

أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية

دراسة تحليلية قياسية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة (2010-2020)

Impact of the financial structure on financial risks in the economic enterprise: an empirical analysis study at Omar Ben Omar Mills from 2010 to 2020

ط.د. خلفلاوي إخلاص¹ / مخبر تنويع ورقمنة الاقتصاد الجزائري، جامعة 8 ماي 1945 – قالة – (الجزائر)
univ-guelma.dzkhalfallaoui.ikhlas@

أ.د. مجلخ سليم / مخبر تنويع ورقمنة الاقتصاد الجزائري، جامعة 8 ماي 1945 – قالة – (الجزائر)
medjellekh.salim@univ-guelma.dz

تاريخ النشر: 2022/12/31

تاريخ القبول: 2022/09/30

تاريخ الإرسال: 2022/05/11

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى وصف، تحليل وقياس أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر من خلال تطبيق نموذج أشعة الانحدار الذاتي VAR خلال الفترة (2010-2020)، حيث تم تحديد الهيكل المالي باعتماد على نسبة الديون لإجمالي الموجودات ونسبة الديون لحقوق الملكية، في حين تم قياس المخاطر المالية عن طريق جملة من المؤشرات تمثلت في: الاستقلالية المالية، القدرة على السداد، السيولة المتداولة والمردودية المالية. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سببية في اتجاهين من السيولة المتداولة إلى النسب المعبرة عن الهيكل المالي، ومن المردودية المالية إلى نسبة الديون لإجمالي الموجودات، كما كشفت الدراسة عن وجود علاقات مهمة ذات دلالة إحصائية مختلفة، إيجابية وسلبية، بين متغيرات الهيكل المالي والمخاطر المالية بالنسبة للتأخيرات الثلاث، كما بين التحليل شدة العلاقة بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المفسرة طيلة فترة الدراسة. الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، المخاطر المالية، نموذج متجهات الانحدار الذاتي VAR. تصنيف JEL : G320، C320.

Abstract:

This study aims to describe, analyze, and measure the impact of the financial structure on financial risks at Omar Ben Omar Mills by applying the VAR model from the period (2010 to 2020). The financial structure was determined based on the debt ratio of total assets and the debt ratio of property rights. Also, the financial risk was measured by a number of indicators: financial autonomy, ability to pay, current liquidity, and financial returns.

The study found a causal correlation in two directions; from current liquidity to financial structure ratios, and from financial returns to the debt ratio of total assets. The study also revealed that there are relevant relationships of different statistical significance, positive and negative, between financial structure variables and financial risks for the three delays. The analysis also showed the severity of the relationship between dependent variables and independent variables throughout the study period.

Keywords: Financial Structure, Financial Risk, VAR model.

Jel Classification Codes : G320, C320.

¹ المؤلف المرسل: خلفلاوي إخلاص، الإيميل: khalfallaouiikhlas@gmail.com

I - تمهيد :

لقد 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 أدائها لضمان استمرارها، الأمر الذي يحتم عليه 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 فيمجرد مزاولتها لأنشطتها تتعرض لفرص وتهديدات لها تأثير على وضعيتها المالية، وقد تؤدي في أغلب الحالات إلى حدوث مخاطر مالية تؤثر على ديمومة هذه المؤسسات، بشق 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.

وباعتبار 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 المؤسسة 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 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 المالية منها.

1.I- إشكالية البحث : بناء على ما سبق نجد أن المؤسسة من أجل تحقيق أهدافها المسطرة من نمو وتطور تحتاج إلى رؤوس أموال من أجل تمويل مختلف أنشطتها واستثماراتها، ولعل من أبرز الطرق التي تلجأ لها المؤسسات من أجل توفير احتياجاتها المالية هو الاعتماد على مصادر ذات تكاليف ثابتة (ديون، سندات، أسهم) مما قد يعرضها إلى جملة من مخاطر مالية بالإضافة إلى المخاطر البيئية المحيطة والموجودة فيها، ومن أجل الإحاطة بكامل جوانب الموضوع يمكننا طرح الإشكالية الآتية: ما أثر مكونات الهيكل المالي على المخاطر المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر قالة للفترة (2010-2020)؟

ومن أجل المعالجة الدقيقة والمفصلة لهذه الإشكالية تم طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ✓ هل يوجد علاقات سببية بين تركيبة الهيكل المالي والمخاطر المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر؟
- ✓ ما نوع العلاقة التي تربط الهيكل المالي بالمخاطر المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر؟
- 2.I - فرضيات البحث :** على ضوء التساؤل الرئيسي والأسئلة فرعية يمكننا طرح الفرضيات الآتية:
- ✓ تساهم مكونات هيكل المالي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر في الرفع من المخاطر المالية التي تتعرض لها؛

- ✓ يؤثر الهيكل المالي ويتأثر بالمخاطر المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر؛
- ✓ توجد علاقة طردية بين الهيكل المالي والمخاطر المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر.
- 3.I - أهداف البحث :** يمكن حصرها في النقاط الآتية:

- ✓ تأطير الأسس النظرية لكل من الهيكل المالي والمخاطر المالية؛
- ✓ تحديد العلاقة السببية بين العناصر المفسرة للهيكل المالي والمخاطر المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر؛
- ✓ تحليل، وصف وقياس أثر الهيكل المالي على مؤسسة مطاحن عمر بن عمر خلال الفترة (2010-2020) والمخاطر التي قد تنجم عنه.

4.I. - أهمية البحث : للدراسة أهمية بالغة فهي 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 المالية التي قد تعرقل مسارها نحو تحقيق أهدافها واستمرارها في ممارسة نشاطها، حيث تعكس دراستنا المخاطر المالية التي قد تواجه المؤسسة أثناء اختيارها لتوليفة المثلى من مصادر التمويل المتاحة من أجل تشكيل الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة مركزين بذلك على أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية 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 المالية في المؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة (2010-2020).

5.I. - منهجية الدراسة: تعتمد الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي لملاءمته لطبيعة الموضوع، وذلك من خلال وصف كل من الهيكل المالي والمخاطر المالية وتحليل قيمهما في مطاحن عمر بن عمر خلال فترة الدراسة، إضافة إلى الاعتماد على الأدوات الإحصائية والأساليب الكمية للقياس بالاعتماد على برمجية Eviews10. ونتناول هذه الدراسة من خلال نقطتين رئيسيتين تتمثل في: الإطار النظري لكل من الهيكل المالي والمخاطر المالية؛ دراسة قياسية لأثر تغير الهيكل المالي على المخاطر المالية في مطاحن عمر بن عمر للفترة (2010-2020).

6.I. - الدراسات السابقة: هناك بعض الدراسات التي تناولت بعض من جوانب الدراسة نذكر منها:
- دراسة فاطمة محمد العسيري، 2020: بعنوان أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية: دراسة تطبيقية، هدفت الدراسة للتعرف على تأثير الهيكل التمويلي على عائد الحصة السوقية في المؤسسات الشركات السعودية. حيث تكونت عينة الدراسة من (75) شركة المساهمة في سوق الأسهم السعودية في خمسة قطاعات إنتاجية حيث تم 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 Elena Alexandra Nenu, Georgeta Vintila and Stefan Cristian Gherghina، 2018: بعنوان The Impact of Capital Structure on Risk and Firm Performance: Empirical Evidence for the Bucharest Stock Exchange Listed Companies، هدفت الدراسة للمساهمة في الأدبيات من خلال التحقيق في العوامل المحركة لهيكل رأس المال للشركات من السوق الرومانية. بالنسبة لتحليل الاقتصاد القياسي، من خلال تطبيق الانحدار متعدد المتغيرات للتأثيرات الثابتة، بالإضافة إلى تقديرات بيانات اللوحة الديناميكية. وتوصلت إلى كون الرافعة المالية مرتبطة بشكل إيجابي بحجم الشركة وتقلب سعر السهم. من ناحية أخرى، فإن هيكل الدين له تأثير مختلف على أداء الشركات، سواء كان ذلك محسوبًا على المقاييس المحاسبية أو يُنظر إليه على أنه تطور في أسعار حصة السوق.

- دراسة أسامة عزمي سلامة، 2007: 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 2003/1996، وذلك باستخدام معدل المديونية كممثل لتركيبه الهيكل الرأسمالي، ومعامل بيتا كممثل لمخاطر الأسهم النظامية. وتوصلت هذه الدراسة أن هناك تأثيراً ذا دلالة إحصائية لتركيبه الهيكل الرأسمالي على مخاطر الأسهم النظامية، وأن هذا التأثير يزداد بزيادة معدل المديونية.

