

سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة ودورها في التحوط من  
التعثر المالي

**The dividend policy of the economic institution listed on the stock  
exchange and its role in hedging against financial failure**

رفاع توفيق

جامعة الجزائر 3، الجزائر

reffaa.toufik@univ-alger3.dz

تاريخ القبول: 2021/12/05

عدمان فائزة

جامعة الجزائر 3، الجزائر \*

admane.faiza@univ-alger3.dz

تاريخ الاستلام: 2021/09/25

**مستخلص:**

يعد التعثر المالي أحد مشاكل التي قد تقع فيها المؤسسات في ظل تقلبات المحيط المالي والاقتصادي، والتي قد تؤدي بها إلى الإفلاس المبكر، لذلك حاولت العديد من الدراسات تبني نماذج للتنبؤ بالتعثر المالي من أجل تنبؤ بالمؤسسات المتعثرة ماليا، حماية للمؤسسات وتسهيل التعامل الاقتصادي، غير أن محددات التعثر المالي متعددة ومتشعبة، تخص تأثير جميع القرارات المالية ومتغيرات المحيط المالي، لهاذا سنحاول من خلال دراستنا التركيز على مدى تأثير قرار توزيع الأرباح في التحوط من التعثر المالي وذلك على اعتبار أن هذا القرار يؤثر على قرار الاستثمار وقرار التمويل في المؤسسة وبالتالي يؤثر على الوضعية المالية للمؤسسة واستمراريتها. يهدف هذه المقال إلى دراسة إمكانية تجنب التعثر المالي بالاعتماد على سياسة توزيع الأرباح وذلك من خلال دراسة حالة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة الممتدة من سنة 2013 إلى سنة 2019.

**الكلمات المفتاحية:** تعثر مالي ؛ توزيع الأرباح ؛ السوق المالي ؛ التحوط المالي ؛ طاقة التمويل الذاتي.

**تصنيف JEL: G35 ; G33 ; D53**

**Abstract:**

Financial failure is a problem that institutions may fall into in light of the fluctuations of the financial and economic environment, which may lead them to an early bankruptcy, so many studies have tried to adopt models to predict financial failure in order to protect institutions and facilitate economic dealings, but the determinants of financial failure are multiple and manifold, concerning all financial decisions and the variables of the financial environment.

we will try to focus on the extent of the impact of the decision to distribute profits in hedging against financial failure, considering that this decision affects the investment decision and the financing decision and thus affects the financial position of the institution and its continuity.

\* عدمان فائزة، admane.faiza@univ-alger3.dz

This article studies the possibility of avoiding financial failure by relying on the dividend policy, by studying the case of institution listed on the Algiers Stock Exchange for the period from 2013 to 2019.

**Keywords:** Financial failure; Dividend; Financial market; financial hedging; self-financing capacity.

**Jel Classification Codes :** D53 ; G33 ; G35

مقدمة:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التي تؤثر على قيمة المؤسسة، بحيث يمكن أن ترى هذه السياسة من جانبين: يتمثل الجانب الأول في تأثير قرار التوزيع على التمويل الذاتي للمؤسسة ومن ثم على تمويل الاستثمارات من مصدر منخفض التكلفة، أما الجانب الثاني فتتمثل في دراسة قرار توزيع الأرباح من وجهة نظر السوق المالي لما لذلك من إشارات لجمهور المستثمرين الحاليين والمحتملين حول وضعية وأداء المؤسسة، والتي تندرج في إطار ما يعرف بنظرية الإشارة.

إن لتوزيعات الأرباح أثر على الخطط الاستثمارية والتمويلية للمؤسسة، وهذا ما يجعل سياسة توزيع الأرباح من القرارات التي تحظى بأهمية بالغة ليس عند مالكي المؤسسة ومسيريها فقط بل يتعدى ذلك لجمهور المستثمرين والمحللين الماليين، وعلى اعتبار المؤسسة تنشط في محيط اقتصادي يتسم بالديناميكية والمنافسة المحتدمة، فإنه يحتم عليها الحذر عند اتخاذ مختلف القرارات المالية والتي من بينها قرار توزيع الأرباح بهدف تجنب التعثر المالي الذي قد يؤدي بها إلى الإفلاس.

ورغم أن التوزيعات النقدية ضرورية للشركاء إذ تعكس مستوى الأداء والمردودية الفعلية للمؤسسة في السوق وتحسن من قيمة تداول أسهمهم من جهة، إلى أنها من جهة أخرى تعدّ هذه التدفقات الخارجة من الخزينة انخفاضاً من القدرة على التمويل الذاتي وتدني من سيولة المالية للمؤسسة، أي أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر سلاح ذو حدين يعمل مسيرو المؤسسة على استخدامه بحذر لإرضاء مساهمها من جهة وتحسين وضعيتها المالية وتجنب التعثر المالي من جهة أخرى.

وعليه يمكن بالاعتماد على ما سبق ذكره طرح الإشكالية التالية:

كيف يمكن أن تساهم سياسة توزيع الأرباح في التحوط من التعثر المالي؟

وللإجابة على هذه الإشكالية المطروحة تم تقسيم البحث إلى المحاور التالية:

المحور الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والتعثر المالي.

المحور الثاني: التحوط من التعثر المالي بالاعتماد على التقليل من توزيع الأرباح وتدرج الأولويات في السياسة المالية للمؤسسة.

المحور الثالث: دراسة تطبيقية لحالة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة الممتدة من سنة 201 إلى سنة 2019 باستخدام نماذج بانل.

## 1- الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والتعثر المالي.

### 1-1 تعريف سياسة توزيع الأرباح:

تمثل كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما بإحتجازها ومن ثمة إعادة استثمارها، أو بتوزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة (شكل نقدي، شكل أسهم، .....الخ) وتبدو أهمية سياسة التوزيع إذا ما عرفنا أن سياسة توزيع الأرباح التي تنتهجها المؤسسة تؤثر على إتجاهات المستثمرين نحو الاستثمار في المؤسسة، كما تؤثر على هيكل التمويل، وعلى التدفقات النقدية والسيولة ومعدل النمو، وتكلفة التمويل. (عدمان، 2016، صفحة 5).

### 2-1 تعريف التعثر المالي:

التعثر المالي هو عندما تتحمل المؤسسة مزيدا من الديون مقترنا بانخفاض قدرتها على توليد الإيرادات مع عدم كفاية التدفق النقدي من العمليات، سيقود المؤسسة إلى مشاكل سيولة حادة وبالتالي حدوث التعثر المالي (Martin, 2013, p. 28). كما يُعرّف أيضا على أنه: إختلال قد يصيب المؤسسة في مرحلة من مراحل تطورها، وقد يحدث نتيجة لعدة أسباب، قد تكون عبارة عن إضطرابات مالية أو إدارية (هيكلية) تسبق حالة الإفلاس، التي من الممكن أن تتخطاها المؤسسة عن طريق إجراء التغييرات اللازمة في الوقت المناسب، كما يمكن لها أن تقع في فخ الإفلاس وبالتالي الزوال (سليمان، 2016، أ، الصفحات 6-7).

### 3-1 أسباب التعثر المالي:

تمثل أسباب التعثر المالي في أسباب خارجية متعلقة بالمحيط الذي تنشط فيه المؤسسة والتي من الصعب أو من المستحيل تفاديها (مثل إرتفاع تكلفة المصادر التمويلية، إضطرابات في قانون الضرائب والجمارك، تغير سعر صرف العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية (كمال احمد، 2013، صفحة 92)) وأسباب داخلية متعلقة بالتسيير الداخلي للمؤسسة والتي يمكن التحكم فيها ومعالجتها وتمثل فيما يلي:

- أسباب إدارية: تتمثل في ضعف الإدارة وعدم إتباع الطرق العلمية، عدم وجود إستراتيجية واضحة المعالم، تقديم المظهرية على الربحية.

- أسباب مالية: تتمثل في عدم إحترام شروط التوازن المالي، إرتفاع المديونية مقارنة بموارد التمويل الذاتية، التوسع في توزيع الأرباح، سوء تسيير إحتياجات رأس مال عامل.
  - أسباب تسويقية وبيعية: تتمثل في عدم دقة دراسة الجدوى التسويقية والمبالغة في تقدير حجم الطلب على منتجات المؤسسة والحصة السوقية، والفشل في تحقيق حجم المبيعات التقديرية والأرباح المتوقعة (معلم و طيار، 2019، صفحة 194).
  - أسباب فنية: تتمثل في عدم سلامة دراسة الجدوى الفنية، وعيوب في المواد الأولية، واستخدام طرق تكنولوجية غير مناسبة، وبالتالي ظهور وحدات من السلع ذات جودة منخفضة وبدورها تؤثر على حجم المبيعات (معلم و طيار، 2019، صفحة 194).
- 2-التحوط من التعثر المالي بالاعتماد على التقليل من توزيع الأرباح وتدرج الأولويات في السياسة المالية للمؤسسة و تأثيرات القانونية، الضريبية المحاسبية على سياسة توزيع الأرباح .

مما لا شك فيه أن الأرباح الموزعة على المساهمين باعتبارها مكافأة على استثمار المساهمين في رأس مال المؤسسة، فإنها تشكل عامل لكسب ثقتهم، غير أنها في الجهة المقابلة تؤثر سلبا على طاقة التمويل الذاتي لكونها تخفض من قيمة الاموال الخاصة، كما تؤثر سلبا على السيولة كونها تمثل تدفقات نقدية خارجة من خزينة المؤسسة، وفي هذا الإطار يمكن أن نشير الى أن عملية إحتجاز النقدية بدلا من توزيعها يمكن أن تساهم في حماية المؤسسة من التعثر المالي ولتأكيد هذا التوجه سنركز في هذا المحور على مزايا إحتجاز الأرباح.

