة وحدات إنتاج: الزيوت النباتية؛ مرجرين ودهون نباتية؛ سكر أبيض؛ سكر سائل؛ المشروبات. وتتمثل المهمة الرئيسية لمؤسسة سيفيتال في تطوير الإنتاج وضمان جودة وتعبئة الزيوت والمرجرين والسكر بأسعار تنافسية بشكل كبير، وذلك بهدف إرضاء العميل وتحقيق ولائه. من خلال تحقيق الاهداف التالية (https://sidjilcom.cnrc.dz/ar):

✓ توسيع منتجاتها على كامل التراب الوطني؛

✓ تحسين عروض العمل على سوق العمل؛

✓ تحديث مرافقها من حيث الآلات والتقنيات لزيادة حجم إنتاجها؛

✓ توجيه منتجاتها نحو السوق الخارجية من خلال تصديرها.

2. مطاحن مرمورة: هي مؤسسة اقتصادية عمومية متخصصة في إنتاج السميد وتقع في بلدية هليوبوليس شمال ولاية قلمة، تأسست في نوفمبر 1989 كجزء من جهود تجديد المؤسسات، وفي ديسمبر 1997 تم تسميتها بالمؤسسة الفرعية "مطاحن مرمورة" وفقا للنظام الأساسي لإنشاء المؤسسة العمومية الاقتصادية ذات أسهم (SPA)، وتتضمن ثلاث وحدات: وحدة المقر؛ الوحدة الإنتاجية والتجارية في هليوبوليس؛ الوحدة الإنتاجية والتجارية في بوشقوف. تقع

وحدة المقر والوحدة الإنتاجية والتجارية في دائرة هليوبوليس على بعد خمسة كيلومترات شمال ولاية قالمة، وتشغل مساحة تقدر بحوالي 12500 متر مربع مقسمة إلى هياكل مختلفة. تتركز نشاطات المؤسسة الأساسية في إنتاج السميد العادي والممتاز باستخدام القمح الصلب كمادة خام، تبلغ قدرة الإنتاج اليومية 650 قنطارا، وحوالي 18000 قنطارا شهريا مع إنتاج النخالة كفضلات قابلة للبيع. وتسعى مؤسسة مطاحن مرمورة لتحقيق الأهداف التالية:

✓ زيادة حجم الإنتاج وتطوير المنتجات لتحقيق أوسع رقعة تجارية؛

✓ تعظيم الربحية مع تحكم في التكاليف؛

✓ توفير وسائل الإنتاج وتلبية احتياجات السوق المحلية، والمساهمة في توفير فرص العمل وتعزيز الأداء

والاستدامة. (تم الحصول على هذه المعلومات انطلاقا من الوثائق المقدمة من طرف المؤسسة محل الدراسة)

3. مطاحن عمر بن عمر: تأسست مؤسسة مطاحن عمر بن عمر في جوان 2000، وتعد مؤسسة ذات مسؤولية محدودة من الناحية القانونية برأس مال قدره 500 مليون دينار جزائري. تقع مؤسسة مطاحن عمر بن عمر ببلدية الفجوج في الشرقي لولاية قالمة تتربع المؤسسة على مساحة تقدر بـ 42500 م². تقوم مؤسسة مطاحن عمر بن عمر بإنتاج المواد الغذائية سميد وعجائن بنوعيات مختلفة وأوزان متباينة بهدف تلبية حاجات ورغبات المستهلكين، والاستحواذ على أكبر حصة سوقية، حيث تنقسم مؤسسة مطاحن عمر بن عمر إلى وحدتين هما:

1.3 وحدة المطاحن: وتختص هذه الوحدة في إنتاج السميد بمختلف أنواعه: سميد عادي من القمح الصلب بوزن 25 كلغ؛ سميد رفيع من القمح الصلب بوزن 25 كلغ و 10 كلغ؛ سميد ممتاز رطب بوزن 25 كلغ؛ سميد خاص بالعجائن بوزن 25 كلغ؛ سميد خاص للمواشي SSSE؛ فريضة القمح الصلب بوزن 50 كلغ؛ نخالة بوزن 40 كلغ.

2.3 وحدة العجائن والكسكس: وتضم هذه الوحدة خط إنتاج العجائن بثلاث أنواع القصيرة (13 صنف)، الطويلة (4 أصناف) والخاصة (4 أصناف)، بإضافة لخط إنتاج الكسكس الذي يتضمن في إنتاج ثلاث أنواع رقيق، متوسط والخشن. وتسعى مؤسسة مطاحن عمر بن عمر منذ تأسيسها إلى تحقيق الأهداف التالية:

✓ ضمان الاستمرارية والبقاء وتحقيق أعلى نسبة من المبيعات والأرباح؛

✓ كما تركز على دعم الاستثمار الخاص وتنمية الاقتصاد الوطني، وتعزيز التوظيف المحلي ومكافحة البطالة؛

✓ الاستحواذ أكبر حصة في السوق الوطنية، والحفاظ على جودة المنتجات وتنوعها بأسعار تنافسية؛ (تم الحصول

على هذه المعلومات انطلاقا من الوثائق المقدمة من طرف المؤسسة محل الدراسة)

4. مطاحن بني هارون -القرارم قوفة: تأسست مطاحن بني هارون كمؤسسة إنتاجية وتجارية تركز على تحويل المادة الأولية، وهي القمح بأنواعه (اللين والصلب) إلى منتجات مثل السميد والفريضة. تم إنشاء المؤسسة من قبل المديرية

العامة في عام 1977، وخضعت لعملية هيكلية في 10 جانفي 1998 عندما تم نقل مكان المديرية العامة من ولاية ميلة إلى الوحدة الإنتاجية والتجارية القرام قوقة. تشمل المؤسسة وحدتين رئيسيتين:

✓ المركب الإنتاجي والتجاري بني هارون: يتخصص في إنتاج الفرينة، مستخرجات الطحين والنخالة؛

✓ المركب الإنتاجي والتجاري فرجيو: يختص في إنتاج السميد بأنواعه، الفرينة، وكذا النخالة.

تصل طاقة الإنتاج للوحدة إلى 600 قنطار يوميا بمعدل 75 قنطار في الساعة، يتم تمويل الوحدة من قبل الديوان الوطني للحبوب والبقول الجافة (COPS) والغريلة. وتهدف مطاحن بني هارون - القرام قوقة إلى جعل منتجاتها من الفرينة والنخالة عالية الجودة وبأسعار معقولة، لتحقيق رضا المستهلكين ومواجهة المنافسة القوية في نفس المجال. يبلغ إجمالي الطاقة الإنتاجية لهذه المطاحن حوالي 125,000 قنطار من المادة الأولية (القمح اللين)، ويصل رأس المال إلى حوالي 600000000 دينار جزائري. (<https://sidjilcom.cnrc.dz/ar>)

الفرع الثاني: صناعة مواد البناء والزجاج

تتمتع الجزائر حالياً بصناعة مواد البناء والزجاج تمتاز بتنوع وتقدم لافتين، حيث يضم مؤسسات متخصصة مجهزة بقدرات استثنائية تمكنها من تلبية احتياجات السوق المحلية والتوسع باتجاه الأسواق العالمية. تهدف الجزائر من خلال هذه الصناعة إلى رفع مستوى الإنتاج الوطني وتعزيز الاستثمار في مواد مبتكرة وذكية، حيث تسعى الصناعة إلى تحسين التحديث التكنولوجي والابتكار في تطوير مواد البناء والزجاج، بهدف تحقيق توازن بين الأداء الاقتصادي والراحة والسرعة والبساطة في التنفيذ، كما تركز الجهود على تعزيز الفعالية الطاقوية والالتزام بالأمان البيئي. تتطلع الجزائر إلى تعزيز قدراتها في هذه الصناعة لتحقيق التحول المستدام ورفع جودة الإنتاج. تُعزز هذه المبادرات الجزائرية الاقتصاد المحلي وتعزز تواجدها في الأسواق الدولية من خلال تقديم مواد متطورة تجمع بين الكفاءة الاقتصادية واحترام البيئة. والجدول الموالي يوضح مساهمة صناعة مواد البناء والزجاج في الناتج المحلي الوطني والقيمة المضافة للفترة (2018-2020).

الجدول رقم (13): مساهمة صناعة مواد البناء والزجاج في الاقتصاد الجزائري

2020	2019	2018	الوحدة: مليون دينار جزائري	
201038.4	207024.2	208961.4	قطاع مواد البناء والزجاج	الإنتاج
21743059.5	245319007	24432197.6	إجمالي القطاعات	الخام
113415.6	117010.5	126152.1	قطاع مواد البناء والزجاج	القيمة
13548132	15702042.6	15846851.9	إجمالي القطاعات	المضافة
88631.7	91774.3	100610.3	قطاع مواد البناء والزجاج	الدخل
11851104.8	13984274.9	14241746.8	إجمالي القطاعات	المحلي

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (الديوان وطني للإحصائيات، <https://www.ons.dz/spip.php?rubrique210>)

استنادا إلى البيانات المقدمة في الجدول أعلاه يظهر بوضوح أن هناك تراجعا مستمرا في مساهمة صناعة البناء والزجاج على مدى ثلاث سنوات، ففي عام 2020 بلغت نسبة مساهمتها في الإنتاج الخام حوالي 1%، مع استقرار نسبة المساهمة النسبية للقسم المضافة في حدود 0.8% خلال الفترة من 2018 إلى 2020، كما يظهر أيضا انخفاض ملحوظ في مساهمتها في الدخل المحلي، حيث تناقصت من 10 مليار دينار جزائري في سنة 2018 إلى حوالي 8 مليار دينار جزائري في سنة 2020، هذا التراجع يُظهر تأثيرا كبيرا على أداء الصناعة وتحديات كبيرة التي تواجهه. على وجه العموم يُعزى تراجع نتائج صناعة مواد البناء والزجاج إلى تأثير العديد من العوامل، بما في ذلك الأزمات الصحية مثل جائحة كوفيد-19، والتقلبات التي شهدتها الاقتصاد الجزائري نتيجة لتلك الأحداث.

تحتوي صناعة مواد البناء والزجاج على مجموعة متنوعة من المؤسسات الاقتصادية، سواء كانت تابعة للقطاع العام أو القطاع الخاص. وفي هذا السياق تم اختيار مؤسسة الإفريقية للزجاج كجزء من مجموعة المؤسسات المدروسة.

1. المؤسسة الإفريقية للزجاج AFRICAVER: تأسست في عام 1982 في منطقة أولاد صالح بالطاهير ولاية جيجل، كمؤسسة اقتصادية عمومية ذات أسهم (EPE SPA)، في البداية كانت المؤسسة فرعا تابعا لمجمع ENAVA، والذي يشكل مركبا صناعيا تابعا للتسيير المركزي بالمديرية العامة للمؤسسة الوطنية للزجاج والمواد الكاشطة، والتي يتم مقرها الاجتماعي في وهران، ويتألف المجمع من عدة مؤسسات منها: المؤسسة الجزائرية للزجاج ALVER وهران، المختصة في صناعة الزجاج المقعر؛ المؤسسة الإفريقية للزجاج AFRICAVER جيجل، المختصة في صناعة الزجاج المطبوع، زجاج السيارات والزجاج الأمني؛ المؤسسة الحديدية للزجاج NOVER الشلف، المختصة في صناعة الأواني الزجاجية المنزلية، قارورات الأدوية والمشروبات؛ مؤسسة الزجاج والمرابا SOMIVER بومرداس فرع مختص في صناعة زجاج المخابر والمرابا. وتم تحويل AFRICAVER في إطار إعادة هيكلة القطاع الصناعي التي تم تنفيذها في عام 1996 إلى مؤسسة مستقلة ذات ذمة مالية وشخصية معنوية في جانفي 1997، برأس مال يبلغ 5.000.000.00 دينار جزائري. تُبرز أهمية المؤسسة في دعمها لعدة مؤسسات أخرى ذات أهمية كبيرة في الاقتصاد الوطني، مثل: المؤسسة الوطنية للسيارات الصناعية (روبية) والمؤسسة الوطنية لعتاد الأشغال العمومية (قسنطينة)، وتهدف المؤسسة الإفريقية للزجاج إلى تحقيق ما يلي (<https://sidjilcom.cnrc.dz/ar>):

- ✓ تنمية وتطوير صناعة الزجاج في الجزائر، وتلبية احتياجات الاقتصاد الوطني من مواد الزجاج في قطاعات متنوعة، بما في ذلك البناء، صناعة، تركيب السيارات والصناعة الكهروميكانيكية؛
- ✓ لمواكبة التطور التكنولوجي، وتحسين رأس مالها، وتوسيع نطاق تصدير منتجاتها في السوق الدولية؛
- ✓ المساهمة في تطوير السوق الوطني وتعزيز قطاع الزجاج.

الفرع الثالث: صناعة الكيمياء والمطاط والبلاستيك

تتميز صناعة الكيمياء والمطاط والبلاستيك بتطور سريع واعتماد تكنولوجيا متقدمة و طاقة فعّالة، بالإضافة إلى توفر قوة عاملة ذات تأهيل عالي، تعتمد هذه صناعة في موادها الأولية على المحروقات، وتشمل منتجاتها الرئيسية البلاستيك، الأسمدة، المنظفات والمبيدات. تشهد هذه صناعة مشاركة نشطة لمؤسسات أجنبية من خلال الشراكة مع مؤسسة سوناطراك. ففي عام 2022 سجلت صناعة الكيمياء والمطاط والبلاستيك نمواً بنسبة 7.3٪، ويعزى هذا النمو إلى استراتيجية الحكومة التي تهدف إلى تكثيف استغلال كامل الطاقة والموارد الطبيعية المتاحة في البلاد، حيث يتم التركيز في هذا البرنامج على تحسين الصناعات التحويلية للطاقة لتحقيق ميزة تنافسية والتأثير بشكل كبير في الأسواق العالمية (بنك الجزائر، 2022). والجدول الموالي يوضح مساهمة صناعة الكيمياء والمطاط والبلاستيك في الناتج المحلي الوطني والقيمة المضافة للفترة (2018-2020).

الجدول رقم (14): مساهمة صناعة الكيمياء والمطاط والبلاستيك في الاقتصاد الجزائري

الوحدة: مليون دينار جزائري		2018	2019	2020
الإنتاج الخام	قطاع الكيمياء والمطاط والبلاستيك	6.226315	4.241189	3.235652
	إجمالي القطاعات	24432197.6	245319007	21743059.5
القيمة المضافة	قطاع الكيمياء والمطاط والبلاستيك	9.89173	2.88100	91353
	إجمالي القطاعات	15846851.9	15702042.6	13548132
الدخل المحلي	قطاع مواد البناء والزجاج	76496	7.73155	409367
	قطاع الكيمياء والمطاط والبلاستيك	14241746.8	13984274.9	11851104.8

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (الديوان وطني للإحصائيات، <https://www.ons.dz/spip.php?rubrique210>)

تشير البيانات في الجدول أعلاه إلى وجود استقرار نسبي في إنتاج الخام والقيمة المضافة في صناعة الكيمياء والمطاط والبلاستيك على مدى الثلاث سنوات. فخلال الفترة من 2018 إلى 2020 كانت نسبة مساهمة هذه صناعة في الإنتاج الخام الوطني وقيمة المضافة الكلية تتراوح حوالي 1% و 6% على التوالي. في الوقت نفسه سجلت إيرادات الصناعة انخفاضاً مستمراً على مدى الثلاث سنوات، حيث انخفضت إلى حوالي 41 مليار دينار جزائري في عام 2020. في هذا السياق قمنا بتحديد مؤسستين ذات أهمية كبيرة ضمن صناعة الكيمياء والمطاط والبلاستيك، وتم اختيار كل من مؤسسة صناعة أكياس التغليف ومؤسسة التوضيب وفنون الطباعة كجزء من مجموعة المؤسسات التي تخضع للدراسة.

1. مؤسسة صناعة أكياس التغليف POLYBEN: تم تأسيس المؤسسة بتاريخ 29 سبتمبر 1999 بموجب القرار رقم 99/515، وهي مؤسسة خاصة تعمل في مجال صناعة أكياس التغليف تعتبر إحدى المؤسسات المكونة لمجموعة بن حمادي، تم إنشاؤها بموجب التسهيلات المقدمة من الدولة للأفراد الصناعيين الراغبين في إقامة مؤسسات صناعية، وذلك في إطار الوكالة الوطنية لترقية ودعم الاستثمار (APSI). بدأت المؤسسة أعمالها في مارس 1998 بمبلغ إجمالي

قدره 63825345890 دينار جزائري في منطقة النشاط الصناعي طريق المسيلة في ولاية برج بوعرييج. انطلقت أول عملية إنتاج في ماي 2001، حيث بدأت برأس مال قدره 40000000 دينار جزائري وبطاقة إنتاجية سنوية تصل إلى 24 مليون كيس. يتمثل نشاط POLYBEN الرئيسي في صناعة أكياس التغليف، وتعتمد الصناعة على استخدام مادة أولية تُعرف بـ "Polypropylene"، وهي عبارة عن حبيبات بلاستيكية يتم استيرادها من الخارج، بما في ذلك البرازيل، فرنسا وإسبانيا، وفي الآونة الأخيرة من الصين وبعض المناطق المحلية مثل الجزائر العاصمة ووهران. يتم استخدام هذه المادة لتغليف مجموعة متنوعة من المنتجات مثل السميد، العجائن الغذائية، الملح وغيرها. وتقوم المؤسسة أيضًا بتصنيع أنواع مختلفة من الأكياس حسب طلبات الزبائن، حيث يتم تصنيع أكياس خاصة بالتمر والحبوب الجافة. تشمل تلك الأكياس مجموعة من الأحجام المتنوعة تتضمن: أكياس بوزن 5، 10، 20، 25، 50 و 100 كيلوغرام، حيث تلي هذه التشكيلة المتنوعة من الأكياس احتياجات وتفضيلات الزبائن بشكل فعال، مما يجعل المؤسسة قادرة على تلبية متطلبات السوق بشكل متنوع وشامل. تحتل مؤسسة POLYBEN مكانة هامة من الناحية الاقتصادية والاجتماعية يبلغ رأسمالها الاجتماعي حوالي 12000 مليون دينار جزائري، حيث تبرز أهميتها بفضل الفرص الواسعة للتوظيف التي تقدمها والتحسينات التي تقوم بها في مجال تطوير وتحديث صناعة الأكياس البلاستيكية. (<https://sidjilcom.cnrc.dz/ar>)

2. مؤسسة التوضيب وفنون الطباعة EMBAG: تأسست مؤسسة التوضيب وفنون الطباعة EMBAG في برج بوعرييج في 22 يوليو 1999، وهي مؤسسة مساهمة يمتلك الدولة جزءا من أسهمها برأس مال اجتماعي يبلغ 300 مليون دينار جزائري. نشأت هذه المؤسسة كخلف لوحدة برج بوعرييج التابعة للمؤسسة الوطنية للصناعات السليلوزية، التي أقيمت بواسطة المؤسسة الإيطالية INGECO في 11 ماي 1975 وتم الانتهاء من أعمال البناء في 20 أوت 1978، وبدأت الإنتاج في 11 جانفي 1979. تعتبر مؤسسة التوضيب وفنون الطباعة مؤسسة عامة متخصصة في تحويل وطباعة الورق، حيث تنتج مجموعة متنوعة من المنتجات بما في ذلك العلب والأكياس بمختلف الأحجام، تمتاز منتجات المؤسسة بالجودة العالية والتنافسية في السوق، وتمتلك المؤسسة خطين رئيسيين للإنتاج حيث يختص الخط الأول بإنتاج الأكياس بأحجامها المختلفة، بينما يعنى الخط الثاني بإنتاج العلب المطوية بالإضافة إلى خط ثانوي لإنتاج متنوع. تعكس المنتجات التي تقدمها EMBAG مزيجا فريدا من الجودة العالية والأسعار التنافسية، مما جعل العديد من المؤسسات العامة والخاصة تفضل التعامل معها. تتيح المؤسسة أيضا تخصيص الغلاف وتصميمه وفقا لاحتياجات الزبائن، وتقدم نماذج إبداعية للمؤسسات التي تحتاج إلى توجيه. وتولي المؤسسة اهتماما خاصا بالمواد الأولية، حيث تستفيد من الموارد المحلية خاصة في الهضاب العليا لتحويلها إلى سليلوز قابل للاستخدام في إنتاج الورق، كما تسعى المؤسسة إلى التقليل من التبذير من خلال إعادة تدوير فضلات الإنتاج والاستفادة من الورق المعاد تدويره، وذلك باعتماد أرشفة الإدارات العامة وورق التوضيب المستعمل والصحف والكراريس القديمة. تسعى المؤسسة أيضا إلى تحقيق عدة أهداف ضمن خطة التنمية منها (<https://sidjilcom.cnrc.dz/ar>):

✓ توفير فرص العمل والمنافسة على الصعيدين الوطني والدولي؛

✓ تعزيز النوعية الإنتاجية وتوفير المواد الاستهلاكية؛

✓ المساهمة في تنمية صناعة استعادة المنتجات السليلوزية.

المطلب الثالث: مؤسسات قطاع الخدمات والصيدلة

تشهد الجزائر تطوراً في مجال الخدمات بشكل عام، حيث يتضمن هذا القطاع مجموعة واسعة من الخدمات، توجه الحكومة جهوداً كبيرة نحو تحسين جودة الخدمات وتعزيز فعاليتها. في سياق متصل تُعتبر صناعة الأدوية جزءاً حيوياً من الاقتصاد الوطني، حيث يتم التركيز على تعزيز الإنتاج المحلي للأدوية والمستلزمات الطبية، مما يُسهم في تقليل الاعتماد على الاستيراد وتحقيق الاكتفاء الذاتي. تتركز الجهود أيضاً على تشجيع الاستثمار وتطوير التكنولوجيا في عمليات الإنتاج. يُشجع على دخول وحدات إنتاجية جديدة لتعزيز التنوع ورفع مستوى القدرة التنافسية. بشكل عام، يتسم الجهد الوطني في الجزائر بالتركيز على تحسين جودة الخدمات وتعزيز الصناعات الصيدلانية بهدف ضمان التنمية المستدامة وتحسين جودة الحياة للمواطنين. وقد تم تحديد مؤسستين تابعتين لقطاع الصناعات الصيدلانية وثلاث مؤسسات تابعة لقطاع الخدمات ليتم إدراجها ضمن مؤسسات محل الدراسة.

الفرع الأول: القطاع الصيدلي

شهد قطاع الصيدلي في الجزائر نمواً متسارعاً خلال العقدين الماضيين، تمكنت السياسة الفعّالة التي وضعتها الحكومة من رفع المعايير التنظيمية المحلية إلى مستوى القوانين الدولية وتعزيز الإنتاج المحلي. هذا التحسن في البيئة التنظيمية أدى إلى تأمين السوق المحلية بمنتجات صيدلانية أساسية، مما حقق استقراراً في الإمداد دون انقطاع وتحكماً في فاتورة الاستيراد. سجلت هذه الجهود زيادة كبيرة في القطاع، حيث ارتفع إنتاج الأدوية المحلي من 2.1 مليار دولار في عام 2019 إلى 3.1 مليار دولار في عام 2021، بزيادة تقدر بمليار دولار. وفيما يتعلق بفاتورة الاستيراد شهدت انخفاضاً ملحوظاً من 2 مليار دولار في 2019 إلى 1.2 مليار دولار في 2021، وذلك بفضل السياسات الجديدة في تحديد أسعار الأدوية وتسجيل البدائل الحيوية والجنيسة، حيث ساهم تعزيز الاكتفاء الذاتي من المنتجات الصيدلانية بشكل كبير في تحقيق هذا النجاح، حيث ارتفعت نسبة التغطية الوطنية من 52% في عام 2019 إلى أكثر من 70% في 2022، حيث أن 17 منتجاً أصبحوا ينتجون محلياً، مما ساهم في تقليص فاتورة الاستيراد بمقدار 48 مليون دولار. إن إنشاء وزارة الصناعة الصيدلانية قد أسهمت بشكل فعّال في تعزيز القطاع وتحديد التحديات وضمن الأمان الصحي. وارتفع عدد المؤسسات الصيدلانية المنشطة في مجال الإنتاج إلى حوالي 200 مؤسسة، منها 137 متخصصة في إنتاج الأدوية، والتي تغطي أكثر من ثلثي الاحتياجات الوطنية. وتعتمد الاستراتيجية الحالية لتطوير القطاع على ثلاثة محاور رئيسية: تعزيز الاستثمار والإنتاج المحلي للأدوية، تعزيز توفير المواد الصيدلانية والمستلزمات الطبية الأساسية، ووضع خطة عمل لتصدير المواد الصيدلانية والمستلزمات الطبية.

من بين أهم المؤسسات العاملة في قطاع الأدوية في الجزائر نجد صيدال وبيوفارم، حيث تشكلان ركيزتين لا غنى عنهما في قطاع الأدوية في الجزائر، حيث يظهر الواقع الحالي أن كلا المؤسستين تسعى بقوة إلى توسيع نطاق تواجدهما في السوق الجزائري والأفريقي. يتميز دور صيدال الذي يُعد مفتاحاً رئيسياً للنهوض بالقطاع الدوائي في الجزائر بأهميته البارزة والتأثير الذي يحققه. تتمتع المؤسسة بدعم فعال من الدولة، وهما قادرتان على استثمار الفرص المتاحة في سوق الصناعة، الذي يشهد نمواً مستداماً وغير مشبع مما يشجع على التوسع والتنوع. ولا يمكن تجاهل أهمية اندماجهما في مجموعة المؤسسات المحلية، حيث يساهم هذا التكامل في تعزيز دورهما في السوق الجزائري. باختصار، تظهر صيدال وبيوفارم كمؤسستين وطنيتين لهما دور فعال و متميز في تطوير قطاع الأدوية في الجزائر، ويعزى هذا النجاح إلى دعم الدولة والفرص المتاحة في سوق غير مشبع، مما يعزز من إمكانيات نموها وتوسعها المستقبلي. وتجدر الإشارة أنهما يشكلان جزءاً من مجموعة المؤسسات محل دراستنا.

1. مجمع صيدال Sidal: صيدال هو أول مخبر صيدلاني ينتج الأدوية الجينية في الجزائر، تأسس المجمع في عام 1982 لتلبية حاجة إقامة صناعة صيدلانية محلية قادرة على توفير الأدوية للمواطنين، حالياً صيدال منظمة على شكل مجمع صناعي متخصص في تطوير وإنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري. فهو مؤسسة ذات أسهم برأسمال 2500 مليون دينار جزائري. تم إدراج رأسمالها في البورصة سنة 1999، 80% من رأسمال صيدال ملك للدولة و 20% المتبقية ملك للمستثمرين من المؤسسات والأشخاص.

تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري. وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (1971 ثم 1975) وحدتي BIOTIC و PHARMAL، وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يُسمى المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم الصادر في أبريل 1982. وكانت مهمة المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم. ثم إن هذه المؤسسة غيّرت اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال. وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، أصبحت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين المؤسسات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع المؤسسة ذات الأسهم. وفي عام 1993، تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للمؤسسة ما مكّنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض المؤسسات من خلال إنشاء مؤسسات جديدة أو فروع تابعة. في فيفري 1999 قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع، وانصب مبلغ العرض على 20% من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم. وفي سبتمبر 1999 وبعد استيفاء

شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية (قُدّر مبلغ الإدراج ب 800 دينار جزائري). (https://www.sgbv.dz/ar/?page=societe_cote)

يملك مجمع صيدال ستة مصانع للإنتاج متمركزة في الجزائر العاصمة، شرشال المدية، قسنطينة وعنابة، بمعدل إنتاج يقدر 140 مليون وحدة بيع في السنة، وثلاثة مراكز توزيع جهوية تقع في الجزائر العاصمة باتنة وهران، والتي تضمن تسويق منتجات صيدال جميع أنحاء الوطن إضافة إلى مركز للبحث والتطوير ومركز للتكافؤ الحيوي، وتحتوي المجموعة منتجات صيدال على أكثر من 200 دواء موزعة على 20 قسم علاجي، كما أن مكانتها كمؤسسة عمومية تسند لها مهمة دعم السياسة الوطنية للصحة التي تهدف إلى تطوير الصناعة الصيدلانية من خلال اختباراتها الاستثمارية الموجهة نحو تلبية احتياجات المواطنين.

2. مؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية BIOPHARM: هي مجموعة صناعية وتجارية استثمرت في بداية العقد 1990 في قطاع الصناعات الدوائية والتي تمتلك اليوم وحدة إنتاج تتوافق مع المعايير الدولية وشبكة توزيع تعمل مع التجار والصيدليات. بعد ما يقرب من عقدين من النشاط المكثف حققت BIOPHARM مرحلة هامة في تطويرها تتطلب إعادة تنظيم من خلال تكيفت تدريجياً هيكلها التنظيمي كمجموعة حول مختلف أعمالها:

✓ إنتاج الأدوية عبر Biopharm، والذي يظل نواة المجموعة؛

✓ توزيع الجملة للمنتجات الصيدلانية من خلال Biopharm Distribution؛

✓ التوزيع إلى الصيدليات من خلال Biopure؛

✓ الترويج وتوفير المعلومات الطبية من خلال HHI (Human Health Information)؛

✓ اللوجستيات لصناعة الأدوية من خلال Biopharm Logistic؛

حيث تعد بيوفارم مؤسسة مساهمة برأس مال قدره 5041 مليون دينار جزائري، ومن أجل ضمان تطويرها وتعزيز إدارتها ومهاراتها الإدارية، قامت BIOPHARM بفتح رأس مالها للخصوصية الدولية، هذه الصيغة للشراكة تشجع وتلتزم في الوقت نفسه الشركاء في تطوير المجموعة على المدى الطويل. ففي عام 2005 افتتحت مؤسسة بيوفارم وحدتها الإنتاجية الواقعة في المنطقة الصناعية بوادي السمار بالجزائر العاصمة بطاقة 50 مليون وحدة بيع في السنة، تم تصميم هذه الوحدة وفقاً للمعايير الدولية لإنتاج المستحضرات الصيدلانية التي تسمح البيوفارم بتصنيع أشكال جرعات مختلفة، وفي عام 2008 حصلت مؤسسة بيوفارم على شهادة ISO9001، أما في عام 2012 احتلت مؤسسة بيوفارم المرتبة الخامسة بين مؤسسات الأدوية في إفريقيا، وقامت سنة 2014 بتحقيق رقم أعمال بقيمة 49 مليار دينار والذي يمثل 13% من حجم سوق الأدوية، في مارس 2016 كانت بيوفارم ثالث مؤسسة خاصة تدخل بورصة الجزائر، في عام 2018 أطلقت بيوفارم نطاقات جديدة في مجال مستحضرات التحميل الجلدية مع مجموعة Oze، وفي مجال المكملات الغذائية مع مجموعة Inutribia، في عام 2019 أصبحت المجموعة عضواً في مجلس إدارة

مركز أبحاث العلوم الصيدلانية (CRSP) في قسنطينة يقع هذا المركز تحت إشراف وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، وهو مسؤول عن تنفيذ برامج البحث العلمي والتطوير التكنولوجي في مجال العلوم الصيدلانية. وحاليا تشرف بيوفارم على إنتاج وتوزيع أكثر من دواء واحد من أصل 10 أدوية موجودة في الصيدليات، علاوة على ذلك توزع المؤسسة أكثر من 500 دواء وتنتج 59 دواء محليا. (https://www.sgbv.dz/ar/?page=societe_cote)

الفرع الثاني: قطاع الخدمات

يُسهّم قطاع الخدمات بشكل كبير في العديد من المجالات من خلال توفير فرص العمل والعوائد الكبيرة، والمساهمة في الإنتاج الإجمالي، مما يلعب دوراً إيجابياً في تعزيز عجلة التنمية الاقتصادية. وتسعى الجزائر جاهدة لتعزيز تنافسيتها في الأسواق الدولية وجذب الاستثمارات الأجنبية، ولذا يتعين عليها التركيز على تحديث وتطوير هذا القطاع لتعزيز دوره في تعزيز التنمية وتحقيق التنويع الاقتصادي، مما يساعدها في التخلص من التبعية المطلقة على قطاع المحروقات.

وفقاً للأرقام بلغت القيمة المضافة لقطاع الخدمات 9838.6 مليار دينار جزائري في عام 2022، مقابل 9065.9 مليار دينار جزائري عام 2021، وقد شكلت حصة الخدمات نسبة 35.5% من إجمالي الناتج الداخلي، و51.6% من إجمالي الناتج الداخلي خارج قطاع المحروقات في عام 2022، مقابل 241.06 مليار دينار جزائري و52.8% على التوالي في عام 2021. حيث سجلت الخدمات المسوقة نمواً بنسبة 5.5% في عام 2022، مقارنة بـ 4.9% في عام 2021، مما يعكس انتعاشاً قوياً في هذا القطاع بعد الجائحة، وقد جاء هذا النمو نتيجة لزيادة في معظم فروع الخدمات المسوقة، خاصة في مجالات النقل، الاتصالات، المطاعم، المقاهي، الفنادق والخدمات المقدمة للمؤسسات التي شهدت نمواً بنسب 4.1%، 30.1% و4.5% على التوالي في عام 2022، مقارنة بـ 3.7%، 15.2% و2.1% في العام السابق. وقد أدت هذه التطورات إلى زيادة القيمة المضافة للخدمات المسوقة إلى 6142.7 مليار دينار جزائري سنة 2022، مقابل 5667.8 مليار دينار جزائري سنة 2021، ممثلة نسبة 22.18% من إجمالي الناتج الداخلي و32.2% من إجمالي الناتج الداخلي خارج قطاع المحروقات. كما شهدت الخدمات غير المسوقة تطوراً إيجابياً أيضاً في عام 2022 بفضل زيادة النفقات الحكومية، حيث سجلت نسبة نمو قدرها 2.8% مقارنة بـ 1.5% سنة 2021، ووصلت القيمة المضافة لهذه الخدمات إلى 3695.9 مليار دينار جزائري سنة 2022، مقارنة بحوالي 3398.1 مليار دينار جزائري سنة 2021، وكانت حصتها في إجمالي الناتج الداخلي 14.32%، وفي إجمالي الناتج الداخلي خارج قطاع المحروقات 19.38% سنة 2022 مقابل 215.39 مليار دينار جزائري و19.79% على التوالي سنة 2021 (بنك الجزائر، 2022). والجدول الموالي يوضح مساهمة قطاع الخدمات في الناتج المحلي الوطني والقيمة المضافة للفترة (2018-2020).

الجدول رقم (15): مساهمة قطاع الخدمات في الاقتصاد الجزائري

2020	2019	2018	الوحدة: مليون دينار جزائري	
9.3993648	6.4413203	6.4226831	قطاع الخدمات	الإنتاج
21743059.5	245319007	24432197.6	إجمالي القطاعات	الخام
9.2835730	3.3081152	3.2926066	قطاع الخدمات	القيمة
13548132	15702042.6	15846851.9	إجمالي القطاعات	المضافة
8.2414015	3.2635693	8.2517428	قطاع الخدمات	الدخل
11851104.8	13984274.9	14241746.8	إجمالي القطاعات	المحلي

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (الديوان وطني للإحصائيات، <https://www.ons.dz/spip.php?rubrique210>)

شهدت مشاركة قطاع الخدمات في الاقتصاد الوطني تذبذبا خلال الفترة المشار إليها في الجدول أعلاه. فقد تراجع إجمالي الإنتاج للقطاع من 422 مليار دينار جزائري في عام 2018 إلى حوالي 399 مليار دينار جزائري في عام 2020، حيث بلغت نسبة مساهمته في الناتج الإجمالي الوطني 18.4%. فيما يتعلق بالقيمة المضافة شهد القطاع تراجع حيث بلغت قيمتها 283 مليار دينار جزائري في عام 2020، مما يُمثل نسبة مساهمة تقدر بحوالي 21%. أما بالنسبة للدخل الخام لقطاع الخدمات، فقد شهد تذبذبا طفيفا حيث بلغت مساهمة القطاع حوالي 20.4% في عام 2020، بإجمالي مبلغ قدره 241 مليار دينار جزائري.

وتمثلت المؤسسات محل دراستنا المنتمية لقطاع الخدمات في: مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، المؤسسة المينائية ببجاية والمؤسسة مينائية جن جن.

1. مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي El Aurassi: افتتحت مؤسسة الأوراسي، المصنفة 5 نجوم في 2 ماي 1975، تحت إشراف وزارة السياحة والثقافة. كانت تُدار المؤسسة في البداية من قبل المؤسسة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من قبل المؤسسة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيرا من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983. في إطار عملية إعادة الهيكلة التنظيمية في عام 1983، تم تحويل الفندق إلى مؤسسة اشتراكية وتأسيس مؤسسة التسيير الفندقي (EGH) وفقا للمرسوم رقم 83-226 الصادر في 2 أبريل 1983. في 12 فيفري 1991، تم تعديل وضع الفندق القانوني ليصبح مؤسسة اقتصادية عامة بشكل مؤسسة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار، تحت اسم مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي". وفي عام 1995 بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة تم وضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات، وأصبحت المؤسسة القابضة العامة هي المساهم الوحيد فيه. وفقا لتوجيهات السلطات العمومية نحو فك الارتباط بالدولة، قرر المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فيفري 1998 إدراج مؤسسة الأوراسي في البورصة، وتم طرح حوالي 20% من رأس مالها للاكتتاب العام، وفي جوان 1999 قامت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي بفتح رأس مالها للعرض العلني للبيع، حيث بلغ مبلغ العرض 480 مليون دينار

جزائري، وهو يُمثل 20٪ من رأس المال الاجتماعي. في 14 فيفري 2000 تم إدراج سند رأس المال للمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية بمبلغ 400 دينار جزائري. (https://www.sgbv.dz/ar/?page=societe_cote)

2. المؤسسة المينائية بجاية EBE: تأسست المؤسسة مينائية بجاية وفق مرسوم رقم 82-285 الذي أصدر في 14 أوت 1982، وهي مؤسسة اشتراكية ذات طابع اقتصادي وفقاً لأحكام المرسوم التنفيذي رقم 17-74 المؤرخ 16 نوفمبر 1971، المتعلق بالإدارة الاشتراكية للمؤسسات والنصوص الصادرة لتنفيذها في مجال الموانئ البحرية. حيث كانت المؤسسة، المعروفة بتجارها في علاقاتها مع الغير، تخضع للتشريعات السارية وكانت ملتزمة بالقواعد التي وضعها المرسوم المذكور. نشأت المؤسسة EPB نتيجة لإعادة هيكلة المكتب الوطني للموانئ (ONP)، مؤسسة الخدمات الوطنية (SONAMA) والمؤسسة الوطنية الجزائرية للملاحة (CNAN) وتم تزويدها من قبل الدولة بالأصول والأنشطة والهيكل والوسائل التي كانت تمتلكها ONP وSONAMA، بالإضافة إلى نشاط القطر الذي كان يسبق لـ CNAN أن كانت تديره، بالإضافة إلى العاملين المرتبطين بإدارته وتشغيله. تمت في تنفيذ قوانين رقم 01/88، 03/88 و04/88 المؤرخة 02 جانفي 1988، تحويل المؤسسة إلى مؤسسة مستقلة، وتم تحويلها إلى مؤسسة اقتصادية عامة بشكل رسمي باعتبارها مؤسسة ذات مسؤولية محدودة (EPB-SPA) في 15 فيفري 1989. حيث تم تحديد رأس مالها بعشرة ملايين دينار جزائري في 9 نوفمبر 1988 الذي وصل حالياً إلى أكثر من 3.5 مليار دينار جزائري، وتقوم المؤسسة EPB بالأنشطة الرئيسة التالية: استغلال الأدوات والمرافق البحرية؛ تنفيذ أعمال الصيانة والتحسين وتحديد البنية التحتية البحرية؛ ممارسة احتكار العمليات البحرية، التفريغ والتحميل في الميناء؛ ممارسة احتكار في عمليات القطر، التحميل والربط؛ الشرطة والأمان البحري داخل الحدود الجغرافية للمجال العام البحري. وذلك من أجل تحقيق الأهداف التالية:

✓ تحسين تنافسية سلسلة الإمداد، والحفاظ على الموقع الريادي في مجال الأنشطة البحرية؛

✓ تطوير ثقافة المؤسسة لإدارة مثلى للموارد؛

✓ المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال تحقيق الاستدامة وخلق فرص عمل؛

✓ إضافة القيمة في مجال اللوجستيات والنقل.

3. مؤسسة ميناء جن جن: بعد الاستقلال عاد ميناء جن جن إلى السيادة الوطنية وظل فرعاً تابعاً لميناء بجاية حتى عام 1984، حيث تمت عملية إعادة هيكلة لتحويله إلى ميناء مستقل برأس مال قدره حوالي 5 ملايين دينار جزائري. نظراً لتزايد النشاط في ميناء بجاية، وتوسعه في الصيد البحري والنقل البحري، تم بناء ميناء جديد في مدينة الأشواط. تمت إنشاء فكرة تشييد الميناء الجديد بناءً على اقتراح مصنع الحديد والصلب في بلارة، الذي كان يتوقع التعامل مع الميناء بحوالي 3 ملايين طن ما يُعادل 66.66٪ من الطاقة الإجمالية للميناء. بدأت أعمال بناء الميناء في نوفمبر 1984 واستمرت حتى عام 1991، تحت إشراف المؤسسة هولندية (أطو) برئاسة مؤسسة كوندوت الإيطالية بتكلفة تقدر بحوالي 5.2 مليار دينار جزائري، وتم تمويلها من قبل الدولة الجزائرية، الصندوق السعودي للتنمية، البنك الإسلامي

للتنمية، والصندوق العربي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية . كانت أول باخرة ترسو في الميناء قبرصية في جويلية 1989، حاملة معدات للميناء تابعة لمؤسسة كومنت، وفي عام 1993 أصبح الميناء يعرف باسم مؤسسة ميناء جن جن، في حين أصبح ميناء جيجل ملكا للبحرية الوطنية. بناءً على ذلك أصبحت مؤسسة ميناء جن جن مؤسسة اقتصادية عمومية تابعة للمؤسسة القابضة متعددة الخدمات، وهي مؤسسة ذات أسهم (SPA) برأس مال حالي يقدر بحوالي 104000 مليون دينار جزائري. يقع الميناء في الجهة الشرقية لولاية جيجل في منطقة أشواط، ويشغل مساحة حوالي 140 هكتارا مع إمكانية التوسع إلى 170 هكتارا، حيث يتميز الميناء بأنه أعمق ميناء في الجزائر. وتتنوع العمليات التجارية في الميناء، ولكن استيراد الحبوب وتصدير الملح والفلين يشكلان النشاطات الرئيسية حيث يحتلان المرتبة الأولى فيها، ويتمثل الهدف الرئيسي للميناء في تحقيق الربح والنمو وتوسيع الخدمات المقدمة، إلى جانب المساهمة في تحفيز حركة التجارة الخارجية وفك الخناق عن الموانئ الأخرى.

المبحث الثاني

الإطار العام للدراسة التطبيقية

في هذا المبحث سنقوم بتناول ثلاثة مطالب رئيسية تتعلق بمتغيرات وأدوات الدراسة، ودراسة وصفية للمتغيرات الدراسية. حيث سنقوم بتحليل كل مطلب على حدة وفقاً للأساليب البحثية المناسبة، وسنركز على استخدام الأدوات المناسبة لجمع البيانات وتحليلها. كما سنقوم بتحليل للوضع المالي للمؤسسة وإبراز مختلف العلاقات بين النسب والمؤشرات المالية داخلها من خلال استخدام نماذج إحصائية وهذا من أجل بيان وضع المؤسسة في المستقبل والعمل على تطويرها واستمرار التسيير الفعال لها. وبالتالي فإن تحليل الهيكل المالي والمخاطر غير النظامية في المؤسسات المدروسة يتم من خلال تحليل وتتبع تطور بين متغيرات المستقلة والتابعة للدراسة وهذا انطلاقاً من النسب والمؤشرات المالية. وبناءً على ذلك تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب رئيسية كما يلي:

✓ **المطلب الأول:** متغيرات وأدوات الدراسة؛

✓ **المطلب الثاني:** دراسة وصفية لمتغيرات الدراسة المستقلة؛

✓ **المطلب الثالث:** دراسة وصفية لمتغيرات الدراسة التابعة.

المطلب الأول: متغيرات وأدوات الدراسة

كما وضحنا سابقاً تقتصر الدراسة على 17 مؤسسة اقتصادية جزائرية تنتمي إلى قطاعات متنوعة، وذلك لتحديد وقياس أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية للمؤسسة الاقتصادية، والجدول الموالي يوضح القطاعات الرئيسية التي تم ادراجها في الدراسة.