- دراسة بن عيشة كريمة وحياة نجار، 2020: بعنوان أثر المخاطر المالية على خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية: دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي باستخدام نماذج البائل، هدفت الدراسة لاختبار أثر المخاطر المالية على خلق القيمة لعينة مكونة من 30 مؤسسة مدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2018-2014، وقد تم استخدام متغير الانحراف صافي الدخل إلى مجموع الأصول للتعبير عن المخاطر المالية والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للتعبير عن خلق القيمة، أما متغيرات الحجم، فرص النمو والمردودية المالية استخدمت كمتغيرات ضابطة. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي لكل من المخاطر المالية، الحجم وفرص النمو على خلق القيمة في المؤسسات عينة الدراسة، في حين لم يسجل أي أثر للمردودية المالية على خلق القيمة.

- دراسة ياسين قطوفي ومحمد براق، 2020: بعنوان أثر المخاطر المالية على الأداء المالي لشركات التأمين التكافلي السعودية دراسة قياسية (2010-2018)، هدفت الدراسة لتسليط الضوء حول آثار المخاطر المالية على الأداء المالي لشركات التأمين التكافلي السعودية، حيث تم أخذ عينة تتكون من عشر شركات (10). وكشفت الدراسة وجود علاقة مهمة مشتركة بين متغيرات المخاطر المالية والأداء المالي لشركات التأمين السعودية. حيث توصلت إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة مخاطر الاكتتاب والسوق والعائد على الأصول، وأن كل من مخاطر السيولة، مخاطر إعادة التأمين، حجم الشركة، مخاطر الملاءة لها علاقة إيجابية بالأداء المالي. في حين لم يكن أية علاقة بين مخاطر إعادة التأمين والسوق مع العائد على الأصول.

بعد عرض أهم الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة، نجد أن دراستنا قد تتفق مع تلك الدراسات في نقاط معينة كما قد تختلف معها في نقاط أخرى، نتيجة لاختلاف الزمان والمكان التي تمت فيها، ووجهات النظر أو الزاوية التي ستتم من خلالها معالجة الموضوع. فبالرغم من تعدد الدراسات السابقة إلا أن القليل منها فقط حاول الجمع بين موضوع الهيكل المالي وموضوع المخاطر المالية. وما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة أنها ملزمة وشاملة لمختلف جوانب موضوع الدراسة وحديثة من حيث الإحصائيات والنتائج المتوصل، وذلك بالاعتماد على الجانب الكمي الإحصائي القياسي في تحديد الأثر وعلاقة السببية بين الهيكل المالي والمخاطر المالية في المؤسسة محل الدراسة.

II- الإطار النظري للهيكل المالي والمخاطر المالية

II-1- تعريف الهيكل المالي : يعرف الهيكل المالي بأنه: " تلك التوليفة من الأموال الخاصة والقروض التي تستعملها المؤسسة في تمويل استثماراتها " (Depallens & Jobard, 1997, p. 811).

وهناك من يقول أن الهيكل المالي هو: "نسبة كل من المطلوبات وحقوق الملكية منفردة إلى مجموع مصادر التمويل، والذي يؤثر في مخاطر المؤسسة وربحياتها." (مدلول العارضي، 2013، صفحة 39)

ومن خلال ما سبق يمكن القول أن الهيكل المالي للمؤسسة ما هو إلا مزيج أو تشكيلة من الأموال التي تستخدمها المؤسسة في تمويل استثماراتها وموجوداتها، على اختلاف وتنوع مصادر الحصول عليها سواء كانت داخلية أو خارجية.

II-2- سمات الهيكل المالي : هناك العديد من السمات التي يتصف بها الهيكل المالي وذلك للوصول إلى تعظيم قيمة المؤسسة ومراعاة مصالح الملاك وبقية الأطراف ذات العلاقة بها، وتتمثل أهم السمات المميزة للهيكل المالي: (محمد العسيري، 2020، صفحة 63)

✓ **الربحية والمرونة:** يجب أن يعمل الهيكل المالي على تحقيق أقصى العوائد وتلبية احتياجات المؤسسة في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة، مع قابليته لتعديل المصادر التمويلية؛

✓ **القدرة على الوفاء بالديون:** فالمؤسسة ملزمة بالحفاظ على قدرتها للوفاء بالتزاماتها وتجنب الملاك مخاطر مالية إضافية؛

✓ **الرقابة:** وتتم من خلال تقليل المخاطر لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة.

II 3- مكونات الهيكل المالي: يعرف التمويل في المؤسسة الاقتصادية بأنه توفير للموارد المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية، أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة واستخدامها لبناء الطاقات الإنتاجية من أجل إنتاج السلع والخدمات (الخوني و حساني، 2008، صفحة 95). أي إمداد المشروع والمؤسسة بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها (الحاج، 2002، صفحة 21). ويمكن الحصول على التمويل لتنوع الهيكل المالي من خلال إما التمويل بالملكية أو التمويل بالدين: (سهايلية و بوكثير، 2017، صفحة 244)

✓ **التمويل بالملكية (الأموال الخاصة):** تتمثل في الأموال التي تخص المؤسسة وتملكها، ومن أهم مكوناتها رأس المال الصادر (الأسهم العادية) والأرباح المحتجزة والاحتياطات، ويشير رأس المال الصادر إلى ضرب عدد الأسهم والقيمة الاسمية للسهم، ويتعلق بالمؤسسات المصدرة للأسهم بالبورصة؛

✓ **التمويل بالدين (الديون):** ويتم التمويل بالديون بموجب شروط وإجراءات تتحدد في ضوء توفر الأموال وعوائد الفرصة البديلة، وبعد تقييم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها.

II 4- مفاهيم عامة حول المخاطر المالية : تتعدد المخاطر التي تواجهها المؤسسات الاقتصادية خلال مسارها، حتى يمكن القول أن المخاطر من العناصر اللازمة الأنشطة الاقتصادية، كونها جزء لا يتجزأ من عمل المؤسسات الاقتصادية خاصة مع ارتفاع حدة المنافسة والتطور التكنولوجي، وزيادة حدة المعاملات في السلع والخدمات.

II 4-1- مفهوم المخاطر في المؤسسة الاقتصادية : للمخطر عدة تعاريف نوجزها فيما يلي: يعرف بأنه: "احتمال وقوع حادث له انعكاسات سلبية أو ايجابية على المؤسسة. (L.Head, 2009, pp. 11,12)

ويعرف على أنه: "الانحراف في النتائج الذي يمكن أن يحدث خلال فترة محددة في موقف معين". (أبو بكر و السيفو، 2019، صفحة 27). كما يعرف أيضا: "باحتمال وقوع خسارة، أي هو الخسارة المادية المحتملة نتيجة لحدوث حادث معين". (حمودة و الهانسي، 2001، صفحة 11)

II 4-2- مفهوم المخاطر المالية : ينظر للمخاطر المالية بأنها: "الخسائر المحتملة نتيجة تقلبات المتغيرات المالية، وتكون هذه المخاطر في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة، حيث أن المؤسسة تكون في وضع مالي لا تستطيع فيه مواجهة التزاماتها من أصولها الجارية". (معتوق و سعيدي، 2015، صفحة 237) أي يتمثل المخطر المالي في ارتفاع مخطر الاستغلال بسبب اللجوء للاستدانة، أي جلب موارد مالية في شكل ديون من شأنه أن

يؤثر سلبا على مردودية المؤسسة. (بن ساسي و قريشي، 2006، صفحة 459) وتعرف أيضا 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". (مصطفى الشيخ، 2008، صفحة 125)

وفي الأخير تعتبر المخاطر المالية 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 شاملة المبيعات والمشتريات والاستثمارات والقروض والأنشطة المختلفة الأخرى للأعمال. وتجدر الإشارة أن دراستنا تشير للمخاطر المالية على أنها المخاطر الإضافية التي تتحملها المؤسسة والمساهمين بسبب الإفراط في عملية الاستدانة.

II 4-3- مسببات المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية : إن المخاطر مرتبطة باحتمال اختلاف النتائج الفعلية أو الحقيقية عن النتائج المتوقعة، وثمة أسباب تؤدي إلى حدوث درجات متفاوتة من المخاطرة، يمكن أن تنتج المخاطر التي تواجه أي مؤسسة وأنشطتها من عوامل خارجية وداخلية خاصة بالمؤسسة، كما أن بعض المخاطر قد تنتج من عوامل داخلية وخارجية معا، حيث هناك ثلاثة مصادر رئيسية للمخاطر المالية: (Horcher، 2005، صفحة 2)

✓ المخاطر المالية الناشئة عن تعرض المؤسسة للتغيرات في أسعار السوق، مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار السلع؛

✓ المخاطر المالية الناشئة عن الإجراءات والمعاملات مع المؤسسات الأخرى مثل البائعين، العملاء، المقرضين والأطراف المقابلة في معاملات المشتقات؛

✓ المخاطر المالية الناجمة عن الإجراءات الداخلية أو فشل المؤسسة، وخاصة الأشخاص والعمليات والأنظمة.

II 4-4- قياس المخاطر المالية : يمكن قياس المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة بشكل كمي باستخدام مجموعة طرق وأساليب. والجدول الموالي يوضح أهم الأساليب الإحصائية المستخدمة في قياس المخاطر المالية.