#### 1-2 مزايا إحتجاز الأرباح:

يمكن عرض أهم مزايا إحتجاز المؤسسة لأرباحها في النقاط التالية (عدمان، 2016، الصفحات 18-19):

- يعتبر هذا المصدر أرخص من إصدار الأسهم العادية الجديدة، إذ لا يحتاج إلى أي إجراءات ومعاملات، وما يترتب عليها من رسوم أو عمولات أو فوائد وما يتبعها من تكاليف تؤثر سلبا على خزينة المؤسسة
- إن استخدام هذا المصدر التمويلي من قبل إدارة المؤسسة ليس من شأنه إضعاف مركز المساهمين القدامى في المؤسسة أو ما يعرف بالأثر التخفيضي للملكية إذ أن عملية الاعتماد على الأرباح المحجوزة لن يؤدي الى دخول مساهمين جدد للمؤسسة، وبالتالي توسيع قاعدة المساهمين.

- إن الاستمرار في الاعتماد على الأرباح المحتجزة كمصدر لتمويل المؤسسة من شأنه زيادة القدرة الاقتراضية للمؤسسة.
- كما هو معروف فإن إدارة المؤسسة تلجأ للتمويل من أجل تمويل استثماراتها المختلفة، بإصدارات الأسهم أو أموال الاقتراض، والذي من شأنه إدخال المساهمين أو المقرضين كجهات خارجية في قرارات الاستثمار وما يتبعها من قيود. وبالتالي فإن الاعتماد على الأرباح المحتجزة كمصدر تمويل من شأنه تجنب المؤسسة قيود وتأثيرات الجهات السابقة.
- بالمقارنة مع أدوات التمويل الأخرى لا سيما أدوات الاقتراض لا يمثل هذا المصدر التمويلي أي التزامات على المؤسسة على المدى القصير، وبالتالي لا يترتب عليها تدفقات نقدية خارجية.
- إن الاعتماد على الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي من شأنه رفع القيمة الدفترية للسهم، و الذي ينعكس إيجابيا على سعر السهم في السوق.
- يساهم في التقليل من مخاطر التوقف عن الدفع والعسر المالي، والتي قد تؤدي الى تحقيق مخطر التعثر المالي.

2-2 تدرج الأولويات في السياسة المالية للمؤسسة و تحوط المالي (Herve, 2010, pp. 328-330)

لا يمكن تحديد سياسة مالية لتخصيص الطاقة التمويل الذاتي ومن ثم تخصيص توزيع الأرباح سوى في إطار السياسة العامة للمؤسسة التي يجب أن تدرج العقبات المالية مثل مستوى الاستدانة، فحسب بوكيوغال (F.Bouquerel) تحدد السياسة المالية على أساس ثلاثة خصائص عامة ومالية:

الجدول رقم (1): السياسات العامة للمؤسسة وتدرج أولويات السياسات المالية

السياسات المالية الممكنة		الخصائص المالية	السياسات العامة الممكنة	الخصائص العامة
PDS ⇒ RCI	PSD ⇒ RIC	المردودية (R)	PSD أو PDS	المنتج (P)
SDP ⇒ ICR	SPD ⇒ IRC	الاستقلالية المالية (I)	SPD أو SDP	الامان (S)
DSP ⇒ CRI	DPS ⇒ CIR	النمو (C)	DSP أو DPS	التطور (D)

المصدر: رفاع توفيق، دراسة السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية في ظل التحولات المالية، دراسة ميدانية للمؤسسات الصناعية في الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2015، ص: 114.115. وتتمثل السياسات المالية الممكنة في: (رفاع، 2015، صفحة 115):

السياسة 1: (PSD ⇒ RIC): الأولوية لمردودية الأموال الخاصة لذلك تعتمد المؤسسة على المخاطرة والتضحية بالنمو، كما يكون مستوى الاستدانة بها متوسط للتقليل من المخاطر والإستفادة من أثر الرافعة. فهي سياسة تضحى بإمكانية تحقيق الأرباح على المدى الطويل،

وتفضل توزيع الأرباح لإرضاء مالكي المؤسسة مما يضعف قدراتها على التحوط من التعثر المالي على المدى الطويل.

السياسة 2: (PDS  $\Rightarrow$  RCI): رغم أولوية المردودية إلا أن الهدف الثاني هو تحقيق النمو لضمان مستقبل المؤسسة، ولذلك تخاطر المؤسسة تقنيا، ماليا وتجاريا، و تلزم نفسها على تسقيف مستوى توزيع الأرباح على المدى الطويل، من أجل الحفاظ على قدراتها الاستثمارية حتي وإن وصلت إلى درجة التضحية باستقلالية المؤسسة.

السياسة 3: (SPD  $\Rightarrow$  IRC): المؤسسة تبحث عن الأمان وبالتالي الاستقلالية المالية، ولكن مع المحافظة على المستوى الجيد للمردودية لضمان توزيع الأرباح على المساهمين والحفاظ على التسعيرة السوقية للأسهم.

السياسة 4: (SDP  $\Rightarrow$  ICR): تعطي المؤسسة الأولوية للاستقلالية المالية للمؤسسة (I) دون إهمال مستقبل المؤسسة (C)، وذلك بعدم المخاطرة والاعتماد على التمويل الذاتي لتحقيق النمو، بتسقيف توزيعها للأرباح.

السياسة 5: (DSP  $\Rightarrow$  CRI): الأولوية للنمو وهذا باللجوء الواسع للاستدانة على حساب الاستقلالية المالية، الذي يتيح تحقيق مردودية أعلى للأموال الخاصة من جراء أثر الرافعة، ما قد يؤدي إلى توزيع أكبر للأرباح لإرضاء المساهمين والذي قد يضعف قدرة المؤسسة على التحوط المالي في المستقبل نتيجة تراجع التمويل الذاتي وزيادة خطر الإفلاس الناتج عن الإفراط في الاستدانة.

السياسة 6: (DPS  $\Rightarrow$  CIR): في هذه الحالة تبحث المؤسسة على النمو دون المخاطرة بتراجع استقلاليتها، بينما لا تعطي الأولوية للمردودية وذلك بتوزيع ضئيل للأرباح على المساهمين لضمان أفضل تمويل داخلي، والتحوط المالي المستقبلي.

2-3 سياسة توزيع الأرباح من الناحية القانونية، الضريبية المحاسبية وأثرها على تشكيل طاقة التمويل الذاتي

عندما تحقق المؤسسة أرباحا تكون مجبرة على دفع ضريبة على الأرباح IBS وذلك بنسبة 19% للأنشطة الصناعية، و 23% للأنشطة البناء و الأشغال العمومية و الأنشطة السياحية، و 26% للأنشطة الأخرى (المديرية العامة للضرائب، 2016، ص1)، و هذه الضريبة تخفض من طاقة التمويل الذاتي على اعتبارها تدفقات نقدية خارجة من خزينة المؤسسة. بعد دفع الضريبة نتحصل على النتيجة الصافية .

تجتمع الجمعية العامة للمساهمين خلال ستة أشهر التي تسبق قفل السنة المالية فيما عدا تمديد هذا الأجل بناء على طلب من مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الحالة، بأمر من الجهة القضائية التي تبث في ذلك بناء على عريضة (القانون التجاري الجزائري، المادة 676). و تقرر الجمعية العامة توزيع الأرباح أو عدم توزيعها.

قبل توزيع الأرباح يتوجب على المؤسسة تكوين إحتياطات قانونية بنسبة 5% من الأرباح و يصبح إقتطاع هذه الإحتياطات غير إلزامي عند بلوغها نسبة 10% من رأس المال، بالإضافة إلى إحتياطات نظامية و هي الإحتياطات التي نص عليها عقد تأسيس المؤسسة، بالإضافة إلى إحتياطات مقننة و هي الإحتياطات التي تسجل و فقا لأحكام جباية خصوصية، كنظام الإعفاء أو الإخضاع لمعدلات منخفضة في ظل شروط الاستعمال و آجال إعادة الاستثمار، كما بإمكان المؤسسة تكوين إحتياطات إختيارية و هي الإحتياطات المكونة لا بموجب القانون و لا بموجب العقد التأسيسي و لا بموجب البنود التعاقدية (بن ربيع، حسياني، و صالح، 2013، الصفحات 41-43). و الرصيد المتبقي من الأرباح بعد تكوين الإحتياطات عبارة عن الأرباح القابلة للتوزيع عندها إما توزع المؤسسة أرباح و الباقي يكون في حساب ترحيل من جديد، أو تحتفظ بالأرباح في حساب ترحيل من جديد.

الجدير بالذكر أن الإحتياطات و التحويل من جديد تمثل أرباحا محتجزة ترفع من طاقة التمويل الذاتي و تجنب وقوع المؤسسة في مشكل التعثر المالي، أما الأرباح الموزعة تخفض من طاقة التمويل الذاتي و تزيد من إحتماالية وقوع المؤسسة في مشكل التعثر المالي .  
عندما تقرر المؤسسة توزيع أرباح على المساهمين هنا يتم إقتطاع ضريبة على الدخل الإجمالي IRG بنسبة 15% من المنبع أي من خزينة المؤسسة مباشرة على المبلغ المقرر توزيعه (وزارة المالية، 2021، ضريبة على الدخل الإجمالي مداخيل رؤوس الأموال المنقولة، -06-13-29-05-2014/index.php/ar/ https://www.mfdgi.gov.dz/ 51/144-2014-) 07-14-13-02-55/380-2014-05-28-14-21-6، و هنا فإن هذه الضريبة حالها حال الأرباح الموزعة تخفض من طاقة التمويل الذاتي، و هنا تظهر أهمية إقناع المساهمين من قبل الجمعية العامة للمساهمين بضرورة الإحتفاظ بالأرباح بدل توزيعها للرفع من طاقة التمويل الذاتي و التحوط من التعثر المالي.