الجدول رقم (16): التوزيع مؤسسات الدراسة حسب القطاع الاقتصادي

النسبة %	عدد المؤسسات	القطاع
23.53	04	قطاع المحروقات والطاقة
5.88	01	قطاع المناجم
52.94	09	قطاع الصناعة
17.65	03	قطاع الخدمات
100	17	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة.

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية

الفرع الأول: متغيرات الدراسة

بناء على النظريات الاقتصادية حول موضوع الدراسة تم اختيار المتغيرات المبينة في الجدول أدناه، والتي تنقسم إلى فئتين من المتغيرات:

✓ **المتغيرات المستقلة:** وهو متغير الهيكل المالي، وتتمثل في مكونات أو تركيبة أو تشكيلة الهيكل المالي للمؤسسات المعنية بالدراسة؛

✓ **المتغيرات التابعة:** إن تحديد هذه متغيرات يستند إلى الإطار النظري والدراسات التجريبية السابقة لموضوع الدراسة، وهي عبارة عن المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية. والجدول التالي يوضح متغيرات المستخدمة في الدراسة من متغيرات تابعة وأخرى مستقلة.

الجدول رقم (17): متغيرات الدراسة وكيفية تحديدها

المتغيرات المستقلة (المتغيرات المستخدمة لتحديد مكونات هيكل المالي)	
نسبة الديون إلى الأصول هي مقياس مالي يُستخدم لفهم درجة تمويل عمليات المؤسسة بواسطة الديون. إنها واحدة من العديد من نسب الرافعة المالية التي يمكن استخدامها لفهم هيكل المالي للمؤسسة. تحسب نسبة الديون إلى الأصول باستخدام الديون الممولة للمؤسسة وفق العلاقة التالية:	نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات DTA
$DTA = (\text{إجمالي الديون} / \text{إجمالي الموجودات}) * 100$	
تُستخدم هذه النسبة لقياس مقدار الديون مقابل حقوق الملكية في المؤسسة. إذا كانت هذه النسبة مرتفعة، فقد تشير إلى أن المؤسسة تعتمد بشكل كبير على الديون بدلاً من الأموال الخاصة. وتحسب وفق العلاقة:	نسبة الديون إلى حقوق الملكية DTR
$DTR = \text{إجمالي الديون} / \text{حقوق الملكية}$	
مؤشر يُستخدم لتحديد مدى اعتماد المؤسسة على الديون طويلة الأجل في تمويل نشاطها مقارنة بإجمالي الأصول التي تمتلكها، هذه النسبة تعتبر متغيراً مستقلاً لتحليل هيكل المالي في المؤسسات، حيث تستخدم لتقييم الهيكل المالي للمؤسسة. وتحسب من خلال العلاقة التالية:	نسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل لإجمالي الأصول FLT
$FLT = (\text{ديون طويلة الأجل} / \text{مجموع الأصول}) * 100$	
هي مؤشر يستخدم لتقييم تركيبة هيكل المالي للمؤسسة، وتساعد على فهم كيفية تمويل المؤسسة لأنشطتها ومشروعاتها. أي يساعد في تحليل هيكل المالية ومعرفة كيفية تمويل المؤسسة لأنشطتها اليومية. وتحسب وفق	نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول FCT

<p>العلاقة التالية:</p> $FCT = (\text{ديون قصيرة الأجل} / \text{مجموع الأصول}) * 100$	
<p>المتغيرات التابعة (المتغيرات المستخدمة لتحديد المخاطر غير النظامية)</p>	
<p>تم تحديد مخاطر الإفلاس بالاعتماد على نموذج Zmijewski (1984): باستخدام أسلوب تحليل البروبيت، ولقد أشرنا في الجانب النظري أن النموذج يستخدم معدلات النسب المالية لعائد الأصول والرافعة المالية والسيولة للحصول على نمط أكثر ملائمة، وتم اختيار هذه النسب المالية ليس استناداً إلى النظرية ولكن استناداً إلى الخبرة والأبحاث السابقة، والصياغة النهائية للنموذج على النحو التالي:</p> $F_{\text{adjusted}} = -8.7117 - 6.5279R_1 + 9.8045R_2 - 0.1814R_3$ $RB = P * 100 = 1 / (1 + e^{F_{\text{adjusted}}}) * 100$ <p>إذا تجاوزت النتيجة المحصلة الصفر، فإنه يتم التنبؤ بأن المؤسسة ستواجه صعوبات مالية (مخاطر الإفلاس)، والعكس صحيح إذا كانت النتيجة أقل من الصفر، فإن المؤسسة تُصنف على أنها لا تواجه صعوبات مالية / إفلاس.</p>	<p>مخاطر الإفلاس RB</p>
<p>تقييم المخاطر التشغيلية بالاعتماد على تشتت المردودية الاقتصادية (الانحراف المعياري للمردودية الاقتصادية)، وفق العلاقة التالية:</p> $RO = \frac{1}{CP+D} \cdot \Theta_{RE} * 100$ <p>وكلما كان تشتت المردودية الاقتصادية كبيراً كلما دل ذلك عن ارتفاع المخاطر التشغيلية، والعكس صحيح.</p>	<p>المخاطر التشغيلية RO</p>
<p>نسبة الاستقلالية المالية (FI): تعبر الاستقلالية المالية عن قدرة المؤسسة على تمويل نشاطها وتلبية التزاماتها المالية باستخدام مواردها الخاصة دون الحاجة للاقتراض. وهي مؤشر مهم لاستقرار المؤسسة فتحذر المؤسسة يرفع من موثوقيتها، حيث تساهم زيادة الاستقلالية المالية في تقليل تعرض المؤسسة للمخاطر المالية، مثل زيادة التمويل الزائد وضغوط السداد. على الجانب الآخر تراجع التحرر المالي قد يقلل من مرونة المؤسسة في التصدي لتحديات المالية وزيادة مستويات الديون. وتحسب وفق العلاقة التالية:</p> $FI = (\text{الديون المالية طويلة ومتوسطة الأجل} / \text{الأموال الخاصة}) * 100$	<p>المخاطر المالية RF</p> <p>(تم اعتماد على 05 مؤشرات أساسية لتحديد المخاطر المالية للمؤسسات المدروسة حيث يعد كل منها جزء من صورة كاملة للمخاطر المالية التي تواجه المؤسسة، وذلك وفق أبعاد ومنظورات متعدد)</p>
<p>معدل القدرة على السداد (CP): المتغير التابع أما مخاطر المالية فتشمل مجموعة من التحديات والمشاكل التي يمكن أن تؤثر على استقرار وأداء المؤسسة، وهذه المخاطر قد تتضمن على سبيل المثال عدم القدرة على</p>	

<p>سداد الديون المستحقة، ارتفاع تكاليف الفائدة، لقياس مخاطر عدم قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها. وتحسب وفق العلاقة الآتية:</p> <p>CP = الديون المالية طويلة ومتوسطة الأجل / القدرة على التمويل الذاتي</p>
<p>تشتمت المردودية المالية (CRf): المتغير التابع لقياس مدى تشتت المردودية المالية لمؤسسة ما، إذا كان الانحراف المعياري كبيرا، فهذا يشير إلى أن هناك تقلبات كبيرة في الأداء المالي للمؤسسة على مر الزمن. ويمكن أن يُعتبر تشتتاً كبيراً في المردودية المالية مؤشراً على وجود مخاطر مالية أعلى. وتحسب وفق العلاقة الآتية:</p> $CRf = \Theta_{Re}(1 - IS) + \Theta_{Re} \frac{D}{CP}(1 - IS)$
<p>معدل العائد على رأس المال المستثمر (TCR): متغير يقيس مدى قدرة المؤسسة على توليد عوائد مرضية انطلاقاً من أس مالها المستثمر، ومدى نجاعتها في اختيار استثمارات مناسبة. وتحسب وفق العلاقة الآتية:</p> <p>TCR = (النتيجة الصافية / رأس المال المستثمر)*100</p>
<p>نسبة الملاءة المالية أو نسبة رأس المال العامل (NWCR): وتستخدم لقياس مخاطر السيولة أي تقيس قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها في المدى البعيد والقصير. تعتبر النسبة مؤشراً على قوة السيولة المرتبطة بالأنشطة التشغيلية للمؤسسة. عندما تكون هذه النسبة مرتفعة، فإنها تدل على قدرة المؤسسة على توليد رأس المال العامل الصافي بكفاءة لتمويل نشاطها. ومن جهة أخرى، إذا كانت النسبة منخفضة، فقد تواجه المؤسسة صعوبة في توليد السيولة الكافية لتلبية الالتزامات القصيرة الأمد، مما يزيد من مخاطرها المالية. وتحسب وفق العلاقة الآتية:</p> <p>NWCR = (رأس مال العامل / مجموع الأصول)*100</p>

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الأسس النظرية والدراسات السابقة

وعليه في دراستنا هذه تم الاعتماد على 04 متغيرات مستقلة للإشارة لتكيفية الهيكل المالي، و 07 متغيرات تابعة للتعبير عن المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية.

الفرع الثاني: حدود الدراسة

انطلاقاً من أهداف وطبيعة الدراسة والإمكانات المتاحة للباحثة، فإن حدود الموضوع كانت كالآتي:

- ✓ **الحدود المكانية:** في الأساس فمننا باستخدام عينة تتكون من 17 مؤسسة اقتصادية جزائرية، حيث تم اختيار مجموعة من المؤسسات التي تنشط في الشرق ومؤسسات من الوسط وأخرى من الغرب بالإضافة لمجموعة أخرى تنشط في الجنوب، وذلك حتى تكون العينة معبرة أكثر عن مؤسسات الاقتصادية في الجزائر؛

✓ الحدود الزمنية: امتدت الدراسة الراهنة من سنة 2014 إلى غاية 2021؛

✓ الحدود الموضوعية: سوف تركز الدراسة على تحليل وقياس أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في المؤسسات الاقتصادية.

الفرع الثالث: الأساليب والأدوات الدراسة المستخدمة

تم تبني ثلاث مراحل رئيسية لتحقيق أهداف الدراسة. أولاً، استخدمنا القوائم المالية لحساب مؤشرات الهيكل المالي وتقدير المخاطر غير النظامية. ثانياً، قمنا بالتحليل المالي لقياس وتحليل متغيرات الدراسة لدى المؤسسات المعنية. وأخيراً، اعتمدنا على نماذج بيانات (Panel) لبناء نموذج التقدير الأمثل لتحديد أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في تلك المؤسسات. في مجال البحث العلمي تزداد الحاجة إلى الأساليب الإحصائية لضمان الموضوعية ودقة النتائج، حيث تعتبر فعالة في تقدير تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع. تمتاز هذه النماذج بقدرتها على التعامل مع تغيرات الزمن والفروق بين الوحدات المقطعية، مما يجعلها أداة فعالة لقياس التأثيرات التي قد لا يمكن قياسها بواسطة البيانات المقطعية أو السلاسل الزمنية.

المطلب الثاني: دراسة وصفية لمتغيرات الدراسة المستقلة

تتغير متغيرات الدراسة بين الفترات نتيجة لتغير الظروف المتنوعة المحيطة والتي تؤثر على المؤسسة، من خلال هذا المطلب سيتم تتبع تغير المتغيرات المستقلة في المؤسسات محل الدراسة خلال الفترة من 2014 إلى 2021.

الفرع الأول: دراسة إحصائية وتحليلية لنسبة الديون إلى إجمالي الموجودات DTA

تعد نسبة ديون لإجمالي الموجودات المؤسسة أمراً ضرورياً لتقييم ما إذا كانت المؤسسة معرضة لمخاطر، حيث تحدد نسبة مساهمة الديون سواء كانت طويلة أو قصيرة المدى في تمويل الأصول، فإذا كانت النسبة المديونية أو أكثر، يعتبر ذلك مؤشراً أن مطلوبات المؤسسة أكبر من أصولها، أما إذا كانت النسبة 30% فأقل مما يوضح أن قيمة أصول المؤسسة أكثر من ديونها، والجدول الموالي يوضح تطور نسبة ر إلى إجمالي الموجودات للفترة (2014-2021).

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية

الجدول رقم (18): تطور نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات DTA للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2021-2014)

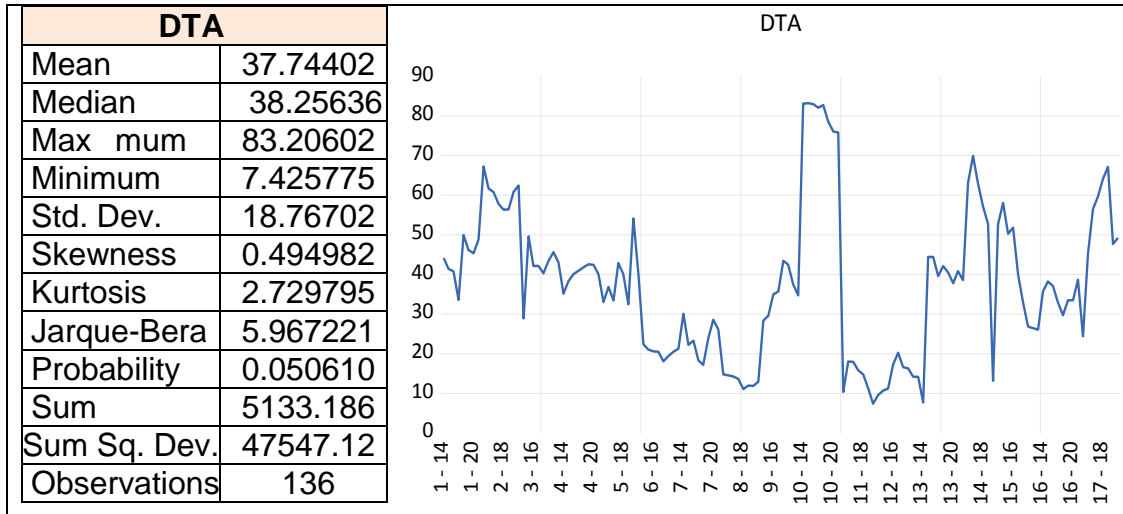
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	الوحدة: %
40	42.4	42.5	41.8	41	40	38.3	35.1	Sonatrach
38.7	33.55	33.5	29.7	32.9	37	38.2	35.7	Sonalgaz
21.3	20.5	19.4	18.1	20.5	20.6	21	22.4	E.N.S.P
26.1	28.6	23.9	17.2	18.3	23.3	22.3	30	E.N.T.P
14.2	14.2	16.3	16.6	20.2	17.3	11.2	10.7	Somiphos
40.2	54.1	32.5	40	42.9	33.5	36.8	33	Cevital
75.8	76	78.5	82.7	82	83	83.2	83.2	M.AmorBenamor
9.6	7.4	11.2	14.7	15.8	17.9	18	10.4	M.Beniharoun
52.7	13.1	52.7	57.1	62.9	69.9	63	38.6	M.Mermoura
40.8	37.7	40.5	42.1	39.6	44.4	44.4	7.7	EMBAG
26.1	26.4	26.8	32.9	40	51.8	50.3	58	POLYBEN
49.3	47.3	67.1	64.1	59.7	56.5	45.2	24.4	AFRICAVER
48.9	45.3	46.1	49.9	33.6	40.8	41.4	44.17	Saidal
43	45.6	43.4	43.3	42.1	42.1	49.6	28.9	Biopharm
62.4	60.8	56.4	56.3	57.8	60.8	61.7	67.2	Aurassi
12.9	11.9	12	11	13.6	14.3	14.5	14.8	E.P. Djendjen
34.7	37.5	42.5	43.5	35.7	35	29.6	28.3	E.P.B

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة.

تظهر البيانات في الجدول أعلاه أن هناك تقلبات كبيرة في نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات لمعظم المؤسسات على مدى السنوات، يشير ذلك إلى وجود تغيرات في استراتيجيات التمويل أو في الظروف الاقتصادية، بعض المؤسسات مثل Sonatrach و ENSP تظهر استقرارا في نسبة الديون إلى الموجودات، مما يشير إلى استمرارية سياسات التمويل. في المقابل تظهر مؤسسات أخرى مثل Cevital تقلبات كبيرة في النسبة، مما يشير إلى تغيرات في هيكل التمويل وتحديات مالية. تُظهر النسبة الضمان الذي تمنحه المؤسسة لدائنيها، وكلما كانت النسبة أقل كلما كان المقترضون أكثر ارتياحا. ويجب أن لا تتجاوز نسبة الديون إلى الموجودات النسبة المعيارية المقدرة بين 50% إلى 60%، ومع ذلك يظهر من الجدول أن بعض المؤسسات قد تجاوزت هذه النسبة مثل مطاحن عمر بن عمر، مجمع الأوراسي، مطاحن مرمورة، والمؤسسة الإفريقية للزجاج، حيث وصلت النسبة إلى 83%، يشير ذلك إلى مواجهة هذه المؤسسات لمخاطر وفقدان استقلاليتها المالية، مما يستدعي إعادة النظر في هذه النسبة واتخاذ إجراءات لتحسينها، بينما لم تتجاوز هذه النسبة 50% لدى باقي المؤسسات. والشكل التالي يوضح تطور نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات الدراسة للفترة (2021-2014).

الشكل رقم (20): تطور نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات DTA للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية

للمؤسسات محل الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

يظهر الشكل أعلاه أن نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات عرفت تذبذبات ما بين الارتفاع والانخفاض طيلة فترة الدراسة بالنسبة لجميع المؤسسات محل الدراسة من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن قيمة المتوسط الحسابي 37.7 أما قيمة الوسيط فهي 38.25 في حين أن أكبر قيمة لنسبة الديون إلى إجمالي الموجودات بلغت 83.2 وقد سجلتها مؤسسة مطاحن عمر بن عمر سنة 2016، وأدنى قيمة 7.4 فقد سجلتها مؤسسة مطاحن بن هارون سنة 2019، أما قيمة الانحراف المعياري فهي 18.76، كما نلاحظ أن قيمة معامل الالتواء موجبة حيث بلغت 0.49، مما يدل على أن التوزيع مائل أو ملتوي إلى اليمين، في حين أن معامل التفرطح قد بلغ 2.72 وهو أقل من 03 مما يدل على أن التوزيع مفطح.

الفرع الثاني: دراسة إحصائية وتحليلية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية DTR

تعد نسبة الديون إلى حقوق الملكية كمؤشر رئيسي للوضع المالي للمؤسسة على المدى الطويل، عندما تكون هذه النسبة أقل من الواحد يُعتبر ذلك إيجابياً لأنه يشير إلى أن لديها حقوق ملكية تفوق قيمة الديون، وبالتالي فإن المؤسسة لديها مزيد من الاستقلالية المالية. وعلى الجانب الآخر إذا كانت النسبة واحد أو أكبر يُفضل أن يتم مراقبة الوضع بعناية، حيث يُشير ذلك إلى أن المؤسسة قد تكون مدينة بمقدار يزيد عن قيمة حقوق الملكية، مما يمكن أن يزيد من مخاطر عدم قدرتها على تسديد التزاماتها المالية، والجدول الموالي تطور يوضح نسبة الديون إلى حقوق الملكية للفترة (2014-2021).

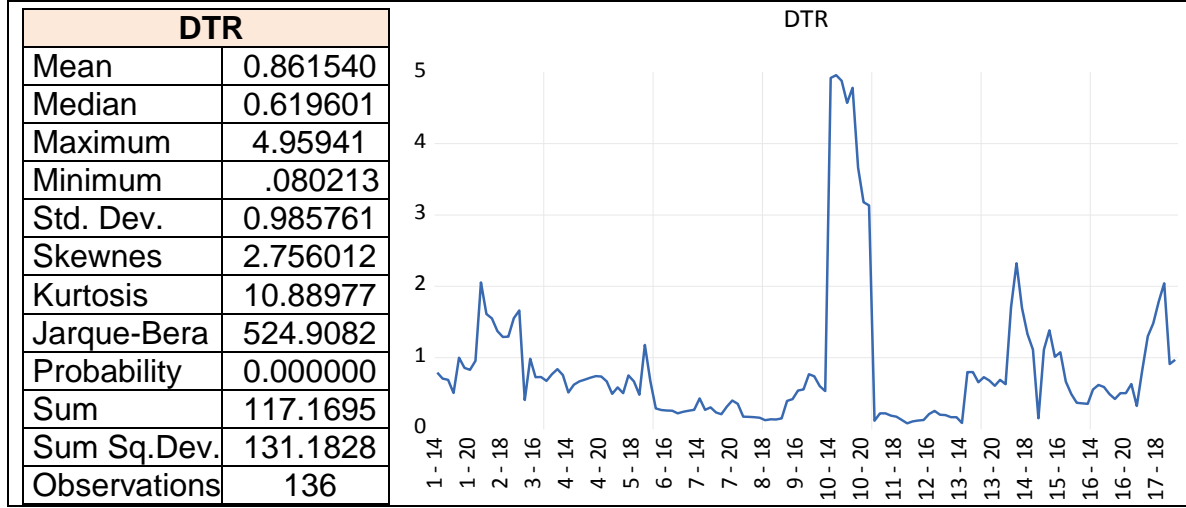
الجدول رقم (19): تطور نسبة الديون إلى حقوق الملكية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)

2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	الوحدة: %
0.66	0.73	0.74	0.71	0.69	0.66	0.62	0.51	Sonatrach
0.63	0.50	0.50	0.42	0.49	0.58	0.61	0.55	Sonalgaz
0.27	0.25	0.24	0.22	0.25	0.25	0.26	0.28	E.N.S.P
0.35	0.40	0.31	0.20	0.23	0.30	0.26	0.42	E.N.T.P
0.16	0.16	0.19	0.2	0.25	0.21	0.13	0.12	Somiphos
0.67	1.18	0.480	0,66	0.75	0.50	0.58	0.49	Cevital
3.13	3.17	3.66	4.78	4.569	4.88	4.95	4.92	M.AmorBenamor
0.10	0.08	0.12	0.17	0.18	0.22	0.22	0.11	M.Beniharoun
1.11	0.15	1.11	1.33	1.69	2.32	1.71	0.628	M.Mermoura
0.69	0.60	0.68	0.72	0.65	0.79	0.79	0.083	EMBAG
0.35	0.36	0.36	0.49	0.66	1.07	1.01	1.38	POLYBEN
0.97	0.91	2.04	1.78	1.48	1.30	0.82	0.32	AFRICAVER
0.95	0.82	0.85	0.99	0.50	0.68	0.70	0.79	Saidal
0.75	0.83	0.76	0.67	0.72	0.72	0.98	0.40	Biopharm
1.66	1.55	1.29	1.29	1.37	1.54	1.61	2.05	Aurassi
0.14	0.13	0.13	0.12	0.15	0.16	0.170	0.17	E.P. Djendjen
0.53	0.60	0.73	0.76	0.55	0.53	0.42	0.39	E.P.B

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة.

تعتبر نسبة الديون إلى حقوق الملكية مؤشرا حيويا لتقييم الوضع المالي للمؤسسة على مدى الفترة من 2014 إلى 2021. فنسبة الديون العالية تشير إلى وجود رافعة مالية كبيرة، وفي الوقت نفسه يمكن أن تزيد من مخاطر عدم قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها المالية. يُلاحظ زيادة نسبة الديون في بعض المؤسسات مثل مطاحن عمر بن عمر، مطاحن مرمورة، والمؤسسة الإفريقية للزجاج، حيث تجاوزت القيمة الواحد في معظم الفترات المدروسة بنسب تتراوح بين (3-4.95) و(0.62-2.33) على التوالي. في الجانب الآخر تظهر نسب الديون المنخفضة لدى بعض المؤسسات، مما يشير إلى قوة مالية للمؤسسة واستقرارها في سداد التزاماتها. على سبيل المثال سجلت مؤسسات مثل سونلغاز، سونطراك وسيفيتال نسبة تتراوح بين (40-70). أما مؤسسات صناعة الأدوية، فكانت نسبها معتدلة بين (0.4-0.9)، بينما لم تتجاوز نسبة الدين لباقي المؤسسات 0.4. هذا التنوع في هياكل التمويل يُظهر اختلافا واضحا في السياسات المالية لهذه المؤسسات، مما يبرز التحديات والفرص المالية المتنوعة التي تواجهها على مر السنوات. والشكل التالي يوضح تطور نسبة الديون إلى حقوق الملكية وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2014-2021).

الشكل رقم (21): تطور نسبة الديون إلى حقوق الملكية DTR للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات محل الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

يظهر الشكل أعلاه أن نسبة الديون إلى حقوق ملكية عرفت تذبذبات ما بين الارتفاع والانخفاض طيلة فترة الدراسة بالنسبة لجميع المؤسسات محل الدراسة من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن قيمة المتوسط الحسابي 0.86 أما قيمة الوسيط فهي 0.61 في حين أن أكبر قيمة لنسبة الديون إلى حقوق الملكية بلغت 4.95 وقد سجلتها مؤسسة مطاحن عمر بن عمر سنة 2015، وأدنى قيمة قدرت 0.08 وسجلتها مؤسسة مطاحن بن هارون سنة 2010، أما قيمة الانحراف المعياري فهي 0.98، كما نلاحظ أن قيمة معامل الالتواء موجبة حيث بلغت 2.75، مما يدل على أن التوزيع ملتوي إلى جهة اليمين، في حين أن معامل التفرطح قد بلغ 10.88 وهو أكبر من 03 مما يدل على أن منحني التوزيع مدببا.

الفرع الثالث: دراسة إحصائية وتحليلية لنسبة الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول FLC

تُظهر نسبة الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول مدى تمويل أصول المؤسسة باستخدام الديون التي تستمر لمدة عام أو أقل، والجدول الموالي يظهر تطور نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول للفترة (2014-2021).

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية

الجدول رقم (20): تطور نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة

(2021-2014)

2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	الوحدة: %
35.97	38.41	38.90	38.52	37.64	38	36.2	32.40	Sonatrach
16.01	8.85	8.85	5.36	9.96	13.71	12.75	8.70	Sonalgaz
11.86	11.25	12.4	12.60	15.31	14.75	14.58	16.06	E.N.S.P
15.44	20.46	16.49	14.83	17.25	21	18.62	26.25	E.N.T.P
8.83	8.83	11.52	12.79	14.44	10.46	7.320	6.94	Somiphos
35.45	50.3	26.12	32.43	38.37	29.44	30.3	26.40	Cevital
61.19	57.27	58.86	64.78	60.7	65.19	69.26	83.1	M.AmorBenamor
4.01	1.62	4.82	1.18	3.46	4.42	4.97	3.14	M.Beniharoun
6.97	6.61	6.97	7.07	10.83	21.88	29.88	21.42	M.Mermoura
17.38	16.32	9.85	11.7	7.16	5.41	6.3	3.68	EMBAG
25.84	25.93	26.84	32.92	40	51.83	49.97	57.46	POLYBEN
16.65	16.40	22.27	26.20	21.16	18.10	13.56	5.17	AFRICAVER
15	15.72	15.31	17.19	31.67	24.56	22.26	26.788	Saidal
37.13	39.93	37.19	39.308	41.042	40.36	47.06	26.36	Biopharm
8.10	11.02	9.92	13.01	12	12.64	10.85	13.64	Aurassi
6.72	6.23	6.80	6.60	9.45	9.611	9.71	10.88	E.P. Djendjen
8.66	7.88	9.15	8.28	7.91	7.06	7.72	8.12	E.P.B

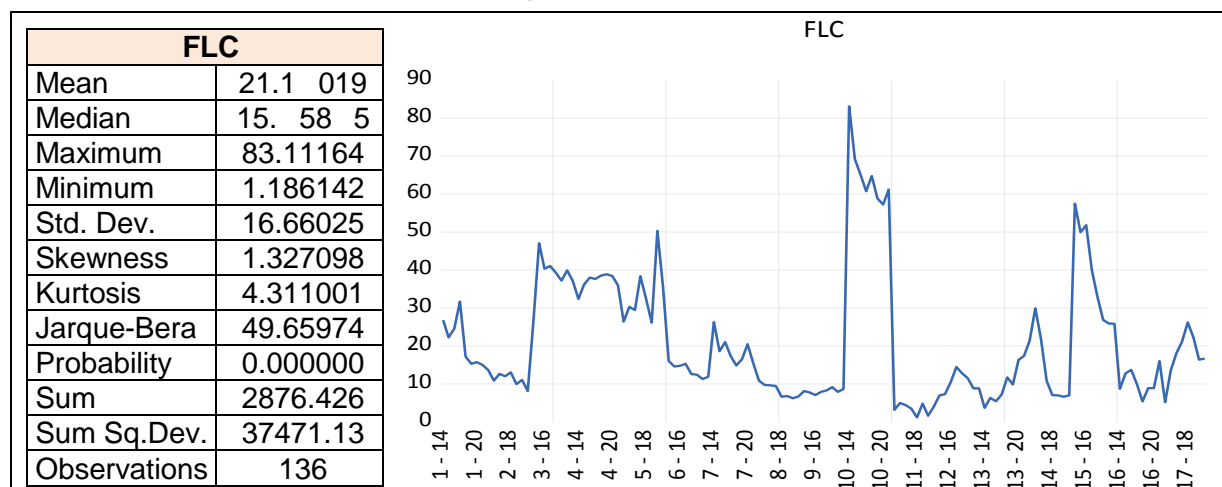
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة.

يلاحظ من جدول أعلاه تباينا كبيرا في نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول بين المؤسسات محل الدراسة، حيث سجلت معظم مؤسسات الدراسة تقلبات شديدة في النسبة حيث عرفت فترات انتعاش تتخللها فترات انخفاض حاد على سبيل المثال، مؤسسة POLYBEN على الرغم من تقلباتها أظهرت انخفاضا تدريجيا في FLC خلال الفترة المدروسة، بينما سجلت المؤسسة الافريقية للزجاج تقلبات كبيرة، حيث ارتفعت FLC بشكل ملحوظ في الفترة (2016-2017) لتتخفف في السنوات اللاحقة، بينما سجل مجمع صيدال هو الآخر انخفاضا ملحوظا لـ FLC للفترة (2017-2019) ثم لتستقر إلى حد ما في حدود 15.72% سنة 2021، في حين سجلت Aurassi انخفاضا تدريجيا في نسبة الديون إلى الأصول، مما يشير إلى استقرار هيكلها المالي نسبيا خلال فترة الدراسة، أما بالنسبة للمؤسسات المنائية فقد شهدت استقرارا نسبي نوعا ما في FLC طوال الفترة المدروسة، عموما يُظهر الجدول اختلاف شديد في نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول، والذي قد يرجع إلى التحديات والفرص المالية المختلفة التي تواجهها هذه المؤسسات في ظل الظروف الاقتصادية المتغيرة. والشكل الموالي يوضح تطور نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات محل الدراسة.

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية

الشكل رقم (22): تطور نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول FLC للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس

الإحصائية للمؤسسات محل الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

يظهر الشكل أعلاه أن الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول شهدت تذبذبات ما بين الارتفاع والانخفاض طيلة فترة الدراسة بالنسبة لجميع المؤسسات محل الدراسة، من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن قيمة المتوسط الحسابي 21.15 أما قيمة الوسيط فهي 15.15 التي سجلتها المؤسسات محل الدراسة، تتراوح قيم هذا المتغير ما بين 83.11 كأعظم قيمة لنسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول و1.18 كأدنى قيمة لها، أما قيمة الانحراف المعياري فهي 16.30، كما نلاحظ أن قيمة معامل الالتواء موجبة حيث بلغت 1.32، مما يدل على أن التوزيع مائل إلى جهة اليمين، في حين أن معامل التفرطح قد بلغ 4.31 وهو أكبر من 03 مما يدل على أن منحنى التوزيع مدببا.

الفرع الرابع: دراسة إحصائية وتحليلية لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول FLT

تعتبر نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول في المؤسسة مقياسا أساسيا في تحليل هيكلها المالي. يعكس هذا المقياس نسبة الديون طويلة الأجل المستخدمة لتمويل الأنشطة التشغيلية والاستثمارية مقارنةً بإجمالي قيمة الأصول. تعتبر النسبة المرتفعة على المدى الطويل إشارة إلى اعتماد المؤسسة الكبير على التمويل بالديون، مما قد يزيد من المخاطر المالية وصعوبة الوفاء بالتزاماتها المالية. على الجانب الآخر، يمكن أن تشير نسبة منخفضة إلى عدم استفادة كافية من التمويل بالديون، مما يقلل من فرص النمو المستقبلية.

الجدول رقم (21): تطور نسبة الديون طويلة الأجل لإجمالي الأصول للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة

(2021-2014)

2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	الوحدة: %
4.07	4.03	3.65	3.28	3.30	2.06	2.09	2.75	Sonatrach
22.65	24.63	24.63	24.36	23.00	23.34	25.46	26.98	Sonalgaz
9.42	9.26	7.022	5.49	5.19	5.87	6.45	6.30	E.N.S.P
10.68	8.12	7.41	2.35	1.67	2.3	3.63	3.80	E.N.T.P
5.350	5.35	4.78	3.84	5.80	6.83	3.90	3.74	Somiphos
4.78	3.823	6.35	7.59	4.51	4.02	6.5	6.65	Cevital
14.61	18.79	19.69	17.92	21.28	17.79	13.94	0	M.AmorBenamor
5.58	5.80	6.41	13.58	12.35	15.54	13.04	7.2	M.Beniharoun
45.72	6.55	45.72	50.04	52.05	48.02	33.20	17.17	M.Mermoura
23.46	21.44	30.646	30.42	32.41	38.99	38.12	4.0	EMBAG
0.26	0.50	0	0	0	0	0.29	0.59	POLYBEN
32.61	31.28	44.86	37.91	38.534	38.42	31.68	19.24	AFRICAVER
33.86	29.62	30.82	32.777	31.67	24.56	22.26	26.78	Saidal
5.93	5.70	6.22	0.98	1.10	1.76	2.53	2.55	Biopharm
54.33	49.82	46.48	43.32	45.81	48.13	50.85	53.62	Aurassi
6.20	5.56	5.19	4.467	4.21	4.68	5.40	3.91	E.P. Djendjen
26.07	29.64	33.31	35.16	27.80	27.94	21.86	20.23	E.P.B

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة.

شهدت المؤسسات المشمولة في الدراسة تذبذبا وتباين كبيرا في نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، ونلاحظ من جدول أعلاه بعض مؤسسات الدراسة قد تبنت سياسة محافظة نوعا ما اتجاه ديونها الطويلة، حيث استمرت هذه المؤسسات كمحاولة منها لقليل ديونها طويلة الأجل مما أدى إلى تذبذبات طفيفة في FLT طلية فترة الدراسة، وتمثلت هذه المؤسسات في: سوناطراك، المؤسسة الوطنية لخدمات البترول، مؤسسة الوطنية للأشغال البترولية، مؤسسة مناجم الفوسفات، سيفيتال، مؤسسة صناعة أكياس التغليف، بيوفارم وميناء جن جن، واستنادا لما سبق أدت استراتيجية هذه المؤسسات لتقليل الديون طويلة الأجل لتصل نسبة تغطيتها لأصولها سنة 2021 حوالي (4.07)، 9.42، 10.68، 5.35، 4.72، 0.26، 5.93% على التوالي. أما باقي المؤسسات فقد سجلت هي الأخرى قيما بين الارتفاع والانخفاض مما يدل على تفاوت اعتماد المؤسسات على الديون طويلة الأجل في تمويل موجوداتها، وعلى سبيل المثال سجلت سونلغاز تقلبات طفيفة حيث انخفضت FLT من 26.98% سنة 2014 إلى 22.65% في عام 2021، في حين سجلت مؤسسة مطاحن عمر بن عمر زيادة ملحوظة في نسبة الديون الطويلة الأجل، حيث ارتفعت FLT من 0% لغاية 21.28% خلال الفترة (2014-2017) لتراجع مجددا إلى 14.61% في نهاية فترة

الدراسة. على سبيل آخر كما سجلت مؤسسة مطاحن مرمورة زيادة كبيرة FLT ولكن متقطعة تخللتها فترات تراجعته فيها النسبة بشكا حاد لتصل 45.72% في عام 2021، أما بالنسبة للمؤسسة الإفريقية للزجاج هي الأخرى شهدت ارتفاعا مستمرا لنسبة FLT خلال فترة الدراسة لتكون في حدود (19.24-32.61)%، على عكس مجمع الصيدال الذي شهد انخفاضا طيلة فترة الدراسة في FLT من 26.78% إلى غاية 33.86%. وأخيرا أظهر مجمع الأوراسي تقلبات في نسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، حيث تراوحت بين (43.32-54.33)% خلال فترة الدراسة، هذه التحليلات تبرز التحديات والاختلافات في استراتيجيات إدارة الديون للمؤسسات المدروسة، مما يعكس تفاوتها في اعتمادها على الديون الطويلة الأجل لتمويل أنشطتها ومشروعاتها.

المطلب الثالث: دراسة وصفية لمتغيرات الدراسة التابعة

تتغير متغيرات الدراسة التابعة بين الفترات نتيجة لتغير الظروف المتنوعة المحيطة والتي تؤثر على المؤسسة، من خلال هذا المطلب سيتم تتبع تغير المتغيرات التابعة في المؤسسات محل الدراسة خلال الفترة من 2014 إلى 2021.

الفرع الأول: دراسة إحصائية وتحليلية لمخاطر الإفلاس RB

يمكن هذا التحليل من توفير نظرة عامة على كيفية تطور مخاطر الإفلاس في المؤسسات المدروسة، كما يساعد في اتخاذ القرارات المستقبلية في مجال الاستثمار أو التخطيط المالي، هذه النسبة مهمة للمستثمرين والمحللين الماليين لتقييم مخاطر الاستثمار واتخاذ القرارات المالية الصحيحة. حيث تم استخدام علاقة معقدة لحساب احتمالية الإفلاس والتي تعتمد على عدة متغيرات مالية، بما في ذلك الأرباح بعد الضرائب مقسومة على إجمالي الأصول، الديون الإجمالية مقسومة على إجمالي الأصول، والأصول الجارية مقسومة على الالتزامات الجارية. كما يسمح قياس مخاطر الإفلاس (احتمال الإفلاس) باستخدام هذه المعلومات لفهم توجهات المؤسسات محل الدراسة عبر الزمن، وتحديد المؤسسات التي قد تكون عرضة لمخاطر أو فرص محددة في المستقبل. والجدول الموالي يوضح تطور مخاطر الإفلاس للفترة (2014-2021).

الجدول رقم (22): تطور مخاطر الإفلاس RB للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)

2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	الوحدة: %
0.49	0.85	0.72	0.63	0.61	0.61	0.58	0.31	Sonatrach
1.06	0.88	0.88	0,22	0.69	1.25	3.66	1.32	Sonalgaz
0.04	0.03	0.026	0.021	0.032	0.031	0.035	0.04	E.N.S.P
0.11	0.23	0.07	0.03	0.03	0.05	0.04	0.08	E.N.T.P
0.05	0.04	0.05	0.05	0.08	0.04	0.009	0.015	Somiphos
0.38	2.53	0.28	0.53	0.6	0.22	0.24	0.16	Cevital
19.29	19.01	21.01	29.48	30.68	31.71	31.59	35.53	M.AmorBenamor
0.002	0.0001	0.009	0.002	0.021	0.033	0.033	0.006	M.Beniharoun
0.35	0.013	0.86	1.96	3.23	12.3	20.78	0.67	M.Mermoura
0.74	0.39	0.42	0.59	0.26	0.40	0.22	0.003	EMBAG
0.06	0.10	0.090	0.09	0.17	0.57	0.47	1.69	POLYBEN
2.14	1.84	11.71	8.89	6.54	5.19	1.70	0.15	AFRICAVER
1.18	0.88	0.88	1.21	0.01	0.49	0.455	0.49	Saidal
0.60	0.36	0.23	0.28	0.27	1.37	0.12	5.51	Biopharm
0.39	5.78	2.43	2.12	2.15	3.39	2.92	5.18	Aurassi
0.023	0.025	0.023	0.013	0.021	0.014	0.01	0.009	E.P. Djendjen
0.34	0.45	0.73	0.65	0.23	0.22	0.098	0.077	E.P.B

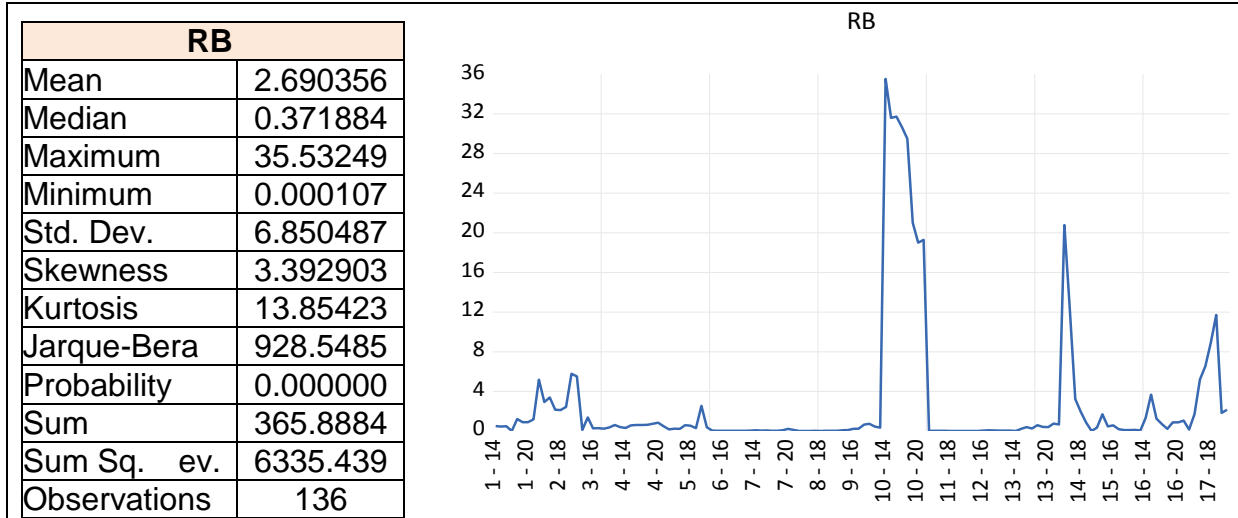
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة.

تظهر بيانات الجدول أعلاه تطور احتمالية الإفلاس لعدد من المؤسسات محل الدراسة على مدى الفترة (2014-2021). من المهم أن نلاحظ أن هذا الجدول يمكن أن يكون مفيدا في تقييم مخاطر الإفلاس، حيث يمكن استخدام هذه الأرقام كمؤشر لاستقرار المؤسسات المدروسة وصحتها المالية الآن، كما يساهم تحليل هذه الأرقام فهم التغيرات الحاصلة لمخاطر الإفلاس لهذه المؤسسات عبر سنوات الدراسة. ومن الملاحظ أن المؤسسات كانت لديها ارتفاعات وانخفاضات ملحوظة في مستويات الإفلاس عبر السنوات الممثلة في الجدول. فخلال الفترة (2014-2020) شهدت مؤسسة Sonatrach ارتفاعا تدريجيا في مستويات احتمالية الإفلاس (مخاطر الإفلاس)، حيث ارتفعت إلى أعلى مستوى لها في عام 2020 بنسبة 0.85%، ثم انخفضت بشكل ملحوظ في عام 2021 لتصل إلى 0.49%. بالمقابل خلال نفس الفترة شهدت RB لمؤسسة Sonalgaz انخفاضا بشكل ملحوظ، حيث تراوحت بين 0.88% (1.49)، ولكنها شهدت زيادة طفيفة في عام 2021 لتبلغ 1.06%. فيما يتعلق بمؤسستي E.N.S.P و E.N.T.P فقد سجلت كلاهما مستويات منخفضة نسبيا RB عبر سنوات الدراسة مع تقلبات طفيفة، حيث تم تسجيل قيم 0.11، 0.04 على التوالي سنة 2021. ونلاحظ أيضا أنه تظهر قيم RB لمؤسسة Somiphos تقلبا طفيفا عبر السنوات، حيث تم تسجيل أعلى قيمة في عام 2017 (0.08%) وأدنى قيمة في عام 2015 (0.009%). من جهة

أخرى شهدت Cevital تقلبات كبيرة في مستويات الإفلاس، حيث ارتفعت إلى مستوى عالي جدا سنة 2020 بقيمة 2.53%، ثم انخفضت بشكل حاد في عام 2021 إلى 0.38%. بينما شهدت M.AmorBenamor استقرارا نسبيا في مستويات RB على مدى الفترة مع تقلبات طفيفة في القيم حيث تراوحت بين (19.01-35.53)%. أما M.Beniharoun فقد عرفت تغيرات طفيفة في مستويات RB مع قيم منخفضة تتراوح بين (0.0001-0.033)%. بينما شهدت M.Mermoura تقلبات كبيرة في مستويات RB حيث ارتفعت إلى مستوى عالي جدا في عام 2015 ثم انخفضت بشكل حاد في السنوات التالية لتبلغ 0.35% سنة 2021. بالإضافة إلى ذلك شهدت المؤسسة الإفريقية للزجاج تقلبات كبيرة في مستويات الإفلاس، حيث ارتفعت وانخفضت بشكل كبير على مدى السنوات لتصل إلى 2.14% عام 2021، بينما تظهر Aurassi تقلبات كبيرة في مستويات الإفلاس أيضا، حيث ارتفعت وانخفضت بشكل كبير على مدى السنوات لتصل إلى 0.39% في عام 2021. وبالنسبة لمؤسستي ميناء بجاية وجيجل فقد شهدتا تقلبات طفيفة في مستويات RB مع قيم منخفضة تتراوح بين (0.009-0.025)% و (0.077-0.73)% على التوالي. أما المؤسسات المتبقية الممثلة في: EMBAG، POLYBEN، Biopharm، Saidal فقد شهدت تقلبات في مستويات RB على مدى الفترة مع تباين في القيم من 0.003% إلى غاية 5.51%. وهذه التذبذبات في قيم RB التي شهدتها معظم مؤسسات محل الدراسة خلال الفترة المدروسة قد تكون ناتجة عن تغيرات في تركيبة الهيكل المالي من جهة، وتحسن أو تراجع في أداء المؤسسات على مدى الفترة من جهة أخرى، بالإضافة إلى عدم الاستقرار أو التغير في البيئة الاقتصادية، وهذا قد يكون ناتجا عن تغيرات في الصناعة أو تحديات محددة تواجه المؤسسة. والشكل التالي يوضح تطور احتمال الإفلاس (مخاطر الإفلاس) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات الدراسة للفترة (2014-2021).