الجدول (01): 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: $\text{المدى المطلق} = \text{أكبر قيمة} - \text{أقل قيمة}$
التوزيعات الاحتمالية	عبارة عن أداة كمية أكثر دقة من المدى، من خلال تتبع سلوك المتغير بحساب احتمال الوقوع في الخطر، أي تحديد القيم المتوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة، وبذلك تحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم. وتستخدم 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 اتساعا نحو الطرفين، كان ذلك مؤشرا على ارتفاع مستوى الخطر للأصل.
الانحراف المعياري	يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية استخداما 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 لأصليين 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: $Cv = \frac{\sigma}{E(Rx)}$	
إن المعامل بيتا يبين درجة حساسية قيم الأصل نحو التغيرات التي تحدث في أصل آخر. ويمكن أن نعبر عن المعامل β للمخاطر التي تتعرض له الأصول من مخاطر عامة وخاصة وفقا للعلاقة الآتية: $\beta_i = \frac{cov(ri,rm)}{\sigma_{rm}^2}$	معامل بيتا
يعتبر التحليل المالي من الأنشطة الهامة للإدارة المالية حيث تعتمد على تحليل البيانات التاريخية للكشف عن العوامل ذات التأثير، عن طريق تحويل الكم الكبير من البيانات التاريخية إلى كم أقل ذو معلومات أكثر فائدة تساهم في اتخاذ القرار، ويعتمد قياس المخاطر المالية بالمؤسسة على مجموعة نسب ومؤشرات أهمها: 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.	أدوات التحليل المالي
حيث: σ^2: التباين (مربع الانحراف المعياري) R_i: عائد الأصل (i) $\bar{R}$: متوسط عائد الورقة المالي $E(Rx)$: الوسط الحسابي $cov(ri,rm)$ هو التباين بين العائد على الأصول والعائد على محفظة السوق σ_{rm}^2: انحراف المعياري لعائد السوق	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على:

-Jordan Bradford, Miller Thomas, **Fundamental of investments:Valuation and Management**, 8th edition, McGraw-Hill Companies Inc, United State of America, 2017, p: 399.

-جميل أحمد توفيق، أساسيات إدارة المالية، بدون رقم للطبعة، دار النهضة العربية للنشر، لبنان، بدون سنة نشر، ص ص: 279- 278.

-خالد وهيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص: 41.

-عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الطبعة الثانية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2007، ص ص: 70، 79.

-عماد توما كرش، علم الإحصاء، بدون رقم للطبعة، دار الجامعة للنشر، العراق، 2014، ص: 75.

-محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، بدون رقم للطبعة، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2001، ص: 260.

II 4-5- علاقة الهيكل المالي بالمخاطر المالية : يقصد بالمخاطر المالية تلك المخاطر الإضافية التي يتحملها أصحاب الأسهم العادية والنتيجة عن اعتماد الإدارة على القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة في هيكل تمويل موجودات المؤسسة، بسبب ما تتحمله الإدارة من تكلفة ثابتة كالفائدة، واحتمالات عدم القدرة على سداد أصل القرض في أوقات استحقاقها أو الفائدة أو كلاهما معا، فهي مخاطرة مرفوعة بالقروض، والمنطلق أنه كلما زاد حجم القرض في الهيكل المالي كلما زاد حجم المخاطر. والأصل في هذه المخاطر ليس الاقتراض بحد ذاته وإنما احتمالات انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة المدفوعة على تلك القروض، وهذا يعني تعرض الإدارة المالية إلى خسائر بسبب انخفاض دون مستوى ما تتحمله من تكلفة وهذا بحد ذاته مخاطر مالية. (شخاتره، 2012، صفحة 749)

فالمخاطر المالية ترتبط بقرارات التمويل، أي ترتبط باختيار المؤسسة للمزيج الذي يكون هيكلها المالي، وينتج عن الرفع المالي ارتفاع في درجة مخاطر التي قد يتعرض لها المساهمين، وذلك لزيادة احتمال عدم القدرة على خدمة الدين، لذلك تحاول المؤسسة الموازنة بين أثر الاقتراض والعائد على الملكية وكذلك درجة المخاطر. ومن هنا يمكن القول أن الموازنة بين المديونية وحقوق الملكية وصولا إلى المزيج الأمثل بعد جملة من القرارات الصائبة يؤدي ذلك إلى تقليل تكلفة الأموال. (حسين سمعان، 2015، صفحة 144) وبسبب وجود عدة مصادر

للتمويل فإنه من الممكن أن يظهر تباين بين الشركات في مدى اعتمادها على الاقتراض، أو حقوق الملكية لتمويل مشاريعها ونشاطاتها المختلفة، أي سيكون هناك اختلاف في الهياكل المالية لهذه المؤسسات. (شلاش، البقوم، و العون، 2008) حيث يعتبر الرفع المالي من العوامل المؤثرة على شكل وطبيعة الهيكل المالي داخل المؤسسة، وقد ظهر ذلك من خلال طرح النظرية التقليدية بداية خمسينات القرن الماضي، فوفقا للنظرية التقليدية يمكن استخدام الاقتراض بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية، ولم تحدد هذه النظرية كمية الاقتراض المعقولة وإنما دعت المؤسسات إلى المحافظة بين درجة المخاطر المرتبطة بزيادة حجم الديون من جهة، والانتفاع من مزاياها من جهة أخرى، ذلك لأن الخطر المالي والتمويلي سيزداد إلى درجة يهدد بها وجود المؤسسة ومستقبلها في حالة زيادة الديون عن الحد المعقول (وفقا لهذه النظرية). (الحمدوني و الصبيحي، 2012) أما عن العلاقة الرابطة بين الهيكل المالي والمخاطر المالية تتمثل في كون الرفع المالي يعمل على إضافة المخاطر المالية إلى مخاطر العمل التي تواجه المؤسسة ومالكها، وذلك لما يترتب عليه الرفع المالي من التزامات وأعباء خدمة الدين وفوائده. وتبرز هذه السلبيات عندما لا تنجح المؤسسة في تحقيق عوائد كافية لتغطية كلفة الدين والمخاطر المالية، مما ينعكس سلبا بسبب انخفاض العائد على الاستثمار وإلى إيذاء سمعة المؤسسة الاقتصادية، الحد من قدرتها على الاقتراض، وإلى احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة وتعريضها إلى خطر التصفية. (خشيش، 2013، صفحة 29)

III- دراسة تطبيقية لأثر الهيكل المالي على المخاطر المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة (2010 -

2020) : بعد تعرضنا في الجانب النظري لكل من الهيكل المالي والمخاطر المالية نحاول إسقاطه على الواقع التطبيقي من خلال إبراز أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

III-1- تعريف بالمؤسسة محل الدراسة : تعتبر مؤسسة عمر بن عمر أحد أهم المعاملين الاقتصاديين الرئيسيين في مجال الصناعة الغذائية في الجزائر بخبرتها الطويلة في هذا المجال، حيث تأسست مؤسسة عمر بن عمر في 1984 على يد السيد عمر بن عمر، وذلك بإنشاء وحدة صغيرة لتعليب الطماطم، الهريسة، والمربى في بلدية بوعاتي محمود بولاية قالمة، وبعد وفاة عمر بن عمر تولى الأبناء مسؤولية إدارة الشركة وعملوا على تطويرها وتوسيعها لتصبح الآن مجمع يضم سبعة مؤسسات وهي: مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للمصبرات الغذائية CAB؛ مؤسسة أفق تنمية الزراعة HDA؛ مؤسسة بن عمر للترقية العقارية BPI؛ مؤسسة عمر بن عمر للسياحة BPT؛ مؤسسة مطاحن عمر بن عمر MAB والتي تتمحور دراستنا حولها.

تأسست مؤسسة مطاحن عمر بن عمر في جوان 2000، وتعتبر من الناحية القانونية شركة ذات مسؤولية محدودة برأس مال قدره 500 مليون دج. تقع مؤسسة مطاحن عمر بن عمر ببلدية الفجوج في الشرقي لولاية قالمة وتترع على مساحة تقدر بـ 42500 م². تقوم مؤسسة مطاحن عمر بن عمر بإنتاج المواد الغذائية سميذ 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: وحدة المطاحن ووحدة العجائن والكسكس.

III-2- طبيعة العلاقة بين المتغيرات : لتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة اعتمدنا على سلسلة زمنية فصلية ممتدة من 2010 إلى 2020، وذلك من أجل استخدام تقنية نموذج VAR.

III-2-1- التعريف بمتغيرات الدراسة القياسية : أي نموذج قياسي لتفسير ظاهرة ما يجب أن يحتوي على متغير تابع، متغيرات مفسرة والمتغير العشوائي. والجدول الموالي يوضح متغيرات الدراسة وكيفية الوصول إليها.

الجدول (02): متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

المتغيرات المستقلة وطريقة تحديدها	
نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات DTA	إجمالي القروض / إجمالي الموجودات
ونسبة القروض إلى حقوق الملكية DTR	إجمالي القروض / حقوق الملكية
المتغيرات التابعة وطريقة تحديدها	
الاستقلالية المالية FI	ديون طويلة ومتوسطة الأجل / الأموال الخاصة
القدرة على السداد CP	ديون طويلة ومتوسطة الأجل / القدرة على التمويل الذاتي
نسبة التداول CR	الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة
المردودية المالية RF	النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الدراسات السابقة والأسس النظرية.

III-2-2- مصادر بيانات متغيرات الدراسة : اعتمدت الدراسة التطبيقية في مؤسسة مطاحن عمرين عمر على سلاسل زمنية طويلة نسبيا تتضمن 44 مشاهدة بعد تحويل بيانات سنوية إلى بيانات ربع سنوية (فصلية) اعتمادا على برمجية Eviews 10، وتم الحصول على البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة من خلال القوائم المالية للمؤسسة للفترة (2010-2020)، وقد تم أخذ قيم المتغيرات في شكل نسب مئوية لكل من: نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات DTA، الاستقلالية المالية FI، نسبة التداول CR و المردودية المالية RF، في حين القدرة على السداد CP ونسبة القروض إلى حقوق الملكية DTR في شكل معدل.

III-3-2- العلاقة التي تربط المتغيرات التابعة بالمتغيرات المفسرة حسب المنطق النظري :

✓ تحمل المؤسسة لدرجة مخاطر أكبر إذا كانت الديون تمثل الجزء الأكبر من هيكلها المالي، فالعائد على حقوق الملكية يتأثر بالزيادة والنقصان وبدرجة كبيرة إذا حدثت تذبذبات في صافي أرباحها من جهة، وفي المخاطر المالية التي تتحملها المؤسسة الناجمة عن الاستدانة، ويعود تحقيق أرباح تتناسب مع حجم الديون إلى مدى كفاءة الإدارة المالية للمؤسسة محل الدراسة؛

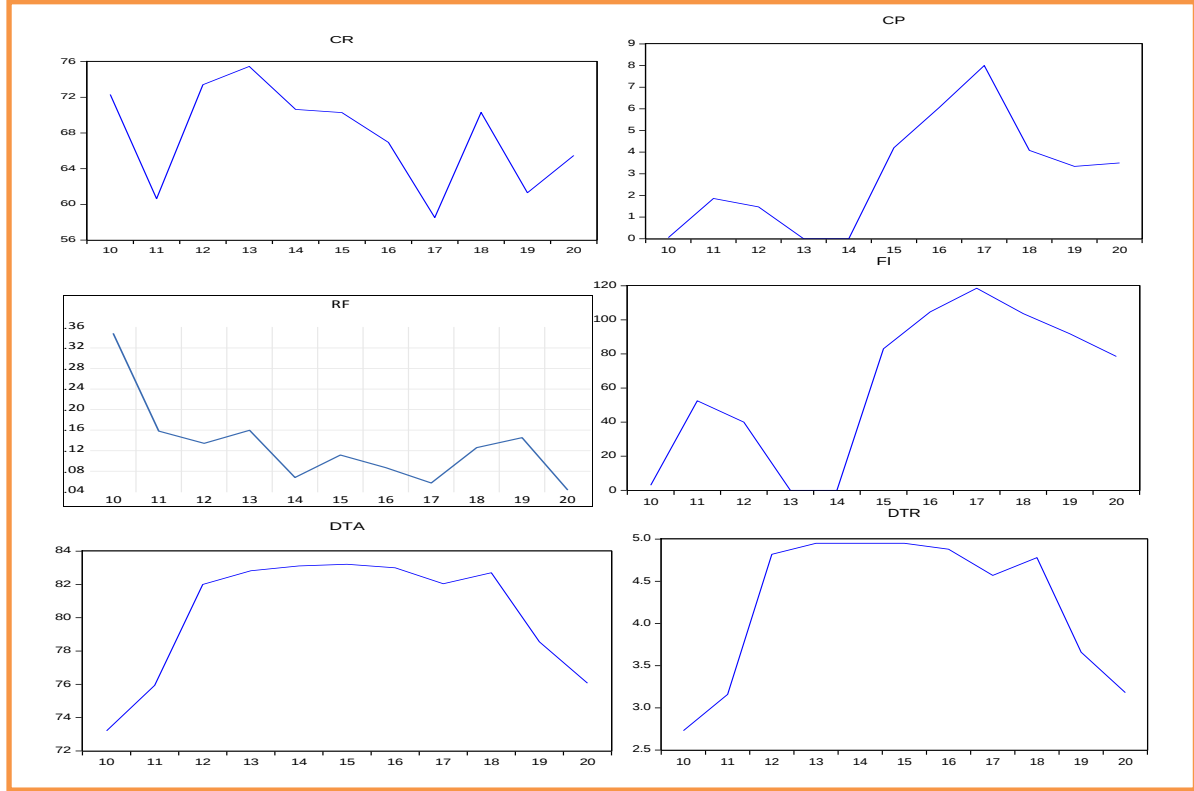
✓ لجوء المؤسسة إلى الاستدانة عند تشكيل هيكلها المالي يجعل المؤسسة تتقيد بمتغيرين تأثير كل منها يتماشى مع حجم الاستدانة نفسها: الأول هو القدرة على الوفاء، فالأموال المقترضة عبارة عن أموال الغير يجب إرجاعها إلى أصحابها والالتزام بتسديدها في تواريخ استحقاقها وبالنسبة إلى المقرضين هناك طريقتين لاسترجاع أموالهم إما عن طريق نشاط المؤسسة والنتائج التي تولدها أو عن طريق بيع تثبيتها في حالة تصفيتها (الضمانات)، أما القيد الثاني فهو الاستقلالية المالية فكلما اعتمدت المؤسسة على الديون كلما تقلصت فرص تحصيلها مستقبلا على موارد جديدة لتمويل مشاريعها واستثماراتها، وبالرغم من مميزات الاستدانة إلا أنها تتيح نوعا ما للغير (المقرضين) المشاركة في اتخاذ القرار؛

✓ العلاقة بين الهيكل المالي والمخاطر المالية علاقة طردية، فزيادة درجة الرفع المالي تؤدي إلى زيادة المخاطر، لأن ذلك يرفع ويزيد من ضغوطات المؤسسة، فهي ملزمة بدفع الفوائد والأقساط في تواريخها المحددة بغض النظر عن موقعها النقدي، الأمر الذي يؤدي إلى خلق اضطرابات مالية لها تكلفة تفوق المزايا المحققة من الاقتراض .

III-2-4- دراسة تحليلية إحصائية لتطور متغيرات الدراسة : تتغير متغيرات الدراسة من فترة إلى أخرى نتيجة لتغير الظروف المحيطة والمؤثرة على مؤسسة الدراسة، حيث يتم تتبع تغير المتغيرات المستقلة والتابعة

في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر خلال الفترة (2010-2020)، والشكل رقم (01) يوضح تطور مختلف المتغيرات المعبرة عن هيكل المالي والمخاطر المالية خلال فترة الدراسة.

الشكل (01): تطور متغيرا الدراسة في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة (2010-2020)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10.

ومن خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن:

✓ **قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها CP:** قد عرفت تذبذبا خلال فترة الدراسة، حيث حققت أفضل معدل لها خلال الفترة (2010-2014)، وذلك لقدرة المؤسسة على سداد ديونها بالاعتماد على قدرتها الذاتية فقط أي دورة الاستغلال، لترتفع النسبة سنة 2015 لتصل إلى 4.2 مرة وتستمر في الارتفاع إلى غاية 2017 لتصل إلى 08 مرات مما يدل على مواجهة المؤسسة لصعوبات في تسديد ديونها، وهذا راجع لتدهور قدرتها الذاتية والزيادة المعتبرة لديونها المالية وذلك لقيام المؤسسة باستثمارات إضافية، لتعود النسبة للانخفاض مجددا خلال الفترة (2018-2020) لتكون على التوالي (4.08، 3.34، 3.5)، وخلاصة القول أن مؤسسة عمر بن عمر وقعت في خطر أو عجز نسبي لعدم كفاية مواردها الذاتية على تسديد التزاماتها خلال الفترة (2015-2020):

✓ **السيولة المتداولة CR:** وقد سجلت قيما بين الارتفاع والانخفاض كان مجملها أقل من النسبة المعيارية المقدرة بـ 100% (أي الواحد) طيلة فترة الدراسة، حيث كانت نسبة السيولة المتداولة سنة 2010 تقدر بـ 72.31%، لتتخفض سنة 2011 ثم لتعاود الارتفاع لسنتين متتالين لغاية 2014 لتكون على التوالي (50.63%، 73.4%، 75.45%، 70.64%)، لتعيد الانخفاض مجددا إلى غاية 2020، حيث يمكن القول أن مؤسسة عمر بن عمر تعاني من مشاكل نسبية في توفير السيولة؛

✓ **الاستقلالية المالية FI:** وهي الأخرى عرفت تذبذبا طيلة فترة الدراسة، حيث تسمح FI بإظهار مدى ارتباط المؤسسة بمقترضها وحجم الأموال الخاصة و الديون في هيكلها المالي، ونلاحظ أن مؤسسة عمر بن عمر قد سجلت سنة 2010 معدلات ضئيلة من FI نظرا لضآلة حجم الديون مقارنة مع الأموال الخاصة مما يدل على عدم ارتباطها مع الجهات المانحة للاقتراض، لترتفع النسبة إلى 52.51% سنة 2011 و 40% سنة 2012 لتدل على استقلالية نسبية للمؤسسة خلال هذه الفترة، لتتراجع سنة 2013 و 2014 نظرا لعدم اعتماد المؤسسة للديون خلال هذه الفترة، لترتفع النسبة مجددا سنة 2015 إلى غاية 2020 لتكون على التوالي (80.02%، 104.66%، 118.56%، 103.63%، 91.81%، 78.52%) لتدل على عدم استقلالية المؤسسة خلال هذه الفترة وارتباطها بدائنها، ويمكن القول أن هيكل المالي لمطاحن عمر بن عمر مثقل بالديون؛

✓ **المردودية المالية RF:** تسمح المردودية المالية أو الأموال الخاصة بتقييم قدرة المؤسسة على مكافئة المساهمين، وترتبط هذه المردودية بالمردودية الاقتصادية وكذا بمستوى وتكلفة الاستدانة، وتعد دلالة على مدى كفاءة استثمار الأموال الخاصة وما ينتج عنه من ربح ومردود. حيث من خلال الشكل رقم (01) شهدت مؤسسة مطاحن عمر بن عمر تذبذبا في مردوديتها المالية خلال فترة الدراسة حيث حققت سنة 2010 أعلى قيمة لها المقدرة بـ 34.78% لتتخفض بعد ذلك سنتي 2011 و 2012 نظرا لتراجع النتيجة الصافية، ولترتفع مجددا سنة 2013 نتيجة تحسن المردودية الاقتصادية للمؤسسة، لتعرف انخفاض مجددا إلى غاية 2017 لتصل إلى 5.71% نظرا لانخفاض النتيجة الصافية للمؤسسة وارتفاع أموالها الخاصة، إلا أنه خلال السنوات الأخيرة لفترة الدراسة هناك ارتفاع ملحوظ نوعا ما لتستقر عند 14.53% سنة 2019 لتتخفض مجددا سنة 2020 مسجلتا أدنى نسبة لها المقدرة بـ 4.4% نتيجة لتدهور نتائج المؤسسة بسبب جائحة الكورونا التي هزت الاقتصاد الجزائري ككل؛

✓ **نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات DTA:** عرفت تذبذبات ما بين الارتفاع والانخفاض طيلة فترة الدراسة حيث تجاوزت النسبة المعيارية (المقدرة بـ 60%)، وقد كانت DTA خلال فترة الدراسة في حدود (73.21% - 83.11%) مما يدل على مواجهة المؤسسة لمخاطر مالية عالية، بالإضافة إلى فقدانها لاستقلاليتها المالية وثقل هيكلها المالي بمصادر تمويل ذات التكلفة الثابتة (ديون)، مما يتوجب على المؤسسة إعادة النظر لهذه النسبة كونها مؤشر مهم والعمل على تحسينها؛

✓ **نسبة الديون إلى حقوق الملكية DTR:** وتعتبر أفضل مؤشر للوضعية المالية للمؤسسة وهيكلها المالي على المدى الطويل، حيث نجد أن مؤسسة مطاحن عمر بن عمر خلال الفترة الممتدة ما بين 2010 إلى غاية 2020 سجلت قيم كبيرة ومتذبذبة فاقت بمجملها النسبة المعيارية المقدرة بالواحد، وقد كانت على التوالي (2.73، 3.16، 4.55، 4.82، 4.95، 4.88، 4.57، 4.78، 3.66، 3.18)، ومنه نستخلص أن DTR لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر جد مرتفعة وهو مؤشر غير جيد يدل على تعرض المؤسسة لمخاطر مالية بشكل كبير لكون هيكلها المالي مثقل بالديون، مما يؤدي لفقدان المؤسسة لتحررها المالي ويضعف ضمان الدائنين في تحصيل ديونهم.

III-3- اختبار الإستقرارية لمتغيرات الدراسة (اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) لاستقرارية السلاسل) : من أجل تحديد أثر المتغير المفسر على المتغير التابع لا بد من تحديد مدى استقرارية السلاسل وفقا لاختبار ADF، والجدول رقم 03 يوضح نتائج الاختبار.

الجدول (03): نتائج اختبار جذر الوحدة لإستقرارية السلاسل حسب اختبار (ADF)

اختبار ADF						
المتغير	اختبار المستوى بقاطع	اختبار الفروق الأولي بقاطع	اختبار الفروق الثاني بقاطع	اختبار الفروق الثالث بقاطع	اختبار الفروق الثاني بقاطع	درجة التكامل $I(D)$
FI	0.2989	0.0686	0.2586	0.5982	0.0000	$I(2)$
CP	0.2781	0.2396	0.2068	0.5044	0.0000	$I(2)$
CR	0.0016	0.0108	/	/	/	$I(0)$
RF	0.1479	0.3001	0.5113	0.8948	0.0000	$I(2)$
DTA	0.6478	0.6957	0.4279	0.7776	0.0027	$I(2)$
DTR	0.2293	0.0111	0.1456	0.0013	0.0000	$I(2)$

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10.

من خلال الجدول نلاحظ كل السلاسل (الاستقلالية المالية، القدرة على السداد، المردودية المالية، نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات، نسبة القروض إلى حقوق الملكية) غير مستقرة في المستوى سواء بقاطع أو بقاطع واتجاه عام (القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم الجدولية) باستثناء نسبة التداول المستقرة في المستوى سواء بقاطع أو بقاطع واتجاه عام، كما نلاحظ من خلال الجدول أن كل السلاسل لم تستقر في الفروق الأولى (سواء بقاطع أو بقاطع واتجاه عام) حيث أن (القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم الجدولية بالقيمة المطلقة) بالنسبة لاختبار ADF، فبقية السلاسل فقد استقرت في الفروق الثانية سواء بقاطع أو قاطع واتجاه عام حيث أصبحت القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر من القيم الجدولية بالقيمة المطلقة، إذن السلاسل مستقرة ومتكاملة في المستوى والفروق الثانية $I(0,2)$.

III-4- اختبار السببية لغرانجر (Granger Causality Test) : تعني العلاقة السببية في الاقتصاد قدرة أحد المتغيرات على التنبؤ (تسبب في) في متغير آخر، والجدول رقم 04 يوضح نتائج اختبار السببية لغرانجر لمتغيرات الدراسة.

الجدول (04): نتائج اختبار سببية

الاحتمال	عدم التسبب	الاحتمال	عدم التسبب	الاحتمال	عدم التسبب
0.0013	DDDTA لا يتسبب CRI	0.9993	DDCP لا يتسبب DDDTR	0.9942	DDDTA لا يتسبب DDFI
0.0392	DDDTA لا يتسبب DDFI	0.9684	DDCP لا يتسبب DDDTR	0.9167	DDDTA لا يتسبب DDFI
0.0003	DDDTA لا يتسبب DDFI	3.E-09	CR لا يتسبب DDDTA	0.9998	DDDTA لا يتسبب DDFI
0.6739	DDDTA لا يتسبب DDFI	0.0010	CR لا يتسبب DDDTA	0.9600	DDDTA لا يتسبب DDFI
0.0844	DDDTA لا يتسبب DDFI	5.E-10	CR لا يتسبب DDDTR	0.9969	DDDTA لا يتسبب DDFI
				0.9600	DDCP لا يتسبب DDDTA

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews 10.
من خلال الجدول نلاحظ أن كل القيم الاحتمالية أكبر من مستويات المعنوية الثلاث باستثناء القيم الخاصة بـ CR و RF فهي أقل من مستويات المعنوية الثلاث، وبالتالي فسببية غرانجر تعمل في اتجاهين من CR إلى DDDTA ومن DDDTA إلى CR ومن CR إلى DDDTR ومن DDDTR إلى CR ، ومن RF إلى DDDTA ومن DDDTA إلى RF.
III-5- نموذج الدراسة :

III-5-1- اختبار عدد مدد التباطؤ الزمني لنموذج VAR (Selection Tho Lag Length) : لاعتماد نموذج الانحدار الذاتي (VAR) فانه أولا يجب تحديد العدد الأمثل لمدد التباطؤ الزمني (Lag Length) وذلك من خلال المعايير الإحصائية التالية: (معياري أكايك AIC، معيار شوارتز SIC، معيار هانن كون HQ، حيث يتم اختيار أقل قيمة لكل معيار والتي يقابلها التباطؤ الزمني الأمثل، والجدول رقم 05 يلخص النتائج.

الجدول (05): درجة التأخر المعتمدة في نموذج VAR

النموذج	01الاستقلالية المالية	02 القدرة على السداد	03 نسبة التداول	04 المردودية المالية
درجة التأخير	3	3	3	3

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10
حسب عدد المشاهدات الـ 39 في دراستنا ومن الجدول أعلاه نأخذ درجة التأخر والتي تقابل أصغر قيمة في كل مقياس (HQ, SC, AIC, FPE) والتي توافق (P=3).

III-5-2- معايير نموذج VAR (Vector Auto Regression) للمتغيرات المعتمدة في الدراسة : من خلال نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR يعتمد كل متغير على القيم السابقة له والقيم السابقة للمتغيرات الأخرى وفقا لفترات التباطؤ المحددة، والجدول الموالي يوضح نتائج الاختبار للنماذج الأربعة.

الجدول (06): نتائج معايير نموذج VAR للنماذج الأربعة

النموذج الأول الخاص بالاستقلالية المالية		
DDFI = - 0.8066*DDFI(-1) - 0.6006*DDFI(-2) - 0.5434*DDFI(-3) - 0.2523*DDDTA(-1) - 0.3161*DDDTA(-2) + 0.125049129187*DDDTA(-3) + 1.3856*DDDTR(-1) - 0.7500*DDDTR(-2) - 9.4447*DDDTR(-3) - 0.3059		
R = 0.841829	N = 39	F = 17.14949
النموذج الثاني الخاص القدرة على السداد		
DDCP = - 0.7752*DDCP(-1) - 0.5279*DDCP(-2) - 0.4189*DDCP(-3) - 0.0070*DDDTA(-1) - 0.0034*DDDTA(-2) +		

$0.0182*DDDTA(-3) - 0.0600*DDDTA(-1) - 0.3245*DDDTA(-2) - 0.7936*DDDTA(-3) - 0.0094$		
R = 0.755368	N = 39	F = 9.949469
النموذج الثالث الخاص بنسبة التداول		
$CR = 1.017*CR(-1) - 0.1111*CR(-2) - 0.2383*CR(-3) - 0.7225*DDDTA(-1) - 1.2056*DDDTA(-2) - 1.2460*DDDTA(-3) + 7.3378*DDDTA(-1) + 11.4677*DDDTA(-2) + 10.6307*DDDTA(-3) + 5.0334$		
R = 0.879647	N = 39	F = 23.55084
النموذج الرابع الخاص بالمردودية المالية		
$DDRF = - 0.0583*DDDTA(-1) - 0.1004*DDDTA(-2) - 0.126691*DDDTA(-3) + 0.11513*DDDTA(-1) + 0.1679*DDDTA(-2) + 0.146723150707*DDDTA(-3) - 0.5282*DDRF(-1) - 0.1682*DDRF(-2) + 0.0886*DDRF(-3) + 0.08969$		
R = 0.791365	N = 39	F = 12.2229

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10.

من خلال المعادلة أعلاه نلاحظ أن:

✓ في النموذج الأول:

• هناك علاقة عكسية بين نسبة الاستقلالية المالية وقيمها المؤخرة الأولى، الثانية والثالثة (إشارة سالبة)، ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع نسبة الاستقلالية المالية لسنة ما فيتوقع أن يتراجع هذا الارتفاع في ثلاث سنوات المقبلة، وأن انخفاض الاستقلالية المالية لسنة ما فيتوقع أن يتراجع هذا الانخفاض في ثلاث سنوات مقبلة، ويرجع هذا التغير إلى توجهات النشاط الاقتصادي للشركة وناهيك عن ذلك نتيجة فإن ارتفاع نسبة الاستقلالية المالية يعتبر مؤشر غير جيد لأي مؤسسة ويدل على تعرضها لمخاطر مالية، كون هذه النسبة مؤشر مهم تتم مراجعته من طرف الجهة المانحة للقروض، فكلما ارتفعت واجهت المؤسسة صعوبات أكثر وهو ما جعل مؤسسة مطاحن عمر بن عمر ترفع من حقوق ملكيتها، وهو ما أثر بشكل عكسي على الاستقلالية المالية مما ساهم في تحررها المالي بشكل نسبي، وهو مقبول اقتصاديا؛

• هناك علاقة طردية بين نسبة الاستقلالية المالية ونسبة القروض إلى إجمالي الموجودات بالنسبة للتأخير الثالث (إشارة موجبة)، ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه ارتفاع في الاستقلالية المالية في السنة الثالثة، وأن انخفاض نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه انخفاض في الاستقلالية المالية في السنة الثالثة. أي التأثير الإيجابي للمتغير المستقل على المتغير التابع يظهر على المدى الطويل، ويرجع هذا التغير إلى نوع السياسة التمويلية المنتهجة من طرف مؤسسة مطاحن عمر بن عمر، ففي حالة اعتمادها على القروض كمصدر أولي لتمويل استثماراتها فهذا يساهم في ارتفاع نسبة الاستقلالية المالية (مؤسسة هنا تفقد قدرتها في اتخاذ القرارات دون تدخل الجهات المانحة للقروض)، وفي حالة اعتمادها على مصادرها الذاتية كمصدر أساسي نظرا لسهولة الحصول عليها وقلّة تكاليفها فيساهم ذلك في تراجع وانخفاض نسبة الاستقلالية المالية (هنا يمكن القول أن المؤسسة تتمتع باستقلالية نسبية عن دائنها)، ويعود اختيار المؤسسة لقرار التمويل إلى نوع وعدد البدائل التمويلية المتاحة من جهة، وحالة السوق والاقتصاد من جهة أخرى، أما العلاقة العكسية بين نسبة القروض إلى إجمالي

الموجودات والاستقلالية المالية (إشارة سالبة) بالنسبة للتأخيرين أول والثاني فتشير إلى أن ارتفاع نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات لسنة ما يتوقع أن يؤثر سلبا على الاستقلالية المالية في المدى القصير والمتوسط والعكس بالعكس، ويمكن إرجاع وتفسير هذا التغير إلى اعتماد المؤسسة على القروض قصيرة الأجل بشكل أوسع مقارنة مع القروض طويلة ومتوسطة الأجل، وذلك لمواجهة عجزها في السيولة قصيرة الأجل، وهو مقبول اقتصاديا؛

- هناك علاقة طردية بين الاستقلالية المالية ونسبة القروض إلى حقوق الملكية بالنسبة للتأخير الأول والثاني (إشارة موجبة)، ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع نسبة القروض إلى حقوق الملكية لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه ارتفاع في الاستقلالية المالية في السنتين الأولى والثانية، وأن انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه انخفاض في الاستقلالية المالية في السنة الأولى والثانية. أي التأثير الإيجابي للمتغير المستقل على المتغير التابع يظهر على المدى القصير والمتوسط، أما العلاقة العكسية بين نسبة القروض إلى حقوق الملكية والاستقلالية المالية (إشارة سالبة) بالنسبة للتأخيرين الثالث فتشير إلى أن ارتفاع نسبة القروض إلى حقوق الملكية لسنة ما يتوقع أن يؤثر سلبا على الاستقلالية المالية في المدى الطويل، والعكس بالعكس، ويمكن تفسير ذلك بكون الأموال الخاصة في تزايد مستمر على عكس القروض طويلة ومتوسطة الأجل التي عرفت تذبذبا طيلة فترة الدراسة، بالإضافة إلى زيادة اعتماد المؤسسة للقروض قصيرة الأجل نظرا لسهولة الحصول عليها مقارنة مع القروض الأخرى، والعكس صحيح.