فيما يخص الإهتلاكات و المؤونات، فالمؤونات على اعتبارها تكاليف وهمية لا تخرج من خزينة المؤسسة فهي ترفع من طاقة التمويل الذاتي، أما الإهتلاكات فهي تمثل أيضا تكاليف وهمية لا تخرج من خزينة المؤسسة، و لكن يتوقف تحديد الإهتلاك السنوي على طريقة

الإهتلاك المعتمدة من قبل المؤسسة و الذي يترتب عنه زيادة أو انخفاض في نتيجة الدورة، إذ أن الإهتلاك المتناقص من شأنه أن يرفع من طاقة التمويل الذاتي و يدني من نتيجة الدورة في السنوات الأولى من تطبيقه ما يحسن من التحوط المالي للمؤسسة، على العكس من ذلك يشكل تطبيق الإهتلاك المتزايد أحسن طريقة للرفع من طاقة التمويل الذاتي في السنوات الأخيرة من أجل تجديد وسائل الإنتاج أو دفع الديون أو الرفع من القدرة على الاستدانة.

### 3- دراسة تطبيقية لحالة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة الممتدة من سنة 2013 إلى سنة 2019 باستخدام نماذج بانل.

سنحاول من خلال هذا المحور إظهار دور السياسات المالية والتي من بينها سياسة توزيع الأرباح في التحوط من التعثر المالي، وذلك بالتركيز على المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر على المدى الطويل، وهذا ابتداء من سنة 2013 إلى غاية سنة 2019، ولقد تم إختيار أربعة مؤسسات، تمثلت في مؤسسة أليانس للتأمينات ومؤسسة الأوراسي ومجمع صيدال و مؤسسة أن سي أروبية ، وذلك على اعتبارها المؤسسات الوحيدة التي يمكن إجراء دراسات فيها على المدى الطويل، لتوفر المعلومات عبر الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر والمواقع الإلكترونية لهذه المؤسسات، وتاريخ إدراجها في البورصة واستمراريتها فيها.

#### 3-1 دراسة إتجاهات طاقة التمويل الذاتي في مؤسسات عينة الدراسة:

كمرحلة أولى سنقوم بدراسة إتجاهات طاقة التمويل الذاتي في المؤسسات عينة الدراسة،

وذلك على اعتبار أن إتجاهات طاقة التمويل الذاتي تؤثر بشكل مباشر على إمكانية وقوع المؤسسة في التعثر المالي، من خلال تأثيرها على الأرباح المحتجزة والقروض وخيار تمويل الاستثمارات. وتجدر الإشارة أنه ركزنا في دراستنا من جانب إلزامات المؤسسة على القروض المصرفية كونها إلزامات واجبة التسديد.

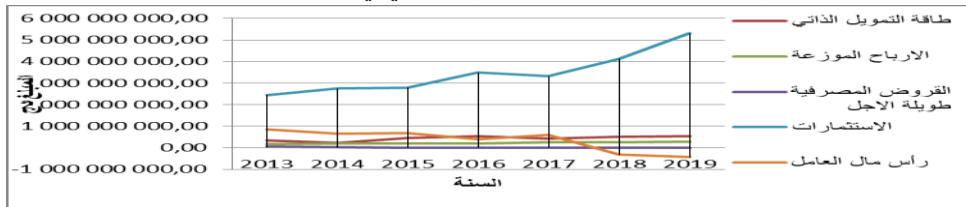
#### أ- إتجاهات طاقة التمويل الذاتي في مؤسسة أليانس للتأمينات

من خلال الشكل أدناه نلاحظ أن الأرباح الموزعة في مؤسسة أليانس في إرتفاع مستمر و تتخذ منحنى تصاعدي حيث إرتفعت من سنة 2013 إلى سنة 2019 بنسبة 66.68 %، وهذا يدل على أن المؤسسة تسعى إلى إرضاء مساهميها على حساب قدرتها على الاقتراض، فالأموال الخاصة والتي من بينها الأرباح المحتجزة تعتبر كضمان بالنسبة للمؤسسات المانحة للقروض.



الملاحظ ان استثمارات المؤسسة في إرتفاع، حيث إرتفعت من سنة 2013 إلى سنة 2019 بنسبة 116.92% وهذا يدل على أن سياسة الاستثمار في المؤسسة توسعية. بينما القروض المصرفية طويلة الأجل في انخفاض مستمر إلى أن إنعدمت في سنة 2016، وهذا يدل على أن المؤسسة قامت بسداد جميع قروضها المصرفية طويلة الأجل. رأس مال العامل في انخفاض مستمر إلى أن وصل إلى قيم سالبة في سنتي 2018 و2019 وهذا بفعل إرتفاع الاستثمارات وانخفاض الأموال الدائمة بفعل توزيع الأرباح وتسديد القروض المصرفية طويلة الأجل، أي أن هناك خلل في هيكل رأس مال المؤسسة، وهو ما يترجم في القيم السالبة لرأس مال العامل في السنتين الأخيرتين. يمكن القول أن طاقة التمويل الذاتي في مؤسسة أليانس للتأمينات تتجه نحو توزيع الأرباح وشراء الاستثمارات وتسديد القروض المصرفية طويلة الأجل على حساب رأس مال العامل.

الشكل رقم (1): إتجاهات طاقة التمويل الذاتي في مؤسسة أليانس للتأمينات



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق رقم 1 وبرنامج Excel

#### ب- إتجاهات طاقة التمويل الذاتي في مؤسسة الأوراسي

من خلال الشكل أدناه نلاحظ أن المؤسسة لا تتبع سياسة توزيع أرباح مستقرة، فبعد أن تم توزيع أرباح بقيمة 120000000 دج سنة 2013، إرتفعت الأرباح الموزعة سنة 2014 بنسبة 50%، ثم إرتفعت الأرباح الموزعة سنة 2015 بنسبة 33.33%، لتتخفف بعدها سنة 2016 بنسبة 25%، لترتفع بعدها سنة 2017 بنسبة 33.33%، لتتخفف بعدها في سنة 2018 بنسبة 25% وتستقر عند نفس المستوى في سنة 2019.

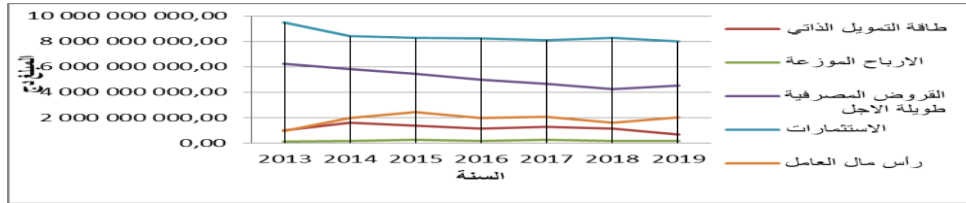
وهذا يدل على أن المؤسسة لا تهتم بجذب مستثمرين للاستثمار في أسهمها في حالة طرحها لأسهم جديدة للإكتتاب لرفع رأس مالها، كما لا تهتم أيضا بتقوية قدرتها على الاقتراض، فهي لا تمتلك سياسة استثمار توسعية تستدعي البحث عن مصادر تمويل، فالاستثمارات إنخفضت من سنة 2013 إلى سنة 2019 بنسبة 15.95% بفعل الاهتلاكات والتنازل عن الاستثمارات.

أما عن القروض المصرفية طويلة الأجل فهي في انخفاض مستمر حيث إنخفضت من سنة 2013 إلى سنة 2019 بنسبة 27.20%. بينما رأس مال العامل في إرتفاع مستمر حيث إرتفع من

سنة 2013 إلى سنة 2019 بنسبة 109.09 % هذا الإرتفاع يعود بالأساس الى انخفاض استثمارات المؤسسة.

فيما يخص إتجاهات طاقة التمويل الذاتي في المؤسسة، يمكن القول أن طاقة التمويل الذاتي تتجه بالدرجة الأولى لتسديد القروض المصرفية طويلة الاجل وزيادة رأس مال العامل.

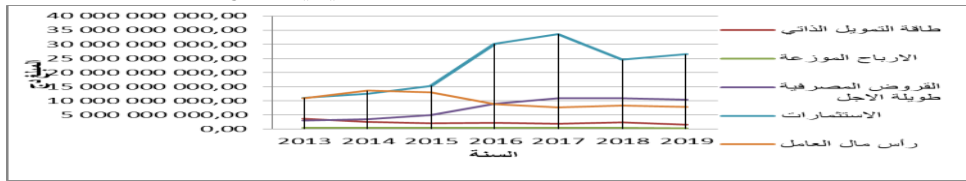
### الشكل رقم (2): إتجاهات طاقة التمويل الذاتي في مؤسسة في مؤسسة الأوراسي



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق رقم 1 وبرنامج Excel

ت-إتجاهات طاقة التمويل الذاتي في مجمع صيدال:

### الشكل رقم (3): إتجاهات طاقة التمويل الذاتي في مجمع صيدال



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق رقم 1 وبرنامج Excel

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن المؤسسة تتبع سياسة توزيع أرباح مستقرة، وهذا بهدف المحافظة وتحسين قدرتها على الاقتراض من خلال رفع أموالها الخاصة عن طريق إحتجاز الباقي من الأرباح. كما أن سياسة توزيع الأرباح المستقرة دليل على أن المؤسسة تمارس سياسة تهدف من ورائها الحفاظ على مستوى ثابت من توزيع الأرباح وتوجيه الفائض من طاقة التمويل الذاتي سواء لتوسيع الاستثمارات أو الحفاظ على القدرة لسداد الديون.

فيما يخص السياسة الاستثمارية للمؤسسة فهي توسعية، حيث إرتفعت استثماراتها من سنة 2013 إلى سنة 2019 بنسبة 141.48 %.

أما عن القروض المصرفية طويلة الأجل فلقد إرتفعت من سنة 2013 إلى سنة 2019 بنسبة 257.37 % وهذا لتمويل سياسة الاستثمار التوسعية. رأس مال العامل إنخفض من سنة 2013 إلى سنة 2019 بنسبة 27.84 % هذا الانخفاض راجع لإرتفاع الاستثمارات بسبب السياسة التوسعية للمؤسسة.

