

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة عبد الحميد بن باديس "مستغانم"
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير
قسم العلوم لاقتصادية



مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

التخصص: بنوك وأسواق مالية

الشعبة: علوم اقتصادية

العوامل المحددة لاختيار الميكل المالي للمؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة مؤسسة الاشغال والتركيب الكهربائي
- فرع سونلغاز -

تحت اشراف الأستاذ:
* أ/بوروبة الحاج

جامعة عبد الحميد بن باديس

جامعة عبد الحميد بن باديس

مقدمة من طرف الطالب:
* رحو عبدالقادر

أعضاء لجنة المناقشة

أستاذة رئيسة

أستاذة مناقشة

د/إبراهيمي عمر

د/بن شني يوسف

2017/2016

الاهداء

اهدي هذا العمل :

إلى والدتي و اخي " رحمهما الله واسكنهما فسيح جنانه " و أبي أطل الله في عمره

وحفظه

إلى اخوتي الغاليين

إلى كافة أفراد عائلتي الاعزاء

و إلى كافة زملاء الدراسة، والاصدقاء المخلصين

الشكر

اتقدم بالشكر والعرفان للأستاذ المشرف الدكتور

"بوروبة الحاج محمد"

لما قدمه لي من نصائح وارشادات قيمة لإتمام هذا البحث

واتقدم بالشكر أيضا لكل افراد عائلتي واصدقائي وزملائي في الدراسة وفي العمل

لما قدموه لي من عون ومساندة

كما لا أنسى أن أشكر كل من ساعدني من قريب وبعيد

لإتمام هذا البحث

ملخص المذكرة

إن اختلاف وتباين مصادر التمويل وعدم تجانسها، يمنح للمؤسسة الاقتصادية فرصة التنوع والمفاضلة بينها، بهدف بلوغ وتحقيق المزيج التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العائد والمخاطرة، ويعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة.

إن تكلفة الأموال والرفع المالي يعتبران من العوامل الأساسية المحددة لتركيبية أموال المؤسسة الاقتصادية، وكلاهما يبرز خصوصية التمويل بالاستدانة عن باقي مصادر التمويل الأخرى، كونه يرفع من مردودية المؤسسة نظراً لانخفاض تكلفته وثباتها، وبالمقابل يزيد من مخاطرها المالية بسبب إلزامها على تسديد الفوائد وأصل القرض في تواريخ استحقاقها دون مراعاة وضعيتها المالية.

إن الجدوى من اختيار الهيكل المالي المناسب، تكمن في التأثير المحتمل لتركيبته على القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا بالرغم من الجدل الفكري القائم حول مدى تأثير قرارات التمويل على قيمة المؤسسة بين مختلف المفكرين الماليين. إن المؤسسة الاقتصادية مطالبة بإدراج قرارات التمويل ضمن الأدوات الفعالة الكفيلة بترشيد استخدام الموارد المستعملة فيها، والتي ترفع من كفاءتها. ولن يتأتى ذلك، إلا بعد تحليل علمي دقيق لبدائل التمويل المتاحة ودراسة تأثيراتها المحتملة على المؤسسة، بالإضافة إلى دراسة أهم محددات القرار التمويلي.

وبصفة عامة، فإن أهم إجراء ينبغي المبادرة به لترشيد قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية بشكل عام، وفي مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي كهركيب بشكل خاص، يتمثل أساساً في تفعيل دور الوظيفة المالية في المؤسسة، وتحديد دورها التحليلي، ومنح صلاحيات أكبر للإدارة المالية لاتخاذ قرارات التمويل بناء على ما تفسر عليه نتائج الدراسة والتحليل العلمي لمختلف مصادر التمويل المتاحة.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، هيكل رأس المال، أموال الملكية، أموال الاستدانة، قيمة المؤسسة، العائد، الرفع المالي

Abstract

The Variety Of The Funding Sources Gives The Company An Opportunity To Compare The Offered Sources In Order To Reach The Optimal Funding Combination, Which Entails Amongst; The Revenue-Risks Approach, And Maintain The Necessary Coherence Among All The Company's Stakeholders.

Both Funding Cost And The Financial Leverage Are Instrumental Factors That Make Up The Financial Structure Of The Company, They Are Different From The Loan Capital Option, For They Enable More Profitability Thanks To Their Low And Steady Costs, On The Other Hand, Financing Through Debt, Is More Costly And Riskier; Whereby, The Company Is Required To Reimburse The Loan Along With Interests According To The Schedule Agreed Upon, Regardless Of Its Solvency.

The Choice Of The Mode Of Financing Is Crucial, Because It Is The Determining Factor Of How The Financial Structure Will Look Like, It Also Sets The Company's Sale Value, In Spite Of The Dialectical Conflict Between The Economists About; To Which Extent The Mode Of Financing Can Impact The Company Quotation.

The Management Of The Company Should Include The Funding Decisions As Part Of Efficient Tools, Which Aim At Rationalizing The Use Of These Resources; The Decision Of The Mode Of Financing Should Actually Be Made Based On A Thorough Analysis Of All Available Alternatives Of Sources.

The Analysis Should Not Be Confined To The Choice Of The Financing Mode But Should Be Stretched To The Investors' Behavior As Well.

In Order To Make Sound Decisions With Respect To Financing Mode Of The Company In General And In The Kahrakib Corporation, The Financial Unit Role Should Be Rehabilitated, Chiefly Its Analytical Role, By Giving More Prerogatives To This Unit To Make Decisions, In Reference To Scientific Outcomes Of Different Offered Alternatives.

Key words: Financial Structure, Financial Capital, Equity, Debt, Firm's Value, Return, Leverage.

III.....	الإهداء
IV.....	الشكر
V.....	ملخص المذكرة
VII.....	قائمة المحتويات
X.....	قائمة الجداول ..
X.....	قائمة الأشكال البيانية ..
XII.....	قائمة الملاحق ..
أ	المقدمة

الفصل الأول :مدخل إلى الهيكل المالي للمؤسسة

- تمهيد
- المبحث الأول : مفاهيم عامة حول الهيكل المالي
 - المطلب الأول : مفهوم الهيكل المالي
 - المطلب الثاني : العوامل المؤثرة على الهيكل المالي
 - المطلب الثالث : انواع السياسات التمويلية للمؤسسة
- المبحث الثاني : محتويات الهيكل المالي (مصادر التمويل)
 - المطلب الأول : مصادر التمويل قصيرة الأجل
 - المطلب الثاني : مصادر التمويل الممتلكة طويلة الأجل
 - المطلب الثالث : مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل
- المبحث الثالث : النظريات الأساسية للهيكل المالي
 - المطلب الأول : الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق
 - المطلب الثاني : الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق
 - المطلب الثالث : الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الجديدة
- خلاصة

الفصل الثاني: محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسة

- تمهيد
- المبحث الأول: محددات بناء الهيكل المالي
 - المطلب الأول: العوامل الكمية المحددة للهيكل المالي
 - المطلب الثاني:العوامل الكيفية المحددة للهيكل المالي
 - المطلب الثالث:اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة
- المبحث الثاني:ارتباط الهيكل المالي بالرفع، العائد والمخاطرة (العلاقة)
 - المطلب الأول: علاقة الهيكل المالي بالرفع
 - المطلب الثاني: العائد وكيفية قياسه
 - المطلب الثالث: المخاطرة وكيفية قياسها
- المبحث الثالث: دراسة الهيكل المالي للمؤسسة
 - المطلب الأول: تقييم الهيكل المالي باستعمال مؤشرات التوازن
 - المطلب الثاني:تقييم الهيكل المالي باستعمال نسب الهيكلية
 - المطلب الثالث:تقويم الهيكل المالي للمؤسسة
- خلاصة

الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة الاشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز

- تمهيد
- المبحث الأول: نظرة عامة لمؤسسة الاشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز
 - المطلب الأول:نشأة وتطور مؤسسة سونلغاز الأم
 - المطلب الثاني:تقديم عام لمؤسسة الاشغال والتركيب الكهربائي
 - المطلب الثالث:الهيكل التنظيمي لمؤسسة الاشغال والتركيب الكهربائي
- المبحث الثاني:تقديم القوائم المالية لمؤسسة الاشغال والتركيب الكهربائي
 - المطلب الأول:مراحل تطور الهيكل المالي لمؤسسة سونلغاز
 - المطلب الثاني:عرض القوائم المحاسبية لمؤسسة الاشغال والتركيب الكهربائي
 - المطلب الثالث:إعداد الميزانية المالية لمؤسسة الاشغال والتركيب الكهربائي
- المبحث الثالث:د دراسة الهيكل المالي لمؤسسة الاشغال والتركيب الكهربائي
 - المطلب الأول:تقديم الهيكل المالي للمؤسسة
 - المطلب الثاني:تشخيص الهيكل المالي للمؤسسة

-المطلب الثالث:دراسة المحددات المعتمدة من طرف المؤسسة

- خلاصة
- الخاتمة العامة
- المصادر و المراجع
- الملحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
41	النظريات الأساسية للهيكل المالي للمؤسسة	الجدول رقم 01
65	أسباب التغيرات في رأس المال العامل	الجدول رقم 02
66	موارد واحتياجات الاستغلال	الجدول رقم 03
66	موارد واحتياجات خارج الاستغلال	الجدول رقم 04
68	تحسين وضع عدم التوازن	الجدول رقم 05
83	عرض الميزانية المالية – جانب الأصول- لسنة 2016	الجدول رقم 06
84	عرض الميزانية المالية – جانب الخصوم- لسنة 2016	الجدول رقم 07
85	الميزانية – جانب الأصول- لسنة 2016	الجدول رقم 08
86	الميزانية – جانب الخصوم- لسنة 2016	الجدول رقم 09
87	جدول حسابات النتائج لسنة 2016	الجدول رقم 10
88	الميزانيات المالية المختصرة – جانب الأصول-	الجدول رقم 11
88	الميزانيات المالية المختصرة – جانب الخصوم-	الجدول رقم 12

قائمة الاشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
08	مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة	الشكل رقم 01
78	منظومة مجمع سونلغاز	الشكل رقم 02
81	الهيكل التنظيمي لشركة الأشغال والتركيب الكهربائي	الشكل رقم 03

المقدمة العامة

يتمثل الهدف الرئيسي للمؤسسة في الفكر المالي المعاصر في تعظيم قيمتها السوقية وعليه فهي مضطرة قبل اتخاذ أي قرار إلى معرفة آثاره على هذه القيمة ويحكم هذا الهدف نوعان من القرارات هما:

قرار الاستثمار و قرار التمويل حيث يمكن زيادة قيمة المؤسسة إما من خلال قرارات استثمارية ينتج عنها زيادة تدفقات الخزينة الصافية، أو من خلال قرارات التمويل ينجم عنها تخفيض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن أو كلاهما معا. وباعتبار المؤسسة مركزا للقرار، فإنها تقوم بإرساء جملة من القرارات المالية لغرض المفاضلة بينهما حيث تعمل على احداث نوع من التركيب المالي، هدفه توجيه مختلف الموارد المالية إلى استخدامات ذات مردودية، عندئذ نقول أن المؤسسة بصدد رسم سياستها المالية. ويتميز النشاط الاقتصادي للمؤسسة بحركية دائمة تديرها الاستثمارات المختلفة، وباعتبار هذه الأخيرة العامل الأساسي الذي يسمح للمؤسسة بالبقاء والتطور، فإن المؤسسة الناجعة هي التي تحافظ على قدرتها الانتاجية عن طريق تجديد استثماراتها، هذا ما يتطلب منها البحث عن مصادر تمويل احتياجاتها التي تسمح لها بمواجهة نشاطاتها وتجنب المؤسسة الوقوع في الأزمات المالية مثل العجز المالي. فالتمويل من المستلزمات الضرورية للتغلب على التحديات المتزايدة التي تواجه المؤسسة كحدة المنافسة والرغبة في التوسع لمواجهة الظروف الطارئة، لذلك فهو يعد عنصر أساسي لاستمرار المؤسسة في نظامها ونموها وبالتالي لا يمكن لأي مؤسسة أن تحقق أهدافها أو تطبق استراتيجيتها دون هذا العنصر الحيوي. لذا تعد مسألة التمويل من بين أعقد المشكلات الاستراتيجية التي تواجه تنمية وتطوير المؤسسة الاقتصادية؛ فالكيفيات أو الطرق المختلفة التي يحصل بها المستثمرون أو المؤسسات على ما يحتاجون إليه من أموال هي أول ما يفكر فيه كل مستثمر أو مؤسسة. وينقسم مجال التمويل الاقتصادي في اتجاهين، يتمثل الاتجاه الأول في القطاع المصرفي من خلال ازدياد طرق التمويل المصرفي وارتفاع حجمه، أما الاتجاه الآخر فهو اللجوء إلى التمويل عن طريق الأسواق المالية لما يحققه من استقرار معدلات الفائدة وفعالية أكثر لتمويل الاقتصاد، إلا أن هذا لا ينطبق على الدول النامية، كالجائر حيث لا تزال أسواقها المالية ناشئة، بالإضافة إلى تعاظم دور النظام المصرفي في عملية تمويل الاقتصاد. ويوجد أمام المؤسسة الاقتصادية في وقتنا الراهن، مصادر تمويل متعددة تتباين في خصائصها، وتختلف وشروط الحصول عليها، وعليه من الضروري على الإدارة المالية لهذه المؤسسات أن تحدد بدقة بدائل التمويل المتاحة بغية المفاضلة بينهما واختيار المزيج التمويلي المناسب بدلالة مجموعة من المعايير الكمية والكيفية التي تستجيب في مجملها لأهداف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة.

طرح الإشكالية:

- من خلال ما تقدم، تكمن إشكالية البحث في السؤال التالي:
- كيف تتحكم وتؤثر العوامل التي يتم على أساسها التوليف بين مصادر التمويل في اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الذي يسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة؟
- وبناء على هذه الإشكالية لا بد من طرح بعض الأسئلة الفرعية التالية:
- 1- هل يوجد هيكل مالي معياري واحد بالنسبة لكل المؤسسات الاقتصادية؟
 - 2- كيف يمكن للمؤسسة تغطية احتياجاتها التمويلية؟
 - 3- هل يؤثر الهيكل المالي على الوضعية المالية للمؤسسة؟
 - 4- ما هي المحددات التي يجب الاعتماد عليها عند اختيار طريقة تمويل معينة؟
 - 5- هل يمكن للمؤسسة بتعظيم قيمتها من خلال الاعتماد على القروض؟

فرضيات البحث:

وعليه سنحاول الرد على هذه التساؤلات بصياغة الفرضيات التالية:

- 1- إن الأهمية النسبية للعوامل المحددة لاختيار الهيكل المالي المناسب تتفاوت من مؤسسة اقتصادية إلى أخرى، وداخل المؤسسة بحد ذاتها طيلة فترة حياتها، فلا توجد طريقة مباشرة توصل المؤسسات إلى كيفية تشكيل هيكلها المالي.
- 2 - إن الأسواق المالية الجزائرية مازالت ناشئة وبالتالي فقد لا يكون أمام المؤسسة أي خيار للتمويل وبذلك تضطر إلى البنوك لتغطية احتياجاتها التمويلية.
- 3 - تتغير الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية بتغير وتعدد مصادر التمويل.
- 4- إن لجوء المؤسسة إلى التمويل عن طريق الاقتراض بنسبة عالية في هيكلها المالي هذا لا يؤدي بالضرورة إلى تزايد احتمالات خطر افلاس المؤسسة وتصفيتها.
- 5 - تزداد قيمة المؤسسة بتزايد طاقة الاستدانة والقدرة على الاستفادة من الرفع المالي للمؤسسة.

أهمية وأهداف الدراسة:

انطلاقاً من أهمية الموارد المالية في نشاط واستمرارية المؤسسة الاقتصادية من جهة، وتعدد وتنوع المصادر المالية من جهة أخرى، يجد المستثمر نفسه في حيرة تكمن في اختيار مصادر التمويل التي تضمن له أعظم ربحية وأكبر مردودية وأقل تكلفة، لذا يوجه هذا البحث وتوضيح استراتيجيات وسياسة التمويل للمؤسسة، وترشيد قرارها التمويلي، والنظر لأهم العوامل المحددة لاختيار التوليفة المثلى لتمويل المؤسسة الاقتصادية كمحاولة لإزالة اللبس عن المفاهيم المختلفة المتعلقة بالموضوع، بالإضافة إلى شرح النظريات والمقاربات التي تناولت الموضوع لندرتها باللغة العربية.

ومن بين أهم النقاط التي تهدف هذه الدراسة إلى معالجتها، نذكر ما يلي:

- 1- التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية وقياس تكلفة كل مصدر.
- 2- استعراض وإبراز أهمية وجود الدراسات التي تهتم بالاختيار الأمثل للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.
- 3- تحديد أهم المحددات الكيفية والكمية لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الاقتصادية.
- 4- استعمال مختلف المؤشرات المالية من أجل تقييم أثر السياسات التمويلية المنتهجة على الوضع المالي للمؤسسة.
- 5- محاولة الاطلاع على سلامة قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من خلال دراسة حالة.

مبررات اختيار الموضوع:

- 1- تعد مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية، ودراسة وتقييم تركيبة هيكلها المالي من بين المواضيع الحساسة ذات الأهمية البالغة في مجال مالية المؤسسة.
- 2- توافق الموضوع مع نوع تخصصي العلمي.
- 3- إلحاح المختصين والخبراء في مجال الإدارة المالية على أن دراسة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية ضرورة ملزمة، وهذا بهدف ترشيد قراراتها التمويلية كحل للأزمة المؤسسات الجزائرية.

منهج وأدوات الدراسة:

تم الاعتماد على منهجين أساسيين في الدراسة هما المنهج الوصفي والتحليلي، حيث يتم اعتماد المنهج الوصفي لتوضيح مختلف مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية وتكلفتها، وكذلك الرفع المالي والمخاطرة، بالإضافة التعرف على أهم النظريات التي تناولت بالدراسة تركيبية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، وبعدها تم الاعتماد على المنهج التحليلي في دراسة العوامل المحددة والمتحكمة على قرار تمويل المؤسسة الاقتصادية سواء كانت كمية او كيفية، بالإضافة إلى تحليل وضعيتها المالية، وهذا بهدف تقييم وتقويم تركيبية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، كما نشير إلى قيامنا بمحاولة إسقاط الجزء النظري من دراستنا هذه على الواقع التطبيقي، من خلال دراسة حالة مؤسسة اقتصادية، وذلك بالاعتماد بشكل أساسي على المنهج التحليلي.

حدود الدراسة:

نظرا لتشعب الموضوع وكثرة العناصر ذات الصلة به من قريب أو من بعيد، ارتأينا ضبطه وتحديد بعض معالمه، بهدف معالجته بأكثر تحليل ودقة، سواء من حيث المحتوى أو من ناحية المكان و الزمان حيث ينحصر الإطار المكاني في دراسة حالة مؤسسة اقتصادية جزائرية سونلغاز، أما الزمان فاخترت سنة 2016.

تقسيمات البحث:

قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاث فصول منها فصل تطبيقي يشمل دراسة حالة مؤسسة سونلغاز. تناولنا الفصل الأول كمدخل إلى الهيكل المالي للمؤسسة، إذا حاولنا التعرض في إلى الإطار المفاهيمي للهيكل ثم انتقلنا في الجزء الموالي لدراسة مكونات الهيكل المالي المتمثلة في مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة. وتطرقنا لدراسة وتحليل أهم النظريات والمقاربات الأساسية التي عالجت الهيكل المالي للمؤسسة، ضمن ثلاث أصناف رئيسية، فتناولت نظريات الهيكل المالي للمؤسسة في ظل كمال الأسواق، مروراً إلى نظريات الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق، لينتهي بنا المطاف إلى دراسة نظريات الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة.

بينما تعرضنا في الفصل الثاني إلى محددات بناء الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، ضمن ثلاث مباحث، فالجزء الأول خصص لدراسة مختلف العوامل المحددة سواء كانت كمية او كيفية، وبما أن الهيكل المالي المناسب يجب ان يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة آخذين بعين الاعتبار الرفع المالي فتطرقنا بعد ذلك إلى علاقة الهيكل المالي بالرفع المالي وكذلك كيفية قياس كل من العائد والمخاطرة، وأخيراً قمنا بتقييم وتقويم الهيكل المالي للمؤسسة عن طريق مؤشرات التوازن ونسب الهيكلية.

اما الفصل الأخير قمنا بتجسيد الجانب النظري ميدانيا عن طريق دراسة حالة مؤسسة سونلغاز، حيث تناولنا تقديم عام للمؤسسة، ثم تعرضنا إلى مختلف مصادر تمويل المستخدمة من قبل المؤسسة خلال خمس سنوات، وصولاً لتشخيص وتقييم تركيبية الهيكل المالي للمؤسسة خلال الفترة المدروسة، واسقاط الاطر النظرية على المؤسسة محل الدراسة، بالإضافة إلى اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة خلال فترة الدراسة.

صعوبات البحث:

نشير في الأخير إلى بعض الصعوبات التي واجهتنا في إعداد هذا البحث والتي تمكنا من تخطي بعضها, إلا ان هناك بعض الحقائق التي لم نستطع تجاوزها, خاصة في الجانب الميداني ما يجعل عملية تكوين بنك معلومات حول البيانات المالية للمؤسسات الاقتصادية أمرا مستحيلا, كذلك صعوبة الحصول على المعلومات المالية محل الدراسة وذلك لسرية تلك المعلومات وعدم التصريح بها حتى بغرض استخدامها في البحوث العلمية, بالإضافة إلى صعوبة الحصول على المراجع المتعلقة بدراسة نظريات الهيكل المالي.

الفصل الأول :

مدخل إلى الهيكل المالي للمؤسسة

❖ تمهيد:

تتخذ المؤسسة بشكل دائم ومستمر ثلاثة أنواع من القرارات تسهم بشكل كبير في صياغة الاستراتيجية المالية للمؤسسة، وبغرض ضبط المفاهيم خصصنا هذا الفصل كمدخل للهيكل المالي من خلال التعرض إلى المفاهيم المتعلقة بهذا الأخير، ودراسة مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة لبناء هيكلها المالي، ثم تحديد تكلفة كل مصدر من المصادر لأنها تعتبر بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار وصولاً إلى التكلفة الكلية.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهيكل المالي

• المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي

لابد من التفريق بين مفهومين لبنية التمويل في المؤسسة، وهما الهيكل المالي وهيكل رأس المال.

أولاً: تعريف الهيكل المالي Financial Structure

يعرف الهيكل المالي للمؤسسة على أنه « هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف الميزانية العمومية¹ » ويمكن تعريفه بأنه « يتعلق بكيفية تمويل إجمالي موجودات أو استثمارات المؤسسة ويتمثل ذلك في الجانب الأيسر للميزانية، أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تستخدمها المؤسسة. أي أن الهيكل المالي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وسواء كانت من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل² ».

ثانياً: تعريف هيكل رأس المال Capital Structure

يتعلق بمصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة كالديون طويلة الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل. وبالتالي فهيكلاً رأس مال المؤسسة هو جزء من هيكلها المالي إذ هو تركيب للأموال المملوكة للمؤسسة (رأس المال، الاحتياطات والأرباح المحتجزة) والقروض طويلة الأجل كجزء من التركيب المالي و مصدر مهم من مصادر تمويل المؤسسات الكبيرة.

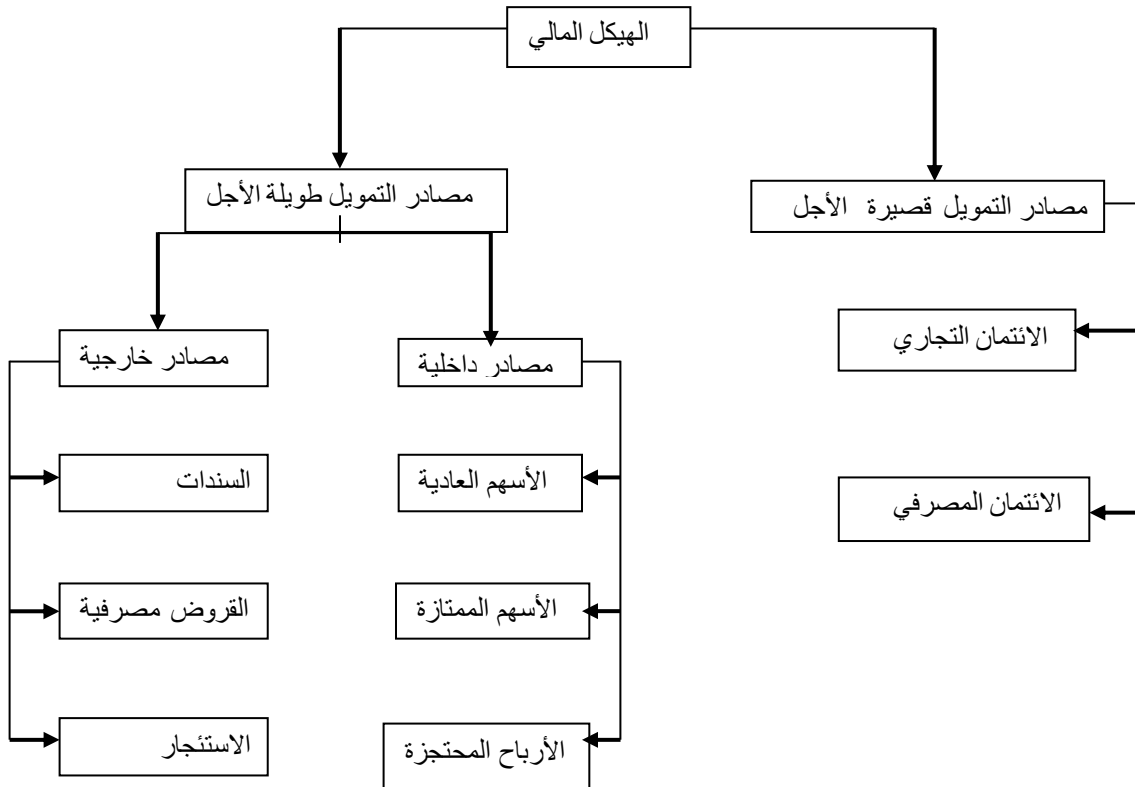
ثالثاً: مكونات الهيكل المالي FINANCIAL STRUCTURE COMPONENTS

يترتب عن التمويل المقترض DEBT FINANCING دفع فوائد دورية على المؤسسة التي تكون ثابتة عادة، إضافة إلى أصل المال المقترض. فإذا تمكنت المؤسسة من تحقيق عوائد تزيد عن ما هو مطلوب تسديده للمقرضين، فإن بإمكانها إن توزع الفوائد إلى المالكين أو قد تعيد استثماره.

1: عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن 2009، ص 349.
2: محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن الظهران 1993، ص 555-556.

و أما بالنسبة للتمويل الممتلك فإنه لا يترتب على المؤسسة توزيع أرباح، حيث يترك لها خيار توزيع الأرباح أو إعادة شراء الأسهم من المالكين. و يظهر الشكل التالي مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات لبناء هيكلها المالي، أو لتشكيل مزيجها التمويلي³، وسيتم التعرض إلى مكونات الهيكل المالي بالتفصيل في المبحث القادم.

الشكل رقم 1: مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة



المصدر: عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 139

3: عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 349.

• المطلب الثاني: العوامل المؤثرة علي الهيكل المالي

تحدد المؤسسة تركيبة مستهدفة لرأس المال التي هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب فيه من قبل الإدارة التي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم المؤسسة في السوق المالي، وهذه التركيبة تتأثر بعوامل المتمثلة فيما يلي 4:

1- نمو المبيعات:

إذا كانت مبيعات المؤسسة تزداد وتنمو بمعدلات عالية (10% فما فوق) فإن المؤسسة تستطيع تمويل هذا النمو اعتماداً على الدين لأنها تستطيع تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من عواقب تراجع المبيعات.

2- استقرار المبيعات:

توجد علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات و أرباح المؤسسة والتمويل بالدين، فكلما كانت مبيعات وأرباح المؤسسة أكثر استقراراً كلما استفادت المؤسسة من رافعة التمويل أكثر وبمخاطرة أقل مما لو كانت مبيعات المؤسسة متقلبة، أن استقراره المبيعات والأرباح توسع الطاقة الاستيعابية على الاقتراض للمؤسسة ويمكنها من تحمل نسب مديونية أكثر .

3- درجة المنافسة:

إن درجة المنافسة التي تعمل بها المؤسسة تعتمد على استقراره أرباحها، فكلما ازدادت حدة المنافسة السعيرية بين المؤسسات كلما انحسر هامش الربح مما يحد من استطاعة المؤسسة على الاقتراض لانخفاض مقدرتها على خدمة الديون والتي من احد مقاييسها عدد مرات تغطية الأرباح للفاضة المدفوعة.

4- بنية الموجودات:

توجد علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين في المؤسسة، فالطاقة الاستيعابية للاقتراض تكون أقل عندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة وبالتالي نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة مما يعني أن المؤسسة تتميز بدرجة رافعة تشغيل عالية و أن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات.

5- موقف إدارة المؤسسة اتجاه الخطر:

هناك اختلاف في درجة تجنب الخطر من شخص إلى آخر، فعلاقة التفضيل هذه تؤثر في تحديد سياسات التمويل للمؤسسة، فإذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات عالية، فإنها لن تلجأ إلى التمويل بالدين إلا ضمن حدود ضيقة، إما إذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات أقل، فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالدين بنسب أعلى سعياً وراء تعظيم الأرباح.

4: محمد أيمن عزة الميداني، مرجع سبق ذكره، ص.576-578.

5: عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006، ص404.

6- موقف المؤسسات التمويلية اتجاه الخطر:

لاشك أن موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر تعاضم الخطر التمويلي للمؤسسة فهو العامل الأهم في تحديد نسبة المديونية المثلى للمؤسسة، فالترتيب الائتماني للمؤسسة وبالتالي مقدرتها على الاقتراض بشروط مناسبة تعتمد على نسبة الدين في الهيكل المالي للمؤسسة واختيار المزيج التمويلي المناسب يتصدر المناقشات والمفاوضات بين المؤسسة والبنوك أو مؤسسات التمويل، وغالبا ما تنصاع المؤسسة لتوصيات الجهات المقرضة في هذا الخصوص لتعزيز مقدرتها على الاقتراض بشروط ميسرة.

• المطلب الثالث: انواع السياسات التمويلية للمؤسسة

• أولا: السياسة المعتدلة في التمويل (مبدأ التغطية)

إن التمويل على أساس هذه السياسة يتبع مبدأ التغطية ويقتضي هذا الأخير بضرورة ملاءمة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل، مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه⁷. وطبقا لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة، من مصادر تمويل طويل الأجل كالقروض طويلة الأجل و الأموال الخاصة، فليس من الحكمة أن يتم تمويل الأصل الدائم من مصادر تمويل قصيرة الأجل كالقروض قصيرة الأجل، إذ هذا يعني أن تتعهد المؤسسة بسداد القرض المستخدم في تمويل الأصل، بمعدل أسرع من المعدل الذي يتحول به هذا الأصل إلى نقدية⁸.

أما فيما يتعلق بالأصول المؤقتة (الأصول المتداولة المؤقتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة، فإنه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل. وبالتالي فإن مبدأ التغطية يبرز نقطة هامة، وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل القصير وبين مصادر التمويل الطويل يتوقف على هيكل الأصول المتداولة. فتطبيقا لمبدأ التغطية كلما زادت الأصول المتداولة المؤقتة، كلما زاد الاعتماد على الخصوم المتداولة (مصادر قصيرة الأجل) في التمويل.

ورغم سلامة هذه السياسة من ناحية تأثيرها على ربحية المؤسسة إلا أن هذه السياسة تتجاهل مدى ميل إدارة المؤسسة لتحمل المخاطر، وبالتالي نستخلص أن مضمون هذه السياسة سوف يجعل من مخاطر التمويل الذي تتعرض له الإدارة المالية في حدود مقبولة، كما أنه يضمن عائدا مقبولا أيضا ويحافظ على ربحية معتدلة⁹.

6: محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص 578.

7: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2000، ص 224.

8: حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوارث للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 193.

9: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوارث للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 358.

ثانياً: سياسة التمويل المتحفظة (الحافظة)

حسب ما سبق مبدأ التغطية، فالأصول الدائمة ينبغي تمويلها من مصادر طويلة الأجل، والأصول المؤقتة ينبغي تمويلها من مصادر قصيرة الأجل. غير أن هذا الوضع نادر الحدوث، فقد تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، ومن ثم فقد تذهب في الاعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول المؤقتة، وفي محاولة لتخفيض مخاطر العسر المالي رغم ما لذلك من أثر عكسي على العائد¹⁰.

ولهذا فإن هذه السياسة تعتبر متحفظة لأن الإدارة المالية تسعى إلى تمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة بمصادر تمويل طويلة الأجل، وهذا التصرف يعني انخفاض حجم الالتزامات المستحقة على المؤسسة مما يعني تعزيز لسيولتها. ويساعد هذا النمط التمويلي أيضاً في الحصول على مصادر التمويل طويلة الأجل في الأوقات المناسبة عندما تنخفض تكلفتها، ومن جانب آخر فإن الاعتماد على مصدر التمويل الطويل الأجل لتعويض الانخفاض في حجم الخصوم المتداولة، من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض معدل العائد على الاستثمار، نظراً لأن تكلفة التمويل طويلة الأجل تفوق تكلفة التمويل قصير الأجل¹¹.

وعموماً فإن درجة المخاطرة في هذه السياسة سوف تكون بحدودها الدنيا إلا أن عائد الشركة سوف يكون منخفض بسبب الارتفاع في تكاليف القروض الطويلة الأجل بمعنى آخر هذه السياسة سوف تخفض العائد وتخفف المخاطر¹².