الشكل رقم (23): تطور مخاطر الافلاس RB للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات محل

الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

يظهر الشكل أعلاه أن هناك تقلبات كبيرة في مستويات الإفلاس للعديد من المؤسسات، على سبيل المثال يبدو أن بعض المؤسسات وشهدت تقلبات حادة في احتمالية الإفلاس خلال الفترة المذكورة، في حين شهد البعض الآخر تقلبات طفيفة في مستويات الإفلاس. ويرجع هذا التذبذب للعديد من العوامل منها تأثير التغيرات الاقتصادية مثل التقلبات في السوق أو التغيرات في الطلب على المنتجات حيث يمكن أن يؤثر بشكل كبير على أداء المؤسسات وبالتالي على احتمالية الإفلاس، وأيضا سوء الإدارة أو قرارات إدارية غير فعّالة قد تؤدي إلى تدهور في الأداء المالي للمؤسسة مما يزيد من احتمالية الإفلاس. كما تؤثر التغيرات حاصلّة في هيكل التمويل مثل زيادة الديون الخارجية، على استقرار المؤسسة وقدرتها على سداد الديون ويزيد من مخاطر الإفلاس. وأخيرا الأحداث غير المتوقعة مثل فيروس كورونا التي تسببت في تقلبات كبيرة في الأسواق وأثرت على أداء المؤسسات محل الدراسة. ومن خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن قيمة المتوسط الحسابي 2.69 أما قيمة الوسيط فهي 0.37 في حين أن أكبر قيمة لنسبة الديون إلى إجمالي الموجودات بلغت 35.53 وقد سجلتها مؤسسة مطاحن عمر بن عمر سنة 2014، وأدنى قيمة 0.0001 فقد سجلتها مؤسسة مطاحن بن هارون سنة 2020، أما قيمة الانحراف المعياري فهي 6.85. كما نلاحظ أن قيمة معامل الالتواء موجبة حيث بلغت 3.39، مما يدل على أن التوزيع ملتوي ناحية اليمين، في حين أن معامل التفرطح قد بلغ 13.85 وهو أكبر من 03 مما يدل على أن منحني التوزيع مديبا.

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية

الفرع الثاني: دراسة إحصائية وتحليلية للمخاطر التشغيلية RO

كما وضحنا في جانب النظري أن المخاطر التشغيلية تشمل جميع المخاطر التي يمكن أن تؤدي إلى الضرر، الخسارة، التكلفة، أو المعاناة خلال الأنشطة الحالية للمؤسسة، بما في ذلك البنية التحتية، دورات الإنتاج، التوزيع، عمليات اللوجستيات وإدارة الوثائق. وقد تم الاعتماد على الانحراف المعياري للمردودية الاقتصادية كمؤشر لقياس هذه المخاطر، حيث أن المؤسسات التي تعاني من تقلبات كبيرة في أدائها الاقتصادي تكون أكثر عرضة للمخاطر التشغيلية بشكل عام. تعد المؤسسات محل الدراسة التي تعاني من تقلبات كبيرة في الأداء الاقتصادي مؤشرا قويا على عدم الاستقرار في عملياتها الداخلية أو التعرض لتحديات خارجية، أي تتعرض لمخاطر تشغيلية، وبالتالي فتحدد هذه المخاطر يمكن المؤسسات من اتخاذ التدابير الضرورية واللازمة للتحكم فيها والتخفيف من آثارها. والجدول الموالي يوضح تطور المخاطر التشغيلية للفترة (2014-2021).

الجدول رقم (23): تطور المخاطر التشغيلية RO للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)

2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	الوحدة: %
4.24	4.64	4.68	4.89	5.15	5.31	5.52	5.46	Sonatrach
37.41	40.41	40.41	43.75	86	93.41	113.23	119.10	Sonalgaz
2.32	2.43	2.51	2.74	3.07	3.5	3.95	4.45	E.N.S.P
33.60	33.13	28.34	27.7	29.15	31.52	33.16	36.95	E.N.T.P
2.59	2.59	2.68	2.72	2.91	2.98	3.15	3.84	Somiphos
20.44	17.80	28.24	11.51	11.99	16.01	18.11	21.32	Cevital
3.75	3.41	3.35	2.76	2.68	2.29	2.81	9.28	M.AmorBenamor
3.64	3.71	3.23	2.61	2.61	2.61	2.72	3.06	M.Beniharoun
15.25	7.452	8.28	9.16	10.07	11.06	18.91	16.76	M.Mermoura
1.47	1.74	1.60	1.53	1.64	0.309	1.43	2.26	EMBAG
4.91	5.65	5.88	7.58	9.90	14.97	15.98	18.88	POLYBEN
7.97	8.15	12.42	12.97	12.73	12.02	12.36	13.73	AFRICAVER
1.51	1.66	1.7	1.78	1.41	1.50	2.15	2.58	Saidal
5.27	5.86	6.53	8.05	9.02	11.2	12.63	26.56	Biopharm
31.55	29.87	27.54	28.046	24.12	26.94	25.65	26.45	Aurassi
6.74	6.89	6.72	6.83	7.1	7.04	7.75	8.76	E.P. Djendjen
18.51	13.34	12.9	12.43	13.95	15.25	16.88	19.3	E.P.B

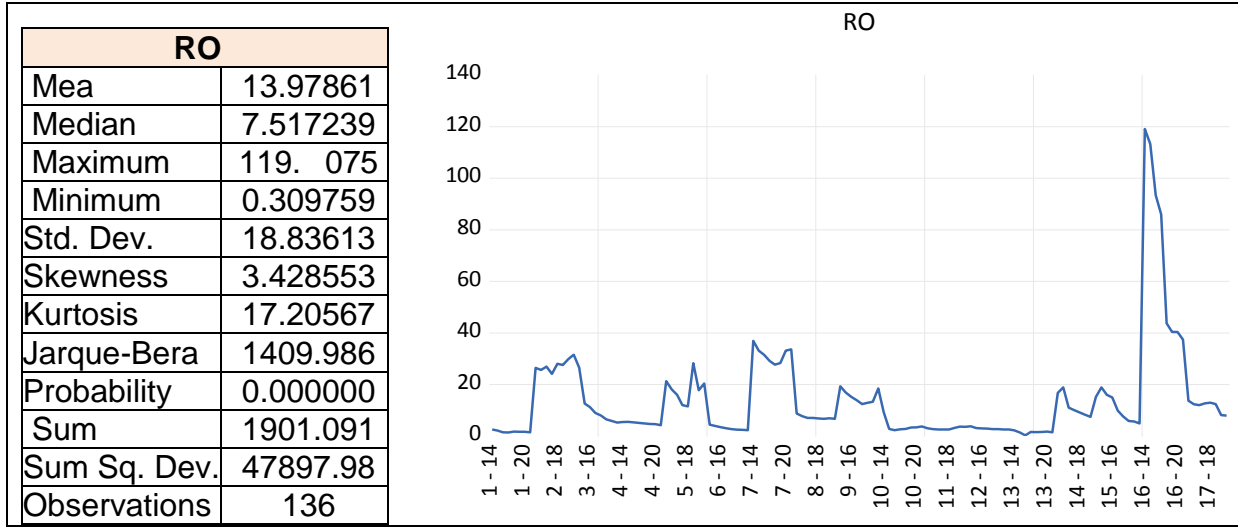
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة.

تظهر البيانات في الجدول أعلاه أن هناك تقلبات كبيرة في المخاطر التشغيلية (تشتت المردودية الاقتصادية) لمعظم المؤسسات على مدى السنوات المدروسة. من خلال تحليل البيانات يتضح أن هناك عددا من المؤسسات التي

تظهر قيما مرتفعة ومتقلبة للمخاطر التشغيلية (تشتت المردودية الاقتصادية)، حيث يُلاحظ أن مؤسسة Sonalgaz كانت تواجه مخاطر تشغيلية مرتفعة جدا في بداية الفترة المدروسة، ولكنها بدأت تتراجع تدريجيا حتى وصلت إلى 37.41% في عام 2021. ففي عام 2014 كانت لدى Sonalgaz أعلى نسبة من RO بلغت 119.10%، تلتها E.N.T.P بـ 36.95%، ومن ثم Aurassi بـ 26.45%. من جهة أخرى كانت لدى مؤسسة Cevital قيمة عالية في عام 2014 بنسبة 21.32% وكذلك Biopharm بنسبة 26.56%. علاوة على ذلك كانت E.P.B، M.Mermoura، AFRICAVER، و POLYBEN تُظهر مخاطر تشغيلية مرتفعة في بعض السنوات، مما يشير إلى ضرورة تحسين إدارة المخاطر وعمليات المؤسسات. ومع ذلك بقيت بعض المؤسسات مثل Aurassi تعاني من مخاطر تشغيلية مرتفعة في السنوات اللاحقة، أي على الرغم من تراجع بعض RO في الأعوام التالية لا تزال بعض المؤسسات السابقة تُظهر قيما مرتفعة في 2021. بشكل عام تشير البيانات إلى تقلبات في مخاطر التشغيل لدى المؤسسات سابقة الذكر، مما يتطلب اتخاذ إجراءات لتعزيز إدارة المخاطر وضمان استقرار الأداء على المدى الطويل. كما نلاحظ من الجدول أعلاه أن هناك بعض المؤسسات التي تظهر نسبا منخفضة لمخاطر التشغيلية في حدود (0.39- 8.76%) خلال فترة الدراسة مثل: Sonatrach، E.N.S.P، Somiphos، M.Beniharoun، EMBAG، Saidal و POLYBEN حيث تظهر هذه المؤسسات قيما منخفضة لتشتت المردودية الاقتصادية بشكل عام، مما يشير إلى استقرار نسبي في أدائها ووجودها في بيئة تشغيلية أقل تعقيدا، وتعرضها لمخاطر تشغيلية منخفضة مقارنة بالمؤسسات ذات القيم الأعلى. بصفة عامة يظهر لدى مؤسسات الدراسة تقلبات في المخاطر التشغيلية فتتغير القيم بشكل ملحوظ عبر السنوات، مع استمرارية التحديات مع تقلبات في قيم RO بين السنوات دون اتجاه واضح نحو التحسن أو التدهور. والشكل أدناه يوضح تطور المخاطر التشغيلية وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات الدراسة للفترة (2014-2021).

الشكل رقم (24): تطور المخاطر التشغيلية RO للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات

محل الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

يظهر الشكل أعلاه أن المخاطر التشغيلية للمؤسسات المعنية بالدراسة عرفت تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض طيلة الفترة المدروسة، هذا التقلب يمكن أن يكون متعلقا بعوامل متعددة مثل: الحجم، النشاط والبيئة الاقتصادية لهذه المؤسسات من جهة، وفي الاختلافات في طبيعية الأعمال التجارية والقطاعات الاقتصادية من جهة أخرى. ومن خلال الشكل نلاحظ أيضا أن قيمة المتوسط الحسابي 13.97 أما قيمة الوسيط فهي 7.51، في حين أن أكبر قيمة للمخاطر التشغيلية بلغت 119.10، وأدنى قيمة 0.309 حيث سجلتها مؤسسة EMBAG سنة 2016، أما قيمة الانحراف المعياري فهي 18.83. كما نلاحظ أن قيمة معامل الالتواء موجبة وقد بلغت 3.42، مما يدل على أن التوزيع مائل جهة اليمين، في حين أن معامل التفرطح قد بلغ 17.20 مما يدل على أن منحنى التوزيع مدببا.

الفرع الثالث: دراسة إحصائية وتحليلية لنسبة الاستقلالية المالية FI

تحسب FI لإظهار مدى ارتباط المؤسسة بمقترضاتها، يسلط هذا المؤشر الضوء على قدرة المؤسسة على التطور بشكل مستقل عن التمويلات الخارجية، كما يحدد نسبة الديون التي تتعاقدتها المؤسسة مع الجهات الخارجية، فهو يحدد مستوى الدين الصافي للمؤسسة مقارنة بحقوق الملكية، فكلما زادت هذه النسبة نقصت استقلالية المؤسسة من البنوك والتمويلات الخارجية وارتفع حجم المخاطر المالية، حيث يجب أن تكون هذه النسبة أقل من 50% لضمان استقلالية المؤسسة، والعكس صحيح. والجدول التالي يوضح تطور نسبة الاستقلالية المالية للمؤسسات المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى غاية 2021.

الجدول رقم (24): تطور نسبة الاستقلالية المالية FI للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)

2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	الوحدة: %
0.02	0.04	0.30	0.09	0.17	0.21	0.08	0.034	Sonatrach
2.097	1.98	1.98	1.89	1.61	3.04	3.42	3.38	Sonalgaz
0	0	0	0	0	0	0	0	E.N.S.P
0.002	0.002	0.003	0.003	0.003	0.003	0.75	0.855	E.N.T.P
0	0	0	0	0	0	0	0.016	Somiphos
49.25	97.28	34.84	34.06	34.06	11.15	6.32	5.54	Cevital
60.82	79.01	91.81	162.25	209.45	263.1	202.28	0	M.AmorBenamor
0	0	0	0.85	1.56	1.63	1.24	0	M.Beniharoun
0	0	84.23	102.45	125.34	146.66	62.27	17.18	M.Mermoura
53.930	47.19	61.34	66.71	53.08	69.69	68.58	3.76	EMBAG
0	0	0.44	0	0	0	0	0	POLYBEN
63.72	64.06	146.01	112.75	99.12	86.45	56.12	23.25	AFRICAVER
61.89	50.94	51.49	58.32	41.86	35.62	27.12	22.67	Saidal
14.834	15.91	11.49	3.09	8.28	4.52	12.86	4.14	Biopharm
130.13	112.27	93.61	86.08	95.31	108.79	119.21	148.63	Aurassi
0.12	0.12	0.13	0	0	0	0.10	0.009	E.P. Djendjen
28.24	36.35	46.69	51.73	36.766	24.35	20.57	17.49	E.P.B

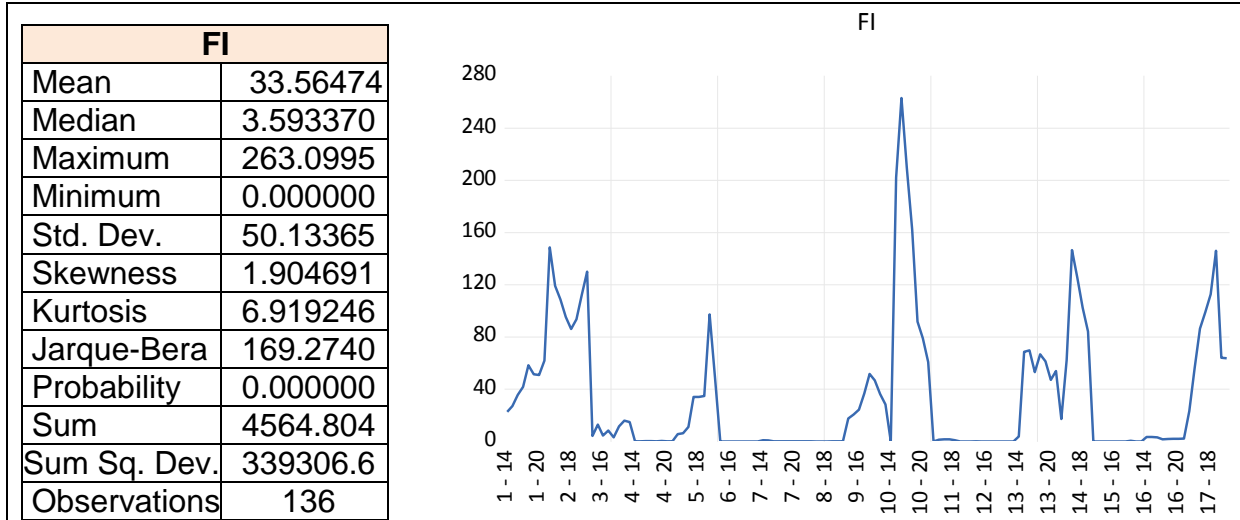
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة.

نلاحظ من الجدول أن نسبة الاستقلالية المالية تتغير بشكل كبير بين المؤسسات المدروسة، حيث تتراوح قيمها بين أرقام صغيرة جداً وأرقام كبيرة جداً. على سبيل المثال تتراوح قيم نسبة الاستقلالية المالية لـ Sonatrach بين 0.02% و 0.03% خلال فترة الدراسة، بينما تتراوح قيم نسبة الاستقلالية المالية لـ Cevital بين 49.25% في عام 2021 و 5.54% في عام 2014، هذا يظهر اختلافاً كبيراً في الهيكل المالي واستخدامات الديون للمؤسسات المدروسة عموماً على مدى السنوات الثماني المذكورة. ومن خلال الجدول المقدم يمكن تحديد المؤسسات ذات النسب مرتفعة من FI، حيث أن معظم النسب التي سجلتها هذه المؤسسات أكبر من النسبة المعيارية مما تدل على عدم استقلاليتها وارتباطها بدائنها، وفي هذه الحالة تمثلت هذه المؤسسات في: Cevital، E.P.B، Saidal، M.AmorBenamor، M.Mermoura، EMBAG، AFRICAVER، و Aurassi. فارتفاع FI يشير إلى اعتمادها بشكل كبير على التمويل الخارجي من خلال الديون لتمويل نشاطاتها واستثماراتها. كما تشير هذه النسب العالية إلى أن المؤسسات قد تكون أكثر عرضة للمخاطر المالية نتيجة لالتزاماتها المالية الكبيرة، مما يمكن أن يؤثر سلباً على استقرارها المالي في حالات عدم القدرة على سداد هذه التزامات. بالتالي يتطلب إدارة هذه المؤسسات مراقبة دقيقة لهيكل تمويلها وسياسات الدين لتحقيق توازن مناسب بين التمويل الداخلي والخارجي لضمان استدامة الأعمال

وتحقيق النمو المستدام على المدى الطويل. كما نلاحظ من الجدول رقم (24) أن باقي مؤسسات قد سجلت معدلات ضئيلة نظرا لضآلة حجم الديون مقارنة مع الأموال الخاصة، مما يدل على عدم ارتباطها مع الجهات المانحة للاقتراض، وقد كانت FI في حدود (0-16)% مما يشير إلى استقلالية نسبية لهذه المؤسسات خلال الفترة المعنية بالدراسة. والشكل أدناه يوضح تطور FI وبعض المقاييس الإحصائية لمؤسسات الدراسة للفترة (2014-2021).

الشكل رقم (25): تطور نسبة الاستقلالية المالية FI للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية للمؤسسات

محل الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

يظهر الشكل أعلاه أن FI للمؤسسات المعنية بالدراسة عرفت تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض طيلة الفترة المدروسة، حيث عندما تكون قدرة على التمويل الذاتي غير كافية يتوجب على هذه المؤسسات اللجوء إلى تمويلات خارجية مثل الديون البنكية أو زيادة رأس المال، فمن خلال حساب FI تحصل هذه المؤسسات على رؤية حول قدرتها على تمويل استثماراتها من خلال رأس المال الخاص بها، فإذا كانت النسبة جيدة ستتمكن المؤسسة بسهولة أكبر من طلب تمويل خارجي من أحد شركائها. على الجانب المقابل عندما تظهر المؤسسة استقلالية مالية محدودة للغاية (ارتفاع FI) فإنها لا يمكن أن تفكر بعد في التوسع من خلال الديون البنكية، لذا تكون المؤسسات المصرفية حذرة بشكل خاص من هذا المؤشر قبل منح الموافقة لمؤسسات التي تطلب قروضا. كما نلاحظ من خلال الشكل أن قيمة المتوسط الحسابي 33.56 أما قيمة الوسيط فهي 5.59 في حين أن أكبر قيمة لنسبة الديون إلى إجمالي الموجودات بلغت 263.09 سجلتها مؤسسة مطاحن عمر بن عمر سنة 2016 وأدنى قيمة 0.00، أما قيمة الانحراف المعياري فهي 50.13. كما نلاحظ أن قيمة معامل الالتواء موجبة، وقد بلغت 1.90 مما يدل على أن التوزيع مائل إلى اليمين، في حين أن معامل التفرطح قد بلغ 6.91 مما يدل على أن منحنى التوزيع مديبا.

الفرع الرابع: دراسة إحصائية وتحليلية لمعدل القدرة على السداد CP

CP تظهر قدرة المؤسسة على سداد ديونها باستخدام الموارد التي تنشأ عن أنشطتها فقط، وهي القدرة على التمويل الذاتي. وكلما كانت نسبة CP أقل من مدة التسديد الفعلية، كلما كانت المؤسسة قادرة على الاستدانة أو التطور ذاتيا بشكل أكبر، وبالعكس كلما كانت النسبة أعلى كلما كانت المؤسسة تواجه صعوبات في سداد ديونها. ويجب أن لا تتجاوز هذه النسبة ثلاث مرات، أي أن المؤسسة ملزمة بسداد التزاماتها خلال فترة لا تتجاوز ثلاث سنوات. والجدول التالي يوضح تطور معدل القدرة على السداد للمؤسسات المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى غاية 2021.

الجدول رقم (25): تطور معدل القدرة على السداد CP للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)

2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	الوحدة: %
0.001	0.004	0.02	0.006	0.01	0.02	0.009	0.002	Sonatrach
-0.22	0.38	-0.38	0.35	-0.09	-0.14	-0.07	-0.10	Sonalgaz
0	0	0	0	0	0	0	0	E.N.S.P
0.002	0.002	0.0002	0.0002	0.0002	0.0002	0.03	0.03	E.N.T.P
0	0	0	0	0	0	0	0.001	Somiphos
2.79	16.85	6.53	5.18	3.06	1.92	0.35	0.34	Cevital
0.98	3.52	3.34	6.39	14.10	15.23	10.21	0	M.AmorBenamor
0	0	0	9.86	9.86	9.86	8.53	0	M.Beniharoun
0	0	5.96	5.63	3.15	27.65	-1.55	-8.15	M.Mermoura
-117.3	7.745	13.77	46.95	11.78	-81.53	-180.88	1.751	EMBAG
0	0	0.024	0	0	0	0	0	POLYBEN
-19.9	-24.3	-22.4	-31.2	-14.20	-9.45	-5.97	-3.79	AFRICAVER
18.70	10.64	7.33	5.13	6.24	4.68	2.705	1.73	Saidal
0.79	0.98	0.52	0.12	0.34	0.18	2.53	0.85	Biopharm
87.28	-37.5	6.69	3.71	3.50	4.46	6.77	3.96	Aurassi
0.009	0.015	0.014	0	0	0	0.005	0.002	E.P. Djendjen
2.37	3.21	3.89	3.25	1.66	1.07	0.12	0.78	E.P.B

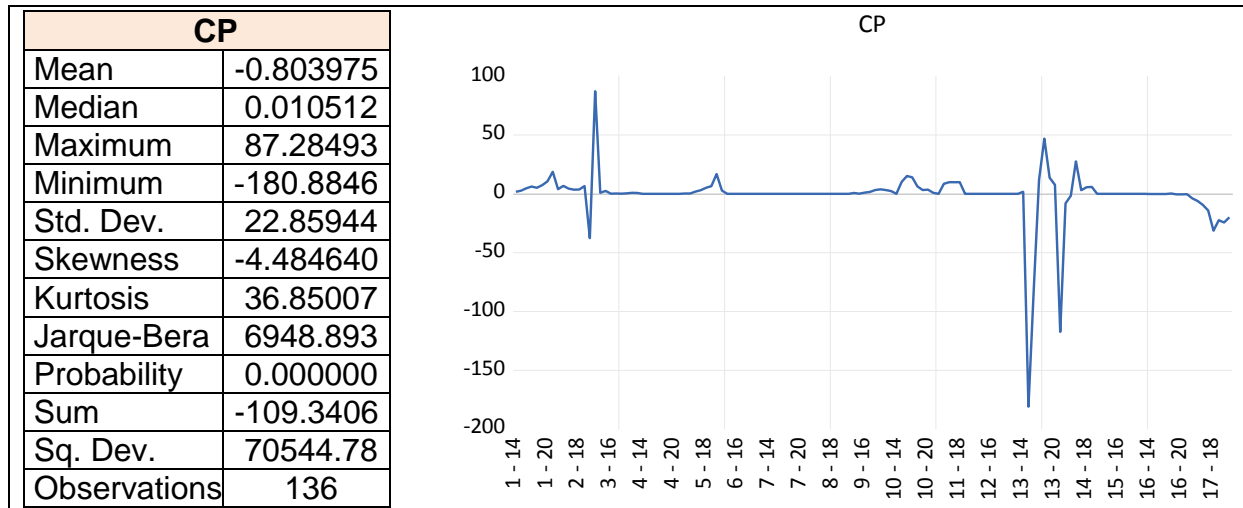
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة.

يظهر الجدول أعلاه أن معظم المؤسسات قد سجلت قيما مرتفعة جدا لمؤشر CP في بعض أو كل فترة الدراسة دون استثناء، هذا يشير إلى أن هذه المؤسسات واجهت صعوبات كبيرة في تسديد ديونها، هذه القيم المرتفعة قد تكون نتيجة لظروف اقتصادية صعبة، استثمارات غير مجدية، أو إدارة مالية غير فعالة. يجب أن تكون هذه المؤسسات على دراية بأهمية تحسين استخدام رأس المال وتطوير استراتيجيات لتحسين قدرتها على السداد والاعتماد على التمويل الذاتي في المستقبل. مثلا نجد أن Sonalgaz تظهر تذبذبا كبيرا في قيمة CP، مما يشير إلى تقلبات في قدرتها على

السداد على مر السنوات، بينما تظهر Aurassi، EMBAG و AFRICAVER تقلبات مفرطة في القيم الإيجابية والسلبية لCP، مما يشير إلى صعوبات كبيرة في تسديد الديون وتمويل الأنشطة الخاصة بها. بالإضافة إلى ذلك تظهر Cevital، M.AmorBenamor، M.Beniharoun، M.Mermoura و Saidal تقلبات كبيرة في قدرتها على السداد، حيث شهدت قيما مرتفعة لCP في معظم السنوات المدروسة. هذه التحليلات تظهر تحديات مالية متزايدة قد تواجهها هذه المؤسسات، وتوجب عليها النظر في استراتيجيات السداد بعناية للتعامل مع هذه التقلبات. كما نلاحظ أن المؤسسات المتمثلة في: Sonatrach، E.N.S.P، E.N.T.P، Somiphos، POLYBEN، Biopharm و E.P.B قد سجلت قيما منخفضة لم تتجاوز 03 طلية الفترة المعنية بالدراسة، هذا يعني أن هذه المؤسسات تمتلك قدرة جيدة على سداد ديونها باستخدام الموارد الداخلية. والشكل أدناه يوضح تطور CP وبعض المقاييس الإحصائية لمؤسسات الدراسة خلال الفترة (2014-2021).

الشكل رقم (26): تطور معدل القدرة على السداد CP للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية

للمؤسسات محل الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

يظهر الشكل أعلاه أن CP للمؤسسات المعنية بالدراسة عرفت تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض طيلة الفترة المدروسة، كما نلاحظ أن قيمة المتوسط الحسابي -0.80، أما قيمة الوسيط فهي 0.010، في حين أن أكبر قيمة للقدرة على السداد بلغت 87.28 وأدنى قيمة -180.88، أما قيمة الانحراف المعياري فهي 22.86. كما نلاحظ أن قيمة معامل الالتواء سالبة وبلغت -4.48، مما يدل على أن التوزيع مائل إلى اليسار، في حين أن معامل التفرطح قد بلغ 36.85 مما يدل على أن منحنى التوزيع مدببا.

الفرع الخامس: دراسة إحصائية وتحليلية لمعدل العائد على رأس المال المستثمر TCR

يعد TCR مؤشر على المدى الطويل يُعطي نظرة عن الكفاءة التي تستخدم بها المؤسسة رأس مالها لتحقيق الأرباح، من خلال إظهار الربح الذي يتم توليده من كل دينار مستثمر. بمعنى آخر يُظهر TCR كيفية استخدام المؤسسة للأصول التي تمتلكها، وبالتالي فهو مؤشر جيد لتقييم ربحية الاستثمار مع مراعاة التكلفة الأولية والعائد، كما يقيّم كفاءة المؤسسة في تخصيص رأس المال للاستثمارات الراجعة، أي يوفر TCR فكرة عن مدى فعالية المؤسسة في استخدام رأس المال لتوليد الأرباح. بشكل عام يمكن أن يكون TCR مختلفا للغاية حسب نوع النشاط الاقتصادي، فبعض الصناعات ذات رأس مال كبير قد تكون لديها نسبة TCR منخفضة نسبيا، لأن تشغيلها يتطلب بنية تحتية باهظة الثمن، على عكس الصناعات الأخرى خاصة في الخدمات التي لا تحتاج إلا إلى قليل من الاستثمارات الثابتة. والجدول التالي يوضح تطور معدل العائد على رأس المال المستثمر للمؤسسات المدروسة خلال الفترة (2014-2021).

الجدول رقم (26): تطور معدل العائد على رأس المال المستثمر TCR للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة

(2014-2021)

الوحدة: %	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Sonatrach	6.58	0.17	3.71	5.83	7.77	5.08	0.29	8.67
Sonalgaz	-34.91	-53.31	-28.09	-22.96	5.59	-17.22	-17.22	-9.79
E.N.S.P	15.80	14.59	14.69	16.03	18.78	16.42	10.10	9.63
E.N.T.P	20.77	14.36	10.39	9.10	6.72	3.83	-7.30	-0.86
Somiphos	11.79	22.65	7.78	3.85	4.14	2.71	3.64	0.005
Cevital	13.99	15.22	7.60	8.65	3.32	1.05	0.82	12.71
M.AmorBenamor	12.71	2.835	1.78	1.17	5.42	8.06	5.54	1.64
M.Beniharoun	6.23	5.51	3.99	5.39	7.8	14.30	20.81	24.52
M.Mermoura	43.66	62.07	76.63	47.78	57.4	11.02	6.294	20.32
EMBAG	1.22	-2.67	-0.30	0.86	-1.11	0.225	1.88	-2.82
POLYBEN	-9.61	-43.94	-1.19	10.18	2.80	6.25	16.41	16.08
AFRICAVER	-9.87	-8.99	-8.78	-6.46	-4.07	-4.360	-2.716	-2.84
Sidal	8.95	5.71	4.7	3.94	4.16	2.55	0.62	0.14
Biopharm	5.77	2.76	23.32	26.33	24.30	19.6	13.49	17.09
Aurassi	9.16	7.17	3.98	7.14	5.83	0.26	-8.40	-6.93
E.P. Djendjen	35.91	28.54	20.87	11.59	7.76	5.92	3.32	8.70
E.P.B	14.02	14.64	10.98	10.76	5.96	3.00	3.07	3.73

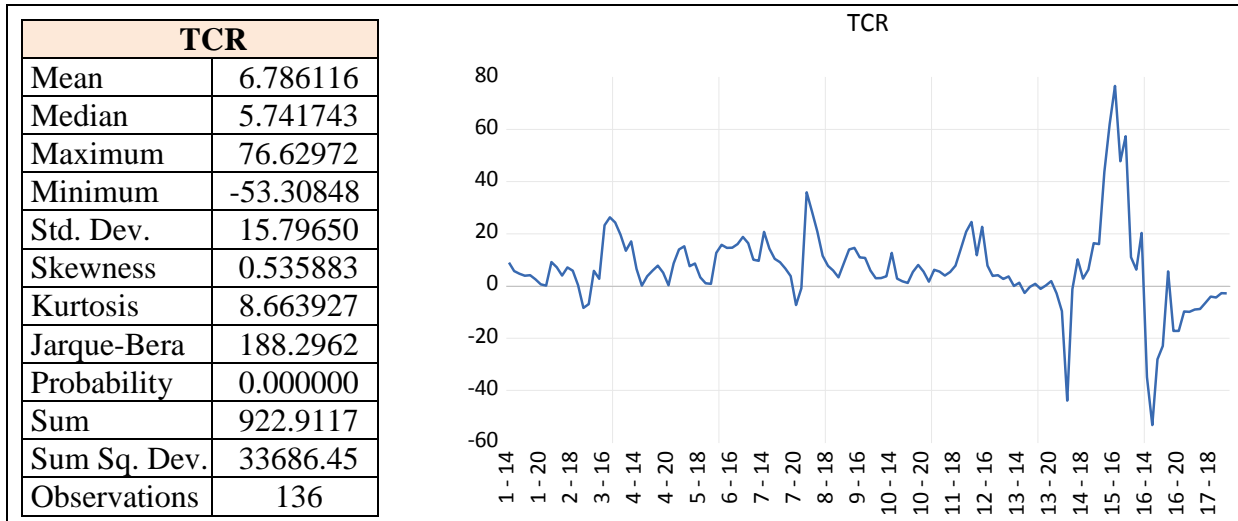
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة.

يظهر من خلال الجدول أعلاه أن هناك تقلبات كبيرة في TCR لمعظم المؤسسات على مدى السنوات المدروسة، هذه الأرقام تعكس تباينا كبيرا في أداء هذه المؤسسات على مدى الفترة المحددة، وهو ما يمكن أن يشير إلى

اختلاف في الاستراتيجيات والظروف التي تواجهها كل منها. حيث نلاحظ من الجدول أعلاه أن بعض المؤسسات سجلت قيما سلبية ومنخفضة لTCR خلال الفترة المذكورة، وهذا يشير عادة إلى أداء ضعيف على سبيل المثال: Sonalgaz، EMBAG وAFRICAVER سجلت قيما سلبية على مدار عديد أو كل السنوات المعنية بالدراسة. كما لاحظنا أيضا بعض المؤسسات التي حققت قيما مرتفعة لTCR، وهذا يعكس عادةً أداءً جيدا وكفاءة في إدارة رؤوس الأموال المستثمرة، على سبيل المثال: M.Mermoura ومؤسسة ميناء جن جن سجلتا قيما مرتفعة جدا في بعض السنوات، مما يشير إلى أداء قوي ونجاح في الاستثمار وإدارة الأصول، وكذلك حققت E.N.S.P، Biopharm وM.Beniharoun قيما جيدة لTCR خلال فترات معينة. وأيضا نلاحظ أن بعض المؤسسات كان لديها تقلبات كبيرة في TCR عبر السنوات، مما يمكن أن يشير إما إلى تقلبات في السوق أو إلى استراتيجيات إدارية متقلبة. على سبيل المثال: E.N.T.P، Somiphos، Cevital، Aurassi، POLYBEN، Sonatrach، Biopharm وM.AmorBenamor كان لديها تقلبات كبيرة في قيم TCR. يمكن القول إن المؤسسات التي حققت قيما منخفضة لمعدل العائد على رأس المال المستثمر عادة تعاني من تحديات أداء، بينما المؤسسات التي حققت قيما مرتفعة تشير إلى أداء جيد وفعالية في إدارة رأس المال. في الختام يمكن القول أن تحليل تطور معدل العائد على رأس المال المستثمر يظهر اختلافات كبيرة بين المؤسسات، حيث يتباين أداءها بشكل كبير على مدار السنوات المدروسة. والشكل أدناه يوضح تطور TCR وبعض المقاييس الإحصائية لمؤسسات الدراسة للفترة (2014-2021).

الشكل رقم (27): تطور معدل العائد على رأس المال المستثمر TCR للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس

الإحصائية للمؤسسات محل الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

من شكل أعلاه يتضح أن المؤسسات المدروسة قد سجلت تقلبات في معدلات العائد على رأس المال المستثمر خلال الفترة المحددة، مما يشير إلى تحديات في الأداء أو الاستراتيجيات أو الظروف السوقية، قد تكون التقلبات في

معدلات العائد ناتجة عن تحديات في القطاع أو مشاكل في الإنتاج، أو نتيجة لتحديات هيكلية أو اقتصادية تواجه المؤسسة، يمكن أن يكون مؤشرا TCR على مشاكل هيكلية في المؤسسة أو الإدارة أو الاستراتيجية أو تحديات في السوق، كما نلاحظ أن قيمة المتوسط الحسابي 6.78 أما قيمة الوسيط فهي 5.74 في حين أن أكبر قيمة لمعدل العائد على رأس المال المستثمر بلغت 76.62 وسجلتها مؤسسة مطاحن مرمورة سنة 2016، وأدنى قيمة -53.30 وقد سجلتها مؤسسة سونلغاز سنة 2015، أما قيمة الانحراف المعياري فهي 15.79. كما نلاحظ أن قيمة معامل الاتواء موجبة وبلغت 0.53، مما يدل على أن التوزيع مائل إلى اليمين، في حين أن معامل التفرطح قد بلغ 8.66 مما يدل على أن منحني التوزيع مدببا.

الفرع السادس: دراسة إحصائية وتحليلية لتشتت المردودية المالية CRF

يعد CRF مقياس لدرجة التباين في عائدات الاستثمارات، يُستخدم هذا المقياس لتقدير مدى التقلب في العائدات على مدى فترة زمنية معينة، حيث يعكس قيمة تشتت المردودية المالية مقدار التفاوت بين العائدات الفردية ومتوسط العائدات على مدار الفترة المحددة. إذا كانت قيمة تشتت المردودية عالية، فإن ذلك يشير إلى أن العائدات تتأرجح بشكل كبير حول متوسطها مما يعني وجود مخاطر مالية أو تقلب عالي في الاستثمارات. على الجانب الآخر إذا كانت قيمة تشتت المردودية منخفضة فهذا يعني أن العائدات تتحرك بشكل أقل حول متوسطها، مما يشير إلى استقرار أو توقعات مخاطر مالية منخفضة. والجدول التالي يوضح تطور تشتت المردودية المالية للمؤسسات المدروسة خلال الفترة (2014-2021).

الجدول رقم (27): تطور الانحراف المعياري للمردودية المالية CRF للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة

(2021-2014)

2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	الوحدة: %
3.14	3.43	3.47	3.62	3.8	3.94	3.86	4.04	Sonatrach
38.19	41.2	30.50	32.99	87.39	96.25	117.11	123.13	Sonalgaz
1.72	1.80	1.86	2.02	2.27	2.59	2.92	3.3	E.N.S.P
24.86	24.52	20.97	20.49	21.57	23.32	24.72	27.58	E.N.T.P
2.10	2.10	2.17	2.21	2.35	2.42	2.55	3.11	Somiphos
24.71	28.44	30.84	12.50	13.02	14.42	15.6	18.23	Cevital
4.89	4.94	5.20	5.87	6.72	6.44	6.88	7.52	M.AmorBenamor
2.94	3.00	2.61	2.32	2.32	2.32	2.39	2.48	M.Beniharoun
12.35	6.03	12.35	15.03	18.39	27.28	31.647	19.64	M.Mermoura
2.27	2.08	2.091	2.553	2.03	2.46	2.41	1.89	EMBAG
3.72	4.3	4.49	5.76	7.53	11.38	12.15	15.3	POLYBEN
13.06	13.37	30.56	27.61	25.35	22.42	19.30	16.93	AFRICAVER
1.98	2.04	2.08	2.29	1.62	1.65	2.21	2.56	Saidal
4.91	5.50	5.89	6.72	7.91	9.54	11.55	24.93	Biopharm
72.60	63.42	39.46	38.61	39.20	41.63	41.60	48.66	Aurassi
4.99	5.108	4.97	5.06	5.21	5.21	5.74	6.48	E.P. Djendjen
17.57	13.46	14.00	13.96	14.12	14.03	15.06	16.76	E.P.B

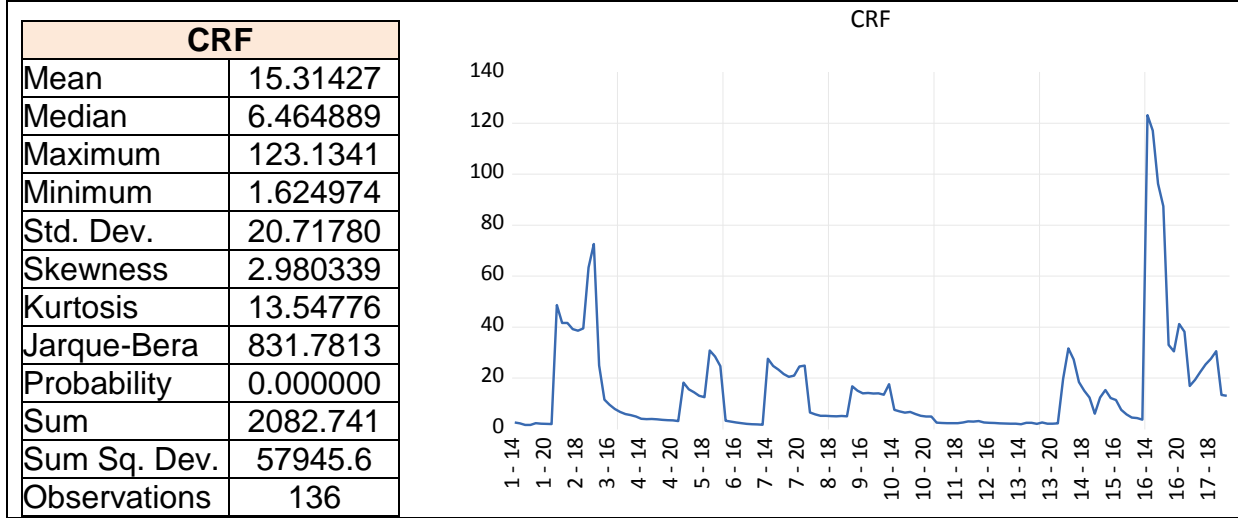
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة.

يظهر الجدول أعلاه تباينا في أداء للمؤسسات المدرجة على مدار السنوات الثماني الماضية، حيث أن بعض المؤسسات تُظهر تقلبات كبيرة في مردوديتها المالية، مما يعكس ارتفاع معدلات الانحراف المعياري لديها تمثلت في: تتراوح قيم CRF بين Sonalgaz و 30.50 و 123.13، E.N.T.P بين 20.49 و 27.58، Cevital بين 12.50 و 30.84، M.Mermoura بين 6.03 و 31.64، POLYBEN بين 3.72 و 15.3، AFRICAVER بين 13.06 و 30.50، Biopharm بين 4.91 و 24.93، Aurassi بين 38.61 و 72.6 و E.P.B بين 13.46 و 17.57. بينما تُظهر بعض المؤسسات الأخرى استقرارا نسبيا في أدائها المالي، مما يعكس انخفاض معدلات الانحراف المعياري للمردودية المالية لديها، تتراوح قيم CRF لديها في حدود (1.62-7.52) % وتمثلت هذه المؤسسات في: E.N.S.P، Sonatrach، Somiphos، EMBAG، Saidal، E.P. Djendjen و M.Beniharoun و M.AmorBenamor. إذن أنه عندما يكون CRF كبيرا فهذا يشير إلى وجود تقلبات كبيرة وتشتت في المردودية المالية للمؤسسة عبر الزمن، مما يعني وجود مخاطر مالية أعلى، والعكس صحيح. والشكل الموالي يوضح تطور CRF وبعض المقاييس الإحصائية لمؤسسات الدراسة للفترة (2021-2014).