✓ في النموذج الثاني:

- هناك علاقة عكسية بين القدرة على السداد وقيمتها المؤخرة الأولى، الثانية والثالثة (إشارة سالبة) ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع القدرة على السداد لسنة ما فيتوقع أن يتراجع هذا الارتفاع في ثلاث سنوات المقبلة، وأن انخفاض القدرة على السداد لسنة ما فيتوقع أن يتراجع هذا الانخفاض في ثلاث سنوات مقبلة، ويرجع هذا التغير لكون ارتفاع القدرة على السداد لسنة ما يتوقع أن يكون لها تأثير عكسي بعد أكثر من سنتين، السبب الأول أنه عندما يرتفع مؤشر القدرة على السداد فهذا يعبر عن زيادة المخاطر المالية للمؤسسة فتعمل هذه الأخيرة على تحسين قدرتها على توليد العوائد انطلاقا من نشاطها الاستغلالي باتخاذ قرارات تمويلية واستثمارية تحقق ذلك، أما السبب الثاني هو التذبذبات الحاصلة في نتائج المؤسسة، وهو مقبول اقتصاديا؛

- هناك علاقة طردية بين القدرة على السداد ونسبة القروض إلى إجمالي الموجودات بالنسبة للتأخير الثالث (إشارة موجبة)، ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه ارتفاع في القدرة على السداد في السنة الثالثة، وأن انخفاض نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه انخفاض في القدرة على السداد في السنة الثالثة. أي التأثير الإيجابي للمتغير المستقل على المتغير التابع يظهر على المدى الطويل، ويرجع هذا التغير لتذبذب قدرات مطاحن عمر بن عمر على التمويل الذاتي وزيادة مستوى الاستدانة طيلة فترة الدراسة، أما العلاقة العكسية بين نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات والقدرة على السداد (إشارة سالبة) بالنسبة للتأخيرين الأول والثاني فتشير إلى أن ارتفاع نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات لسنة ما يتوقع أن يؤثر سلبا على القدرة على السداد في المدى القصير والمتوسط، بمعنى زيادة نسبة القروض

إلى إجمالي الموجودات يؤدي إلى تراجع القدرة على السداد والعكس بالعكس، ويمكن تفسير ذلك بتحقيق نتائج شبه معتبرة تسمح للمؤسسة بالوفاء بالتزاماتها؛

- هناك علاقة عكسية بين القدرة على السداد ونسبة القروض إلى حقوق الملكية بالنسبة للتأخيرات الثلاث (إشارة سالبة)، ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع نسبة القروض إلى حقوق الملكية لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه تراجع في القدرة على السداد في السنوات الأولى والثانية والثالثة، وأن انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه ارتفاع في القدرة على السداد في السنوات الثلاث. أي التأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع يظهر على طول الفترة، ويرجع هذا التغير إلى زيادة اعتماد المؤسسة على القروض قصيرة الأجل من جهة، والتذبذبات الحاصلة في قدرتها على التمويل الذاتي مع الزيادة المستمرة في حجم ديونها المالية من جهة أخرى، بالإضافة إلى مدى كفاءة إدارة المؤسسة محل الدراسة في تحقيق نواتج مرضية من استثماراتها، ففي حالة قيام المؤسسة باستخدام الديون المتحصل عليها في استثمارات ناجحة فيؤثر ذلك ايجابيا على نتائجها، وتحسن مقدرتها الذاتية لمواجهة التزاماتها فتتراجع الفترة المحتملة لسدادها، والعكس صحيح.

✓ في النموذج الثالث:

- هناك علاقة عكسية بين نسبة التداول وقيمها المؤخرة الثانية والثالثة (إشارة سالبة)، ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع نسبة التداول لسنة ما فيتوقع أن يتراجع هذا الارتفاع في السنتين المقبلتين، وأن انخفاض نسبة التداول لسنة ما فيتوقع أن يتراجع هذا الانخفاض في السنتين المقبلتين نتيجة لزيادة ديون المؤسسة اتجاه أحد عناصر الخصوم المتداولة مما يساهم في زيادة ديونها على المدى القصير، وهذا يجعلها تحتاج إلى سيولة أكثر من أجل الالتزام بديونها قصيرة الأجل، وكذا التغيرات الحاصلة في أصولها المتداولة طيلة فترة الدراسة، وهناك علاقة طردية بين نسبة التداول وقيمها المؤخرة الأولى بمعنى زيادة نسبة التداول لسنة ما يتوقع أن يصاحبها زيادة في قيمتها في العام المقبل، ويرجع هذا التغير إلى سياسة المالية التي تتبعها مؤسسة مطاحن عمر بن عمر على المدى القصير خلال دورة نشاطها التشغيلي، والعكس بالعكس وهو مقبول اقتصاديا؛
- هناك علاقة عكسية بين نسبة التداول ونسبة القروض إلى إجمالي الموجودات بالنسبة للتأخيرات الثلاث (إشارة سالبة)، ويعني ذلك أنه في حالة انخفاض نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه انخفاض في نسبة التداول في ثلاث سنوات، وأن انخفاض نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه ارتفاع في نسبة التداول في السنوات الثلاث القادمة، أي التأثير العكسي للمتغير المستقل على المتغير التابع يظهر على طول الفترة، بمعنى زيادة نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات يؤدي إلى تراجع نسبة السيولة المتداولة والعكس بالعكس، ويمكن تفسير ذلك بارتفاع المستمر في القروض قصيرة الأجل المعتمدة من طرف المؤسسة مقارنة مع الأصول المتداولة التي شهدت تذبذبات في قيمها طيلة فترة الدراسة؛
- هناك علاقة طردية بين نسبة التداول ونسبة القروض إلى حقوق الملكية بالنسبة للتأخيرات الثلاث (إشارة موجبة)، ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع نسبة القروض إلى حقوق الملكية لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه ارتفاع في نسبة التداول في السنوات الأولى، الثانية والثالثة، وأن انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه انخفاض في نسبة التداول في السنوات الثلاث، أي التأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع يظهر على طول الفترة، ويرجع هذا التغير إلى الزيادة التي شهدتها

المؤسسة في أموالها الخاصة وكذا ديونها الجارية، والتذبذبات الحاصلة في كل من قيمها الجاهزة والقابلة للتحقيق ومخزوناتهما، بالإضافة إلى السياسة المالية التي تنتهجها المؤسسة اتجاه تسديد ديونها قصيرة الأجل مما يجعلها في وضع جيد اتجاه التزاماتها في المدى القصير بشكل يحسن من سيولتها المتداولة، والعكس صحيح.

✓ في النموذج الرابع:

- هناك علاقة طردية بين المردودية المالية وقيمتها المؤخرة الثالثة (إشارة موجبة)، ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع المردودية المالية لسنة ما فيتوقع أن يستمر هذا الارتفاع في السنة، وأن انخفاض المردودية المالية لسنة ما فيتوقع أن يستمر هذا الانخفاض في السنتين المقبلتين، ويرجع هذا التغير إلى توجهات النشاط الاقتصادي للمؤسسة (مطاحن عمر بن عمر) خلال الدورات الاقتصادية المتكررة والمتعاقبة (سنوات من الرواج الاقتصادي تتبعها سنوات من الانكماش في النشاط الاقتصادي)، أما العلاقة العكسية بين المردودية المالية وقيمتها المؤخرة الأولى والثانية فتشير إلى أن ارتفاع المردودية المالية لسنة ما يتوقع أن يكون لها تأثير عكسي بعد أكثر من سنتين، نتيجة لزيادة رقم أعمال ورأس مال الشركة مما يساهم في زيادة استثماراتها وهذا ما ينعكس سلباً على المردودية المالية فتراجع على المدى المتوسط والطويل، وهو مقبول اقتصادياً، ونتيجة للتدهور المستمر في المردودية الاقتصادية والاستثمار في أصول غير منتجة للمردودية بالقدر الكافي مما أثر سلباً على المردودية المالية؛

- هناك علاقة عكسية بين المردودية المالية ونسبة القروض إلى إجمالي الموجودات بالنسبة للتأخيرات الثلاث، بمعنى زيادة نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات يؤدي إلى تراجع المردودية المالية والعكس بالعكس، ويمكن تفسير ذلك بأنه في حالة عدم فعالية الأسواق يتجنب المسكرون الضغط الناجم عن الاستدانة المتمثل في تكاليف الإفلاس وتسديد الفوائد والدفعات، ولتوفير الأموال اللازمة للتمويل تلجأ المؤسسة إلى الاعتماد على مصادرها الداخلية أي القدرة على التمويل الذاتي أولاً وفي حالة عدم كفاية هذه الأخيرة تلجأ إلى الديون كمصدر ثانوي، بالإضافة إلى مدى فعالية المؤسسة مطاحن عمر بن عمر في توظيف الأموال المتحصل عليها في استثمارات تدر عليها بالإرباح وعوائد لا العكس؛

- هناك علاقة طردية بين المردودية المالية ونسبة القروض إلى حقوق الملكية بالنسبة للتأخيرات الثلاث (إشارة موجبة)، ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع نسبة القروض إلى حقوق الملكية لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه ارتفاع في المردودية المالية في السنوات الأولى، الثانية والثالثة، وأن انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه انخفاض في المردودية المالية في السنوات الثلاث، أي التأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع يظهر على طول الفترة، أي زيادة نسبة الديون في الهيكل التمويلي للمؤسسة يزيد من العائد في أوقات ازدهار نشاطها، ويمكنها من تحقيق أرباح كبيرة نسبياً مما يؤدي إلى تحسين نتائجها (RF, RN) ، وهو ما يفسر بالأثر الإيجابي للرفع المالي، وهذا راجع لتغطية المردودية الاقتصادية لتكلفة الاستدانة مما أدى لتحسن طفيف في المردودية المالية.