ثالثاً: سياسة التمويل المغامرة (الجريئة)

إذا ما تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها ستلجأ إلى اعتمادها على مصادر التمويل القصير الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملاً على زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر¹³.

المبحث الثاني: محتويات الهيكل المالي (مصادر التمويل)

• المطلب الأول: مصادر التمويل القصيرة الأجل

يمكن تعريف التمويل القصير الأجل بأنه ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالباً لتمويل العمليات التشغيلية (الجارية Curent Operations) التي تقوم بها المؤسسات، أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن سنة واحدة، ويدخل ضمن مفاهيم رأس المال العامل¹⁴.

10: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر مرجع سبق ذكره، ص 225.

11: حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، 2006، ص 198.

12: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، 2004، ص 361.

13: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 224.

14: علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثناء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 257.

يقع التمويل القصير الأجل ضمن صنفين هما¹⁵ :

1-التمويل التلقائي:

ويشير هذا الصنف إلى الأموال التي يمكن الحصول عليها بشكل تلقائي وهي لا تتطلب من المؤسسة اتفاقات رسمية كثيرة، ومن أمثلة هذه الأموال المستحقات، والحسابات الدائنة.

2-التمويل غير التلقائي:

وهذا الصنف من التمويل قصير الأجل يشير إلى مصادر التمويل التي يمكن الحصول عليها عن طريق التفاوض مع الجهات المانحة للأموال ومن أمثلة هذه المصادر القروض المصرفية القصيرة الأجل، القروض المضمونة.

تمثل الخصوم المتداولة مصادر التمويل قصيرة الأجل للمؤسسة، وغالبا ما يستخدم التمويل القصير الأجل لتمويل احتياجات المؤسسة من الأصول المتداولة وأهم مصادر التمويل قصير الأجل ما يلي:

أولا: الائتمان التجاري

1-تعريف الائتمان التجاري

هو عبارة عن تمويل قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة، ولذلك فإن الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط الذي يمنحه التاجر إلى المستهلك لا يعتبر ضمن الائتمان التجاري، لأن الشروط الخاصة بمنح الائتمان التجاري تنص على بيع البضاعة والمتاجرة بها، ويحتاج المشتري هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل¹⁶.

ويمكن تعريف الائتمان التجاري من وجهة نظر الإدارة المالية بأنه¹⁷ « تسهيلات قصيرة الأجل يحصل عليها المشتري من المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها، وأحيانا يحصل عليها بدون تكلفة إذا ما تم منح الائتمان بدون شروط دفع».

والهدف من الائتمان التجاري هو تلبية الاحتياجات من مصادر خارجية في حالة عدم إمكانية الحصول على القروض المصرفية مع توفر الرغبة عند المورد لبيع البضاعة بالأجل أو لانخفاض تكلفة هذا الائتمان، وهناك بعض الظروف التي تساعد على منح الائتمان التجاري و هي الظروف الموسمية وظروف الطوارئ.

15: عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي السامي، أسامة عزمي سلام، شفيق نوري موسى، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، ص 345.

16 : Jonathan Berk, Perter Demazro, Edition Française Dirigée Par Gunther Capelle- Blancad, Nicolas Couderc, **Finance D'entreprise**, Pearson Education, France, 2008, Page 836.

17: دريد كامل آل تسييب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص 221.

2- مزايا الائتمان التجاري:

يتمتع الائتمان التجاري بعدة مزايا من أهمها ما يلي¹⁸:

أ- **التوافر (Availability):** باستثناء المؤسسة التي تعاني من مشاكل مالية، فإن الائتمان التجاري يتم بشكل تلقائي وأنه لا يتطلب مفاوضات أو ترتيبات خاصة للحصول عليه. وان هذه المزايا تزداد في المؤسسة الصغيرة التي قد تواجه محددات وقيود عند الحصول على الأموال من المصادر الأخرى للتمويل.

ب- **المرونة (Flexibilité):** في حالة زيادة مبيعات المؤسسة فإن ذلك بالنتيجة يؤدي إلى زيادة مشترياتها من السلع والخدمات، الأمر الذي يؤدي إلى استجابة الائتمان التجاري المكتسب بشكل تلقائي، والعكس من ذلك يحدث في حالة انخفاض حجم المبيعات.

ت- **قلة القيود أو عدمها (Few Or No Restriction):**

إن شروط الائتمان التجاري بشكل عام هي أبسط من تلك الشروط التي تتطلبها مصادر الأموال الأخرى التي تحتاج إلى التفاوض مع الجهات المانحة، التي قد تفرض قيود صارمة على المؤسسة فتحد من حريتها¹⁹.

ثانياً: الائتمان المصرفي

1- تعريف الائتمان المصرفي:

القروض المصرفية القصيرة الأجل هي من مصادر التمويل المهمة التي قد يلجأ إليها العديد من المؤسسات، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة وبين المصرف، فعندما تحتاج المؤسسات إلى الأموال لفترة قصيرة ولا يمكن توفيرها عن طريق الائتمان التجاري أو عن طريق الأرباح المحتجزة فإنها تلجأ إلى استخدام الائتمان المصرفي²⁰.

ويقصد بالائتمان المصرفي في هذا الصدد القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري وذلك من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل، ويتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المؤسسة من الخصم، كما يعتبر مصدر لتمويل الأصول الدائمة للمؤسسات التي تعاني صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر طويلة الأجل.

يضاف إلى ذلك أنه أكثر مرونة من الائتمان التجاري، إذ أنه يأتي في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة، غير أنه أقل مرونة منه من ناحية أخرى، ذلك أنه لا يتغير تلقائياً مع تغير حجم النشاط²¹.

18: عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 147.

19: طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 37.

20: عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 353.

21: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 533.

وعادة ما تأخذ مثل هذه القروض شكل الكمبيالة، وهي وثيقة تحدد شروط ومدة القرض، وبما في ذلك المبلغ، وسعر الفائدة وجداول السداد، وأية ضمانات أخرى للبنك يتفق عليها مع المقترض، وغالبا ما يواجه المقترض الذي يستخدم الائتمان المصرفي عدة مشكلات تتعلق باختيار البنك المناسب. 22

2- أنواع القروض المصرفية:

هناك أنواع كثيرة من القروض التي تمنحها البنوك لعملائها لتمويل العمليات التشغيلية التي تقل مدتها عن سنة وبناء عليه، يجب أن نفرق بين نوعين من القروض وهي القروض غير المضمونة والقروض المضمونة.

2-1- القروض المصرفية غير المضمونة:

لا يشترط البنك في ظل هذا النوع من الائتمان ضرورة تقديم ضمانات مادية للحصول على القرض، حيث يسمح للمؤسسة أن تقترض لفترة زمنية وفي حدود سقف معين لا يمكن تجاوزه، وتأخذ شكل الكمبيالة التي تستحق الدفع خلال أقل من سنة، وقد شهد هذا النوع من القروض نموا كبيرا خلال السنوات العشر الأخيرة حيث يتغير سعر الفائدة عليها وفق ظروف العرض والطلب السوق المالي. 23.

وتنشأ الحاجة إلى هذا النوع من القروض، إذا كانت المؤسسة من النوع الذي يقترض باستمرار من البنك مما يجعل من إجراء التفاوض في كل مرة تلجأ فيه إلى الاقتراض عملية متكررة تسبب الكثير من المصاعب وهدرًا للوقت والجهد للعاملين لدى الطرفين، فيتفق كلا الطرفين بأن يقوم البنك بفتح اعتماد يسمح للمؤسسة بموجبه بالاقتراض كلما ارادت ذلك، ولكن البنك يضع سقفا للاعتماد وهكذا تستطيع أن تسحب وتسد عدة مرات طالما أن مقدار السحوبات لا يتجاوز في أي تاريخ معين سقف الاعتماد، وعادة ما يضع البنك شرطين أساسيين على المقترضين وهما: 24:

1- أن يحتفظ المقترض في حسابه الجاري بما لا يقل عن 10-20% من قيمة الاعتماد المفتوح وهو ما يسمى بالقرض المعوض، وغاية البنك من وجهة نظره تقوية المركز النقدي للعميل ومن وجهة النظر الأخرى أن هذا الإجراء يزيد تكلفة الاقتراض، إلا إذا كانت الشركة تحتفظ بما يعادل هذه النسبة في حسابها الجاري قبل الحصول على القرض وهو ما تفعله الشركات عادة حتى لا تضطر إلى زيادة كلفة الاقتراض من البنك.

ب- الشرط الثاني أن يقوم العميل بسداد قروضه مرة واحدة على الأقل كل سنة، وغرض البنك من ذلك هو إظهار القرض على أنه قصير الأجل، وبالتالي يستحيل على العميل أن لا يستخدم هذا القرض في إنفاقه على مشاريع طويلة الأجل.

22: علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 263.

23: عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 394.

24: طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 49.

2-2- القروض المصرفية المضمونة:

وفقا لهذا النوع من القروض يطلب البنك ضمانات معينة يلزم المؤسسة المقترضة بتقديمها قبل الحصول على القرض، وتزداد رغبة البنك في الحصول على الضمانات في حالات الائتمان الذي يقدم إلى مؤسسات تتسم بضعف مركزها المالي أو بارتفاع نسبة الاقتراض لديها.

وعادة ما تكون قيمة القرض أقل من قيمة الضمانات، حيث يرغب البنك في وجود هامش أمان لمواجهة احتمالات انخفاض قيمة الأصول المقدمة كضمانات للقرض²⁵.

مقارنة بين الائتمان التجاري وبين الائتمان المصرفي²⁶:

- أ- يعتبر الائتمان المصرفي أقل تكلفة مقارنة بالائتمان التجاري في حالة عدم الخصم.
- ب- يعد الحصول على الائتمان المصرفي بمثابة تقييم للمؤسسة، لأن البنك لا يمنح الائتمان إلا إذا كان متأكدًا من قدرة المؤسسة على تسديد خدمة القرض وان معايير منح الائتمان المصرفي يقوم في ضوء الدراسات المالية والاقتصادية والتجارية للمؤسسة التي تحصل على الائتمان.
- ت- يتمتع الائتمان التجاري بالمرونة مقارنة بالائتمان المصرفي سواء من حيث طريقة التسديد أو من حيث الاستخدام أو التوسع في الائتمان.
- ث- لا يطلب منح الائتمان التجاري أية ضمانات أو إجراءات روتينية مقارنة بالائتمان المصرفي.
- ج- من الممكن الاستفادة من الائتمان التجاري بصورة غير مباشرة عن طريق تأخير معدل التسديد واستخدام الأموال المتاحة في الاستثمارات.

● المطلب الثاني: مصادر التمويل المملوكة طويلة الأجل

يمكن القول بشكل عام بأن الهيكل المالي لمعظم المؤسسات يتضمن حقوق الملكية (التمويل المملوكة): وتنشأ هذه الحقوق بشكل أساسي من المدفوعات النقدية التي يقدمها المالكين لشراء الأصول المطلوبة للبدء بعمليات المؤسسة، ويمكن أن تزداد حقوق الملكية عن طريق احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها في عمليات المؤسسة، وضمن هذه الفقرة سيتم استعراض مصادر التمويل المملوكة متوسط وطويل الأجل:

أولاً: الأسهم العادية

1- تعريف الأسهم العادية:

"هو وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها قابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، أي أنها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات استحقاقها²⁷".

25: عاطف وليم اندراوس ، مرجع سبق ذكره، ص 395.

26: دريد آل كامل تسييب، مرجع سبق ذكره، ص ص 236، 235.

27: عبيد علي أحمد الحجازي ، مرجع سبق ذكره، ص 26.

وهذا النوع عبارة عن حصة في ملكية المؤسسة يحق لصاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الآخرين كما يحق له حضور اجتماعات الجمعية العمومية والتصويت، وكل سهم يمثل صوتا واحدا²⁸.

وتصدر هذا النوع من الأسهم شركات المساهمة العامة فقط ويكون لكل سهم نفس الحقوق والواجبات وتعتبر الأسهم العادية المصدر الرئيسي لتمويل الشركات المساهمة العامة خاصة في مرحلة التأسيس. إذ تقوم المؤسسة بتحديد حجم رأس المال المطلوب وتقسيمه إلى عدد من الأسهم يتم طرحه للجمهور عبر بنك الاستثمار في السوق الأولية (عملية الاكتتاب) وتسمى هذه الأسهم المباعية في هذه المرحلة بالأسهم المصدرة تتغير قيمة الأسهم العادية وفقا لظروف المؤسسة الاقتصادية والمالية ويمكن للسهم أن يأخذ أيا من القيم التالية²⁹:

• القيمة الاسمية:

وهي القيمة الأصلية المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة وقوانينها وأنظمتها الداخلية، وتظهر هذه القيمة عادة على قسيمة السهم نفسه عند شراء السهم في السوق المالي أو إصدار شهادة إثبات ملكية للسهم أو الأسهم في الشركة، وتحدد بعض القوانين حد أدنى للقيمة الاسمية للسهم، وهي تختلف عن القيمة السوقية لأسباب متعددة نذكرها لاحقا والقيمة الاسمية ليس لها أية قيمة اقتصادية من وجهة نظر المستثمرين لأنها تخضع لقرارات سيادية تاريخية، ويعتمد على القيمة الاسمية في تحديد نسبة الربح الموزع إلى مالكي الأسهم العادية.

• القيمة الدفترية:

هي القيمة التي يستحقها السهم العادي حسب قيمته في السجلات المحاسبية للمؤسسة ومعنى ذلك أنه إذا أصدرت نوعا واحدا من الأسهم فإن القيمة الدفترية لهذه الأسهم تساوي إجمالي حقوق الملكية أي مجموع رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المحتجزة، وتحسب القيمة الدفترية بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم³⁰.

$$\text{القيمة الدفترية} = \text{حقوق الملكية} / \text{عدد الاسهم المصدرة}^{31}$$

وتتغير القيمة الدفترية بحسب الظروف الداخلية التي تمر بها فكلما زادت الأرباح زادت القيمة الدفترية لأسهمها وتبعا لذلك تقل كلما قلت أرباحها وزادت مديونيتها، وللقيمة الدفترية للسهم فوائد عديدة إذ أنها تساعد المدير المالي في اتخاذ قراره المتعلق بشراء الأسهم المتداولة في السوق.

28: Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Marchés Financiers : Gestion De Portefeuille Et Des Risques, Dunod 02 Emé Edition ,Paris ,1996,

Page 13.

29: عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 82.

30: علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 277.

31: طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 129.

• القيمة السوقية:

هي تلك القيمة التي تتحدد نتيجة التعامل في سوق الأوراق المالية، وهي دائما متغيرة تبعا للسياسة التي تتبعها المؤسسة والاستثمارات التي تدخلها والقرارات التي تتخذها المؤسسة والطلب على السهم بالإضافة إلى الأوضاع الاقتصادية.³²

وتعبر هذه القيمة عن سعر تداول السهم في السوق، فعندما تحقق المؤسسة أرباحا وترتفع قيمتها في السوق يكون سعر السهم في السوق أعلى من القيمة الدفترية أو القيمة الاسمية والعكس صحيح وتتميز هذه القيمة بالتغير من وقت إلى آخر وتعبر عن كفاءة أداء المؤسسة وتعكس الحالة الاقتصادية المحيطة به.³³

2-مزايا وعيوب التمويل بإصدار الأسهم:

1-2-مزايا إصدار الأسهم العادية:

هناك ثلاثة مزايا رئيسية ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل طويل الأجل وهي³⁴:

- أ- لا يمثل إصدار الأسهم العادية التزام على الشركة بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها، إذ أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم يكون بعد أن تحقق الشركة الأرباح ويتخذ القرار بتوزيعها.
- ب- إن المؤسسة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد مما يعطي مرونة للمؤسسة بعدم الدخول في التزامات محددة، بالإضافة إلى انخفاض درجة المخاطر مقارنة بمصادر التمويل الأخرى.
- ت- إن التمويل بإصدار الأسهم يعد توسع لحقوق الملكية وهذا يخفف من خطر الرافعة المالية، ويعطي ضمانات إضافية للدائنين ويعزز من القدرة الائتمانية للمؤسسة في السوق المالي.

2-2- عيوب الأسهم العادية³⁵:

إلى جانب هذه المزايا يتسم التمويل بالأسهم العادية ببعض العيوب أهمها³⁶:

- أ - احتمال فقدان السيطرة على الإدارة بسبب التبادل السريع للأسهم ودخول مساهمين جدد، وأحيانا السيطرة على قرارات مجلس الإدارة واتجاهاته واحتمال تغيير طريقة إدارة المؤسسة بما يتلاءم مع توجهات الأعضاء الجدد في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال.

32 : نفس المرجع السابق، ص 82.

33: دريد كامل آل تسييب، مرجع سبق ذكره، ص ص 204، 203.

34: دريد كامل آل تسييب، مرجع سبق ذكره، ص 205.

35: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية:مدخل تحليلي معاصر ، مرجع سبق ذكره، ص 539.

36: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية:مدخل تحليلي معاصر ، مرجع سبق ذكره، ص 539.

ب- ارتفاع التكلفة التي تتحملها المؤسسة، ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين:

- ✓ العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم عادة ما يكون مرتفع نظرا للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة
- ✓ إن أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة ومن ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية.

ثانيا: الأسهم الممتازة

1- تعريف الأسهم الممتازة:

يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات وتظهر الطبيعة الهجينة للسهم الممتاز عندما نحاول تصنيفه بالنسبة للسندات والأسهم العادية، ومثلها مثل السندات لها قيمة إصدار كما أن أرباحها تشبه أيضا دفعات الفائدة، من حيث أنها ثابتة ويتعين دفعها قبل أن يحصل حملة الأسهم العادية على أرباحهم ولكن إذا لم تحقق المؤسسة أرباحا لن تكون ملزمة بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم الممتازة كما هو بالنسبة لحملة الأسهم العادية أي انه يحدد للسهم الممتاز نسبة معينة من الأرباح³⁷.

لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت في مجلس الإدارة إلا أنهم يتمتعون بالأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على حقوقهم إذا ما تعرضت المؤسسة للانهيار وتصفية موجوداتها³⁸.

من ناحية أخرى تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث أنها تعتبر سندا للملكية له قيمة اسمية وقيمة سوقية ويرتبط أجله بوجود واستمرار المؤسسة، وتتماثل كل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية من ناحية المعاملة الضريبية حيث لا تعتبر التوزيعات المقررة لكل منها - بخلاف فوائد السندات - من التكاليف الواجبة الخصم وصولا لوعاء الضريبة على الدخل، كما أن عدم سداد التوزيعات المقررة لكل من حملة الأسهم العادية وحملة الأسهم الممتازة لا يترتب عليه إفلاس الشركة بخلاف الحال في حالة توقف الشركة عن سداد حقوق الدائنين وحملة السندات³⁹.

والأصل في الأسهم الممتازة أن تكون تراكمية بمعنى أنه في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل أي إجراء أي توزيعات على حملة الأسهم العادية، بيد أنه قد ينص في عقود تأسيس بعض المؤسسات على أن الحق في التوزيعات يكون فقط في السنوات التي تحقق فيها المؤسسة أرباح.

37 : Aswath Damodaran, Pratique De La Finance D'entreprise, 01 Ere Edition ,Groupe De Boeck , Bruxelles,2010 Page, 269

38: علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 279.

39 : عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 377.

2-1- المزايا: 40

- أ- إصدار هذه الأسهم لا يؤثر على السيطرة في المنظمة وذلك لانعدام حقها في التصويت.
- ب- لا تحتاج المؤسسة إلى رهن أصولها عند إصدار الأسهم الممتازة، و لا تتطلب إصدارها كضمان 41 وبالتالي يمكن المحافظة على هذه الأصول لاستخدامها كضمان عند التمويل بالديون.
- ت- لا تحمل موعد استحقاق محدد.

2-2- العيوب: 42

- أ- التزام المؤسسة بدفع أرباح محدودة سنوية إذا حققت أرباحاً لم تحدد.
- ب- تعتبر تكلفة إصدار الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة إصدار السندات.
- ت - لا يجوز خصم الأرباح الموزعة على حملة هذه الأسهم من ضريبة الدخل.

ثالثاً: الأرباح المحتجزة

1- تعريف الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، وتمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المؤسسة أو لم الذي لم تضعه كاحتياطات للمؤسسة؛ وتستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطته كما تستخدمها أيضاً لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح أو يتم فيها تحقيق خسارة. وتعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الاقتراضية للمؤسسة 43.

وتؤدي الزيادة في الأرباح المحتجزة إلى زيادة القيمة الرأسمالية للمؤسسة ومن ثمة القيمة المتوقعة لأسهمها الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق أرباح رأسمالية للمؤسسة. وتخضع الأرباح المحتجزة مثل الأرباح الموزعة للضريبة على دخل المؤسسات، بيد أن الأرباح الرأسمالية الناجمة عنها لا تخضع للضريبة على المستوى الشخصي إلا حينما تستخدم، وتبعاً لذلك فهي تعمل على تأجيل الالتزام الضريبي الشخصي حتى يتحقق من ورائها أرباحاً.

ورغم المزايا العديدة التي ترتبها الأرباح المحتجزة في مواجهة الأسهم العادية، إلا أن المساهمين قد يقيموا توزيعات الأرباح على الأسهم العادية بشكل أعلى من تقييمهم للأرباح الرأسمالية الناتجة عن نمو متوقع في قيمة الأسهم نتيجة لاستخدام الأرباح المحتجزة في عمليات توسع مستقبلية، حيث ينظر المساهمون إلى التوزيعات كدلالة على قوة المركز المالي للمؤسسة وعلى وجود دلائل مشرقة لربحية المؤسسة في المستقبل 44،

40: عبد الوهاب يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 85.

41: محمود صبح، مرجع سبق ذكره، ص 258.

42: فتحي إبراهيم محمد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 15.

43: عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 379، 378.

كما أنه قد يكون لدى المساهمين والإدارة في بعض الأحيان مصالح متعارضة تقضي إلى إجبار الإدارة على إجراء توزيعات باعتبار أنه قد ينظر إليها كأداة أو معيار لتقييم أداة الإدارة والرقابة عليها.

ولا يصاحب الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي تكلفة إصدار كما هو الحال بالنسبة للأسهم العادية، الأمر الذي يعزز من ميزة الأرباح المحتجزة كمصدر ذاتي للتمويل طويل الأجل في مواجهة الأسهم حيث تنخفض تكلفتها النسبية مقارنة بالأسهم العادية.

2- مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة من وجهة نظر الشركة: 45

1-2- المزايا:

- أ- تكلفة الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل منخفضة بالمقارنة مع غيرها؛
- ب- لا تحتاج لرهن موجوداتها؛
- ت- كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر وزاد استخدامها في تمويل موجوداتها ينعكس ذلك إيجابيا على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم.

2-2- العيوب:

- أ- استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بشكل متكرر والإكثار من حجز النتيجة عدة سنوات لرفعه.
- ب- قد يتعذر على الشركات المساهمة المبتدئة الاستفادة من هذا المصدر؛
- ت- يتطلب أحيانا من الشركة إصدار أسهم مجانية مقابل احتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من كلفة استخدام هذا المصدر

• المطلب الثالث: مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل

• أولا: السندات

1- تعريف السندات:

السند عبارة عن " قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت، وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع فوائد سنوية " 46؛ ويجب على المؤسسة أن ترفع القيمة الاسمية للسند كاملة عند الاستحقاق ويختلف السند عن القروض بأن يباع إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو المؤسسات

44 :John P. Hutton & Turalay Kenc , The Influence Of Firms Financial Policy On Tax Reform , Oxford Economic Paper, Vol.50,N0.4, 4 October 1988, P.665.

45: علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 282.

46 : Bertrand Jacquillat et autre, Op.cit. p 14.

أيضا ويمكن بيع السند إلى شخص آخر أو مؤسسة قبل تاريخ استحقاقه ولكن بسعر أقل من قيمته عند الاستحقاق.⁴⁷

تتأثر السندات بالظروف في الأسواق المالية وبأسعار الفائدة السائدة في السوق، فعندما ترتفع أسعار الفائدة بشكل يزيد عن الفائدة التي يدفعها السند تنخفض القيمة السوقية للسندات وذلك لأن المستثمرون لا يرغبون في السند في هذه الحالة والعكس عندما تنخفض معدلات الفائدة؛ ولا يعتبر حامل السند من المالكين للمؤسسة بل هو دائن ولا يحق له التدخل في شؤونها، لكن يحق له استرداد دينه في حالة تعرضه للإفلاس أو التصفية قبل أن يحصل حملة الأسهم الممتازة والعادية على حقوقهم.

ويعتبر السند من الأوراق القابلة للتداول في السوق المالية، ولذلك يتخذ السند قيمة اسمية وقيمة سوقية، ولذلك يجب التفريق بين القيمة السوقية التي تظل ثابتة وتلزم المؤسسة بدفعها لحامل السند عند موعد الاستحقاق بالإضافة إلى الفائدة السنوية المستحقة،⁴⁸ والقيمة السوقية المتغيرة بحسب الظروف السائدة كما ذكرنا، والتي لا تلتزم في هذه الحالة بدفع الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية، وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن بعض المؤسسات أخذت تفضل إصدار السندات طويلة الأجل بأسعار فائدة متغيرة. وهناك علاقة تبادلية بين القيمة السوقية للسند وأسعار الفائدة المصرفية، فإذا ارتفعت أسعار الفائدة بشكل يزيد عن سعر الفائدة على السند تتجه القيمة السوقية له إلى الانخفاض لن حملة السندات يميلون إلى بيع ما لديهم وإيداع أموالهم في البنوك للحصول على أرباح أكبر والعكس بالعكس.⁴⁹

2-مزايا وعيوب السندات:

2-1- مزايا من وجهة نظر حملة السندات: 50:

أ - عموما يعتبر السند أقل أنواع الاستثمارات خطورة؛

ب - يحصل حامل السند على دخل مضمون ومؤكد وثابت.

ومن عيوب الاستثمار في بعض السندات هو أن الدخل الذي يحصل عليه حاملها يتأثر بعوامل التضخم في السوق ويتسبب في تأكلها من وقت لآخر.

2-2-مزايا من وجهة نظر المؤسسة التي أصدرت السندات:

تتمثل المزايا فيما يلي: 51:

أ- الفوائد التي تدفعها لحاملي السندات تخصم من الضرائب التي تدفعها للحكومة باعتبارها نفقات تتحملها المؤسسة.

47: عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 85.

48: علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 271.

49: المرجع السابق، ص 272.

50: فتحي إب اراهيم محمد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 11

51: علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 275.

- ب- تستطيع التصرف بحرية طالما أن حملة السندات لا يحق لهم التدخل في شؤونها.
ت- غالبا ما تكون كلفة السند أقل من كلفة غيره من أدوات الدين الأخرى.

2-3- أما عيوب السندات من وجهة نظر المؤسسة هي:

- أ - تخصص المؤسسة سنويا مبالغ كبيرة تدفعها كفوائد على السندات مما يؤثر على سيولتها وبالتالي فهي تشكل عبئا عليها.
ب - تحد التشريعات القانونية من الاستفادة من السندات بسبب تقييد الحكومة لكمية المبالغ التي يمكن اقتراضها بهذه الطريقة.
ت - بما أن السندات أداة دين طويلة الأجل فقد تواجه المؤسسة ظروفًا سيئة تكون فيها غير قادرة على الوفاء بسداد الدين أو دفع الفوائد عليها مما يعرضها لخطر الإفلاس والتصفية.

ثانيا: القروض المصرفية طويلة الأجل

1- تعريف القروض المصرفية:

تعد إحدى مصادر التمويل المتاحة الطويلة الأجل والتي تتمح مباشرة من الجهاز المصرفي كالمصارف وشركات التأمين أو من مؤسسات خارجية وتكون مدتها أكثر من سنة، وبخلاف السندات تمثل القروض وسيلة عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلال انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما.⁵²

2- شروط القروض المصرفية:

ويتضمن عقد القرض شروطا تتعلق بالجوانب التالية:⁵³

- أ - قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ استحقاقه.
ب - الرهونات أو الضمانات المرتبطة بالقرض.
ت - فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض.
ج - أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض.

وتتوقف شروط القرض على تقييم المركز المالي وإمكانية الطرفين، إن أسباب اختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل يعود إلى الصعوبات التي تواجهها المؤسسة في إصدار أسهم جديدة أو عدم إمكانية الحصول على مصدر تمويل مناسب، وفي بعض الأحيان يشكل هذا النوع من الاقتراض أقل تكلفة من المصادر الأخرى على اعتبار أن الفائدة على القرض والعمولة المدفوعة تخفض من الربح الخاضع للضريبة أي توفر الميزة الضريبية لمثل هذا النوع من مصادر الأموال، مع الإشارة إلى وجود عوامل محددة لمبلغ القرض وخاصة في حالة عدم توفر الضمانات الكافية لتغطية مبلغ القرض ;

52 : دريد كامل آل تسييب، مرجع سبق ذكره، ص 218.

53 : عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 386.

أو لمحدودية قدرة المقرض على تسديد الالتزامات عليه، ويعتمد احتساب كلفة القروض على المبلغ المقرض و سعر الفائدة وفترة الاقتراض .

3-مزايا وعيوب القروض المصرفية:

ولا تختلف آثار ومزايا وعيوب القروض الطويلة الأجل عن السندات فكلاهما مصدر خارجي للتمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسة، غير أن السندات تتميز بإمكانية استدعائها في حالة انخفاض أسعار الفائدة، بينما تتميز القروض بالسرعة والمرونة باعتبارها نتاج لمفاوضات مباشرة دون أي وسيط بين المقرض والمقرض، وتبعاً لذلك تتصف إجراءاتها بالسهولة والبساطة النسبية بما يمكن المؤسسة من الحصول على احتياجاته بسرعة. وتتصف القروض بخاصية المرونة مقارنة بالسندات، وتتيح هذه الخاصية إمكانية تغيير بنود العقد عن طريق مباشر في حالة حدوث تغيرات في الظروف الاقتصادية تستدعي تغير هذه الشروط، الأمر الذي يصعب تحقيقه مع المصادر الأخرى للتمويل طويل الأجل.⁵⁴

ثالثاً: الاستئجار

1-تعريف الاستئجار:

الاستئجار هو " عقد يلزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها لمالك أصل من الأصول لقاء ارتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة ". إن تاريخ استحقاق عقد الإيجار أقل من مدة حياة الأصل، وقيمة الدفعات الاستئجار هي عموماً أكثر من السعر الحالي للأصل . وفي نهاية مدة حياة الاستئجار الأصل يعود للمؤجر الذي إما يقوم ببيعه أو إعادة استئجاره لآخر.⁵⁵

ويمكن الاستئجار المؤسسات من الحصول على منافع أصل من الأصول دون امتلاكه و يصنف الاستئجار من هذا المنطلق كواحد من مصادر التمويل طويلة الأجل.

و يتشابه التمويل بالاستئجار والتمويل بالاقتراض من حيث أن دفعات الاستئجار هي عبارة عن التزامات تعاقدية ثابتة، لذا يؤدي الاستئجار من الناحية العملية إلى ارتفاع مديونية المستأجر وزيادة المخاطر المالية.⁵⁶

2-أنواع الاستئجار:

1-2-الاستئجار التشغيلي:⁵⁷

يطلق على هذا النوع من التأجير أحياناً تأجير الخدمات (SERVICE LEASE) لأنه يوفر للمؤسسة خدمتي التمويل والصيانة، أي هو استئجار خدمات الأصل دون أن ينتهي ذلك بتملكه ولا تكون عقود التأجير دائمة بل من حق المستأجر إنهاء عقد الإيجار قبل انتهاء مدته.

54 : عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 387 .

55 : Aswath Damodaran, Op.Cit, Page, 265.

56 [http://www.muflehakel.com/mokadema%20fe%20aledara/masader_altamweel_al6aweel_al2jal\(3\).htm](http://www.muflehakel.com/mokadema%20fe%20aledara/masader_altamweel_al6aweel_al2jal(3).htm) , op.cit.

57 : دريد كامل آل تسييب، مرجع سبق ذكره، ص 412.

2-2-التأجير المالي: (Financial Lease)

التأجير المالي هو ذلك التأجير الذي يتم بموجبه إطفاء كامل قيمة الأصل المؤجر خلال فترة العقد، ويسمى هذا التأجير بالتأجير الرأسمالي لأن إجمالي دفعات الإيجار المتفق عليها تغطي كامل تكلفة الأصل مع عائد مناسب على راس المال المستثمر.⁵⁸

3-مزايا و عيوب التمويل بقرض الإيجار:

3-1-مزايا التمويل بواسطة قرض الإيجار:⁵⁹

أ- يقدم قرض الإيجار تمويلاً كاملاً لقيمة الأصل من الآلات و المعدات بنسبة 100% و هذا ما لا يتوفر عادة في أساليب التمويل الأخرى.

ب- لا يتطلب التمويل بواسطة قرض الإيجار تجميد راس المال العامل و بهذا يوفر السيولة اللازمة لاستثمارات أخرى ذات فائدة و لعل هذه الميزة تبدو أكثر أهمية.

ت- يستعمل خلال المراحل الأولى من حياة المؤسسة و ذلك عندما تكون إمكانيات المؤسسة المالية محدودة و حاجته إلى الأموال الكبيرة نسبياً.

ث- عدم تأثر المؤسسات التي تلجأ إلى التمويل بقرض الإيجار بعوامل التضخم قصيرة الأجل، حيث يتم الاتفاق بشروط محددة ثابتة و لمدة طويلة.