فيما يخص اتجاهات طاقة التمويل الذاتي في المؤسسة يمكن القول أن طاقة التمويل الذاتي تتجه بالدرجة الأولى نحو شراء الاستثمارات وتدعيم قدرتها على الاقتراض من خلال احتجاز الأرباح لتمكينها من الحصول على القروض لتمويل استثماراتها.

#### ث- اتجاهات طاقة التمويل الذاتي في مؤسسة أن سي أروبية

من خلال الشكل أدناه نلاحظ أن المؤسسة لا تتبع سياسة توزيع أرباح مستقرة، فبعد أن تم توزيع أرباح بقيمة 42459760 دج سنة 2013، إنخفضت الأرباح الموزعة سنة 2014 بنسبة 50%، لترتفع بعدها الأرباح الموزعة سنة 2015 بنسبة 20%، لترتفع بعدها الأرباح الموزعة سنة 2016 بنسبة 25%، ثم عدم توزيع أرباح في السنوات الثلاث الأخيرة لفترة الدراسة لتحقيق المؤسسة لخسائر متتالية خلال هذه الفترة.

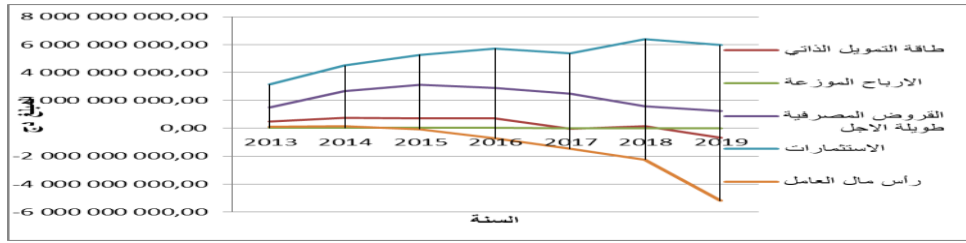
فيما يخص السياسة الاستثمارية للمؤسسة فهي توسعية، حيث إرتفعت استثماراتها من سنة 2013 إلى سنة 2019 بنسبة 89.25%.

أما عن القروض المصرفية طويلة الأجل فلقد إرتفعت من سنة 2013 إلى سنة 2015 بنسبة 108.56% وهذا لتمويل سياسة الاستثمار التوسعية. أما الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى سنة 2019 فلقد إنخفضت استثمارات المؤسسة بنسبة 60%، وهذا بفعل سداد الديون المترتبة على المؤسسة من جهة، و عدم تمكنها من الحصول على قروض جديدة من جهة أخرى بفعل انخفاض قدرتها على الاقتراض نتيجة تراكم خسائرها التي أثرت سلبا على أموالها الخاصة.

رأس مال عامل في اتجاه تنازلي، و هذا بسبب إرتفاع الاستثمارات، و انخفاض الأموال الخاصة بفعل تراكم الخسائر، و انخفاض القروض المصرفية طويلة الأجل.

فيما يخص طاقة التمويل الذاتي فقد كانت موجبة خلال الفترة الممتدة من سنة 2013 إلى سنة 2016 و كانت تتجه بالدرجة الأولى نحو شراء الاستثمارات خلال هذه الفترة. أما الفترة الممتدة من سنة 2017 إلى سنة 2019 فلقد كانت طاقة التمويل الذاتي ما بين قيم سالبة و قيم منخفضة جدا بفعل تحقيق المؤسسة لخسائر متراكمة، و كانت القروض المصرفية طويلة الأجل و الأموال الخاصة في تناقص، الاستثمارات في إرتفاع، و بفعل إنعدام مصادر التمويل نستنتج أن إرتفاع الاستثمارات لم يكن نتيجة شراء المؤسسة لأصول جديدة و إنما كان نتيجة قيام المؤسسة بإعادة تقييم أصولها بهدف تحسين وضعيتها المالية لتمكينها من الحصول على مصادر تمويل.

الشكل رقم (4): اتجاهات طاقة التمويل الذاتي في مؤسسة أن سي أروبية



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق رقم 1 وبرنامج Excel

### 2-3 دراسة القدرة على الاقتراض في مؤسسات عينة الدراسة.

سنقوم في هذه المرحلة بدراسة قدرة المؤسسات على الاقتراض من خلال دراسة نسبة الاستقلالية المالية وأثر الرافعة المالية.

1-2-3 شروط القدرة على الاقتراض: تعتمد قدرة المؤسسة على الاقتراض على نسبة استقلاليتها المالية وأثر الرافعة المالية فيها.

أ- الشرط المتعلق بنسبة الاستقلالية المالية: من الطبيعي أن استقلالية المؤسسة ترتبط بمديونيتها، إذن ففي هذه النسبة يجب مقارنة الأموال الخاصة بالأموال الأجنبية، وتحسب وفق العلاقة التالية (Conso & Hemicci, 2002, p. 224):

نسبة الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / القروض المصرفية طويلة وقصيرة الأجل  
يجب أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد، فكلما إرتفعت هذه النسبة فهذا يعني أن الاموال الخاصة غطت الديون مما يجعل لها قدرة كافية للتسديد أو الاقتراض، أما إذا كانت تساوي الواحد أو أقل فهذا يعني تساوي الطرفين ويجعل المؤسسة في وضعية مشبعة بالديون وإستحالة حصولها على مزيد من الديون (بوربيعة، 2012، صفحة 164).

### ب- الشرط المتعلق بأثر الرافعة المالية:

- أثر الرفع المالي يسمح بقياس الأثر الإيجابي أو السلبي للاستدانة (المديونية) على المردودية المالية للمؤسسة وذلك بمقارنة تكلفة الاستدانة بالمردودية الاقتصادية (صويلح، 2018، صفحة 45).

- تكلفة الاستدانة تتمثل في معدل الفائدة.

- أن المردودية المالية للمؤسسة يمكن تحسينها من خلال اللجوء الى الديون، ولكن بشرط أن تكون تكلفة الاقتراض أقل من المردودية الاقتصادية (بن ساسي و قريشي، 2011، صفحة 291).

إذا كانت تكلفة الاقتراض أقل من المردودية الاقتصادية هنا نكون في حالة أثر رافعة مالية موجبة، وذلك لأن معدل المردودية الاقتصادية يغطي تكلفة الاستدانة، وبالتالي فالمردودية المالية ترتفع بزيادة الاستدانة، وهذا ما يمكن المؤسسة من اتخاذ قرار مالي يتمثل في التوسع في الاستدانة بمعنى تمكينها من الحصول على ديون جديدة (علون و شعباني، 2020، صفحة 766). حيث تعبر المردودية المالية والتي تسمى أيضا بعائد أو مردودية الأموال الخاصة عن قدرة المؤسسة على توليد الأرباح عن طريق الأموال المقدمة من طرف المساهمين (صويلح، 2018، صفحة 36)، فهي تمثل مقدار الربح الصافي الذي يعود على المساهمين عن كل دينار مستثمر في رأس مال المؤسسة، وكلما كانت المردودية المالية مرتفعة، كلما كان أفضل للمؤسسة (زغيب و بوشنقير، 2010، صفحة 88)، وتصاغ بالعلاقة التالية (بن ساسي و قريشي، 2011، صفحة 283):

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

أما المردودية الاقتصادية: والتي تسمى أيضا بمعدل العائد على الأصول، فهي مردودية تقيس الفعالية في استخدام الأصول الموضوعة تحت تصرف المؤسسة، أي تقيس مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الإستغلال، أي تبين النتيجة العائدة من وراء استخدام كل دينار في مجموع أصول المؤسسة (شرابي، 2012، صفحة 78). وتصاغ بالعلاقة التالية:

$$\text{المردودية الاقتصادية } R_e = \text{نتيجة الإستغلال (العملياتية)} \setminus \text{الأصول الاقتصادية}$$

بحيث الأصول الاقتصادية = الأصول غير الجارية + احتياجات رأس مال العامل

تكلفة الاستدانة تتمثل في معدل الفائدة ويمكن احتسابها بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة المصاريف المالية} = \text{المصاريف المالية} \setminus \text{القروض المصرفية طويلة وقصيرة الأجل}$$

2-2-3 تحليل القدرة على الاقتراض في مؤسسات عينة الدراسة.

سنحاول تحليل قدرة المؤسسات عينة الدراسة على الاقتراض من خلال توفر شرطين.

الشرط الأول: نسبة الاستقلالية المالية أكبر من واحد

الشرط الثاني: أثر الرافعة المالية موجب أي معدل المردودية الاقتصادية - تكلفة الاستدانة  $> 0$

أ- تحليل القدرة على الاقتراض في مؤسسة أليانس للتأمينات:

بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 2 نلاحظ أن نسبة الاستقلالية المالية مرتفعة جدا وهي

في تزايد مستمر، وهذا راجع لكون المؤسسة تعتمد على أموالها الخاصة في هيكلها المالي لتمويل

مختلف عملياتها، أما الديون المصرفية فتشكل نسبة جد قليلة من هيكلها المالي، حيث أن

المؤسسة من سنة 2016 الى سنة 2019 أصبحت تعتمد على أموالها الخاصة فقط دون اللجوء إلى الديون المصرفية.

أثر الرافعة المالية موجب، غير أنه أصبح سالب في سنة 2014 وهذا بسبب إرتفاع نسبة المصاريف المالية، وهو الأمر الذي يجعل من عملية الاستدانة غير مجدية، وهو الأمر الذي يفسر عدم وجود ديون مصرفية في السنوات الثلاث الأخيرة.

ب-تحليل القدرة على الاقتراض في مؤسسة الأوراسي: بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 2 نلاحظ أن نسبة الاستقلالية المالية من سنة 2013 إلى سنة 2016 للمؤسسة أقل من 1، وهو دليل على أن المؤسسة تعتمد على الديون المصرفية أكثر من أموالها الخاصة في هيكلها المالي، كما أنه يعني أيضا عدم تغطية الأموال الخاصة للديون المصرفية، مما يجعل المؤسسة غير قادرة على التسديد والاقتراض.