✓ أما من الناحية الإحصائية الكلية نلاحظ أن قيم معاملات التحديد للنماذج الأربعة (0.75.54، 0.84.18، 0.79.13 و 0.87.96) بالمائة على التوالي وهي قيم موجبة مرتفعة تقترب من الواحد، وهو ما يفسر شدة العلاقة بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المفسرة والباقي يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج، كما أن

قيم فيشر المحسوبة للنماذج الخمس (17.50، 9.95، 23.55 و 12.22) على التوالي أكبر من قيمها الجدولية، وهذا يعني أن للنموذج ككل معنوية إحصائية.

IV- الخاتمة :

تواجه المؤسسات بمختلف أنواعها صعوبات في تحديد تركيبة الهيكل المالي المناسب لها باعتبارها خطة مالية إستراتيجية، فهو المرآة العاكسة لتشكيلة مصادرها التمويلية لمختلف استثماراتها والمترجم للوضع المالية للمؤسسة، حيث أن تمتع المؤسسة بهيكل مالي مناسب يجعلها تتمتع بالمرونة الكافية في تعاملها مع المخاطر المالية التي قد تتعرض لها خاصة عند توسعها في استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة، حيث حاولنا من خلال هذه الدراسة بيان أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية بدراسة حالة مؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

1.IV. نتائج البحث: توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج الآتية:

- ✓ تعتبر المخاطر المالية صفة ملازمة لجميع معاملات المؤسسة الاقتصادية، فلجوء المؤسسة إلى الاستدانة يعرضها إلى مخاطر مالية إضافية قد لا يمكنها التحكم فيها، وهو ما قد يعيق نشاطها ويحد من قدرتها على البقاء والنمو؛
- ✓ لجوء مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للاستدانة كمصدر تمويلي أولي عرضها إلى تغيرات وتذبذبات في نتائجها تمتد آثارها السلبية مباشرة إلى مردوديتها المالية، فالاستثمارات الجديدة التي قامت بها مؤسسة مطاحن عمر بن عمر غير منتجة لمردودية كافية؛
- ✓ دعم مؤسسة مطاحن عمر بن عمر لإستراتيجية التوسع في الاستثمارات بالاعتماد على التمويل عن طريق القروض بشكل كبير عرضها إلى مخاطر مالية ناجمة عن الإفراط في استخدام الديون؛
- ✓ كلما اعتمدت المؤسسة مطاحن عمر بن عمر على مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في القروض ضمن هيكلها المالي كلما أدى بها ذلك إلى تبعية أكثر، فسياسة التمويل عن طريق الاستدانة لها علاقة طردية مع نسبة الاستقلالية المالية في أغلب فترات الدراسة. أي عدم تمتع مؤسسة مطاحن عمر بن عمر بالتححر والاستقلالية المالية اللازمة طول فترة الدراسة نتيجة توسعها في الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية؛
- ✓ لجوء مؤسسة مطاحن عمر بن عمر إلى الاقتراض بنسب كبيرة خلال سنوات الدراسة عرضها لمخاطر مالية مختلفة، خاصة فيما يخص القدرة على سداد فوائد وأقساط القروض عند تواريخ استحقاقها، إذ يترتب على ذلك زيادة مخاطر الإفلاس ومعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين؛
- ✓ عدم استقرار كل السلاسل في الفروق الأولى واستقرارها في المستوى والفروق الثانية من خلال اختبار ADF؛
- ✓ تم تطبيق نموذج الانحدار الذاتي VAR وفقا لنتائج الاستقرار، وذلك لدراسة أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر؛
- ✓ وجود 03 فترات إبطاء في النماذج الأربعة لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر عند تطبيق نموذج VAR؛
- ✓ العلاقة بين متغيرات المعبرة عن الرفع المالي والمخاطر المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر متغيرة طيلة فترة الدراسة؛
- ✓ هناك علاقة عكسية على مدى القصير والمتوسط وعلاقة طردية على المدى الطويل بين الهيكل المالي المعبر عنه بنسبة (DTA) والمخاطر المالية المتمثلة في الاستقلالية المالية والقدرة على السداد؛

- ✓ هناك علاقة طردية على المدى القصير والمتوسط وعلاقة عكسية على المدى الطويل بين الهيكل المالي المعبر عنه بنسبة ديون إلى حقوق الملكية (DTR) والمخاطر المالية المقاسة بالاستقلالية المالية؛
 - ✓ العلاقة بين هيكل المالي المقاس بنسبة الديون لإجمالي الموجودات (DTA) والمخاطر المالية المقاسة بالمروددية المالية ونسبة السيولة السريعة في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر عبارة عن عكسية على المدى القصير، المتوسط والطويل؛
 - ✓ تربط بين هيكل المالي المقاس بنسبة ديون إلى حقوق الملكية (DTR) والمخاطر المالية المعبر عنها بالمروددية المالية، نسبة السيولة السريعة والقدرة على السداد علاقة طردية على المدى القصير، المتوسط والطويل؛
 - ✓ زيادة لجوء مؤسسة مطاحن عمر بن عمر إلى الاستدانة أدى إلى تذبذب في نسبة التغير في المخاطر المالية خلال فترة الدراسة، فكان له أثر بالزيادة في سنوات وأثر بالنقصان في سنوات أخرى مما يدل على لوجود متغيرات وعوامل أخرى لها تأثير غير مباشر على الاستدانة.
- 2.IV. مقترحات البحث: ونلخصها فيما يلي:
- ✓ ضرورة تفعيل دور وظيفة إدارة المخاطر المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر لتساعدها في مواجهة المخاطر المحيطة بها والتي أصبحت متعددة وكبيرة للمحافظة على صحتها المالية؛
 - ✓ يفضل تمويل المشاريع الاستثمارية الجديدة من خلال البحث عن مصادر تمويل أخرى من غير الاقتراض الخارجي، حيث يفضل استخدام الموارد التمويلية الداخلية في حالة توافرها؛
 - ✓ يجب أن تسعى المؤسسة للوصول للهيكل المالي الأمثل مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المصاحبة للرفع المالي وما يسببه من زيادة أعباء الدين؛
 - ✓ الاهتمام بالمرونة التمويلية في المؤسسة حتى تتمكن من إجراء التعديلات على الهيكل المالي تبعاً لاحتياجاتها، وهذا لمواكبة التطورات والتوسعات المستقبلية من جهة وكذا مواجهة التغيرات البيئية التي لا تستطيع السيطرة عليها والتحكم فيها من جهة أخرى.
- 3.IV. آفاق البحث: تتمثل آفاق الدراسة في:
- ✓ أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر من خلال نموذج الانحدار الذاتي؛ PANAL
 - ✓ دراسة أثر الهيكل المالي على المخاطر المالية النظامية بإدخال متغيرات أخرى تم استبعادها في هذه الدراسة.

V- الإحالات والمراجع :

V-1- المؤلفات:

- الشيخ، فهمي مصطفى، (2008)، التحليل المالي، SME Financial Inc، فلسطين.
- Depallens, Georges, Jobard, Jean-Pierre, (1997), Gestion Financière de l'Entreprise, Dunod, France.
- Horcher, Karen, (2005), Essentials of Financial Risk Management, John Wiley & Sons Inc, Unite State of America.
- L.Head, George, (2009), Risk Management: Why and How, International Risk Management Institute Inc, United State of America.

- الحاج، طارق، (2002)، مبادئ التمويل، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن.
- الخوني، رايح ، حساني، رقية، (2008)، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، إيزاك للنشر والتوزيع، مصر.
- العارضي، جليل كاظم مدلول، (2013)، الإدارة المالية المتقدمة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن.
- بن ساسي، إلياس ، قريشي، يوسف، (2006)، التسيير المالي دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن.
- حمودة، إبراهيم عبد النبي، الهانسي، مختار محمود، (2001)، مبادئ الخطر والتأمين، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر.
- عيد، أحمد أبو بكر، السيفو، وليد اسماعيل، (2019)، إدارة الخطر والتأمين، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن.

2-2-7- الأطروحات:

- خشيش، أحمد إبراهيم خليل، (2013)، أثر الرافعة المالية وتكلفة الديون المرححة على معدل العائد على الاستثمار، قسم التمويل، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن.

3-3-7- المقالات:

- سهيلية نبيلة، بوكثير جبار، (2017)، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، 3 (1)، الصفحة 244؛
- الحمدوني إلياس خضير ، الصبيحي فائز هليل سريح، (2012)، العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، 4 (8)، الصفحة 159؛
- العسيري فاطمة محمد، (2020)، أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والتجارية، 4 (11)، الصفحة 63؛
- سمعان حسين محمد حسين، (2015)، أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية، مجلة الأبحاث الاقتصادية والإدارية، (17)، الصفحة 147؛
- شخاتره مأمون ياسين، (2012)، أثر الرافعة المالية على القرار الاستثماري: دراسة تطبيقية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، (4)، الصفحة 749؛
- شلاش سليمان، البقوم علي، العون سالم، (2008)، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997-2001)، مجلة المنارة، (1)4، الصفحات 47-49؛

-معتوق جمال، سعيدي يحيى، (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)، الصفحة 237؛