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية

الشكل رقم (28): تطور تشتت المردودية المالية CRF للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية

للمؤسسات محل الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

من شكل أعلاه يتضح أن المؤسسات المدروسة قد سجلت تقلبات في CRF خلال فترة الدراسة، مما يشير إلى تحديات في الأداء أو الاستراتيجيات المعتمدة من قبل إدارة المؤسسات المعنية بالدراسة، كما نلاحظ أن قيمة المتوسط الحسابي 15.31 أما قيمة الوسيط فهي 6.46 في حين أن أكبر قيمة لتشتت المردودية المالية بلغت 123.13 وسجلتها مؤسسة سونغاز سنة 2014، وأدنى قيمة 1.62 وقد سجلها مجمع صيدال سنة 2017، أما قيمة الانحراف المعياري فهي 20.71. كما نلاحظ أن قيمة معامل الاتواء موجبة، وقد بلغت 2.98 مما يدل على أن التوزيع مائل جهة اليمين، في حين أن معامل التفرطح قد بلغ 13.54 مما يدل على أن منحني التوزيع مدببا.

الفرع السابع: دراسة إحصائية وتحليلية لنسبة الملاءة المالية NWRC

مؤشر NWRC يوفر للمستثمرين والمديرين نظرة حول قوة واستدامة النشاط التشغيلي للمؤسسة، إذا كانت النسبة مرتفعة فإن ذلك قد يعني أن المؤسسة قادرة على توليد رأس المال العامل الصافي بشكل جيد من أجل تمويل الأنشطة التشغيلية، وعلى الجانب الآخر إذا كانت النسبة منخفضة قد يكون هناك تحدي في توليد رأس المال العامل الصافي الكافي لتلبية الالتزامات القصيرة وطويلة الأمد. يعتبر عادة NWRC على مدى توفر سيولة المؤسسة، عندما يكون NWRC إيجابيا ومرتفعاً يشير ذلك إلى توفر جيد للسيولة هذا يقلل من مخاطر عدم قدرة المؤسسة على تلبية التزاماتها المالية مما يقلل من مخاطرها المالية، وبالتالي تقليل مخاطر افلاسها، على العكس إذا كان NWRC سلبياً أو منخفضاً يمكن أن يشير ذلك إلى ضعف في السيولة وزيادة في مخاطر السيولة. والجدول الموالي يوضح نسبة الملاءة المالية للمؤسسات المدروسة خلال الفترة (2014-2021).

الجدول رقم (28): تطور نسبة الملاءة المالية NWRC للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)

2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	الوحدة: %
6.70	3.81	2.34	5.14	1.84	-1.22	-0.37	14.07	Sonatrach
-14.95	-6.99	-6.99	-3.16	17.09	15.480	11.81	19.01	Sonalgaz
44.24	52.13	49.09	45.50	39.32	41.67	42.13	43.52	E.N.S.P
56.27	47.82	44.99	51.80	53.25	47.57	42.47	37.72	E.N.T.P
7.22	7.22	7.44	3.84	-1.34	5.60	10.71	9.26	Somiphos
15.43	10.10	14.59	14.77	14.95	24.26	21.06	25.07	Cevital
-14.98	-19.78	-22.77	-19.24	-25.20	-21.55	-20.58	-83.11	M.AmorBenamor
48.37	42.66	22.57	17.61	15.24	16.02	15.87	25.22	M.Beniharoun
49.48	34.84	28.79	18.66	10.60	-2.16	3.18	22.84	M.Mermoura
16.20	21.12	28.7	27.68	34.55	31.70	57.25	43.73	EMBAG
50.07	41.79	36.8	40.13	29.41	20.29	14,32	-4.44	POLYBEN
-8.26	-8.01	-7.38	-11.11	-4.91	0.38	7.11	17.16	AFRICAVER
26.10	20.86	18.47	20.06	15.09	8.15	35.71	41.39	Saidal
42.31	42.52	49.37	48.77	49.36	49.02	42.24	52.73	Biopharm
18.68	16.87	17.2	12.96	17.06	16.12	19.66	15.73	Aurassi
11.65	12.55	11.44	26.62	21.05	29.53	39.25	37.73	E.P. Djendjen
-0.09	1.03	0.90	3.74	2.45	3.84	10.48	12.84	E.P.B

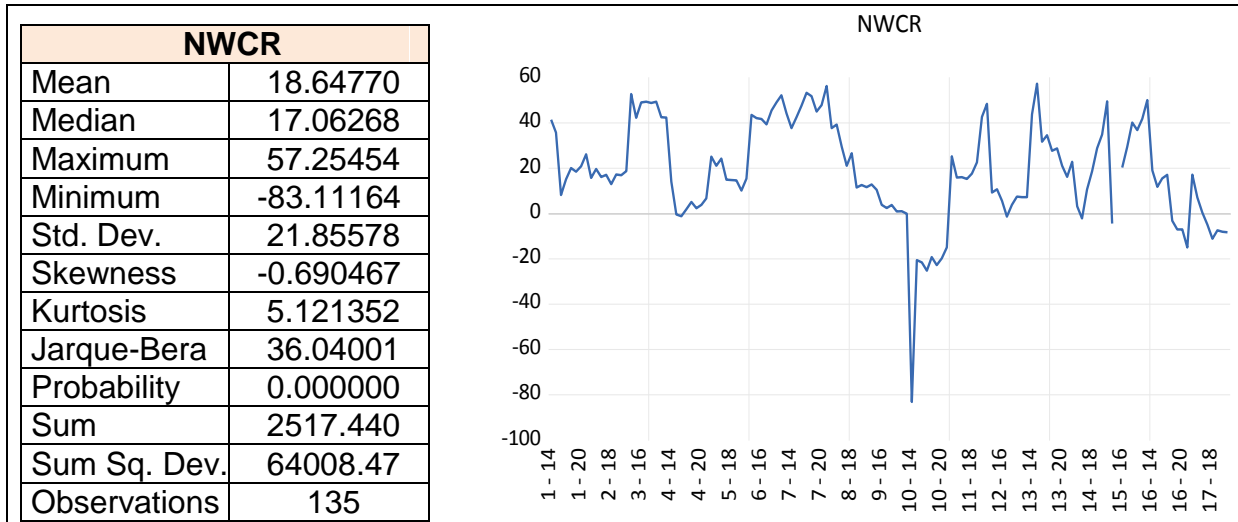
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة.

توضح البيانات في الجدول أعلاه تطور نسبة الملاءة المالية لـ 17 مؤسسة مختلفة على مدى الفترة المدروسة، حيث أن الاتجاهات NWRC لهذه المؤسسات تباينت، حيث انخفضت في بعض السنوات وارتفعت في البعض الآخر. يُلاحظ من جدول السابق أن NWRC كانت 14.07% لـ Sonatrach في عام 2014، ثم انخفضت إلى -0.37% في عام 2015 و-1.22% في السنة الموالية، وارتفعت بعد ذلك بشكل متسارع في السنوات اللاحقة لتصل إلى 6.70% سنة 2021، وبالنسبة لـ Sonalgaz كانت النسبة 19.01% في بداية الفترة ثم ارتفعت إلى ذروتها عام 2017 بنسبة 17.09%، ولكن تراجعت بشكل حاد في السنوات الأخيرة لتصل إلى -14.95% في آخر الفترة. وتبدأ المؤسسة Cevital بنسبة ملاءة مالية تقارب الـ 25.07% ثم تتراجع هذه النسبة تدريجياً لتصل إلى 15.43% عام 2021، بالنسبة لمؤسسة M.AmorBenamor تظهر أرقام سلبية في بداية الفترة مع نسبة -83.11% وتستمر هذه الاتجاهات السلبية بشكل عام حتى نهاية الفترة لتصل إلى -14.98%. في الوقت نفسه تبدأ مؤسسة M.Beniharoun بنسبة إيجابية وترتفع هذه النسبة بشكل مستمر على مدى السنوات اللاحقة حيث تصل إلى 48.37% سنة 2021، مما يشير إلى تحسن مستمر في كفاءة استخدام رأس المال العامل. أما بالنسبة لمؤسسة

M.Mermoura عرفت NWRC تقلبات طفيفة لترتفع بشكل ملحوظ إلى 49.48% آخر الفترة. أما مؤسسة EMBAG عرفت هي الأخرى تقلبات حادة في NWRC حيث وصلت إلى 16.20% عام 2021، أما POLYBEN فقد بدأت بنسبة منخفضة جدا (-4.44%) لترتفع بشكل ملحوظ في السنوات التالية لتصل إلى 50.07% سنة 2021، على عكس مؤسسة AFRICAVER فقد بدأت بنسبة ملاءة مالية مرتفعة لتتراجع تدريجياً على مر السنوات لتصل إلى -8.26% سنة 2021. أما Saidal و Biopharm فقد سجلتا تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض لنسبة الملاءة المالية طيلة الفترة المعنية بالدراسة. وأخيراً بالنسبة لـ E.P.B و E.P. Djendjen فقد انخفضت نسبتها على مر السنوات المدروسة حيث بلغت 11.65% و -0.09% على التوالي سنة 2021. والشكل الموالي يوضح تطور NWRC وبعض المقاييس الإحصائية لمؤسسات الدراسة للفترة (2014-2021).

الشكل رقم (29): تطور نسبة الملاءة المالية NWRC للفترة (2014-2021) وبعض المقاييس الإحصائية

للمؤسسات محل الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

يظهر الشكل أعلاه أن NWRC للمؤسسات المعنية بالدراسة عرفت تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض طيلة الفترة المدروسة، حيث إذا كانت NWRC مرتفعة، فإن ذلك يعني أن المؤسسة لديها نسبة كبيرة من رأس المال العامل الصافي مقارنة بإجمالي الأصول، مما يشير إلى توفر جيد للسيولة، أما إذا كانت النسبة منخفضة، فإن هذا قد يعني ضعفاً في السيولة وقدرة المؤسسة على تحمل التحديات المالية، أي ارتفاع مخاطر السيولة لديها بشكل خاص والمخاطر المالية بشكل عام. كما نلاحظ أن قيمة المتوسط الحسابي 18.64 أما قيمة الوسيط فهي 17.06 في حين أن أكبر قيمة لنسبة الملاءة المالية بلغت 57.25 وأدنى قيمة -83.11، أما قيمة الانحراف المعياري فهي 21.85. كما نلاحظ أن قيمة معامل الالتواء سالبة، وقد بلغت قيمة معامل الالتواء -0.60 مما يدل على أن التوزيع مائل ناحية اليسار، في حين أن معامل التفرطح قد بلغ 5.12 مما يدل على أن منحني التوزيع مدبباً.

المبحث الثالث

دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية باستخدام نماذج بيانات (Panel)

إن بيانات (Panel) توفر إطاراً مناسباً لتطوير تقنيات التقدير وتحقيق نتائج نظرية أكثر دقة، حيث تدمج بين البعد الزمني والمقطعي مما يؤدي إلى نتائج دقيقة، فالبيانات تتكامل بين السلاسل الزمنية والبعد المقطعي، مما يمكن من فهم سلوك الوحدات عبر الوقت وعبر الأبعاد المختلفة. يطلق على بيانات (Panel) التي تكون الفترة الزمنية نفسها لكل المشاهدات المقطعية اسم "بيانات بانل متزنة"، وإذا كانت الفترة الزمنية تختلف من مشاهدة مقطعية إلى أخرى يُطلق عليها اسم "بيانات بانل غير متزنة"، وعندما يكون عدد المشاهدات أقل من عدد الفترات الزمنية يُطلق عليها "بيانات مقطعية طويلة"، أما إذا كان عدد المشاهدات أكبر من عدد الفترات الزمنية يُطلق عليها "بيانات مقطعية قصيرة". تعتبر نماذج بيانات (Panel) دمجاً بين نماذج بيانات مقطعية ونماذج بيانات السلاسل الزمنية. (بن عمرة، 2015)

ونسعى من خلال هذا المبحث إلى تقدير، تحديد وقياس أثر هيكل المالي المخاطر غير النظامية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021) باستخدام نماذج البيانات المقطعية (Panel)، بالاعتماد على برمجية Eviews. وذلك من خلال المطالب التالية:

✓ **المطلب الأول:** دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس؛

✓ **المطلب الثاني:** دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على المخاطر التشغيلية؛

✓ **المطلب الثالث:** دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على مخاطر المالية.

المطلب الأول: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس

سنحاول في هذا المطلب دراسة تأثير تركيبة الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس في المؤسسات المعنية بالدراسة للفترة (2014-2021)، وذلك من خلال استخدام (Panel) الساكن لتوافقه مع طبيعة ومعطيات الدراسة المتوفرة.

الفرع الأول: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة

قبل التعمق في دراسة أي نموذج قياسي أو علاقة سواء كانت في النطاق الزمني القصير مثل نموذج تصحيح الخطأ أو في النطاق الزمني الطويل كعلاقة التكامل المتزامن، يجب علينا أولاً فحص خصائص السلاسل الزمنية المستخدمة في عملية التقدير. ويتم دراسة درجة استقرار وتكامل السلاسل من خلال استخدام اختبارات الجذور الأحادية. حيث يُعتبر اختبار جذر الوحدة من الاختبارات الأساسية والحيوية في تحليل السلاسل الزمنية، حيث يتعين على متغيرات السلاسل الزمنية أن تجتاز هذا الاختبار قبل تقدير النموذج المرغوب، لذلك يتعين على المتغيرات

المستخدمة في النموذج المقترح أن تظهر استقرارها (stationary)، إذا كانت السلاسل غير مستقرة يتوجب تحويل البيانات، ويمكن القيام بذلك عبر إنشاء متغيرات جديدة أو استخدام الفرق الأولى (first difference) للبيانات الأصلية أو وسائل أخرى لتحويل البيانات. من الناحية الإحصائية تكون السلسلة الزمنية الساكنة عبارة عن سلسلة تظل وسطها وتباينها ثابتين عبر الزمن، وقيمة التباين المشترك بين فترتين زمنيتين تعتمد على المسافة أو الفجوة أو التخلف الزمني بينهما، وليس على الزمن الفعلي خلال حساب التباين المشترك. (خلف, 2015, p. 85)

تتفرد اختبارات جذر الوحدة المجهّزة لبيانات (Panel) بميزتها على اختبارات جذر الوحدة المخصصة للسلاسل الزمنية الفردية. يعزى ذلك إلى تنوع المحتوى المعلوماتي الذي تشمله، حيث تجمع بين العناصر المقطعية والزمنية، تُستخدم هذه الاختبارات لاختبار جذر الوحدة على متغيرات النموذج، سواء كانت هناك حالات ثابتة ذات اتجاه عام أو غير ذلك، وسيتم تلخيص النتائج الاختبارات في الجدول الموالي، حيث تم اختيار فترات التباطؤ بشكل آلي وفقاً لمعيار AIC، كما تم اختيار القيم الحرجة لكل اختبار عند مستوى معنوية 5%.

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية

الجدول رقم (29): نتائج اختبارات الاستقرارية (جذر الوحدة) للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

درجة الاستقرارية	ADF – Fisher Chi-square		اختبار جذر الوحدة		المتغير
	القيمة الاحتمالية	معلمة الاختبار			
00	0.0052	58.7664	بقاطع	Level	DTA
	0.0168	53.7748	بقاطع واتجاه عام		
	0.0434	54.0909	بدون قاطع واتجاه عام		
00	0.0000	81.0037	بقاطع	Level	DTR
	0.0143	54.5144	بقاطع واتجاه عام		
	0.0344	59.5953	بدون قاطع واتجاه عام		
00	0.0000	80.3236	بقاطع	Level	FLT
	0.0018	63.0750	بقاطع واتجاه عام		
	0.0399	25.8773	بدون قاطع واتجاه عام		
00	0.0000	76.8538	بقاطع	Level	FLC
	0.0253	51.9073	بقاطع واتجاه عام		
	0.0386	49.8854	بدون قاطع واتجاه عام		
00	0.0054	58.6745	بقاطع	Level	RB
	0.0262	51.7453	بقاطع واتجاه عام		
	0.0008	65.9855	بدون قاطع واتجاه عام		
00	0.0057	58.3955	بقاطع	Level	RO
	0.0006	67.3361	بقاطع واتجاه عام		
	0.0000	81.2758	بدون قاطع واتجاه عام		
00	0.0322	35.2921	بقاطع	Level	FI
	0.0422	40.5762	بقاطع واتجاه عام		
	0.0131	49.7866	بدون قاطع واتجاه عام		
00	0.0079	51.8729	بقاطع	Level	CP
	0.0362	40.8309	بقاطع واتجاه عام		
	0.0000	70.381	بدون قاطع واتجاه عام		
00	0.0306	51.0089	بقاطع	Level	TCR
	0.0388	43.5794	بقاطع واتجاه عام		
	0.0000	93.9717	بدون قاطع واتجاه عام		
00	0.0004	68.3449	بقاطع	Level	CRF
	0.0265	51.6990	بقاطع واتجاه عام		
	0.0000	77.6916	بدون قاطع واتجاه عام		
00	0.0001	73.0088	بقاطع	Level	NWCR
	0.0018	63.0226	بقاطع واتجاه عام		
	0.0000	80.9202	بدون قاطع واتجاه عام		

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

من خلال الجدول أعلاه نجد أن جميع السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة مستقرة ومتكاملة في المستوى $I(0)$ سواء بقاطع، بقاطع واتجاه عام وبدون قاطع واتجاه العام وفقا للاختبار ADF-Fisher Chi-square (فالقيم المحسوبة لمعاملات الاختبار بالقيمة المطلقة أكبر من القيم الجدولية بالقيمة المطلقة، كما أن القيمة الاحتمالية لجميع سلاسل الزمنية أقل من 0.05 أي أقل من 5%)، وعليه نرفض فرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر وحدة (السلاسل غير مستقرة)، ونقبل الفرضية البديلة أي استقرار سلاسل الدراسة المقطعية في المستوى.

الفرع الثاني: الدراسة القياسية

سندرس في هذا الفرع أثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس لمجموعة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل دراسة خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى غاية 2021، من خلال استخدام أنواع نماذج (Panel) المتمثلة في: نموذج الانحدار التجميعي، التأثيرات العشوائية وأخيرا نموذج الانحدار التجميعي. والجدول الموالي يوضح نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار (Panel) للهيكل المالي ومخاطر الإفلاس.

الجدول رقم (30): نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس

نموذج التأثيرات العشوائية (REM)	نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)	نموذج الانحدار التجميعي (PRM)	النموذج	
EGLS	SUR	OLS	طريقة التقدير	
-0.164039	-0.172229	-0.165996	Coefficient	DTA
0.017811	0.030653	0.014883	Std. Error	
-9.20957	-5.618737	-11.15315	T-Statistic	
0.0000	0.0000	0.0000	Prob	
9.123763	8.730218	9.243160	Coefficient	DTR
0.369251	0.729127	0.302512	Std. Error	
24.70885	11.97352	30.55467	T-Statistic	
0.0000	0.0000	0.0000	Prob	
-1.53E-11	-2.03E-11	-3.10E-11	Coefficient	FLT
2.17E-10	2.23E-10	2.25E-10	Std. Error	
-3.070438	-0.090895	-0.137434	T-Statistic	
0.0094	0.9277	0.8909	Prob	
0.015315	0.087868	0.006204	Coefficient	FLC
0.014182	0.030066	0.011370	Std. Error	
2.079840	2.922504	0.545624	T-Statistic	
0.0282	0.0042	0.5863	Prob	
0.698262	-0.187809	0.862784	Coefficient	C
0.493359	0.764001	0.410019	Std. Error	
2.415320	-0.245823	2.104251	T-Statistic	
0.0159	0.008360	0.0373	Prob	
0.915022	0.958936	0.947049	R-Square	
352.6443	134.2752	585.7488	F-Statistic	
0.000000	0.000000	0.0000	Prob (F-stat)	
1.705345	1.932081	1.568090	DW	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

يوضح الجدول أعلاه نتائج تقدير معلمات (Panel) الساكن، ومن خلال ملاحظة نتائج النماذج الثلاث نجد أن النماذج الثلاث لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي نظرا لأن قيمة دارين واتسون (Watson Durbin) (كلما اقتربت قيمة دارين 02 كلما تخلص النموذج من مشكلة الارتباط على الذاتي). كما نجد ان القدرة التفسيرية للنماذج R-Square الثلاث متقاربة نوعا ما وفاق 90% ما يدل على القوة التفسيرية للنماذج، كما تجدر الإشارة أن أعلى قيمة من مؤشر R-Square قيمة كانت من نصيب نموذج التأثيرات الثابتة بنسبة تقدر بحوالي 96%، وفيما يتعلق بقيمة

اختبار فيشر (F-stat) Prob فإنها أقل من 5% لكل من REM، PRM و FEM، وهو ما يشير إلى معنوية هذه النماذج. عموماً النماذج الثلاث بحالة جيدة لذا يصعب المفاضلة بينهم انطلاقاً فقط من معلومات الجدول أعلاه، لذا يجب استخدام أساليب اختبار بين للمفاضلة النماذج من خلال: اختبار فيشير الذي يسمح بالمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الأثر الثابت؛ اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الأثر الثابت والآخر العشوائي. والجدول الموالي يبرز نتائج هذه المفاضلة.

الجدول رقم (31): نتائج اختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس (المفاضلة بين

النماذج)

EffectsTest	Statistic	d.f	Prob	اختبار إحصائية F
Cross-section F	2.080654	(13.115)	0.0136	
Test Summary	Chi-Sq Statistic	Chi-Sq d.f	Prob	اختبار Hausman
Cross-section random	8.152670	4	0.0861	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (31) أن قيمة (prob Cross-section F) أقل من 5% وقدرت بحوالي 0.0136%، كما أن قيمة F المحسوبة أكبر من الجدولية، وعليه يتم رفض فرضية العدم التي تنص على أن نموذج التكرار التجميعي هو النموذج المناسب، وقبول الفرضية البديلة التي توضح أن نموذج التأثيرات الثابتة هو المناسب، وعليه بناء على اختبار فيشر للمفاضلة بين النموذج التكرار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، يمكن القول أن نموذج الآثار الثابتة أكثر ملائمة للبيانات المدروسة.

كما نلاحظ أن قيمة (prob Cross-section random) تفوق 5%، بالتالي نقبل فرضية العدم والتي تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائي هو النموذج المناسب، ونرفض فرضية البديلة التي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو المناسب، استناداً لما سبق النموذج الأكثر ملائمة للدراسة هو نموذج التأثيرات العشوائية، فهو النموذج أكثر ملائمة لبيانات الدراسة، وبعد أن تم تعيين نموذج التأثيرات العشوائي الذي يخدم الدراسة بشكل أفضل، تم تقدير النموذج حسب المعادلة التالية:

$$RB = -0.164039102*DTA + 9.12376336321*DTR - 1.52838059953e-11*FLT + 0.0153147953092*FLC + 0.69826173403 + [CX=R]$$

F-Statistic = 352.6443

Prob (F-stat) = 0.0000

R-Square = 0.915022

1. تحليل نتائج النموذج: من خلال المعادلة السابقة نلاحظ أن:

1.1. من الناحية الاقتصادية:

✓ توجد علاقة عكسية بين مخاطر الإفلاس ونسبة الديون إلى إجمالي الموجودات، مما يعني في حالة ارتفاع DTA بوحدة واحدة، ينجم عن ذلك تقليل في مخاطر الإفلاس بأكثر من 0.164 وحدة. يمكن تفسير ذلك بأن ارتفاع DTA يمكن أن يشير إلى الاستخدام الاستراتيجي والذكي للاستدانة عموماً، حيث يتم توجيه الديون نحو تحسين السيولة وتمويل المشروعات الفعالة ذات القيمة المضافة، مما يقلل من تحمل المؤسسات محل الدراسة لأعباء مالية فورية وإضافية فيُعزز قدرتها على تلبية التزاماتها المالية بصورة مباشرة، كما يمكن القول أن أغلبية هذه المؤسسات تستخدم الديون بشكل فعال مما يسمح لها بتعزيز هيكلها المالي، مما يُحسّن قوتها في التعامل مع التحديات المالية ويُقلل من احتمالية مخاطر الإفلاس، وأيضاً يفترض أن المؤسسات محل الدراسة قد قامت بتوجيه الديون نحو استثمارات تعود بالفائدة، مما يُعزز قدرتها على تحقيق عوائد مرتفعة ويُقلل من مخاطر الإفلاس نتيجة لتحسين الأداء المالي. بشكل عام يُظهر ارتفاع نسبة DTA تتبني المؤسسات مدروسة عموماً استراتيجيات تمويلية مناسبة، مما يساهم في تعزيز استقرارها المالي وتقليل مخاطر الإفلاس. في المقابل يظهر أن انخفاض DTA بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة في RB بحوالي 0.164 وحدة، وكما شاهدنا في المبحث السابق أن معظم مؤسسات الدراسة قد شهدت استراتيجيات تمويل محافظة اتجاه الدين الخارجي كوسيلة منها للحفاظ على استقرارها ومركزها المالي من جهة، فانخفاض DTA يُمكن أن يرتبط بزيادة مخاطر الإفلاس، نتيجة لتقليل المؤسسات لديون في تركيبة هيكلها المالي، مما يؤثر بالسلب على السيولة ويحد من القدرة على الاستثمار وتحقيق عائد مرتفع، ويعيق التكيف مع التحديات المالية الفورية. إذن انخفاض DTA يزيد من تحديات التمويل والقدرة على تلبية الالتزامات المالية، مما يعزز احتمالية التعرض لمخاطر الإفلاس بصفة أكبر؛

✓ هناك ترتب علاقة طردية بين مخاطر الإفلاس ونسبة الديون إلى حقوق الملكية، يعني ذلك أن أي تغيير في DTR يؤثر بشكل ملحوظ على RB، على سبيل المثال في حالة زيادة DTR بوحدة واحدة يمكن توقع ارتفاع في RB بحوالي 9.123 وحدة. وبالمقابل إذا كان هناك انخفاض DTR، يمكن توقع ارتفاع في RB بما يقارب 9.123 وحدة. يمكن تفسير هذا التأثير من خلال عدة جوانب بما في ذلك استمرار زيادة في حقوق الملكية، تذبذبات في الأداء الاقتصادي، النتيجة الصافية ونسبة التمويل بالديون التي تعتمد عليها المؤسسة. بالإضافة إلى ذلك يمكن أن يكون توجه إدارة المؤسسة نحو زيادة في معدل الديون لسد الفجوة في السيولة

الضرورية للتشغيل سببا في هذا التأثير، نتيجة لارتفاع المطلوبات القصيرة الأجل والسعي للحفاظ على ثروة الملاك. إلى جانب ذلك تلعب فعالية إدارة المؤسسة دورا بارزا في إدارة الاستثمارات والالتزامات بشكل فاعل، بالإضافة إلى التصدي للمخاطر الشاملة التي تحيط بالمؤسسة وخاصةً مخاطر الإفلاس. وبشكل عام يمكن أن تتغير هذه العلاقة بناءً على الظروف الاقتصادية العامة وتطورات السوق؛

✓ توجد علاقة عكسية بين مخاطر الإفلاس ونسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل لإجمالي الأصول، مما يعني في حالة ارتفاع FLT يؤدي ذلك لانخفاض RB، يمكن تفسير هذا الاتجاه بأن ارتفاع FLT يعكس توجيهها نحو التمويل الطويل الأجل الذي يمكن أن يساعد المؤسسات محل الدراسة في تمويل مشروعاتها الاستثمارية المستقبلية، وتوجيه الاستثمار نحو المشروعات ذات العائد المرتفع يمكن أن يؤدي إلى تحقيق أرباح إضافية، مما يعزز استقرار المؤسسة ويقلل من RB، على العموم ارتفاع الديون طويلة الأجل في تشكيلة الهيكل المالي تتيح للمؤسسات توجيه دفعاتها النقدية بشكل أفضل على المدى الطويل لتلبية التزاماتها، مما يقلل من احتمالية الوقوع في مشاكل تدفق النقد، كما يترتب على الديون طويلة الأجل تكاليف اقتراض أقل بالمقارنة مع الديون القصيرة الأجل مما يخفف عبء والتزامات المؤسسات، فيساهم ذلك في زيادة هامش الربح الصافي وبالتالي تقليل من RB. في الجهة المقابلة وبناءً لما سبق فإن انخفاض FLT يُشير إلى انخفاض في مستوى التمويل الطويل الأجل الذي قد يكون ضرورياً لتمويل مشروعات ونشاط المؤسسة مستقبلياً، فيساهم ذلك بطريقة غير مباشرة في الرفع من الضغوط المالية التي تواجهها المؤسسات محل الدراسة مما يرفع RB، كما أن انخفاض FLT يؤدي لتقليل دورة التوسع والاستثمار في مشروعات طويلة الأجل، مما يقلل من فرص تحقيق أرباح مستدامة ويزيد من مخاطر الإفلاس؛

✓ توجد علاقة طردية بين مخاطر الإفلاس ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات، يعني ذلك أن ارتفاع قيمة FLC بوحدة واحدة في فترة معينة من المتوقع أن يتسبب في ارتفاع RB بأكثر من 0.01 وحدة، في حين يتوقع أن يرافق انخفاض FLC بوحدة واحدة بانخفاض في RB بحوالي 0.01 وحدة. يعزى هذا التغير إلى حقيقة أن معظم المؤسسات لا تستخدم الديون قصيرة الأجل بشكل رئيسي لتمويل نشاطاتها، ولكنها تلجأ إليها بشكل مؤقت لسد الفجوة الزمنية في توازنها المالي. في أغلب الحالات يكون استخدام الديون قصيرة الأجل محدوداً لتمويل الاحتياجات الأساسية، وغالباً ما تستخدم لتغطية النقص المؤقت في الخزينة. يُظهر استخدام مؤسسات محل الدراسة نسب ديون قصيرة الأجل مقبولة في غالبية فترة الدراسة، مما يشير إلى

أما تنظر إلى هذه الديون كوسيلة جزئية لمعالجة ولسد الالتزامات التي قد تواجهها. هذه العلاقة الطردية تظهر التحديات المتزايدة التي قد تنشأ نتيجة لتزايد الاعتماد على الديون قصيرة الأجل، مما يُعزز التوتر المالي ويُعرض المؤسسة لمخاطر إفلاس أكبر؛

✓ قيمة الثابت موجبة وتدل على أن قيمة مخاطر الإفلاس في غياب متغيرات الهيكل المالي، إذن النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

2.1. من الناحية الإحصائية: تظهر النتائج أن النموذج المقبول يُظهر أن قيمة ستيودنت المحسوبة لمعاملات معلمات المفسرة للهيكل المالي والثابت تتجاوز قيمتها الجدولية، ويؤكد ذلك القيمة الاحتمالية، من الناحية الإحصائية الشاملة يُلاحظ أن قيمة معامل التحديد تبلغ 91.5% مما يُظهر قوة العلاقة بين متغير التابع (مخاطر الإفلاس) والمتغيرات التفسيرية (الهيكل المالي)، الجزء الباقي من التفسير يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج. كما أن قيمة فيشر المحسوبة للنموذج (352.644) أكبر من قيمتها الجدولية، وهي معنوية عند دلالة 5%. وهو يعني أن النموذج ككل معنوية إحصائية مما يشير إلى قدرته على تفسير التغيرات الحاصلة في مخاطر الإفلاس.

المطلب الثاني: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على المخاطر التشغيلية

في هذا المطلب سنقوم بدراسة تأثير تركيبة الهيكل المالي على المخاطر التشغيلية في المؤسسات المعنية بالدراسة باستخدام نماذج (Panel) خلال الفترة (2014-2021). سنستخدم (Panel) الساكن لتوافقه مع طبيعة ومعطيات الدراسة المتوفرة، وسنقوم بتحليل الأثر باستخدام ثلاثة أنواع من نماذج (Panel): نموذج الانحدار التجميعي، التأثيرات العشوائية، ونموذج الانحدار التجميعي. والجدول الموالي يوضح نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار (Panel) للهيكل المالي والمخاطر التشغيلية.

الجدول رقم (32): نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر التشغيلية

نموذج التأثيرات العشوائية (REM)	نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)	نموذج الانحدار التجميعي (PRM)	النموذج	
EGLS	SUR	OLS	طريقة التقدير	
0.103164	0.032464	0.410396	Coefficient	DTA
0.174521	2.185770	0.171988	Std. Error	
0.591127	2.174755	2.386191	T-Statistic	
0.5555	0.0261	0.0185	Prob	
-2.035924	-0.930381	-5.517944	Coefficient	DTR
4.032646	4.418859	3.495754	Std. Error	
-0.504861	4.210548	-1.578470	T-Statistic	
0.6145	0.0533	0.1169	Prob	
5.32E-12	2.37E-11	-1.09E-09	Coefficient	FLT
1.35E-09	1.35E-09	2.60E-09	Std. Error	
0.003946	0.017565	-0.418619	T-Statistic	
0.9969	0.9860	0.6762	Prob	
0.089189	0.176596	-0.223417	Coefficient	FLC
0.165483	0.182215	0.131391	Std. Error	
0.538964	2.969165	-1.700405	T-Statistic	
0.5908	0.0334	0.0914	Prob	
9.952154	9.818536	8.025779	Coefficient	C
6.288862	4.630212	4.738081	Std. Error	
1.582505	2.120537	1.693888	T-Statistic	
0.1159	0.0361	0.0927	Prob	
0.007331	0.800504	0.064749	R-Square	
0.241863	23.07258	2.267339	F-Statistic	
0.914128	0.000000	0.065345	Prob (F-stat)	
0.357819	1.709993	0.097443	DW	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

يوضح الجدول أعلاه نتائج تقدير معلمات (Panel) الساكن، ومن خلال ملاحظة نتائج النماذج الثلاث نجد أن كل من نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية يعانيان من مشكلة الارتباط الذاتي نظراً لأن قيمة داربن صغيرة جداً حيث لم تتجاوز 0.01 النسبة للنموذج في PRM في حين قدرت بحوالي 0.35 بالنسبة لنموذج REM، فكلتا النموذجين قد سجلا قيم تبعد كل البعد عن 02 مما يدل على معانتهم لمشكلة الارتباط الذاتي، على

عكس نموذج التأثيرات الثابتة فقد بلغت قيمة دارون 1.7 وهي مقبولة لحد ما مما يعني أن نموذج لا يعاني من إشكالية الارتباط، كما نجد أن القدرة التفسيرية للنماذج للنموذجين PRM و REM ضعيفة جدا، هذا يشير إلى ضعف أو غياب نوعا ما تأثير المتغير التابع على المتغير المستقل في النموذجين، وفي نفس السياق نجد أن نموذج FEM يتمتع بقدرة تفسيرية قوية إذ تجاوزت قيمة مؤشر R-Square النصف بنسبة تفوق 80%. أما فيما يخص القيمة المعنوية لاختبار فيشر (F-stat) فكانت أكبر من 5% لكل من PRM و REM مما يؤكد على عدم معنوية هذين النموذجين، على الجانب الآخر لم تتجاوز قيمة (F-stat) Prob لنموذج REM الـ 5% مما يشير إلى معنويته. مبدئيا يظهر أن نموذج التأثيرات الثابتة هو المناسب للدراسة، وعموما للمفاضلة بين النماذج السابقة يجب الاستعانة بكل من اختبار فيشير واختبار Hausman. والجدول الموالي يوضح نتائج المفاضلة.

الجدول رقم (33): نتائج اختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على المخاطر التشغيلية (المفاضلة

بين النماذج)

EffectsTest	Statistic	d.f	Prob	اختبار إحصائية F
Cross-section F	2.080654	(16.115)	0.0000	
Test Summary	Chi-Sq Statistic	Chi-Sq d.f	Prob	اختبار Hausman
Cross-section random	10.052803	4	0.04260	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

من خلال الجدول أعلاه نجد أن قيمة (prob Cross-section F) أقل من 5%، وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي أن الترجيح من صالح نموذج التأثيرات الثابتة. كما نلاحظ أن قيمة (prob Cross-section random) هي الأخرى أقل من 5% مما يستدعي رفض فرضية العدم وقبول الفرض البديل، وهنا أيضا الترجيح في صالح نموذج FEM، وهو ما يدل على أنه النموذج الأنسب للبيانات المدروسة، وبالتالي فمعاملات الميل المقدرة تكون متسقة وذات كفاءة، بعبارة أخرى يعد FEM أفضل النماذج المقدرة، وعليه يمكن تقدر النموذج حسب المعادلة التالية:

$$RO = 0.0324642785675*DTA - 0.930380905611*DTR + 2.37200121943e-11*FLT + 0.17659634396*FLC + 9.81853577741 + [CX=F]$$

F-Statistic = 23.07258

Prob (F-stat) = 0.0000

R-Square = 0.800504

1. تحليل نتائج النموذج: من خلال المعادلة السابقة نلاحظ أن:

1.1. من الناحية الاقتصادية:

✓ هناك تأثير طردي بين نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات والمخاطر التشغيلية، وهذا يعني أن تغيير DTA بوحدة واحدة يتوقع أن يؤثر بشكل متناسب على مستوى RO بحوالي 0.032 وحدة. على سبيل المثال عندما ترتفع DTA لسنة معينة يتوقع أن يزيد مستوى RO، يرجع هذا التغير إلى ارتفاع DTA ينجم عنه زيادة الالتزامات المالية للمؤسسة، هذا الوضع قد يؤثر سلبا على الربحية ويُسبب ارتفاع RO نتيجة للتحديات المالية وزيادة التزامات الديون. ببساطة يتجلى هنا وجود ضغط إضافي على المؤسسة لتحقيق أداء تشغيلي أفضل وسداد الديون وتحمل فوائد الديون. أي يمكن أن تتزايد RO نتيجة للضغط المالي مما يفرض أعباءً إضافية على نتائج المؤسسة. بالإضافة إلى ذلك يمكن أن يؤدي الاعتماد على الديون في تركيبة الهيكل المالي إلى تقليل مرونة المؤسسات في مواجهة التقلبات الاقتصادية، كما قد يتسبب التذبذب في حاصل رقم أعمال المؤسسة وزيادة مجموع نفقاتها، مما يرفع من توقعات RO، والعكس صحيح. على الجانب الآخر إذا انخفضت DTA يتوقع أن ينخفض مستوى RO، مما يشير ذلك إلى تحسن تركيبة الهيكل المالي وقدرة المؤسسات على تلبية التزامات الديون بشكل أفضل، مما يقلل من التوترات التشغيلية. وبناءً على ذلك يُتوقع أن يصاحب انخفاض DTA تخفيض في التكاليف المالية وتحسين التشكيلة المالية مما ينعكس إيجابا في تقليل RO؛

✓ وجود علاقة عكسية بين المخاطر التشغيلية ونسبة الديون إلى حقوق الملكية. بمعنى آخر عندما ترتفع DTR بوحدة واحدة، يتوقع أن يكون لذلك تأثير إيجابي على مستوى تحمل المؤسسة للمخاطر التشغيلية، أي أن المخاطر التشغيلية تنخفض بمقدار 0.93 وحدة. في المقابل عندما تنخفض DTR بوحدة واحدة يتوقع أن يكون لذلك تأثير سلبي على مستوى RO ، أي أن RO تزداد بمقدار 0.93 وحدة. هذا التغير يُمكن تفسيره بالزيادة المستمرة في حقوق الملكية، والتي قد تترافق مع التذبذبات في المردودية الاقتصادية والنتائج الصافية، بالإضافة إلى نسبة الاستدانة التي تعتمد عليها المؤسسات محل الدراسة من جهة، وتوجهات إدارة المؤسسات في زيادة حقوق الملكية، مما يحقق مكاسب إضافية ويخفف من حاجتها للتمويل الخارجي، مما يقلل بشكل عام من النفقات المالية من جهة أخرى. هذا تفسير يعود إلى الفكرة العامة بأن ارتفاع نسبة الديون يمكن أن يعني زيادة في التمويل والرأسمال المتاح للمؤسسة، مما يمكنها من تحمل RO بشكل أفضل، بينما انخفاض نسبة الديون قد يعني تقليل في التمويل والرأسمال، مما يمكن أن يزيد من الضغط على المؤسسة ويزيد من مستوى

RO، باختصار فإذا كانت المؤسسة قادرة على تحمل المزيد من الديون بشكل فعال وتديرها بشكل جيد، فيمكن أن ينتج ذلك عن تحسين الهيكل المالي والقدرة على استغلال الفرص التشغيلية دون زيادة كبيرة في المخاطر، والعكس صحيح؛

✓ هناك علاقة طردية بين المخاطر التشغيلية والديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات، وهو ما يعني انخفاض FLC بوحدة واحدة أن يصاحبه انخفاض في RO بحوالي 0.17 وحدة، ويرجع هذا إلى زيادة FLC يعني سد العجز المؤقت على مستوى خزانة المؤسسة، مما أن يؤثر سلبا على تشغيلها اليومي وقدرتها على التعامل مع التقلبات في السوق والمشاكل التشغيلية غير المتوقعة. قد يلجأ المديرون إلى زيادة استخدام الديون قصيرة الأجل لتمويل نشاطات المؤسسة، وضمان توفر السيولة اللازمة للتعامل مع التحديات التشغيلية الطارئة، وتنفيذ الخطط التشغيلية بشكل فعال، عموما الديون القصيرة الأجل تتطلب سدادا سريعا، وبالتالي قد تزيد من الضغط المالي وتقييد قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها التشغيلية بفاعلية أكثر، والعكس صحيح. أما في المقابل عندما يحدث انخفاض في FLC بوحدة واحدة يتوقع أن يرافق ذلك انخفاضا في مستوى RO بمقدار 0.17، فتقليل FLC يشير عادة إلى تقليل التورط المالي الحالي للمؤسسة وتحسين قدرتها على إدارة السيولة بشكل أفضل، هذا يعني أن المؤسسة قد تكون أكثر قدرة على تحمل المتغيرات في البيئة التشغيلية دون الحاجة الملحة للتمويل الفوري، باختصار يمكن أن يكون انخفاض FLC إشارة إيجابية تتعلق بتقليل RO؛

✓ هناك علاقة طردية بين الديون طويلة ومتوسطة الأجل إلى إجمالي الأصول المخاطر التشغيلية، ففي حالة FLT فيتوقع أن يصاحبه تراجع في RO، والعكس صحيح. عندما تقلل المؤسسات من مستوى الديون طويلة الأجل وهذا بدوره يساعد في تقليل الضغوط المالية الفورية والتزاماتها المالية المستقبلية، مما يمكنها من التركيز على تحقيق أهدافها التشغيلية بشكل أفضل وتقليل مخاطرها التشغيلية، فيمنحها ذلك استقرارا أكبر في التمويل والقدرة على التخطيط، وتنفيذ الاستراتيجيات على المدى الطويل دون أن تكون متأثرة بتقلبات سوق، حيث يمكن للمؤسسات محل الدراسة التحكم بشكل أفضل في تدفق النقد والحفاظ على استقرار التشغيل، وبطبيعة الحال هذا يرجع إلى المدى كفاءة إدارة المؤسسة في تشكيل هيكل مالي يسمح لها بتحقيق أهدافها الاقتصادية، وضمان استمرارية فعالية الجهاز الإنتاجي من جهة، وتحقيق مردودية وسيولة كافية لمواجهة مختلف التزاماتها المطلوبة من جهة أخرى، والعكس صحيح. مع ذلك يجب أخذ العديد من العوامل

القطاع الصناعي، حجم المؤسسة، طبيعة أعمالها، وظروف السوق كلها تلعب أدواراً حاسمة في تأثير الديون على RO، قد تكون هناك استثناءات أو حالات خاصة يمكن أن تعكس أوضاعاً مختلفة؛

✓ قيمة الثابت موجبة وتدل على قيمة المخاطر التشغيلية في غياب متغيرات الهيكل المالي، إذن النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

2.1. من ناحية الاحصائية: تبين النتائج أن النموذج المقبول، بحيث يظهر أن معظم قيم ستيودنت المحسوبة لمعاملات معاملات المفسرة للهيكل المالي والثابت تتجاوز قيمتها الجدولية، ويؤكد ذلك معنوية القيمة الاحتمالية عند 5%. أما من الناحية الإحصائية الشاملة يُلاحظ أن قيمة معامل التحديد بلغ 80.05% مما يُظهر قوة العلاقة بين متغير التابع (المخاطر التشغيلية) والمتغيرات التفسيرية (الهيكل المالي)، والجزء الباقي من التفسير يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج. كما أن قيمة فيشر المحسوبة للنموذج (23.07253) أكبر من قيمتها الجدولية، وهي معنوية عند دلالة 5%. وهو يعني أن النموذج ككل معنوية إحصائية مما يشير إلى قدرته على تفسير التغيرات الحاصلة في المخاطر التشغيلية.