نسبة الاستقلالية المالية من سنة 2017 إلى سنة 2019 أكبر من 1 غير أنها تقارب 1، وهذا يدل على أن نسبة الأموال الخاصة تقارب نسبة الديون المصرفية في الهيكل المالي، كما أنه يدل أيضا على أن الأموال الخاصة غطت الديون المصرفية لكن دون تحقيق هامش أمان كبير يجعلها قادرة على التسديد والاقتراض. بما أن نسبة الاستقلالية المالية ضعيفة فعلى المؤسسة توجيه طاقة التمويل الذاتي من أجل تسديد الديون وتحسين هذه النسبة من أجل التحسين المستقبلي للقدرة التفاوضية على الاقتراض، وفي نفس الوقت على المؤسسة التوقف المؤقت عن الاستثمارات التوسعية وليس التعويضية. أثر الرافعة المالية موجب خلال فترة الدراسة بإستثناء السنة الأخيرة للدراسة أين أصبح سالبا، وهذا بسبب انخفاض معدل المردودية الاقتصادية.

ت-تحليل القدرة على الاقتراض في مجمع صيدال: بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 3 نلاحظ أن نسبة الاستقلالية المالية أكبر من 1 غير أنها في انخفاض مستمر، وهذا راجع لزيادة القروض المصرفية في المؤسسة، وإن إستمرت المؤسسة على هذا الوضع ستصبح في حالة تشعب من الديون المصرفية، الأمر الذي سيشكل عائقا في حصولها على المزيد من القروض المصرفية. أثر الرافعة المالية موجب خلال فترة الدراسة، بإستثناء سنة 2013 أين كان سالبا بسبب إرتفاع نسبة المصاريف المالية، وسنة 2019 أين كان سالبا بسبب انخفاض معدل المردودية الاقتصادية.

ث-تحليل القدرة على الاقتراض في مؤسسة مؤسسة أن سي أروبية: بالاعتماد على معطيات

الملحق رقم 3 نلاحظ أن نسبة الاستقلالية المالية في سنة 2013 أكبر من 1 غير أنها تقارب 1، وهذا يدل على أن نسبة الأموال الخاصة تقارب نسبة الديون المصرفية في الهيكل المالي، . كما أنه يدل أيضا على أن الأموال الخاصة غطت الديون المصرفية لكن دون تحقيق هامش أمان كبير يجعلها قادرة على التسديد والاقتراض، ثم من سنة 2014 إلى سنة 2017 أصبحت نسبة الاستقلالية أقل من 1 وهي في تناقص، وهو دليل على أن المؤسسة تعتمد على الديون المصرفية وبشكل متزايد أكثر من أموالها الخاصة في هيكلها المالي، كما أنه يعني أيضا عدم تغطية الأموال الخاصة للديون المصرفية، مما يجعل المؤسسة غير قادرة على التسديد والاقتراض، أما في سنة 2018 فلقد إرتفعت نسبة الاستقلالية المالية دون أن تصل الى الواحد بسبب إرتفاع الأموال الخاصة و انخفاض الديون المصرفية، أما في سنة 2019 فكانت نسبة الاستقلالية المالية بقيمة سالبة بسبب القيمة السالبة للأموال الخاصة الناتجة عن تراكم الخسائر فيها. و منه نستنتج أن المؤسسة تعاني من وضعية مالية صعبة تجعلها غير قادرة على التسديد والاقتراض.

أثر الرافعة المالية موجب خلال الفترة الممتدة من سنة 2013 إلى سنة 2015، ثم في سنة 2016 أثر الرافعة المالية سالب بسبب انخفاض معدل المردودية الاقتصادية، ثم أثر الرافعة المالية سالب خلال الفترة الممتدة من سنة 2017 إلى سنة 2019

3-3 دراسة القدرة على السداد في مؤسسات عينة الدراسة: سنقوم بدراسة القدرة على السداد في مؤسسات عينة الدراسة على المدى القصير والمدى الطويل، من خلال دراسة نسبة القدرة على السداد على المدى القصير ونسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، حيث: نسبة القدرة على السداد على المدى القصير: تتمثل في نسبة السيولة العامة، وتعتبر هذه النسبة عن عدد المرات التي تستطيع فيها الأصول الجارية تغطية الخصوم الجارية وكلما زادت هذه النسبة دل ذلك على قدرة المؤسسة في مواجهة أخطار سداد الإلتزامات المتداولة، بشكل مفاجئ دون الحاجة إلى تحويل جزء من الأصول الثابتة إلى سيولة (سعداوي، مختاري، و بوساحة، 2020، صفحة 44)، وتحسب بالعلاقة التالية:

نسبة القدرة على السداد على المدى القصير  $CRC = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$  نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل: تقيس المدة بالسنوات التي تستغرقها المؤسسة لتسديد ديونها المصرفية طويلة الاجل في حالة استخدامها كل قدراتها على التمويل الذاتي (خلخال، 2018، صفحة 63)، وكلما نقصت هذه النسبة زادت قدرة المؤسسة على تسديد ديونها، وتحسب بالعلاقة التالية:

نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل CRL = الديون المصرفية طويلة الأجل / طاقة التمويل الذاتي

الجدول رقم (2): مؤشرات القدرة على السداد في مؤسسات عينة الدراسة

المؤسسة		اليانس		الأوراسي		صيدال		أن سي أروبية	
السنة	CRC	CRL	CRC	CRL	CRC	CRL	CRC	CRL	CRC
2013	1,22	0,18	1,63	6,18	2,25	0,81	1,03	2,98	1,03
2014	1,16	0,13	2,15	3,67	3,37	1,41	1,04	3,52	1,04
2015	1,18	0	2,81	3,98	2,86	2,37	0,96	4,32	0,96
2016	1,10	0	2,27	4,48	2,11	4,11	0,82	3,99	0,82
2017	1,13	0	2,42	3,64	2,03	5,84	0,66	-52,98	0,66
2018	0,93	0	1,99	3,81	2,16	4,81	0,59	10,07	0,59
2019	0,91	0	2,73	6,89	2,20	6,83	0,23	-1,85	0,23

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسات عينة الدراسة  
نلاحظ في مؤسسة أليانس أن نسبة القدرة على السداد في المدى القصير أكبر من 1 خلال  
الفترة الممتدة من سنة 2013 إلى سنة 2017، وهذا دليل على أن الأصول الجارية غطت الخصوم  
الجارية، وبالتالي ليس للمؤسسة مشكل في سداد إلتزاماتها قصيرة الأجل خلال هذه الفترة. أما في  
سنتي 2018 و2019 فلقد كانت نسبة القدرة على السداد في المدى القصير أقل من 1، وهذا دليل  
على أن الأصول الجارية لم تغطي الخصوم الجارية، وبالتالي للمؤسسة مشكل في سداد إلتزاماتها  
قصيرة الأجل خلال هاتين السنتين. على العموم يمكن القول ان نسبة القدرة على السداد في  
المدى القصير تتخذ إتجاه تنازلي، وهذا بسبب إرتفاع الخصوم الجارية في المؤسسة.  
أما نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل فهي أقل من سنة خلال فترة الدراسة، كما  
أنها تتخذ إتجاه تنازلي بسبب قلة القروض المصرفية طويلة الأجل وانخفاضها بحيث أصبحت غير  
موجودة في السنوات الأربع الأخيرة لفترة الدراسة.

نلاحظ في مؤسسة الأوراسي أن نسبة القدرة على السداد في المدى القصير أكبر من 1 خلال  
فترة الدراسة، وهذا دليل على أن الأصول الجارية غطت الخصوم الجارية، وبالتالي ليس للمؤسسة  
مشكل في سداد إلتزاماتها قصيرة الأجل خلال هذه الفترة. أما بخصوص نسبة القدرة على السداد  
على المدى الطويل، فالملاحظ أن المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل تارة  
تنخفض وتارة ترتفع وبالتالي فهي متذبذبة وهي في متوسط 4 سنوات و نصف . وفي سنة 2013  
وسنة 2019 كانت المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل مرتفعة وهذا بسبب  
انخفاض طاقة التمويل الذاتي.



نلاحظ في مؤسسة صيدال أن نسبة القدرة على السداد في المدى القصير أكبر من 1 خلال فترة الدراسة، وهذا دليل على أن الأصول الجارية غطت الخصوم الجارية، وبالتالي ليس للمؤسسة مشكل في سداد إلتزاماتها قصيرة الأجل خلال هذه الفترة. أما نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل فهي تتخذ إتجاه تصاعدي، فبعد أن كانت أقل من سنة في سنة 2013 أصبحت تقارب 7 سنوات في سنة 2019، وهذا بسبب إرتفاع القروض المصرفية طويلة الأجل.

نلاحظ في مؤسسة أن سي أروبية أن نسبة القدرة على السداد في المدى القصير أكبر من 1 خلال سنتي 2012 و 2013 غير أنها تقارب 1، وهذا دليل على أن الأصول الجارية غطت الخصوم الجارية لكن دون تحقيق هامش أمان كبير يجعلها قادرة على مواجهة ظروف مفاجئة أما الفترة الممتدة من 2014 إلى سنة 2019 فلقد كانت نسبة القدرة على السداد في المدى القصير أقل من 1، وهذا دليل على أن الأصول الجارية لم تغطي الخصوم الجارية، وبالتالي للمؤسسة مشكل في سداد إلتزاماتها قصيرة الأجل خلال فترة الدراسة. على العموم يمكن القول أن نسبة القدرة على السداد في المدى القصير تتخذ إتجاه تنازلي، وهذا بسبب إرتفاع الخصوم الجارية في المؤسسة. أما بخصوص نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، فالملاحظ أن المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل ترتفع خلال الفترة الممتدة من سنة 2013 إلى سنة 2015، ثم تنخفض سنة 2016 بسبب انخفاض القروض المصرفية طويلة الأجل و إرتفاع طاقة التمويل الذاتي. أما الفترة الممتدة من سنة 2017 إلى سنة 2019 فلقد سجلت المؤسسة خسائر متتالية الأمر الذي إنعكس سلبا على طاقة التمويل الذاتي فيها و قدراتها التسديدية. و اضطرها للخروج من البورصة سنة 2020 و إعادة تأهيلها عن طريق الشراكة عن طريق الشركة مع شركة بيش هولدين BIH Holding الفرنسية للمشروبات (COSOB, 2020, pp. 69-70).