ج- تحسين صورة ميزانية المؤسسة و كذا تحسين النسب التحليلية المستخرجة من أرقامها، حيث لا تظهر المعدات المؤجرة في جانب الأصول رغم وجودها في حالة التشغيل، بينما يظهر المقابل لقيمتها في الجانب الخصوم (الالتزامات) ، كما تظهر أقساط الإيجار المدفوعة للمؤجر على تلك الأصول، في حساب الأرباح و الخسائر كأعباء مقابل ما يتحقق من إنتاجية لتلك الأصول.

ح- تحقيق قدر من المرونة للمستأجر اذ يجنبه ذلك تحمل تكلفة الأصل خلال الفترات لا يحتاج فيها إليه، فقرض الإيجار قد يكون قصير الأجل بما يغطي الاحتياجات الفعلية، و بانتهاء هذه الاحتياجات يعاد الأصل إلى المؤجر أين يمكن إعادة تأجيره في حالة الحاجة اليه مستقبلاً.

خ- يحقق التمويل بقرض الإيجار مزايا ضريبية، عندما تقل فترة الإيجار عن العمر الافتراضي الذي تقبله إدارة الضرائب ، و الذي يعد الأساس لحساب قيمة أقساط اهتلاك الأصل و بذلك يتسنى للمؤسسة المستأجرة تحقيق مزايا ضريبية من الاستئجار، تفوق قيمتها ما كان يمكن تحقيقه جراء اقتناء الأصل دون استئجاره، يعبر عنه بالوفر الضريبي.

58: دريد آل كامل تسييب، مرجع سبق ذكره، ص 411.

59: خوني رايح، حساني رقية، واقع و آفاق التمويل التأجيري في الجزائر وأهميته كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة بسكرة يومي 17 و 18 أبريل 2006.

3-2- عيوب التمويل بقرض الإيجار:

تنحصر أهم العيوب التي تكتنف عملية التمويل بواسطة قرض الإيجار في النقاط التالية: 60

- أ- بالرغم من أهمية استعمال قرض الإيجار كوسيلة لتمويل احتياجات المؤسسة الاستثمارية، إلا أنه لا زال يتميز بالتكلفة المرتفعة من حيث المعدلات الفائدة المطبقة عليه، مقارنة بأسعار الفائدة على القروض التقليدية.
- ب- عدم إلزام المؤسسة المستأجرة بالدفع عند حلول الأجل المحددة، مما قد يؤدي إلى زيادة مخاطر عدم التسديد بالنسبة للمؤجر و في نفس الوقت، ارتفاع تكاليف التأخر عن التسديد في الأجل المحددة، بالإضافة إلى قلة شركات التأمين التي تقوم بتأمين مثل هذه المخاطر.
- ت- قد يؤدي فقدان أو تلف الأصل أو الموارد المستأجرة نتيجة سوء استعمال في الموقع الى تحمل المؤسسة لتكاليف مالية جديدة قد لا تؤخذ في الحسبان من قبل المؤجر.

المبحث الثالث : النظريات الأساسية للهيكل المالي

• المطلب الأول: الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق

اولا :نظرية الربح الصافي ,الربح التشغيلي(صافي ربح العمليات)

1- نظرية الربح الصافي :

يرى مؤيدي نظرية الربح الصافي أن الاختلاف في تكلفة مصادر الأموال التي تشكل هيكل راس المال، سوف تتيح الفرصة للإدارة المالية من خلال تغيير نسبة الرفع إلى زيادة مساهمة التمويل المقترض ذات التكلفة الأقل على حساب مساهمة التمويل الممتلك ذات التكلفة الأكبر. 61 أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة الأموال المرجحة من خلال التغيير في نسبة الرفع المالي، فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، من أجل تحليل مضامين النظرية، لا بد أولاً من عرض ومناقشة الفروض التي تقوم عليها.

1-1- الفرضيات:

وتتمثل هذه الفرضيات فيما يلي: 62

أ- إن الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر، ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك ومعدل العائد على السندات والقروض (معدل الفائدة) تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسبة الرفع المالي.

60: بالمقدم مصطفى، بن عاتق حنان، صاري زهير، التمويل عن طريق الإيجار كاستراتيجية لتغيير العمل المصرفي، المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع:

استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة أبي بكر، الجزائر، 2005/03/16.

61 : حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 761.

62: محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003،

ص342.

ب - نظرا لأن الملاك يجمعون صافي الربح بعد الفائدة فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرض لها المقرضين ونتيجة لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض (الفائدة على السندات) وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين.

ت - حجم الاستثمار ثابت لا يتغير وهذا يعني ضمنا أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها الهيكل المالي ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع المؤسسة من تغيير المزيج الذي يتكون منه هذا الهيكل، ونظرا لأن حجم الاستثمار ثابت لا يتغير هذا يعني أن صافي ربح العمليات ثابت لا يتغير.

1-2 - تحليل الفرضيات:

يتضمن الافتراض الأول ثبات تكلفة كل من أموال الملكية وتكلفة الاقتراض، وطالما أن تكلفة أموال الاقتراض أقل من تكلفة أموال الملكية، كما يشير إلى ذلك الافتراض الثاني فإن زيادة الاعتماد على التمويل المقترض في هيكل ارس المال في مؤسسة ما، يعني في الواقع أنه تم الاعتماد على مصادر أموال رخيصة نسبيا مقارنة بأموال الملاك الأمر الذي سوف يترتب عليه انخفاض التكلفة الكلية للأموال (التكلفة المرجحة)، ونظرا لثبات صافي ربح العمليات بسبب ثبات حجم الاستثمار فإن القيمة السوقية للمؤسسة سوف ترتفع مع كل انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة.⁶³

ومن التحليل أعلاه يعني أن استمرارا الرفع المالي في صياغة هيكل الأموال في المؤسسة يعني استمرار انخفاض تكلفة الأموال المرجحة واستمرار ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، ويعني ذلك - من الناحية النظرية - عند الوصول بنسبة الرفع المالي إلى 100% في المؤسسة⁶⁴ ستكون التكلفة المرجحة للأموال في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى، هذا يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تكون في الأعلى عندما تبلغ تكلفة الأموال المرجحة مستوى يساوي تكلفة الأموال المقترضة، ومن المنطق أن يتحقق ذلك عندما تعتمد المؤسسة كليا على الأموال المقترضة فقط في صياغة الأموال، لكن هذا ما لا يسمح به من الناحية القانونية. ونتيجة لذلك يرى أصحاب مدخل صافي الربح أن هيكل راس المال المثالي هو الذي يتضمن أموال اقتراض فقط.

ولتوضيح المضمون لهذا التحليل النظري سوف نعتمد التحليل الآتي:⁶⁵

$$\begin{aligned} \text{صافي ربح العمليات - الفوائد (تكلفة الاقتراض)} &= \text{صافي ربح الملاك / معدل العائد المطلوب} \\ &= \text{القيمة السوقية لحق الملكية} \\ &+ \text{القيمة السوقية للقروض} \\ &= \text{القيمة السوقية للمؤسسة} \end{aligned}$$

63: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 317.

64: Jacques Teulie, Patrick Topsacalian, Finance, 2e Edition, Vuibert 1997, Page 352.

65: Robert Cobbaut, Théorie Financière, Gestion Economique, 04e Edition, Paris, 1997, page. 382.

يتحقق الهيكل المالي المثالي عندما تعتمد المؤسسة على أموال الاقتراض فقط في تمويل أصولها. ويعاب على مدخل صافي الربح انه يفترض أن الملاك سوف لا يطالبون بعائد إضافي نتيجة الاعتماد المتزايد للمؤسسة على الاقتراض ، وهو افتراض غير واقعي إذ من المتوقع أن يصاحب الارتفاع في نسب الاقتراض في هيكل راس المال ارتفاع في درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، ومن ثم من المتوقع أن يطالب الملاك بعائد أعلى. 66.

2- مدخل صافي ربح التشغيلي " NOI " Net Operating Income Approche

يؤكد مؤيدي نظرية صافي الربح التشغيلي (NOI) في صياغة الهيكل المالي إلى أن التغيير في الرفع المالي لا يسبب أي تغيير في تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ولا في القيمة السوقية للمؤسسة والتي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية زاندا القيمة السوقية للمؤسسة سوف تكون مستقلة عن أي تغييرات في الهيكل المالي وهي أيضا مستقلة عن تأثيرات تكلفة الأموال المرجحة⁶⁷ WACC.

إن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي أي زيادة حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية Financial Risk التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك) وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لابد ان يطلبوا معدل العائد المطلوب يمثل تكلفة التمويل الممتلك لذلك فان تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي¹³⁴.

إن هذا الارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك يعوضه الانخفاض في تكلفة التمويل المقترض الأمر الذي يجعل تكلفة الأموال المرجحة ثابتة لا تتغير والقيمة السوقية للمؤسسة ثابتة لا تتغير أيضا.

2-1- الفرضيات: 68

أ - تتحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة الأموال المرجحة (WACC)، لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين الاقتراض والملكية.

ب - يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال لذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم (تكلفة الأموال المرجحة) يظل ثابت لا يتغير أيضا.

66: محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية:مدخل القيمة واتخاذ القرارات ، مرجع سبق ذكره، ص 323.

67: Jacques Teulie Et Autres, Op.cit. P, 354.

68: محمد صالح الحناوي، جلال العبد، الإدارة المالية:مدخل القيمة واتخاذ القرارات ، مرجع سبق ذكره، ص 333.

- ت - إن زيادة مستويات الرفع المالي من خلال الحصول على قروض بطرح سندات وحيث يعتبر مصدر تمويل منخفض التكلفة يترتب عليه زيادة في درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية لذلك فإن المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض (السندات) تضع نتيجة مطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها، الأمر الذي يجعل تكلفة التمويل الممتلك متصاعدة كلما زادت مستويات الرفع المالي.
- ث - إن معدل الفائدة على القروض ثابتة.
- ج - لا توجد ضريبة على دخل المؤسسات.

2-2- تحليل الفرضيات:

وبما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا حاصل جمع القيمة السوقية لحق الملكية والقيمة السوقية للقروض (السندات) وفق مضمون هذه النظرية، فإن: 69

$$\text{القيمة السوقية لحق الملكية} = \text{القيمة السوقية للمؤسسة} - \text{القيمة السوقية للقروض}$$

وكما لا حظنا في نظرية صافي الربح (NO) أن: 70

$$\text{القيمة السوقية لحق الملكية} = \text{صافي ربح العمليات} / \text{معدل العائد المطلوب من الملاك}$$

هذا يعني أن:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{صافي ربح العمليات} / \text{القيمة السوقية لحق الملكية}$$

إن معدل العائد المطلوب (م) من قبل الملاك ما هو إلا تكلفة التمويل الممتلك ولذلك وبشكل بديل يمكن

حساب تكلفة التمويل الممتلك (م) بالمعادلة الآتية: 71

$$\text{م} = \text{تكلفة الأموال المرجحة} (\text{تكلفة الأموال المرجحة} - \text{تكلفة القروض}) \times \text{القروض السوقية القيمة} / \text{القيمة السوقية لحق الملكية}$$

وبما أن تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ثابتة، عليه فإن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد بمعدل ثابت مع الزيادة في نسبة الاقتراض إلى حق الملكية بسبب زيادة درجات الخطر المالي.

رغم التغير في نسبة الرفع المالي (نسبة القيمة السوقية للقروض إلى القيمة السوقية لحق الملكية) إلا أن القيمة السوقية للمؤسسة ظلت ثابتة كما أن تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ظلت ثابتة أيضا مما يعني عدم وجود هيكل تمويل أمثل رغم أن تكلفة التمويل الممتلك قد تصاعدت مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي. 72

69: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 771.

70: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 771.

71: محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، مرجع سبق ذكره، ص 349.

72: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 184.

ثانيا: النظرية التقليدية Traditionnel Théorie

يطلق مؤيدي هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية والاستنتاجية، بالإضافة إلى ذلك أن المضمون النظري لأفكار مؤيدي هذه النظرية يعتمد وجهة نظر وسيطة بين نظرية صافي الربح (NI) ونظرية صافي ربح العمليات (NOI) ، ووفقا لوجهة النظر التقليدية فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع وتنخفض تكلفة الأموال عن طريق تشكيلة مميزة من أموال الملاك وأموال الاقتراض.

1- الفرضيات

يؤكد مؤيدي هذه النظرية بوجود هيكل مالي أمثل Optimal Financial Structure ينشأ عن نقطة اقتراض مثلى يتحقق من تشكيلة مميزة من الأموال المقترضة والأموال المملوكة، هذه التشكيلة المميزة من مصادر التمويل المقترضة والمملوكة تجعل من تكلفة الأموال المرجحة في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مقبولة من الرفع المالي⁷³.

أضف إلى ذلك أن هذه النظرية تفترض أن تكلفة التمويل المملوكة سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في المؤسسة، وهم يفترضون ضمن تحليل هذه النظرية – أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك الذي يمثل تكلفة التمويل المملوكة يبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها الاعتماد على التمويل المقترض في تشكيلة الهيكل المالي بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك⁷⁴.

كما يفترض مؤيدي هذه النظرية أن تكلفة التمويل المقترض تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليها⁷⁵.

ونظرا لارتفاع تكلفة التمويل المملوكة مع تناقص قيمته في تشكيلة الهيكل المالي، و تزايد مقدار القروض بسبب انخفاض تكلفته فإن تكلفة الأموال المرجحة (WACC) سوف تبدأ بالانخفاض منذ اللحظة الأولى الذي يتم فيها تغيير الرفع في تشكيلة التمويل لصالح التمويل المقترض حتى تصل إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي وهذا ما يسمى بنقطة الاقتراض المثلى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأعلى.

والسؤال الذي يطرح: كيف تتحدد نقطة الاقتراض المثلى التي توصل إلى الهيكل المالي الأمثل؟

إن الإجابة على هذا السؤال تقتضي منا توضيح من أن التمويل المقترض يعتبر منخفض مقارنة بالتمويل المملوكة، ولذلك فإن زيادة نسبة التمويل المقترض في الهيكل المالي تسهم في تخفيض تكلفة الأموال المرجحة (WACC).

73 : Pierre Vernimmen , Finance D'entreprise, 8e Edition, Par Pascal Quiry Et Yann Le Fur, Editions Dalloz , Paris, 2010, P 785.

74: محمود حمزة الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 778.

75: عبد الغفار حنفي وآخرون، أساسيات التمويل والإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره، ص 195.

غير أن تكلفة التمويل الممتك ترتفع مع زيادة نسبة الأموال المقترضة مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال المرجحة الناجمة لكن الانخفاض في التكلفة المرجحة الناجمة عن زيادة القروض يفوق الارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة الناجم عن ارتفاع تكلفة الأموال الممتلكة، وهكذا تتحقق نقطة الاقتراض المثلى التي تجعل من تكلفة الأموال المرجحة في حدها الأدنى.

ثم تحصل تغيرات عندما تستمر المؤسسة في زيادة الاعتماد على مصدر التمويل المقترض، فعلى الرغم من زيادة نسبته في الهيكل باعتباره مصدر رخيص التكلفة، إلا أن تكلفة حقوق الملكية (تكلفة التمويل الممتك) تأخذ بالارتفاع بمعدلات كبيرة والنتيجة أن زيادة الاقتراض بتكلفته الرخيصة لم يعد كافياً لتحقيق تخفيض في تكلفة الأموال المرجحة (WACC) وذلك بسبب الارتفاع الكبير في تكلفة التمويل الممتك، بعبارة أخرى تؤدي المغالاة في الاعتماد على القروض إلى تكلفة التمويل الممتك بقدر يفوق الوفرة المترتبة على زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة ذات التكلفة المنخفضة نسبياً، الأمر الذي يؤدي بتكلفة الأموال المرجحة أن تتجه نحو التصاعد بعد أن اتجهت نحو الانخفاض.⁷⁶

ثالثاً: نظرية مودكلياني و ميلر في ظل غياب الضريبة وكلفة الإفلاس وكلفة الوكالة

تشكل نظرية مودكلياني وميلر Modigliani Et Miller Théorie اتجاهها فلسفياً غاية في الأهمية في النظرية المالية المعاصرة، منذ أن نشروا نظريتهم عام 1958 إلا أن تلك النظرية لا زال يجاذبها الجدل الفكري بين المهتمين بالإدارة المالية وقد اسند لهم بحق أنهم مؤسسي المدرسة الحديثة للإدارة المالية. إن المضمون النظري لنظرية مودكلياني وميلر (M&M) بشأن صياغة الهيكل المالي وفي ظل عدم وجود الضريبة تتفق ونظرية صافي ربح التشغيل السابقة التحديد، إذ أكد مودكلياني وميلر أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بصياغة الهيكل المالي أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية ولذلك هم أكدوا على عدم وجود هيكل مالي أمثل.⁷⁷

ويمكن شرح ما توصل إليه مودكلياني وميلر من خلال اقتراحهما الأول والثاني، إذ لوحظ أن هذين الاقتراحين قد أسسا على افتراضات معينة ترتبط بسلوك كل من المستثمرين وسوق راس المال. وسوف نتعرض لهذه الافتراضات أولاً ثم نناقش بالتفصيل اقتراحهما بشأن وجهة نظرهما في تأثير الرفع المالي (الاقتراض) على القيمة السوقية للمؤسسة.

أولاً: الافتراضات⁷⁸

- 1- أن للمستثمرين كامل الحرية في بيع وشراء الأوراق المالية وبشكل لا يؤثر على أسعار تلك الأوراق المالية.
- 2- إمكانية قيام الأفراد (المستثمرين) بالاقتراض بنفس أسعار الفائدة وبنفس الشروط التي تحصل المؤسسات بها على القروض

76: محمود حمزة الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 785.

77: Modigliani Et Miller, The Cost Of Capital- Corporation: Finance And The Theory Of Investment, American Economies Review, N0 3 Juin 1958, Page 261-267

78: Pierre Vernimmen, Corporate Finance: Theory And Practice, Pascal Quiry, Maurizio Dallocchio, Yann Lefur, Antonio Salvi, Editions John Wiley&Sons, Ltd, England, 2005, Page 660.

3- إن كافة المؤسسات تعمل في ظل السوق الكفاء بمعنى أن المعلومات عن المؤسسات العاملة في السوق متاحة وللجميع و مجانية.

4- إن كافة المستثمرين في السوق يتمتعون بالرشد، هذا يتضمن أن تكاليف العمليات (تكاليف الشراء او بيع الأوراق المالية) غير موجودة.

5- يمكن تقسيم المؤسسات إلى مجموعات تنتهي إلى شرائح خطر متجانسة، حيث تنتهي المؤسسات إلى شرائح خطر متجانسة إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص الخطر وهذا يعني وفق مودكلياني وميلر أن المؤسسات التي تعمل في نفس الصناعة تكون شريحة متجانسة من حيث الخطر.

6- تتبع المؤسسات سياسة توزيع تقتضي بتوزيع كل أرباحها، بمعنى آخر لا توجد أرباح محتجزة.

7- لا توجد ضريبة على دخل المؤسسات ولا تكاليف الإفلاس.

ثانيا: الاقتراحات

يقسم مودكلياني وميلر نظريته إلى عدد من الاقتراحات ، نشرحها فيما يلي:

1- الاقتراح الأول Proposition 1 :

يسمى بعض الكتاب الاقتراح الأول Proposition 1 لمودكلياني وميلر بنموذج الدائرة (The Pie Model) وذلك لأن اقتراحهم يصور مؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا صياغة الهيكل المالي، وذلك فهم ينظرون إلى الهيكل المالي كنموذج دائرة.⁷⁹

في ظل الاقتراح الأول الذي قدمه مودكلياني وميلر فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكل الأموال فيها، وأن القيمة السوقية للمؤسسة تتحدد من خلال صافي ربح العمليات الذي تحققه المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتهي إليها المؤسسة.⁸⁰

ويمكن صياغة الاقتراح الأول في شكل معادلة تكشف عن القيمة السوقية لأي مؤسسة تنتهي لأي فئة مخاطرة معينة كما يلي:

$$\text{القيمة السوقية للمؤسسة} = \text{القيمة السوقية لحق الملكية} + \text{القيمة السوقية للقروض}$$
$$\text{القيمة السوقية للمؤسسة} = \text{صافي ربح العمليات} / \text{معدل الخصم}$$

79: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 790

80 : Philippe Gillet, les différents modes de financements et la structure optimal du capital , uv 103 université paris- dauphine , p 12.

تؤكد المعادلة أعلاه على أن:

القيمة السوقية للمؤسسة تتوقف على ربح العمليات المتوقع من الأصول، وليس على تشكيلة هيكل راس المال، وبمعنى آخر فإن هيكل راس المال لا يؤثر على ربح العمليات ومن ثم لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة أي أنها مستقلة عن مستويات الرفع المالي.⁸¹

كما أن مودكلياني وميلر يؤكدان استقلالية تكلفة الأموال المرجحة (wacc) عن صياغة الهيكل المالي، وهي تعادل تكلفة أموال الملاك لمؤسسة أخرى تنتمي لنفس شريحة الخطر ولكنها لا تعتمد على القروض في التمويل (Un Levered Firme).⁸²

2- الاقتراح الثاني Proposition 2 :

رغم أن التغير في الهيكل المالي سوف لن يغير من القيمة الكلية للمؤسسة كما ورد في الاقتراح الأول، إلا أن ذلك يحدث تغيرا مهما في قروض المؤسسة وحق ملكيتها. وعليه فإننا سوف نختبر ماذا يحصل لمؤسسة ما يتم تمويلها بالقروض وحقوق الملكية عندما تتغير نسبة القروض إلى حق الملكية فيها أي عندما تتغير نسبة الرافعة المالية.

ولضمان عملية التحليل ضمن الاختبار أعلاه سوف نستمر بتجاهل الضريبة، إن معدل العائد المطلوب لمؤسسة ما والذي يتمثل بتكلفة التمويل المرجحة WACC، الممثلة بالمعادلة التالية:⁸³

$$WACC = R_{actif} = \text{القيمة السوقية للممتلك} \times \text{القيمة السوقية لحق الملكية} / \text{القيمة السوقية للمؤسسة} + \text{تكلفة القروض} \times \text{القيمة السوقية للقروض} / \text{القيمة السوقية للمؤسسة}$$

من المعادلة أعلاه تمكن مودكلياني من الوصول إلى العلاقة التالية:

$$C_{mpc} = r_e$$

هذا هو الاقتراح الثاني المشهور لمودكلياني وميلر ومنه نستنتج من أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك في مؤسسة ما يعتمد على ثلاث متغيرات هي:⁸⁴

1- معدل العائد المطلوب من قبل المؤسسة (ممثلة بتكلفة التمويل المرجحة).

2- تكلفة التمويل المقترض.

3- نسبة القروض إلى حق الملكية (أي نسبة الرافعة).

ومن هذا التحليل عرض مودكلياني وميلر مضمون الاقتراح الثاني وهو أن "معدل العائد المطلوب"

81 : S.A Ross, R.W.Wzsterfield, J.F.Jaffe, Finance Corporate , Dunod, Paris, 2005, Pour La Traduction Française, P506

82 : Zvi Bodie Et Robert Merton, Finance , 3e Edition, Edition Française Dirigée Par Christophe Thibierge Préface De Paul Samuel son, Distribution Nouveaux Horizons – ARS, Paris, 2011, P 471.

83 : R.Brealey & S. Myers, Principe De Gestion Financière , 7e Edition, Pearson Education France, 2003, P222

84 : André Farber, Marie-Paule Laurent, Kim Oosterlinck, Hugues Pirotte, Finance , 2e Edition, Pearson Education France, 2008, P, 190 .

"من قبل الملاك مؤسسة تعتمد على القروض في الهيكل المالي، يساوي معدل العائد المطلوب من قبل مؤسسة مماثلة وتنتهي لنفس شريحة الخطر ولكنها لا تعتمد على القروض في هيكل تمويلها إضافة إلى عائد إضافي لتعويض المخاطر المالية الناجمة عن الاقتراض المحدد بالفرق بين تكلفة التمويل المرجحة للمؤسسة وتكلفة التمويل المقترض مضروباً في نسبة الاقتراض إلى حق الملكية.⁸⁵

وبالتالي النقطة الهامة فيما قدمه "مودكلياني وميلر" في افتراضهما الثاني هو «أن تكلفة الأموال تظل ثابتة لا تتغير ولا تتأثر مكونات هيكل رأس المال وتساوي معدل العائد على أموال الملاك في المؤسسة تنتهي لنفس شريحة الخطر ولا تعتمد على الاقتراض في هيكل رأسمالها»⁸⁶

3- انتقادات فروض "مودكلياني وميلر"⁸⁷

- أ- الافتراض القائل بأن الأفراد والمؤسسات يمكنهم الاقتراض والإقراض بنفس معدل الفائدة، افتراض غير صحيح من الناحية العملية، لأن حجم وأصول المؤسسات تجعل لديها قدرة على الاقتراض بمعدلات فائدة أقل من الأفراد.
- ب- ليس من الصحيح أن الرفع الشخصي هو بديل للرفع المالي للمؤسسة فوجود مسؤولية محدودة للمؤسسات مقابل مسؤولية غير محدودة للأفراد تضع كل من المؤسسات والأفراد في مواضع مختلفة داخل سوق رأس المال، فإذا اقتربت المؤسسة من الإفلاس فسوف يفقد المستثمرون جزء من ثرواتهم المستثمرة في المؤسسة، أما إذا استخدم المستثمر رفعا ماليا شخصيا فإنه في حالة تعرضه للإفلاس فقد يفقد استثماراته في المؤسسة بل قد يمتد أثر ذلك ليشمل جزءا من ثروته الشخصية، وهو ما يعني أن المستثمر في ظل عملية الرفع المالي الشخصي يتعرض لدرجة مخاطر أكبر.
- ج- إن افتراض عدم وجود تكلفة للمعاملات – تكلفة شراء وبيع الأوراق المالية – أيضا افتراض غير واقعي، وفي ظل تحمل المستثمر لتكلفة عمليات أثناء قيامه بعملية المراجعة، فقد تطيح هذه التكاليف بأي مزايا ناجمة عن المراجعة ذاتها.
- ح- أن عدم وجود ضريبة على الدخل أمر غير واقعي – ولو أن مودكلياني وميلر- أسقطا هذا الافتراض فيما بعد وسوف نتناوله بالتفصيل – وأن وجود الضريبة يجعل تكلفة الاقتراض أقل من المعدل الفعلي للفائدة نظرا للمزايا الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة من الاقتراض والمتمثلة في الوفورات الضريبية.

• المطلب الثاني: الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق

فيما سبق لم يؤخذ بعين الاعتبار وجود الضريبة على دخل المؤسسات وكذلك إهمال تكلفة الإفلاس، أما في هذا المطلب وفي ظل عدم كمال الأسواق سوف نستعرض مختلف النظريات التي عالجت الهيكل المالي في هذا الإطار

85: محمد صالح الحناوي . وآخرون ، الإدارة المالية:مدخل القيمة واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 343.

86: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 193.

87: Hervé Hutin, Toute La Finance D'entreprise En Pratique , 2e Edition, Editions D'organisation, Paris 2002, P 276

أولاً : مودكلياني وميلر والضريبة على دخل المؤسسات :

يتحقق الوفر الضريبي نتيجة لاعتماد المؤسسة على القروض فزيادة التمويل المقترض في تشكيلة الأموال يترتب عليه انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يسبب ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، وينشأ هذا التأثير نظراً لاعتبار فائدة القروض تتحمل بها أرباح المؤسسة قبل أن يخضع للضريبة⁸⁸.

وقد عرف مودكلياني وميلر الدور المهم للقروض في تمويل المؤسسة من خلال الوفر الضريبي للمصاريف المالية، وما تمارسه من تأثير إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة بسبب ما يخلقه من تخفيض مباشر في تكلفة الأموال المرجحة WACC والنواتج عن كون القروض مصادر التمويل منخفضة التكلفة، وبالتالي حسب مودكلياني وميلر الهيكل المالي الأمثل يتحقق بتعظيم الاستدانة⁸⁹.

1- الاقتراحات

- الاقتراح الأول Proposition 1 :

أعاد مودكلياني وميلر ما توصلوا إليه سابقاً وأكدوا على أن " القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة وتنتهي إلى نفس الدرجة من الخطر إلا أنها ممولة بالكامل بمصدر الملكية زائداً القيمة الحالية للوفر الضريبي " ⁹⁰.

يمكن توضيح ما سبق بالمعادلة التالية: ⁹¹

القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة = القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة + القيمة الحالية للوفر الضريبي

92

$$V_D = V_{ND} + DT$$

الملاحظة الجديرة بالاهتمام في المعادلة هو أن القيمة السوقية للمؤسسة الممولة بالكامل عن طريق الملاك سوف تعادل القيمة السوقية لأسهمها، أما الملاحظة الأخرى الأكثر أهمية هو أن القيمة السوقية لمؤسسة المستخدمة للرفع المالي (الاقتراض) سوف تزداد باستمرار مع زيادة الاقتراض بهيكل راس المال طالما كان معدل الضريبة على دخل المؤسسة موجبا.

93

- الاقتراح الثاني proposition 2

تقتضي الاقتراح الثاني بأن: تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة مقترضة، ينبغي أن تتساوى مع تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة،

88: Jacques Teulie Et Autres, Op.Cit, P 360.

89 : Modigliani F, Et Miller M, Corporate Income And The Cost Of Capital : A Correction , The American Economic Review , 1963, Pp., 433-443.

90 : Pierre Vernimmen, Finance D'entreprise, Op.cit, P 797.

91 : Jonathan Berk, Et Autres, Op.cit, P549.

92 : Pascal Barneto Et Autres, Op.cit, P424.

93 : André Farber Et Autres, Op.Cit, Pp 196, 197.

مضافا إليها مكافأة عن المخاطر المالية تتحدد على أساس: الفرق بين تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة وتكلفة الإقتراض التي يفترض مودكلياني وميلر أنها ثابتة لكافة المؤسسات. كما تتحد على أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسات، ونسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية في هيكل راس المال المؤسسة. 94

وبناء على ما توصل إليه مودكلياني وميلر « فإن هيكل راس المال المثالي يتحقق بالاعتماد الكامل على الأموال المقترض » 95

يتضح من دراسة ميلر أنه يمكن استخلاص ما يلي:

- 1- ان خصم الفوائد لأغراض حساب الضريبة، يؤدي إلى تفضيل استخدام القروض.
- 2- ان التمايز في المعاملة الضريبة للإيرادات الناتجة عن الأسهم يؤدي إلى تخفيض معدل العائد المطلوب ومن ثم يفضل استخدام حقوق الملكية في التمويل، ولكن من الصعب معرفة الأثر المشترك (أي الصافي) لهذين العاملين، ويعتقد معظم المشتغلين في هذا المجال أن خصم الفوائد لأغراض الضريبة له تأثير قوي مما يرجح استخدام القروض في التمويل، ولكن نتيجة المعاملة المميزة للأرباح الرأسمالية تقلل من أهمية الإعفاء الضريبي للفوائد.

ثانيا: الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس

1- مفهوم الإفلاس

الإفلاس هو عدم مقدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها الجارية، أي أن حقوق المساهمين في الميزانية تصبح سالبة لكونها استهلكت بتسديد الخسائر السابقة. 96

كما ان الإفلاس هو مجرد آلية قانونية تسمح للدائنين لتولي (الاستلاء) عندما تنخفض قيمة الموجودات مما يؤدي إلى الفشل المالي". 97

2- مكونات تكلفة الإفلاس وأثر تكلفة الأموال والقيمة السوقية

إن تكاليف الإفلاس من الصعب تجاهلها باعتبار أنها تشمل مجموعتين من التكاليف: المجموعة الأولى تضم تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، تكاليف إعادة التنظيم، تكاليف مالية، تكاليف الإنابة و تكاليف البيع القصري و المستعجل للأصول و التكاليف الاجتماعية) بينما تضم المجموعة الثانية التكاليف غير المباشرة (تكاليف الصورة أي المصدقية المالية و التجارية و تكاليف ضياع الفرصة) ومن الصعب قياسه 98، وتكون نتيجة انخفاض في أرباح المؤسسة أو بسبب النقص في الكفاءة التشغيلية،

94: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 237.

95: Jacques Teulié, Et Autres, Op.Cit, P 361.

96: 186 محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص 726, 725.

97: R.Brealey & S.Myers, Op.Cit, p552.

98: Ibid , P 555.

والذي يحدث عادة قبل الإفلاس إما بسبب زيادة كميات الفوائد المستحقة للزيادة الديون أو زيادة أسعار الفائدة. 99.

3- قيمة المؤسسة في ظل وجود تكاليف الإفلاس

وتتوقف العلاقة بين الإفلاس والتكلفة على ثلاثة عناصر هي: 100

1- احتمالية الإفلاس؛

2- التكاليف التي تتحملها المؤسسة عندما تحدث مصاعب أو أزمات مالية؛

3- الآثار العكسية المحتملة للإفلاس على العمليات الجارية.

حيث تحسب قيمة المؤسسة كما يلي :

قيمة المؤسسة = القيمة الحالية للمؤسسة – القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس

في حين أن القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس تحسب كما يلي:

القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس = تكلفة الإفلاس / سعر الفائدة

أما تكلفة الإفلاس فتحسب بالعلاقة التالية:

احتمال الإفلاس × تكلفة الإفلاس = قسط التأمين بعد الضرائب

تكلفة الإفلاس المتوقعة = تكاليف الإفلاس الفعلية × احتمال الإفلاس

ثالثاً: الهيكل المالي الأمثل ونظرية التسوية (static du Trade-off)

إن العلاقة بين تكاليف الإفلاس و الوفورات الضريبية للديون تعرف بما يسمى نظرية التسوية أو الحل الوسط (Statique-Trade-Off)، أن هدفها هو كشف أن الهيكل المالي الأمثل لا يتحقق إلا عند التوازن بين المتغيرين (الإفلاس و

الوفورات الضريبية). 101

بالنسبة لنظرية التسوية (حل الوسط)، نسبة الاستدانة المثلى تقوم على مميزات وتكاليف المرتبطة بالاستدانة. كما رأينا سابقاً، المؤسسات سوف يعدلون هيكلهم المالي (راس المال) ليصلوا إلى نسبة الاستدانة التي تعتبر كنسبة مستهدفة لأنها تعظم قيمة المؤسسة.