المطلب الثالث: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية

سنقوم في هذا المطلب بدراسة تأثير تركيبة الهيكل المالي على المخاطر المالية في المؤسسات محل الدراسة خلال الفترة من عام 2014 إلى عام 2021. وقد تم تقييم المخاطر المالية من خلال خمس مؤشرات تمت ذكرها سابقاً المتمثلة في: الاستقلالية المالية، القدرة على السداد، العائد على رأس المال المستثمر، تشتت المردودية المالية والسيولة. وسيتم تحليل هذه العلاقة باستخدام نماذج (Panel) لفهم كيفية تأثير تركيبة الهيكل المالي على مستويات المخاطر المالية في هذه المؤسسات خلال الفترة المحددة.

الفرع الأول: أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور الاستقلالية المالية

من أجل تحديد أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور الاستقلالية المالية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021) باستخدام بيانات (Panel) الساكن نظراً لملائمته لطبيعة ومتغيرات الدراسة، سنقوم بالتقدير من خلال النماذج الآتية: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية. والجدول موالي يوضح نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار (Panel) لبيان لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية المقاسة بالاستقلالية المالية.

الجدول رقم (34): نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية المرتبطة بالاستقلالية المالية

نموذج التأثيرات العشوائية (REM)	نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)	نموذج الانحدار التجميعي (PRM)	النموذج	
EGLS	SUR	OLS	طريقة التقدير	
1.039589	0.478976	1.308022	Coefficient	DTA
0.283235	0.412081	0.217828	Std. Error	
3.670412	2.162335	6.004831	T-Statistic	
0.0004	0.0247	0.0000	Prob	
45.64078	72.36051	35.86148	Coefficient	DTR
6.005091	9.802067	4.427487	Std. Error	
7.600347	7.382168	8.099737	T-Statistic	
0.0000	0.0000	0.0000	Prob	
2.42E-10	4.30E-10	1.14E-10	Coefficient	FLT
2.95E-09	3.00E-09	3.30E-09	Std. Error	
0.081871	0.143486	0.034543	T-Statistic	
0.9349	0.8862	0.9725	Prob	
-1.782337	-2.243818	-1.564680	Coefficient	FLC
0.235469	0.404196	0.166411	Std. Error	
-7.569310	-5.551316	-9.402526	T-Statistic	
0.0000	0.0000	0.0000	Prob	
-7.310964	0.579109	-13.61416	Coefficient	C
7.950716	10.27090	6.000935	Std. Error	
-0.919535	2.056383	-2.268674	T-Statistic	
0.3595	0.0455	0.0249	Prob	
0.662660	0.861428	0.788220	R-Square	
64.33308	35.74473	121.8913	F-Statistic	
0.000000	0.000000	0.000000	Prob (F-stat)	
1.163311	1.384185	0.955074	DW	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

يظهر الجدول السابق نتائج تقدير معلمات (Panel) الساكن، ومن خلال فحص نتائج النماذج الثلاث يتضح أن نموذج الانحدار التجميعي يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي، حيث أن قيمة داربن واتسون صغيرة جداً ولم تتجاوز الواحد، ت فالنموذج قد سجل قيمة تبعد كثيراً عن الاثنين مما يشير إلى وجود مشكلة في الارتباط الذاتي في هذا النموذج. على الجانب الآخر أظهر نموذج التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية قيماً مقبولة نوعاً ما لمقياس داربن،

حيث بلغت 1.4 و 1.16 على التوالي مما يشير إلى عدم وجود مشكلة كبيرة في الارتباط الذاتي لهما. بالإضافة إلى ذلك يبدو أن النماذج الثلاثة لديها قدرة تفسيرية جيدة، حيث تجاوزت قيمة مؤشر R-Square النصف، وكانت أعلى قيمة لها من نصيب نموذج FEM بنسبة 86%. أما بالنسبة لقيمة معنوية فيشر (F-stat) فكانت أقل من 5% في النماذج الثلاثة مما يدل على معنوية هذه النماذج. وعليه من خلال الجدول يظهر أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل مقارنة بالنماذج الأخرى، وللمقارنة والمفاضلة النهائية بين هذه النماذج، يوصى باستخدام اختبار فيشر واختبار Hausman لتحديد النموذج الأنسب لتقدير الأثر المرغوب. والجدول اللاحق يبين نتائج هذه المقارنة.

الجدول رقم (35): نتائج اختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على الاستقلالية المالية

(المفاضلة بين النماذج)

EffectsTest	Statistic	d.f	Prob	اختبار إحصائية F
Cross-section F	3.797214	(16.115)	0.0000	
Test Summary	Chi-Sq Statistic	Chi-Sq d.f	Prob	اختبار Hausman
Cross-section random	12.787684	4	0.0124	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

من خلال الجدول أعلاه نجد أن قيمة (prob Cross-section F) أقل من 5%، وعليه نرفض فرض عدم التي تشير أن النموذج المناسب هو PRM، ونقبل الفرضية البديلة المشيرة بأن نموذج FEM هو الملائم، أي أن الترجيح من صالح نموذج التأثيرات الثابتة.

كما نلاحظ أن قيمة (prob Cross-section random) هي الأخرى أقل من 5% مما يستدعي رفض فرضية عدم وقبول الفرض البديل، وهنا أيضا الترجيح في صالح نموذج FEM، وهو ما يدل على أنه النموذج الأنسب للبيانات المدروسة، وبالتالي فمعاملات الميل المقدرة تكون متسقة وذات كفاءة، بعبارة أخرى يعد FEM أفضل النماذج المقدرة، وعليه يمكن تقدر النموذج حسب المعادلة التالية:

$$FI = 0.478976396998*DTA + 72.3605064265*DTR + 4.29813258792e-10*FLT - 2.24381845488*FLC + 0.579108637164 + [CX=F]$$

F-Statistic = 35.74473

Prob (F-stat) = 0.0000

R-Square = 0.861428

1. تحليل نتائج النموذج: من خلال المعادلة أعلاه نلاحظ أن:

1.1 من الناحية الاقتصادية:

✓ هناك علاقة طردية بين نسبة الاستقلالية المالية ونسبة الديون إلى إجمالي الموجودات، يُشير ذلك إلى أن زيادة في DTA بوحدة واحدة يُتوقع أن تتبعها زيادة مقدارها حوالي 0.47 وحدة في FI، وبالمثل يُتوقع أن تنخفض FI بمقدار 0.47 وحدة في حالة انخفاض DTA بوحدة واحدة. تعتمد هذه التغيرات على السياسات

التمويلية التي تنتهجها المؤسسات محل الدراسة، ففي حالة اعتمادها على الديون كمصدر رئيسي لتمويل استثماراتها يزيد ذلك من FI، وفي هذا السياق قد تفقد المؤسسة جزءاً من قدرتها على اتخاذ القرارات بدون تأثير الجهات المانحة للديون. بالمقابل عند اعتماد المؤسسة على مصادرها الذاتية والخاصة كمصدر رئيسي للتمويل يؤدي ذلك إلى انخفاض في FI (هنا يمكن القول أن المؤسسة تتمتع باستقلالية نسبية عن دائنيها). فاختيار المؤسسة لسياسات التمويل وتشكيلية هيكلها المالي يعتمد على البدائل المتاحة وحالة السوق والاقتصاد. حيث أنه في حالة ارتفاع DTA يكون لها تأثير سلبي على الاستقلالية المالية بسبب زيادة المخاطر المالية نتيجة ارتفاع الالتزامات المالية، بمعنى آخر يمكن أن يؤدي ارتفاع DTA إلى زيادة في الديون مما يعزز مخاطر فقدان الاستقلالية المالية. وعلى الجانب المقابل في حالة انخفاض DTA يمكن أن يكون لها تأثير إيجابي على الاستقلالية المالية بفضل تقليل المخاطر المالية والالتزامات المالية؛

✓ هناك علاقة طردية بين نسبة الاستقلالية المالية ونسبة الديون إلى حقوق الملكية، بمعنى في حال ارتفاع DTR بوحدة واحدة من المتوقع أن ينجم عن ذلك ارتفاع في FI بحوالي 72.36 وحدة، وفي المقابل إذا انخفضت DTR من المتوقع أن يتبعه انخفاض في FI بمقدار 72.36 وحدة. هذه العلاقة تعكس كيف يمكن أن يؤثر اختيار مزيج الهيكل المالي على الاستقلالية المالية للمؤسسة، فعندما تشهد المؤسسات محل الدراسة ارتفاعاً في DTR يتوقع أن يزيد هذا الارتفاع من الاعتماد على الديون كوسيلة لتمويل الأنشطة المختلفة مما يؤدي لفقدان المؤسسة لاستقلاليتها، أي هناك تزايد في الاعتماد على الموارد المالية الخارجية لتمويل النشاطات اليومية والاستثمارات المستقبلية والحالية، هذه الزيادة في الاستدانة قد تكون بمثابة إشارة إلى ارتفاع المخاطر المالية نظراً لزيادة الالتزامات المالية، والعكس صحيح. في حالة انخفاض DTR يُظهر ذلك تقليلاً في الاعتماد على الديون كمصدر أساسي للتمويل، هذا يمكن أن يشير إلى استخدام الموارد الداخلية بشكل أكبر مثل الأموال الخاصة أو الأرباح التشغيلية لتمويل الأنشطة الاقتصادية، مما قد يقلل من المخاطر المالية ويزيد من درجة الاستقلالية المالية. في المجمل يُظهر هذا التفسير أهمية توازن المؤسسة بين استخدام الديون واستخدام الأموال الخاصة، حيث تؤثر هذه الاختيارات على مدى قدرتها على تحمل المخاطر المالية والحفاظ على درجة من الاستقلالية في اتخاذ قراراتها؛

✓ هناك علاقة طردية بين نسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل لإجمالي الأصول ونسبة الاستقلالية المالية، بمعنى في حال ارتفاع FLT بوحدة واحدة يساهم ذلك في ارتفاع FI بحوالي 4.2×10^{-10} وحدة، وفي المقابل إذا

انخفضت FLT بوحدة واحدة يتبعه ذلك انخفاض في FI بمقدر 4.2×10^{-10} وحدة. هذه العلاقة تعكس ما تطرق له سابقا أن الديون المالية لها تأثير إيجابي على مستوى FI، وعليه فالديون طويلة ومتوسطة الأجل تساهم في خفض تحرر المالي للمؤسسة، كون هذه الديون تلازم المؤسسة لمدة لا تقل عن سنة فما أكثر، والعكس صحيح. انخفاض هذه النسبة يعني تحرر المؤسسة وانخفاض مخاطرها مالية بشكل عام بالإضافة إلى تقليل مخاطر فقدان استقلاليتها. هذا التبادل بين FLT و FI يظهر أهمية إدارة هيكل الديون بعناية، حيث يمكن للمؤسسة الاستفادة من التمويل الخارجي لتحقيق النمو والاستثمار، ولكن يجب تحقيق توازن لتجنب التكاليف الزائدة والحفاظ على مستوى مناسب من الاستقلالية المالية، هذه العلاقة تساعد المستثمرين والمديرين على تقييم مدى تعرض المؤسسات للمخاطر المالية وفهم كيفية هيكلتها تمويلها؛

✓ هناك علاقة عكسية بين نسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول ونسبة الاستقلالية المالية، بمعنى في حال ارتفاع FLT بوحدة واحدة يساهم ذلك في انخفاض FI بـ 2.24 وحدة، وفي المقابل إذا انخفضت FLT بوحدة واحدة يتبعه ذلك ارتفاع في FI بحوالي 2.24 وحدة. يمكن تفسير ذلك باعتبار الديون القصير الأجل تستخدم لتلبية احتياجات التشغيل اليومية للمؤسسات محل الدراسة كدفع الديون التجارية أو تغطية تكاليف العمليات، وهي أداة هامة لإدارة السيولة وتحقيق التحرر المالي الفعال، فبفضل مدتها القصيرة حيث لا تتجاوز عادة سنة، تمثل هذه الديون طريقة لتلبية الالتزامات المؤقتة دون إلحاق أعباء دائمة طويلة الأمد وتحقيق التحرر من التزامات الديون الطويلة الأمد، مما يوفر للمؤسسات مرونة أكبر في تخصيص الموارد واتخاذ القرارات المالية، توضح العلاقة أعلاه أن تزايد اعتماد هذه الديون يمنح المؤسسة نوعا ما تحرر من تدخل دائئيتها، والعكس صحيح. مع ذلك يتعين على المؤسسات أن تتبنى استراتيجية حذرة لتحقيق توازن بين الاعتماد على ديون قصيرة الأجل والحفاظ على استقلاليتها المالية، فإدارة مدى التبعية على الديون بشكل فعال تتطلب مراقبة دقيقة للتدفقات النقدية وتحديد الاحتياجات الفعلية للتمويل، ومن الممكن أن يرتبط ارتفاع الديون بفترات نمو أو استثمار تعزز فيها المؤسسة قدرتها على تحقيق المستقبل بشكل أفضل، وبالتالي تعزيز استقلاليتها بشكل عام. وتجدر الإشارة أنه في الوسط المالي العام، يعتبر ارتفاع نسبة الديون عادة تحملا إضافيا من المخاطر وقد يؤدي إلى زيادة التبعية على التمويل الخارجي، مما يعني بالنهاية التأثير يعتمد على سياق المؤسسة وكيفية استخدامها وتعاملها مع لتلك الديون في استراتيجيتها المالية واليومية؛

✓ قيمة الثابت موجبة وتدلل على قيمة المتغير التابع في غياب متغيرات الهيكل المالي مما يدل على أن النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

2.1. من ناحية الاحصائية: تبين النتائج أن النموذج المقبول، بحيث يظهر أن أغلبية قيم ستيودنت المحسوبة لمعاملات معاملات المفسرة للهيكل المالي والثابت تتجاوز قيمتها الجدولية، ويؤكد ذلك معنوية القيمة الاحتمالية عند 5%، أما من الناحية الإحصائية الشاملة يُلاحظ أن قيمة معامل التحديد قد تجاوزت النصف، حيث وصل إلى 86.14% مما يُظهر قوة العلاقة بين متغير التابع (الاستقلالية المالية) والمتغيرات التفسيرية (الهيكل المالي)، والجزء الباقي من التفسير يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج. كما أن قيمة فيشر المحسوبة للنموذج (35.74473) أكبر من قيمتها الجدولية، وهي معنوية عند دلالة 5%. وهو يعني أن النموذج ككل معنوية إحصائية مما يشير إلى قدرته على تفسير التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية ونعني بذلك مخاطر فقدان الاستقلالية المالية.

الفرع الثاني: أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور القدرة على السداد

من أجل تحديد أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور القدرة على سداد الالتزامات للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)، سنستعمل (Panel) الساكن بناءً على توافقه مع خصائص ومتغيرات الدراسة. سنقوم بتقدير هذه العلاقة باستخدام النماذج التالية: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية. والجدول موالي يوضح نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار (Panel) لبيان لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية المقاسة بالقدرة على السداد.

الجدول رقم (36): نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية المرتبطة بالقدرة

على السداد

نموذج التأثيرات العشوائية (REM)	نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)	نموذج الانحدار التجميعي (PRM)	النموذج	
EGLS	SUR	OLS	طريقة التقدير	
-0.324530	-0.528993	-0.250377	Coefficient	DTA
0.274045	0.443979	0.213781	Std. Error	
-1.184220	-0.191482	-1.171182	T-Statistic	
0.2385	0.2359	0.2437	Prob	
6.034141	10.50962	4.616947	Coefficient	DTR
5.720925	10.56081	4.345229	Std. Error	
1.054749	0.995153	1.062532	T-Statistic	
0.2935	0.3218	0.2899	Prob	
-6.00E-10	-9.24E-10	-8.35E-11	Coefficient	FLT
3.16E-09	3.23E-09	3.24E-09	Std. Error	
-0.190152	-3.286184	-0.025794	T-Statistic	
0.8495	0.0477	0.9795	Prob	
0.087882	-0.004129	0.111498	Coefficient	FLC
0.221244	0.435483	0.163319	Std. Error	
0.397218	-0.009482	0.682701	T-Statistic	
0.6919	0.9925	0.4960	Prob	
4.419591	10.24428	2.314794	Coefficient	C
7.616165	11.06593	5.889444	Std. Error	
0.580291	0.925750	0.393041	T-Statistic	
0.5627	50.356	0.6949	Prob	
0.013956	0.226320	0.018876	R-Square	
0.463520	26.68201	0.630074	F-Statistic	
0.762394	0.046210	0.641896	Prob (F-stat)	
1.635203	1.790158	1.445580	DW	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

يتبين من الجدول السابق نتائج تقدير معلمات (Panel) الساكن، ومن خلال فحص نتائج النماذج الثلاثة يتضح أنها تتسم بعدم وجود مشكلة في الارتباط الذاتي، حيث قد تم تسجيل قيم DW تقترب من 2 في حدود (1.44-1.8)، مما يشير أن النماذج تظهر قيما مقبولة نوعا ما لمؤشر دارين واتسون. بالإضافة إلى ذلك يُلاحظ أن كل من نموذج PRM و REM تتميزان بقدرة تفسيرية ضعيفة جدا لم يتجاوز معامل التحديد 1%، هذا يشير إلى

ضعف أو غياب حد ما تأثير المتغير التابع على المتغير المستقل في هذه النماذج. أما نموذج FEM فلم تتجاوز قيمة مؤشر R-Square النصف حيث بلغت 22.63%، مما يعتبر ضعيفا نوعا ما ولكنه مقبول، هذا يُظهر أن هيكل المالي يفسر التغيرات في الحاصلة قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها بنسبة 22%، والنسبة المتبقية (77.3%) تعود لعوامل أخرى خارج النموذج. فيما يتعلق بالقيمة المعنوية في اختبار فيشر (F-stat) كانت أكبر من 5% لكل من REM وPRM، مما يؤكد على عدم معنويتها. على الجانب الآخر لم تتجاوز قيمة Prob (F-stat) لنموذج FEM الـ 5% مما يشير إلى معنويته. وعليه يظهر من الجدول أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأكثر قبولا مقارنة بالنماذج الأخرى، لإجراء مقارنة وتحديد النموذج الأنسب لتقدير الأثر المرغوب، يُفضل استخدام اختبار فيشر واختبار Hausman، يظهر الجدول اللاحق نتائج هذه المفاضلة.

الجدول رقم (37): نتائج اختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على القدرة على السداد (المفاضلة بين النماذج)

EffectsTest	Statistic	d.f	Prob	اختبار إحصائية F
Cross-section F	1.927165	(16.115)	0.0244	
Test Summary	Chi-Sq Statistic	Chi-Sq d.f	Prob	اختبار Hausman
Cross-section random	0.973056	4	0.9139	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

من خلال الجدول أعلاه نجد أن قيمة (prob Cross-section F) أقل من 5% مما يعني رفض فرض العدم التي تشير أن النموذج المناسب هو PRM، ونقبل الفرضية البديلة المشيرة بأن نموذج FEM هو الملائم، أي أن الترجيح من صالح نموذج التأثيرات الثابتة.

من جهة أخرى، يُلاحظ أن قيمة (prob Cross-section random) أكبر من 5%، مما يستدعي قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة. وفي هذا السياق يتجه الترجيح نحو نموذج REM كونه الأكثر ملائمة للبيانات المدروسة. بمعنى آخر، يعتبر نموذج REM هو الأفضل المقدر، ويمكن تقديره باستخدام المعادلة التالية:

$$CP = -0.324529768779*DTA + 6.03414102211*DTR - 6.00315356792e-10*FLT + 0.0878821162387*FLC + 4.4195905355 + [CX=R]$$

$$F\text{-Statistic} = 0.463520 \quad Prob (F\text{-stat}) = 0.762394 \quad R\text{-Square} = 0.013956$$

من خلال المعادلة أعلاه، نتوصل إلى أن احتمال اختبار فيشر البالغ 0.762394 قد تجاوز مستوى المعنوية البالغ 5%، هذا يُظهر أن النموذج المقدر والمختار سابقا، والذي اعتمد على اختبارات المفاضلة غير معنوي. بمعنى آخر المتغيرات المستقلة المتعلقة بالهيكل المالي لا تمتلك تأثيرا معنويا على المتغير التابع، والذي يُمثل في هذه الحالة المخاطر المالية المرتبطة بالقدرة على السداد. يُلاحظ أيضا أن معامل التحديد الذي بلغ 0.013956 يُظهر أن

المتغيرات المستقلة للهيكل المالي تفسر نسبة قليلة جدا من التغيرات في المخاطر المالية المقاسة بالقدرة على السداد وتحديدًا حوالي 1.4%، هذه النسبة تُعتبر ضعيفة للغاية مما يشير إلى عدم كفاية النموذج في تفسير هذه التغيرات، أي فالنسبة المتبقية (98.604%) ترجع لعوامل أخرى ليست ضمن النموذج المقدر. بالإضافة إلى ذلك يظهر الجدول رقم (37) أن قيم T-Statistic المحسوبة لمعاملات معلمات المفسرة للهيكل المالي والثابت لم تتجاوز قيمتها الجدولية، يُؤكد ذلك على أن القيمة الاحتمالية لمعاملات معلمات المفسرة للهيكل المالي والثابت قد تجاوزت 5%. باختصار يتضح أن النموذج مرفوض وغير قادر على دراسة الأثر المرغوب بشكل فعّال.

الفرع الثالث: أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور العائد على رأس المال المستثمر

من أجل تحديد أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور العائد على رأس المال المستثمر للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)، باستخدام (Panel) القصير بناءً على توافقه مع خصائص ومتغيرات الدراسة، سنقوم بتقدير هذه العلاقة اعتماداً على النماذج التالية: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية. والجدول موالي يوضح نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار (Panel) لبيان لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية المقاسة بالعائد على رأس المال المستثمر.

الجدول رقم (38): نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية المرتبطة بالعاقد على رأس المال المستثمر

نموذج التأثيرات العشوائية (REM)	نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)	نموذج الانحدار التجميعي (PRM)	النموذج	
EGLS	SUR	OLS	طريقة التقدير	
-0.124016	-0.041926	-0.278542	Coefficient	DTA
0.180518	0.217010	0.132745	Std. Error	
-0.687002	-0.193200	-2.098318	T-Statistic	
0.4933	0.8471	0.0378	Prob	
-3.230427	-2.178517	-3.370762	Coefficient	DTR
3.993941	5.161953	2.698130	Std. Error	
-0.808832	-0.422033	-1.249296	T-Statistic	
0.4201	0.6738	0.2138	Prob	
-6.98E-10	-7.81E-10	-9.83E-11	Coefficient	FLT
1.57E-09	1.58E-09	2.01E-09	Std. Error	
-0.445117	-0.494847	-0.048885	T-Statistic	
0.6570	0.6217	0.9611	Prob	
0.435126	0.331830	0.554596	Coefficient	FLC
0.161174	0.212857	0.101411	Std. Error	
2.699738	1.558934	5.468776	T-Statistic	
0.0079	0.1218	0.0000	Prob	
5.084203	3.268656	8.478879	Coefficient	C
5.355418	5.408848	3.656995	Std. Error	
0.949357	0.604316	2.318537	T-Statistic	
0.3442	0.5468	0.0220	Prob	
0.055974	0.612916	0.207802	R-Square	
1.941831	9.104671	8.590666	F-Statistic	
0.107258	0.000000	0.000003	Prob (F-stat)	
0.968693	1.078784	0.543330	DW	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

توضح النتائج المستخلصة من الجدول السابق تقدير معلمات (Panel) الساكن، من خلال فحص النماذج الثلاثة يكشف عن وجود مشكلة في الارتباط الذاتي، وهو ما يتضح من قيم Durbin-Watson التي تتعد عن قيمة 2 بدرجات تتراوح بين (0.54-1.08). بالإضافة إلى ذلك يُلاحظ أن نموذج REM يعاني من قدرة تفسيرية ضعيفة جداً حيث لم يتجاوز معامل التحديد 6%، هذا يشير إلى ضعف أو غياب نوعاً ما تأثير المتغير التابع على المتغير المستقل

في هذا النموذج. على الجانب الآخر يظهر أن نموذج FEM قد حقق قيمة مؤشر R-Square تتجاوز النصف بلغت 61.3%، هذا يشير إلى أن هيكل المالي يفسر تغيرات المخاطر المالية المقاسة برأس المال المستثمر بنسبة 61.3%، بينما النسبة المتبقية (36.7%) يمكن تفسيرها بواسطة عوامل أخرى خارج النموذج. أما نموذج FEM فقد حقق قيمة مؤشر R-Square تقدر بـ 20.8%، وهي قيمة ضعيفة نسبياً ولكنها مقبولة لحد ما، هذا يشير إلى أن هيكل المالي يفسر تغيرات القدرة على سداد التزامات المؤسسة بنسبة 20.8%، والنسبة للقيمة المتبقية (79.2%) تعود لعوامل أخرى خارج النموذج. فيما يخص القيمة المعنوية في اختبار فيشر (F-stat) Prob فكانت أقل من 5% لكل من PRM و FEM بقيمة تبلغ 0.000003، 0.0000 على التوالي، مما يؤكد على معنوية هذين النموذجين. على الجانب الآخر تتجاوزت قيمة Prob (F-stat) لنموذج REM الـ 5% مما يشير إلى عدم معنويته. وبناءً على الجدول أعلاه يبدو أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأكثر قبولاً مقارنة بالنماذج الأخرى، للتحقق من النموذج الأنسب لتقدير الأثر المرغوب يُفضل استخدام اختبار فيشر واختبار Hausman، ستظهر نتائج هذه المفاضلة في الجدول اللاحق.

الجدول رقم (39): نتائج اختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على القدرة على السداد

(المفاضلة بين النماذج)

EffectsTest	Statistic	d.f	Prob	اختبار إحصائية F
Cross-section F	7.522304	(16.115)	0.0000	
Test Summary	Chi-Sq Statistic	Chi-Sq d.f	Prob	اختبار Hausman
Cross-section random	1.865939	4	0.7604	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

من خلال الجدول أعلاه نجد أن قيمة (prob Cross-section F) أقل من 5% مما يعني رفض فرض العدم التي تشير أن النموذج المناسب هو PRM، ونقبل الفرضية البديلة المشيرة بأن نموذج FEM هو الملائم، أي أن الترجيح من صالح نموذج التأثيرات الثابتة.

نلاحظ في المقابل أن قيمة (prob Cross-section random) تتجاوز 5%، مما يستوجب قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة، في هذا السياق يبدو أن التوجه يميل نحو اعتماد نموذج التأثيرات العشوائية نظراً لكونه الخيار الأكثر تناسباً وملاءمة مع خصائص البيانات المدروسة. بشكل آخر يمكن اعتبار نموذج التأثيرات العشوائية (REM) هو الأنسب للتقدير، ويمكن تحديده باستخدام المعادلة التالية:

$$TCR = -0.1240163612*DTA - 3.2304269591*DTR - 6.97967710197e-10*FLT + 0.435126382503*FLC + 5.08420266355 + [CX=R]$$

F-Statistic = 1.941831

Prob (F-stat) = 0.107258

R-Square = 0.055974

من خلال المعادلة السابقة، يظهر أن احتمال اختبار فيشر البالغ 0.107258 قد تجاوز مستوى المعنوية البالغ 5%، هذا يُظهر أن النموذج المقدر والمختار سابقاً غير معنوي، بمعنى آخر المتغيرات المستقلة المتعلقة بالهيكل المالي لا تمتلك تأثيراً معنوياً على المتغير التابع المتمثل في هذه الحالة المخاطر المالية المرتبطة بالعائد على رأس المال المستثمر. يُلاحظ أيضاً أن معامل التحديد الذي بلغ 0.055974 يُظهر أن المتغيرات المستقلة للهيكل المالي تفسر نسبة قليلة جداً من التغيرات في المخاطر المالية المقاسة بالعائد على رأس المال المستثمر وتحديدًا حوالي 5.6%، هذه النسبة تُعتبر ضعيفة للغاية مما يشير إلى عدم كفاية النموذج في تفسير هذه التغيرات، فالنسبة المتبقية (94.40%) ترجع لعوامل أخرى خارج نطاق النموذج. إذن يتبين أن نموذج REM يفتقر إلى القدرة التفسيرية مما يشير إلى ضعف أو عدم وجود تأثير ملموس للمتغير المستقل على المتغير التابع في هذا النموذج. بالإضافة إلى ذلك يظهر الجدول رقم (39) أن قيم ستيودنت T-Statistic المحسوبة لأغلبية معاملات معلمات المفسرة للهيكل المالي والثابت لم تتجاوز قيمتها الجدولية (معدا المتغير FLC)، يُؤكد ذلك على أن القيمة الاحتمالية لمعاملات معلمات المفسرة للهيكل المالي والثابت قد تجاوزت 5%. باختصار يتضح أن النموذج مرفوض وغير قادر على دراسة الأثر المرغوب بشكل فعال، أي نموذج REM غير مناسب وغير معنوي إحصائياً لدراسة الأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية المحددة بالعائد على رأس المال المستثمر.

الفرع الرابع: أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور تشتت المردودية المالية

من أجل تحديد أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور تشتت المردودية المالية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)، سنستعمل (Panel) الساكن بناءً على توافقه مع خصائص ومتغيرات الدراسة. سنقوم بتقدير هذه العلاقة باستخدام النماذج التالية: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية. والجدول موالي يوضح نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار (Panel) لبيان لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية المقاسة بتشتت المردودية المالية.

الجدول رقم (40): نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية مقيمة من خلال

تشتت المردودية المالية

نموذج التأثيرات العشوائية (REM)	نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)	نموذج الانحدار التجميعي (PRM)	النموذج	
EGLS	SUR	OLS	طريقة التقدير	
0.276387	0.127459	0.739279	Coefficient	DTA
0.198689	0.216457	0.176797	Std. Error	
1.391053	2.588842	4.181510	T-Statistic	
0.1666	0.0455	0.0001	Prob	
0.664190	3.187595	-5.263971	Coefficient	DTR
4.547432	5.148799	3.593504	Std. Error	
0.146058	2.619095	-1.464857	T-Statistic	
0.8841	0.0453	0.1454	Prob	
6.57E-11	6.90E-11	-7.33E-10	Coefficient	FLT
1.57E-09	1.57E-09	2.68E-09	Std. Error	
0.041849	3.043854	-0.273705	T-Statistic	
0.9667	0.0365	0.7847	Prob	
-0.072521	0.098220	-0.485071	Coefficient	FLC
0.186109	0.212315	0.135065	Std. Error	
-0.389673	3.462615	-3.591395	T-Statistic	
0.6974	0.0245	0.0005	Prob	
5.840442	5.676181	2.244296	Coefficient	C
6.657171	5.395064	4.870569	Std. Error	
0.877316	3.052106	0.460787	T-Statistic	
0.3819	0.0295	0.6457	Prob	
0.042948	0.776116	0.183082	R-Square	
1.469683	19.93297	7.339692	F-Statistic	
0.215053	0.000000	0.000023	Prob (F-stat)	
0.424348	1.476299	0.172529	DW	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

الجدول أعلاه يعرض نتائج تقدير معلمات (Panel) الساكن، وبتفحص نتائج النماذج الثلاثة يظهر أن نموذجي الانحدار التجميعي والتأثيرات العشوائية يُعانيان من مشكلة في الارتباط الذاتي، حيث تم تسجيل قيم لمؤشر Durbin-Watson صغيرة تبعد بشكل كبير عن النطاق المقبول، وقد كانت في حدود (0.17-0.42) مما يشير إلى وجود مشكلة في الارتباط الذاتي لهاتين النموذجين، على الجانب الآخر يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة قيمة مقبولة إلى

حد ما لمؤشر Durbin-Watson حيث بلغت 1.47، مما يشير إلى عدم وجود مشكلة في الارتباط الذاتي لهذا النموذج. بالإضافة إلى ذلك نجد أن نموذج FEM يتمتع بقدرة تفسيرية قوية إذ تجاوزت قيمة مؤشر R-Square النصف بنسبة تفوق 77%، وفي نفس السياق يُلاحظ أن معامل التحديد لكل من نموذج PRM و REM كان 0.183 و 0.043 على التوالي مما يُظهر أداءً أقل فاعلية للنموذجين. وفيما يتعلق بقيمة اختبار فيشر (F-stat) Prob فإنها أقل من 5% لكل من نمودجي PRM و FEM، وهو ما يشير إلى معنويتهم، على الجانب الآخر تتجاوز قيمة Prob (F-stat) لنموذج REM ال 5%، مما يوحي بعدم معنوية هذا النموذج. وبناءً على الجدول السابق يتبين أن نموذج التأثيرات الثابتة يبرز كالحيار الأمثل بالمقارنة مع النماذج الأخرى، ومن أجل إجراء مقارنة نهائية وتحديد النموذج المناسب لتقدير الأثر المرغوب، سنعتمد على اختبار فيشر واختبار Hausman. ويوضح الجدول أدناه نتائج هذه المفاضلة.

الجدول رقم (41): نتائج اختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على تشتت المردودية

المالية (المفاضلة بين النماذج)

Effects Test	Statistic	d.f	Prob	اختبار إحصائية F
Cross-section F	176.040015	(16.115)	0.0000	
Test Summary	Chi-Sq Statistic	Chi-Sq d.f	Prob	اختبار Hausman
Cross-section random	9.330942	4	0.0363	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

من خلال الجدول أعلاه نجد أن قيمة (prob Cross-section F) أقل من 5%، وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي أن الترجيح من صالح نموذج التأثيرات الثابتة.

كما نلاحظ أن قيمة (prob Cross-section random) هي الأخرى أقل من 5% مما يستدعي رفض فرضية العدم وقبول الفرض البديل، وهنا أيضا الترجيح في صالح نموذج FEM، وهو ما يدل على أنه النموذج الأنسب للبيانات المدروسة، وبالتالي فمعاملات الميل المقدرة تكون متسقة وذات كفاءة، بعبارة أخرى يعد FEM أفضل النماذج المقدرة، وعليه يمكن تقدر النموذج حسب المعادلة التالية:

$$CRF = 0.127458842541*DTA + 3.18759525676*DTR + 6.90037080137e-11*FLT + 0.0982200321944*FLC + 5.67618115081 + [CX=F]$$

F-Statistic = 19.93297

Prob (F-stat) = 0.0000

R-Square = 0.776116

1. تحليل نتائج النموذج: من خلال المعادلة السابقة نلاحظ أن:

1.1. من الناحية الاقتصادية:

✓ هناك علاقة طردية بين نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات والمخاطر المالية المرتبطة بتشتت المردودية المالية، بمعنى آخر في حالة ارتفاع DTA بوحدة واحدة يؤدي ذلك إلى ارتفاع في تشتت المردودية المالية (مخاطر المالية) بحوالي 0.13 وحدة، وعلى الجانب الآخر إذا انخفضت DTA بوحدة واحدة يترتب عن ذلك تراجع في CRF بحوالي 0.13 وحدة. يمكن تفسير هذا التأثير بأن اعتماد تشكيلة هيكل المالي تحتوي على نسب مرتفعة من الديون يجعل المؤسسات محل الدراسة أكثر عرضة للتقلبات في الأداء المالي، وبالتالي يزيد من تشتت المردودية المالية أي ارتفاع ملحوظ في مخاطر المالية، والعكس صحيح؛

✓ وجود علاقة طردية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية والمخاطر المالية المرتبطة بتشتت المردودية المالية، وهو ما يعني ارتفاع DTR بوحدة واحدة ينجم عنه ارتفاع حاد في CRF بحوالي 3.18 وحدة، بينما يؤدي انخفاض DTR بوحدة واحدة إلى انخفاض في CRF بنفس القيمة (3.18 وحدة). يمكن تفسير هذا بأن زيادة الديون مقارنةً بحقوق الملكية يؤدي إلى زيادة في الالتزامات المالية، مما يعزز التقلبات في الأداء المالي ويتسبب في تشتت المردودية مما يؤدي إلى رفع المخاطر المالية بصفة عامة، والعكس صحيح؛

✓ توجد علاقة طردية بين نسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل إلى إجمالي الأصول والمخاطر المالية المرتبطة بتشتت المردودية المالية، بمعنى ارتفاع FLT بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة طفيفة في CRF بمقدار 6×10^{-11} وحدة، وكذلك يحدث تراجع في CRF بمقدار 6×10^{-11} وحدة عند انخفاض FLT بوحدة واحدة. إذن فتأثير FLT محدود جدا على مخاطر المالية المرتبطة بتشتت المردودية المالية، وهو ما يشير إلى أن الديون الطويلة الأجل تلعب دورا أقل في التذبذبات الحاصلة في الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة بالمقارنة مع الأنواع أخرى من الديون، إلا أن استمرار الاعتماد عليها يساهم في تشتت المردودية المالية ومن ثم رفع المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسات محل الدراسة، والعكس صحيح؛

✓ توجد علاقة طردية بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول والمخاطر المالية المرتبطة بتشتت المردودية المالية، فإن زيادة في FLC بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة في تشتت المردودية المالية بحوالي 0.09 وحدة، وكذلك يترافق انخفاض FLC بوحدة واحدة مع تقليل في تشتت المردودية المالية بنفس القيمة. يمكن

تفسير ذلك بأن الديون قصيرة الأجل قد تزيد من التقلبات المؤقتة في نتائج المؤسسات محل الدراسة مما يسهم في تشتت المردودية، أي رفع المخاطر المالية التي يمكن التعرض لها، والعكس صحيح؛

- ✓ بصفة عامة هناك علاقة طردية بين كل المتغيرات المستقلة المفسرة للهيكل المالي والمتغير التابع المتمثل في المخاطر المالية المقاسة بتشتت المردودية المالية، يرجع هذا إلا أن استخدام للديون بصفة عامة يتسبب في زيادة المخاطر المتعلقة بسداد تكاليف هذا المصدر التمويلي والمبلغ المستدان، يتضمن هذا السيناريو الاحتمالية المتزايدة لحدوث تعثر مالي، حيث يمكن أن يؤدي أي تأثير سلبي على الإيرادات أو القدرة على سداد الديون إلى تعرض المؤسسة لمستوى عالٍ من المخاطر المالية، والعكس صحيح؛
- ✓ قيمة الثابت موجبة وتدلل على قيمة المتغير التابع في غياب متغيرات الهيكل المالي مما يدل على أن النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

2.1. من ناحية الاحصائية: تبين النتائج أن النموذج المقبول، بحيث يظهر أن جميع قيم ستيودنت المحسوبة لمعاملات معاملات المفسرة للهيكل المالي والثابت تتجاوز قيمتها الجدولية، ويؤكد ذلك معنوية القيمة الاحتمالية عند 5%، أما من الناحية الإحصائية الشاملة يُلاحظ أن قيمة معامل التحديد قد تجاوزت النصف، حيث وصل إلى 77.61% مما يدل على قوة العلاقة بين متغير التابع (تشتت المردودية المالية) والمتغيرات التفسيرية (الهيكل المالي)، والجزء الباقي من التفسير يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج. كما أن قيمة فيشر المحسوبة للنموذج (19.93297) أكبر من قيمتها الجدولية، وهي معنوية عند دلالة 5%. وهو يعني أن النموذج ككل معنوية إحصائية مما يشير إلى قدرته على تفسير التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية.

الفرع الخامس: أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور سيولة

من أجل تحديد أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور سيولة للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2014-2021)، سنستعمل (Panel) الساكن بناءً على توافقه مع خصائص ومتغيرات الدراسة. سنقوم بتقدير هذه العلاقة باستخدام النماذج التالية: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية. والجدول موالي يوضح نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار (Panel) لبيان لأثر الهيكل المالي على مخاطر السيولة.

الجدول رقم (42): نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار panel لأثر الهيكل المالي على مخاطر السيولة

نموذج التأثيرات العشوائية (REM)	نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)	نموذج الانحدار التجميعي (PRM)	النموذج	
EGLS	SUR	OLS	طريقة التقدير	
-0.119538	-0.083651	0.017559	Coefficient	DTA
0.168320	0.181086	0.162412	Std. Error	
-0.710183	-2.461939	0.108116	T-Statistic	
0.4789	0.0450	0.9141	Prob	
-5.507726	-4.604201	-15.02176	Coefficient	DTR
3.872026	4.307451	3.301129	Std. Error	
-1.422440	-3.068892	-4.550492	T-Statistic	
0.1573	0.0287	0.0000	Prob	
-2.26E-10	-1.47E-10	-3.04E-10	Coefficient	FLT
1.31E-09	1.32E-09	2.46E-09	Std. Error	
-0.171775	-0.111889	-0.123758	T-Statistic	
0.8639	0.9111	0.9017	Prob	
-0.712474	-0.952766	0.107652	Coefficient	FLC
0.158704	0.177621	0.124076	Std. Error	
-4.489333	-5.364039	0.867629	T-Statistic	
0.0000	0.0000	0.3872	Prob	
42.95386	45.89896	28.63434	Coefficient	C
5.839392	4.513475	4.474290	Std. Error	
7.355879	10.16932	6.399750	T-Statistic	
0.0000	0.0000	0.0000	Prob	
0.346196	0.858189	0.376085	R-Square	
17.34148	34.79697	19.74114	F-Statistic	
0.000000	0.000000	0.000000	Prob (F-stat)	
0.998160	1.693749	0.324809	DW	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

الجدول أعلاه يعرض نتائج تقدير معلمات (Panel) الساكن، وبتفحص نتائج النماذج الثلاثة يظهر أن نموذجي الانحدار التجميعي والتأثيرات العشوائية يُعانيان من مشكلة في الارتباط الذاتي، حيث تم تسجيل قيم لمؤشر Durbin-Watson صغيرة لم تتجاوز الواحد، وقد كانت في حدود (0.32-0.99) مما يشير إلى وجود مشكلة في الارتباط الذاتي لهاتين النموذجين، على الجانب الآخر يُظهر نموذج التأثيرات الثابتة قيمة مقبولة تقترب من 02 لمؤشر Durbin-Watson حيث بلغت 1.7، مما يشير إلى عدم وجود مشكلة في الارتباط الذاتي لهذا النموذج. بالإضافة إلى

ذلك نجد أن نموذج FEM يتمتع بقدرة تفسيرية قوية إذ تجاوزت قيمة مؤشر R-Square النصف بنسبة تفوق 85%، وفي نفس السياق يُلاحظ أن معامل التحديد لكل من نموذج PRM و REM لم يتجاوز نصف لكنة مقبول نوعا ما، وقد كان 0.37 و 0.34 على التوالي مما يُظهر أداءً أقل فاعلية للنموذجين. وفيما يتعلق بقيمة اختبار فيشر (F-Prob stat) فإنها أقل من 5% لكل من REM، PRM، و FEM، وهو ما يشير إلى معنوية النماذج الثلاث. وبناءً على الجدول السابق يتبين أن نموذج التأثيرات الثابتة يبرز كالخيار الأمثل بالمقارنة مع النماذج الأخرى، ومن أجل إجراء مقارنة نهائية وتحديد النموذج المناسب لتقدير الأثر المرغوب، سنعتمد على اختبار فيشر واختبار Hausman. ويوضح الجدول أدناه نتائج هذه المفاضلة.