#### 4-3 بناء نموذج قياسي لمحددات تجنب التعثر المالي باستخدام نماذج بانل.

سنقوم خلال هذه المرحلة ببناء نموذج قياسي يوضح تأثير مختلف السياسات المالية والتي من بينها توزيع الأرباح على تجنب التعثر المالي، وذلك باستخدام نماذج بانل التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات بانل، كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مفردات متعددة (جبوري، 2013، صفحة 299)، وسيكون بناء النموذج بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 10.

1-4-3 مجتمع وعينة الدراسة: يتكون مجتمع الدراسة من جميع المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة الممتدة من سنة 2013 إلى سنة 2019، ولضمان قياس متغيرات الدراسة تم إختيار عينة الدراسة بناء على جملة من الاعتبارات هي: أن لا تكون المؤسسة قد تعرضت لتغير القيمة

الإسمية لأسهمها، ولا لعملية الإندماج أو الإستحواذ خلال فترة الدراسة، وأن يكون تداول أسهمها مستمر خلال فترة الدراسة. وأن تتوفر البيانات المالية للمؤسسة. وأن لا تكون قد توقفت عن مزاوله نشاطها الرئيسي. وبذلك إنحصرت عينة الدراسة على 4 مؤسسات تمثلت في مؤسسة أليانس للتأمينات ومؤسسة الأوراسي ومجمع صيدال. و أن سي أروبية.

### 2-4-3 متغيرات الدراسة:

أ-المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع في CRL نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل (Capacité de Remboursement à Long terme) التي تقيس المدة بالسنوات التي تستغرقها المؤسسة لتسديد ديونها المصرفية طويلة الاجل في حالة استخدامها كل قدراتها على التمويل الذاتي، و كلما نقصت هذه النسبة زادت قدرة المؤسسة على تجنب التعثر المالي.  
ب- المتغيرات المستقلة: تم إختيار 6 متغيرات مستقلة تعبر عن مختلف السياسات المالية تمثلت :

المتغيرات المستقلة	نسبة القياس
RE المردودية الاقتصادية (rentabilité économique)	المردودية الاقتصادية= نتيجة الإستغلال (العملية) \ الأصول الاقتصادية
RF المردودية المالية (rentabilité financière)	المردودية المالية= النتيجة الصافية \ الأموال الخاصة
RDD نسبة توزيع الأرباح (ratio distribution dividende)	نسبة توزيع الأرباح للسنة t = الأرباح الموزعة للسنة t \ النتيجة الصافية للسنة (t.1)، وهذا راجع لكون أرباح السنة (t.1) يتم توزيعها في السنة t.
TE نسبة الاستدانة (taux d'endettement)	نسبة الاستدانة= القروض المصرفية طويلة الأجل/الأموال الدائمة
RFI نسبة تمويل الاستثمارات (ratio financement immobilisation)	نسبة تمويل الاستثمارات= طاقة التمويل الذاتي /الأصول غير الجارية
TAF نسبة التمويل الذاتي (taux d'autofinancement)	نسبة التمويل الذاتي= التمويل الذاتي/ طاقة التمويل الذاتي

### 3-4-3 فرضيات الدراسة: تسعى الدراسة الحالية إلى إختيار مدى صحة الفرضيات التالية:

- 1H: توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المردودية الاقتصادية ونسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، بحيث كلما إرتفعت المردودية الاقتصادية كلما إنخفضت المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل.

• 2H : توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية ونسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، بحيث كلما إرتفعت المردودية المالية كلما إنخفضت المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل.

• 3H : توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة توزيع الأرباح ونسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، بحيث كلما إرتفعت نسبة توزيع الأرباح كلما إرتفعت المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل.

• 4H : توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة ونسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، بحيث كلما إرتفعت نسبة الاستدانة كلما إرتفعت المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل.

• 5H : توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة تمويل الاستثمارات ونسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، بحيث كلما إرتفعت الاستثمارات في المؤسسة كلما إنخفض توزيع الأرباح أي أن المؤسسة تولي أهمية للسياسة التوسعية على حساب إرضاء مساهمها، كلما إنخفضت نسبة تمويل الاستثمارات وإرتفعت المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل.

• 6H : توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة التمويل الذاتي ونسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، بحيث كلما إرتفعت نسبة التمويل الذاتي كلما إنخفضت المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل.

#### 4-4-3 تقدير النموذج:

أ-تقدير النموذج التجميعي: النتائج الموضحة في الجدول رقم (3) عبارة عن نتائج التقدير الإحصائي لنموذج الإنحدار التجميعي لدراسة محددات تجنب التعثر المالي.

#### الجدول رقم (3): نتائج تقدير معاملات النموذج التجميعي Pooled Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-23.70625	19.82070	-1.196035	0.2450
RE	65.48016	60.50677	1.082195	0.2914
RF	10.16137	6.403783	1.586776	0.1275
RDD	8.114238	16.99044	0.477577	0.6379
TE	-9.246912	16.42107	-0.563112	0.5793
RFI	-11.03936	62.13552	-0.177666	0.8607
TAF	25.71116	25.91367	0.992185	0.3324
R-squared	0.201636	Mean dependent var	1.040714	

Adjusted R-squared	-0.026468	S.D. dependent var	10.93544
S.E. of regression	11.07921	Akaike info criterion	7.860336
Sum squared resid	2577.726	Schwarz criterion	8.193387
Log likelihood	-103.0447	Hannan-Quinn criter.	7.962153
F-statistic	0.883966	Durbin-Watson stat	2.496603
Prob(F-statistic)	0.523732		

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews 10.

ب- تقدير نموذج التأثيرات الثابتة:

النتائج الموضحة في الجدول رقم (4) عبارة عن نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات الثابتة لدراسة محددات تجنب التعثر المالي.

الجدول رقم (4) : نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model

Dependent Variable: CRL				
Method: Panel Least Squares				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 4				
Total panel (balanced) observations: 28				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.08528	22.15224	0.590698	0.5621
RE	104.8801	57.51298	1.823590	0.0849
RF	24.61078	7.653061	3.215808	0.0048
RDD	-0.293560	19.87171	-0.014773	0.9884
TE	-70.58581	30.70320	-2.298973	0.0337
RFI	-81.20033	61.31869	-1.324234	0.2020
TAF	12.30691	27.11050	0.453954	0.6553
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.482634	Mean dependent var	1.040714	
Adjusted R-squared	0.223950	S.D. dependent var	10.93544	
S.E. of regression	9.633428	Akaike info criterion	7.640808	
Sum squared resid	1670.453	Schwarz criterion	8.116596	
Log likelihood	-96.97132	Hannan-Quinn criter.	7.786261	
F-statistic	1.865732	Durbin-Watson stat	1.962820	
Prob(F-statistic)	0.124348			

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews 10.

ت-إختيار النموذج الملائم: لإختيار النموذج الملائم نقوم باستخدام إختبار فيشر (F) المقيد والمستخدم لإختبار الفرضية الصفرية التي تفترض ملائمة نموذج الإنحدار التجميعي مقابل الفرضية البديلة التي تفترض ملائمة نموذج التأثيرات الثابتة لبيانات الدراسة (علي و اخرون، 2012، صفحة 19) ويأخذ هذا الإختبار الصيغة الرياضية الموضحة فيما يلي:

$$F(N.1, NT.N.K) = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PM}^2)/(N-1)}{(1 - R_{FEM}^2)/(NT - N - K)}$$

حيث ان: k عدد المعلمات المقدرة.

$R_{FEM}^2$ : يمثل معامل التحديد عند استخدام نموذج التأثيرات الثابتة.

$R_{PM}^2$ : يمثل معامل التحديد عند استخدام نموذج الإنحدار التجميعي.

ويتم الحكم على نتيجة الإختبار من خلال القيمة الإحتمالية للإختبار (P.value) فإذا كانت القيمة الإحتمالية أكبر أو تساوي 0.05 يكون النموذج التجميعي هو الأكثر لملائمة للبيانات، بينما إذا كانت القيمة الإحتمالية أقل من 0.05 فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة

#### الجدول رقم (5): نتائج إختبار فيشر المقيد

Redundant Fixed Effects Tests			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.258782	(3,18)	0.0457

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews 10. يتضح من خلال الجدول السابق أن نتيجة إختبار فيشر (F) المقيد ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 حيث بلغت القيمة الإحتمالية للإختبار (0.0457) وهذا يدل على أن نموذج التأثيرات الثابتة أكثر ملائمة من نموذج الإنحدار التجميعي.

وعليه يمكن كتابة نموذج التأثيرات الثابتة المقدر على شكل المعادلة التالية:

$$CRL = 13.08528 + 104.8801RE + 24.61078RF - 0.293560RDD - 70.58581RDD - 70.58581TE - 81.20033RFI + 12.30691TAF$$

5-4-3 الدراسة الإحصائية للنموذج: سيتم إختبار النموذج المقدر بإستعمال معايير إحصائية التي تهدف إلى إختبار مدى الثقة الإحصائية في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج، حيث يتم إختبار جودة التوفيق للنموذج باستخدام معامل التحديد  $R^2$  ويتم إختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إحصائية فيشر F، ويتم إختبار معنوية المعلمات باستخدام إحصائية ستودنت t.

أ- إختبار جودة التوفيق للنموذج: إن القيمة المتحصل عليها من الجدول رقم (4) لمعامل التحديد تقدر ب  $R^2 = 0.482634$  حيث أن المتغيرات المفسرة تتحكم ب % 48.26 من التغيرات التي تطرأ على نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، مما يدل على وجود إرتباط قوي بين المتغيرات المستقلة التي تعبر عن مختلف السياسات المالية ونسبة القدرة على السداد على المدى الطويل التي تمثل المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل، أما الباقي 51.74 % ففسرها عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج ومتضمنة في حد الخطأ.