الهيكل المالي الأمثل يتحقق عند تعظيم قيمة المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار جميع المتغيرات ، فالقرار الأمثل للاقتراض والذي يضمن أعلى قيمة سوقية للمؤسسة ما هو إلا محصلة للتوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه تكلفة الإفلاس. 102

99: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 247.

100: Robert Goffin, Op.cit., P 284

101: Jacques Teulié Et Autres, Op.Cit, P367.

102: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 816.

• المطلب الثالث: الهيكل المالي في ظل التيارات الجديدة للمالية الحديثة

• اولا: نظرية الوكالة

نموذج تكلفة الوكالة Jensen Et Meckling سنة 1976 تنظر للمؤسسة على أنها مجموعة من العقود للتفاوض بين الوكلاء بحرية لتحقيق أهداف مختلفة في ظل عدم التماثل المعلومات يتم تصميم اختيار هيكل المالي كطريقة لتخفيف من تكاليف الوكالة بسبب النزاعات بين المساهمين والمدراء من جهة والمساهمين والمقرضين من جهة أخرى. 103.

ويعرف كل من " Jensen et meckling علاقة الوكالة " كما يلي 104:
" عقد تقوم بموجبه شخص، يسمى بالرئيس ويستخدم شخصا آخر يسمى الوكيل لتنفيذ مهمة محددة باسمه.

الفرص الذي يمكن أن تحدث نزاعات التي تكلم عنها المؤلف أو الكاتب تنشأ بين 105:

1- المساهمين والدائنين، بقدر ما تكون الاستدانة مفرطة؛

2- المساهمين والمدراء، بمقدار ما يكون الأرباح الناتجة عن المؤسسة تعود لمموليها وليس المدراء ، هؤلاء الأخيرين لا يشاركون بفعالية في إدارة المؤسسة (تسيير) إذا كانت مشاركتها في راس المال المؤسسة مهم. وفي هذين النوعين من الصراعات أو النزاعات تتكبد عنهم أو تنتج تكاليف الوكالة، إذن هناك تكاليف وكالة مرتبطة بالأموال الخاصة (النزاعات بين المسيرين أو المدراء أو المساهمين) وتكاليف وكالة مرتبطة بالديون (النزاعات بين المساهمين والدائنين) مع الزيادة في مستوى الديون الأولى تنخفض والثانية تزيد (التكاليف) 106.

تهدف نظرية الوكالة إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل الذي يمكن أن تكون بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على مبدأ النيوكلاسيكي الذي يستند إلى فرضية تضارب المصالح بحيث يهدف كل عون اقتصادي إلى تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة. وتقترح هذه النظرية أسلوبا لتسيير صراع الوكالة بشكل أمثل، خصوصا فيما يتعلق بالقرارات المالية المناسبة. كما تحاول هذه النظرية تفسير سلوك المتعاملين بتمويل المؤسسة ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل وذلك استنادا إلى فرضيتين 107:

103 :Et-Taoufiq, Benoit Gailly, La Structure Financière Des Pme De La Haute Technologie, Les Côtes De Carthage 3, 4, 5 Et 6 Juin 2003, Xiième Conférence De l'Association Internationale De Management Stratégique. p. 04

104 : Fatima ta Ly-Baro, structure financier de l'entreprise, Economique, Paris, 2002, Op.cit. P 29.

105 : Patrick Navatte , finance d'entreprise et théorie des options, gestion économique, paris janvier 1998, P 62.

106 : Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), Theory Of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure ,Journal Of Financial Economics, Vol.3, P.312

107: عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 318.

3- ليس بالضرورة أن تكون أهداف المديريين والملاك متطابقة؛

4- عدم تساوي المتعاملين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها.

انفراد نظرية الوكالة يكمن في رفضها فرضية تطابق مصالح كل الشركاء Partner في المؤسسة ، واقتراحها وفق ذلك إدارة هذه التناقضات بشكل أمثل، خاصة بواسطة القرارات المالية المناسبة. فالهيكل المالي الأمثل هو نتاج المزج compromis بين مختلف مصادر التمويل التي تسمح بحل تنازع المصالح، معتبرة أن المديونية و الأموال الخاصة ترجح مصالحها و تؤخر أخرى، هذا الهيكل المالي يجب أن يسمح بتعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة. الفرضية السلوكية للمدراء هي تعظيم دالة منفعتهم، محدثين بذلك تضارب في المصالح.

✓ الهيكل المالي الأمثل في ظل وجود تكاليف الوكالة

أي حسب نظرية الوكالة فإن الهيكل المالي الأمثل ينتج عن تحكيم مرضي بين أنماط التمويل المختلفة التي تسمح بحل إشكالية تضارب المصالح بين الأطراف المهتمين بمستقبل و حياة المؤسسة، وذلك باعتبار الاستدانة والأموال الخاصة تحد من بعض الصراعات وفي ذات الوقت تثير أخرى، بحيث يسمح هذا الهيكل الأمثل تعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة.

ثانيا: نظرية الإشارة (نظرية عدم تماثل المعلومات)

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى المؤلف Ross سنة 1977 ، تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل أو تناظر المعلومات الذي يتصف به السوق، و الواقع أن المعلومات التي تتبناها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن تم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات (signaux) خاصة وفعالة تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء، وخاصة هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة 108 ، إذن تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين أساسيتين هما:
ا- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث بأنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين.
ب- حتى وإن كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

1- تعريف المعلومات غير المتماثلة

المعلومات غير المتماثلة Stiglitz Et Weiss 1985 , Myers Et Majluf 1984 ، تعني بأن المدراء لديهم معلومات عن عمليات ومستقبل المؤسسة أكثر من المستثمرين، وعلى فرض أن المدير المالي يقوم بأخذ القرارات التي تعظم ثروة أصحاب المؤسسة (المساهمين)، بالتالي فإن المعلومات غير المتماثلة يمكن أن تؤثر على قرارات المدير المالي والمتعلقة بالهيكل المالي للشركة. 109.

108 : Aimble Quintart, et autres, op.cit. , p 272

109 : Patrick Navatte, Op.cit., P 63

2- مفهوم نظرية الإشارة

تكون الإشارة المستعملة بأشكال عديدة، إذ يمكن أن تكون صورة أو وصفا لتكلفة رأس المال، سياسة توزيع الأرباح، أو أيضا اللجوء إلى أوراق مالية معقدة (مركبة) complexe أو إلى شروط خاصة في مختلف أشكال الهيكل المالي.¹¹⁰

كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل كما يعتقد الكثير، ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسيبيها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها.¹¹¹

تقترح هذه النظرية نموذجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين A, B, المؤسسات من نوع A أحسن أداء من المؤسسات من نوع B ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا (critical) للاستدانة D*. فترى هذه النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد A لها القدرة على الاستدانة والعكس بالعكس.¹¹²

الواقع أن المستثمر بطبيعته أبعد من أن يكون ساذجا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة، فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك وعليه لا بد من الإشارة إلى أنه:¹¹³

- 1- يتساءل المستثمر أولا عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة.
- 2- يحاول فهم صورة الفريق المدير للمؤسسة وسياسته في الاتصال.
- 3- يراعي مراقبة وحكم سلطات البورصة في حالة نشر معلومات غير صحيحة.

ثالثا: نظرية التسلسل الهرمي للتمويل (الترتيب المهاجمي) Péking ordre théorie

استنادا إلى حجة إشارات Myers 1984 تشير إلى أن الهيكل المالي للمؤسسة هو ببساطة النتيجة التراكمية للقرارات التمويلية الفردية للقيادة حسب التسلسل الهرمي P.O.T ل Myers Et Majulf سنة 1984 أن التمويل الذاتي أفضل من التمويل الخارجي، وعندما تكون بحاجة إلى موارد خارجية فإن الديون تفضل على الأموال الخاصة (الأسهم) يستعملون إلا استثنائيا الزيادة في رأس المال.¹¹⁴

وقد تم رفض فرضية وجود هيكل رأس المال الأمثل من قبل نموذج التسلسل الهرمي للتمويل، بسبب عدم تماثل المعلومات بين الوكلاء من داخل وخارج المؤسسة،

110: Samira Rifki, Abdessadeq Sadq, Op Cit, P18.

111 : Pierre Vernimmen, Finance D'entreprise, op.cit., p

112 : عبد الوهاب . دادن، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 319.

113: دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلة الهيكل المالي: الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد 2006/4 كلية الحقوق

والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، ص 112

114: Fatima Ly Baro, Op.Cit, Pp. 47.48

ويتبع التسلسل الهرمي واضح تملها الحاجة إلى الأموال الخارجية وليس محاولة للعثور على نسبة الدين إلى حقوق المساهمين الأمثل 115 .

التسلسل الهرمي قد يكون أيضا نتيجة لإحداث أخرى كالمشاكل المرتبطة بالمعلومات غير المتماثلة، والتكاليف الوكالة أو الطرائب.

بالنسبة 1961 Donaldson ، تمويل المؤسسات عن طريق التمويل الذاتي ثم الاقتراض وأخير عن طريق الزيادة أو الرفع من راس المال، هذا السلوك التمويلي الهرمي على غرار Myers Et Majluf 1984 . 116

1- التمويل الذاتي:

تفضل المؤسسات التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، فإنها تكيف اهدافها في توزيع الأرباح على حسب الفرص الاستثمار القائمة 117.

التمويل الذاتي قد عولج وفسر منذ فترة طويلة من قبل Coffin Robert سنة 1996 ، بأنه وسيلة تسمح للمؤسسة للحفاظ على استقلالية معينة، ومرونة مالية لتغطية احتياجات الاستثمار. لكن مفهوم عدم تماثل المعلومات يسمح بتفسير أكثر شمولاً، التمويل الداخلي يحفظ المؤسسة من مواجهة السوق، وتقديم معلومات عن مشاريعها وتبرير للمستثمرين في المستقبل القريب.

ولكن هناك أسباب وجهة لاستخدام التمويل الذاتي، هذا الأخير يجنب المؤسسة تكاليف إصدار أسهم جديدة والوقت الضروري للتمويل المطلوب. ويترتب عن ذلك القرار تمويل مستقلة عن تصور المستثمرين ويحدد مستوى ديون المؤسسات، تلك التي تصدر تمويل ذاتي كبير لو مهم تكون أقل اعتمادا على الديون.

2- إصدار الديون:

نظرية التمويل الهرمي تتوقع ان المؤسسات تلجأ إلى الديون إذا تم استنفاد احتياطياتها من التمويل الذاتي وهذا هو السبب، إصدار الديون يأتي في المرتبة الثانية في التسلسل الهرمي، وعلاوة على ذلك، فإن نظرية التمويل الهرمي يتضمن عندما تكون الأموال الخارجية مطلوبة، تصدر الديون قبل طرح الأسهم الجديدة بدأ من الأقل خطورة إلى الأكثر مجازفة. Myers Et Majluf 1984.

3- إصدار أسهم جديدة:

نظرية تمويل الترتيب الهرمي ينص على إصدار الأسهم جديدة، عندما تصبح طاقة الاستدانة للمؤسسة

115 : Myers (1984) & N. Maljuf, (1984) , Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, Journal Of Financial Economics, Vol. 13, N° 2, Pp. 187-221

116 : Colot Olivier, Bughin Christiane, Croquet Mélanie, Ratio Cible D'endettement Et Comportement Financier Des Grandes Entreprises Non Cotées : Une Etude Empirique Belge , Centre De Recherche, Université De Mons- Hainaut, P04.

117 : Aswth Damodaran , Finance D'entreprise , Op.Cit, p 760

مشبعة. يمكننا أن نستنتج أن هذا التسلسل الهرمي للتمويل تتيح للمؤسسة الحد من مخاطر.

وفي الأخير يمكن تلخيص كافة المقاربات أو النظريات الأساسية في الجدول التالي:

الجدول رقم 1: النظريات الأساسية للهيكل المالي للمؤسسة

المؤلفين	الفرضيات	النتائج
نظرية عدم التأثير على هيكل رأس المال		
Modigliani Et Miller (1958)	كمالية الأسواق	الهيكل المالي ليس له تأثير على قيمة المؤسسة
نظرية الهيكل المالي الأمثل		
Modigliani Et Miller (1963)	الأسواق غير كاملة, وجود الضريبة على أرباح الشركات	هيكل رأس المال المثالي يتحقق بالاعتماد الكامل على الأموال المقترضة
Ross (1977)	عدم تناظر المعلومات	المعلومات غير المتماثلة يمكن أن تؤثر على قرارات المدير المالي والمتعلقة بالهيكل المالي للشركة
نظرية التمويل الهرمي		
Myers Et Majulif (1984)	أن المدير المالي يقوم بأخذ القرار الذي يعظم ثروة أصحاب المؤسسة (المساهمين) بوجود معلومات غير متماثلة	التمويل الذاتي هو أفضل مصدر تمويل يتبع بالديون, وإصدار الأسهم الجديدة في الأخير
نظرية الوكالة		
Jensen Et Meckling (1976)	يوجد صراع وكالة داخلي (بين المساهمين والمدراء وخارجين) بين المدراء والدائنين)	إصدار الديون والأموال الخاصة يسمح بحل الصراع عن طريق تخفيض التكاليف الإجمالية للوكالة
Harris Et Raviv	يوجد صراع وكالة حتى في حالة الإفلاس	اختيار بين إعادة التنظيم و التصفية حسب المعلومات المنقولة عن الديون

Source :Fatima Ly-Baro, Op.Cit ,Pp. 44,45 .

❖ خلاصة الفصل:

من خلال ما تقدم في هذا الفصل الذي خصصناه كمدخل للهيكل المالي توصلنا إلى أن المؤسسة تلجأ عادة لتمويل نشاطاتها إلى مصادر مختلفة حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت تلك العناصر طويلة أو قصيرة الأجل، ملكية أو عن طريق الدين وهو ما يسمى اصطلاحاً بالهيكل المالي، تميزاً عن هيكل راس المال الذي يشمل مصادر التمويل طويلة الأجل فقط، إذن فهيكلاً راس المال هو جزء من الهيكل المالي.

وإن أحد العوامل المحددة للاستراتيجية المالية هي اختيار التمويل الملائم فينبغي على المؤسسة المفاضلة بين المصادر المتاحة واختيار الأنسب منها بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطر ويكون بأدنى تكلفة، ولن يأتي ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها. حيث تقسم مصادر التمويل حسب معيار المدة والملكية إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل تتضمن الائتمان التجاري والائتمان المصرفي، ومصادر تمويل مملوكة طويلة الأجل تتضمن الأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة، أما مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل فتشمل السندات، القروض المصرفية طويلة الأجل، الاستئجار.

كما يثار جدل كبير حول تأثير هيكل المالي على تكلفة الأموال فبينما يعتقد المفكرون في وجود هيكل مالي مثالي تنخفض عنده تكلفة الأموال وتصل فيه قيمة المؤسسة إلى أقصاها، نجد أن M & M يرفضان هذا الادعاء إذ يعتقدان أن هيكل راس المال في ظل عدم وجود ضرائب لا يمكن أن يكون له تأثير على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة؛ فتكلفة الأموال و أيضاً تكلفة المؤسسة لا يتغيران مع تغير هيكل راس المال وهو ما يتفق مع مدخل صافي ربح العمليات (NOI) و يختلف مع مدخل صافي ربح (NI) ولقد استدل M & M على ذلك بفكرة الموازنة.

أما في ظل وجود ضريبة على دخل المؤسسة فيعترف M & M بأن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة ماثلة وتنتهي إلى نفس الدرجة من الخطر، إلا أنها مموله بالكامل بمصدر الملكية زائداً القيمة الحالية للوفر الضريبي؛ فإن هيكل راس المال المثالي يتحقق بالاعتماد الكامل على أموال المقترضة.

وإن العلاقة بين تكاليف الإفلاس و الوفورات الضريبية للديون تعرف بما يسمى نظرية التسوية أو الحل الوسط Théorie Du Compromis (Statice-Trade-Off)، أن هدفها هو كشف أن الهيكل المالي الأمثل لا يتحقق إلا عند التوازن بين المتغيرين (الإفلاس و الوفورات الضريبة).

و حسب نظرية الوكالة فإن الهيكل المالي الأمثل ينتج عن تحكيم مرضي بين أنماط التمويل المختلفة التي تسمح بحل إشكالية تضارب المصالح بين الأطراف المهتمين بمستقبل و حياة المؤسسة، وذلك باعتبار الاستدانة والأموال الخاصة تحد من بعض الصراعات وفي ذات الوقت تثير أخرى، بحيث يسمح هذا الهيكل الأمثل تعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة. وقد تم رفض فرضية وجود هيكل راس المال الأمثل من قبل نموذج التسلسل الهرمي للتمويل، بسبب عدم تماثل المعلومات بين الوكلاء (الأعوان) من داخل وخارج المؤسسة، ويتبع التسلسل الهرمي واضح تملها الحاجة إلى الأموال الخارجية وليس محاولة للعثور على نسبة الدين إلى حقوق المساهمين الأمثل. مما سبق نلاحظ اختلاف وجهات النظر بين مؤيد ومعارض لإمكانية تحقيق هيكل مالي مناسب أو أمثل بالنسبة للمؤسسة الذي يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة

ويخفض تكلفة التمويل إلى ادنى حد ومن ثم يعظم قيمة المؤسسة؛ إن اتخاذ مثل هذا القرار المعقد والمهم لابد ان يتم على أساس محددات دقيقة كمية وكيفية، وهذا ما سيتم دراسته بالتفصيل في الفصل القادم.

الفصل الثاني:

محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسة

❖ تمهيد:

من خلال ما تطرقنا إليه في الفصل السابق فإن مصادر التمويل المتاحة امام المؤسسة متعددة وتختلف أشكالها وقد أهتم المفكرون في مجال الإدارة المالية منذ أكثر من نصف قرن بالطريقة التي تتم بها تشكيل الهيكل المالي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة لهذا التنوع من تأثير على عنصرين أساسيين في المؤسسة وهما العائد والمخاطرة.

فهناك من يرى أن اللجوء إلى الديون سيساهم دون شك في خلق تيعية مالية اتجاه الدائنين وانه لا ينبغي إثقال كاهل المؤسسة بالديون بسبب احتمال الإفلاس أما الزيادة في راس المال عن طريق ادخال مساهمين جدد يؤدي إلى فقدان الرقابة لصالح هؤلاء، ومن الأهمية أن يشمل الهيكل المالي على مزيج تمويلي متناسق من الناحية المالية مع حجم الاستثمارات في الأصول. وهنا يرى البعض أن الاعتماد على مصادر التمويل الذاتية بشكل كبير وعلى الديون بشكل محدود يضمن الأمان المالي إلا انه لا يساعد على تحقيق مستوى رفيع من الربحية، وأن الحالة المعاكسة قد تؤدي إلى زيادة الربحية مع عدم تحقيق الأمان المالي نتيجة زيادة درجة المخاطر المالية.

وإن المفاضلة بين هذه المصادر المختلفة والمتنوعة لا يكون بطريقة عشوائية وانما يكون قرار محكم بمعايير أو محددات سواء كانت كيفية او كمية بغية الوصول إلى اختيار هيكل مالي مناسب يوازن بين العائد والمخاطرة و يكون بأدنى تكلفة بهدف تعظيم قيمة المؤسسة. وبالتالي فإن اختلاف مصادر تمويل المؤسسة سيؤدي إلى العديد من النتائج على أداء المؤسسة والتي من أهمها الوضع المالي للمؤسسة لذلك لابد من تقييم وتقويم الهيكل المالي للمؤسسة.

فبغرض دراسة كيف يتم اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة خصصنا ثلاثة مباحث كما يلي:

- ✓ المبحث الأول: محددات بناء الهيكل المالي
- ✓ المبحث الثاني: علاقة الهيكل المالي بكل من الرفع، العائد والمخاطرة
- ✓ المبحث الثالث: تقييم وتقويم الهيكل المالي

المبحث الأول: محددات بناء الهيكل المالي للمؤسسة
لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة توجد عدة عوامل منها ما هو كمي وآخر كيفي.

• **المطلب الأول: العوامل الكمية المحددة للهيكل المالي**

أولاً: الربحية

الربحية هدف أساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة، وهي أيضاً أداة هامة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد الموجودة بحوزتها¹¹⁸

1- مفهوم الربحية:

لابد من الإشارة هنا إلى أن هناك فرق بين مفهوم الربح والربحية، فالربح يعني صافي الدخل الذي تظهره قائمة الدخل الذي يمثل الفرق بين إيرادات المؤسسة وبين مصاريفها أما بالنسبة للربحية فهي تشير إلى الربح منسوباً إلى بعض المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل، والربحية تقيس الكفاءة التشغيلية للمؤسسة وأنها تمكن الأطراف التي لها مصلحة بارتفاع هذه الكفاءة من مراقبتها، والكفاءة التشغيلية تعني قدرة المؤسسة على تحقيق العوائد الكافية للمالكين، المقرضين والعاملين¹¹⁹.

وتعمل المؤسسات على تحقيق هدفها في الربحية من خلال قرارين هما: قرار الاستثمار وقرار التمويل، فقرار التمويل هو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة لتمويل الاستثمار في موجوداتها و ينعكس أثر القرار التمويلي على الربحية من خلال اختيار مصادر الأموال (من ديون وحقوق مالكين) بشكل يمكن أصحاب المشروع من الحصول على أكبر عائد ممكن ولكن دون تعرض لأخطار كبيرة.

2- نسب الربحية

تعتبر نسب الربحية عن مدى الكفاءة التي تتخذ فيها المؤسسة قراراتها الاستثمارية والمالية¹²⁰؛ نذكر اهم النسب:

1- نسبة هامش صافي الربح:

وهو عبارة عن قدرة دينار المبيعات على توليد الأرباح، أو عبارة عن مقدار الربح في كل دينار من دنائير المبيعات، ومعدل الهامش المنخفض يعني انخفاض سعر البيع أو انخفاض حجم المبيعات أو ارتفاع التكاليف، ويحسب وفق العلاقة التالية

:121

$$\text{نسبة الهامش} = \text{صافي الربح قبل الفائدة والضريبة} / \text{صافي المبيعات} \times 100$$

118:عبد الحلیم كراجه، علي رابعة، ياسر السكران، موسى مطر، الإدارة والتحليل المالي: أسس، مفاهيم، تطبيقات، الطبعة الثانية دار صفاء للنشر والتوزيع عمان، 2006، ص 26.

119:عدنان تايه ألنعيبي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

عمان، 2007، ص 36.

120: محمد مفلح عقل، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، الطبعة العربية الأولى، دار أجنادين للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2006، ص 327.

121:حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 95.

لابد من مقارنة هذه النسبة بمثيلاتها في السنوات السابقة أو نسب السوق أو النسب المعيارية، حيث ان زيادة الأرباح لا يعني أن هامش ربح المؤسسة قد تحسن، وتكون هذه النسبة بمثابة المقياس الحقيقي لكفاءة الإدارة لأنها لا تملك السيطرة الفعلية على الفوائد والضرائب والمصروفات الأخرى¹²².

ب- العائد على حقوق الملكية:

يشبه هذا المقياس العائد على الاستثمار ولكن الاختلاف هنا أن الأموال المستثمرة التي تظهر في المعادلة هي أموال أصحاب المشروع أي حقوق المساهمين ولا يدخل فيها الأموال المقترضة، ويسمى أيضا العائد على القيمة الصافية؛ ويمكن احتسابه بالقانون التالي:

العائد على حقوق أصحاب المشروع = صافي الربح الشامل بعد الفوائد والضرائب/صافي حقوق أصحاب المشروع×100

والمقصود بصافي الربح الشامل بعد الفوائد والضرائب هو الربح المتحقق من عمليات المؤسسة أو أية مصادر أخرى بعد طرح الضرائب.

أما المقصود بحقوق أصحاب المشروع هي راس المال المدفوع مضافا إليه الاحتياطات المختلفة والأرباح غير الموزعة مطروحا منها جميع الديون قصيرة الأجل، كما يطرح منها أية موجودات غير ملموسة إذا تحدثنا عن صافي حقوق المالكين الملموسة.

ويستخدم هذا المقياس لمعرفة كفاءة إدارة المؤسسة في إدارة جانبي الميزانية أو مهارة استخدام الموجودات لتحقيق المبيعات (كفاءة التشغيل) وكذلك المالية لتحقيق أفضل عائد ممكن لأصحاب المؤسسة.

ووفق افتراض تسلسل مصادر التمويل (Mayer & Majliuf, 1984) فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل ثم يتبعها القروض وأخيرا إصدار أسهم جديدة، وبناء عليه يصبح من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة وبدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة،

122 : فهدى مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، رام الله فلسطين، sme Financial 2008 ، ص 49.

وهذا ما أكدته دراسة Ozkan, 2001¹²³ و Titman & Wessels, 1988¹²⁴ وبناء عليه نتوقع علاقة عكسية بين الربحية ونسبة الديون، والسبب في ذلك أن المؤسسات التي تتمتع بربحية متدنية وتواجه فرصاً استثمارية جيدة - دون شك - ستلجأ إلى التمويل الخارجي وستبدأ بالديون قبل إصدار حقوق الملكية وفقاً لمبدأ التدرج في استخدام مصادر التمويل، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع مستوى الديون في المؤسسة على الجانب الآخر، فإن المؤسسات التي تتمتع بربحية مرتفعة تواجه فرصاً استثمارية جيدة، فإنها تستخدم أرباحها في تمويل الاستثمارات، الأمر الذي يجعل نسبة الديون لها متدنية. 125

ثانياً: السيولة

تعتبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل المتوقعة منها وغير المتوقعة عند استحقاقها من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية.

1- مفهوم السيولة:

نعني بالسيولة توفير أموال سائلة كافية لدى المؤسسة لمواجهة الالتزامات المترتبة عليها عند استحقاقها، أو هي القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسائر كبيرة. 126

تسمح السيولة بتعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها، وتمكنها من الوفاء بتسديد التزاماته. ووجود السيولة في المؤسسة يعطي لها المرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مجابهة متطلبات النمو والتوسع ومواجهة الأزمات الطارئة عند وقوعها... إلخ؛ ويمكن الحصول على السيولة عن طريق إما بيع السلع والخدمات الموجودة لدى المؤسسة نقداً، بيع أصل من الأصول نقداً، تحويل الأصول المتداولة إلى نقد، استعمال المصادر الخارجية للنقد كالاقتراض وكذلك زيادة رأس المال عن طريق الاحتفاظ بالأرباح. 127

2- نسب السيولة :

تهدف هذه النسب إلى تقييم القدرة المالية للمؤسسة على المدى القصير، وذلك من خلال قياس قدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها القصيرة الأجل عند استحقاقها؛ ومن أهم النسب:

123 : Oskan, A. Determinants Of Capital Structure & Adjustment To Long Run Target: Evidence From UK Company Panel Data. Journal Of Business Financial & Accounting (Vol 28) No. 1&2 (Jan/March), 2001, pp 175-198.

124 : Titman, & R. Wessels. The Determinants Of Capital Structure Choice. Journal Of Finance (March), 1988, pp 1-19.

125: سليمان شلاش، علي البقوم، سالم العون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 1997-2001، المنارة، المجلد 14، العدد 2008، ص 01، ص 62.

126: عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 14.

127: عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 23، 24.

1- نسبة التداول:

تحسب وفق العلاقة التالية: 128

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

تشير هذه النسبة إلى المدى الذي يمكن أن تنخفض فيه قيمة الموجودات المتداولة عن قيمتها الدفترية، كما هي ظاهرة في الميزانية دون أن تتعرض المؤسسة إلى مخاطر فقدان السيولة أي إلى مخاطر العسر المالي. 129

المعيار النمطي لهذه النسبة هو 1.2 ؛ فإذا كانت النسبة أقل من 1 فهذا يعني أن المؤسسة لن تكون قادرة على سداد التزاماتها القصيرة الأجل، وهذا قد يشير إلى أنها ليست في وضع مالي جيد لكن لا يعني التصفية والإفلاس فهناك عدة طرق للتمويل. 130

ب- نسبة السيولة السريعة:

تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها باستخدام الأصول السهلة التحويل إلى نقدية واستبعاد تلك الأصول التي يصعب تحويلها إلى نقدية خلال فترة قصيرة نسبياً وفق العلاقة التالية: 131

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون السلعي}}{\text{الالتزامات قصيرة الأجل}}$$

ولقد جرى العرف على اعتبار نسبة 1,1 أو 100% نسبة مرضية وملائمة بشكل عام على أساس أن كل دينار من الخصوم المتداولة يقابله ويغطيه دينار من الأصول المتداولة التي يمكن تحويلها إلى سيولة في فترة قصيرة لتسديد الالتزامات، ويعتبر التدني عن هذا المعدل المقبول ضغطاً على السيولة ويؤكد حاجة المؤسسة لتصفية بعض بضاعتها لتمكين من دفع ديونها قصيرة الأجل. 132

ج- نسبة السيولة الفورية:

تستخدم هذه النسبة لمعرفة قابلية النقدية الحرة لدى المؤسسة الاقتصادية في تسديد التزاماتها الجارية، وتحسب وفق العلاقة التالية: 133

$$\text{نسبة السيولة الفورية} = \frac{\text{القيم الجاهزة}}{\text{الالتزامات قصيرة الأجل}}$$

128: منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء:مدخل حوكمة الشركات، الطبعة الأولى، دار المعرفة الجامعية، 2009، ص 397.

129: حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 86.

130: فهدى مصطفى الشيخ، التحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص 32.

131: وليد ناجي الحياي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي(منهج علمي وعملي متكامل)، الطبعة الأولى، مؤسسة الوا رق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 53.

132: محمد مفلح عقل، مرجع سبق ذكره، ص 315.

133: وليد ناجي الحياي، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي، الطبعة الأولى، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن 2009، ص 36.

يستحسن ان تكون تساوي الواحد عند حين آجال الاستحقاق شريطة ألا يدفعنا ذلك إلى الإفراط في الحذر، أما إذا تجاوزت هذه النسبة الواحد فيعني ذلك تجميد سيولة.

إن السيولة ذات تأثير مزدوج على هيكل راس المال (OZKAN, 2001) حيث يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة ونسبة الديون علاقة موجبة أو سالبة، فالمؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية لها القدرة على الوفاء بالالتزامات القصيرة الأجل الأمر الذي يسهل عليها الاقتراض، وهنا نتوقع العلاقة الموجبة بينهما. أما من ناحية أخرى، وفي ظل عدم تماثل المعلومات المتوافرة للمؤسسات والأسواق المالية فقد تستخدم المؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية تلك السيولة من أجل تمويل استثماراتها، وفي هذه الحالة تقل نسبة الديون لديها الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الديون. 134.

✓ الموازنة بين السيولة والربحية:

إن هدف الإدارة المالية النهائي وهو تعظيم قيمة المؤسسة الحالية، و تتأثر بشكل كبير بكل من السيولة والربحية؛ وتتحقق ربحية المؤسسة من خلال تشغيل أصول المؤسسة بكفاية، أما السيولة فتحقق من خلال الكفاءة في إدارة عناصر راس المال العامل وفي قدرة المؤسسة في الحصول على التمويل القصير الأجل والطويل الأجل. 135.

يتضح لنا مما سبق بأن هدفي السيولة والربحية هما هدفان متعاكسان في تأثيرهما على هدف تعظيم قيمة المؤسسة إلا أنهما متلازمان يكمل أحدهما الآخر، أي أن تحقيق أحدهما سيكون على حساب الآخر ومن الجدير بالذكر أن زيادة الربحية تتطلب الاستثمار المزيد في الأصول الأقل سيولة، وهذا نفسه يتعارض مع هدف السيولة، كما أن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد يعني زيادة حجم الأصول التي لا تحقق عوائد أو تحقق عوائد متدنية وهذا يتعارض مع هدف الربحية. 136.

لذا يجب على الإدارة المالية في المؤسسة أن تخلق نوعاً من الموازنة بين السيولة والربحية، فالمدبر المالي الجيد هو الذي يكون قادراً على توجيه استثماراتها واستغلال فوائدها النقدية بما يؤدي إلى زيادة الربحية وبالوقت نفسه تعطيه المرونة الكافية لتوفير الأموال لمواجهة الالتزامات المالية للمؤسسة.

ثالثاً: الدخل المتحقق

يعتبر تحقيق أكبر قدر ممكن من الدخل واحداً من الأهداف الرئيسية للتخطيط المالي في اختيار نوع الأموال التي ستستخدم في الهيكل المالي، لذا نلاحظ أن المدير المالي للمشروع يعمل بكل وسيلة لرفع معدل العائد على الاستثمار عن طريق استخدام أموال الغير، حيث يطلق على هذه العملية مفهوم المتاجرة بالملكية أو الرافعة المالية،

134: سليمان شلاش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 61.

135: أيمن الشنطي، عامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان 2005، ص 25.

136: عدنان تايه ألنعيبي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 38.

والتي تمثل الاستعانة بأموال الغير لمساعدة رؤوس أموال أصحاب المشروع أي مالكيه في تمويل الاحتياجات المالية اللازمة لتسيير انشطته الاقتصادية المختلفة. 137

القاعدة الأساسية هي كلما كان الدخل المتوقع كبير فيتم التمويل عن طريق الاقتراض والعكس إذا كان الدخل المتوقع منخفض فيتم التمويل عن طريق أموال الملكية. 138

رابعا:الخطر:

1-خطر التشغيل:

يرتبط بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها، ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من راس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على الاقتراض ، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها وقد يتعرض للإفلاس إذا ما كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها. 139

2-خطر التمويل:

ينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة، ويؤدي مثل هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين وقد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها، وعندما تواجه المؤسسة الفشل تهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم لأنهم آخر من يستوفي حقه عند تصفية المؤسسة. 140
ومن هنا كانت قرارات مجلس الإدارة حول اختيار مصدر التمويل المناسب تحتاج إلى دراسة مقدار الخطر الذي يلحقه كل مصدر تمويلي مقترح بأمالك المؤسسة.

خامسا: معدل النمو Growth Rate

مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، تعتمد المؤسسات التي تتميز بسرعة نموها على التمويل باستخدام القروض بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة بتكاليف التمويل بالدين يشجع المؤسسات على زيادة الاعتماد على الاقتراض، بيد أنه في الوقت نفسه قد تواجه مؤسسات النمو السريع في اعتمادها المتزايد على الاقتراض مخاطر أكبر بشكل قد يقلل من رغبتها في اللجوء إلى الاقتراض. 141.

بعبارة أخرى توجد علاقة عكسية بين معدل النمو ونسبة القروض طويلة الأجل في هيكل راس المال (Titman & Wessels, 1988) 142

137: عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية: المدخل الكمي، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 200.

138: أيمن الشنطي، عامر سقر، مرجع سبق ذكره، ص 120.

139: فيصل جميل السعيدة، نضال عبد الله فريد، الملخص الوجيز للإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 92.

140: مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 154.

141: عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 405.

142: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 164.

سادسا: الحجم size

حجم المؤسسة يزيد من قدرتها على التوسع بالاقتراض، فالمؤسسات ذات المصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الواسع تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة¹⁴³ إن المؤسسات صغيرة الحجم تتحمل تكلفة أكبر من المؤسسات الكبيرة في حالة اتجاهها للاقتراض طويل الأجل (Titman & Wessels, 1988) ، وتزداد هذه التكلفة في حالة اتجاه المؤسسات الصغيرة لإصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريعها، لذلك تتجه هذه المؤسسات للاقتراض القصير الأجل، وبالتالي تكون عرضة لارتفاع تكاليف الوكالة والتصفية عندما تتعرض للمشاكل المالية وارتفاع عنصر المخاطرة الزائد نسبياً، وعليه فمن المتوقع أن يكون هناك علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ونسبة مديونيتها القصيرة الأجل.¹⁴⁴

وأضافت الدراسات إلى أن العلاقة موجبة بين الحجم ونسبة الرفع المالي.¹⁴⁵

• المطلب الثاني: العوامل الكيفية المحددة للهيكل المالي للمؤسسة

تشمل عنصرين هامين هما الملائمة والمرونة.

أولاً: الملائمة

هو مدى ملائمة مصادر الأموال المستخدمة مع طبيعة الأصول التي ستمول من هذه المصادر، ويحتاج هذا العامل إلى إيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من استخدام الأصول والتدفقات النقدية الخارجة لتسديد الالتزامات الناشئة عن امتلاك هذه الأصول.¹⁴⁶

القاعدة العامة في التمويل هي ان يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل، كأموال الملكية أو القروض الطويلة الأجل، أما المصادر القصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الاصول القصيرة الأجل (حيث أن طبيعة الأصول المتداولة تسمح بتحويلها بعد فترة قصيرة إلى سيولة نقدية نستطيع منها أن نسدد القروض قصيرة الأجل وفوائدها). وتعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات القصيرة الأجل عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول.¹⁴⁷

✓ متطلبات تحقيق عامل الملائمة بين الحاجة للأموال ونوع استخدامها: 148

- 1- تحديد طبيعة الحاجة للأموال وطبيعة الاستخدام والتوظيف للأموال المطلوبة.
- 2- تحديد حجم الأموال المطلوبة عن طريق تحديد حجم الالتزامات .
- 3- الربط بين الحاجة للأموال ونوع الأموال المتوفرة.

143: أيمن الشنطي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 122.

144: سليمان شلاش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 63.

145: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 165.

146: رشاد العصار وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 111.

147: مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 155.

148: هيثم محمد الزعبي، مرجع سبق ذكره، ص 117، 116.

✓ شروط تحقيق عامل الملائمة بين الحاجة للأموال ونوع استخدامها:

- 1- تمويل الأصول الثابتة عن طريق أموال الملكية العادية والممتازة والاقتراض طويل الأجل.
- 2- تمويل الأصول المتداولة الدائمة عن طريق الاقتراض طويل ومتوسط الأجل.
- 3- تمويل الأصول المتداولة المؤقتة عن طريق الاقتراض قصير الأجل.

ثانيا: المرونة

ويقصد بالمرونة تعدد مصادر التمويل المتاحة لإمكانية الاختيار من بين أكبر عدد ممكن من البدائل لتحديد مصدر التمويل المناسب الذي يحقق متطلبات المؤسسة المالية والتي تتميز بالمرونة بدرجة تمنح المؤسسة القدرة في المستقبل على أحداث أي تغيير مناسب على مصدر التمويل. 149.

تعرف أيضا بأنها قدرة المؤسسة على تعديل مصادر الأموال وفقا للتغير في حاجتها للأموال أي الملائمة بين الظروف المالية السائدة وبين مصادر الأموال. 150.

وأن المتعارف عليه أن الاقتراض يوفر للمؤسسة مرونة أكثر من أموال الملكية (عن طريق زيادة راس المال)، فالاقتراض متوفر وبأنواع مختلفة وبمواعيد متفاوتة وبكميات تتناسب مع حاجة المؤسسة. في حين أن هذه المواصفات الموجودة في أموال الاقتراض ليست موجودة في أموال الملكية، لأن التمويل عن طريق زيادة راس المال يحتاج إلى إجراءات طويلة معقدة وإلى تكاليف كثيرة. 151.

✓ مظاهر تزيد من مرونة المؤسسة المالية:

وتتمثل فيما يلي: 152:

- 1- قدرة المؤسسة على المفاضلة والاختيار بين مصادر التمويل، وعدم وجود قيود تجبر المؤسسة على اختيار مصدر تمويلي معين.
- 2- توفر عدد كبير من مصادر التمويل المتاحة التي تخدم غرض المؤسسة المالي.
- 3- توفر الحرية الكاملة للمؤسسة بالتصرف بأموالها من مصدر التمويل دون قيد أو شرط.
- 4- توفر حرية المساومة مع مصادر التمويل.
- 5- توفر الحرية لدى المؤسسة بزيادة فترة السداد أو تخفيضها أو تسديد الأموال المقترحة كاملة.
- 6- القدرة على مواجهة التغيرات المالية المستقبلية مثل حالات التوسع أو الانكماش.
- 7- انخفاض الضمانات والرهن المطلوب من مصدر التمويل يعطي المؤسسة حرية التصرف بأصولها في مجالات أخرى.

149: المرجع السابق ، ص 122.

150: رشاد العصار وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 113.

151: مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 154.

152: أيمن الشنطي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 121.

✓ مظاهر تقلل من مرونة المؤسسة المالية:

وتتمثل فيما يلي: 153

- 1- ارتفاع مديونية المؤسسة وزيادة التزاماتها المالية تحد من قدرتها على الاقتراض وقد يجبرها على اللجوء إلى أموال الملكية؛
- 2- ارتفاع الضمانات والرهن لقروض معينة يحد من قدرة المؤسسة على الحصول على تمويل جديد برهن جديد و ضمانات جديدة؛
- 3- اشتراط مصادر التمويل على المؤسسة بشروط مالية معينة مثل عدم الاقتراض حتى سداد ديونها يحد من قدرتها على الاقتراض الجديد.

ثالثا:العوامل الأخرى

1-المركز الضريبي:

من الأمور التي تشجع المؤسسة على الاقتراض (استخدام التمويل المقترض)، هو ما تحققه من مزايا ضريبية أو ما يعرف "بالوفر الضريبي" الناتج عن ظهور فوائد في قائمة الدخل، حيث ان التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبية مرتفعة وعليه، كلما زادت إمكانية المؤسسة في الحصول على وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على المديونية في التمويل، وبالمقابل في بعض الحالات قد لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبية بسبب تمتعها بالإعفاء الضريبي أو بسبب تكبدها خسائر رأسمالية ادت إلى انخفاض ربحيتها، وبالتالي انخفاض الضريبة او انعدامها، ففي حالة كهذه فإن المركز الضريبي لا يشجع المؤسسة على الاقتراض. 154.

2-التوقيت:

يقصد بالتوقيت، ذلك العامل الزمني الذي يحدد للمؤسسة بوقت الحصول على التمويل او المفاضلة بين المصادر التمويلية المتوفرة في الوقت المناسب من أجل الحصول على الاموال وقت حاجتها وبأقل تكلفة وأفضل الشروط، ويمثل أيضا قدرة المؤسسة على اقتناص الفرص المالية بالوقت الذي تنخفض فيه التكلفة إلى أقل درجة، عن طريق قدرة المؤسسة على قراءة الأسواق المالية ومتابعة التغيرات والأحداث المالية وتوافقها مع حاجاتها المالية. 155.

3-درجة التحفظ او المجازفة:

إن إدارة المؤسسة هي مجموعة من البشر الذين تحكمهم عوامل سلوكية، فمنهم من يتصف بالجرأة والإقدام لتحمل المخاطر، ومنهم من يتصف بالتردد والتحفظ والخوف من المخاطر، وكما هو معروف فإن التمويل المقترض يساهم في زيادة درجة المخاطر:

153: فيصل جميل السعايدة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 93.

154: عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 402.

155: هيثم محمد الزعبي، مرجع سبق ذكره، ص 124.

واستنادا لذلك فإن تركيبة رأس المال قد تميل إلى استخدام مديونية أقل على الرغم من ملائمة العوامل الأخرى بسبب تحفظ الإدارة وخشيته من المخاطرة.¹⁵⁶

4- الظروف الاقتصادية العامة:

في حالة الرواج الاقتصادي تشجع المؤسسات على الاقتراض لتمويل عملياتها بدلا من الاعتماد على زيادة رأس المال و العكس في حالة الكساد.¹⁵⁷

5- التصنيف الائتماني للمؤسسة:

و يقصد به رأي فني في ملائمة المؤسسة المصنفة، فكلما زاد الرأي إيجابيا زادت قدرة المؤسسة على زيادة مصادرها التمويلية سواء عن طريق الاقتراض أو زيادة رأس المال.¹⁵⁸

6- طاقة الاقتراض:

قد يكون استعمال القرض لتمويل المؤسسة مناسب من ناحية الضريبة لأن الفائدة تعد نفقة تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة، لكن قدرة المؤسسة على الاقتراض وتقديم الضمانات تحد من إمكانية الاستفادة من الاقتراض دون حدود.¹⁵⁹

● المطلب الثالث: اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة

تختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من الاعتبارات (محددات التي تم التطرق إليها سابقا)، ومع تغير هذه الاعتبارات يتغير الهيكل المالي، غير أنه يجب أن يكون لدى إدارة المشروع دائما تصور محدد لهيكلها المالي في ضوء هذه التغيرات، فإذا كانت النسبة الفعلية للأموال المقترضة بداخل الهيكل المالي للمؤسسة أقل من النسبة المستهدفة فإن أي توسعات خاصة بالمؤسسة تستدعي زيادة الهيكل المالي للمؤسسة ويتم ذلك من خلال إصدار سندات أو الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية، أما إذا كانت نسبة الدين أعلى من النسبة المستهدفة فإن التمويل الإضافي يتم من خلال أموال.¹⁶⁰

إن التركيبة المستهدفة لرأس المال هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب به من قبل إدارة المؤسسة والمكون من كل من التمويل المقترض (الخصوم) والتمويل الممتلك (حقوق الملكية)، والتي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم المؤسسة في السوق المالي بمعنى آخر، فالحديث هنا هو عن تركيبة جانب الخصوم وحقوق الملكية في الميزانية للمؤسسة، والذي يتم الاعتماد عليه في تمويل جانب الأصول من تلك الميزانية.¹⁶¹

156 : عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 406، 405.

157: أيمن الشنطي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 122.

158: عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 406.

159: أيمن الشنطي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 123.

160: عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 401.

161: عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 403.

إنّ تعظيم ثروة أصحاب المؤسسة مرتبط بالقيود المفروضة على المؤسسة والحدود المسموح بها للاستدانة من المؤسسات المالية عن طريق مجموعة من النسب الهيكلية، كما أنّ الأمر مرتبط أيضا بأهداف المؤسسة، فإذا كانت هذه الأخيرة تبحث عن الاستقلالية المالية من أجل المحافظة على سلطة المساهمين الرئيسيين الحاليين، فإنها ستعطي الأولوية للتمويل الذاتي ثم الديون، حتى لا تزيد من عدد المساهمين. أمّا إذا كانت المؤسسة تبحث عن المردودية المالية المثلى لأموالها الخاصة، فإنها ستلجأ للمزيد من الاستدانة للاستفادة القصوى من الرفع المالي.¹⁶²

وتحدّد قدرة استدانة المؤسسة بنسب الهيكل وقدرة التسديد، فإذا كانت هذه النسبة ضعيفة، فإنه على المؤسسة أن تبحث عن وسيلة أخرى غير الاستدانة. ولكل مؤسسة يوجد حجم أقصى للاستدانة والذي بعده تصبح الأخطار كبيرة، وعلى ذلك يصبح التوازن المالي للمؤسسة مهدد بسبب أي ظرف أو حادث تتعرض له.

ومن الأهمية أن يشتمل الهيكل المالي على مزيج تمويلي متناسق من الناحية المالية مع حجم الاستثمارات في الأصول، وهنا يرى البعض¹⁶³ أن الاعتماد على مصادر التمويل الذاتية بشكل كبير، وعلى الديون بشكل محدود يضمن الأمان المالي للمؤسسة، إلا أنه لا يساعد على تحقيق مستوى رفيع من الربحية. وأن الحالة المعاكسة قد تؤدي إلى زيادة الربحية مع عدم تحقيق الأمان المالي نتيجة زيادة درجة المخاطر المالية.

وحتى يمكن تحقيق الأمان والحد من المخاطر المالية، يجب تحقيق معدل عائد على الأموال المستثمرة في الأصول يفوق معدل الفائدة التي يتم دفعها للدائنين، والا وقعت المؤسسة في دائرة الفشل المالي.

إن اختيار مصدر التمويل لا يجب أن يؤخذ تبعا لقيود التوازن المالي فقط، لكن يجب أيضا أن نأخذ في الحسبان هدف المردودية، ذلك أنّ مصادر التمويل لها تأثيرات مختلفة على المردودية.¹⁶⁴

هنا يجب على المدير أن يهتم بتأثير مصادر التمويل المستخدمة على قيمة المؤسسة على المدى الطويل والمتوسط، وهذا يتطلب اختيار المؤسسة لهيكل مالي مناسب، والذي يوضح العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها المؤسسة في تمويل موجوداتها، ونسبة كل عنصر فيه، مع الأخذ بعين الاعتبار الموازنة بين العائد والمخاطر الناجمين عن الهيكل المستهدف، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مصدر التمويل منخفضة التكلفة، ومتوازنة مع العائد الذي يحققه، والمتمثل في زيادة الربحية وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.¹⁶⁵

162: زغيب مليكة، غلاب نعيمة، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، بسكرة 01، 21/22 نوفمبر، 2006، ص 8.

163: م. الشامي، تحليل الهيكل التمويلي وتحديد القيمة العادلة للمؤسسة لتحقيق أهداف الخصخصة، دراسة نظرية تطبيقية، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، ع 1996، 2، ص 7.

164: زغيب مليكة وآخرون، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته، مرجع سبق ذكره، ص 11.

165: سليمان شلال وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 51.

ولتحقيق هذا الهدف يجب المفاضلة بين هياكل التمويل البديلة المتاحة و الاختيار بينها، و هذا يقتضي قياس العائد المتوقع و المخاطرة في ظل كل هيكل و العمل على تحقيق التوازن بينهما، كل هذا يؤدي بالمؤسسة إذا كان اختيارها مناسب إلى تعظيم قيمتها في السوق.

وبصفة عامة تنطوي سياسة أي مؤسسة بخصوص الهيكل المالي على تحقيق موازنة بين الخطر والعائد، فتزايد الاعتماد على الاقتراض في تمويل أنشطة المؤسسة يرفع من مستوى المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة ومن ثم حملة الأسهم فيما يؤدي من ناحية أخرى إلى ارتفاع معدلات العائد المتوقعة، وتؤدي مستويات الخطر الأعلى إلى انخفاض أسعار أسهم المؤسسة غير أن معدل العائد المتوقع الأعلى قد يرفع هذا السعر. وتأسيسا على ما سبق فإن الهيكل المالي الأمثل يجب أن يحقق الموازنة بين العائد والخطر بشكل يعظم من قيمة سهم المؤسسة.¹⁶⁶

المبحث الثاني: ارتباط الهيكل المالي بالرفع,العائد والمخاطرة (العلاقة)

نظرا لتأثير الرافعة في كل من العائد والمخاطرة و اللذان يعتبران معياران لاختيار الهيكل المالي المناسب فإنه يتوجب على المدير المالي أن يفهم كيفية قياس وتقييم كل من الرافعة والعائد والمخاطرة.

● المطلب الأول: علاقة الهيكل المالي بالرفع

الرفع ينتج عن استخدام التكاليف الثابتة أو الدين في الهيكل المالي من أجل تعظيم العائد على حقوق المساهمين؛ وبشكل عام فإن زيادة الرفع ينتج عنه زيادة في العائد والمخاطرة؛ أن كمية الرفع في الهيكل المالي يمكن أن يؤثر بشكل كبير ومهم على القيمة السوقية للمؤسسة عن طريق تأثيرها على كل من عائد المؤسسة ومخاطرتها. وبسبب تأثير الرفع على القيمة السوقية للمؤسسة، فإن على المدير المالي فهم كيفية قياس وتقييم الرفع، خاصة عند اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل المالي للمؤسسة.¹⁶⁷

أولاً:الرافعة المالية

يشير مفهوم الرفع المالي إلى درجة اعتماد المؤسسة على الاقتراض كأحد مصادر التمويل، فهي تتعلق بتكاليف التمويل الثابتة، ويعني ارتفاع نسب الرفع المالي ارتفاع قيمة المصروفات الفوائد على القروض.

ويمكن تعريف درجة الرفع المالي بأنها التغير النسبي في ربحية السهم نتيجة للتغير في الأرباح التشغيلية أو الأرباح قبل الفوائد والضرائب، وبما أن ربحية السهم الواحد ثابتة نسبيا خلال فترة التقييم فإن العلاقة التي تقيسها درجة الرفع المالي هي بين صافي الدخل من جهة والأرباح قبل الفوائد والضرائب من جهة أخرى.¹⁶⁸

166: عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 402.

167: فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 262.

168:فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 262.

كلما ازدادت نسبة التمويل بالدين في هيكل تمويل المؤسسة كلما ازدادت نسبة التغير في الأرباح بالسهم الناتجة عن أي تغير صغير في الأرباح قبل الفائدة والضريبة.

ثانيا: نقطة التعادل التمويلي

وهي مستوى المبيعات الذي يؤدي إلى ذات رقم الأرباح بالسهم بغض النظر عن طريقة التمويل، وبالتحديد يمكن رسم قيم الأرباح بالسهم لكل من طريقي التمويل على شكل هندسي يقيس المبيعات على محوره الأفقي، ويقاس الأرباح بالسهم على محوره العمودي ويلاحظ عند وصل النقاط ببعضها أن خطي الأرباح بالسهم يتقاطعان، وأن نقطة التقاطع هذه تدعى نقطة التعادل التمويلي. 169.

حيث أنه عند مستوى مبيعات أقل من مبيعات التعادل التمويلي يفضل التمويل بطريقة الملكية لأنها تحقق أرباحا بالسهم أعلى من التمويل بالدين، أما إذا كان مستوى المبيعات أكبر من مبيعات التعادل التمويلي، فإنه يفضل التمويل بطريقة الدين لأنها تحقق أرباحا بالسهم أعلى.

ثالثا: الرافعة التشغيلية

يمكن تعريف الرافعة التشغيلية بأنها استخدام أو توظيف أصول أو أموال تتحملها المؤسسة بناء عليها تكاليف ثابتة، وبالتالي فالتكاليف الثابتة هي نقطة ارتكاز الرافعة التشغيلية. وهكذا يكون القصد من استخدام هذه الرافعة هو زيادة الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة، وعليه فالرافعة التشغيلية يمكن دراستها من خلال نموذج تحليل التعادل باعتباره منهجا لتخطيط الربحية في ضوء العلاقات القائمة بين التكاليف والإيرادات. 170.

الرافعة التشغيلية هي سلاح ذو حدين فهي تعظم الأرباح في حال ازدياد المبيعات وتعظم الخسارة في حال انخفاض المبيعات، كما أن الدرجة العالية من التقلب في الأرباح التشغيلية للمؤسسة تعني مخاطرها التشغيلية مرتفعة بالمقارنة مع مؤسسة تكون أرباحها أكثر استقرارا بسبب تدني رافعتها التشغيلية وبالتالي تكون أقل مخاطرة. 171.

رابعا: الرافعة الكلية

هي قيام المؤسسة باستخدام كلا الرافعتين المالية والتشغيلية في آن واحد بقصد زيادة التأثير على صافي الربح بعد الفوائد والضرائب، حيث أن الرافعة التشغيلية تجعل أي زيادة في حجم المبيعات له تأثير كبير على الأرباح (قبل الفوائد).

169: عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية: بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 446.

170: محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص 568.

171: المرجع السابق، ص 232.

172: فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 267.

أما الرافعة المالية فلها تأثير كبير على الأرباح (بعد الفوائد) لصالح المساهمين لذلك إذا ما تم إدماج الرافعتين المذكورتين معا - فإن أي تغيير بسيط في حجم المبيعات سيكون له تأثير ملحوظ على الأرباح 173 .

1- المردودية الاقتصادية:

والتي تعبر عن قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من بيع منتجاتها في السوق، بشكل مستقل عن كل سياسة تمويل أو اهتلاك أو الضرائب على الأرباح، أي الكفاءة الصناعية والتجارية للمؤسسة.

وتمثل هذه النسبة حاصل قسمة الفائض الإجمالي للاستغلال على الأموال المستثمرة سواء الأموال الخاصة أو الديون؛ فهي معدل العائد على مجموع الأصول. والتي يجب أن تكون معتبرة في حالة انتماء المؤسسة إلى قطاع صناعي يتطلب توظيف أصول ثابتة ضخمة، أي تراجع في هذه النسبة يؤدي حتما إلى زيادة الاستدانة وتدهور التوازن المالي للمؤسسة.

المردودية الاقتصادية = الفائض الإجمالي/الأموال المستثمرة

2- المردودية المالية:

تمثل مؤشر قدرة المؤسسة على تعويض المساهمين، سواء في شكل أرباح موزعة أو في شكل مخصصات احتياطات والتي ترفع الأسهم بحوزتهم. فهي معدل العائد على حقوق الملكية، يمكن حسابها وفق العلاقة التالية:

المردودية المالية = النتيجة المحاسبية الصافية / الأموال الخاصة

يمكن أن نميز ثلاث حالات يمكن أن تتعرض لها المؤسسة 174:

- حالة المردودية الاقتصادية أقل من سعر الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي في غير صالح المؤسسة، أي بزيادة الاعتماد على القروض تنخفض المردودية المالية.

- حالة المردودية الاقتصادية يساوي سعر الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي بدون أثر على المردودية المالية.

- حالة المردودية الاقتصادية أكبر من سعر الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي في صالح المؤسسة، نظرا للأثر الإيجابي للرفع المالي على المردودية المالية.

• المطلب الثاني: العائد وكيفية قياسه

أولا: مفهوم العائد وأنواعه

1- مفهوم العائد:

هو صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الأموال وعادة ما يكون العائد بشكل مبالغ مطلقة،

173: عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، ص 447.

174 : Daniel Martina, Précis D'économie, Edition Nathan, Paris 1997, p 37.

ولكن الذي يعول عليه من كون الاستثمار فعال من عدمه هو معدلات العائد وليس العائد وهناك ثلاث معدلات للعائد. 175.

2- أنواع العائد:

و يوجد ثلاثة أنواع هي:

1-2- العائد على حقوق الملكية:

و يسمى أيضا العائد على القيمة المضافة أو العائد على أموال أصحاب المشروع، و هو مقياس لمدى كفاءة العاملين في استغلال أموال حملة الأسهم و توليد الأرباح التي يرضون بها، و يتم حسابه كما يلي: 176

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \text{صافي الربح بعد دفع الضريبة/حقوق الملكية} \times 100$$

حيث أن: صافي الربح ذلك الجزء من الأرباح المحاسبية الخاصة بحملة الأسهم العادية.

2-2- العائد على رأس المال:

له تسميات أخرى مثل العائد على الاستثمار أو العائد على إجمالي الأصول، و هو مقياس لمدى كفاءة المؤسسة و العاملين فيها على استغلال الموجودات لتوليد الأرباح، و يحسب كما يلي:

$$\text{العائد على رأس المال} = \text{صافي الربح بعد دفع الضريبة/صافي الأصول} \times 100$$

حيث أن: صافي الأصول إجمالي الأصول مخصصا منها للاهلاك المتراكم.

2-3- العائد على السهم:

يقاس هذا العائد بأحد المقاييس التالية: 177

✓ نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة:

هو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشرا على عوائد السهم بشكل عام، و تبذل المؤسسات جهدا لزيادته لأنه من العوامل التي يركز عليها حملة الأسهم عندما يفكرون في شراء الأسهم، و يتم حسابه كما يلي:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة} = \text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم العادية/عدد الأسهم} \times 100$$

175: محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 413.

176: علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 141.

177: علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص ص 142، 146.

✓ نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة:

يعتبر مقياساً من مقياس السوق حيث يقيس ما سوف يحصل عليه المساهم من نقود (أرباح) مقابل وجود هذا السهم في محفظته، ويمكن استخراجها كما يلي:

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة = الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين / عدد الأسهم العادية × 100

✓ الربع الجاري للسهم:

يعبر هذا المقياس عن وجهة نظر المستثمر نحو تقييم السهم، إذ يقيس قدرة الدينار الذي سيدفعه المستثمر ثمناً للسهم - في حالة شرائه - على توليد الربح، ويمكن حسابه كما يلي:

الربع الجاري للسهم = نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة / القيمة السوقية للسهم العادي × 100

ثانياً: أنواع معدلات العائد

1- معدل العائد المتحقق

هو نسبة صافي الدخل الناجم عن الاستثمار إلى مجموع الأموال المستثمرة والتي نتج عنها ذلك الدخل الصافي، أي معدل العائد المتحقق هو معدل العائد الفعلي الناتج عن الاستثمار، وعادة يكون على شكل نسبة مئوية ويحسب العائد شهرياً وربع سنوي ولكن في المعتاد هو المعدل المتحقق السنوي.¹⁷⁸

معدل العائد المتحقق السنوي = صافي الدخل السنوي / مجموع موجوداتها

وتميز في هذا الإطار معدل العائد المتحقق من استثمار الأموال في الأوراق المالية و بالذات الأسهم العادية، و الذي يمثل نسبة صافي الدخل المتحقق من جراء استثمار الأموال في السهم مقسوماً على مجموع الأموال التي استثمرت في الأسهم.

2- معدل العائد المتوقع:

هو معدل العائد الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه في المستقبل، و بالمفهوم العام فهو المعدل أو الوسط الحسابي لمعدلات العائد المتحقق، و لهذا المعدل أهمية كبيرة في الاستثمارات المادية و المالية إذ يقارن مع معدل العائد المطلوب و عندما يزيد عليه يكون الاستثمار إيجابياً و مقبولاً.¹⁷⁹ و يحسب معدل العائد المتوقع بثلاث طرق هي:

✓ الطريقة الاحتمالية: و ذلك بضرب كل عائد متحقق في احتمال تحققه.

✓ الطريقة الإحصائية

✓ طريقة الوسط الحسابي: و هي الطريقة الأكثر شيوعاً و هو عبارة المعدل لمعدلات العائد المتحققة.

178: محمد علي العامري، مرجع سبق ذكره، ص 414، 413.

179: علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 149.

3- معدل العائد المطلوب:

هو معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون عند استثمار أموالهم تعويضا عن التأجيل الحالي لاستهلاك هذه الأموال و المخاطرة المصاحبة لذلك الاستثمار. و يحسب كما يلي: 180

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة} + (\text{معدل عائد محفظة السوق المالية} - \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة}) \times \text{معامل } \beta$$

• المطلب الثالث: المخاطرة وكيفية قياسها

أولا: تعريف المخاطرة

تعرف على أنها " احتمال تقلب العوائد المستقبلية المتأتية من الاستثمارات، كما يعرفها جونسون بأنها " الابتعاد لقيم المتغير عن وسطه الحسابي" ، و ينطلق كتمان في تعريفه للمخاطرة من مجال الرافعة فهي " درجة اللاتأكد في قابلية المؤسسة على تغطية التزاماتها التشغيلية و المالية". 181

أما تعريف المخاطرة في مجال الاستثمارات المالية فإنها التباين أو التقلب في العوائد المتوقعة، كما تعرف بأنها احتمال اختلاف العائد المتحقق عن العائد المتوقع من الاستثمارات.

وفي ضوء ذلك يمكن أن تعرف المخاطرة بأنها " احتمال تقلب العوائد المستقبلية للقرارات المالية، فالقرارات المالية تؤثر في احتمال تقلب العوائد التي يحققها المستثمر".

ثانيا: تصنيف المخاطرة:

تصنف المخاطرة بما ينسجم مع المحفظة، و بموجبه تصنف إلى ثلاثة أنواع:

1- المخاطرة النظامية:

تنشأ من العوامل المشتركة التي ترتبط بالظروف و التطورات الاقتصادية و السياسية العامة الشاملة لجميع النظام الاقتصادي، و هي مقدار التقلب أو التباين في العوائد الناجمة عن تلك الظروف، المخاطرة النظامية كون تأثيرها يشمل عموم الأسهم المتداولة في السوق المالية و لكن بدرجات متفاوتة، و لهذا توصف بأنها مخاطرة النظام الاقتصادي أو البيئة الاقتصادية العامة. 182 و تنجم المخاطرة النظامية عن العديد من المصادر منها:

180: محمد علي العامري، مرجع سبق ذكره، ص 418.

181: محمد علي العامري، مرجع سبق ذكره، 420.

182: عاطف وليم اندراوس ، مرجع سبق ذكره، ص 331.

- تقلبات السوق:

مثل: الاضطرابات العامة، الكساد و الاضطرابات السياسية... الخ. إذ ينجم عن تقلبات السوق ارتفاع أو انخفاض المخاطرة النظامية.

- نوع النشاط:

تباين المخاطرة النظامية من نشاط إلى آخر و من صناعة إلى أخرى، فالمؤسسة التي تنتمي إلى صناعة أو قطاع اقتصادي متطور و تكون منتجاته تشهد سوق واسعة و نامية ربما هذا يؤدي إلى انخفاض مخاطرتها النظامية.

- تغيير اسعار الفائدة:

يعد مصدر رئيسيا للمخاطرة النظامية، فارتفاع سعر الفائدة المصرفية هو فرصة استثمارية بديلة للاستثمار بالأسهم و بالتالي تبدأ أسعار الأسهم في الانخفاض و يترتب على ذلك ارتفاع مخاطرتها النظامية.¹⁸³

2- المخاطرة اللانظامية:

تتولد عن العوامل الخاصة بمؤسسة معينة فتتفرد بها دون غيرها من المؤسسات الأخرى، و هي مقدار التقلب أو التباين في العوائد الناجمة عن الظروف الخاصة، وتقاس هذه المخاطرة بالتباين، الانحراف المعياري و كذلك معامل التباين، و تسمى هذه المخاطرة بعدة تسميات منها: المخاطرة القابلة للتنوع، المخاطرة التي يمكن تفاديها، المخاطرة اللاسوقية و المخاطرة المتبقية.¹⁸⁴

3- المخاطرة الكلية:

هي التباين أو التقلب في معدلات العائد و تساوي حاصل جمع المخاطرتين النظامية و اللانظامية، وتقاس المخاطرة الكلية كالآتي:¹⁸⁵

$$\text{Total Risk} = \text{Systématique Fiable Risk} + \text{Unsystematic Risk}$$

$$\text{Un diversifiable risk} + \text{diversifiable risk}$$

$$\sigma_2 = \beta_2 \sigma_2 (R_m) + \sigma_2 R_j \epsilon$$

المبحث الثالث: دراسة الهيكل المالي للمؤسسة

إن الاختلاف في مصادر تمويل المؤسسة سيؤدي إلى العديد من النتائج على أداء المؤسسة والتي من أهمها الوضع المالي للمؤسسة وبالتالي فإن اختيار الهيكل المالي وحده غير كاف وإنما يجب تقييمه من اجل الحكم عليه ويتم ذلك من خلال تحليل بمؤشرات التوازن و حساب نسب الهيكلية المالية.

- المطلب الأول: تقييم الهيكل المالي باستعمال مؤشرات التوازن المالي

أولاً: راس المال العامل

183: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 421.

184: عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 331.

185: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 424.