الجدول رقم (43): نتائج اختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على مخاطر السيولة

(المفاضلة بين النماذج)

EffectsTest	Statistic	d.f	Prob	اختبار إحصائية F
Cross-section F	24.434816	(16.115)	0.0000	
Test Summary	Chi-Sq Statistic	Chi-Sq d.f	Prob	اختبار Hausman
Cross-section random	10.099599	4	0.0388	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

من خلال الجدول أعلاه نجد أن قيمة (prob Cross-section F) أقل من 5%، وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي أن الترجيح من صالح نموذج التأثيرات الثابتة. كما نلاحظ أن قيمة (prob Cross-section random) هي الأخرى أقل من 5% مما يستدعي رفض فرضية العدم وقبول الفرض البديل، وهنا أيضا الترجيح في صالح نموذج FEM، وهو ما يدل على أنه النموذج الأنسب للبيانات المدروسة، وبالتالي فمعاملات الميل المقدرة تكون متنسقة وذات كفاءة، بعبارة أخرى يعد FEM أفضل النماذج المقدرة، وعليه يمكن تقدر النموذج حسب المعادلة التالية:

$$NWCR = -0.083650724385*DTA - 4.60420085237*DTR - 1.47285566925e-10*FLT - 0.952766138873*FLC + 45.8989551923 + [CX=F]$$

$$F\text{-Statistic} = 34.79697$$

$$Prob (F\text{-stat}) = 0.0000$$

$$R\text{-Square} = 0.858189$$

1. تحليل نتائج النموذج: من خلال المعادلة السابقة نلاحظ أن:

1.1. من الناحية الاقتصادية:

✓ هناك علاقة عكسية بين نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات ونسبة رأس مال العامل لإجمالي الأصول، بمعنى آخر في حالة ارتفاع DTA بوحدة واحدة يؤدي ذلك إلى انخفاض في NWCR بحوالي 0.03 وحدة، وعلى الجانب الآخر إذا انخفضت DTA بوحدة واحدة يترتب عن ذلك تزايد في NWCR بحوالي 0.03 وحدة، ويمكن

تفسير ذلك أن ارتفاع DTA يشير إلى زيادة التبعية على التمويل الخارجي مقارنةً بموارد المؤسسات الداخلية، هذا قد يؤدي إلى ارتفاع في المخاطر المالية نظراً لتصاعد التزامات الديون ومتطلبات السداد، مما يزيد من مخاطر السيولة (أي انخفاض مؤشر NWCR) ويقلل من القدرة على تحمل الصدمات المالية للمؤسسات محل الدراسة، حيث قد تحتاج هذه المؤسسات إلى توفير تدفقات نقدية أعلى لسداد الديون في الوقت المناسب، وهذا يجعلها أكثر عرضة للمشاكل المالية في حالة تقلبات سيولة غير متوقعة. بالمقابل إذا انخفضت DTA فذلك يقلص من التزامات الديون ويحسن من مستويات السيولة المتوفرة، هذا يعني أن المؤسسات المدروسة تكون أكثر قدرة على تلبية التزاماتها المالية بدون الاعتماد الكبير على التمويل الخارجي، مما يشير إلى تعزيز استقلالية مالية وسيولة هذه المؤسسات بشكل يحسن قدرتها على تحمل المخاطر المالية بصفة عامة، ومخاطر السيولة بصفة خاصة؛

✓ وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة رأس مال العامل لإجمالي الأصول، وهو ما يعني ارتفاع DTR بوحدة واحدة وينجم عنه انخفاض NWCR بحوالي 4.60 وحدة، بينما يؤدي انخفاض DTR بوحدة واحدة إلى ارتفاع في NWCR بقيمة 4.60 وحدة. يرجع ذلك إلى أن انخفاض DTR يشير إلى تقليل الاعتماد على الديون لتمويل النشاطات، مما يعكس واستقلالية أكبر في تمويل العمليات. في هذه الحالة يتوقع أن تكون المؤسسات محل الدراسة قادرة على تمويل أنشطتها بشكل أكبر من خلال حقوق الملكية الخاصة بها دون الحاجة إلى الاقتراض. عموماً هذا يساهم في تقليل من مخاطر المالية التي قد تنشأ عن ارتفاع مستويات الديون مثل الضغط على التدفق النقدي والتكلفة العالية للفائدة. أي بتقليل الاعتماد على الديون يمكن تجنب بعض المخاطر المالية المتعلقة بالالتزامات المالية الخارجية والضغط المالي من الجهات الدائنة مما يحسن من مستوى سيولتها. بشكل عام تقليل DTR يمكن أن يساهم في تقليل المخاطر المالية وتعزيز استقلالية المؤسسات المالية، مما يحسن من هيكل تمويلها ويعزز قدرتها على التحمل في ظل الظروف المالية الصعبة وتحسين مستوى السيولة، والعكس صحيح؛

✓ توجد علاقة عكسية بين نسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل إلى إجمالي الأصول ونسبة رأس مال العامل لإجمالي الأصول، بمعنى ارتفاع FLT بوحدة واحدة تؤدي إلى تراجع طفيف في NWCR بمقدار 1.4×10^{-10} وحدة، وكذلك يحدث زيادة في NWCR بمقدار 1.4×10^{-10} وحدة عند انخفاض FLT بوحدة واحدة. نفس هذا أن استخدام الديون الطويلة الأجل يشير إلى التزامات مالية تستمر لفترة طويلة، وهذا قد يؤثر على قدرة المؤسسات بشكل عام على تلبية الالتزامات القصيرة الأجل، عندما تتخلص المؤسسات من جزء من الديون

الطويلة الأجل يتوقع أن ترفع NWCR، مما يعزز من قدرتها على تلبية الالتزامات القصيرة الأجل ويقلل من مخاطر السيولة. كما أن تقليل الديون الطويلة الأجل يخفف من التزامات الفائدة السنوية والتكاليف المالية الثابتة للمؤسسات، هذا يعني تحمل ضغط مالي أقل مما يزيد من مرونتها المالية ويحسن من قدرتها على التكيف مع التغيرات في البيئة الاقتصادية. بشكل عام يساهم تراجع FLT في تحسين الوضع المالي للمؤسسات محل الدراسة وتقليل المخاطر المالية والسيولة التي قد تواجهها، والعكس صحيح؛

✓ توجد علاقة عكسية بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول ونسبة رأس مال العامل لإجمالي الأصول، فإن زيادة في FLC بوحدة واحدة تؤدي إلى انخفاض في NWCR بحوالي 0.95 وحدة، وكذلك يترافق انخفاض FLC بوحدة واحدة ارتفاع في NWCR بنفس القيمة (0.95 وحدة). يمكن تفسير ذلك بأن تقليل نسبة الديون القصيرة الأجل يعني خفض الاضطرابات المالية في الوقت الحالي ويعزز القدرة على تلبية الالتزامات المالية القصيرة الأجل، هذا بدوره يقلل من مخاطر السيولة، حيث تكون المؤسسات المدروسة قادرة على تلبية الالتزامات المالية بسهولة بمواردها الحالية دون الحاجة إلى الاستدانة القصيرة الأجل أو التنازل عن أصولها. بالإضافة إلى ذلك يمكن أن يؤدي تراجع FLC إلى تحسين صورة المؤسسة أمام المستثمرين والجهات المالية الأخرى، مما يقلل من تكاليف الاقتراض في المستقبل. بصورة عامة عندما تنخفض FLC ترتفع NWCR، يشير ذلك إلى تقليل المخاطر المالية وتحسين سيولتها، حيث ينخفض الضغط على المؤسسات محل الدراسة فترتفع قدرتها على تلبية التزاماتها المالية في الفترة القصيرة بدون الحاجة إلى الاقتراض الإضافي، والعكس صحيح؛

✓ قيمة الثابت موجبة وتدل على قيمة المتغير التابع في غياب متغيرات الهيكل المالي مما يدل على أن النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

2.1. من الناحية الإحصائية: تبين النتائج أن النموذج المقبول، بحيث يظهر أن أغلبية قيم ستيودنت المحسوبة لمعاملات معاملات المفسرة للهيكل المالي والثابت تتجاوز قيمتها الجدولية، ويؤكد ذلك معنوية القيمة الاحتمالية عند 5%، أما من الناحية الإحصائية الشاملة يُلاحظ أن قيمة معامل التحديد قد تجاوزت النصف، حيث وصل إلى 85.82% مما يدل على قوة العلاقة بين متغير التابع (مخاطر السيولة) والمتغيرات التفسيرية (الهيكل المالي)، والجزء الباقي من التفسير يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج. كما أن قيمة فيشر المحسوبة للنموذج (34.79697) أكبر من قيمتها الجدولية، وهي معنوية عند دلالة 5%. وهو يعني أن النموذج ككل معنوية إحصائية مما يشير إلى قدرته على تفسير التغيرات الحاصلة في مخاطر سيولة بصفة خاصة والمخاطر المالية بصفة عامة.

خلاصة الفصل:

جاء هذا الفصل لاستكمال الفهم حول تأثير الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في مجموعة متنوعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، تم اختيار هذه المؤسسات بناءً على تنوعها في مختلف القطاعات الاقتصادية، كما ركز هذا الفصل على الجانب التطبيقي للموضوع، والذي يتمثل في أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية، وتم اجراء الدراسة التطبيقية على عينة عشوائية من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية باستخدام بيانات سنوية خلال الفترة (2014-2021)، حيث تم تمثيل الهيكل المالي بأربعة مؤشرات رئيسية، بينما تم تمثيل المخاطر غير النظامية بسبعة مؤشرات.

ساهم هذا الفصل في اختبار أثر هيكل المالي على المخاطر غير النظامية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، التي بلغ عددها 17 مؤسسة خلال الفترة المذكورة. وتم إجراء الدراسة التطبيقية وفق مراحل: أولاً التعريف بالمؤسسات ومتغيرات الدراسة، ثم التحليل الوصفي الإحصائي لمتغيرات الدراسة واختبار استقرار السلاسل الزمنية، وأخيراً تم تقدير واختيار النموذج الأمثل لدراسة الأثر المرغوب. حيث تم إجراء دراسة قياسية باستخدام نماذج (Panel)، وبعد دراسة صلاحية النماذج من الناحية الإحصائية والقياسية، يتم اعتمادها لتفسير العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وتوصلت الدراسة إلى:

✓ جميع السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة مستقرة ومتكاملة في المستوى $I(0)$ ؛

✓ الهيكل المالي المقاس بنسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول له أثر موجب ذو دلالة معنوية قوية على مخاطر الإفلاس، والهيكل المالي المقاس بنسبة الديون إلى إجمالي الموجودات ونسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل لإجمالي الأصول له أثر سالب ذو دلالة معنوية على مخاطر الإفلاس؛

✓ وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي المعبر عنه: بنسبة الديون إلى إجمالي الموجودات، الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول والديون طويلة ومتوسطة الأجل إلى إجمالي الأصول على المخاطر التشغيلية، ووجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي المعبر عنه بنسبة الديون إلى حقوق الملكية على المخاطر التشغيلية؛

✓ الهيكل المالي المقاس بنسبة: الديون إلى إجمالي الموجودات، الديون إلى حقوق الملكية والديون طويلة ومتوسطة الأجل لإجمالي الأصول له أثر موجب ذو دلالة معنوية قوية على المخاطر المالية المقاسة بنسبة الاستقلالية المالية، ووجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للهيكل مالي المعبر عنه بنسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول على المخاطر المالية من منظور استقلالية مالية؛

- ✓ نموذج أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور القدرة على السداد مرفوض لأسباب معنوية وإحصائية، وغير قادر على دراسة الأثر المرغوب بشكل فعال؛
- ✓ نموذج أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور العائد على رأس المال المستثمر مرفوض لأسباب معنوية وإحصائية، وغير قادر على دراسة الأثر المرغوب بشكل فعال.
- ✓ وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية بين كل المتغيرات المستقلة المفسرة للهيكل المالي والمتغير التابع المتمثل في المخاطر المالية المقاسة بتشتت المردودية المالية؛
- ✓ وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية بين كل المتغيرات المستقلة المفسرة للهيكل المالي والمتغير التابع المتمثل في المخاطر المالية المقاسة بنسبة الملاءة المالية.

خاتمة عامة

تواجه المؤسسات الاقتصادية بمختلف أنواعها صعوبات في تحديد تركيبة الهيكل المالي المناسب لها باعتباره خطة مالية استراتيجية، فهو مرآة عاكسة لتشكيلة المصادر التمويلية لمختلف استثماراتها والمترجم لوضعها المالية، إذ أن الهيكل المالي المناسب يجعلها تتمتع بالمرونة الكافية في تعاملها مع المخاطر غير النظامية التي قد تتعرض لها خاصة عند توسعها في استخدام مصادر التمويل، كما يعكس الهيكل المالي طبيعة الاستراتيجية المالية التي تسمح للمؤسسة بمباشرة نشاطها. حيث تتعدد مصادر التمويل المتاحة لتشكيل الهيكل المالي إلا أنه يمكن تلخيصها في مكونين رئيسين هما: الديون والأموال الخاصة، فإذا كانت المؤسسة تتبع سياسة تمويلية تعتمد أساساً على الاقتراض فإن ذلك قد يؤدي إلى تعرضها لمخاطر عديدة، فعندما تكون نسبة المديونية مرتفعة ويحدث انخفاض في الأرباح قبل الفائدة والضريبة الفعلية عما كان متوقعا، فإن هناك احتمالا كبيرا بأن لا تتمكن المؤسسة من تغطية التزاماتها الثابتة، أي الفائدة على الدين ودفعات تسديد القروض، مما قد يعرضها لمخاطر غير نظامية، ويكون ذلك أكثر احتمالا إذا كانت الأموال المستمدة من القروض قد استعملت لتمويل استثمارات طويلة الأجل التي لا يمكن استعادة تكاليفها إلا على المدى البعيد. بالتالي من المهم أن تتبنى المؤسسات سياسات تمويلية متوازنة تأخذ في الاعتبار مختلف مصادر التمويل وتوزيعها بشكل مناسب بين الديون والأموال الخاصة، مع التركيز على الحفاظ على توازن صحي بين المخاطر والفرص المالية.

حاولنا من خلال الدراسة بيان أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، ومن أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة تم التعرض إلى جوانب نظرية مفصلة حيث استعرضنا خصائص المتغيرات المرتبطة بالمشكلة، وهي المخاطر غير النظامية كمتغير تابع والهيكل المالي كمتغير مستقل باعتمادنا على المراجع العلمية والدراسات السابقة المتعلقة بالموضوع، كما تم التركيز على تحليل خصائص هذين المتغيرين. وفي محاولة لاختبار الفرضيات المستندة إلى هذه الدراسة توصلنا في النهاية إلى عدة نتائج، وقد تم تقسيم هذه النتائج إلى جوانب نظرية وتطبيقية. في الجانب النظري تم التركيز على فحص العلاقة بين المخاطر غير النظامية والهيكل المالي بشكل أعمق باستنادنا إلى المراجع العلمية المعتمدة. أما في الجانب التطبيقي فقد قدمت النتائج تفاصيل عن كيفية تأثير الهيكل المالي مع المخاطر غير النظامية في السياق العملي، ولتختم الدراسة تم تقديم مجموعة من الاقتراحات وآفاق البحث المستقبلي، لتعزيز الفهم والتطبيق الفعال لهذه العلاقة المعقدة بين المخاطر غير النظامية والهيكل المالي.

1. نتائج الجانب النظري

بعد التعرض في الفصول النظرية إلى متغيري الدراسة "الهيكل المالي" و"المخاطر غير النظامية" والعلاقة التي

تجمعهما، توصلنا إلى النتائج التالية:

✓ يمثل الهيكل المالي مجموعة مصادر التمويل المتاحة لدعم وتلبية احتياجات دورة حياة المؤسسة، ويمكن تقسيم هذه المصادر على الرغم من تنوعها إلى مصادر داخلية ومصادر خارجية. تشمل المصادر الداخلية الأموال التي

تأتي من داخل المؤسسة، أما المصادر الخارجية فتشمل التمويل عبر رفع رأس المال والاستدانة، تختلف استخدامات هذه المصادر وفقاً لاحتياجات التمويل المختلفة، يتمتع كل مصدر بمزايا وخصائص تجعل المؤسسة تفضل استخدام أحدها على الآخر، وذلك بناءً على أهدافها وتطلعاتها؛

✓ يتم اختيار الهيكل المالي بناءً على العوامل المحددة بما في ذلك العوامل الداخلية المتعلقة بالمؤسسة، والتي قد تشمل الأهداف المالية والتجارية ومستوى المخاطر المقبولة، ومن بين هذه العوامل هناك العوامل الخارجية التي قد تفرضها طبيعة المحيط الخارجي للمؤسسة، وهي عوامل تكون خارج نطاق تحكم المؤسسة كالمنافسة وطبيعة الصناعة؛

✓ تخوض المؤسسة مراحل متعددة في مسار نموها، حيث تواجه ضغوطاً مختلفة وتحتاج إلى موارد مالية متفاوتة خلال كل مرحلة من هذه المراحل. ففي مرحلة الانطلاق تلجأ المؤسسة إلى الودائع المصرفية أو القروض البنكية لتمويل عملياتها، بينما في مرحلة التوسع يُفضل اللجوء إلى البورصة أو مؤسسات رأس المال المخاطر لزيادة الأموال الخاصة، أما في مرحلة النمو فتتجه المؤسسة نحو إصدار السندات وزيادة رأس المال. من الضروري تحليل دورة حياة المؤسسة وتقييم احتياجاتها المالية في كل مرحلة، وتحديد الهيكل المالي المناسب الذي يتناسب مع خصوصيتها وأهدافها، يهدف ذلك إلى ضمان نجاح أنشطتها واستدامتها في المستقبل؛

✓ تستخدم المؤسسات مجموعة متنوعة من التقنيات لتحديد واختيار هيكلها المالي، من بين هذه الطرق تلك التي تعتمد على توزيع النتائج المستقبلية للاستغلال، حيث تسمح هذه الطرق بتحديد حجم الديون المناسب للمؤسسة من خلال تقدير درجة احتمالية الفشل. بالإضافة إلى ذلك تركز طريقة الثانية على تحديد معدل الاستدانة الذي يوفر أقل تكلفة ممكنة. وفي الطريقة الثالثة يُعتبر الدين وسيلة لتعظيم الفارق بين عائدات المساهمين على أساس الاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة وتكلفة حقوق الملكية. أما في الطريقة الرابعة تركز على تحديد معدل الاستدانة المناسب الذي يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة، عبر إضافة قيمة المؤسسة غير المدينة إلى القيمة الحالية للفوائد الضريبية معدلة بتكلفة الإفلاس المتوقعة؛

✓ تتضارب نتائج النظريات المفسرة للهيكل المالي لكل نظرية نتائجها، وهذا راجع لاختلاف الفرضيات التي تركز عليها كل نظرية، فالجدل حول هيكل التمويل لا يزال مستمراً، حيث يهدف إلى الرد أو إيجاد الخيار الأمثل بين مصادر التمويل الخارجية والداخلية. اختيار الديون وحقوق الملكية والتمويل الذاتي معقد للغاية بسبب العوامل متعددة الأبعاد التي يمكن أن تؤثر في القرار النهائي داخل المؤسسات، ورغم أن عدداً من الدراسات التجريبية قد شرحت اختيار الهيكل المالي إلا أن صياغة إجابة واحدة موحدة على هذا السؤال تظل معقدة؛

✓ أثبت كل من ميلر وموديليان في دراستهم التي نشرها عام 1958 استقلالية الهيكل المالي عن قيمة المؤسسة، حيث افترضوا عدم وجود ضرائب على أرباح المؤسسات. ومع ذلك أظهر المقال التصحيحي الذي نشره الباحثون أنفسهم في عام 1963 أن النتائج لم تكن دقيقة بسبب عدم مراعاة الضرائب في النموذج الأول، ومن ثم حاولوا تصحيح هذا الانتقاد من خلال استخدام البيانات بشكل أفضل، وكانت النتائج عكسية. وأضاف باحثون آخرون متغيرات مهمة لا يمكن تجاهلها في دراسة الهيكل المالي مثل تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة مما أدى إلى إعادة صياغة الطرح. فـنظرية الالتقاط التدريجي لصادر التمويل التي شرحت آلية ترتيب التسلسلي لمصادر التمويل بداية بالأموال الذاتية ثم الأموال الخارجية في ظل غياب استراتيجية واضحة ومتفق عليها. وتعتمد نظرية الإشارة على تكاليف المعاملات وتكاليف النشر والانحيازات المعلوماتية، في الواقع تؤدي الفوائد غير الموزعة إلى تكاليف معاملات أقل وتكاليف نشر أقل من مصادر أخرى، بينما تتطلب الديون تكاليفاً أقل فيما يتعلق بتقليل انحيازات المعلومات، بالإضافة إلى ذلك تقترح هذه النظرية أن المديرين غالباً ما يمتلكون مزيداً من المعلومات مقارنة بالمستثمرين الخارجيين، وفي هذه النظرية فإن نسبة الديون الأمثل لتحقيق أقصى قيمة غير موجودة. بالإضافة إلى ذلك تقول نظرية الوكالة أن تكاليف رأس المال الخاصة بالوكالة تتسبب بمشاكل الوكالة بين المديرين التنفيذيين والمساهمين، بينما تتعلق تكاليف رأس المال الديني بالعلاقة بين الديون وحقوق الملكية. أما نظرية توقيت السوق تركز على محاولة المستثمرين لتوقع تغيرات الأسعار والتقلبات في الأسواق المالية لاتخاذ قرارات المناسبة لتشكيل الهيكل المالي؛

✓ المخاطر غير النظامية هي تلك التي تنشأ من عوامل داخلية تؤثر على مؤسسة معينة بشكل فردي، وتكون مستقلة عن حركات السوق حيث يمكن تجنبها من خلال التنوع، وتشمل أمثلتها التغيرات الداخلية كظهور منافسين جدد، تغييرات تنظيمية، تغييرات في الإدارة، استدعاء منتج، الإضرابات، النتائج القانونية والكوارث الطبيعية. وعليه تمثل هذه المخاطر حالة عدم التأكد الطبيعية للاستثمار في مؤسسة أو صناعة معينة، وللمخاطر غير النظامية عدة أنواع تمثلت في: المخاطر المالية، مخاطر الإفلاس والمخاطر التشغيلية؛

✓ العلاقة بين الهيكل المالي والمخاطر غير النظامية تتطلب تحقيق توازن لضمان استدامة الأعمال، استخدام المؤسسة للديون يمكن أن يزيد من المخاطر غير النظامية، بينما استخدام حقوق المساهمين يمكن أن يقلل منها. فالهيكل المالي يؤثر على المخاطر غير النظامية بناءً على مصادر التمويل، مما يستدعي اتخاذ قرارات تشكيل مدروسة لتقليل تلك المخاطر وضمان استمرارية الأعمال؛

✓ المخاطر المالية المتعلقة بالتمويل عبر الديون تنشأ من التقلبات في العوائد الناتجة عن هذا التمويل، وتترافق عادة مع عدم قدرة المؤسسة على تحمل التزاماتها المالية بأصولها الحالية، عندما تعتمد المؤسسة على التمويل من خلال الديون فإنها تلزم نفسها قانونياً بسداد مبالغ الديون عند استحقاقها، وهذا يزيد من المخاطر المالية للمؤسسة بسبب التزاماتها الثابتة مثل الديون وعقود الإيجار طويلة الأجل. وعلى الجانب الآخر إذا كانت المؤسسة تعتمد على تمويل أنشطتها من خلال حقوق الملكية، سواء كانت هذه الحقوق تم توليدها من العمليات أو من خلال إصدار أسهم مشتركة جديدة، فإنها لا تتحمل التزامات ثابتة مماثلة، بالتالي كلما زادت التزامات المؤسسة المالية ذات التكلفة الثابتة كلما زادت مخاطرها المالية؛

✓ تتمثل المخاطر التشغيلية في زيادة تقلبات الإيرادات التشغيلية للمؤسسة، مما ينعكس سلباً على صافي الدخل وقيمتها، ينبع هذا التحدي من عدة عوامل مثل طبيعة القطاع، التقلبات في الطلب، التكنولوجيا المستخدمة والتغيرات في الأسعار والتكاليف. بشكل عام تعبر المخاطر التشغيلية عن التقلبات التي تحدث في إيرادات المؤسسة نتيجة للتغيرات في مستوى المبيعات وسيرورة الأنشطة اليومية، مما يؤثر على كفاءة وأداء المؤسسة بشكل عام؛

✓ تعكس مخاطر الإفلاس عدم قدرة المؤسسة على تلبية التزاماتها المالية في المواعيد المستحقة، ينجم هذا الوضع عن عدم قدرة الإدارة على تحقيق عوائد متناسبة مع نشاطات المؤسسة واستثماراتها، مما يعكس عجزاً في إدارة الأمور المالية، يُعبر هذا العجز عن عدم قدرة التدفقات النقدية الناتجة عن أنشطة المؤسسة على تغطية التزاماتها بما في ذلك الفوائد، سداد الديون، تسديد المستحقات للموردين وغيرها. في حال تفاقم هذه المخاطر قد تضطر المؤسسة إلى الإعلان عن حالة الإفلاس والتخلي عن أصولها لتسديد التزاماتها، إذا لم يتم التصدي لمخاطر الإفلاس ومعالجتها بفعالية.

2. نتائج الجانب التطبيقي

بعد تقديم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة وتوزيعها عبر مختلف القطاعات الاقتصادية، وبعد تحليل الهيكل المالي لهذه المؤسسات، وتوضيح اتساق الهيكل المالي للمؤسسات المختارة مع المخاطر غير النظامية التي قد تطرأ في سياق الأعمال الاقتصادية، من خلال تقديم رؤية شاملة للهيكل المالي للمؤسسات المدروسة بما في ذلك مصادر التمويل وتوزيع الموارد الاقتصادية داخل كل مؤسسة، وتسليط الضوء على المتغيرات الرئيسية التي تتسبب في تشكيل المخاطر غير النظامية، حيث تم توضيح كيف يمكن للهيكل المالي أن يلعب دوراً حيوياً في تعزيز أو تقليل تأثير المخاطر غير النظامية في سياق الأعمال، وذلك باستخدام الوسائل والأدوات الإحصائية المناسبة لتفسير النتائج المتوصل إليها، كانت نتائج الدراسة التطبيقية كما يلي:

✓ تركز معظم المؤسسات محل الدراسة على بناء هيكل مالي فعال يضمن لها الاستمرارية، التطور، تعظيم الربح والوفاء بالتزاماتها كأهداف استراتيجية قصد تحقيق أداء مالي جيد، لذلك تجد هذا الأخير يعتبر محورا مركزيا لمعرفة نجاح أو فشل المؤسسة في اتخاذ قراراتها، ومن خلال تحليل مكونات الهيكل المالي لهذه المؤسسات تم التوصل إلى أن هناك التنوع في هياكلها التمويلية، مما يظهر اختلافا واضحا في السياسات المالية لهذه المؤسسات، مما يبرز التحديات والفرص المالية المتنوعة التي تواجهها على مر السنوات المدروسة؛

✓ هناك تقلبات وتذبذبات كبيرة في المتغيرات المستقلة لمعظم المؤسسات على مدى السنوات المدروسة، يشير ذلك إلى وجود تغيرات في استراتيجيات التمويل أو في الظروف الاقتصادية لبعض المؤسسات، والذي قد يرجع إلى التحديات والفرص المالية المختلفة التي تواجهها هذه المؤسسات في ظل الظروف الاقتصادية المتغيرة، هذه التحليلات تبرز التحديات والاختلافات في استراتيجيات إدارة الديون للمؤسسات المدروسة، مما يعكس تفاوتها في اعتمادها على الديون أو حقوق الملكية لتمويل أنشطتها ومشروعاتها؛

✓ شهدت العديد من المؤسسات المشمولة في الدراسة تقلبات كبيرة في مستويات مخاطر الإفلاس، يعزى ذلك جزئيا إلى استخدامها الزائد للقروض، مما أدى إلى تراكم الديون وتقليل قدرتها على السداد، خاصة مع تقلص نسبة الأموال الخاصة بها خلال فترة الدراسة، هذا ينتج عنه مخطر الإفلاس حيث يصبح من الصعب على المؤسسة تسديد التزاماتها في الوقت المحدد. على الرغم من أن نسبة المخاطر تظهر بشكل ضئيل في النتائج، إلا أنه يجب على المؤسسات اتخاذ إجراءات احترازية، مما يمكنها من زيادة أموالها الخاصة أو تعزيز النشاط التشغيلي أو الاستفادة من الأصول غير المستخدمة لتحقيق تدفق نقدي إيجابي. هذا سيساعدها في تقليل المخاطر المالية وزيادة قدرتها على الحصول على تمويل مستقبلي، مما يقلل من احتمالية ومخاطر الإفلاس ويسمح لها بالاستمرار واستدامة النشاط؛

✓ شهدت المخاطر التشغيلية للمؤسسات المعنية بالدراسة تذبذبا بين مستويات الارتفاع والانخفاض خلال الفترة المدروسة، هذا التقلب مرتبط بعدة عوامل مثل الحجم، طبيعة النشاط والبيئة الاقتصادية للمؤسسات، بالإضافة إلى اختلافات في طبيعة الأعمال التجارية والقطاعات الاقتصادية. مثلاً تظهر بعض المؤسسات محل الدراسة قيما منخفضة لتشتت المردودية الاقتصادية كما في حالة مجمع صيدال، مما يشير إلى استقرار نسبي في أدائها ووجودها في بيئة تشغيلية أقل تعقيدا، وتعرضها لمخاطر تشغيلية منخفضة مقارنة بالمؤسسات المدروسة

ذات القيم الأعلى مثل مؤسسة سونلغاز. بشكل عام تشير البيانات إلى وجود تقلبات في المخاطر التشغيلية لهذه المؤسسات، مما يستوجب اتخاذ إجراءات لتعزيز إدارة المخاطر وضمان استقرار الأداء على المدى الطويل؛

✓ تتباين نسبة الاستقلالية المالية بشكل كبير بين المؤسسات المدروسة، حيث تتراوح قيمها بين مستويات منخفضة جداً ومستويات مرتفعة بشكل ملحوظ. على سبيل المثال تتراوح FI لمؤسسة سوناطراك بين (0.03-0.21)% خلال فترة الدراسة، بينما تسجل مؤسسة سيفيتال FI في حدود (5.54-49.25)%.

يتضح من هذه التفاوتات الكبيرة أن هناك اختلافاً في هيكل التمويل، استخدامات الديون ومستويات المخاطر المالية بين المؤسسات على مدى السنوات الثماني المدروسة. عموماً ارتفاع FI يشير إلى اعتماد المؤسسات بشكل كبير على التمويل الخارجي من خلال الديون لتمويل نشاطاتها واستثماراتها، كما تشير هذه النسب العالية إلى أن المؤسسات قد تكون أكثر عرضة للمخاطر المالية نتيجة لالتزاماتها المالية الكبيرة، مما يمكن أن يؤثر سلباً على استقرارها المالي في حال عدم قدرتها على سداد هذه التزامات. وبالتالي يتطلب من هذه المؤسسات مراقبة دقيقة لهياكل تمويلها وسياسات الدين لضمان تحقيق توازن مناسب بين التمويل الداخلي والخارجي، وهذا من أجل ضمان استدامة الأعمال وتحقيق النمو المستدام على المدى الطويل. في المقابل تشير المؤسسات التي تسجل FI منخفضة نسبياً إلى عدم ارتباطها بشكل كبير مع الجهات المانحة للاقتراض، وهذا يشير إلى استقلالية نسبية لهذه المؤسسات خلال الفترة المدروسة في الدراسة وانخفاض حجم المخاطر المالية التي قد تواجهها؛

✓ توثق الدراسة أن معظم المؤسسات المشمولة قد سجلت قيماً مرتفعة جداً لمؤشر القدرة على السداد، مما يشير إلى تقلبات مفرطة في القيم الإيجابية والسلبية خلال فترات الدراسة، يُعزى ذلك جزئياً إلى صعوبات في تسديد الديون نتيجة لظروف اقتصادية صعبة، استثمارات غير مجدية وإدارة مالية غير فعالة. هذه القراءات تظهر تحديات مالية متزايدة ومخاطر مالية متعددة قد تواجه هذه المؤسسات، مما يستوجب منها النظر بعناية في استراتيجيات السداد للتعامل مع هذه التقلبات. ومن الجدير بالذكر أن بعض المؤسسات مثل: E.N.S.P، Sonatrach، E.N.T.P، Somiphos، POLYBEN، Biopharm و E.P.B قد سجلت قيماً منخفضة لمؤشر CP خلال الفترة المعنية بالدراسة، هذا يشير إلى أن هذه المؤسسات تمتلك قدرة جيدة على سداد ديونها باستخدام الموارد الداخلية؛

- ✓ هناك تقلبات كبيرة في معدل العائد على رأس المال المستثمر للمؤسسات خلال السنوات المدروسة، مما يعكس تبايناً كبيراً في أدائها خلال هذه الفترة. يشير هذا التباين إلى اختلاف في الاستراتيجيات والظروف التي تواجهها كل مؤسسة على حدى. بشكل عام فإن تحليل TCR يوضح اختلافات كبيرة بين هذه المؤسسات، حيث يتفاوت أداء كل منها بشكل ملحوظ على مدى السنوات المدروسة؛
- ✓ خلال الفترة المدروسة شهد مؤشر الملاءة المالية للمؤسسات المعنية بالدراسة تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض، فارتفاع هذا المؤشر يشير إلى أن المؤسسة تمتلك نسبة كبيرة من رأس المال العامل الصافي مقارنة بإجمالي الأصول، مما يعكس توفراً جيداً للسيولة، أما انخفاض NWRC فيمكن أن يرتبط بضعف في السيولة وقدرة المؤسسة على التعامل مع التحديات المالية، مما يزيد من مخاطر السيولة بشكل خاص والمخاطر المالية بشكل عام؛
- ✓ جميع السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة التابعة أو المستقلة مستقرة ومتكاملة في المستوى سواء بقاطع، وقاطع واتجاه عام وبدون قاطع واتجاه العام وفقاً للاختبار ADF؛
- ✓ يوجد أثر عكسي معنوي بين الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الديون إلى إجمالي الموجودات ومخاطر الإفلاس بمعامل تأثير قدرة (0.16-) وحدة، حيث يشير ارتفاع DTA إلى استخدام استراتيجي وذكي للاستدانة من قبل معظم المؤسسات المدروسة، وتوجيه الديون نحو تحسين السيولة وتمويل المشروعات الفعالة، مما يقلل من مخاطر الإفلاس. على الجانب الآخر يؤدي انخفاض DTA إلى تقليل من السيولة والقدرة على الاستثمار وتحقيق العائد المرتفع، مما يزيد من التحديات المالية ويعزز احتمالية التعرض لمخاطر الإفلاس للمؤسسات المدروسة، وعليه يتم رفض الفرضية (1-1)؛
- ✓ هناك أثر طردي معنوي بين الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الديون إلى حقوق الملكية ومخاطر الإفلاس بمعامل تأثير قدره (9.12) وحدة، يعني ذلك أن أي تغيير في DTR يؤثر بشكل ملحوظ على مخاطر الإفلاس، التغيرات في العلاقة تعكس تأثيرات متعددة لدى مؤسسات الدراسة مثل زيادة حقوق الملكية، تقلبات في الأداء الاقتصادي، وسياسات إدارة الديون للمؤسسات محل الدراسة. فالعلاقة قابلة للتغيير بناءً على الظروف الاقتصادية وتطورات السوق، وهو ما يستدعي قبول الفرضية (2-1)؛
- ✓ يوجد أثر عكسي معنوي بين الهيكل المالي المعبر عنه بنسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل لإجمالي الأصول ومخاطر الإفلاس بمعامل تأثير ضعيف قدره (1.5 x 10⁻¹¹) وحدة، ويعكس ذلك استخدام التمويل الطويل الأجل يساعد المؤسسات محل الدراسة في تمويل مشروعاتها الاستثمارية وزيادة العائد عليها، مما يحسن من

استقرارها المالي ويخفض مخاطر الإفلاس للمؤسسات المشمولة في الدراسة. في حين انخفاض نسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل يعكس عادة انخفاض في التمويل الطويل الأجل الضروري لتمويل مشروعات المؤسسة، مما يزيد من الضغوط المالية ويزيد من مخاطر الإفلاس، كما يؤدي إلى تقليل الاستثمار في مشروعات طويلة الأجل وبالتالي فرص تحقيق أرباح مستدامة، وهو ما يستدعي قبول الفرضية (1-3)؛

✓ يوجد أثر طردي معنوي بين الهيكل المالي المعبر عنه الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول ومخاطر الإفلاس بمعامل تأثير قدره (0.01) وحدة، حيث يزيد اعتماد المؤسسات محل الدراسة على الديون القصيرة الأجل من خطر الإفلاس نظراً لاستخدامها بشكل مؤقت لسد الفجوة الزمنية في التوازن المالي، أي يعكس ذلك استخدام المؤسسات للديون القصيرة الأجل كوسيلة مؤقتة لتغطية النقص في الخزينة، مما يزيد من التحديات المالية ويعرض المؤسسة لمخاطر إفلاس أكبر، وهو ما يستدعي قبول الفرضية (1-4)؛

✓ تشير قيمة معامل التحديد البالغة 91.5% لنموذج دراسة أثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس إلى قوة عالية في العلاقة بين متغير مخاطر الإفلاس والمتغيرات التفسيرية للهيكل المالي، والجزء الباقي (8.5%) يعزى إلى عوامل غير مدرجة في النموذج، مما يشير إلى وجود عوامل أخرى تؤثر على مخاطر الإفلاس ولم يتم تضمينها في النموذج الحالي؛

✓ هناك أثر طردي ذو دلالة إحصائية بين الهيكل المالي المعبر عنه بنسبة الديون إلى إجمالي الموجودات والمخاطر التشغيلية بمعامل تأثير قدره (0.03) وحدة، وعموماً القروض تؤثر في المخاطر التشغيلية بشكل مباشر فزيادة الديون في تشكيلة المؤسسات محل الدراسة تعني زيادة الالتزامات المالية وارتفاع التكاليف المالية، مما يضع ضغطاً على أدائها التشغيلي مما يرفع من مخاطرها بصفة عامة. بالمقابل انخفاض الديون يعكس تحسناً في الهيكل المالي والقدرة على سداد الديون، مما يقلل من التوترات التشغيلية والمخاطر التشغيلية، وهو ما يستدعي قبول الفرضية (2-1)؛

✓ هناك أثر عكسي معنوي بين الهيكل المالي المعبر عنه بنسبة الديون إلى حقوق الملكية والمخاطر التشغيلية بمعامل تأثير قدره (-0.93) وحدة، هذا يعود إلى زيادة حقوق الملكية وتوجهات إدارة المؤسسات نحوها، مما يخفف الحاجة للتمويل الخارجي ويقلل النفقات المالية. إذا كانت المؤسسة قادرة على تحمل المزيد من الديون وإدارتها بفعالية، فسيتحسن الهيكل المالي وستزيد القدرة على استغلال الفرص التشغيلية دون زيادة كبيرة في المخاطر، والعكس صحيح، وعليه يتم قبول الفرضية (2-2)؛

✓ هناك أثر طردي معنوي بين الهيكل المالي المعبر عنه بنسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل إلى إجمالي الأصول والمخاطر التشغيلية بمعامل تأثير قدره (-2.37 x 10⁻¹¹) وحدة، يعني تقليل المؤسسات محل الدراسة للديون

طويلة ومتوسطة المدى يسهم في تقليل الضغوط المالية الفورية والتزامات المالية المستقبلية، مما يساعد في تحقيق الأهداف التشغيلية بشكل أفضل وتقليل المخاطر التشغيلية، لكن هذا يتوقف على فعالية إدارة المؤسسة، ظروف السوق وخصائص الصناعة، وعليه يتم قبول الفرضية (2-3)؛

✓ هناك أثر طردي معنوي بين الهيكل المالي المعبر عنه بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول والمخاطر التشغيلية بمعامل تأثير قدره (0.17) وحدة، عموماً زيادة الديون قصيرة الأجل يعني تحمل المؤسسات محل الدراسة لعبء مؤقت على نقدية العمليات، مما يؤثر سلباً على قدرتها على التعامل مع التقلبات السوقية والتحديات التشغيلية، وتقييد قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها التشغيلية بفعالية أكبر، فانخفاض الديون قصيرة الأجل يشير إلى تحسين التورط المالي الحالي للمؤسسات وزيادة قدرتها على إدارة السيولة بفعالية، مما يعني تقليل المخاطر التشغيلية، وعليه يتم قبول الفرضية (2-4)؛

✓ قيمة معامل التحديد لنموذج أثر الهيكل المالي على المخاطر التشغيلية تبلغ 80.05%، مما يشير إلى قوة العلاقة بين المتغيرات المستخدمة في النموذج، حيث يُظهر هذا الرقم أن 80.05% من التغير في المخاطر التشغيلية يمكن تفسيره بواسطة المتغيرات المتعلقة بالهيكل المالي المدرجة في النموذج، أما الجزء الباقي من التفسير (19.95%) يمكن أن يكون ناتجاً عن عوامل غير مدرجة في النموذج، مما يُظهر أهمية النظر إلى عوامل أخرى قد تؤثر على المخاطر التشغيلية، ولكن لم يتم تضمينها في هذا النموذج المحدد؛

✓ هناك أثر طردي معنوي بين الهيكل المالي المقاس بنسبة الديون إلى إجمالي الموجودات والمخاطر المالية من منظور الاستقلالية مالية بمعامل تأثير قدره (0.47) وحدة، تأثير هذه العلاقة يعتمد على سياسات التمويل التي تنتهجها المؤسسات محل الدراسة، ففي حالة اعتمادها على القروض كمصدر رئيسي لتمويل استثماراتها قد تفقد المؤسسة جزءاً من قدرتها على اتخاذ القرارات في المقابل، اعتماد المؤسسة على مصادرها الخاصة يؤدي ذلك إلى التمتع بالتححرر المالي عن دائئها. فارتفاع DTA يؤدي إلى زيادة في المخاطر المالية والالتزامات، مما يضر بالتححرر المالي للمؤسسات المدروسة، والعكس صحيح، وهو ما يثبت صحة الفرضية (3-1)؛

✓ هناك أثر طردي معنوي بين الهيكل المالي المقاس بنسبة الديون إلى حقوق الملكية والمخاطر المالية من منظور الاستقلالية مالية بمعامل تأثير قدره (72.36) وحدة، هذا يعكس كيفية تأثير اختيار مزيج الهيكل المالي على الاستقلالية المالية، فارتفاع نسبة القروض يشير إلى زيادة الاعتماد على الموارد الخارجية، مما يزيد من المخاطر

المالية، بينما انخفاضها يشير إلى استخدام الموارد الداخلية، مما يقلل من المخاطر المالية للمؤسسات المشمولة في الدراسة ويزيد من الاستقلالية المالية، هذا يظهر أهمية تحقيق هذه المؤسسات للتوازن بين استخدام الديون والأموال الخاصة في تحمل المخاطر المالية والحفاظ على الاستقلالية المالية، وهو ما يثبت صحة الفرضية (1-3)؛
 ✓ هناك أثر طردي معنوي بين الهيكل المالي المقاس بنسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل لإجمالي الأصول والمخاطر المالية من منظور الاستقلالية مالية بمعامل تأثير (3.4 x 10⁻¹⁰) وحدة، هذه العلاقة تعكس أهمية إدارة هيكل الديون للمؤسسات محل الدراسة بعناية، حيث يمكن للمؤسسات من الاستفادة من التمويل الخارجي لتحقيق النمو، ولكن يجب تحقيق توازن للحفاظ على مستوى مناسب من الاستقلالية المالية، هذا التبادل يساعد المستثمرين والمديرين على فهم مدى تعرض المؤسسات للمخاطر المالية وكيفية هيكلتها لتمويلها، وهو ما يثبت صحة الفرضية (1-3)؛

✓ هناك أثر عكسي معنوي بين الهيكل المالي المقاس بنسبة الديون قصيرة الأجل لإجمالي الأصول والمخاطر المالية من منظور الاستقلالية مالية بمعامل تأثير (2.24) وحدة، هذه العلاقة تعكس دور الديون القصيرة الأجل في تلبية الاحتياجات التشغيلية اليومية للمؤسسات المدروسة وإدارة السيولة، وتمثل وسيلة لتلبية الالتزامات المؤقتة دون إلحاق أعباء دائنة طويلة الأمد، مما يساهم في تحقيق التحرر المالي الفعال. ومع ذلك يجب على المؤسسات اتباع استراتيجية حذرة لتحقيق توازن بين الاعتماد على الديون القصيرة الأجل والحفاظ على استقلاليتها المالية، مما يتطلب مراقبة دقيقة للتدفقات النقدية وتحديد الاحتياجات الفعلية للتمويل، وهو ما يستدعي رفض الفرضية (1-3)؛

✓ قيمة معامل التحديد لنموذج أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور الاستقلالية المالية قدرت بحوالي 86.14%، يُظهر هذا الرقم قوة العلاقة بين المتغير التابع (الاستقلالية المالية) والمتغيرات التفسيرية (الهيكل المالي). مع ذلك الجزء الباقي (13.86%) يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج، مما يشير إلى وجود عوامل أخرى قد تؤثر على المخاطر المالية بشكل غير مباشر أو غير متوقع لم تتم دراستها في النموذج؛

✓ نموذج أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور القدرة على السداد غير معنوي إحصائياً، غير مناسب (مرفوض) وغير قادر على دراسة الأثر المرغوب بشكل فعال، وذلك نظراً لتجاوز احتمال اختبار فيشر مستوى الدلالة الإحصائية المقبول البالغ 5%، مما يشير إلى عدم المعنوية الإحصائية للنموذج المقدر. بمعنى

آخر لا يُعتبر التأثير الذي تمتلكه المتغيرات المستقلة المفسرة للهيكل المالي معنويًا على المتغير التابع في هذه

الحالة، والذي يتمثل في المخاطر المالية المرتبطة بالقدرة على السداد. وهو ما ينفي صحة الفرضية (2-3)؛

✓ نموذج أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور العائد على رأس المال المستثمر غير معنوي إحصائياً، غير مناسب (مرفوض) وغير قادر على دراسة الأثر المرغوب بشكل فعال، وذلك نظراً لتجاوز احتمال اختبار فيشر مستوى الدلالة الإحصائية المقبول البالغ 5%، مما يشير إلى عدم المعنوية الإحصائية للنموذج المقدر. بمعنى آخر لا يُعتبر التأثير الذي تمتلكه المتغيرات المستقلة المرتبطة بالهيكل المالي معنويًا على المتغير التابع في هذه الحالة، والذي يتمثل في المخاطر المالية المرتبطة بالعائد على رأس المال المستثمر، وهو ما ينفي صحة الفرضية (3-3)؛

✓ هناك أثر طردي معنوي بين كل المتغيرات المستقلة المفسرة للهيكل المالي والمتغير التابع المتمثل في المخاطر المالية المقاسة بتشتت المردودية المالية، وذلك بمعاملات تأثير مختلفة (حيث بلغت قيم معامل الأثر لـ $DTA = 0.12$ ، $DTR = 3.18$ ، $FLT = 6.9 \times 10^{-11}$ و $FLC = 0.098$)، يرجع هذا إلا أن استخدام المؤسسات محل الدراسة للديون بصفة عامة يتسبب في زيادة المخاطر المتعلقة بسداد تكاليف هذا المصدر التمويلي والمبلغ المستدان، مما يعزز التقلبات في الأداء المالي ويتسبب في تشتت المردودية مما يؤدي إلى رفع المخاطر المالية بصفة عامة، حيث يمكن أن يؤدي أي تأثير سلبي على الإيرادات أو القدرة على سداد الديون إلى تعرض المؤسسة لمستوى عالٍ من المخاطر المالية، والعكس صحيح، وهو ما يستدعي لقبول الفرضية (3-4)؛

✓ قيمة معامل التحديد في نموذج تحديد أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور تشتت المردودية المالية 77.61%، هذا يشير إلى القوة العالية للعلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية، أما الجزء الباقي من التفسير (22.39%) يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج، والتي قد تتضمن عوامل خارجية غير متوقعة، أو متغيرات لم تُدرج في النموذج الأصلي، والتي قد تؤثر على المخاطر المالية بشكل مباشر أو غير مباشر؛

✓ هناك أثر طردي معنوي بين كل المتغيرات المستقلة المفسرة للهيكل المالي المخاطر المالية من منظور سيولة، وذلك بمعاملات تأثير مختلفة (حيث بلغت قيم معامل الأثر لـ $DTA = -0.08$ ، $DTR = -4.60$ ، $FLT = -1.4$ و $FLC = -0.95$)، تشير العلاقة بشكل عام أن زيادة الاعتماد على التمويل الخارجي مقارنة بالموارد الداخلية قد يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية نتيجة لزيادة التزامات الديون ومتطلبات السداد، ينتج عن ذلك زيادة مخاطر السيولة وتقليل القدرة على تحمل الصدمات المالية للمؤسسات المعنية. فبسبب هذا التوجه قد

تحتاج هذه المؤسسات إلى تأمين تدفقات نقدية أكبر لسداد الديون في الوقت المحدد، مما يجعلها أكثر عرضة للمشاكل المالية في حالة وجود تقلبات غير متوقعة في السيولة، وهو ما يستدعي لقبول الفرضية (3-5)؛

✓ قيمة معامل التحديد في نموذج تحديد أثر الهيكل المالي على مخاطر السيولة وصلت إلى 85.82%، مما يُظهر بوضوح قوة الارتباط بين متغير السيولة وعناصر الهيكل المالي. وعليه يمكن اعتبار الهيكل المالي للمؤسسة عاملاً حاسماً في تشكيل مخاطر السيولة التي تواجهها. الجزء الباقي من التفسير 14.18% يُشير إلى وجود عوامل غير معروفة أو غير مدرجة في النموذج، مثل التغيرات السوقية غير المتوقعة أو الظروف الاقتصادية المفاجئة، التي قد تؤثر على السيولة بشكل غير مباشر أو غير متوقع.

2. توصيات الدراسة

على ضوء ما تم عرضه في الجزء النظري وما تم التوصل إليه في الجانب التطبيقي، فقد تم التوصل إلى جملة من الاقتراحات كالاتي:

✓ لضمان تحديد السياسة التمويلية المناسبة للمؤسسات محل الدراسة واختيار نوع التمويل الملائم، يتعين عليها أولاً جمع جميع مصادر التمويل المتاحة وتقييم كل منها بدقة، بما في ذلك معرفة السلبات والإيجابيات المرتبطة بكل مصدر، والنظر في التكاليف المالية المرتبطة بكل نوع من أنواع التمويل، بالإضافة إلى العوائد المتوقعة ومدى التوافق مع أهداف واحتياجات المؤسسة على المدى الطويل؛

✓ تعزيز المرونة التمويلية في المؤسسات محل الدراسة أمر بالغ الأهمية لضمان قدرتها على تكييف هيكلها المالي مع متغيرات السوق والبيئة، مما يتيح إمكانية إجراء التعديلات اللازمة على هيكلها المالي استجابة لاحتياجاتها المتغيرة، سواء كانت توسعات مستقبلية أو تغيرات بيئية غير متوقعة وخارجة عن السيطرة؛

✓ يتوجب على المؤسسات محل الدراسة تحسين استخدام مصادر التمويل بشكل فعال لتحقيق أهدافها التمويلية وتعزيز أدائها المالي، ويمكن تحقيق ذلك من خلال الاستفادة الشاملة من الطاقات الإنتاجية باستخدام أساليب علمية وعملية، وكذلك من خلال الاستثمار في تطوير وتحفيز العنصر البشري، حيث يُعدّ العامل البشري المفتاح الأساسي كعقل مخطط ومنقذ ومراقب. بالإضافة إلى ذلك ينبغي على المؤسسات المدروسة اتباع استراتيجيات فعّالة لإدارة المخاطر، مما يمكن هذه المؤسسات من تغطية المخاطر المحتملة أو تجنبها بالكامل أو التحكم فيها بشكل فعال، وهذا يساعدها على الحفاظ على استقرارها وتحقيق أداء مالي متميز، مما يعزز قدرتها على التنافسية والنمو في بيئة الأعمال المتغيرة؛

✓ لضمان استمرارية المؤسسات محل الدراسة يجب أن تعمل على تحقيق مردودية جيدة لأموالها المستثمرة تسمح لها بمكافئة المساهمين والمقرضين، وبالموازاة مع ذلك تكون دائما في وضعية تسمح لها بالوفاء بالتزاماتها في تواريخ استحقاقها؛

✓ يتعين على المؤسسات محل الدراسة إعادة النظر في استراتيجياتها الاستثمارية، حيث يجب أن تكون عملية اختيار الاستثمارات مستندة إلى دراسات دقيقة للمشاريع وتقييم مردوديتها، والعمل على تحسين أداء المؤسسات بطريقة تتفوق على المخاطر المرتبطة بالاستثمارات، خاصة عندما يكون التمويل لتلك المشاريع يعتمد على الاستدانة. من خلال هذا النهج يمكن لهذه المؤسسات تعزيز فعالية استثماراتها وضمان تحقيق عوائد مستدامة، مما يساهم في تعزيز استقرارها وتعزيز قدرتها على تحمل التحديات المالية؛

✓ ضرورة تنظيم دورات تدريبية دورية سواء داخلية أو خارجية في مجال إدارة المخاطر بشكل عام، وتحديدًا في مجال إدارة المخاطر غير النظامية، ذلك يهدف إلى تعزيز دور ووظيفة إدارة المخاطر داخل المؤسسات محل الدراسة، مما يمكنها من التكيف مع التطورات السريعة في هذا الميدان، تعتبر هذه الإجراءات ذات أهمية بالغة لتمكين هذه المؤسسات من التصدي لتحديات ومخاطر متعددة، والحفاظ على استقرارها المالي في ظل التغيرات البيئية والاقتصادية المتلاحقة.

3. آفاق الدراسة

بعد دراستنا هذه ظهرت لنا بعض الجوانب التي تستحق الدراسة، وقد تكون إشكاليات البحوث جديدة لم يتسن لنا دراستها تذكر منها:

✓ دراسة مقارنة لأثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية لمجموعة من مؤسسات الاقتصادية الجزائرية العاملة في القطاع العام والقطاع الخاص لتحليل التباين فيما بينها؛

✓ دراسة أثر الهيكل المالي على العائد والمخاطر غير النظامية بإدخال متغيرات أخرى تم استبعادها في هذه الدراسة مثل حجم المؤسسة ومعدل النمو؛

✓ دراسة أثر الهيكل المالي على المخاطر الكلية للمؤسسة الاقتصادية؛

✓ دراسة أثر المخاطر على خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

1. الكتب

1. الباري، م. و. ع. (1997). إدارة الخطر والتأمين التجاري والاجتماعي. مصر: جامعة القاهرة.
2. الحناوي، م. ص. & العيد، ج. إ. (2002). الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات. مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
3. الحناوي، م. ص. & سلطان، إ. إ. (2001). الإدارة المالية والتمويل. مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
4. الحناوي، م. ص. & قرياقص، ر. ز. (2004). الإدارة المالية: مدخل لاتخاذ القرارات. مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
5. الحناوي، م. ص. مصطفى، ن. ف. & العيد، ج. إ. (2009). الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة. (1 ed) مصر: المكتب الجامعي الحديث.
6. الزبيدي، ح. م. (2011). التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي. الأردن: الوراق للنشر والتوزيع.
7. الزبيدي، ح. م. (2002). إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني. الأردن: الوراق للنشر والتوزيع.
8. الزبيدي، ح. م. (2004). الإدارة المالية المتقدمة. (2 ed). الأردن: الوراق للنشر والتوزيع.
9. الزبيدي، ح. م. (2006). أساسيات الإدارة المالية. (1 ed). الأردن: الوراق للنشر والتوزيع.
10. الزيادات، م. ع. & العوامة، م. ع. (2012). استراتيجيات التسويق: منظور شامل. (1 ed). الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.
11. الستار، م. ا. ع. & العامري، س. ج. (2003). الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات علمية. الأردن: دار وائل للنشر والطباعة والتوزيع.
12. الشواورة، ف. م. (2013). مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي. (1 ed). الأردن: مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع.
13. الشيخ، ف. م. (2008). التحليل المالي. (1 ed). فلسطين: SME Financial Inc.
14. الصيرفي، م. (2007). تعلم كيفية تحديد هيكلك وقراءة قوائمك المالية. مصر: دار الفكر الجامعي.
15. العارضي، ج. ك. م. & الشمري، أ. ع. ا. ج. (2012). استراتيجيات الإدارة المالية. (1 ed). الأردن: الوراق للنشر والتوزيع.
16. العارف، ن. (2000). الإدارة الاستراتيجية. مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
17. العامدي، م. ع. إ. (2013). الإدارة المالية المتقدمة. الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.

18. العامري، م. ع. إ. (2007). الإدارة المالية. الأردن: دار المناهج للنشر والتوزيع.
19. العامري، م. ع. إ. (2010). الإدارة المالية المتقدمة. (4 ed). الأردن: دار إثراء للنشر والتوزيع.
20. العزيز، س. م. ع. (1997). التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية. مصر: مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع.
21. العزيز، س. م. ع. (2001). التأجير التمويلي. (1 ed). مصر: دار الإشعاع الفنية للنشر والتوزيع.
22. العزيز، س. م. ع. (2006). اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي (مدخل في التحليل واتخاذ القرارات). مصر: مركز الاسكندرية للكتاب.
23. العزيز، س. م. ع. (1988). المداخل الحديثة في تمويل التنمية الاقتصادية. (1 ed). مصر: مؤسسة شباب الجامعة.
24. العلي، أ. ح. (2010). الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية. (1 ed). الأردن: دار وائل للنشر والطباعة والتوزيع.
25. الفار، م. ج. (2010). المعجم الإعلامي. (1 ed). الأردن: دار أسامة المشرق الثقافي.
26. القصاص، ج. ج. (2010). تخطيط المشروعات ودراسة الجدوى الاقتصادية. (1 ed). مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
27. المحسن، ت. م. ع. (2001). بحوث التسويق وتحديات المنافسة العالمية. لبنان: دار النهضة العربية.
28. المشهداني، خ. أ. ف، العبيدي، ر. ع. ا. ع. ا. ع. & الجنابي، ع. خ. (2014). التمويل الدولي. الأردن: دار الأيام.
29. المغربي، م. ا. م. ب. (2011). التمويل والمؤسسات المالية. (1 ed). مصر: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.
30. النجار، ر. (2009). أسواق المال والمؤسسات المالية: محاور التمويل الاستراتيجي. (1 ed). مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
31. النجار، ف. (2000). المنافسة والترويج التسويقي: آليات الشركات لتحسين المراكز التنافسية. مصر: مؤسسة شباب الجامعة.
32. النعيمي، ع. ت & آحرون. (2008). الإدارة المالية: النظرية والتطبيق. (2 ed). الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
33. النعيمي، ع. ت & التميمي، ا. ف (2009). الإدارة المالية المتقدمة. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
34. النعيمي، ع. ت & الخرشه، ي. ك (2006). أساسيات في الإدارة المالية. الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
35. الهادي، م. س. ع. (2008). الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية. (1 ed). الأردن: دار حامد للنشر والتوزيع.
36. الهيتي، ث. ش. م & الغريزي، س. ذ. (2014). التخطيط الاستراتيجي في إدارة المشاريع التنموية. (1 ed). الأردن: الوراق للنشر والتوزيع.
37. اندراوس، ع. و. (2008). التمويل والإدارة المالية للمؤسسات. مصر: دار الفكر الجامعي.

38. براق، م & غربي، ح. (2014). مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة. (1 ed). مصر: المكتب الجامعي الحديث.
39. بكر، ع. أ. & السيفو، و. إ. (2019). إدارة الخطر والتأمين. الأردن: دار اليازوري للنشر والتوزيع.
40. بلعوز، ب. ع، قندوز، ع. ا & جبار، ع. ا. (2013). إدارة المخاطر: إدارة المخاطر، إدارة المشتقات، الهندسة المالية. (1 ed). الأردن: الوراق للنشر والتوزيع.
41. بن ساسي، إ & قريشي، ي. (2010). التسيير المالي: الإدارة المالية (الجزء الأول دروس وتطبيقات). (2ed). الأردن: دار وائل للنشر والطباعة والتوزيع.
42. بوحنية، ق. (2008). تنمية الموارد البشرية في ظل العولمة ومجتمع المعلومات. (1 ed). الأردن: مركز الكتاب الأكاديمي مكتب القوس لخدمات الطباعة.
43. بوراس، أ. (2008). تمويل المنشآت الاقتصادية. الجزائر: دار العلوم للنشر والتوزيع.
44. جمعة، ا. ف، السميع، ج. ا. ع & الشحات، ن. ر. م. (2001). الإدارة المالية والبيئة المعاصرة. مصر: المكتبة العصرية للنشر والتوزيع.
45. حبيب، ع. ب. (1999). اقتصاد وتسيير المؤسسة. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
46. حداد، ف. س. (2010). الإدارة المالية. (3 ed). الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.
47. حماد، ط. ع. ا. (2007). إدارة المخاطر: أفراد، إدارات، شركات، بنوك، مخاطر الائتمان والاستثمار والمشتقات وأسعار الصرف. مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
48. حمودة، إ. ع. ا & الهانسي، م. م. (2011). مبادئ الخطر والتأمين. الأردن: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
49. حنفي، ع. ا & قرياقص، ر. ز. (2001). الأسواق والمؤسسات المالية. مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
50. حنفي، ع. ا & قرياقص، ر. ز. (2007). أساسيات التمويل والإدارة المالية. (2 ed). مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
51. خلف، ع. ح. (2015). تطبيقات الاقتصاد القياسي باستخدام البرنامج Eviews. (1 ed). العراق: دار الدكتور للعلوم الادارية والاقتصادية والعلوم الأخرى.
52. دريد كامل، آ. ش. (2004). مبادئ الإدارة المالية. الأردن: دار المناهج للنشر والتوزيع.
53. دريد كامل، آ. ش. (2004). الاستثمار والتحليل الاستثماري. الأردن: دار اليازوري العلمية.
54. دليو، ف. (2010). التكنولوجيا الجديدة للإعلام والاتصال. الأردن: دار الثقافة للنشر والتوزيع.
55. رمضان، ح & بدر، أ. (1994). إدارة الموارد البشرية. (4 ed). مصر: دار النهضة العربية.
56. زغيب، م & بوشنقىر، م. (2010). التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
57. عزمي، أ. س & شقيري، ن. م. (2010). إدارة الخطر والتأمين. (1 ed). الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.

58. شباكي، س. (2002). تقنيات المحاسبة العامة حسب المخطط المحاسبي الوطني. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
59. صباحا، س. أ. (2013). الإدارة المالية. (2 ed). مصر: الشركة العربية المتحدة.
60. عامر، س. ي. (2001). الإدارة وتحديات التغيير. مصر: مركز وايد سيرفيس للاستشارات والتطوير الإداري.
61. عامر، ع. ا. (2015). التحليل والتخطيط المالي المتقدم. (1 ed). الأردن: دار البداية.
62. عباس، ع. م. (2008). الإدارة المالية. (1 ed). الإمارات العربية المتحدة: المكتبة الجامعية.
63. عبد المطلب، ع. ا. (2000). البنوك الشاملة: عملياتها وإدارتها. مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
64. عبد المطلب، ع. ا. (2009). الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية المصرفية: أزمة الرهن العقاري الأمريكي. مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
65. عبد الوهاب، أ. ي. (2008). التمويل وإدارة المؤسسات المالية. (1 ed). الأردن: دار الحامد لنشر والتوزيع.
66. عبيدات، م & طنبب، م. (2010). الإدارة المالية في القطاع الخاص. الأردن: دار المستقبل للنشر والتوزيع.
67. عدون، ن. د. (1999). التحليل المالي. (1 ed). الجزائر: دار المحمدية.
68. عدون، ن. د & مامش، ي. (2008). أثر التشريع الجبائي علة مردودية المؤسسة وهيكلها المالي. (1 ed). الجزائر: دار المحمدية.
69. عريقات، ح. م & عقل، س. ج. (2008). التأمين وإدارة الخطر بين النظرية والتطبيق. (1 ed). الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
70. عطا الله، م. أ. (2011). إدارة الاستثمار. (1 ed). الأردن: دار أسامة للنشر والتوزيع.
71. عقل، م. م. (2009). مقدمة في الإدارة المالية وتحليل المالي. (1 ed). الأردن: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.
72. غنيم، أ. م. (2008). الإدارة المالية: مدخل التحول من الفقر الى الثراء. (1 ed). مصر: المكتبة العصرية للنشر والتوزيع.
73. غنيم، ح. ع. (2005). دراسات في التمويل (التحليل المالي ودراسات في صافي رأس مال العامل أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية). مصر: المكتبة الأكاديمية للنشر والتوزيع.
74. كافي، م. ي. (2014). إدارة الموارد البشرية من منظور إداري تنموي تكنولوجي عولمي. (1 ed). الأردن: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.
75. كراجة، ع. ا & آخرون. (2006). الإدارة والتحليل المالي: أسس-مفاهيم-تطبيقات. (2 ed). الأردن: دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع.
76. كرش، ع. ت. (2014). علم الإحصاء. العراق: دار الجامعة للنشر.
77. كولتر، ف & أرمسترونج، ج. (2007). أساسيات التسويق. (Trans). علي إبراهيم، س. ع). المملكة العربية السعودية: دار المريخ.

78. لسوس، م. (2012). التسيير المالي. (2 ed). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
79. لطرش، ا. (2010). تقنيات البنوك. (7 ed). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
80. متولي، ع. ا. ا. (2010). الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير. (1 ed). الأردن: دار الفكر للنشر والتوزيع.
81. مطر، م. (2003). الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العلمية. (1 ed). الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
82. مطر، م. (2006). إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العلمية. (4 ed). الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
83. معراج، ه & حاج، ع. س. (2013). التمويل التاجيري: المفاهيم والأسس. (1 ed). الأردن: دار الكنوز المعرفية العلمية.
84. ممدوح، أ. ح & الحميد، ن. ع. (2003). إدارة الخطر والتأمين. مصر: جامعة القاهرة.
85. مولود، م. (2018). الاستراتيجية والتسيير المالي. الجزائر: دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع.
86. هاشم، ر. ح. (2010). تنمية وبناء الموارد البشرية. (1 ed). الأردن: دار الراية للنشر والتوزيع.
87. هندي، م. إ. (1997). الأوراق المالية وأسواق رأس المال. مصر: منشأة المعارف للنشر والتوزيع.
88. هندي، م. إ. (1998). الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل. مصر: منشأة المعارف للنشر والتوزيع.
89. هندي، م. إ. (2000). الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر. (4 ed). مصر: المكتب العربي الحديث.
90. هندي، م. إ. (2005). الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات. (2 ed). مصر: منشأة المعارف للنشر والتوزيع.
91. هوشيار، م. (2003). الاستثمارات والأوراق المالية. الأردن: دار الصفاء للنشر والتوزيع.
92. وانج، أ & جليندون، إ. (2008). إدارة المخاطر: الأمور الحرجة والبقاء على قيد الحياة في القرن الحادي والعشرون. المملكة العربية السعودية: دار المريخ.
93. وهيب، خ. (2000). الأسواق المالية والنقدية. (1 ed). الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
94. ويستون، ف & بريجهام، ي. (2003). التمويل الإداري: الجزء الثاني (Trans. دعالة، ع. ا & النعماني، ا. ا.). المملكة العربية السعودية: دار المريخ للنشر.
2. الأطروحات والرسائل
95. الأغا، ب. م. (2005). أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار لدراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين. (ماجستير)، الجامعة الإسلامية، فلسطين.
96. الحاج، خ. (2018). التحليل المالي أداة تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية والتنمؤ بالمخاطر باستخدام الأساليب الإحصائية: دراسة حالة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية (2009-2014). (دكتوراه)، جامعة وهران 2- محمد بن أحمد، الجزائر.

97. الزاوي، م. ا. م. (2018). العوامل الداخلية المؤثرة على ربحية شركات التأمين في الجزائر. (ماجستير)، جامعة آل البيت، الأردن.
98. العلوي، ح. (2016). محاولة تحليل أثر الاختيار الامثل للتمويل على الهيكل المالية للمؤسسة: دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة (2010-2013). (ماجستير)، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
99. المحجوب، ع. م. (2007). أثر الهيكل المالي في قيمة المنشأة: دراسة ميدانية لعينة من شركات القطاع التجاري والخدمي في السودان للفترة (2000-2004). (دكتوراه)، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان.
100. المعاينة، ز. أ. ع. ا. (2018). تأثير الرفع المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية الأردنية. (ماجستير)، جامعة آل البيت، الأردن.
101. بريس، ع. ا. (2006). التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية. (دكتوراه)، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
102. بقباقي، م. (2021). أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الجزائرية: دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. (دكتوراه)، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
103. بوشوشة، م. (2016). تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي على للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية. (دكتوراه)، جامعة محمد خضير - بسكرة، الجزائر.
104. حوري، ز. (2006). تحليل وتقدير الخطر المالي في المؤسسات الصناعية: دراسة تطبيقية باستخدام التحليل التمييزي (2000-2002). (الدكتوراه)، جامعة منتوري - قسنطينة، الجزائر.
105. شطيبي، ر. (2019). تحليل المخاطر المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل النظام المحاسبي الجديد: دراسة ميدانية للشركة الوطنية للنقل بالسكة الحديدية ناحية قسنطينة (2010-2017). (دكتوراه)، جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي، الجزائر.
106. شعبان، م. (2010). نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال. (ماجستير)، جامعة أحمد بوقرة - بومرداس، الجزائر.
107. طيب، س. (2017). دور إدارة المخاطر المالية في حماية المؤسسة الاقتصادية من الفشل المالي: دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية في الجزائر. (دكتوراه)، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
108. طلال، ن. ا. م. (2011). أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان. (ماجستير)، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.
109. عطية، ع. (2015). تقييم المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة مؤسسة مناجم الفوسفات جبل العنق خلال الفترة (2012-2005). (ماجستير)، جامعة عمار ثليجي - الأغواط، الجزائر.

110. مريخي، ع. ا. (2020). الانذار بالفشل المالي للمؤسسات الاقتصادية بتطبيق مقارنة الشبكات العصبية الاصطناعية: حالة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. (دكتوراه)، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
3. المجالات والمقالات
111. الدغيم، ع. ا، الأمين، م & انجرو، إ. (2006). التحليل الائتماني ودوره في ترشيد عمليات الإقراض المصرفي بالتطبيق على المصرف الصناعي السوري. Tishreen University Journal–Economic and Legal Sciences Series، (3)28.
112. الراوي، ع. ص & حميد، م. م. (2012). أهمية الرفاعة التشغيلية والمالية في تعظيم أرباح المشاريع الصناعية: دراسة تطبيقية. مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية الإدارية، (9)4.
113. الربيعي، ح. م. م & العطوي، م. ح. ي. (2018). نظرية توقيت السوق وتأثيرها في القرار الاستثماري: دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية العراقية. Al Gharee for Economics & Administration Sciences، (1)15.
114. الشريف، ر. (2005). التعثر المالي: المراحل، الأسباب والطرق وإجراءات المعالجة. مجلة التواصل، (11)2.
115. العمارنة، أ. إ & التهموني، ف. ر. (2012). العلاقة بين العائد والمخاطر دراسة تطبيقية لأثر الروافع على عوائد الشركات الأردنية. Arab Journal of Administration، (2)32.
116. النجار، ج. ح. (2013). مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة اختبارية. مجلة جامعة الأزهر سلسلة العلوم الإنسانية، (1)15.
117. أوصغير، ا. (2020). مخاطر السوق في البنوك الدولية واستراتيجيات إدارتها حسب المعايير الدولية للجنة بازل: مجموعة سوسيتي جنرال نموذجا. مجلة نور للدراسات الاقتصادية، (10)6.
118. بن نوار، ع & غالم، ع. ل. (2021). اختيار قرار التمويل الأمثل وفق فترات حياة المؤسسة الاقتصادية. مجلة دراسات الاقتصادية، (1)21.
119. بوهالي، ف. (2018). إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة عدد من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. مجلة دراسات اقتصادية، (3)12.
120. تيماري، ع. ا. (2011). المتغيرات المالية المحددة لفاعلية قرار استخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة. مجلة الواحات للبحوث والدراسات، (13).
121. دادن، ع. ا. (2006). تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية الأساسية. مجلة الباحث، (4)4.
122. دلال، م & أبراهيم، م. (2021). التأثير المشترك للتعثر المالي والتجنب الضريبي وعوائد الأسهم: دراسة اختبارية على الشركات دولية النشاط المسجلة في البورصة المصرية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، (2)2.

123. رمو، م. و & الوتار، س. ع. ا. م. (2010). استخدام أساليب التحليل المالي في التنبؤ بفشل الأوراق المالية شركات المساهمة: دراسة عينة من الشركات المساهمة الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة تنمية الرافدين، 32(100).
124. زبدة، خ. (2021). التنبؤ بالفشل المالي باستخدام المؤشرات المالية: دراسة تطبيقية على قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين. مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، 7(1).
125. زغيب، م. (2009). علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية: دراسة نظرية تحليلية. مجلة العلوم الانسانية، 20(2).
126. سمحان، ح. م. ح. (2015). أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية. مجلة الأبحاث الاقتصادية والإدارية، 9(1).
127. شحاتره، م. ي. (2012). أثر الرافعة المالية على القرار الاستثماري: دراسة تطبيقية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، 4(4).
128. شرون، ر. (2012). تحليل وقياس خطر القرض في البنوك التجارية. المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، 3(1).
129. شلاش، س، البقوم، ع & العون، س. (2008). العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال: دراسة حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (2001-1997). مجلة المنار، 14(1).
130. صديقي، أ، فريقي، س & صبرو، خ. (2017). تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة. مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، 1(1).
131. عبو، ه & عبو، ر. (2021). الهيكل التمويلي الأمثل ومؤشرات تقييمه بالتطبيق على مؤسسة باتيمال عين الدفلى (2015-2018). مجلة القيمة المضافة لاقتصاديات الأعمال، 2(2).
132. فخاري، ف & زيري، ن. (2017). أهمية استخدام النماذج الإحصائية الخاصة بتفسير المتغيرات التابعة ذات الاستجابة الثنائية. مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، 2(1).
133. قباجة، ع. ا. ع. (2018). محددات هيكل رأس المال الشركات المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تطبيقية للفترة (2006-2016). مجلة الاقتصاد والمالية، 4(2).
134. قسوري، إ & قسوري، ف. (2020). الاعتماد الإيجاري كآلية لتمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. مجلة النمو الاقتصادي والمقاولة، 5(1).
135. مجلخ، س & ، بشيشي، م. (2019). محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية: دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي Var. مجلة دراسات اقتصادية، 6(1).

136. معتوق، ج & سعدي، ي. (2015). قياس أثر تداول المشتقات المالية في البورصة على المخاطر المالية: دراسة مقارنة بسوق البورصة التركية قبل وبعد تداول المشتقات المالية للفترة (1994-2015). مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 8(13).

137. هاشم، ع. ح. (2011). قياس الملاءة في صناعة التأمين السورية: دراسة مقارنة. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، 24(4).

4. محاضرات وملتقيات

138. بن عمرة، ع. ا. (2015). محاضرات منشورة في خطوات تطبيق Panel Deta Mode باستخدام برنامج Eviews. جامعة فرحات عباس: الجزائر.

139. بن يوسف، س. (2008). أهمية ودور الطرق الإحصائية الحديثة في إدارة مخاطر الإقراض في البنوك التجارية. ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات ملتقى الدولي حول استراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات: أفاق وتحديات، الجزائر.

140. زغيب، م & غلاب، ن (2006). تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب و مشتقاته. ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات: دراسة حالة الجزائر والدول النامية، الجزائر.

141. عبد السلام، ب. ج. (2017). محاضرات غير منشورة في مالية المؤسسة. جامعة 8 ماي 1945: الجزائر.

5. التقارير

142. بنك الجزائر. (2022). التقرير السنوي: التطور الاقتصادي والنقدي.

143. الديوان الوطني للإحصائيات. (2021). التقرير رقم 933: الحسابات الاقتصادية.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1. les livres

1. Apostolik, R & Donohue, C. (2015). **Foundations of Financial Risk: an overview of financial risk and risk-based financial regulation**. Canada: John Wiley & Sons,.
2. Bagneris, J.-C., Teulié, J., Givry, P., & Topsacalian, P. (2004). **Introduction à la finance d'entreprise**. France: vuibert.
3. Baker, H. K & Martin, G. S. (2011). **Capital structure and corporate financing decisions: theory, evidence, and practice**. United States of America: John Wiley & Sons.
4. Banks, E. (2003). **The simple rules of risk: Revisiting the art of financial risk management**. United States of America: John Wiley & Sons.
5. Banks, E & Dum, R. (2003). **Practical Risk Management: An executive Guide to avoiding Surprises and Losses**. United Kingdom: John Wiley and Sons.
6. Barneto, P & Gregorio, G. (2009). **Finance manuel et applications**. (2 ed). France: Dunod.
7. Barreau, J & Delahaye, J. (2000). **Gestion financière manuel et application**. (9 ed). France: Dunod.
8. Berk, J & Demarzo, P. (2017). **Corporate Finance: The Core**. (4 ed). United States of America: Pearson Education.
9. Bierman, H. (2003). **The capital structure decision**. Massachusetts: Kluwer Publisher.
10. Bodie, Z & Merton, R. (2001). **Finance**. (3 ed). France: Pearson.
11. Boubakri, N, Gadhoun, Y, Chkir, I, & Kooli, M. (2005). **Les principes de la finance d'entreprise**. France: Gaetan Morin.
12. Bradford, J & Miller, T. (2017). **Fundamentals of investments valuation and management**. (8 ed). United State of America: McGrawHill.
13. Brealey, R. A, Myers, S. C, & Allen, F. (2017). **Principles of corporate finance**. (20 ed). United States of America: McGraw-Hill.
14. Brigham, E. F, & Dave, P. R. (2007). **Intermediate financial management**. (9 ed). United State of America: Thomson South-Western.
15. Brigham, E. F & Ehrhardt, M. C. (2017). **Financial Management: Theory and Practice**. (15 ed). United States of America: South-Western Cengage Learning.
16. Brigham, E. F, & Gapenski, L. C. (1985). **Intermediate financial Management**. United States of America: CBS college publishing.
17. Brigham, E. F, & Houston, J. F. (2009). **Fundamentals of Financial Management**. (6 ed). United States of America: South-Western Cengage Learning.
18. Chapelle, A. (2019). **Operational risk management: Best practices in the financial services industry**. United Kingdom: John Wiley & Sons.
19. Charles, A, & Redor, E. (2009). **Le Financement des Entreprises**. France: Economica.
20. Chatterjee, R. (2014). **Practical methods of financial engineering and risk management: tools for modern financial professionals**. (1 ed). United States of America: Apress.
21. Cherunilam, F. (2015). **Business Policy and Strategic Management**. (4 ed). India: Himalaya Publishing House Pvt. Ltd.
22. Chiha, K. (2005). **Gestion et Stratégie Financière**. (1 ed). Algeria: Houma.

23. Clayman, M. R, Fridson, M. S, & Troughton, G. H. (2012). **Corporate Finance A Practical Approach**. (2 ed). United States of America: John Wiley and Sons.
24. Cohen, E. (1991). **Gestion Financier de l'entreprise et Développement Financier**. France: édition UREF.
25. Conso, P, & Hémici, F. (2005). **Gestion financière de l'entreprise**. (11 ed). France: Dunod.
26. Cooper, D. F, Grey, S, Raymond, G, & Walker, P. (2005). **Project Risk Management Guidelines**. United Kingdom: John Wiley and Sons
27. Coulon, Y. (2017). **Guide pratique de la finance d'entreprise**. France: Gualino.
28. Crouhy, M, Galai, D, & Mark, R. (2014). **The essentials of risk management**. (2 ed. Vol. 1). United States of America: McGraw-Hill
29. d'Arcimoles, C.-H, & Saulquin, J.-y. (2006). **Finance Appliqué**. (4 ed). France: Vuibert.
30. Damodaran, A. (2007). **Finance d'Entreprise Théorie et Pratique**. (2 ed). France: Boeck université.
31. Damodaran, A. (2010). **Pratique de la finance d'entreprise: A user's manual**. France: De Boeck Supérieur.
32. Darsa, J. D. (2011). **Risques Stratégiques Et Financiers De L'entreprise**. France: Gereso.
33. Delahaye, F & Delahaye, J. (2009). **Finance d'entreprise Manuel et Applications**. (2 ed). France: Dunod.
34. Depallens, G & Jobard, J.-P. (1997). **Gestion financière de l'entreprise** (11 ed.). France: Dunod.
35. Drake, P. P & Fabozzi, F. J. (2010). **The basics of finance: An introduction to financial markets, business finance, and portfolio management**. United States of America: John Wiley & Sons.
36. Fabozzi, F. J & Drake, P. P. (2009). **Finance: capital markets, financial management, and investment management**. United States of America: John Wiley & Sons.
37. Fabozzi, F. J & Peterson, P. P. (2003). **Financial Management and Analysis**. (6 ed). United States of America: John Wiley and Sons.
38. Focardi, S & Fabozzi, F. J. (2008). **The Matimatics of Financial modeling and Investement Management**. United States of America: John Wiley & Sons.
39. Gagnon, J. M., & Khoury, N. (1981). **Traité de gestion financière**. (2 ed). France: Gaetan Morin.
40. Garp, P. J. (2011). **Financial Risk Manager Handbook Plus Test Bank**. (6 ed). United States of America: John Wiley & Sons.
41. Gatti, S. (2013). **Project Finance in Theory and Practice Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects**. United States of America: Elsevier.
42. Gitman, L. J & Zutter, C. J. (2012). **Principles of Managerial Finance**. (13 ed). The United States of America: Prentice Hall.
43. Gough, J. D. (1988). **Risk and uncertainty**. Lincoln College and University of Canterbury: Centre for Resource Management.
44. Grandguilot, B & Grandguilot, F. (2007). **Analyse financier : les outils de l'entreprise**. France: Edition Ellipse.
45. Guedj, N. (2001). **Finanace d'entreprise**. (2 ed). France: Organisation.
46. Honoré, L. (2004). **Gestion Financière**. France: Around Colin.

47. Horcher, K. A. (2005). **Essentials of financial risk management**. United States of America: John Wiley & Sons.
48. Horne, J. C. V & John M. Wachowicz, J. (2009). **Fundamentals of Financial Management**. (13 ed). United States of America: Pearson Education.
49. Hutin, H. (2002). **Toute la Finance d'Entreprise en Pratique**. (2 ed). France: édition d'Organisation,.
50. Jacquillat, B, Solnik, B, & Pérignon, C. (2014). **Marchés financiers: gestion de portefeuille et des risques**. (6 ed). France: Dunod.
51. Jorion, P. (2003). **Financial risk manager handbook**. (2 ed). United States of America: John Wiley & Sons.
52. Katal, A & Singh, N. (2022). **Artificial neural network: models, applications, and challenges Innovative Trends in Computational Intelligence**. United Kingdom: EAI/Springer Innovations in Communication and Computing.
53. Kharoubi, C & Thomas, P. (2016). **analyse du risque de crédit Banque et Marchés**. (2 ed). France: RB Édition.
54. L.Head, G. (2009). **Risk Management: Why and How**. United states of America: International Risk Management Institute Inc.
55. Lam, J. (2014). **Enterprise risk management: from incentives to controls**. (2 ed). United States of America: John Wiley & Sons.
56. Lendrevie, J, Lévy, J, & Lindon, D. (2009). **MERCATOR : théories et pratique du marketing**. (9 ed). France: DAILLOZ.
57. Loader, D. (2007). **Operations risk: managing a key component of operational risk**. United States of America: Elsevier.
58. McLaney, E. (2017). **Business Finance: Theory and Practice**. (11 ed). United Kingdom: Pearson Education Limited.
59. Meline, A. M. (1982). **Disceco de l'économie**. France: Dunod.
60. Meunier-Rocher, B. (2003). **Le diagnostic financier**. (2 ed). France: Edition D'Organisation.
61. Miglo, A. (2016). **Capital structure in the modern world**. (1 ed). Switzerland: Palgrave macmillan.
62. Nippert, A. (2008). **Finance d'entreprise Manuel Complet Application et Corrigés**. France: Gualino.
63. Ogien, D. (2008). **Gestion financière de l'entreprise**. France: Dunod.
64. Panjer, H. H. (2006). **Operational risk: modeling analytics**. United States of America: John Wiley & Sons.
65. Paramasivan, C & Subramanian, T. (2009). **Financial Management**. India: Naw age international publisher.
66. Pike, R & Neale, B. (2009). **Corporate Finance and Investme :Decisions and Strategies**. (6 ed). United States of America: Pearson Education
67. Pradier, P.-C. (2006). **La notion de risque en économie**. France: La Découverte,.
68. Quiry, P, Dallochio, M, Fur, Y. L, & Salvi, A. (2014). **Corporate Finance Theory and Practice**. (4 ed). United Kingdom.
69. Ramage, P. (2001). **Analyse et Diagnostic Financier**. France: Edition d'organisation.

70. Redhead, K. (2008). **Personal finance and investments: a behavioural finance perspective**. United States of America: Routledge.
71. Rejda, G. E & McNamara, M. J. (2014). **Principles of risk management and insurance**. (12 ed). The United States of America: Pearson Education.
72. Rejem, N. (2005). **La gestion Financière à court terme**. Algérie: Dar El-ouloum.
73. Robertson, D. (2016). **Managing operational risk: Practical strategies to identify and mitigate operational risk within financial institutions**. (1 ed). United Kingdom: Springer.
74. Ross, S. A, Westerfield, R. W, & Jordan, B. D. (2003). **Fundamentals of Corporate Finance**. (6 ed). United States of America: McGraw-Hill.
75. SHIM, J. K & SIEGEL, J. G. (2007). **Financial Management**, United States of America: McGraw-Hill.
76. Sopol, D. (2008). **Diagnostic financier**. France: Edition Hachette education.
77. Sugumar, H. (2022). **Determinants of Financial Leverage: Evidence from corporate India**. India: Lap lamberet academic publishing.
78. Tapiero, C. S. (2004). **Risk and financial management: mathematical and computational methods**. United Kingdom: John Wiley & Sons.
79. Tarondeau, J. C. (1998). **Stratégie industrielle**. (2 ed). France: Vuibert.
80. Teulie, J & topsacalian, P. (1994). **Finance**. (1 ed). France: Vuibert.
81. Teulie, J & Topsacalian, P. (2000). **Finance**. (3 ed). France: Vuibert.
82. Thibierge, C. (2016). **Analyse financière**. (6 ed). France: Vuibert.
83. Titman, S, Keown, A. J, & Martin, J. D. (2011). **Financial management: Principles and applications**. (11 ed). United States of America: Prentice hall, Pearson education.
84. Vernimmen, P. (2014). **Corporate Finance theory and practice**. (4 ed). United States of America: John Wiley & Sons.
85. Vernimmen, P, Quiry, P, Le Fur, Y, & Ceddaha, F. (2010). **Finance d'entreprise**. (8 ed). France: Dalloz.
86. Woods, M, & Dowd, K. (2008). **Financial Risk Management for Management Accountants**. Canada: the Society of Management Accountants CMA
87. Yves, D & autres. (2002). **Précis d'analyse financière d'entreprise**. France: Dunod.
88. Zambotto, C & Zambotto, C. (2009). **Gestion Financière**. (8 ed). France: Dunod.

2. Les Revues

89. Addae, A. A, Nyarko-Baasi, M & Hughes, D. (2013). **The effects of capital structure on profitability of listed firms in Ghana**. European Journal of Business and Management, 5(31).
90. Agustia, D, Muhammad, N. P. A, & Permatasari, Y. (2020). **Earnings management, business strategy, and bankruptcy risk: evidence from Indonesia**. Heliyon, 6(2).
91. Ajibade, A, Oyedokun, G. E & Onibiyo, E. (2018). **Unsystematic Risk And Financial Performance Of Selected Manufacturing Firms In Nigeria**. Journal of Taxation and Economic Development, 17(2).
92. Alabassi, Z. M, AL-Yahya, E. H. A & Naser, H. (2022). **The effect of dynamic financial structure on financial sustainability: An analytical study of a sample of industrial companies listed on the Iraqi stock exchange**. International journal of research in finance and management, 5(2).

93. Al-Ali, A. H & Sarhan, S. S. (2022). **The Application of Automatic Linear Programming To Determine The Optimal Financial Structure**. Journal of Positive School Psychology, 6(3).
94. Aljamaan, B. E. (2018). **Capital Structure, Definitions, Determinants, Theories, and Link with Performance Literature Review**. European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research, 6(2).
95. Alnajjar, M. I. (2015). **Business Risk impact on capital structure: A case of Jordan industrial sector**. Global Journal of Management and Business Research: C Finance, 15(1).
96. Altman, E. I. (1968). **Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy**. The journal of finance, 23(4).
97. Altman, E. I, Haldeman, R. G & Narayanan, P. (1977). **ZETATM analysis A new model to identify bankruptcy risk of corporations**. Journal of banking & finance, 1(1).
98. ARINICHEV, I. V, NARYZHAY, N. Y, ARINICHEVA, I. V & DARMILOVA, Z. D. (2020). **Organization bankruptcy risk forecasting methodology based on analytic hierarchy process**. Revista ESPACIOS. 41(41).
99. Arora-Jonsson, S, Brunsson, N & Hasse, R. (2020). **Where does competition come from? The role of organization**. Organization Theory, 1(1).
100. Baker, M. & Wurgler, J. (2002). **Market timing and capital structure**. The journal of finance, 57(1).
101. Barclay, M. J, & Smith, C. W. (2005). **The capital structure puzzle: The evidence revisited**. Journal of applied corporate finance, 17(1).
102. Beaver, W. H. (1966). **Financial ratios as predictors of failure**. Journal of accounting research, 4.
103. Błach, J. (2010). **Financial risk identification based on the balance sheet information**. Managing and Modelling of Financial Risks, 21.
104. Bordeianu, G.-D, Radu, F, Paraschivescu, M. D & Păvăloaia, W. (2011). **Analysis models of the bankruptcy risk**. Economy Transdisciplinarity Cognition, 14(1).
105. Boritz, J. E, Kennedy, D. B & Sun, J. Y. (2007). **Predicting business failures in Canada**. Accounting Perspectives, 6(2).
106. Catherine, R. A. (2004). **La prévision de la faillite fondée sur l'analyse financière de l'entreprise: un état des lieux**. Economie prevision, 162(1).
107. Chen, P. (2023). **Research on Financial Risk Evaluation and Control of Tourism Enterprises Based on Improved GA Algorithm**. International Journal of Computational Intelligence Systems, 16(1).
108. Chen, S. (2023). **The Differences Between Systematic and Non-Systematic Risk and Alternative Approaches to Understanding Risk**. Journal of Education, Humanities and Social Sciences, 16.
109. Chuhan, W. (2023). **Practical Significance of Distinguishment between Systematic/Non-systematic Risks**. BCP Business & Management, 38.
110. Chukwuma, E. E, Celestine, N. I & Nkechinyere, O. C. (2023). **Operating Leverage, Firm Size and Return on Assets of Quoted Financial Firms in Nigeria**. THE INTERNATIONAL JOURNAL OF BUSINESS & MANAGEMENT, 11(1).
111. Delaveau, B & du Tertre, R. (2008). **La rentabilité des entreprises en France selon leur taille et leurs potentialités de croissance**. Horizons stratégiques, (1).

112. Dudycz, T. (2022). **Operating leverage: A critical analysis of the concept and the methods of measurement**. Tadeusz Dudycz, *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, forthcoming.
113. Durant, D. (2005). **La rentabilité des entreprises: une approche à partir des comptes nationaux**. *Bulletin de la Banque de France*, (134).
114. Ege, Ğ, Topalođlu, E. E & Erkol, A. Y. (2017). **Fulmer Modeline Dayalı Finansal BaÇarısızlık Ğle Finansal Performans ĞliĞkisi: Ğmalat Sanayi Üzerine Bir Uygulama**. *Journal of Accounting & Finance*, (74).
115. Elliott, W. B, Koeter-Kant, J & Warr, R. S. (2008). **Market timing and the debt–equity choice**. *Journal of Financial Intermediation*, 17(2).
116. Erasmus, H, van Rooyen, S & Oberholzer, M. (2012). **Unsystematic risk in South African privately-owned company valuations**. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 28(3).
117. Fadrul, F & Ridawati, R. (2020). **Analysis of method used to predict financial distress potential in pulp and paper companies of Indonesia**. *International Journal of Economics Development Research (IJEDR)*, 1(1).
118. Gökhan, Ö & ÖZEN, A. K. (2018). **Measurement of the effects of capital structure in enterprises on the probability of bankruptcy: A research on the enterprises traded in the BIST industrial index**. *Journal of Economics Library*, 5(4).
119. Grice Jr, J. S & Dugan, M. T. (2003). **Re-estimations of the Zmijewski and Ohlson bankruptcy prediction models**. *Advances in Accounting*, 20.
120. Hamadi, M., Mouelhi, R & Sayah, S. (2011). **La prédiction de faillite des entreprises tunisiennes par la régression logistique**. *Halshs. Archives-ouvertes. fr*, 7.
121. Hartono, N. C & Sha, T. L. (2022). **Pengaruh Financial Leverage, Capital Structure, Liquidity, Dan Sales Growth Terhadap Financial Performance**. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 4(3).
122. Hudon, M. (2006). **Risques et dangers: quelle classification et modes de gestion?**. *Centre Emile Bernheim (CEB)*, (06).
123. Ismail, S & Ahmed, E. (2023). **The impact of liquidity risk, credit risk, and operational risk on financial stability in conventional banks in Jordan**. *Uncertain Supply Chain Management*, 11(2).
124. Jensen, M. C & Meckling, W. H. (1976). **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. *Journal of Financial Economics*, 3(4).
125. Kinyua, B & Ochieng, D. E. (2022). **Firm Characteristics, Corporate Governance and Financial Leverage: A Critical Literature Review**. *African Development Finance Journal*, 4(3).
126. Lauson, A. J. (2022). **Capital Structure Choice-Does Ceo Experience Matter on Riskier Ventures?**. *Jurnal Pendidikan Tambusai*, 6(1).
127. Lennox, C. S. (1999). **The accuracy and incremental information content of audit reports in predicting bankruptcy**. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(5-6).
128. Machdar, N. M. (2015). **The Effect of Capital Structure, Systematic Risk, and Unsystematic Risk on Stock Return**. *Business and Entrepreneurial Review*, 14(2).
129. Malécot, J.-F. (1991). **Analyses théoriques des défaillances d'entreprises: Une revue de la littérature**. *Revue d'économie financière*(19).

130. Markopoulou, M. K & Papadopoulos, D. L. (2009). **Capital structure signaling theory: evidence from the greek stock exchange**. portuguese journal of management studies, 14(3).
131. Medjoub, A & Houas, A. (2020). **A comparative study between Altman, Kida and B-Sherrod's model in predicting the financial failure of listed companies in Amman Stock Exchange**. Economic and Management Research Journal, 14(03).
132. Meghanathi, P & Chakrawal, A. (2021). **Impact of financial leverage on profitability of reliance industries LTD**. Journal La Bisecoman, 2(5).
133. Melianti, L & Kontesa, M. (2022). **Financial Flexibility and Business Risk Effect on Capital Structure: Insight from Indonesian Energy Listed Companies**. Proceeding 1st Tanjungpura International Conference On Management, Economics And Accounting (TiCMEA), 1.
134. Miljkovic, L. (2023). **The Role Of Financial Derivatives In Financial Risks Management**. MEST Journal, 11(1).
135. Modigliani, F & Miller, M. H. (1958). **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**. The American economic review, 48(3).
136. Modigliani, F & Miller, M. H. (1963). **Corporate income taxes and the cost of capital: a correction**. The American economic review, 433-443.
137. Myers, S. C. (1984). **Capital structure puzzle**. Journal of finance, 39(3).
138. Myers, S. C. (2001). **Capital structure**. Journal of Economic Perspectives, 15(2).
139. Myers, S. C & Majluf, N. S. (1984). **Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have**. Journal of Financial Economics, 13(2).
140. Nguyen, T. H & Nguyen, H. A. (2020). **Capital structure and firm performance of non-financial listed companies: Cross-sector empirical evidences from Vietnam**. Accounting, 6(2).
141. Nirajini, A & Priya, K. (2013). **Impact of capital structure on financial performance of the listed trading companies in Sri Lanka**. International Journal of Scientific and Research Publications, 3(5).
142. Opoku-Asante, K, Winful, E, Sharifzadeh, M & Neubert, M. (2022). **The relationship between capital structure and financial performance of firms in Ghana and Nigeria**. European Journal of Business and Management Research, 7(1).
143. Özparlak, G. (2022). **Validity Analysis of Financial Failure Prediction Models During the Covid-19 Pandemic**. Yaşar Üniversitesi E-Dergisi, 17(65).
144. Peres, C & Antão, M. r. (2017). **The use of multivariate discriminant analysis to predict corporate bankruptcy: A review**. Aestimatio: The IEB International Journal of Finance, (14).
145. Putra, R & Kadang, J. (2020). **Pengaruh Operating Leverage Dan Financial Leverage Terhadap Profitabilitas**. Jurnal Ilmu Manajemen Universitas Tadulako (JIMUT), 6(2).
146. Rachel, A. (2014). **The Risk Of Being Unsystematic And Stock Returns: The Empirical Test On Capital Validity Of Capital Asset Pricing Model**. Manajemen dan Bisnis, 13(2).
147. Rifki, S & Sadqi, A. (2001). **Un essai de synthèse des débats théoriques a propos de la structure financière des entreprises**. in revue du financière, (31).
148. Salloum, C & Azoury, N. (2008). **Détresse financière et gouvernance d'entreprise**. Revue Libanaise de Gestion et d'Économie, 1(1).

149. Sasikirono, N, Kusuma, R. D & Meidiaswati, H. (2023). **Country Governance and Financial Leverage with Institutional Ownership as Moderating Variables**. Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia, 7(2).
150. Stiglitz, J. E. (1988). **Why financial structure matters**. Journal of Economic Perspectives, 2(4).
151. Syaifullah, A. a. (2018). **Analisis pengaruh financial leverage dan operating leverage terhadap stock return**. INOVASI, 14(2).
152. Tan, H, Zhang, X & Zeng, L. (2023). **Operating Leverage, Equity Incentive, and Enterprise Research and Development Investment**. Sustainability, 15(9).
153. Toma, S.-V, Chiriță, M & Șarpe, D. (2012). **Risk and uncertainty**. Procedia Economics and Finance, 3.
154. Yasir, M. H & Hussain, A. (2020). **Impact of financial structure on the financial stability: an empirical study in A sample of Iraqi companies**. International Journal of Psychosocial Rehabilitation, 24(1).

3. Les Thèses

155. Ben Jabeur, S. (2011). **Statut de la faillite en théorie financière: approches théoriques et validations empiriques dans le contexte français**. (doctorat), Université de Toulon; Université de Sousse (Tunisie), France.
156. Ben-Ammar, H. (2013). **Impact de l'environnement et modes organisationnels: cas de l'entreprise algérienne**. (Doctorat), Abou-Bakr Belkaid- Tlemcen, Algérie.

4. Les conférences

157. Alzboon, A. W. S & Muhmad, S. N. (2020). **Systematic and Unsystematic Risk: Impact to the Stock Return and Dividends in Saudi Arabia**. Paper presented at the Southeast Asia Millennial Conference Proceeding.
158. Ishmah, H & Mitakda, M. B. T. (2022). **Multiple Discriminant Analysis Altman Z-Score, Multiple Discriminant Analysis Stepwise and K-Means Cluster for Classification of Financial Distress Status in Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange in 2019**. Paper presented at the International Conference on Mathematics, Geometry, Statistics, and Computation (IC-MaGeStiC 2021).
159. Pashchenko, S, Pashchenko, N & Krioni, O. (2017). **Financial risk management**. Paper presented at the International Conference on Trends of Technologies and Innovations in Economic and Social Studies 2017.

5. Rapports

160. Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. (1998). **Gestion du Risque Opérationnel**.
161. SIMDUT. (2008). **Risque ou danger?**. canada: Centre canadien d'hygiène et de sécurité au travail.

6. Sites Wep

162. cchst. (2009). **Danger et risque – Généralités**. Retrieved 28/5, 2023, from <https://www.canada.ca/fr/sante-canada/services/sante-environnement-milieu-travail/rapports-publications/sante-securite-travail/simdut-aide-memoire-risque-danger-sante-canada-2008.html>.
163. Granger, L. (2023). **Analyse Pestel: analyse de l'environnement**. Retrieved 26/8, 2023, from <https://www.manager-go.com/strategie-entreprise/pestel.htm>.

164. Sharma, J. K.). **Capital Structure Concepts**. Retrieved 14/2, 2023, from <https://www.lkouniv.ac.in/site/writereaddata/siteContent/202003291608411223>.
165. <https://sidjilcom.cnrc.dz/ar>. Retrieved 30/12, 2021.
166. https://www.sgbv.dz/ar/?page=societe_cote, Retrieved 13/01, 2022.

قائمة الملاحق

الملحق 01: استقرارية المتغيرات المستقلة

1. استقرارية DTA

استقرارية DTA في المستوى بقطاع		
Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)		
Series: DTA		
Date: 12/07/23 Time: 23:36		
Sample: 2014 2021		
Exogenous variables: Individual effects		
Automatic selection of maximum lags		
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1		
Total number of observations: 114		
Cross-sections included: 17		
Method	Statistic	Prob **
ADF - Fisher Chi-square	58.7664	0.0052
ADF - Choi Z-stat	-2.04254	0.0205
استقرارية DTA في المستوى بقطاع واتجاه عام		
Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)		
Series: DTA		
Date: 12/07/23 Time: 23:38		
Sample: 2014 2021		
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends		
Automatic selection of maximum lags		
Automatic lag length selection based on SIC: 0		
Total (balanced) observations: 119		
Cross-sections included: 17		
Method	Statistic	Prob **
ADF - Fisher Chi-square	53.7748	0.0168
ADF - Choi Z-stat	-0.13857	0.4449
استقرارية DTA في المستوى بدون قطاع واتجاه عام		
Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)		
Series: DTA		
Date: 12/07/23 Time: 23:42		
Sample: 2014 2021		
Exogenous variables: None		
Automatic selection of maximum lags		
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1		
Total number of observations: 115		
Cross-sections included: 17		
Method	Statistic	Prob **
ADF - Fisher Chi-square	54.0909	0.0434
ADF - Choi Z-stat	-0.25982	0.3975

2. استقرارية DTR

استقرارية DTR في المستوى بقطاع

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: DTR
 Date: 12/07/23 Time: 23:51
 Sample: 2014 2021
 Exogenous variables: Individual effects
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
 Total number of observations: 114
 Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	81.0037	0.0000
ADF - Choi Z-stat	-3.98086	0.0000

استقرارية DTR في المستوى بقطاع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: DTR
 Date: 12/07/23 Time: 23:53
 Sample: 2014 2021
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0
 Total number of observations: 117
 Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	54.5144	0.0143
ADF - Choi Z-stat	-0.79923	0.2121

استقرارية DTR في المستوى بدون قطاع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: DTR
 Date: 12/07/23 Time: 23:54
 Sample: 2014 2021
 Exogenous variables: None
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
 Total number of observations: 113
 Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	59.5953	0.0344
ADF - Choi Z-stat	-0.75860	0.2240

3. استقرارية FLT

استقرارية FLT في المستوى بقاطع

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: FLT

Date: 12/07/23 Time: 23:58

Sample: 2014 2021

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Total number of observations: 105

Cross-sections included: 16 (1 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	80.3236	0.0000
ADF - Choi Z-stat	-3.53659	0.0002

استقرارية FLT في المستوى بقاطع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: FLT

Date: 12/14/23 Time: 21:59

Sample: 2014 2021

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Total (balanced) observations: 102

Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	63.0750	0.0018
ADF - Choi Z-stat	-1.18321	0.1184

استقرارية FLT في المستوى بدون قاطع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: FLT

Date: 12/14/23 Time: 22:00

Sample: 2014 2021

Exogenous variables: None

User-specified lags: 1

Total (balanced) observations: 102

Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	25.8773	0.0399
ADF - Choi Z-stat	0.86429	0.8063

استقرارية FLC في المستوى بقطاع

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: FLC
 Date: 12/08/23 Time: 00:07
 Sample: 2014 2021
 Exogenous variables: Individual effects
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
 Total number of observations: 114
 Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	76.8538	0.0000
ADF - Choi Z-stat	-2.96207	0.0015

استقرارية FLC في المستوى بقطاع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: FLC
 Date: 12/08/23 Time: 00:07
 Sample: 2014 2021
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0
 Total (balanced) observations: 119
 Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	51.9073	0.0253
ADF - Choi Z-stat	-1.45761	0.0725

استقرارية FLC في المستوى بدون قطاع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: FLC
 Date: 12/08/23 Time: 00:08
 Sample: 2014 2021
 Exogenous variables: None
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
 Total number of observations: 112
 Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	49.8854	0.0386
ADF - Choi Z-stat	-1.69524	0.0450

الملحق 02: استقرارية المتغيرات التابعة

1. استقرارية RB

استقرارية RB في المستوى بقطاع		
Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)		
Series: <u>RB</u>		
Date: 12/08/23 Time: 00:10		
Sample: 2014 2021		
Exogenous variables: Individual effects		
Automatic selection of maximum lags		
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1		
Total number of observations: 115		
Cross-sections included: 17		
Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	58.6745	0.0054
ADF - Choi Z-stat	-2.75755	0.0029
استقرارية RB في المستوى بقطاع واتجاه عام		
Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)		
Series: <u>RB</u>		
Date: 12/08/23 Time: 00:10		
Sample: 2014 2021		
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends		
Automatic selection of maximum lags		
Automatic lag length selection based on SIC: 0		
Total (balanced) observations: 119		
Cross-sections included: 17		
Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	51.7453	0.0262
ADF - Choi Z-stat	-1.70557	0.0440
استقرارية RB في المستوى بدون قطاع واتجاه عام		
Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)		
Series: <u>RB</u>		
Date: 12/08/23 Time: 00:10		
Sample: 2014 2021		
Exogenous variables: None		
Automatic selection of maximum lags		
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1		
Total number of observations: 113		
Cross-sections included: 17		
Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	65.9855	0.0008
ADF - Choi Z-stat	-2.00964	0.0222

استقرارية RO في المستوى بقاطع

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: RO
 Date: 12/08/23 Time: 00:13
 Sample: 2014 2021
 Exogenous variables: Individual effects
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
 Total number of observations: 108
 Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	58.3955	0.0057
ADF - Choi Z-stat	-1.35286	0.0881

استقرارية RO في المستوى بقاطع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: RO
 Date: 12/08/23 Time: 00:13
 Sample: 2014 2021
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0
 Total (balanced) observations: 119
 Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	67.3361	0.0006
ADF - Choi Z-stat	-0.57269	0.2834

استقرارية RO في المستوى بدون قاطع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: RO
 Date: 12/08/23 Time: 00:14
 Sample: 2014 2021
 Exogenous variables: None
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
 Total number of observations: 114
 Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	81.2758	0.0000
ADF - Choi Z-stat	-2.91414	0.0018

استقرارية FI في المستوى بقاطع

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: FI

Date: 12/08/23 Time: 00:15

Sample: 2014 2021

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Total number of observations: 97

Cross-sections included: 15 (2 dropped)

Method	Statistic	Prob ^{**}
ADF - Fisher Chi-square	35.2921	0.0322
ADF - Choi Z-stat	-1.22962	0.1094

استقرارية FI في المستوى بقاطع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: FI

Date: 12/08/23 Time: 00:16

Sample: 2014 2021

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Total (balanced) observations: 112

Cross-sections included: 16 (1 dropped)

Method	Statistic	Prob ^{**}
ADF - Fisher Chi-square	40.5762	0.0422
ADF - Choi Z-stat	NA	

استقرارية FI في المستوى بدون قاطع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: FI

Date: 12/08/23 Time: 00:17

Sample: 2014 2021

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Total number of observations: 99

Cross-sections included: 15 (2 dropped)

Method	Statistic	Prob ^{**}
ADF - Fisher Chi-square	49.7866	0.0131
ADF - Choi Z-stat	-1.43399	0.0758

استقرارية CP في المستوى بقاطع

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: CP
 Date: 12/08/23 Time: 00:20
 Sample: 2014 2021
 Exogenous variables: Individual effects
 Automatic selection of maximumlags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
 Total number of observations: 99
 Cross-sections included: 15 (2 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	51.8729	0.0079
ADF - Choi Z-stat	-1.31588	0.0941

استقرارية CP في المستوى بقاطع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: CP
 Date: 12/08/23 Time: 00:21
 Sample: 2014 2021
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
 Automatic selection of maximumlags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0
 Total (balanced) observations: 112
 Cross-sections included: 16 (1 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	40.8309	0.0362
ADF - Choi Z-stat	NA	

استقرارية CP في المستوى بدون قاطع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: CP
 Date: 12/08/23 Time: 00:21
 Sample: 2014 2021
 Exogenous variables: None
 Automatic selection of maximumlags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
 Total number of observations: 103
 Cross-sections included: 15 (2 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	70.3801	0.0000
ADF - Choi Z-stat	-2.59164	0.0048

استقرارية TCR في المستوى بقاطع

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: TCR

Date: 12/08/23 Time: 00:25

Sample: 2014 2021

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Total number of observations: 112

Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	51.0089	0.0306
ADF - Choi Z-stat	-1.52077	0.0642

استقرارية TCR في المستوى بقاطع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: TCR

Date: 12/08/23 Time: 00:26

Sample: 2014 2021

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Total (balanced) observations: 119

Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	43.5794	0.0388
ADF - Choi Z-stat	0.14680	0.5584

استقرارية TCR في المستوى بدون قاطع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: TCR

Date: 12/08/23 Time: 00:26

Sample: 2014 2021

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Total number of observations: 118

Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	93.9717	0.0000
ADF - Choi Z-stat	-4.94735	0.0000

استقرارية CRF في المستوى بقاطع

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: CRF

Date: 12/08/23 Time: 00:28

Sample: 2014 2021

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Total number of observations: 109

Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	68.3449	0.0004
ADF - Choi Z-stat	-2.49270	0.0063

استقرارية CRF في المستوى بقاطع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: CRF

Date: 12/08/23 Time: 00:29

Sample: 2014 2021

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Total (balanced) observations: 119

Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	51.6990	0.0265
ADF - Choi Z-stat	-0.02854	0.4886

استقرارية CRF في المستوى بدون قاطع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: CRF

Date: 12/08/23 Time: 00:29

Sample: 2014 2021

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Total number of observations: 115

Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	77.6916	0.0000
ADF - Choi Z-stat	-3.09609	0.0010

استقرارية NWCR في المستوى بقاطع

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: NWCR

Date: 12/08/23 Time: 00:33

Sample: 2014 2021

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Total number of observations: 111

Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	73.0088	0.0001
ADF - Choi Z-stat	-2.69360	0.0035

استقرارية NWCR في المستوى بقاطع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: NWCR

Date: 12/08/23 Time: 00:33

Sample: 2014 2021

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Total (balanced) observations: 119

Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	63.0226	0.0018
ADF - Choi Z-stat	-2.33363	0.0098

استقرارية NWCR في المستوى بدون قاطع واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: NWCR

Date: 12/08/23 Time: 00:34

Sample: 2014 2021

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Total number of observations: 113

Cross-sections included: 17

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	80.9202	0.0000
ADF - Choi Z-stat	-3.05758	0.0011

الملحق 03: نماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس

1. نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: RB
 Method: Panel Least Squares
 Date: 12/16/23 Time: 22:30
 Sample: 2014 2021
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 17
 Total panel (balanced) observations: 136

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	-0.165996	0.014883	-11.15315	0.0000
DTR	9.243160	0.302512	30.55467	0.0000
FLT	-3.10E-11	2.25E-10	-0.137434	0.8909
FLC	0.006204	0.011370	0.545624	0.5863
C	0.862784	0.410019	2.104251	0.0373
Root MSE	1.570562	R-squared	0.947049	
Mean dependent var	2.690356	Adjusted R-squared	0.945432	
S.D. dependent var	6.850487	S.E. of regression	1.600254	
Akaike info criterion	3.814274	Sum squared resid	335.4665	
Schwarz criterion	3.921357	Log likelihood	-254.3706	
Hannan-Quinn criter.	3.857790	F-statistic	585.7488	
Durbin-Watson stat	1.568090	Prob(F-statistic)	0.000000	

2. نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: RB
 Method: Panel Least Squares
 Date: 12/16/23 Time: 22:32
 Sample: 2014 2021
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 17
 Total panel (balanced) observations: 136

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	-0.172229	0.030653	-5.618737	0.0000
DTR	8.730218	0.729127	11.97352	0.0000
FLT	-2.03E-11	2.23E-10	-0.090895	0.9277
FLC	0.087868	0.030066	2.922504	0.0042
C	-0.187809	0.764001	-0.245823	0.8063

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	1.383088	R-squared	0.958936
Mean dependent var	2.690356	Adjusted R-squared	0.951794
S.D. dependent var	6.850487	S.E. of regression	1.504078
Akaike info criterion	3.795338	Sum squared resid	260.1588
Schwarz criterion	4.245086	Log likelihood	-237.0830
Hannan-Quinn criter.	3.978104	F-statistic	134.2752
Durbin-Watson stat	1.932081	Prob(F-statistic)	0.000000

3. نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: RB
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 12/16/23 Time: 22:34
 Sample: 2014 2021
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 17
 Total panel (balanced) observations: 136
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	-0.164039	0.017811	-9.209754	0.0000
DTR	9.123763	0.369251	24.70885	0.0000
FLT	-1.53E-11	2.17E-10	-3.070438	0.0094
FLC	0.015315	0.014182	2.079840	0.0282
C	0.698262	0.493359	2.415320	0.0159

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.529830	0.1104
Idiosyncratic random		1.504078	0.8896

Weighted Statistics			
Root MSE	1.499385	R-squared	0.915022
Mean dependent var	1.905844	Adjusted R-squared	0.912427
S.D. dependent var	5.162532	S.E. of regression	1.527731
Sum squared resid	305.7491	F-statistic	352.6443
Durbin-Watson stat	1.705345	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق 04: المفاضلة بين النماذج وفقا لاختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس

اختبار (F) المقيد			
Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.080554	(16,115)	0.0136
Cross-section Chi-square	34.575288	16	0.0045

اختبار (Hausman)			
Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	8.152670	4	0.0861

الملحق 05: نماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر التشغيلية

1. نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: RO
 Method: Panel Least Squares
 Date: 12/17/23 Time: 21:53
 Sample: 2014 2021
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 17
 Total panel (balanced) observations: 136

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	0.410396	0.171988	2.386191	0.0185
DTR	-5.517944	3.495754	-1.578470	0.1169
FLT	-1.09E-09	2.60E-09	-0.418619	0.6762
FLC	-0.223417	0.131391	-1.700405	0.0914
C	8.025779	4.738081	1.693888	0.0927
Root MSE	18.14902	R-squared		0.064749
Mean dependent var	13.97861	Adjusted R-squared		0.036192
S.D. dependent var	18.83613	S.E. of regression		18.49213
Akaike info criterion	8.708640	Sum squared resid		44796.63
Schwarz criterion	8.815723	Log likelihood		-587.1875
Hannan-Quinn criter.	8.752156	F-statistic		2.267339
Durbin-Watson stat	0.097443	Prob(F-statistic)		0.065345

2. نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: RO
 Method: Panel Least Squares
 Date: 12/17/23 Time: 21:55
 Sample: 2014 2021
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 17
 Total panel (balanced) observations: 136

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	0.032464	2.185770	2.174755	0.0261
DTR	-0.930381	4.418859	-4.210548	0.0533
FLT	2.37E-11	1.35E-09	0.017565	0.9860
FLC	0.176596	0.182215	2.969165	0.0334
C	9.818536	4.630212	2.120537	0.0361

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	8.382173	R-squared		0.800504
Mean dependent var	13.97861	Adjusted R-squared		0.765809
S.D. dependent var	18.83613	S.E. of regression		9.115430
Akaike info criterion	7.398915	Sum squared resid		9555.473
Schwarz criterion	7.848663	Log likelihood		-482.1262
Hannan-Quinn criter.	7.581681	F-statistic		23.07258
Durbin-Watson stat	1.709993	Prob(F-statistic)		0.000000

3. نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: RO
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 12/17/23 Time: 21:58
 Sample: 2014 2021
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 17
 Total panel (balanced) observations: 136
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	0.103164	0.174521	0.591127	0.5555
DTR	-2.035924	4.032646	-0.504861	0.6145
FLT	5.32E-12	1.35E-09	0.003946	0.9969
FLC	0.089189	0.165483	0.538964	0.5908
C	9.952154	6.288862	1.582505	0.1159

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		18.50383	0.8047
Idiosyncratic random		9.115430	0.1953

Weighted Statistics			
Root MSE	8.879560	R-squared	0.007331
Mean dependent var	2.398531	Adjusted R-squared	-0.022980
S.D. dependent var	8.945235	S.E. of regression	9.047430
Sum squared resid	10723.14	F-statistic	0.241863
Durbin-Watson stat	0.357819	Prob(F-statistic)	0.914128

الملحق 06: المفاضلة بين نماذج انحدار Panel وفقا لاختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على المخاطر التشغيلية

اختبار (F) المقيد			
Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	26.507930	(16,115)	0.0000
Cross-section Chi-square	210.122557	16	0.0000

اختبار (Hausman)			
Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.052803	4	0.04260

الملحق 07: نماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور استقلالية مالية

1. نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: FI
Method: Panel Least Squares
Date: 12/20/23 Time: 18:20
Sample: 2014 2021
Periods included: 8
Cross-sections included: 17
Total panel (balanced) observations: 136

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	1.308022	0.217828	6.004831	0.0000
DTR	35.86148	4.427487	8.099737	0.0000
FLT	1.14E-10	3.30E-09	0.034543	0.9725
FLC	-1.564680	0.166411	-9.402526	0.0000
C	-13.61416	6.000935	-2.268674	0.0249
Root MSE	22.98633	R-squared	0.788220	
Mean dependent var	33.56474	Adjusted R-squared	0.781753	
S.D. dependent var	50.13365	S.E. of regression	23.42089	
Akaike info criterion	9.181206	Sum squared resid	71858.50	
Schwarz criterion	9.288289	Log likelihood	-619.3220	
Hannan-Quinn criter.	9.224722	F-statistic	121.8913	
Durbin-Watson stat	0.955074	Prob(F-statistic)	0.000000	

2. نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: FI
Method: Panel Least Squares
Date: 12/20/23 Time: 18:21
Sample: 2014 2021
Periods included: 8
Cross-sections included: 17
Total panel (balanced) observations: 136

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	0.478976	0.412081	2.162335	0.0247
DTR	72.36051	9.802067	7.382168	0.0000
FLT	4.30E-10	3.00E-09	0.143486	0.8862
FLC	-2.243818	0.404196	-5.551316	0.0000
C	0.579109	10.27090	2.056383	0.0455

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	18.59363	R-squared	0.861428
Mean dependent var	33.56474	Adjusted R-squared	0.837329
S.D. dependent var	50.13365	S.E. of regression	20.22017
Akaike info criterion	8.992339	Sum squared resid	47018.34
Schwarz criterion	9.442087	Log likelihood	-590.4790
Hannan-Quinn criter.	9.175105	F-statistic	35.74473
Durbin-Watson stat	1.384185	Prob(F-statistic)	0.000000

3. نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: FI
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 12/20/23 Time: 18:23
 Sample: 2014 2021
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 17
 Total panel (balanced) observations: 136
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	1.039589	0.283235	3.670412	0.0004
DTR	45.64078	6.005091	7.600347	0.0000
FLT	2.42E-10	2.95E-09	0.081871	0.9349
FLC	-1.782337	0.235469	-7.569310	0.0000
C	-7.310964	7.950716	-0.919535	0.3595

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		11.53172	0.2454
Idiosyncratic random		20.22017	0.7546

Weighted Statistics			
Root MSE	20.49980	R-squared	0.662660
Mean dependent var	17.68524	Adjusted R-squared	0.652360
S.D. dependent var	35.42570	S.E. of regression	20.88736
Sum squared resid	57152.91	F-statistic	64.33308
Durbin-Watson stat	1.163311	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق 08: المفاضلة بين نماذج انحدار Panel وفقا لاختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر

الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور استقلالية مالية

اختبار (F) المقيد			
Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.797214	(16,115)	0.0000
Cross-section Chi-square	57.685935	16	0.0000

اختبار (Hausman)			
Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	12.787684	4	0.0124

الملحق 9: نماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور القدرة على السداد

1. نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: CP
Method: Panel Least Squares
Date: 12/20/23 Time: 18:25
Sample: 2014 2021
Periods included: 8
Cross-sections included: 17
Total panel (balanced) observations: 136

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	-0.250377	0.213781	-1.171182	0.2437
DTR	4.616947	4.345229	1.062532	0.2899
FLT	-8.35E-11	3.24E-09	-0.025794	0.9795
FLC	0.111498	0.163319	0.682701	0.4960
C	2.314794	5.889444	0.393041	0.6949
Root MSE	22.55927	R-squared	0.018876	
Mean dependent var	-0.803975	Adjusted R-squared	-0.011082	
S.D. dependent var	22.85944	S.E. of regression	22.98576	
Akaike info criterion	9.143698	Sum squared resid	69213.20	
Schwarz criterion	9.250781	Log likelihood	-616.7715	
Hannan-Quinn criter.	9.187214	F-statistic	0.630074	
Durbin-Watson stat	1.445580	Prob(F-statistic)	0.641896	

2. نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: CP
Method: Panel Least Squares
Date: 12/20/23 Time: 18:26
Sample: 2014 2021
Periods included: 8
Cross-sections included: 17
Total panel (balanced) observations: 136

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	-0.528993	0.443979	-1.191482	0.2359
DTR	10.50962	10.56081	0.995153	0.3218
FLT	-9.24E-10	3.23E-09	-0.286184	0.7753
FLC	-0.004129	0.435483	-0.009482	0.9925
C	10.24428	11.06593	0.925750	0.3565

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	20.03289	R-squared	0.226320
Mean dependent var	-0.803975	Adjusted R-squared	0.091767
S.D. dependent var	22.85944	S.E. of regression	21.78533
Akaike info criterion	9.141451	Sum squared resid	54579.06
Schwarz criterion	9.591199	Log likelihood	-600.6187
Hannan-Quinn criter.	9.324218	F-statistic	1.682017
Durbin-Watson stat	1.790158	Prob(F-statistic)	0.046210

3. نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: CP
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 12/20/23 Time: 18:28
 Sample: 2014 2021
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 17
 Total panel (balanced) observations: 136
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	-0.324530	0.274045	-1.184220	0.2385
DTR	6.034141	5.720925	1.054749	0.2935
FLT	-6.00E-10	3.16E-09	-0.190152	0.8495
FLC	0.087882	0.221244	0.397218	0.6919
C	4.419591	7.616165	0.580291	0.5627

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		9.203336	0.1514
Idiosyncratic random		21.78533	0.8486

Weighted Statistics			
Root MSE	21.13265	R-squared	0.013956
Mean dependent var	-0.515989	Adjusted R-squared	-0.016152
S.D. dependent var	21.36035	S.E. of regression	21.53217
Sum squared resid	60736.08	F-statistic	0.463520
Durbin-Watson stat	1.635203	Prob(F-statistic)	0.762394

الملحق 10: المفاضلة بين نماذج انحدار Panel وفقا لاختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور القدرة على السداد

اختبار (F) المقيد			
Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.927165	(16,115)	0.0244
Cross-section Chi-square	32.305612	16	0.0091

اختبار (Hausman)			
Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.973056	4	0.9139

الملحق 11: نماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور العائد على رأس المال المستثمر

1. نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: TCR
Method: Panel Least Squares
Date: 12/20/23 Time: 18:31
Sample: 2014 2021
Periods included: 8
Cross-sections included: 17
Total panel (balanced) observations: 136

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	-0.278542	0.132745	-2.098318	0.0378
DTR	-3.370762	2.698130	-1.249296	0.2138
FLT	-9.83E-11	2.01E-09	-0.048885	0.9611
FLC	0.554596	0.101411	5.468776	0.0000
C	8.478879	3.656995	2.318537	0.0220
Root MSE	14.00797	R-squared	0.207802	
Mean dependent var	6.786116	Adjusted R-squared	0.183613	
S.D. dependent var	15.79650	S.E. of regression	14.27279	
Akaike info criterion	8.190659	Sum squared resid	26686.35	
Schwarz criterion	8.297742	Log likelihood	-551.9648	
Hannan-Quinn criter.	8.234175	F-statistic	8.590666	
Durbin-Watson stat	0.543330	Prob(F-statistic)	0.000003	

2. نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: TCR
Method: Panel Least Squares
Date: 12/20/23 Time: 18:31
Sample: 2014 2021
Periods included: 8
Cross-sections included: 17
Total panel (balanced) observations: 136

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	-0.041926	0.217010	-0.193200	0.8471
DTR	-2.178517	5.161953	-0.422033	0.6738
FLT	-7.81E-10	1.58E-09	-0.494847	0.6217
FLC	0.331830	0.212857	1.558934	0.1218
C	3.268656	5.408848	0.604316	0.5468
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	9.791756	R-squared	0.612916	
Mean dependent var	6.786116	Adjusted R-squared	0.545597	
S.D. dependent var	15.79650	S.E. of regression	10.64832	
Akaike info criterion	7.709782	Sum squared resid	13039.47	
Schwarz criterion	8.159530	Log likelihood	-503.2652	
Hannan-Quinn criter.	7.892549	F-statistic	9.104671	
Durbin-Watson stat	1.078784	Prob(F-statistic)	0.000000	

3. نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: TCR
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 12/20/23 Time: 18:32
 Sample: 2014 2021
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 17
 Total panel (balanced) observations: 136
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	-0.124016	0.180518	-0.687002	0.4933
DTR	-3.230427	3.993941	-0.808832	0.4201
FLT	-6.98E-10	1.57E-09	-0.445117	0.6570
FLC	0.435126	0.161174	2.699738	0.0079
C	5.084203	5.355418	0.949357	0.3442

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		11.00766	0.5166
Idiosyncratic random		10.64832	0.4834

Weighted Statistics			
Root MSE	10.36527	R-squared	0.055974
Mean dependent var	2.196045	Adjusted R-squared	0.027148
S.D. dependent var	10.70758	S.E. of regression	10.56123
Sum squared resid	14611.69	F-statistic	1.941831
Durbin-Watson stat	0.968693	Prob(F-statistic)	0.107258

الملحق 12: المفاضلة بين نماذج انحدار Panel وفقاً لاختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور العائد على رأس المال المستثمر

اختبار (F) المقيد			
Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	7.522304	(16,115)	0.0000
Cross-section Chi-square	97.399232	16	0.0000

اختبار (Hausman)			
Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	1.865939	4	0.7604

الملحق 13: نماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور تشتت المردودية المالية

1. نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: CRF
Method: Panel Least Squares
Date: 12/20/23 Time: 18:33
Sample: 2014 2021
Periods included: 8
Cross-sections included: 17
Total panel (balanced) observations: 136

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	0.739279	0.176797	4.181510	0.0001
DTR	-5.263971	3.593504	-1.464857	0.1454
FLT	-7.33E-10	2.68E-09	-0.273705	0.7847
FLC	-0.485071	0.135065	-3.591395	0.0005
C	2.244296	4.870569	0.460787	0.6457
Root MSE	18.65651	R-squared	0.183082	
Mean dependent var	15.31427	Adjusted R-squared	0.158138	
S.D. dependent var	20.71780	S.E. of regression	19.00922	
Akaike info criterion	8.763797	Sum squared resid	47336.89	
Schwarz criterion	8.870880	Log likelihood	-590.9382	
Hannan-Quinn criter.	8.807313	F-statistic	7.339692	
Durbin-Watson stat	0.172529	Prob(F-statistic)	0.000023	

2. نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: CRF
Method: Panel Least Squares
Date: 12/20/23 Time: 18:34
Sample: 2014 2021
Periods included: 8
Cross-sections included: 17
Total panel (balanced) observations: 136

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	0.127459	0.216457	2.588842	0.0455
DTR	3.187595	5.148799	2.619095	0.0453
FLT	6.90E-11	1.57E-09	3.043854	0.0365
FLC	0.098220	0.212315	3.462615	0.0245
C	5.676181	5.395064	3.052106	0.0295

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	9.766803	R-squared	0.776116
Mean dependent var	15.31427	Adjusted R-squared	0.737180
S.D. dependent var	20.71780	S.E. of regression	10.62118
Akaike info criterion	7.704679	Sum squared resid	12973.10
Schwarz criterion	8.154427	Log likelihood	-502.9182
Hannan-Quinn criter.	7.887445	F-statistic	19.93297
Durbin-Watson stat	1.476299	Prob(F-statistic)	0.000000

3 نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: CRF
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/20/23 Time: 18:35
Sample: 2014 2021
Periods included: 8
Cross-sections included: 17
Total panel (balanced) observations: 136
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	0.276387	0.198689	1.391053	0.1666
DTR	0.664190	4.547432	0.146058	0.8841
FLT	6.57E-11	1.57E-09	0.041849	0.9667
FLC	-0.072521	0.186109	-0.389673	0.6974
C	5.840442	6.657171	0.877316	0.3819

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		17.95097	0.7407
Idiosyncratic random		10.62118	0.2593

Weighted Statistics			
Root MSE	10.43727	R-squared	0.042948
Mean dependent var	3.135711	Adjusted R-squared	0.013726
S.D. dependent var	10.70834	S.E. of regression	10.63459
Sum squared resid	14815.39	F-statistic	1.469683
Durbin-Watson stat	0.424348	Prob(F-statistic)	0.215053

الملحق 14: المفاضلة بين نماذج انحدار Panel وفقا لاختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور تشتت المردودية المالية

اختبار (F) المقيد			
Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	19.038605	(16,115)	0.0000
Cross-section Chi-square	176.040015	16	0.0000

اختبار (Hausman)			
Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	9.330942	4	0.0363

الملحق 15: نماذج انحدار Panel لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور السيولة

1. نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: NWCR
 Method: Panel Least Squares
 Date: 12/20/23 Time: 18:36
 Sample: 2014 2021
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 17
 Total panel (balanced) observations: 136

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	0.017559	0.162412	0.108116	0.9141
DTR	-15.02176	3.301129	-4.550492	0.0000
FLT	-3.04E-10	2.46E-09	-0.123758	0.9017
FLC	0.107652	0.124076	0.867629	0.3872
C	28.63434	4.474290	6.399750	0.0000
Root MSE	17.13858	R-squared		0.376085
Mean dependent var	18.61593	Adjusted R-squared		0.357034
S.D. dependent var	21.77784	S.E. of regression		17.46259
Akaike info criterion	8.594070	Sum squared resid		39947.39
Schwarz criterion	8.701153	Log likelihood		-579.3968
Hannan-Quinn criter.	8.637586	F-statistic		19.74114
Durbin-Watson stat	0.324809	Prob(F-statistic)		0.000000

2. نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: NWCR
 Method: Panel Least Squares
 Date: 12/20/23 Time: 18:37
 Sample: 2014 2021
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 17
 Total panel (balanced) observations: 136

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	-0.083651	0.181086	-2.461939	0.0450
DTR	-4.604201	4.307451	-3.068892	0.0287
FLT	-1.47E-10	1.32E-09	-0.111889	0.9111
FLC	-0.952766	0.177621	-5.364039	0.0000
C	45.89896	4.513475	10.16932	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	8.170843	R-squared	0.858189
Mean dependent var	18.61593	Adjusted R-squared	0.833526
S.D. dependent var	21.77784	S.E. of regression	8.885613
Akaike info criterion	7.347845	Sum squared resid	9079.724
Schwarz criterion	7.797593	Log likelihood	-478.6534
Hannan-Quinn criter.	7.530611	F-statistic	34.79697
Durbin-Watson stat	1.693749	Prob(F-statistic)	0.000000

3. نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: NWCR
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/20/23 Time: 18:37
Sample: 2014 2021
Periods included: 8
Cross-sections included: 17
Total panel (balanced) observations: 136
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTA	-0.119538	0.168320	-0.710183	0.4789
DTR	-5.507726	3.872026	-1.422440	0.1573
FLT	-2.26E-10	1.31E-09	-0.171775	0.8639
FLC	-0.712474	0.158704	-4.489333	0.0000
C	42.95386	5.839392	7.355879	0.0000

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		16.47960	0.7748
Idiosyncratic random		8.885613	0.2252

Weighted Statistics			
Root MSE	8.921462	R-squared	0.346196
Mean dependent var	3.486015	Adjusted R-squared	0.326233
S.D. dependent var	11.07426	S.E. of regression	9.090125
Sum squared resid	10824.58	F-statistic	17.34148
Durbin-Watson stat	0.998160	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق 16: المفاضلة بين نماذج انحدار Panel وفقا لاختبار (F) المقيد واختبار (Hausman) لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية من منظور السيولة

اختبار (F) المقيد			
Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	24.434816	(16,115)	0.0000
Cross-section Chi-square	201.486676	16	0.0000

اختبار (Hausman)			
Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.099599	4	0.0388