ب- إختبار معنوية المعالم: لإختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرية يمكن الاعتماد على توزيع ستودنت للوقوف على القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة لسلوك المتغير التابع وذلك من خلال الفرضيتين التاليتين: الفرضية الصفرية: تنص على أن المعلمة معدومة، الفرضية البديلة: تنص على أن المعلمة تختلف معنويا عن الصفر.

يمكن الاعتماد على الاحتمال المرفق لإحصائية ستودنت المحسوبة ومقارنتها بمستوى معنوية 5% فإذا كانت القيمة الإحتمالية لإحصائية ستودنت أقل تماما من 0.05 (5%) نقبل الفرضية البديلة (يمكن أن يكون مستوى المعنوية 10%).

### 3-4-6 تفسير النتائج: توصلنا من خلال الدراسة الحالية إلى النتائج التالية:

● توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المردودية الاقتصادية ونسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، بحيث كلما إرتفعت المردودية الاقتصادية كلما ارتفعت المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل. حيث إذا تغيرت المردودية الاقتصادية بوحدة واحدة فإن نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل ستتغير ب 104.8801 وحدة، وعليه يمكن ملاحظة تأثير معتبر للمردودية الاقتصادية على نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، و لا تتفق هذه النتيجة مع التوقعات المسبقة الذكر ومنطق النظرية المالية فالعلاقة التي تربط بين المتغيرين يجب أن تكون عكسية فكفاءة المؤسسة في استخدام أموالها الخاصة يجب أن ينعكس إيجابا على قدرتها الاقتراضية و التسديدية، و العلاقة الطردية بين المتغيرين دليل على سوء تسيير المؤسسة لتدفقاتها النقدية .

● توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية ونسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، بحيث كلما إرتفعت المردودية المالية كلما إرتفعت المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل. حيث إذا تغيرت المردودية المالية بوحدة واحدة فإن نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل ستتغير ب 24.61078 وحدة، وعليه يمكن ملاحظة تأثير جد معتبر للمردودية المالية على نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل. لا تتفق هذه النتيجة مع التوقعات المسبقة الذكر ومنطق النظرية المالية فالعلاقة التي تربط بين المتغيرين يجب أن تكون عكسية فكفاءة المؤسسة في استخدام أصولها الاقتصادية يجب أن ينعكس إيجابا على قدرتها الاقتراضية والتسديدية، والعلاقة الطردية بين المتغيرين دليل على سوء تسيير المؤسسة لتدفقاتها النقدية.

• توجد علاقة عكسية ليست ذات دلالة إحصائية بين نسبة توزيع الأرباح ونسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، بحيث كلما إرتفعت نسبة توزيع الأرباح كلما إنخفضت المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل، حيث إذا تغيرت نسبة توزيع الأرباح بوحدة واحدة فإن نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل ستتغير ب 0.293560 وحدة، بالرغم من أن العلاقة لم تكن ذات دلالة إحصائية غير أنها أتاحت لنا توضيح العلاقة العكسية بين المتغيرين. والتي كانت منافية لمنطق النظرية المالية فالمؤسسة حسب النظرية المالية يكون لها الإختيار بين توزيع أرباحها أو المحافظة على القدرة على السداد في المستقبل وتحسينها، لكن النتائج بينت عكس ذلك وهو دليل على أن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة تتخذ من دون الأخذ بعين الاعتبار تأثيرها على سياسة الاستثمار والتمويل في المؤسسة وقدرتها على الاقتراض والتسديد، ففي المؤسسة هناك إنفصال لقرار توزيع الأرباح عن القرار التمويلي الذي يمثل سداد الديون جزء منه، أي أن المؤسسة تقوم بتوزيع أرباح دون مراعاة قدراتها على الاقتراض والتسديد أي لا تقوم بالتحوط من التعثر المالي.

• توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة ونسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، بحيث كلما إرتفعت نسبة الاستدانة كلما إنخفضت المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل. حيث إذا تغيرت نسبة الاستدانة بوحدة واحدة فإن نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل ستتغير ب 70.58581 وحدة، وعليه يمكن ملاحظة تأثير معتبر لنسبة الاستدانة على نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل. ولاتتفق هذه النتيجة مع التوقعات المسبقة الذكر ومنطق النظرية المالية، فالعلاقة التي تربط بين نسبة الاستدانة والمدة اللازمة لسداد القروض المصرفية يجب أن تكون طردية، فحسب النظرية المالية كلما إرتفعت نسبة الاستدانة في المؤسسة فهذا يدل على إزداد اعتماد المؤسسة على الديون مقارنة مع الأموال الخاصة الأمر الذي ينعكس سلبا على قدرتها الاقتراضية و التسديدية. إن العلاقة العكسية بين المتغيرين دليل على أن المؤسسة تعتمد على الديون قصيرة الأجل في هيكلها المالي بشكل مبالغ فيه مما قد يؤدي بها إلى الإفلاس.

• توجد علاقة عكسية ليست ذات دلالة إحصائية بين نسبة تمويل الاستثمارات ونسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، بحيث كلما إرتفعت الاستثمارات في المؤسسة كلما إنخفض توزيع الأرباح أي أن المؤسسة تولي أهمية للسياسة التوسعية على حساب إرضاء مساهمها، كلما إنخفضت نسبة تمويل الاستثمارات وإرتفعت المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل. بالرغم من أن العلاقة لم تكن ذات دلالة إحصائية غير أنها أتاحت لنا

توضيح العلاقة العكسية بين المتغيرين والتي تتفق مع التوقعات المسبقة الذكر ومنطق النظرية المالية، حيث إذا تغيرت نسبة تمويل الاستثمارات بوحدة واحدة فإن نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل ستتغير ب 81.20033 وحدة، وعليه يمكن ملاحظة تأثير جد معتبر لنسبة تمويل الاستثمارات على نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل.

• توجد علاقة طردية ليست ذات دلالة إحصائية بين نسبة التمويل الذاتي ونسبة القدرة على السداد على المدى الطويل، بحيث كلما إرتفعت نسبة التمويل الذاتي كلما إرتفعت المدة اللازمة لسداد القروض المصرفية طويلة الأجل. حيث إذا تغيرت نسبة التمويل الذاتي بوحدة واحدة فإن نسبة القدرة على السداد على المدى الطويل ستتغير ب 12.30691 وحدة، بالرغم من أن العلاقة لم تكن ذات دلالة إحصائية غير أنها أتاحت لنا توضيح العلاقة الطردية بين المتغيرين. والتي كانت منافية لمنطق النظرية المالية، ففي المؤسسة حسب النظرية المالية يساهم التمويل الذاتي في المحافظة على القدرة على السداد في المستقبل وتحسينها، لكن النتائج بينت عكس ذلك، ويمكن أن يكون هذا بسبب تخصيص التمويل الذاتي لشراء الاستثمارات على حساب تسديد القروض والزيادة في رأس مال العامل. ومن هنا تظهر أهمية إتجاهات طاقة التمويل الذاتي في إحداث التوازن بين نمو المؤسسة والمحافظة على قدرتها على الاقتراض والتسديد.

#### الخلاصة:

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى أهمية سياسة توزيع الأرباح في التحوط من التعثر المالي، على اعتبار أن الأرباح الموزعة تحدد التمويل الذاتي في المؤسسة، الذي بدوره يسلك ثلاث إتجاهات تتمثل في شراء استثمارات بتكلفة منخفضة مقارنة مع مصادر التمويل الخارجية، تسديد الديون، ورفع رأس مال العامل، غير أن منطق السوق المالي يفرض على المؤسسة إرضاء مساهمها من خلال توزيع الأرباح، والتي تمثل عائد على استثمارهم في أسهم المؤسسة، وهو الأمر الذي يجعل مسير المؤسسة في موقف صعب للتوفيق بين إرضاء المساهمين والمحافظة على القدرة على الاقتراض والتسديد للمؤسسة ونمو المؤسسة.

في بورصة الجزائر وعلى اعتبار أننا قمنا بدراسة على المدى الطويل إنحصرت الدراسة على أربعة مؤسسات، وهو ما يشير إلى ضعف هذه البورصة. بالنسبة لدور سياسة توزيع الأرباح في التحوط من التعثر المالي نلاحظ أن المؤسسات عينة الدراسة تتخذ قرار توزيع الأرباح دون مراعاة قدراتها على الاقتراض والتسديد، ويمكن أن يعود هذا



لرغبتها في تحسين صورتها في البورصة لضمان نجاح عملية الاكتتاب في حالة قررت رفع رأسمالها عن طريق طرح أسهم جديدة للإكتتاب.