هو ذلك المؤشر للتوازن وهو عبارة عن نقطة عبور من مشاكل التوازن المالي على مدى الطويل إلى المدى القصير. 186

هو هامش الأمان الناتج عن فائض الأموال الدائمة على الأصول الثابتة أي أنه التمويل الدائم الموجه لدورة الاستغلال ويحسب بإحدى الطريقتين: 187

✓ من أعلى الميزانية:

راس المال العامل = الأموال الدائمة – الأصول الثابتة

✓ من أسفل الميزانية:

راس المال العامل = الأصول المتداولة – الديون القصيرة الأجل

كما نلاحظ أن راس المال العامل الصافي هو فائض الموارد من قبل المؤسسة لتمويل دورة استغلالها، ويحقق خزينة متوازنة.

وهناك 03 حالات لراس المال: 188

- راس المال العامل أكبر من الصفر، هذا يعني زيادة في السيولة قصيرة الأجل على الالتزامات القصيرة الأجل، قدرة المؤسسة على التسديد، وهذا ما يحقق توازن في الهيكل المالي للمؤسسة.
- راس المال العامل يساوي الصفر، هذا يعني تغطي الأموال الدائمة الأصول الثابتة فقط، قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها في ميعاد استحقاقها.
- راس المال العامل أقل من الصفر، هذا يعني الصعوبة في قدرة التسديد، وهذا ما يدل على عدم توازن الهيكل المالي للمؤسسة.

إن الانتقادات الموجهة لراس المال العامل كمؤشر على قدرة الوفاء تعود لاستحالة وجود علاقة واضحة بين مستوى راس المال العامل وخطر الإفلاس، حيث انه وجدت عدة مؤسسات قادرة على الوفاء مع راس مال عامل سالب، والعكس بالعكس بالنسبة لمؤسسات اخرى.

186 : Pierre Conso, Farouk Hemici, « Gestion Financière De L'entreprise », 10e Edition, Dunod, Paris, 2002, pp 198,199.

187 : Josette Peyrard, « Analyse Financière », 8e Edition, Librairie Vuibert, Paris, November 1999, pp,128,129.

188 : Elie Cohen, Analyse Financière , 4e Edition, Editions Economica, 1997, p 275.

جدول رقم 2: أسباب التغيرات في رأس المال العامل

عمليات تنقص من رأس المال العامل	عمليات ترفع من رأس المال العامل
<ul style="list-style-type: none"> ● الرفع الأصول الثابتة: ✓ زيادة الأموال الخاصة: -رفع رأس المال -تكوين الاحتياطات -إعانات الاستثمار ✓ زيادة القروض: - إصدار شهادات المصرفية لأكثر من سنة. - الحصول على ديون طويلة الأجل. ● تخفيض الأصول الثابتة: ✓ تنازل عن الاستثمارات 	<ul style="list-style-type: none"> ● الرفع الأصول الثابتة: -الاستثمارات المادية -الاستثمارات المعنوية -الاستثمارات المالية ● التخفيض في الأموال الدائمة: ✓ تخفيض الأموال الخاصة: -تخفيض رأس المال -توزيع جزء من الاحتياطات -الخسائر الاستغلال المتحققة ● تسديد الأموال المقرضة: -الديون طويلة ومتوسطة الأجل -الديون الحالية للشركاء -شهادات مصرفية

Source : Josette Peyrard, Op.Cit, p 129.

ثانياً: احتياجات رأس المال العامل

إن نشاط المؤسسة الاستغلالي عملية يستوجب منها (بالإضافة إلى القيم الثابتة) توفير مجموعة من العناصر وهي المخزونات والقيم القابلة للتحقيق، وهذه العملية تولد مصادر قصيرة الأجل (متجددة) وهي الديون الممنوحة للموردين أو تسبيقات الممنوحة، هذه المصادر تمول جزء من الأصول المتداولة ويجب على المؤسسة أن تبحث عن جزء آخر مكمل وهو ما يسمى باحتياجات رأس المال العامل.¹⁸⁹

نميز بين نوعين من احتياجات رأس المال العامل:

✓ احتياجات رأس المال العامل للاستغلال.

✓ احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال.

✓

1- احتياجات رأس المال العامل للاستغلال:

تمثل احتياجات التمويل المتولدة عن دورة الاستغلال وبسبب حدوث فارق زمني بين احتياجات الاستغلال (مخزون + دائنون) وموارد الاستغلال (موردون)،¹⁹⁰ حيث أن:

● احتياجات الاستغلال: تتمثل في احتياجات التمويل بفعل سرعة دوران دورة الاستغلال.

189: Pierre Conso, Op.Cit, pp 206,207.

190 : Josette Peyrard, Op.Cit, P 135.

- موارد الاستغلال: تتمثل موارد التمويل بفعل الديون المقدمة من الموردين.
- جدول رقم 3: موارد واحتياجات الاستغلال

موارد الاستغلال	احتياجات الاستغلال
-التسبيقات والدفوعات المحصلة على الطلبيات -ديون الاستغلال: • ديون الموردون • ديون جباثيه • ديون أخرى -منتوجات مدفوعة مسبقا مرتبطة بالاستغلال	-المخزونات (القيمة الإجمالية) -التسبيقات والدفوعات المقدمة على الطلبيات. -الزبائن المدينة (القيمة الإجمالية) -مصاريف مدفوعة مسبقا مرتبطة بالاستغلال
BFR_{EX}	

Source : Pierre Ramage, Op.Cit, p 73

و تحسب بالعلاقة التالية 345 :

$BFR_{EX} = \text{قيم الاستغلال} + \text{قيم غير جاهزة} - \text{مجموع الديون قصيرة الأجل (غير السلفات المصرفية)}$

$BFR_{EX} = (\text{الأصول المتداولة} - \text{قيم جاهزة}) - (\text{مجموع الديون قصيرة الأجل} - \text{سلفات مصرفية})$

$BFR_{EX} = \text{احتياجات الاستغلال الدورة} - \text{موارد الاستغلال الدورة}$

2- احتياجات راس المال العامل خارج الاستغلال:

تمثل احتياجات التمويل المتولدة عن دورة خارج الاستغلال وبسبب حدوث فارق زمني بين احتياجات خارج الاستغلال (دائنون آخرون) وموارد خارج الاستغلال (ديون متنوعة).

جدول رقم 4: موارد واحتياجات خارج الاستغلال

الموارد خارج الاستغلال	الاحتياجات خارج الاستغلال
ديون متنوعة: • ديون على الاستثمارات • ديون جباثيه • ديون اخرى خارج الاستغلال -منتوجات مدفوعة مسبقا خارج الاستغلال	-ذمم مدينة متنوعة (قيمة إجمالية) -أقساط مدفوعة -حسابات جارية للشركاء -دائنون على بيع الثبيلات -مصاريف مدفوعة مسبقا خارج الاستغلال
BFR_{HEX}	

Source : Josette Peyrard, Op.cit., p 136

ويحسب بالعلاقة التالية:

$$BFR_{Hex} = \text{احتياجات خارج الاستغلال الدورة} - \text{موارد خارج الاستغلال الدورة}$$
$$BFR_{Hex} = \text{ذمم مدينة متنوعة} - \text{ديون متنوعة}$$

ومنه فإن احتياجات رأس المال الإجمالي:

$$BFR = BFR_{EX} + BFR_{HEX}$$

ثالثا: الخزينة

تعرف خزينة المؤسسة على أنها " مجموعة الأموال التي بحوزتها خلال دورة الاستغلال, وهي تشمل صافي القيم الجاهزة أي ما تستطيع التصرف فيه فعلا من مبالغ سائلة خلال دورة الاستغلال "192.

ويمكن تعريفها على أنها " رصيد النقدية الناشئ من التدفقات النقدية الخارجة والداخلة من وإلى المؤسسة, وهي تعطي وضعية السيولة. " وتحسب وفق طريقتين:193

✓ الطريقة الأولى:

$$\text{الخزينة} = \text{القيم الجاهزة} - \text{السلفات المصرفية}$$

✓ الطريقة الثانية:

$$\text{الخزينة} = \text{رأس المال العامل} - \text{احتياجات رأس المال العامل}$$

✓ $0 < TR < FR < BFR$ ، أي أن الموارد الدائمة تفوق الأصول الثابتة يوجد فائض مكانه في شكل سيولة، وهذا يعني أن المؤسسة تجمد جزء من أموالها وهذا ما يطرح مشكلة الربحية، وبالتالي عليها الموازنة بينهما.

✓ $TR > FR > BFR$ هي الوضعية التي تكون فيها المؤسسة بحاجة إلى موارد مالية لتغطية الاحتياجات المتزايدة من أجل استمرار النشاط وهي حالة عجز، وهذا ما يطرح مشكلة الخطر التي تتمثل في تكاليف إضافية للمؤسسة، لهذا على المؤسسة أن تحصل حقوقها أو تطلب قروض.

✓ $TR = FR = BFR$ ، هي الحالة المثلى للخزينة، وهذا يعني أن المؤسسة محافظة على وضعيتها المالية، ولكن هذا من الصعب الوصول إليه على المدى القصير جدا.

192 : Pierre Romage, Op.cit., p 75.

193 : Pierre Conso , Op.Cit, p 215.

▪ كيف يمكن تحسين وضع عدم التوازن:

الجدول رقم 5: تحسين وضع عدم التوازن

رفع من رأس المال العامل	تخفيض احتياجات رأس المال العامل
<ul style="list-style-type: none"> -رفع من الأموال الخاصة: • رفع من رأس المال • جلب قروض جديدة • البحث عن موارد جديدة مستقرة -تخفيض من الأصول الثابتة: • تنازل عن تقييدات المادية • تنازل عن التقييدات المالية -تخفيض من سياسات البحث والتطوير 	<ul style="list-style-type: none"> -تخفيض حجم المخزون والذمم المدينة -الرفع من حجم الديون: • الرفع في معدل دوران المخزون • الرفع من معدل دوران العملاء • الرفع في معدل دوران الموردين

Source : Pierre Ramage, Op.cit., p 77

• المطلب الثاني: تقييم الهيكل المالي باستعمال نسب الهيكلية

أولاً: تعريف نسب الهيكلية المالية

وهي النسب التي تساعد في دراسة الهيكل المالي للمؤسسة والموضوعة لكل جانب من جوانب قائمة المركز المالي، وهذه النسب تظهر التوزيع النسبي لعناصر الأصول وكذلك الأمر بالنسبة لعناصر الخصوم، ويمكننا وضع هذه النسب لعناصر من جانب الأصول وعناصر من جانب الخصوم وتعتبر هذه النسب أكثر دلالة لأغراض دراسة الهيكل المالي للمؤسسة.

وتساعد النسب الهيكلية إدارة المؤسسة على دراسة الهيكل المالي لها وذلك من خلال تسليط الضوء على النقطتين التاليتين:

- 1- التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية.
- 2- كفاءة استثمار الأموال الموضوعة تحت تصرف المؤسسة بشكل سليم.

ثانياً: أنواع نسب الهيكلية المالية

1- نسبة التمويل الخارجي للأصول:

تظهر هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي واتجاه هذه النسبة للارتفاع يعني تزايد الاعتماد على التمويل الخارجي وبالتالي ازدياد عبء الفوائد، وفي هذه الحالة يجب أن تكون المنافع المتحصلة عليها أكبر من الفوائد المذكورة، ومع ذلك فإن ارتفاع هذه النسبة بشكل يزيد عن 50% يعتبر مؤشراً سلبياً لأنه يفقد المؤسسة استقلالها المالي.

وتحسب وفق العلاقة التالية: 194

نسبة التمويل الخارجي = الديون الطويلة الأجل + الديون قصيرة الأجل / مجموع الأصول × 100

2- نسبة التمويل الداخلي للأصول:

وتظهر هذه النسبة التمويل الداخلي (الذاتي) للأصول، وارتفاع هذه النسبة مؤشر إيجابي على وضع المؤسسة المالي، إلا أنه قد لا يكون في مصلحتها دائماً وخاصة إذا كانت ربحية الأموال الخاصة أكبر من مبلغ الفائدة المدفوع على القروض – وهو

الوضع الطبيعي للاستثمار الاقتصادي، بكلمة أخرى نقول لابد من وجود تمويل خارجي لأنه سوف يساعد على رفع ربحية الأموال الخاصة (حقوق الملكية) ولكن في حدود لا يؤثر فيها على الاستقلال المالي للمؤسسة أي لابد من وجود توازن بين الوجهتين بحيث يمكن الاستفادة من الأموال المقترضة من مصادر خارجية مع تقليص أعباء الدين (الفوائد).¹⁹⁵

وتحسب وفق العلاقة التالية: ¹⁹⁶

نسبة التمويل الداخلي للأصول = رأس المال + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة / مجموع الأصول × 100

3- نسبة تغطية الديون طويلة الأجل:

إن فلسفة التوازن المالي تعني أن الأصول الثابتة يجب أن تمول بالأموال الدائمة وذلك استناداً إلى هدف الاستخدام الطويل الأجل للأصول الثابتة وبالتالي لا يمكن أن يتم تمويلها بأموال قصيرة الأجل لأن ذلك سوف يسبب إشكالا ماليا للمؤسسة عند استحقاق الدين القصير الأجل، وكذلك يجب أن تمول الأصول المتداولة بالديون قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) وبالتالي فإن الأصول الثابتة تعتبر المصدر الأخير لتسديد الديون طويلة الأجل، على اعتبار أن الأصول المتداولة هي المعنية بتسديد الديون قصيرة الأجل. ¹⁹⁷ وتحسب وفق العلاقة التالية:

نسبة تغطية الديون طويلة الأجل = صافي الأصول الثابتة / الديون طويلة الأجل × 100

وارتفاع هذه النسبة يعتبر مؤشرا ايجابيا ودليل اعتماد الأصول الثابتة في تمويلها على التمويل الداخلي (الذاتي) وانخفاضها عن الواحد مؤشر سلبي في عمليات التمويل في المؤسسة، وإذا كانت مساوية للواحد فهذا يعني ان كل الأصول الثابتة ممولة بديون طويلة الأجل ولا يعتبر مؤشرا ايجابيا.

4- نسبة المديونية الكاملة:

وتظهر هذه النسبة المديونية الكاملة للمؤسسة وهي تقيس إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة ويقدر ما تكون هذه النسبة منخفضة يعتبر وضع المؤسسة ايجابيا ويجب ان لا تتجاوز هذه النسبة الواحد، حيث يعتبر ذلك مؤشرا سلبيا ويفقدها استقلالها المالي وإذا كانت النسبة تساوي الواحد فهذا يعني أن إجمالي الديون تساوي الأموال الخاصة، وقد لا يكون ذلك

194: منير شاكر، اسماعيل اسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي: مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص 55.

195: فهدى مصطفى الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 52.

196: منير شاكر محمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

197: فهدى مصطفى الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 54.

من حيث المبدأ إيجابياً 198 . وتحسب وفق العلاقة التالية:
نسبة المديونية الكاملة = إجمالي الديون / الأموال الخاصة (حقوق الملكية) $\times 100$

5- نسبة المديونية قصيرة الأجل:

تدرس هذه النسبة العلاقة بين الخصوم المتداولة والأموال الخاصة، وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما كان ذلك أفضل للدائنين نظراً لزيادة ضمان ديونهم ولا يجوز أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد في أي حال من الأحوال لأنه لا يجوز أن يتحمل الدائنون مخاطر أكثر من التي يجب أن يتحملها أصحاب المؤسسة، وتحسب وفق العلاقة التالية: 199
نسبة المديونية قصيرة الأجل = الخصوم المتداولة / الأموال الخاصة (حقوق الملكية) $\times 100$

6- نسبة المديونية طويلة الأجل:

تظهر هذه النسبة العلاقة بين الديون الطويلة الأجل والأموال الخاصة وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كان وضع المؤسسة المالي أفضل وإذا تجاوزت الواحد فإن ذلك يعني أن الديون طويلة الأجل أكبر من الأموال الخاصة وهذا وضع خطير على المؤسسة والأفضل أن لا تزيد هذه النسبة عن 50%.
وتحسب وفق العلاقة التالية: 200
نسبة المديونية طويلة = الديون طويلة الأجل / الأموال الخاصة (حقوق الملكية) $\times 100$

7- نسبة تمويل الأصول الثابتة:

الأموال الدائمة تضم الأموال الخاصة (راس المال + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة) + الديون طويلة الأجل وتعود هذه النسبة إلى فلسفة التوازن المالي التي ذكرناها سابقاً والقائلة بضرورة تمويل الأصول الثابتة بالأموال الدائمة أي ذات الاستحقاق الطويل الأجل. وتحسب وفق العلاقة التالية: 201
نسبة تمويل الأصول الثابتة = الأموال الدائمة / صافي الأصول الثابتة $\times 100$

- فإذا كانت النسبة أقل من الواحد فهذا يعني أن جزءاً من الأصول الثابتة ممول بديون قصيرة الأجل وهذا مؤشر سلبي خطير على المنشأة.
- أما إذا كانت النسبة تساوي الواحد فهذا يعني أن كل الأصول الثابتة ممولة تماماً من الأموال الدائمة وبالتالي لا يوجد ما يسمى براس المال العامل الصافي في المنشأة وهذا مؤشر سلبي أيضاً.
- أما إذا كانت النسبة أكبر من الواحد فهذا يشير إلى راس المال العامل الصافي بشكل نسبة.

198 : فيصل جميل سعابدة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 143.

199: عبد الحلیم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 201.

200: منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء: مدخل حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 169.

201: منير شاكر محمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 60.

8 - نسبة تمويل الأصول المتداولة:

بالعودة إلى قاعدة التوازن المالي نقول أن مصدر تمويل الأصول المتداولة هو الخصوم المتداولة ورأس المال العامل الصافي وانخفاض هذه النسبة يعني ارتفاع رأس المال العامل الصافي والعكس صحيح. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة تمويل الأصول المتداولة} = \frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{الأصول المتداولة}} \times 100$$

- إذا ارتفعت هذه النسبة عن الواحد يعتبر مؤشرا سلبيا لأن ذلك يعني أن جزءا من الأصول الثابتة ممول بديون قصيرة الأجل وهذا غير مقبول، ويمكننا حساب هذه النسبة على الشكل التالي:
النسبة = $\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} \times 100$

تشير هذه النسبة إلى رأس المال العامل الصافي على شكل نسبة ويجب أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد.

9 - نسبة التمويل الدائم:

تعبّر عن رأس المال العامل في شكل نسبة، وتقدم هذه النسبة الكيفية التي قامت المؤسسة بتمويل أصولها الثابتة، حيث كلما قلت النسبة عن الواحد تعكس هشاشة الهيكل المالي، حيث تجيز تمويل استخداماتها الثابتة بديون قصيرة الأجل وهذا ما من شأنه أن يخرق قاعدة التوازن المالي الأدنى. أما إذا كانت النسبة أكبر من الواحد تدل على وجود رأس مال عامل موجب يغطي احتياجات الاستغلال.

وتحسب وفق العلاقة التالية: 202:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \frac{\text{الأصول الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

10 - نسبة التمويل الذاتي: 203:

تعطينا مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بواسطة أموالها الخاصة، وتحسب وفق العلاقة التالية:
نسبة التمويل الذاتي = $\frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}}$

- إذا كانت هذه النسبة مساوية للواحد فإن رأس مال العامل الخاص مساوي للصفر ويبقى ذلك أن الأصول الثابتة مغطاة بالأموال الخاصة، أما الديون الطويلة إن وجدت فهي تغطي الأصول المتداولة و يكون رأس المال العامل الصافي أكبر من الواحد.
- إذا كانت النسبة أكبر من الواحد يعني أن المؤسسة تمول قيمتها الذاتية بأموالها الخاصة وهناك فائض من هذه الأموال بالإضافة إلى ديون طويلة لتمويل الأصول المتداولة. وهذا ما ليس مفيدا للمؤسسة لأن الديون طويلة الأجل عليها فوائد و الأصول المتداولة ليس لها فوائد.

11 - نسب الاستقلالية المالية:

من الطبيعي أن استقلالية المؤسسة ترتبط بمدى تغطيتها إذ في هذه النسبة يجب مقارنة الأموال الخاصة

202 : Pierre Conso, Op.cit, P 204

203 : رشاد العصار وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 212.

بالأموال الأجنبية، وتحسب وفق العلاقة التالية: 204

نسبة الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الديون
نسبة الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الخصوم

- يجب أن تكون النسبة الأولى بين القيمة 1 و 2 ، فإذا تساوت مع العدد 2 أو زادت عنه فهذا يعني أن الأموال الخاصة تساوي ضعف الديون أو أكثر 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.
- بينما النسبة الثانية فلا يجب أن تنخفض عن 0.5 ، أي يجب أن لا تمثل الأموال الخاصة أقل من 50% من مجموع الخصوم. وإلا تكون المؤسسة قد فقدت استقلاليتها لأن مواردها مشكلة بأكثر من 50% من الديون.

12- نسبة قابلية التسديد:

تقيس مدى قابلية المؤسسة للوفاء بديونها و تعطى بالعلاقة التالية : 205

نسبة قابلية التسديد = الديون الطويلة و المتوسطة الأجل / طاقة التمويل الذاتي

- المعيار المستعمل هو 2.5 فكلما كانت هذه النسبة أقل من 2.5 كلما زادت الديون الطويلة الأجل، فالنشاط يولد موارد كافية للتسديد السريع أي المؤسسة تتمتع بنسبة على التسديد معتبرة، أما إذا كانت أكبر من 2.5 ليس لها هامش حركة كبير والتسديد يستهلك كل أو جزء كبير من طاقة المؤسسة على التمويل الذاتي.

لأجل تقديم أوسع للهيكل التمويلي للمشروع يجب استخراج العناصر المكونة للهيكل التمويلي، لبيان حصة كل عنصر من هذه العناصر في مكونات الهيكل التمويلي، لإعطاء صورة أكثر وضوح عن مصادر التمويل: 206

-الوزن النسبي لرأس المال = رأس المال / مصادر التمويل (الخصوم) $\times 100$

-الوزن النسبي للاحتياطيات = الاحتياطيات / مصادر التمويل (الخصوم) $\times 100$

-الوزن النسبي للأرباح المحتجزة = المحتجزة الأرباح / مصادر التمويل (الخصوم) $\times 100$

-الوزن النسبي للالتزامات القصيرة الأجل = الأجل قصيرة الالتزامات / مصادر التمويل (الخصوم) $\times 100$

-الوزن النسبي للالتزامات طويلة الأجل = الأجل طويلة الالتزامات / مصادر التمويل (الخصوم) $\times 100$

ولتأكد من فعالية استخدام مصادر التمويل يمكن اشتقاق نسبة أخرى تبين مقدار الأداء الأولي لاستثمار التمويل بواسطة المعادلة التالية:

معدل الأداء الأولي = الأرباح المحتجزة + الاحتياطيات / رأس المال $\times 100$

204 :Pierre Conso, Op.cit., P 224

205 : idem.

206 : وليد ناجي الحياي، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص 30.

النسب السابقة يسترشد بها للأغراض التالية:

- 1- مقدار التناسق في الهيكل التمويلي كلما كان الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية أكبر من الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية يعتبر دليلاً أولياً على القدرة المالية للمشروع في تمويل استثماراته من مصادره الذاتية.
- 2- للتحقق من أن التناسق في الهيكل التمويلي المشار إليه في الفقرة (1)، جيد يتم اشتقاق معادلة تسمى بمعادلة الأداء الأولي للتدليل على أن استخدام الأموال تم بكفاءة.

• المطلب الثالث: تقويم الهيكل المالي للمؤسسة

التطرق إلى عملية تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة، نخلص إلى نتيجة مفادها الحكم على حالته، ويتلخص هذا الحكم في ثلاث حالات رئيسية ممكنة، وهي كالآتي:

- إما أن تكون وضعية الهيكل المالي أقل من النسبة المستهدفة، وجود خلل في الهيكل المالي.
- إما أن تكون وضعية الهيكل المالي مساوية للنسبة المستهدفة، هيكل مالي مناسب.
- إما أن تكون وضعية الهيكل المالي تجاوزت النسبة المستهدفة، وهنا يجب إعادته إلى الوضع الطبيعي.

في حال قضي تقييم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة بعدم امثليته، نقوم باتخاذ بعض الإجراءات التصحيحية من أجل السير به نحو الأمثلية، و تتمحور هذه الإجراءات التصحيحية في أربعة أساليب ممكنة، وهي كالآتي:

-إعادة هيكله تركيبة الهيكل المالي وذلك باستخدام أموال ملكية جديدة من أجل تخفيض نسبة الاستدانة، وهذا في حالة ارتفاعها أو اللجوء إلى أموال الاستدانة من أجل تخفيض نسبة أموال الملكية في حالة كون نسبة أموال الاستدانة منخفضة؛

-التنازل عن الاستثمارات، يعتمد هذا الأسلوب على التنازل عن الاستثمارات غير المستخدمة أو غير الضرورية، واستخدام الأموال المتحصل عليها من هذه العملية؛ إما في إرجاع الأموال المقترضة إذا كان الهدف هو تخفيض نسبة الأموال المقترضة، أو استخدامها في تخفيض أموال؛

-تمويل الاستثمارات الجديدة انتقاء مصادر التمويل بالنسبة للاستثمارات الجديدة وذلك بمراعاة تحقيق نسبة الاستدانة المثلى؛

-تمتلك المؤسسة طريقة أخرى لتصحيح هيكلها التمويلي، وذلك عن طريق المس بتوزيعات الأرباح على المساهمين، وذلك بمراعات تحقيق نسبة الاستدانة المثلى.

بالإضافة إلى أساليب تصحيح خلل الهيكل التمويلي المذكورة أعلاه، على المؤسسة الرغبة في السير نحو تحقيق هيكل مالي مناسب أن تحرص على التحجيم من الاحتياجات المالية لدورتها الاستغلالية.

❖ خلاصة:

مما سبق لتحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة يجب تحديد الهيكل المالي المناسب لكل مؤسسة والذي من شأنه أن يؤدي إلى الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بما يؤدي تحقيق النمو والتوسع المستمر من خلال تغطية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف، وتخفيض المخاطر المالية، تحقيق معدلات عائد متزايدة على الأموال المستثمرة.

فمن أهم المحددات التي تسمح بتحقيق الهيكل المالي المناسب، تتمثل أولاً في الربحية فالهيكل المالي يجب أن يكون من العوامل المساعدة على تحقيق المزيد من الأرباح من خلال التوسع في استخدام الديون على أن يكون بأقل تكلفة ممكنة للحد من الآثار السلبية للمخاطر المالية. ثانياً، السيولة وتعني أن لا يتم الإفراط في الاعتماد على الديون إلى الحد الذي يعرض المؤسسة للعسر المالي سواء فني أو حقيقي.

ثالثاً، المرونة ويعني ان ذلك أنه ينبغي على الهيكل المالي أن يتميز بالقدرة على تعديل مصادر الأموال أي أنه يتيح للمؤسسة التصرف في المواقف المتغيرة والتكيف معها مع مراعات الحصول على الاحتياجات المالية بأقل تكلفة.

تجدر الإشارة أنه يمكن أن تزداد الأهمية النسبية لأحد العناصر السابقة الذكر عن البعض وذلك وفقاً للظروف المتغيرة لذلك لا يوجد هيكل مالي نموذجي صالحاً لجميع المؤسسات أو لمؤسسة بحد ذاتها طوال فترة حياتها، بل ينبغي أن يكون هذا الهيكل مرناً متغيراً حتى يسهل تكيفه مع أي ظرف يطرا على المؤسسة ومحيطها. وهذا ما سنحاول استخلاصه وتطبيقه في الفصل القادم من خلال الدراسة الميدانية.

الفصل الثالث:

دراسة حالة مؤسسة الاشغال و التركيب

الكهربائي - فرع سونلغاز -

❖ تمهيد:

من أجل تغطية جوانب الموضوع المدروس ومحاولة إعطاء نظرة عن الجانب التطبيقي للموضوع ارتئينا تقديم حالة مؤسسة سونلغاز كمؤسسة استراتيجية لها وزنها في الاقتصاد الجزائري ولها تحديات مستقبلية ضمن برنامج دعم النمو الاقتصادي لعرضها كحالة تطبيقية، لمعرفة واقعها ومستجداتها في إطار عملية اختيارها لهيكلها المالي الذي يتناسب مع وضعها.

وسوف نحاول من خلال هذا الفصل دراسة الهيكل المالي لمؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي "كهركيب" فرع سونلغاز، الذي سوف نتناول فيه تقديم عام للمؤسسة بالإضافة إلى مراحل تطور الهيكل المالي لسونلغاز. وأخيرا دراسة الهيكل المالي للمؤسسة من خلال تقديمه ثم تشخيصه باستعمال مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكلية للتعرف على الوضعية المالية للمؤسسة، وبطبيعة الحال اختيار هذا الهيكل لا يكون بطريقة عشوائية وإنما يتم على أساس محددات التي تعتمد عليها المؤسسة لذلك سيتم دراستها،

وأخيرا تقييم هذا الهيكل المالي إن كان مناسب ام لا. وذلك من خلال ثلاث مباحث كما يلي:

- ✓ المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة كهركيب فرع سونلغاز
- ✓ المبحث الثاني: عرض القوائم المالية لكهركيب
- ✓ المبحث الثالث: دراسة الهيكل المالي لكهركيب

المبحث الأول: نظرة عامة لمؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي - فرع سونلغاز-

من خلال هذا المبحث سنقوم بتقديم عام لمؤسسة كهركيب، بالتعرض اولا إلى نشأة وتطور المؤسسة الأم سونلغاز، ثم تعريف مؤسسة محل الدراسة - كهركيب - من حيث نشأتها وتطورها ونشاطاتها، وفي الأخير عرض الهيكل التنظيمي للمؤسسة.

● المطلب الأول: نشأة وتطور مؤسسة سونلغاز الأم

في سنة 1947 تم انشاء مؤسسة كهرياء وغاز الجزائر المعروفة اختصارا EGA، التي أسند إليها احتكار انتاج ونقل وتوزيع الكهرباء وكذلك توزيع الغاز، وقعت تحت مفعول التأميم الذي أصدرته الدولة الفرنسية سنة 1946.

بعد الاستقلال استمرت المؤسسة في العمل إلى غاية 1969 حيث تحولت (EGA) إلى سونلغاز" الشركة الوطنية للكهرباء والغاز"²⁰⁷ وما لبث أن أضحت مؤسسة ذات حجم هام، فقد بلغ عدد العمال فيها نحو 6000 عون، وكان المقصود من تحويل الشركة هو إعطاء المؤسسة قدرات تنظيمية وتسييرية لكي يكون في مقدورها مرافقة ومساندة التنمية الاقتصادية للبلاد؛ والمقصود بوجه خاص هو التنمية الصناعية. وحصول عدد كبير من السكان على الطاقة الكهربائية (الإنارة الريفية) وهو مشروع يندرج في مخطط التنمية الذي أعدته السلطات العمومية.

207: المرسوم رقم (69-59) المؤرخ في 26 جويلية 1969 الوارد في الجريدة الرسمية ل 01 أوت 1969 والمتعلق بإنشاء المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز.

وبقيت سونلغاز تمارس وتحتكر السوق في انتاج الطاقة الكهربائية إلى غاية 1983 أين تم إعادة هيكلة المالية والعضوية الشاملة لكل المؤسسات العمومية و تمخضت عن هذه العملية تحويل وحدات سونلغاز للأشغال و صنع المعدات إلى مؤسسات مستقلة تابعة لمؤسسات تسيير مساهمات الدولة وهي:

- ✓ KAHIRIF كهريف للأعمال المولدة للكهرباء؛
- ✓ KAHRAKIB كهركيب لتركيب البنية التحتية والمنشآت الكهربائية؛
- ✓ KANAGAZ كناغاز لإعداد و انجاز قنوات نقل وتوزيع الغاز؛
- ✓ INERGA أنراقا لا شغال الهندسة المدنية؛
- ✓ ETTERKIB التركيب للتركيب الصناعي؛
- ✓ AMC لصناعة العدادات وآلات القياس والمراقبة؛

في سنة 1991 تحولت سونلغاز إلى مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري (EPIC) ، إن إعادة النظر في القانون الأساسي إذ يثبت للمؤسسة مهمة الخدمة العمومية فإنه يطرح ضرورة التسيير الاقتصادي والتكفل بالجانب التجاري³⁶³، وقد تم تأكيد هذا القرار بقرار آخر في سنة 1995³⁶⁴ ، ومن ثم وضعت سونلغاز تحت وصاية الوزارة المكلفة بالطاقة وصارت تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية. وأصبحت سونلغاز من خلال هذا القرار تمارس مجموعة من المهام كالتأمين للإنتاج والتوزيع العمومي للغاز، والنقل وتوزيع الطاقة الكهربائية.

في سنة 2002 تغيرت الصفة القانونية وأصبحت سونلغاز شركة ذات مساهمة (SPA) وذلك بقرار رئاسي، رأس مالها 150 مليار دج موزعة على 150000 سهم بقيمة 1 مليون دج للسهم الواحد مكتتب ومحزر كلياً من قبل الدولة.

وتطورت سونلغاز في الفترة (2004-2006) بتحول من المؤسسة العمومية ذات الطابع الصناعي إلى شركة قابضة من شركات ذات أسهم مسماة سونلغاز SPA ، وأصبحت الدولة المساهم بالأغلبية في مؤسسة سونلغاز SPA ، وعليه تم انشاء في بداية 2004 ثلاثة فروع مكلفة بنشاطاتها الأساسية:

- ✓ سونلغاز إنتاج الكهرباء (SPE) ؛
- ✓ تسيير شبكة نقل الكهرباء (GRTE) ؛
- ✓ تسيير شبكة نقل الغاز (GRTG)؛

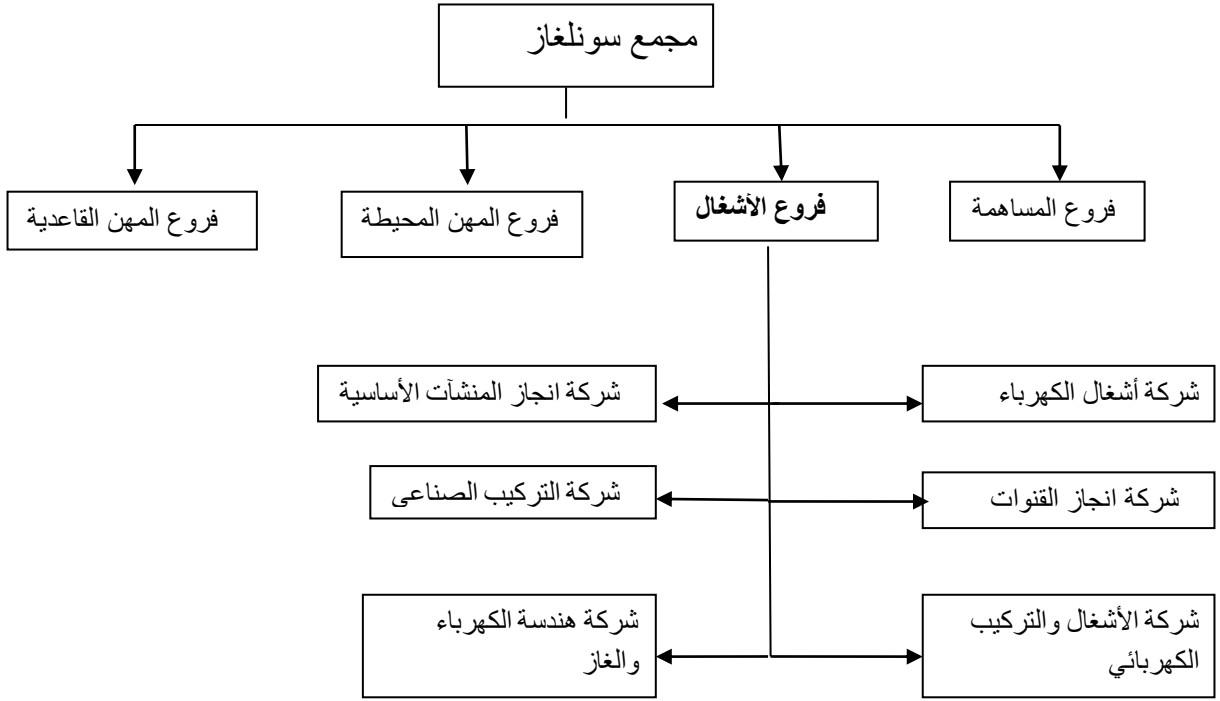
وفي سنة 2006 تمت هيكلة وظيفة التوزيع في أربع شركات فرعية وهي: الجزائر العاصمة، منطقة الوسط، منطقة الشرق، منطقة الغرب.

في جانفي 2007 ، جاء دور مراكز الانتقاء والتكوين التابعة لسونلغاز لترقى إلى فرع هو: معهد التكوين في الكهرباء والغاز IFEG. وتم توقيع إنهاء عملية إعادة هيكلة مجمع سونلغاز مع إنشاء شركة هندسة الكهرباء والغاز CEEG في شهر جانفي 2009، الأمر الذي جعل عدد فروع قطب "الأشغال" يبلغ ستة فروع.

208: بموجب المرسوم التنفيذي رقم (91-475) المؤرخ في 14 ديسمبر 1991 المتعلق بالقانون الأساسي لسونلغاز.

209: المرسوم التنفيذي رقم (25-280) المؤرخ في 17 سبتمبر 1995 المتعلق بالنظام الأساسي للشركة الوطنية للكهرباء والغاز .

يوضح الشكل رقم (1.4) الموالي الفروع التي تتكون منها سونلغاز مع تحديد، المؤسسة محل الدراسة.
الشكل رقم 2: منظومة مجمع سونلغاز



المصدر: إعداد الباحث

❖ فروع الأشغال:

من أجل تنفيذ السياسة الطاقوية للبلاد، كان على سونلغاز أن تطور في سنوات السبعينات وسائل إنجاز مطابقة لاهداف تطوير المنشآت والشبكات المستهدفة. وهكذا فقد اقتنت هياكل إنجاز ملائمة، مندمجة داخل المؤسسة. عرفت هذه الأخيرة تطورا سريعا لتتحول إلى وحدات أشغال هامة ذات نشاطات مميزة عن هياكل سونلغاز الأخرى. وتحولت في الأخير إلى مؤسسات مستقلة على ضوء إعادة هيكلة سونلغاز التي تمت في 1984.

وكنتيجة لتعزيز تنظيم سونلغاز على شكل مجمع صناعي وانجاز برنامج هام لتطوير المجمع، عادت مؤسسات الإنجاز هذه منذ جانفي 2006، إلى أحضان سونلغاز

• المطلب الثاني: تقديم عام لمؤسسة الأشغال و التركيب الكهربائي "كهرقيب"

أولا: نشأة ومراحل تطور المؤسسة

شركة الأشغال و التركيب الكهربائي واختصارا "KAHRAKIB" مؤسسة ذات أسهم فرع لمجمع سونلغاز منذ سنة 2006 برأس مال اجتماعي قدره 300 مليون دج ومقرها في الجزائر.

كهربيك تعمل في مجال الطاقة الكهربائية عبر كامل التراب الوطني، تتمثل مهمتها في انجاز المنشآت الكهربائية ذات التوتر العالي و العالي جدا مثل الخطوط الناقلة للطاقة الجوية منها والجوفية، وكذلك المراكز التحويلية للطاقة الكهربائية، وهي تغطي النشاطات التالية:

- الدراسات الهندسية والتفصيلية؛
- أشغال الهندسة المدنية والتركيب؛
- أعمال المراقبة والاختبارات التجريبية وتشغيل المنشآت؛
- صنع التجهيزات الكهربائية؛
-

أنشئت المؤسسة سنة 1982، وتنجز في المعدل السنوي 500 كلم من بناءات الخطوط الجوية الناقلة للطاقة الكهربائية عالية التوتر والعالية جدا، ومعدل 20 كلم من الخطوط الجوفية. تشغل أكثر من 1590 عونا. وقد حققت رقم أعمال قدره 3.586 م دج في سنة 2006.

تهدف كهربيك مع استنادها إلى نظام من حسب الإدارة والنوعية، إلى التحكم في التقنيات الجديدة وفي هذا الميدان، هناك مشروع يجري إنجازه يتمثل في (خط التراب 400 كليو فولط العفرون - حاسي عامر) وهذا المشروع الهام يشكل مرجعية معتبرة وفرصة سامحة جديدة بأن تغتنمها الشركة.

وستشهد كهربيك باعتمادها الاستراتيجية الصناعية الجديدة التي رسمها المجمع، نهضة تقودها إلى اكتساب منافع متعددة سواء على الصعيدين الاقتصادي والمالي أم على صعيد الإدارة الرشيدة كي ترقى إلى أعلى مستويات التنافسية.

وحتى تنفذ كهربيك سياستها لديها مجموعة من الموارد البنية التحتية والبشرية والمادية التي تمكنها من التدخل في أي مكان على المستوى الوطني، وتوظف الشركة حاليا أكثر من 1600 موظفا من بينهم أكثر من 500 إطار، حضيرتها تتكون من أكثر 500 سيارات وشاحنات التي تستغلها للقيام بنشاطاتها.

ثانيا: نشاطات المؤسسة

1- محطات التحويل HT, THT

هو نشاط معقد جدا يتطلب خبرة وعناية خاصة، أكثر من 25 عاما في النشاط العاملين في شركة اكتسبوا مستوى جيد من التأهيل، تركيب أحدث المعدات والسماح للشركة للبقاء على اتصال مع تطور التكنولوجيا.

تنجز "كهربيك" أعمال مراكز HT عن طريق "المفتاح في اليد clé en main"، فهي المؤسسة الوحيدة التي تعمل في السوق الجزائرية للمراكز HT بفضل الموظفين المؤهلين في هياكلها ومكاتب دراسات المتخصصة، كهربيك تستجيب تماما إلى كل الطلبات المقدمة لإنجاز مراكز HT. تقوم بتغطية الأنشطة التالية:

- دراسات في الهندسة المدنية، عالية التوتر ومنخفضة التوتر، ومعادن الإطار.
- توفير مختلف العناصر وقطع الغيار الكهربائية المشاركة.
- إنجاز الأعمال المدنية والتركيب.

- مراقبة وتشغيل المحطة.

2- خطوط النقل الجوية HT/THT

هي واحدة من أقدم الأنشطة التي تضطلع بها الشركة، كتركيب اكتسبت بعض الخبرة في هذا المجال وحققت في المتوسط السنوي 500 كلم في بناء الخطوط الجوية ذات التوتر العالي والجد العالي.

3- الكوابل تحت الأرض (الجوفية)

الكابلات تحت الأرض هو نشاط معقد جدا الذي يتطلب خبرة واسعة، لكن أيضا توفر فرق عمل كبير. كتركيب انجزت في المتوسط السنوي 20 كلم من الكوابل لكل التوترات. الخبرة في العمل التي اثبتتها موظفوها في هذا القطاع سمحت بأن تكون هي الرائدة أو الزعيمة.

اهم الأشغال التي قامت بها هي: وصلة تحت الأرض (الجوفية) 60 كيلو فولت في القبة/محطة المترو أنفاق حنفي، وصلة تحت الأرض (جوفية) 60 كيلو فولت الحامة/ محطة المترو أنفاق حنفي، وصلة تحت الأرض (جوفية) 60 كيلو فولت سكيكدة/ محطة تحلية المياه، وصلة تحت الأرض (جوفية) 60 كيلو فولت داخلي / مدينة .

4- تصنيع المعدات ذات التوتر المنخفض:

لديها كتركيب وحدة تصنيع المعدات الكهربائية موجودة في وهران. من أجل تطوير مجالات تجميع وتصنيع اللوحات الكهربائية المنخفضة التوتر، وضعت كتركيب وحدة تصنيع اللوحات الكهربائية DTE ou TABEL

DTE هي وحدة انتاج مواجهة لزبائن متنوعة لكبرى القطاعات الصناعية، التجارية، السكنية، التوزيعية العمومية. يتم تصنيع منتجاتها في حالة التقنية الصناعية وفقا لمعايير CEI المفروضة وتوصيات سونلغاز. تطور استراتيجياتها حول الركائز الأساسية التالية:

- رضا عملائنا.
- نوعية منتجاتنا وخدماتنا.
- التكيف مع الاحتياجات المحددة لكل عميل.

المنتجات الأساسية المعيارية هي:

T.D.P - 1:

هو لوحة ذات توتر منخفض يوفر مساحة تهدف إلى تجهيز مراكز التوزيع العمومية.

-التوزيع على 04 و 08 منافذ محمية بواسطة القواطع قطع الصمامات.

-خفض أو غلق الدعم العام.

2-خزانة الإضاءة الداخلية 160 و 250 فولط.

3 - تصنيع خزانات حسب مواصفات العملاء.

4 - خزائن مساعدة أو ثانوية: من أجل السيطرة والقيادة من داخل المبنى HT/THT

ثالثا: إدارة الجودة

حصلت شركة كتركيب في سنة 2002 من نظامها على شهادة لإدارة الجودة وفقا لمعيار ISO

2000/9001 (نظم إدارة الجودة – متطلبات) من اجل النشاطات التالية:

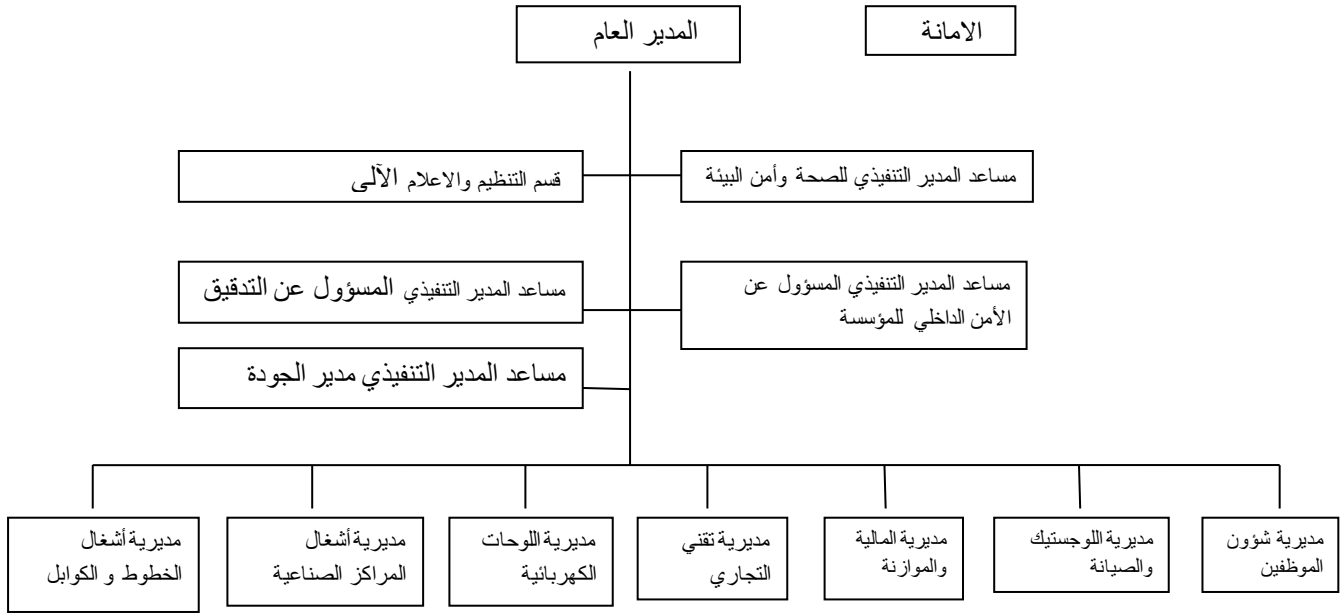
✓ التصميم، الدراسة وبناء مرافق نقل الكهرباء. BT et MT/HT /THT

✓ تصنيع الخزانات الكهربائية.

تم تجديد الشهادة في 2005 ثم 2008 من قبل نفس المنظمة سمحت لكهرباء بتأسيس ثقافة الجودة داخل المؤسسة.

المطلب الثالث: تقديم الهيكل التنظيمي لمؤسسة الأشغال و التركيب الكهربائي

الشكل رقم 3: الهيكل التنظيمي لشركة الأشغال و التركيب الكهربائي



المصدر: وثائق المؤسسة - مديرية المالية والموازنة-

المبحث الثاني: تقديم القوائم المالية لمؤسسة الأشغال و التركيب الكهربائي

سيتم من خلال هذا المبحث عرض مراحل تطور الهيكل المالي لمؤسسة سونلغاز أي السياسة التمويلية المنتهجة قبل 1989، وبغية دراسة الهيكل المالي للمؤسسة محل الدراسة يجب عرض قوائمها المالية.

• المطلب الأول: مراحل تطور الهيكل المالي للمؤسسة (السياسة التمويلية لمجمع سونلغاز)

شهد مجمع سونلغاز منذ نشأته مجموعة من التطورات، خاصة ما يتعلق منها بالشكل القانوني، مما ترك أثرا كبيرا على سياسته العامة وخاصة سياسته التمويلية، التي كانت عرضة لجملة من المتغيرات الداخلية والخارجية. ويمكن إيجاز هذه التطورات في المراحل التالية:

1- المرحلة الأولى:

عرفت هذه المرحلة قبل 1989 مجموعة من الصعوبات المالية على مستوى الاقتصاد الوطني

(المديونية، غياب السوق المالي، صعوبة النظام البنكي) وكذا تحولات عالمية كبيرة تدعو إلى الاتجاه نحو اقتصاد السوق، مما أثر على الاقتصاد الجزائري وأدى به إلى تبني مجموعة من السياسات كإعادة الهيكلة والخصخصة، والانتقال تدريجيا إلى الانفتاح على الخارج والتحول إلى اقتصاد السوق.

وبالتالي فقد عرف الهيكل التمويلي لمؤسسة "سونلغاز" تغيرات كبيرة ظهرت من خلال انخفاض القروض المصرفية الداخلية وارتفاع القروض الخارجية، وكذا زيادة مساهمات الدولة خاصة فيما يتعلق بالكهرباء الريفية، إضافة إلى زيادة مساهمات الزبائن.

كما تميزت هذه الفترة أيضا بصعوبة الحصول على قروض المورد و/أو المشتري حيث أصبح لزاما على مؤسسة "سونلغاز" المرور على الهيئات المالية الدولية للحصول على هذه القروض مثل البنك العالمي، البنك الأوروبي للاستثمار، الصندوق العربي للتنمية الاقتصادية وبنك التنمية الإسلامية.

كما واصل معدل التمويل الذاتي انخفاضه إلى نسبة أقل من 4%، مما أدى إلى الزيادة في المديونية لمواجهة التزامات الاستثمارات، وهو ما أدى إلى إعادة الهيكلة سنة 1996.

2- المرحلة الثانية:

ومع بداية سنة 2000 عرفت "سونلغاز" سياسة إصلاح جديدة ارتكزت على المبادئ التالية:

- زيادة دور الدولة وانسحابها من حلقة الإنتاج والانتقال من دور الضامن إلى دور المسير.
- إعطاء الدولة دورها في ترقية الاستثمارات وترقية أداء الخدمة العمومية.
- الفصل بين مهام الدولة ومهام المؤسسات العمومية.
- تشجيع التنافسية من خلال سن القوانين.
- إعطاء فرصة للقطاع الخاص المحلي والأجنبي للمساهمة في نمو البلاد.
- إنشاء أسس لتمويل المؤسسات العمومية التي تعتمد على ضمانات الدولة والبحث عن ميكانزمات أخرى للتمويل وتشجيع الشراكات، التجمعات والاتحادات.

وبتغيير شكلها القانوني من مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري إلى مؤسسة مساهمة سنة 2002، عادت "سونلغاز" سنة 2003 إلى سوق القروض الخارجية وأمضت مجموعة من القروض الخارجية بموافقة البنك العالمي بحوالي 1 مليار أورو.

3- المرحلة الثالثة:

ما بعد سنة 2004 نظرا للسيولة المحلية التي كان يتمتع بها الاقتصاد الوطني في هذه الفترة، قررت "سونلغاز" ابتداء من جانفي 2004 تمويل استثماراتها من القروض البنكية الداخلية، حيث قامت بإمضاء مجموعة من الاتفاقيات على القروض مع البنك الوطني الجزائري والقرض الشعبي الجزائري قدرت بحوالي 14 مليار دينار جزائري.

ونظرا لقواعد النظام المصرفي الوطني لا سيما قاعدة الاحتراس، فإن "سونلغاز" لم تستطع التوسع أكثر في الحصول على القروض البنكية الداخلية لذلك أخذت تستعد للدخول إلى السوق السندي المؤسساتي الوطني، لتخوض تجربتها الأولى بإطلاق أول قرض سندي مؤسستي في ديسمبر 2004 بمبلغ 20 مليار دينار جزائري، ثم إطلاق ثاني قرض سندي مؤسستي في مارس 2005 بمبلغ 10 مليار دينار جزائري، لتقوم في ماي 2005 بإطلاق أول قرض سندي مسعر في البورصة حيث قامت بدعوة الجمهور إلى الادخار العام بمبلغ 10 مليار دينار جزائري، غير أن العملية لقيت نجاحا كبيرا

وكلت بتحصيل مبلغ 15.90 مليار دينار جزائري، كما قامت في 2006 بطرح قرض سندي مؤسساتي آخر بمبلغ 10 مليار دينار جزائري، لتحصل في سنة 2006 على ما يقارب 57.90 مليار دينار جزائري، وتحتل المرتبة الأولى وطنيا من حيث المبلغ المجموع.

● **المطلب الثاني: عرض القوائم المحاسبية لمؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي "كهربايب"**

في هذا المطلب سيتم عرض القوائم المحاسبية بالقيمة الصافية المتمثلة في الميزانية وجدول حسابات النتائج لسنة 2016

أولا: عرض الميزانية – جانب الأصول – لسنة 2016

ثانيا: عرض الميزانية – جانب الخصوم -لسنة 2016

أولا: تقديم الميزانية المالية – جانب الأصول – لسنة 2016

الجدول رقم 6: عرض الميزانية المالية – جانب الأصول – لسنة 2016

الوحدة 10³ دج

2016	البيان	2016	البيان
681.035	<u>قيم الاستغلال:</u>	506.417	<u>تثبيات مادية:</u>
307.256	مواد ولوازم	13.319	الأراضي
155.870	منتجات وأشغال قيد التنفيذ	18.302	المباني
40.780	منتجات تامة	37	منشآت المجموع
1.889	المخزونات في الخارج	184.511	معدات وأدوات
7.198.486	<u>قيم قابلة للتحقيق:</u>	224.793	معدات نقل
15.68	حقوق الاستثمار	32.658	تجهيزات المكتب
144.589	حقوق على المخزونات	31.675	تهيئات وتركيبات
389.667	تسيقات على الحساب	1.123	تجهيزات اجتماعية
550.0736	تسيقات الاستغلال		
6.053.823	تسيقات على الزبائن		
45.267	حسابات الخصوم المدينة		
141.787	<u>قيم جاهزة:</u>	56.642	<u>تثبيات مالية</u>
141.787	متاحات	12.661	قروض
		15.372	حقوق أخرى على الاستثمار
		28.609	استثمارات قيد التنفيذ
7.846.069	مجموع الاصول المتداولة	495.587	مجموع الاصول الثابتة
	8.409.129		مجموع الاصول 2016

المصدر: إعداد الباحث

ثانيا: عرض الميزانية المالية – جانب الخصوم -لسنة 2016
الجدول رقم 7: عرض الميزانية المالية – جانب الخصوم -لسنة 2016

الوحدة 10³ دج

2016	البيان	2016	البيان
	<u>ديون قصيرة الأجل :</u>	2.360.787	<u>الأموال الخاصة :</u>
659.576	ديون الاستثمارات	300.000	رأس مال الشركة
1.812.318	ديون المخزونات	677.343	الاحتياطيات
872.235	مبالغ محتفظ بها في الحساب	3.98	فرق إعادة التقييم
5.430	ديون تجاه الشركاء والشركات	0.00	نتائج قيد التخصيص
	الحليفة	932.707	مؤونات الخسائر والتكاليف
832.816	ديون الاستغلال	446.754	نتيجة السنة المالية
866.954	تسبيقات تجارية	0.00	فرق إعادة التقييم (ناقص قيمة) <u>ديون</u>
567.251	ديون مالية	430.310	<u>متوسطة وطويلة الأجل</u> : قروض بنكية
1.450	حسابات الأموال الدائنة	430.310	
5.618.031	<u>ديون قصيرة الأجل</u>	2.791.097	<u>الاموال الدائمة</u>
	8.409.128		مجموع الخصوم 2016

المصدر: إعداد الباحث

المطلب الثالث: تقديم الميزانية المالية لمؤسسة الاشغال و التركيب الكهربائي

أولا: الانتقال من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية

المعالجة تكون على النحو التالي:

1- المصاريف الإعدادية:

لا تظهر في الميزانية المالية أو في القيم الحقيقية للميزانية لأنها لا تمثل رأس مال اقتصادي منتج، فهي استثمارات وهمية تسبق نشاط المؤسسة الاستغلالي.

2- حقوق الاستثمار:

بالإضافة لمبدأ درجة سيولة الأصول نعتد كذلك في الانتقال على مبدأ السنوية، بالاعتماد على الجدول المحاسبي رقم 06 والمبين في الملحق 03 استطعنا التمييز بين الحقوق على المدى القصير، المدى المتوسط والمدى الطويل، وقمنا بإعادة ترتيبها في الميزانية المالية وفق ذلك.

بالنسبة للقصيرة المدى تبقى ضمن قيم قابلة للتحقيق، اما المتوسطة والطويلة الأجل تدرج ضمن التثبيات المالية.

3- الأموال الخاصة:

بالنسبة للنتيجة القابلة للتوزيع توضع في حساب 18 نتيجة قيد التخصيص، كما يطرح فرق إعادة التقييم (ناقص قيمة) من الأموال الخاصة من أجل توازن الميزانية (بقيمة المصاريف الإعدادية).

4- ديون الاستثمار:

بالاعتماد على الجدول المحاسبي رقم 10 في الملحق رقم 04، يتم التمييز بين الديون قصيرة الأجل، والديون الطويلة والمتوسطة الأجل وهو ما يظهر ضمن الأموال الدائمة.

وعلى هذا الأساس تم إعداد الميزانية المالية للسنة 2016

ثانيا: عرض الميزانية المالية للسنة المدروسة

سيتم فيما يلي عرض الميزانية المالية بعد اجراء التعديلات السابقة للميزانية المحاسبية لسنة 2016 وفق نظام المحاسبي المالي.

أولا: تقديم الميزانية – جانب الأصول – لسنة 2016

الجدول رقم 8: الميزانية – جانب الأصول – لسنة 2016

الوحدة 10³ دج

الحساب	البيان	2016
02	<u>الاستثمارات</u>	
20	المصاريف الإعدادية	0.00
22	الأراضي	13.319
240	المباني	18.302
241	المنشآت الأساسية الهيكلية	0.00
242	منشآت المجمع	36.514
243	معدات وأدوات	184.511
244	معدات نقل	224.79
245	تجهيزات المكتب	32.658
247	تجهيزات وتركيبات	31.675
249	تجهيزات أعيد تصنيفها	0.00
25	تجهيزات اجتماعية	1.123
28	استثمارات قيد التنفيذ	28.609
	المجموع 2	535.027
	<u>المخزونات</u>	
30	بضائع	0.00
31	مواد ولوازم	307.256
33	منتجات نصف مصنعة	0.00
34	منتجات وأشغال قيد التنفيذ	155.870
35	منتجات تامة	40.780
36	فضلات ومهملات	0.00
37	المخزونات في الخارج	1.889
	المجموع 3	505.796
	<u>الحقوق</u>	
42	حقوق الاستثمار	43.101
43	حقوق على المخزونات	144.589
44	حقوق على الشركاء	0.00
45	والشركات الحليفة	

389.667	تسبيقات على الحساب	46
550.073	تسبيقات الاستغلال	47
6.053.823	تسبيقات على الزئائن	48
141.787	المتاحات	40
45.267	حسابات الخصوم المدينة	
7.368.306	المجموع 4	
8.409.128	المجموع الكلي	

المصدر: وثائق المؤسسة – مديرية الموازنة والمالية-

ثانيا: تقديم الميزانية – جانب الخصوم -لسنة 2016
الجدول رقم 9: الميزانية – جانب الخصوم -لسنة 2016

الوحدة 10³ دج

2016	البيان	الحساب
	الأموال الخاصة	
300.00	رأس مال الشركة	10
677.343	الاحتياطيات	13
3.983	فرق إعادة التقييم	15
0.00	الأموال الخاصة الأخرى	16
	حسابات ما بين الوحدات	17
0.00	نتائج قيد التخصيص	18
0.00	مؤونات للخسائر والتكاليف	19
932.707		
1.914.033	المجموع 1	
	الديون	
1.089.886	ديون الاستثمارات	52
1.812.318	ديون المخزونات	53
872.236	مبالغ محتفظ بها في الحساب	54
5.430	ديون تجاه الشركاء والشركات	55
832.816	الحليفة	
866.954	ديون الاستغلال	56
567.251	تسبيقات تجارية	57
1.450	ديون مالية	58
0.00	حسابات الأموال الدائنة	50
	مؤونات مصاريف الأشخاص	59
6.048.341	المجموع 5	
446.754	النتيجة الاجمالية للنشاط	88
8.409.128	المجموع الكلي	

المصدر: وثائق المؤسسة – مديرية الموازنة والمالية-

ثالثا: تقديم جدول حسابات النتائج لسنة 2016

الجدول رقم 10: جدول حسابات النتائج لسنة 2016

الوحدة 10³ دج

الحساب	البيان	2016
70	مبيعات البضائع	78
60	البضائع المستهلكة	01
80	الهامش الاجمالي	77
80	الهامش الإجمالي	77
71	إنتاج مباع	8.175.550
72	انتاج مخزن	14.981
73	انتاج المؤسسة لحاجتها الخاصة	168.928
74	الخدمات المقدمة	97.898
75	تحويل تكاليف الإنتاج	5.444
61	المواد واللوازم المستهلكة	568.406
62	الخدمات	
81	القيمة المضافة	2.289.146
81	القيمة المضافة	2.289.146
77	نواتج متنوعة	4.498
78	تحويل تكاليف الاستغلال	11.766
63	مصاريف المستخدمين	933.284
64	الضرائب والرسوم	179.999
65	مصاريف مالية	71.986
66	مصاريف متنوعة	30.955
68	مصاريف الاستهلاكات والمؤونات	168.402
83	نتيجة الاستغلال	920.784
79	نواتج خارج الاستغلال	930.665
69	تكاليف خارج الاستغلال	1.404.695
84	نتيجة خارج الاستغلال	474.030
83	نتيجة الاستغلال	920.784
84	نتيجة خارج الاستغلال	474.030
880	النتيجة الاجمالية للدورة	446.754
889	الضرائب على أرباح الشركات	/
88	نتيجة الدورة	446.754

المصدر: وثائق المؤسسة – مديرية الموازنة والمالية-

ثالثا: إعداد الميزانية المالية المختصرة

الجدول رقم 11: الميزانية المالية المختصرة – جانب الأصول – لسنة 2016
الوحدة 10³ دج

2016		
النسبة	المبالغ	
%07	563.059	الأصول الثابتة
%06	506.417	التثبيات المادية
%01	56.642	التثبيات المالية
%93	7.846.069	الأصول المتداولة
%06	505.796	قيم الاستغلال
%85	7.195.486	قيم قابلة للتحقيق
%07	141.787	قيم جاهزة
%100	8.409.128	مجموع الاصول

المصدر: إعداد الباحث

الجدول رقم 12: الميزانية المالية المختصرة – جانب الخصوم - لسنة 2016
الوحدة 10³ دج

2016		
النسبة	المبالغ	
%33	2.791.097	الأموال الدائمة
%28	2.360.787	الأموال الخاصة
%05	430.310	ديون ط.م. الأجل
%67	5.618.031	ديون قصيرة الأجل
%100	8.409.128	مجموع الخصوم

المصدر: إعداد الباحث

المبحث الثالث: دراسة الهيكل المالي لمؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي

المطلب الأول: تقديم الهيكل المالي للمؤسسة

سيتم تبين مختلف مكونات الهيكل المالي لمؤسسة كهرباء من موارد الخاصة، طاقة التمويل الذاتي، موارد الاستدانة.

أولاً: هيكل الموارد الدائمة الوحدة 10³ دج

البيان	2016
راس المال	300.000
الاحتياطات	677.343
فرق اعادة التقييم	3.983
مجموع الموارد الخاصة	981.326

ثانياً: طاقة التمويل الذاتي الوحدة 10³ دج

البيان	2016
نتيجة المؤسسة	446.754
ارباح محتجزة	/
مؤونات التكاليف و الخسائر	932.707
اطفاء المصاريف الاعدادية	/
اهتلاك الاستثمارات	1.959.095
اهتلاك المخزونات	69.679
اهتلاك الحقوق	12.988
طاقة التمويل الذاتي	3.421.223

ثالثاً: الهيكل المالي للمؤسسة الوحدة 10³ دج

البيان	2016	النسبة
موارد خاصة	981.326	09%
طاقة التمويل الذاتي	3.421.223	33%
موارد الاستدانة	6.048.341	58%
مجموع الموارد	10.450.890	100%

التعليق:

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا أن الهيكل التمويلي المتبع من طرف المؤسسة تمثل فيه المديونية أكثر من 50 % من مصادر تمويل المؤسسة وهو عامل إيجابي للاستفادة من أثر الرافعة لكنه يزيد من المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة، هذا من جهة. ومن جهة أخرى فالمؤسسة تخاطر باستقلاليتها المالية اتجاه الغير حيث ان الاموال الخاصة تمثل 45% من مصادر تمويل المؤسسة.

ولأجل تقديم أوسع للهيكل التمويلي للمؤسسة يجب استخراج حصة كل عنصر من هذه العناصر في مكونات الهيكل التمويلي، لإعطاء صورة أكثر وضوح من مصادر التمويل:

النسبة	البيان
3.56	راس المال / مصادر التمويل (الخصوم)
8.05	الاحتياطات / مصادر التمويل (الخصوم)
/	الأرباح المحتجزة / مصادر التمويل (الخصوم)
66.88	الالتزامات القصيرة الأجل / مصادر التمويل (الخصوم)
5.12	الالتزامات الطويلة الأجل / مصادر التمويل (الخصوم)

التعليق:

إن المؤسسة تعتمد في مصادرها الداخلية على الرفع من الاحتياطات أكثر من احتجاز الأرباح أو الرفع من راس المال، أما بالنسبة للديون فنلاحظ أن الديون القصيرة الأجل هي التي تمثل الجزء الكبير منها فتقدر بنسبة 45% مقابل 24% الديون طويلة الأجل. مع انها حاولت تخفيض من نسبة الديون قصيرة الأجل وبالمقابل الرفع من الديون طويلة الأجل إلا أن نسبتها تبقى معتبرة جدا.

المطلب الثاني: تشخيص الهيكل المالي للمؤسسة

أولا: التشخيص باستعمال مؤشرات التوازن المالي الوحدة³ 10 دج

البيان	2016
الأموال الدائمة	2.791.097
-الأصول الثابتة	563.058
رأس المال العامل FR	2.228.039
قيم الاستغلال	505.796
+قيم قابلة للتحقيق	7.195.486
-ديون قصيرة الأجل	5.618.031
+ سلفات مصرفية	567.251
احتياجات رأس المال العامل	2.653.501
رأس المال العامل	2.228.038
-احتياجات رأس المال العامل	2.563.501
الخزينة	-425.462

التعليق:

نلاحظ خلال السنة المدروسة 2016 ان الأموال الدائمة أكبر من الأصول الثابتة وهذا ما نتج عنه راس مال عامل موجب، هذا يعني أن الموارد الدائمة مولت الأصول الثابتة (هناك فائض)، أي هناك توازن مالي على المدى الطويل. وبالتالي زيادة في السيولة قصيرة الأجل على الالتزامات القصيرة الأجل وهذه الوضعية تعبر عن قدرة المؤسسة على التسديد أي الوفاء بديونها في آجال استحقاقها وهذا ما يحقق هامش أمان وتوازن الهيكل المالي لهذه المؤسسة.

لكن لا يمكن اعتبار راس المال العامل لوحده كاف كمؤشر لقدرة المؤسسة على الوفاء وذلك لاستحالة وجود علاقة واضحة بين مستوى راس المال العامل وخطر الإفلاس. لذلك يجب حساب نسبة القدرة على التسديد سيتم حسابها لاحقا.

بالنسبة لاحتياجات راس المال العامل نلاحظ انها موجبة خلال السنة المدروسة وهي في تزايد معنا ان احتياجات الدورة أكبر من موارد الدورة، وهذا راجع إلى ارتفاع القيم القابلة للتحقيق وقيم الاستغلال.

نلاحظ ايضا ان رأس المال العامل يمول كليا دورة الاستغلال ويسمح بتوليد خزينة موجبة، وبالتالي هناك فائض في السيولة فالمؤسسة في حالة جيدة مع ضرورة تسيير أحسن للخزينة، أي عدم تجميد السيولة وموازنتها مع الربحية. فعليا أن توظف خزيتها وبالتالي تحصل على نواتج مالية تزيد من مرد وديتها او تعالج بعض التزاماتها أو تعظم قيم استغلالها.

ثانيا :التشخيص باستعمال نسب الهيكلية

يمثل الجدول التالي مختلف نسب الهيكل او الوضعية التي تسمح بإعطاء صورة عن التوازن المالي الإجمالي، كما تسمح بتحليل البنية التمويلية والاستثمارية والاستغلالية للمؤسسة سوف نتعرض لأهم ما في الجدول التالي:

النسبة	2016
الأموال الخاصة / مجموع الديون	39.03%
الديون الطويلة والمتوسطة الأجل / طاقة التمويل الذاتي	1.76
الأموال الدائمة / الأصول الثابتة	4.95
الأموال الخاصة / الأصول الثابتة	4.19
الأموال الخاصة / الأموال الدائمة	0.84

التعليق:

1- النسبة الاولى تقيس استقلالية المؤسسة وهي الأخيرة ترتبط بمدىونيتهما، نلاحظ أن هذه النسبة خلال الفترة المدروسة شهدت ارتفاعا ملحوظا لا كنها تبقى أقل من 100% إذن فالمؤسسة في وضعية مشبعة بالديون، وتعتبر المؤسسة قد فقدت استقلاليتها المالية اتجاه الغير لأن مواردها مشككة بأكثر من 50% ديون.

2- النسبة الثانية تقيس قدرة المؤسسة على التسديد أو على الوفاء بالتزاماتها، ويتضح من الجدول انه طيلة الفترة المدروسة النسبة أقل من 2.5 وهو مؤشر جيد بالنسبة للمؤسسة، فقد شهدت انخفاضا إلى ان وصلت إلى 1.6 في السنة الأخيرة. أي في حدود سنة ونصف يمكنها تسديد التزاماتها. هذا يعني ان الديون الطويلة الأجل ونشاط المؤسسة يولد موارد كافية لتسديد السريع أي المؤسسة تتمتع بنسبة على التسديد معتبرة، الشيء الذي يزيل تخوفات المقرضين من وقوع المؤسسة في حالة التوقف عن الدفع.

3- تقيس هذه النسبة التمويل الدائم فهي تعبر عن راس المال العامل في شكل نسبة، نلاحظ من خلال الجدول أن ترتفع سنويا وينسب معتبرة إلى أن وصلت إلى نسبة جد مرتفعة في سنة 2010 قدرت ب 8.47 مما يدل على وجود راس مال عامل موجب ستطيع تغطية احتياجات الاستغلال حتى 8 مرات مما يعني ان هناك هامش أمان كبير.

4- تقيس هذه النسبة التمويل الذاتي للمؤسسة، وتكون هذه النسبة الواحد كما انها تشهد ارتفاعا ملحوظا سنويا خلال الفترة المدروسة، مما يعني ان المؤسسة تمول أصولها الثابتة بأموالها الخاصة وهناك فائض.

5- تقيس هذه النسبة طاقة الاستدانة للمؤسسة، ومن بين المهتمين بهذه النسبة البنك فإذا كان للمؤسسة طاقة للاستدانة إذن يقرضها وذلك بعد دراسة نسب السيولة والمردودية واذا لم تتوافر لا يخاطر البنك بالإقراض ، والملاحظ من خلال الجدول نلاحظ أن خلال الفترة المدروسة ان النسبة تتجاوز 0.5 وهو المطلوب هنا البنك يستطيع ان يتقاسم الخطر مع المؤسسة ويقرضها، فالمؤسسة لها طاقة استدانة معتبرة، وما يؤكد هذا هو ما شهدناه عند عرض الهيكل المالي للمؤسسة حيث تمثل الديون أكثر من 50%

بالتالي رغم ان المؤسسة غير مستقلة ماليا اتجاه الغير، إلا ان لها القدرة تسمح لها من الاستفادة من هذه المديونية (الرفع المالي) وتحكمها فيها، فهي تملك طاقة استدانة معتبرة، كما انها قادرة على التسديد او الوفاء بالتزاماتها، مما يقلل من مخاطر المالية المحتملة كالإفلاس مثلا.

• المطلب الثالث: دراسة محددات الهيكل المالي للمؤسسة

سوف يتم التعرض إلى اهم المحددات التي تم على أساسها الاختيار المزيح التمويلي للمؤسسة، والتي امكننا قياسها.

أولا: دراسة ملاءة المؤسسة

البيان	2016
الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة	1.39
حقوق + متاحات / الخصوم المتداولة	1.30
متاحات / الخصوم المتداولة	0.02

التعليق:

1- لقد تجاوزت كلا النسبتين الواحد خلال السنة المدروسة وهذا يعني أنه يمكن للمؤسسة تغطية الديون قصيرة الاجل التي سوف تسدد في مواعيدها المحددة.

2- هذه النسبة تمثل السيولة المتاحة لدى المؤسسة في أي وقت إلى مجموع الديون قصيرة الأجل، فهل تكفي هذه المتاحات لتغطية هذه الديون، وتكون هذه النسبة مقبولة إذا اقتربت من الواحد، بالنظر إلى الجدول نلاحظ ان هذه النسبة ضعيفة جدا هذا يعني أن متاحات المؤسسة لا تكفي لتغطية الديون قصيرة الاجل، لذا عليها البحث عن مصادر اخرى. نستنتج ان هناك علاقة موجبة بين السيولة و نسبة الديون فالمؤسسة التي لها نسبة سيولة عالية ولها القدرة على الوفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل الأمر الذي سهل عليها الاقتراض.

ثانيا: دراسة نمو المؤسسة

لمعرفة إذا كانت المؤسسة في مرحلة نمو او لا يكون ذلك من خلال قياس تطور رقم اعمالها كما هو موضح في الجدول التالي:

البيان	2016
رع ن - رع ن-1 / رع ن-1	52.89

التعليق:

نلاحظ ان المؤسسة خلال الفترة المدروسة على العموم تنمو رغم وجود بعض التراجع في سنة، فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها نلاحظ ان المؤسسة التي تتميز بسرعة نمو تعتمد في تمويلها على استخدام القروض بشكل كبير، وهذا ما لاحتضناه سابقا فالهيكل المالي للمؤسسة خلال السنة المدروسة يتكون من أكثر من 50 % وبالتالي نستنتج وجود علاقة موجبة بين سرعة نمو المؤسسة واللجوء إلى الاقتراض بنسب معتبرة.

ثالثا: دراسة حجم المؤسسة

تستعمل القيمة المضافة كمقياس لحجم المؤسسة، وسيتم قياس تطور حجم المؤسسة في الجدول التالي:

البيان	2016
قيمة مضافة ن - قيمة مضافة ن-1 / قيمة مضافة ن-1	26.88

التعليق:

نلاحظ إن حجم المؤسسة خلال السنة المدروسة يزداد ، حتى وصل إلى نسبة 27 %، ومن الملاحظ ان زيادة حجم المؤسسة سمح بزيادة قدرتها على التوسع بالاقتراض، فنلاحظ انه كلما زاد حجم المؤسسة تلجأ هذه الأخيرة إلى تقليص من نسبة مديونيتها القصيرة الاجل والرفع من الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، حرصا منها لعدم تعرضها للمخاطر المالية. لكن عموما المؤسسة التي يزداد حجمها، عادة ما يتسم حجم نشاطها بقدر من التنوع فهي تتعرض لمخاطر بنسبة أقل وهو الدافع لزيادة نسبة الاموال المقترضة في الهيكل المالي وهذا ما لحضناه من خلال التعرض لهيكل المالي للمؤسسة. إذن يمكن القول انه توجد علاقة عكسية بين الديون القصيرة الأجل وحجم المؤسسة، وعلاقة موجبة بين حجم المؤسسة والمديونية ككل.

رابعا: قياس مردودية المؤسسة والرفع المالي

سيتم حساب كل من المردودية الاقتصادية (العائد الاقتصادي المحقق من الأموال المستثمرة) والمالية (معدل العائد على حقوق الملكية) والرفع المالي كما هو مبين في الجداول.

1- حساب المردودية الاقتصادية للمؤسسة: الوحدة³ 10 دج

البيان	2016
القيمة المضافة	2.289.146
+ اعانات الاستغلال	4.498
- الضرائب والرسوم	179.989
- مصاريف المستخدمين	933.284
= الفائض الاجمالي للاستغلال	1.180.372
مجموع الاصول	3.216.560
معدل المردودية الاقتصادية	%36.69

2- حساب المردودية المالية: الوحدة³ 10 دج

البيان	2016
النتيجة الصافية	446.754
الاموال الخاصة	2.360.787
المردودية المالية	%18.92

3- قياس الرفع المالي: الوحدة³ 10 دج

البيان	2016
الربح قبل الفائدة والضريبة	643.373
المصاريف المالية	71.986
درجة الرفع المالي	1.13

التعليق:

نلاحظ أن معدل المردودية الاقتصادية يشهد ارتفاعا معتبر خلال السنة المدروسة، كما ان هذه المردودية أكبر من سعر الفائدة، هنا الرفع المالي في صالح المؤسسة فالمؤسسات لجأت إلى الديون كمصدر تمويل رغم توفرها على بدائل أخرى نظرا للتأثير الإيجابي للديون على مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) لأن المردودية الاقتصادية تغطي أعباء الاقتراض. كما نلاحظ أيضا ان نسبة المردودية المالية مرتفعة هذا معناه ان كلما كان الدخل المتوقع من الأموال مرتفع تم الاقتراض. نلاحظ ان الرفع المالي منخفض خلال السنة المدروسة مما يدل علي انخفاض درجة المخاطرة، إذن فالمؤسسة لها القدرة العالية على الاستفادة من الرفع المالي.

خامسا: علاقة النتائج بالأطر النظرية

1- نموذج مودكيلياني وميلر:

ينص نموذج مودكيلياني وميلر على أن المؤسسة تختار اللجوء للديون بهدف الاستفادة من الوفورات الضريبية، بالرغم من أن ذلك يؤدي بالضرورة إلى زيادة مديونية المؤسسات.

بالنسبة للمؤسسة محل الدراسة، فقد عرفت به نسبة المديونية ارتفاعا كبيرا خلال السنة المدروسة، فهيكلمها المالي يتكون بنسبة أكثر من 50% الديون، كما لاحظنا ان المؤسسة لها القدرة العالية على الاستفادة من الرفع المالي مما مكنتها من الاستفادة من الوافرات الضريبية.

هذه الملاحظة تنسجم مع التوقعات النظرية لنموذج مودكيلياني وميلر، وهذا يعني أن هذه المؤسسة تعمل وفق ما تمليه هذه النظرية، وبالتالي فهي عامل مفسر لاختيار الهيكل المالي للمؤسسة.

2- نموذج الإفلاس:

تزيد تكلفة الإفلاس بزيادة القروض و أيضا القيمة الحالية لها، كما أن قيمة المؤسسة تزيد بزيادة القروض. بالنسبة لمؤسسة محل الدراسة نلاحظ أن قيمة المؤسسة تزيد بزيادة القروض خلال السنة المدروسة، كما ان المخاطر المالية منخفضة، لأن المؤسسة متحكممة في الرفع المالي، وهي تتمتع بقدرة عالية على تسديد ديونها مما يزيل تخوفات المقرضين من احتمالات عدم تسديد ويمنح لها إمكانية جلب قروض جديدة. كما ان وضعيتها المالية جيدة من حيث التوازن المالي والمردودية، لاكن هذا لا يعني ان خطر ليس عامل مفسر لاختيار الهيكل المالي للمؤسسة، فقط انها تملك القدرة على التحكم في ديونها.

3- نموذج الوكالة:

في نموذج الوكالة هناك نوعين من التكاليف، التكاليف المرتبطة بعلاقة المسير والمساهم والعلاقة بين المؤسسة والدائنين. بالنسبة لمؤسسة محل الدراسة، راس المال هو ملك للدولة إذن التكلفة الأولى غير موجودة، اما التكلفة الثانية تأخذ الديون شكل قروض مصرفية مصحوبة باتفاقية قروض توضّح حقوق والتزامات كل طرف، وهذا يسقط الافتراضين المتمثلين في عدم تماثل المعلومات بين الشركة والدائنين و انفصال قرار الاستثمار عن قرار التمويل. وبموجب اتفاقية القرض، يحصل الدائنون (البنوك) من المؤسسة على كل ما يطلبونه من معلومات قبل وبعد منح القرض بما يقلل من عدم تماثل المعلومات وجعل تكلفة الوكالة للديون بسيطة.

فعند التمويل بالقروض المصرفية، فإن البنوك لا تمنح القروض للمؤسسة إلا بعد دراسة العملية الاستثمارية الممولة بالقرض، وعلى أن تكون أصول هذه العملية الاستثمارية ضامنة للقرض، أي أن مشكلة الوكالة للديون يتم حلها مسبقا عن طريق ربط الاستثمار بالتمويل من خلال اتفاقية. وبالتالي، فنموذج تكلفة الوكالة غير مفسر لاختيار الهيكل المالي للمؤسسة.

4- نموذج ترتيب أفضلية مصادر التمويل:

يتطلب نموذج ترتيب أفضلية مصادر التمويل وجود سوق راس مال فعالة تتداول فيها الأسهم والسندات. كما يتطلب أن لا يكون هناك قيود على الدخول إلى السوق والاختيار بين إصدار أسهم عادية أو إصدار سندات، وقبل ذلك يكون لدى المؤسسة أرباح محتجزة قابلة للاستثمار كمصدر بديل للاعتماد على التمويل الخارجي، وهذا يتطلب بدوره ألا يكون هناك قيود على توزيعات الأرباح.

ونحن نرى بأن المتطلبات السابقة ليست موجودة بالقدر الكافي على المؤسسة محل الدراسة، يظهر جليا أن نموذج ترتيب أفضلية مصادر التمويل لا ينسجم مع السلوك التمويلي للمؤسسة، فالاستدانة هي الأفضل بالنسبة لهم وعندما لا تكفي لتغطية الاحتياجات التمويلية، يتم اللجوء للأموال الخاصة.

❖ الخلاصة:

ما يمكن استخلاصه من هذا الفصل هو ما يلي:

- 1- يعتمد الهيكل المالي للمؤسسة بالدرجة الأولى على الموارد الخارجية (أكثر من 50% من مجموع الموارد)، فهي لا تتمتع بالاستقلالية المالية اتجاه الغير.
- 2- تتمتع المؤسسة بطاقة على الاستدانة وقدرة عالية على التسديد مما يجعلها تخفض من المخاطر المالية، كما أن المؤسسة تستفيد جيدا من الرفع المالي.
- 3- المؤسسة لها طاقة تمويل ذاتية معتبرة تمكنها من تمويل استثماراتها، كما ان لها هامش أمان كبير يسمح لها بتغطية احتياجات الاستغلال حتى 08 مرات.
- 4- إن المؤسسة تعتمد في مصادرها الداخلية على الرفع من الاحتياطات أكثر من احتجاز الأرباح أو الرفع من راس المال، أما بالنسبة للديون فنلاحظ أن الديون القصيرة الاجل هي التي تمثل الجزء الكبير منها فتقدر بنسبة 45% مقابل 24% الديون طويلة الاجل. مع انها حاولت تخفيض من نسبة الديون قصيرة الأجل وبالمقابل الرفع من طويلة الأجل إلا أن نسبتها تبقى معتبرة جدا.
- 5- توجد علاقة عكسية بين الديون القصيرة الأجل وحجم المؤسسة، وعلاقة موجبة بين حجم المؤسسة والمديونية ككل.
- 6- هناك علاقة موجبة بين السيولة و نسبة الديون فالمؤسسة التي لها نسبة سيولة عالية ولها القدرة على الوفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل الأمر الذي سهل عليها الاقتراض.
- 7- وجود علاقة موجبة بين سرعة نمو المؤسسة واللجوء إلى الاقتراض بنسب معتبرة.
- 8- نلاحظ ان نسبة المردودية المالية ترتفع من سنة إلى اخرى هذا معناه ان كلما كان الدخل المتوقع من الأموال مرتفع تم الاقتراض عن طريق الاقتراض.
- 9- الرفع المالي في انخفاض مستمر خلال الفترة المدروسة مما يدل علي انخفاض درجة المخاطرة، إذن فالمؤسسة لها قدرة عالية على الاستفادة من الرفع المالي.
- 10- إن اختيار الهيكل المالي للمؤسسة لا ينسجم مع نموذج الترتيب الهرمية و الوكالة لأنه من جهة لا يوجد تشتت في ملكية راس المال، ولأن هناك اتفاقيات للقروض البنكية تخل بشروط نموذج الوكالة من جهة أخرى.
- 11- إن نموذج مودكلياني وميلر هو ينطبق تماما مع المؤسسة محل الدراسة بسبب عدم استفادته من مزايا الرفع المالي نتيجة المديونية المرتفعة. بالنسبة لنموذج الإفلاس يؤخذ بعين الاعتبار لكن بنسبة ضعيفة لانخفاض المخاطر المالية للمؤسسة.

المراجع

• الكتب:

أولاً: باللغة العربية

- 1- عاطف وليم اندراوس ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006.
- 2- دريد آل كامل تسبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
- 3- طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 4- عبيد علي أحمد الحجاري، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
- 5- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد، الأردن، 2010.
- 6- محمد صالح الحناوي، نهمال فريد مصطفى، جلال ابراهيم العبد، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.
- 7- محمد صالح الحناوي، جلال اب ا رهميم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات ، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
- 8- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2002.
- 9- وليد ناجي الحياي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي (منهج علمي وعملي متكامل)، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
- 10- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان 2004.
- 11- حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 12- هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان 2000.
- 13- عدنان هاشم السامراتي، الإدارة المالية: مدخل كمي، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 14- فيصل جميل السعيدة، نضال عبد الله فريد، الملخص الوجيز للإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 15- منير شاكر، اسماعيل اسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي: مدخل صناعة القرارات ، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
- 16- أيمن الشنطي، عامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، 2005.
- 17- فهد مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى . sms financial ،رام الله فلسطين، 2008.
- 18- محمود صبح، الإدارة المالية طويلة الأجل، كلية التجارة جامعة عين شمس، 2000.
- 19- محمد علي العامري، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 20- علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 21- رشاد العصار، عاطف الأخرس، عليان الشريف، إيمان الهنيبي، أحمد الجعبري، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
- 22- محمد مفلح عقل، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، الطبعة العربية الأولى، دار أجنادين للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- 23- عبد الحلیم كراجه، علي ربابعة، ياسر السكران ، موسى مطر، الإدارة والتحليل المالي: أسس، مفاهيم، تطبيقات، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.

- 24-فتحي ابراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسيوط، 2007.
- 25-محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة المالية التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن الظهران، 1993.
- 26-عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 27-عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي السامي، أسامة عزمي سلام، شفيري نوري موسى، الإدارة المالية : النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن.
- 28-عدنان تايه النعيمي، أرشد فوائد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان.
- 29-منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1998.
- 30-منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2000.
- 31-منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء: مدخل حوكمة الشركات، الطبعة الأولى، دار المعرفة الجامعية، 2009.

ثانيا: الكتب باللغة الأجنبية

- 1- Pascal Barneto, Georges Gregorio, Finance: Manuel Et Applications, Dunod, Paris 2007.
- 2- Jonathan Berk, Perter Demazro, Edition Française Dirigée Par Gunther Capelle-Blancad, Nicolas Couderc, Finance D'entreprise, Pearson Education, France 2008.
- 3- Zvi Bodie Et Robert Merton, Finance, 3e Edition, Editions Française Dirigée Par Christophe Thibierge Préface De Paul Samuelson, Distribution Nouveaux Horizons, Ars, Paris, 2011.
- 4- R. Brealey & S. Myers, Principe De Gestion Financière, 7e Edition, Pearson Education France, 2003
- 5- Robert Cobbaut, Théorie Financière, 2e Edition, Gestion Economique, Paris 1997.
- 6- Elie Cohen, Analyse Financière, 4e Edition, Editions Economica, 1997.
- 7- Pierre Conso, Farouk Hemicci, Gestion Financière De L'entreprise, 10e Edition, Dunod, Paris, 2002.
- 8- Aswath Damodaran, Finance D'entreprise: Théorie Et Pratique, 01e Edition, Groupe De Boeck, Bruxelles, 2010.
- 9- André Farber, Marie- Paule Laurent, Kim Oosterlinck & Hugues Pirotte, Finance, 2e Edition, Pearson Education France, 2008.
- 10- Robert goffin, principes de finance moderne, 2e Edition, Gestion Economica, Paris, 1999.
- 11- Hervé Hutin, Toute La Finance D'entreprise En Pratique, 2e Edition, Editions D'organisation, Paris, 2002..
- 12- Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Marchés Financiers: Gestion De Portefeuille Et Des Risques, 2e Edition, Dunod, Paris 1996.
- 13- Daniel Martina, Précis D'économie, Edition Nathan, Paris 1997.*
- 14- Patrick Navatte, Finance D'entreprise Et Théorie Des Options, Gestion Economica, Paris, Janvier 1998

- 15- Fatimata Ly-Baro, Structure Financier De L'entreprise, Economica, Paris, 2002.
- 16- Josette Peyrard, Analyse Financière, 8e Aimble Quintart, Richard Zisswiller, Théorie De La Finance, 2e Edition, Mise A Jour Juillet 1990, Gestion Puf, France.
- 17- S.A Ross, R.W. Wzsterfield & J.F. Jaffe, Finance Corporate, Dunod, Paris, 2005.
- 18- Jacques Teulie, Patrick Topsacalian, Finance, 2e Edition, Vuibert 1997.*
- 19- Pierre Vernimmen, Corporate Finance: Theory And Practice, Pacal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur & Antonio Salvi, Edition John Wiley & Sons, Ltd, England, 2005.
- 20- Pierre Vernimmen, Finance D'entreprise, 8e Edition, Par Pascal Quiry Et Yann Le Fur, Editions Dalloz, Paris 2010.

• البحوث الجامعية:

- 1 - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص: مالية المؤسسات بعنوان: محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة, من إعداد الطالبة: بوربيعة غنية, جامعة الجزائر 3 , للسنة الدراسية 2012/2011.
- 2- Colot Olivier, Bughin Christiane, Croquet Mélanie, Ratio Cible D'endettement Et Comportement Financier Des Grands Entreprises Non Cotées: Une Etude Empirique Belge, Centre De Recherche, Université De Monshainaut.

• المقالات المنشورة:

أولا: باللغة العربية:

- 1- عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد 4/2006، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية جامعة ورقلة .
- 2- عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، عدد 7/200-2010، جامعة ورقلة.
- 3- م. الشامي، تحليل الهيكل التمويلي وتحديد القيمة العادلة للمؤسسة لتحقيق اهداف الخصخصة، دراسة نظرية تطبيقية، المجلة العلمية للتجارة، والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، 1996.
- 4- سليمان شلاش، علي البقوم، سالم العون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي (1997-2001)، المنارة، المجلد 14، العدد 01، 2008.

ثانيا: باللغة الأجنبية

- 1- John P . Hutton , Turalay Kenc, The Influence Of Firms Financial Policy On Tax Reform, Oxford Economics Paper, Vol 50. N°4, 4/10/1988
- 2- Jensen M.C, Meckling W.H, Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure, Journal Of Finance Economics, Vol.3.
- 3- Modigliani Et Miller, The Cost Of Capital - Corporation: Finance And The Theory Of Investment, American Economy Review, N°3 Juin 1958, Traduction Française In F.Girault

- 4- Modigliani F Et Miller M , Corporation Income And The Cost Of Capital: A Correction, The American economy Review, 1963
- 5- Myers Et N. Maljulf, Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, Journal Of Financial Economics, Vol. 13. N°2.
- 6- Oskan . A, Determinants Of Capital Structure & Adjustment To Long Run Target: Evidenc From Uk Company Panal Data, Journal Of Business Financial, & Accounting, Vol 28, N°1&2 (Jan/March) 2001.
- 7- Samira Rifiki, Abdessadeq Sadq, Un Essai De Synthèse Des Débats Théoriques A Propos De La Structure Financière Des Entreprises, In Revue Du Financier, N°31, 2001.
- 8- Titman, R. Wessels, The Determinants Of Capital Structure Choice, Journal Of Finance (March) 1988..

• **واقع التظاهرات العلمية (الملتقيات و المؤتمرات و الأيام الدراسية):**

- 1- بالمقدم مصطفى, بن عاتق حنان و صاري زهيرة, التمويل عن طريق الإيجار كاستراتيجية لتغيير العمل المصرفي, المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع, " استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة ", جامعة أبي بكر, الجزائر 2005/03/16.
- 2- خونى راجح, حساني رقية, واقع وآفاق التمويل التاجيري في الجزائر وأهميته كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة, الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية, جامعة بسكرة يومي 17 و 18 أفريل 2006.
- 3- زغيب مليكة, غلاب نعيمة, تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته, الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات, دراسة حالة الجزائر والدول النامية, بسكرة, 22/21 نوفمبر 2006.

• **المراسيم:**

- 1- المرسوم رقم (69- 59) المؤرخ في 26 جويلية 1969 الوارد في الجريدة الرسمية ل 01 أوت 1969 والمتعلق بإنشاء المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز.
- 2- المرسوم التنفيذي رقم (91- 475) المؤرخ في 14 ديسمبر 1991 المتعلق بالقانون الأساسي لسونلغاز.
- 3- المرسوم التنفيذي رقم (25- 280) المؤرخ في 17 سبتمبر 1995 المتعلق بالنظام الأساسي للشركة الوطنية للكهرباء والغاز.

• **موقع الأنترنت:**

- 1- موقع الأستاذ مفلح عقل

[http://www.mufflehakel.com/mokadema%20fe%20aledara/masader_altamweel_al6aweel_al2jal\(3\).htm](http://www.mufflehakel.com/mokadema%20fe%20aledara/masader_altamweel_al6aweel_al2jal(3).htm)

الملاحق

الفهرس

III.....	الإهداء
IV.....	الشكر
V	ملخص
VII.....	قائمة المحتويات
X.....	قائمة الجداول ..
X.....	قائمة الأشكال البيانية ...
XII	قائمة الملاحق ..
أ.....	المقدمة

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي للمؤسسة	
	تمهيد
	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهيكل المالي
	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي
	أولاً: تعريف الهيكل المالي
	ثانياً: تعريف هيكل رأس المال
	ثالثاً: مكونات الهيكل المالي
	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على اختيار الهيكل المالي
	المطلب الثالث : انواع السياسات التمويلية للمؤسسة
	أولاً: السياسة المعتدلة في التمويل
	ثانياً: سياسة التمويل المتحفظة
	ثالثاً: سياسة التمويل المغامرة
	المبحث الثاني: محتويات الهيكل المالي (مصادر التمويل)
	المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل
	أولاً: الائتمان التجاري
	ثانياً: الائتمان المصرفي
	المطلب الثاني: مصادر التمويل المملوكة طويلة الأجل
	أولاً: الأسهم العادية
	ثانياً: الأسهم الممتازة
	ثالثاً: الأرباح المحتجزة
	المطلب الثالث: مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل

	أولا:السندات
	ثانيا:القروض المصرفية طويلة الأجل
	ثالثا:الاستئجار
	المبحث الثالث:النظريات الأساسية للهيكل المالي
	المطلب الأول:الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق
	اولا:نظرية الربح الصافي، الربح التشغيلي
	ثانيا:النظرية التقليدية
	ثالثا:نظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضرائب وكلفة الإفلاس وكلفة الوكالة
	المطلب الثاني:الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق
	اولا:مودكلياني وميلر والضريبة على دخل المؤسسات
	ثانيا:الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس
	ثالثا:الهيكل المالي الأمثل و نظرية التسوية
	المطلب الثالث:الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الجديدة
	اولا:نظرية الوكالة
	ثانيا:نظرية الإشارة
	ثالثا:نظرية التسلسل الهرمي للتمويل
	خلاصة
الفصل الثاني: محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسة	
	تمهيد
	المبحث الأول:محددات بناء الهيكل المالي للمؤسسة
	المطلب الأول:العوامل الكمية المحددة للهيكل المالي
	أولا:الربحية
	ثانيا:السيولة
	ثالثا:الدخل المتحقق
	ربعا:الخطر
	خامسا:معدل النمو
	سادسا:الحجم
	المطلب الثاني:العوامل الكيفية المحددة للهيكل المالي
	أولا:الملائمة

	ثانيا: المرونة
	ثالثا: عوامل أخرى
	المطلب الثالث: اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة
	المبحث الثاني: ارتباط الهيكل المالي بالرفع، العائد والمخاطرة (العلاقة)
	المطلب الأول: علاقة الهيكل المالي بالرفع
	أولا: الرافعة المالية
	ثانيا: نقطة التعادل التمويلي
	ثالثا: الرافعة التشغيلية
	ربعا: الرافعة الكلية
	المطلب الثاني: العائد وكيفية قياسه
	أولا: مفهوم العائد
	ثانيا: أنواع العائد
	ثالثا: أنواع معدلات العائد
	المطلب الثالث: المخاطرة وكيفية قياسها
	أولا: تعريف المخاطرة
	ثانيا: تصنيف المخاطرة
	المبحث الثالث: دراسة الهيكل المالي للمؤسسة
	المطلب الأول: تقييم الهيكل المالي باستعمال مؤشرات التوازن
	أولا: راس المال العامل
	ثانيا: احتياجات راس المال العامل
	ثالثا: الخزينة
	المطلب الثاني: تقييم الهيكل المالي باستعمال نسب الهيكلية
	أولا: تعريف نسب الهيكلية المالية
	ثانيا: أنواع نسب الهيكلية المالية
	المطلب الثالث: تقويم الهيكل المالي للمؤسسة
	خلاصة
	الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة الأشغال و التركيب الكهربائي
	فرع سونلغاز
	تمهيد
	المبحث الأول: نظرة عامة لمؤسسة الأشغال و التركيب الكهربائي فرع سونلغاز

	المطلب الأول: نشأة وتطور مؤسسة سونلغاز الام
	المطلب الثاني: تقديم عام لمؤسسة الاشغال و التركيب الكهربائي
	أولا: نشأة ومراحل تطور المؤسسة
	ثانيا: نشاطات المؤسسة
	ثالثا: إدارة الجودة
	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمؤسسة الاشغال و التركيب الكهربائي
	المبحث الثاني: تقديم القوائم المالية لمؤسسة الاشغال و التركيب الكهربائي
	المطلب الأول: مراحل تطور الهيكل المالي لسونلغاز
	المطلب الثاني: عرض القوائم المحاسبية لمؤسسة الاشغال و التركيب الكهربائي
	أولا: تقديم الميزانية – جانب الأصول – لسنة 2016
	ثانيا: تقديم الميزانية – جانب الخصوم – لسنة 2016
	ثالثا: تقديم جدول حسابات النتائج لسنة 2016
	المطلب الثالث: إعداد الميزانية المالية لمؤسسة الاشغال و التركيب الكهربائي
	أولا: الانتقال من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية
	ثانيا: عرض الميزانية المالية للسنة المدروسة
	ثالثا: إعداد الميزانية المالية المختصرة
	المبحث الثالث: دراسة الهيكل المالي لمؤسسة الاشغال و التركيب الكهربائي
	المطلب الأول: تقديم الهيكل المالي للمؤسسة
	أولا: هيكل الموارد الدائمة
	ثانيا: طاقة التمويل الذاتي
	ثالثا: الهيكل المالي للمؤسسة
	المطلب الثاني: تشخيص الهيكل المالي للمؤسسة
	أولا: التشخيص باستعمال مؤشرات التوازن المالي
	ثانيا: التشخيص باستعمال نسب الهيكلية
	المطلب الثالث: دراسة المحددات المعتمدة من طرف المؤسسة
	أولا: دراسة ملائمة المؤسسة
	ثانيا: دراسة نمو المؤسسة
	ثالثا: دراسة حجم المؤسسة
	رابعا: قياس مردودية المؤسسة والرفع المالي
	سادسا: علاقة النتائج بالأطر النظرية

	خلاصة
	خاتمة
	قائمة المراجع
	الملاحق
	الفهرس