### قائمة المراجع:

1. الياس بن سامي، ويوسف قريشي. (2011). *التسيير المالي* (الاصدار 2). الجزائر: دار وائل للنشر.
2. انتصار سليمان. (2016 ب). التنبؤ بالتعثر المالي باستخدام نموذج Sherrod: دراسة تطبيقية على المؤسسات الصناعية الجزائرية. (جامعة الجلفة، المحرر) *مجلة مقاربات، المجلد 4* (العدد 1).
3. انتصار سليمان. (2016 ا). التنبؤ بالتعثر المالي في المؤسسات الاقتصادية . تطويع النماذج حسب خصوصيات البيئة الجزائرية، اطروحة دكتوراه. كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة 1.
4. باية كززة شرابي. (2012). العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير . كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3.
5. بن ربيع حنيفة، حسيني عبد الحميد، صالح بوعلام. (2013). *الواضح في المحاسبة المالية وفق SCF والمعايير الدولية*. الجزائر. منشورات كليك.
6. توفيق رفاع. (2015). دراسة السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية في ظل التحولات المالية، دراسة ميدانية للمؤسسات الصناعية في الجزائر، اطروحة دكتوراه. كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3.
7. خلخال منال. (2018). *امكانية تبني المؤسسات الاقتصادية الجزائرية نموذج للتنبؤ بالفشل المالي: دراسة عينية من المؤسسات في قطاع الصناعة الميكانيكية للفترة 2015-2012*. اطروحة دكتوراه. كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3.
8. رقية معلم، واحسن طيار. (2019). استخدام نموذج التمان للتنبؤ بالتعثر المالي لشركات قطاع التامين في الجزائر. (جامعة سكيكدة، المحرر) *مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 7* (العدد 11).
9. سلوى صوبلج. (2018). أثر الرافعة المالية في تشخيص الخطر المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة: مديغة جيغل شركة بالاسهم، مذكرة ماجستير. كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جيغل: جامعة محمد الصديق بن يحيى .
10. شاهين علي، واخرون. (2012). أثر ادارة المخاطر على درجة الامان في الجهاز المصرفي الفلسطيني. *مجلة جامعة الاقصى، المجلد 14* (العدد 1).
11. شبيحة خميسي. (2013). *التسيير المالي للمؤسسة*. الجزائر: دار هومة .
12. عدمان فائزة. (2016). سياسة توزيع الارباح وأثرها على القيمة السوقية لاسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة دراسة قياسية لاسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005 و2013 باستخدام نماذج بانل، مذكرة ماجستير. كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3.

13. غنية بوربيعة. (2012). محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة: دراسة حالة مؤسسة الاشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير . كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3.
14. القانون التجاري الجزائري(2007)، المادة رقم 676.
15. محمد جبوري. (2013). تأثير انظمة اسعار الصرف على التضخم والنموالاقتصادي: دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل، اطروحة دكتوراه. كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تلمسان: جامعة ابي بكر بلقايد.
16. محمد لمين علون، ولطفي شعباني. (2020). دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة: مؤسسة دباغة الجلود جيجل. (جامعة المسيلة، المحرر) مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد13 (العدد1).
17. مراد مسعود سعدأوي، فتيحة مختاري، ومحمد لخضر بوساحة. (2020). مدى مساهمة التحليل المالي في تشخيص الوضعية المالية للمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة سونلغاز الاغواط. (جامعة ميله، المحرر) مجلة المعيار، المجلد11 (العدد4).
18. مليكة زغيب، وميلود بوشنقير. (2010). التسيير المالي . الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
19. وزارة المالية(2016)، المديرية العامة للضرائب، مديرية التشريع و التنظيم الجبائين ،تعلية رقم 211.
20. وزارة المالية(2021) ،ضريبة على الدخل الإجمالي مداخيل رؤوس الأموال المنقولة،-06-13-29-05-2014/ar/index.php/www.mfdgi.gov.dz/ https:// (13-14-07-2014-51/144-02-55/380-2014-05-28-14-21-6)
21. يوسف محمد كمال احمد. (2013). التعثر المالي لعملاء البنوك الاسباب والعلاج. (جامعة النيلين، المحرر) مجلة كلية الاقتصاد العلمية (العدد3).
22. Alain Burlaud, Michèle Mollet, Georges Langlois. (2010). Finance d'entreprise. Paris, Édition Foucher.
23. Conso, P., & Hemici, F. (2002). Gestion Financière De L'entreprise (éd. 10). paris: Dunod.
24. Commission d'Organisation et de Surveillance des Opération de Bourse COSOB ,(2020).Rapport Annuel ,Algérie.
25. Herve, H. (2010). Toute la finance (éd. 10). France: EYROLLES D'ORGANISATION.
26. Martin, S. (2013). Financial distress and corporate turnaround: An empirical analysis of the automotive. Germany: Springer Fachmedien Wiesbaden.

الملاحق:

ملحق رقم 1: اتجاهات طاقة التمويل الذاتي في المؤسسات عينة الدراسة

رأس مال العامل	الاستثمارات	القروض المصرفية طويلة الاجل	الإرباح الموزعة	طاقة التمويل الذاتي	السنة	المؤسسة
----------------	-------------	-----------------------------	-----------------	---------------------	-------	---------

اليانس	2013	327 080 654,24	174 135 330	58 239 270,03	2 448 379 085,24	849 189 761,46
اليانس	2014	233 269 706,68	203 157 885	29 822 184,27	2 755 659 558,51	647 964 225,42
اليانس	2015	460 173 277,89	203 157 885	1 405 098,51	2 797 281 567,93	691 881 182,82
اليانس	2016	544 211 473,15	203 157 885	0,00	3 486 421 116,53	400 950 684,69
اليانس	2017	429 855 643,00	261 202 995	0,00	3 323 201 803,08	585 520 083,39
اليانس	2018	505 673 934,00	261 202 995	0,00	4 133 878 576,00	.321 232 307,00
اليانس	2019	542 384 173,00	290 225 550	0,00	5 311 144 692,00	.431 766 519,00
الأوراسي	2013	1 009 852 702,21	120 000 000	6 240 425 177,52	9 515 078 041,69	971 426 683,40
الأوراسي	2014	1 594 068 151,61	180 000 000	5 843 002 544,33	8 415 956 208,93	1 970 456 122,59
الأوراسي	2015	1 375 319 764,65	240 000 000	5 471 394 010,82	8 264 542 589,67	2 453 324 511,79
الأوراسي	2016	1 116 075 538,13	180 000 000	5 005 226 697,31	8 259 178 899,86	1 988 353 749,07
الأوراسي	2017	1 278 447 328,18	240 000 000	4 657 002 156,11	8 111 117 329,22	2 080 498 244,22
الأوراسي	2018	1 121 221 659,24	180 000 000	4 267 510 756,91	8 299 924 249,31	1 583 509 533,65
الأوراسي	2019	659 343 636,21	180 000 000	4 542 787 721,91	7 997 523 565,77	2 031 205 564,51
صيدال	2013	3 592 152 214,70	400 000 000	2 911 046 961,36	10 950 585 007,25	10 806 051 697,81
صيدال	2014	2 406 351 490,43	400 000 000	3 383 163 695,36	12 539 652 195,68	13 539 739 141,67
صيدال	2015	2 036 195 149,47	400 000 000	4 821 513 005,59	15 295 088 578,36	12 944 665 492,43
صيدال	2016	2 185 623 466,76	400 000 000	8 973 229 626,56	30 150 777 644,82	8 710 460 048,14
صيدال	2017	1 867 011 676,83	450 000 000	10 894 562 658,08	33 663 102 724,65	7 587 125 945,44
صيدال	2018	2 270 200 987,20	405 000 000	10 923 905 958,66	24 505 752 528,57	8 261 981 479,57
صيدال	2019	1 522 909 426,35	250 000 000	10 403 266 267,81	26 443 247 115,83	7 797 742 057,69
أن سي أوروبية	2013	501 029 387,00	42 459 760	1 494 706 743,00	3 153 142 741,00	108 332 334,00
أن سي أوروبية	2014	760 160 253,00	21 229 880	2 676 780 567,00	4 500 924 490,00	162 340 786,00
أن سي أوروبية	2015	720 855 712,00	25 475 856	3 117 402 307,00	5 273 897 577,00	-74 541 448,00
أن سي أوروبية	2016	726 923 919,00	31 844 820	2 903 896 190,00	5 716 898 058,00	-722 141 646,00
أن سي أوروبية	2017	-46 940 022,00	0	2 486 785 886,00	5 361 894 077,00	-1 478 910 673,00
أن سي أوروبية	2018	157 379 471,00	0	1 585 339 950,00	6 398 613 214,00	-2 241 886 327,00
أن سي أوروبية	2019	-672 925 171,00	0	1 245 395 104,00	5 967 246 587,00	-5 199 525 055,00

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسات عينة الدراسة

الملحق رقم 2: مؤشرات القدرة على الاقتراض للمؤسسات اليانس والأوراسي

الأوراسي				اليانس				مؤسسة
أثر الرافعة المالية	نسبة مصاريف مالية	معدل المردودية الاقتصادية	نسبة الاستقلالية المالية	أثر الرافعة المالية	نسبة مصاريف مالية	معدل المردودية الاقتصادية	نسبة الاستقلالية المالية	
0,01	%3,44	%4,73	0,59	0,03	%24,69	%28,06	44,11	2013
0,11	%0,49	%11,18	0,67	0,27	%47,70	%20,87	91,77	2014
0,07	%1,54	%8,77	0,84	10,19	%1019,50	%19,02	2050,8	2015
0,03	%2,31	%5,77	0,92					2016
0,06	%1,90	%8,39	1,05		لا توجد		لا توجد	2017
0,04	%3,96	%7,76	1,16		استدانة	%12,54	استدانة	2018
0,01	%2,14	%0,98	1,07					2019

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسات

سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة ودورها في التحوط من التعثر المالي /  
عدم ان فائزة & رفاح توفيق

الملحق رقم 3: مؤشرات القدرة على الاقتراض للمؤسستين صيدال وأن سي أروبية

أن سي أروبية				صيدال				مؤسسة
أثر الرفاحة المالية	نسبة مصاريف مالية	معدل المردودية الاقتصادية	نسبة الاستقلالية المالية	أثر الرفاحة المالية	نسبة مصاريف مالية	معدل المردودية الاقتصادية	نسبة الاستقلالية المالية	
0,05	%6,75	%11,78	1,04	0,41	%60,75	%20,05	4,60	2013
0,06	%3,66	%9,48	0,64	0,05	%3,91	%8,98	4,38	2014
0,02	5,96%	%7,95	0,56	0,05	%2,39	%7,36	3,69	2015
-0,005	%6,14	%5,57	0,40	0,04	%1,82	%6,11	2,81	2016
-0,14	%7,24	--6,73%	0,26	0,02	%1,41	%4	2,39	2017
-0,07	%5,93	-0,84%	0,52	0,02	%2,21	%4,33	1,71	2018
-0,76	%7,23	-68.6%	-0.11	0,001	%3,06	%2,91	1,94	2019

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسستين