

جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث  
الشعبة: علوم التسيير  
تخصص: إدارة مالية  
العنوان

تأثير هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية على القيمة الاجمالية- دراسة حالة عينة مؤسسات

إعداد الطالبة

بن زعمية فاطمة زهراء

إشراف:

د: حريري عبد الغني

د: علي بن يحيى عبد القادر

أعضاء لجنة المناقشة:

لقب واسم الاستاذ	الرتبة العلمية	الصفة	الهيئة المستخدمة
قورين حاج قويدر	أستاذ	رئيسا	جامعة الشلف
حريري عبد الغني	أستاذ محاضر أ	مقرا	جامعة الشلف
علي بن يحيى عبد القادر	أستاذ محاضر أ	مقرا مساعدا	جامعة الشلف
عبو عمر	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	جامعة الشلف
عابد نصيرة	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	جامعة الشلف
توين علي	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	جامعة خميس مليانة
زياني عبد الحق	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	جامعة تيارت

السنة الجامعية: 2022/2021



# أهداء

أهدي هذا العمل إلى:

الوالدين الكريمين أطال الله عمرهما وحفظهما ان شاء الله

إلى كل إخوتي وأفراد العائلة الكريمة من قريب أو بعيد إلى زوجي وعائلته

إلى كل حامل لراية العلم والمعرفة وأصدقاء الدراسة كل باسمه

إلى كل من ساهم في نجاح هذا العمل من قريب أو من بعيد

إلى كل من يسعهم القلب ولا تسعهم الصفة.

بن زعمية فاطمة زهراء

# شكر ومحرفان

الحمد والشكر لله الذي سدد خطانا لإتمام هذا العمل المتواضع  
شكرا لكل من الأستاذ حريري عبد الغني والأستاذ علي بن يحيى عبد القادر  
على نصائحها القيمة التي ساهمت في وصول عملنا لشكله النهائي  
شكرا لكل من علمني حرف منذ سنوات الابتدائي حتى مرحلة الجامعة  
شكرا لكل من ساهم وساعد في انجاز هذا العمل المتواضع.

فاطمة زهراء بن زحمية

## ملخص

من أجل دراسة تأثير هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية على القيمة الإجمالية، جاءت دراستنا هذه للكشف عن هذه العلاقة على عينة مؤسسات اقتصادية جزائرية مدرجة في بورصة الجزائر والبعض الآخر غير مدرجة في البورصة، من خلال بيانات مالية ربع سنوية لفترة 2015-2020، حيث تم التعبير عن القيمة الإجمالية بالقيمة الدفترية، وهيكل التمويل تم التعبير عنه بمؤشرات المديونية الثلاثة وهي إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة والديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة على التوالي، بينما المتغيرات المستقلة الضابطة فتمثلت في: الربحية، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، هيكل الأصول والسيولة، وهذا بتطبيق نماذج البيانات الطويلة panel data.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية قوية لهيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية ممثلاً بالمديونية العامة على القيمة الإجمالية، بينما توصلت لوجود علاقة سلبية بين هيكل التمويل ممثلاً بالمديونية طويلة وقصيرة أجل على القيمة الإجمالية، كما توصلت الدراسة لوجود علاقة ذات دلالة إحصائية قوية وموجبة لهيكل التمويل ممثلاً بالمردودية الاقتصادية والسيولة على القيمة الإجمالية، بالإضافة لوجود علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة بين مؤشرات الربحية، المردودية المالية، هيكل الأصول والسيولة على القيمة الإجمالية.

**الكلمات المفتاحية:** هيكل التمويل، قيمة إجمالية، نظريات مالية، مؤشرات المديونية.

**Abstract:**

In order to study the effect of the financing structure of economic institutions on the total value, our study came to reveal this relationship on a sample of Algerian economic institutions listed on the Algerian stock exchange and other not listed on the stock exchange, through quarterly financial data for the period 2015-2020, where the total value was expressed in book value, and the financing structure was expressed by the three indicators of indebtedness, which are total debts to own funds, long-term debts to own funds and short-term debts to own funds, respectively, while the independent controlling variables were: rentability, financial profitability, economic profitability, asset structuring and liquidity, and this is by long data models panel data.

The study found a strong statistically significant relationship to the financing structure of economic institutions represented by public indebtedness over the total value, while it found a negative relationship between the financing structure represented by long and short-term indebtedness over the total value, and the study also found that there is a positive statistically significant relationship to the financing structure represented by economic profitability and liquidity over the total value, in addition to the existence of a negative statistically significant relationship between the rentability, financial profitability, asset structuring.

**Key Words:** financing structure, total value, financial theories, debt indicators.

## Résumé

Pour étudier l'effet de la structure de financement des institutions économiques sur la valeur totale, cette étude a révélé cette relation sur un échantillon d'institutions économiques Algériennes cotées à la bourse d'Alger et d'autres non cotées en bourse, à travers des états financiers trimestriels donnés pour la période 2015-2020, où la valeur totale était exprimée en valeur comptable, et la structure de financement était exprimée dans les trois indices d'endettement qui sont les dettes total dette sur fonds propres, les dettes à long terme sur fonds propres et les dettes à court terme sur fonds propres, tandis que les variables de contrôle indépendantes sont : la rentabilité, la profitabilité financière, la profitabilité économique, la structuration des actifs et la liquidité, en appliquant les modèles de données longs panel data.

L'étude a trouvé une forte relation statistiquement significative entre la structure de financement des institutions économiques représentée par l'endettement public sur la valeur totale, alors qu'elle a trouvé une relation négative entre la structure de financement représentée par l'endettement à long terme et la fin du terme sur la valeur totale, et l'étude a également trouvé une relation positive statistiquement significative avec la structure de financement représentée par la profitabilité économique et la liquidité sur la valeur totale, en plus de l'existence d'une relation statistique négative entre les indicateurs de rentabilité, la profitabilité financière, la structuration des actifs et la liquidité sur la valeur totale.

### les mots clés

la structure de financement, valeur totale, les méthodes financières, les indicateurs de l'endettement.

الصفحة	المحتويات
	البسمة
	الاهداء
	الشكر
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة الملاحق
	قائمة المختصرات
III-I	الملخص
أ-ك	المقدمة
55-02	الفصل الأول: هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: الإدارة المالية بالمؤسسات الاقتصادية
03	المطلب الأول: ماهية الإدارة المالية
03	أولاً: تعريف الإدارة المالية
04	ثانياً: خصائص وأهداف الإدارة المالية
06	ثالثاً: مراحل تطور الإدارة المالية
07	المطلب الثاني: التمويل وقرار التمويل
07	أولاً: مفهوم التمويل
10	ثانياً: قرار التمويل
12	ثالثاً: السياسة التمويلية
13	المطلب الثالث: مدخل إلى السوق المالي
14	أولاً: تعريف السوق المالي
15	ثانياً: وظائف السوق المالي وأهم المتدخلون فيه
17	ثالثاً: أهمية السوق المالي بالنسبة للمؤسسة
18	رابعاً: خصائص وأقسام السوق المالي

21	المبحث الثاني: الإطار النظري لهيكل التمويل
21	المطلب الأول: ماهية هيكل التمويل
21	أولاً: أساسيات هيكل التمويل
23	ثانياً: هيكل رأس المال capital structure
25	المطلب الثاني: هيكل التمويل الأمثل وهيكل التمويل المستهدف
25	أولاً: تعريف مختلفة لهيكل التمويل الأمثل
29	ثانياً: هيكل التمويل المستهدف
30	المطلب الثالث: خصائص هيكل التمويل والعوامل المؤثرة فيه
30	أولاً: خصائص هيكل التمويل
32	ثانياً: العوامل المؤثرة في هيكل التمويل
34	ثالثاً: قرار المؤسسة بشأن هيكل التمويل
35	المبحث الثالث: المصادر التمويلية للمؤسسات الاقتصادية
35	المطلب الأول: المناهج والعوامل المؤثرة على اختيار هيكل التمويل
35	أولاً: مناهج اختيار هيكل التمويل
36	ثانياً: العوامل المؤثرة على اختيار مصادر التمويل
37	المطلب الثاني: المصادر التمويلية القصيرة الأجل
37	أولاً: الائتمان التجاري
38	ثانياً: الائتمان المصرفي
39	ثالثاً: الأوراق التجارية
40	المطلب الثالث: المصادر التمويلية الطويلة الأجل
40	أولاً: مصادر تمويلية طويلة أجل داخلية (ذاتية)
41	ثانياً: مصادر تمويلية طويلة أجل (الخارجية)
55	خلاصة الفصل
93-57	الفصل الثالث: محددات هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية
57	تمهيد
58	المبحث الأول: محددات هيكل التمويل
58	المطلب الأول: المحددات الكمية لهيكل التمويل

58	أولا: الربحية
59	ثانيا: السيولة
59	ثالثا: المردودية
60	رابعا: معدل النمو
60	خامسا: هيكل الأصول
60	سادسا: حجم المؤسسة
61	المطلب الثاني: المحددات الكيفية لهيكل التمويل
61	أولا: الملائمة
61	ثانيا: التوقيت
61	ثالثا: المرونة
62	رابعا: الوفر الضريبي
62	خامسا: عمر الشركة
63	المطلب الثالث: المحددات الأخرى لهيكل التمويل
63	أولا: مخاطر التشغيل
63	ثانيا: الإدارة والسيطرة
63	ثالثا: استقرار المبيعات
63	رابعا: المنافسة
64	المبحث الثاني: النسب المالية المستخدمة في تقييم هيكل التمويل
64	المطلب الأول: ماهية النسب المالية
64	أولا: مفهوم النسب المالية
65	ثانيا: العوامل التي تحد من أهمية النسب المالية
66	المطلب الثاني: أنواع النسب المالية
66	أولا: نسب الهيكل المالية
68	ثانيا: نسب السيولة
69	ثالثا: نسب الربحية
70	رابعا: نسب السوق
72	المطلب الثالث: علاقة الرفع المالي بهيكل التمويل

72	أولاً: مفهوم وعلاقة الرفع المالي
73	ثانياً: أسباب الاهتمام بالرفع المالي
75	ثالثاً: مميزات الرفع المالي
78	المبحث الثالث: تكلفة التمويل بالمؤسسة الاقتصادية
78	المطلب الأول: تكلفة التمويل
78	أولاً: تعريف تكلفة التمويل
80	ثانياً: أهمية حساب تكلفة التمويل
81	ثالثاً: الفوائد المحققة للمؤسسة جراء حسابها للتكلفة
81	رابعاً: العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال
82	خامساً: الافتراضات الواجب تحققها لحساب تكلفة رأس المال
83	المطلب الثاني: تكلفة الأموال المملوكة
83	أولاً: تكلفة الأسهم العادية
85	ثانياً: تكلفة الأسهم الممتازة
86	ثالثاً: تكلفة الأرباح المحتجزة
87	المطلب الثالث: تكلفة أموال الاستدانة
87	أولاً: تعريف تكلفة الاستدانة
88	ثانياً: تكلفة الائتمان التجاري
89	ثالثاً: تكلفة الائتمان المصرفي
89	رابعاً: تكلفة القروض
90	المطلب الرابع: التكلفة الوسطية المرجحة
90	أولاً: تعريف التكلفة الوسطية المرجحة
91	ثانياً: الخطوات المتبعة لحساب التكلفة الوسطية المرجحة
91	ثالثاً: طريقة حساب التكلفة الوسطية المرجحة
93	خلاصة الفصل
134-95	الفصل الثالث: أثر هيكل تمويل المؤسسة على القيمة الإجمالية
95	تمهيد
96	المبحث الأول: تقييم المؤسسة

96	المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة
96	أولاً: تعريف القيمة
99	ثانياً: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة وكيفية تعظيمها
101	ثالثاً: مداحل تحديد القيمة
101	المطلب الثاني: الدوافع والأساليب المستخدمة في تقييم المؤسسة
102	أولاً: دوافع تقييم المؤسسة
102	ثانياً: الأساليب المستخدمة للتقييم
103	ثالثاً: مراحل عملية تقييم المؤسسة
104	المطلب الثالث: مقاربات تقييم قيمة المؤسسة
104	أولاً: طريقة الذمة المالية
107	ثانياً: تقييم المؤسسة من منظور مقارنة التدفقات
109	ثالثاً: طريقة خلق القيمة
111	المبحث الثاني: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل التمويل على القيمة الاجمالية: نظرة كلاسيكية
111	المطلب الأول: نظرية صافي الربح Net Income Theory
111	أولاً: الفكرة الأساسية لنظرية صافي الربح
113	ثانياً: الفرضيات التي قامت عليها نظرية صافي الربح
113	ثالثاً: نظرية صافي الربح وقيمة المؤسسة
115	رابعاً: الانتقادات الموجهة لنظرية صافي الربح
116	المطلب الثاني: نظرية صافي ربح العمليات
116	أولاً: الفكرة الأساسية لنظرية صافي ربح العمليات
116	ثانياً: الفرضيات التي قامت عليها نظرية صافي ربح العمليات
117	المطلب الثالث: النظرية التقليدية
117	أولاً: الفكرة الأساسية للنظرية التقليدية
119	ثانياً: الافتراضات التي تقوم عليها النظرية التقليدية
120	ثالثاً: الانتقادات الموجهة للنظرية التقليدية
121	المبحث الثالث: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل التمويل على القيمة

	الاجمالية: نظرة مد غلياني وميلر
121	لمطلب الأول: نظرية مد غلياني وميلر في ظل غياب الضريبة 1958
121	أولا: الفكرة الرئيسية لنظرية مد غلياني وميلر في ظل غياب الضريبة 1958
122	ثانيا: الافتراضات التي قامت عليها نظرية مد غلياني وميلر في ظل غياب الضريبة 1958
123	ثالثا: نظرية مد غلياني وميلر في ظل غياب الضريبة 1958 وقيمة المؤسسة
124	المطلب الثاني: نظرية مد غلياني وميلر في ظل وجود الضريبة 1963
124	أولا: الفكرة الأساسية لنظرية مد غلياني وميلر 1963
125	ثانيا: قيمة المؤسسة حسب المقال التصحيحي لمد غلياني وميلر 1963
127	المبحث الرابع: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل التمويل على القيمة الاجمالية: نظرة حديثة
127	المطلب الأول: مدخل الوكالة
127	أولا: أصل نظرية الوكالة
128	ثانيا: الافتراضات التي قامت عليها نظرية الوكالة
129	ثالثا: مشاكل الوكالة
129	رابعا: حلول نظرية الوكالة
130	المطلب الثاني: مدخل الإشارة
130	أولا: الفكرة الأساسية لمدخل الإشارة
131	المطلب الثالث: مدخل تسلسلية مصادر التمويل
131	أولا: الفكرة الأساسية لمدخل تسلسلية مصادر التمويل
132	ثانيا: أبعاد نظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل
132	المطلب الرابع: مدخل الموازنة
132	أولا: الفكرة الأساسية لمدخل الموازنة
133	ثانيا: مراحل فكرة مدخل الموازنة
135	خلاصة الفصل
200-137	الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الإجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية
137	تمهيد

138	المبحث الأول
138	المطلب الأول: تقديم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر
139	أولاً: مؤسسة أليانس للتأمينات
140	ثانياً: مؤسسة التسيير الفندقى الاوراسى
142	ثالثاً: مؤسسة صيدال
143	رابعاً: مؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية
144	المطلب الثانى: تقديم المؤسسات الغير مدرجة فى البورصة
144	أولاً: مؤسسة باتيميتال هياكل غرب بعين الدفلى
145	ثانياً: مؤسسة ميناء تنس بالشلف
146	ثالثاً: مؤسسة اسمنت شلف ECDE
148	المبحث الثانى: الدراسة الوصفية لتأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية
148	المطلب الأول: عرض البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة
148	أولاً: الميزانية المختصرة للمؤسسات محل الدراسة
163	ثانياً: عرض الهيكله المالية للمؤسسات الاقتصادية عينه الدراسة
177	المطلب الثانى: المؤشرات والنسب المالية للمؤسسات الاقتصادية عينه الدراسة
177	أولاً: عرض البيانات المالية لمؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية
181	ثانياً: عرض البيانات المالية لمؤسسة صيدال
183	ثالثاً: عرض البيانات المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات
184	رابعاً: عرض البيانات المالية لمجمع فندقه سياحه وحمات معدنيه (سلسله الاوراسى)
186	خامساً: عرض البيانات المالية لمؤسسة باتيميتال هياكل غرب
188	سادساً: عرض البيانات المالية لمؤسسة ميناء تنس
189	سابعاً: عرض البيانات المالية لمؤسسة اسمنت شلف
191	المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر هيكل التمويل على القيمة الإجمالية باستخدام النماذج الطولية panel data
191	المطلب الأول: تقديم المتغيرات ومعالجة بيانات الدراسة
191	أولاً: تقديم المؤسسات محل الدراسة
191	ثانياً: حدود الدراسة

191	ثالثا: مصادر البيانات
192	رابعا: تقديم متغيرات الدراسة
193	خامسا: نتائج دراسة الاستقرارية
195	المطلب الثاني: تقدير وتحليل نماذج أثر هيكل التمويل على القيمة الاجمالية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة
196	أولاً: : تقدير وتحليل نماذج التأثير
196	ثانياً: : اختبارات المفاضلة بين النماذج Hausman & FISHER
197	ثالثاً: تقييم الجودة النسبية لنموذج الملائم للدراسة نموذج الأثار الثابتة
198	المطلب الثالث: تحليل وتفسير نتائج التقدير
200	خلاصة الفصل
208-202	الخاتمة
221-210	قائمة المراجع
226-223	الملاحق

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1-1	الفرق بين هيكل التمويل، هيكل رأس المال وهيكل التمويل الأمثل	27
1-2	مزايا وعيوب الأسهم العادية	45
1-3	مزايا وعيوب الأسهم الممتازة	47
1-4	مزايا وعيوب السندات	51
1-5	تصنيف السندات حسب وكالة ستاندارد و بور	52
1-6	مزايا وعيوب التمويل بالقروض	53
2-1	نسب هيكل التمويل	68
2-2	نسب الربحية ومدلولها	70
2-3	نسب السوق وطريقة حسابها	71
2-4	عوامل تؤثر على تكلفة التمويل بالمؤسسات	82
3-1	قيمة المؤسسة حسب طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح ANCC	106
4-1	المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر	138
4-2	بطاقة تعريفية لمؤسسة أليانس للتأمينات	140
4-3	بطاقة تعريفية لمؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي	141
4-4	بطاقة تعريفية لمؤسسة صيدال	143
4-5	بطاقة تعريفية لمؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية	144
4-6	بطاقة تعريفية لمؤسسة باتيميتال هياكل غرب	145
4-7	بطاقة تعريفية لمؤسسة ميناء تنس	146
4-8	بطاقة تعريفية لمؤسسة اسمنت شلف	147
4-9	الميزانية المختصرة لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة أليانس للتأمينات	149
4-10	الميزانية المختصرة لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي	151
4-11	الميزانية المختصرة لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة صيدال	153
4-12	الميزانية المختصرة لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية	155
4-13	الميزانية المختصرة لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة باتيميتال هياكل غرب	157
4-14	الميزانية المختصرة لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة ميناء تنس	159

## قائمة الجداول

161	الميزانية المختصرة لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة اسمنت شلف	4-15
164	متغيرات الدراسة	4-16
162	تركيبة هيكل تمويل مؤسسة أليانس للتأمينات	4-17
166	تركيبة هيكل تمويل مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي	4-18
168	تركيبة هيكل تمويل مؤسسة صيدال	4-19
170	تركيبة هيكل تمويل مؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية	4-20
172	تركيبة هيكل تمويل مؤسسة باتيميتال هياكل غرب	4-21
174	تركيبة هيكل تمويل مؤسسة ميناء تنس	4-22
176	تركيبة الهيكل المالي لمؤسسة اسمنت شلف	4-23
178	المؤشرات المالية لمؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية	4-24
181	المؤشرات المالية لمؤسسة صيدال	4-25
183	المؤشرات المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات	4-26
185	المؤشرات المالية لمؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي	4-27
186	المؤشرات المالية لمؤسسة باتيميتال هياكل غرب	4-28
188	المؤشرات المالية لمؤسسة ميناء تنس	4-29
189	المؤشرات المالية لمؤسسة اسمنت شلف	4-30
193	الخصائص الاحصائية ومصادر متغيرات الدراسة	4-31
194	نتائج اختبار (Levin, Lin, Chu (2002	4-32
194	نتائج اختبار (Im, Pesaran, Shin (2003	4-33
195	نتائج اختبار ADF	4-34
196	نتائج تقدير أثر الهيكل المالي على القيمة الاجمالية في عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية	4-35
197	نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج الثلاثة	4-36
197	الاختبارات التشخيصية لنموذج الآثار الثابتة	4-37

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
19	أقسام السوق المالي	1-1
29	معايير هيكل التمويل الأمثل	1-2
29	هيكل التمويل الأمثل	1-3
48	أنواع أخرى للأسهم	1-4
54	مصادر هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية	1-5
75	درجات الرفع المالي	2-1
80	مفهوم تكلفة رأس المال	2-2
103	مراحل تقييم المؤسسة	3-1
114	تكلفة رأس المال حسب نظرية صافي الربح	3-2
117	علاقة تكلفة رأس المال والرفع المالي حسب نظرية صافي ربح الاستغلال	3-3
124	تكاليف وقيمة المؤسسة في ظل غياب الضريبة في نموذج مد يلياني وميلر	3-4
126	تكاليف وقيمة المؤسسة في ظل نموذج مد يلياني وميلر في ظل وجود الضريبة	3-5
166	هيكل خصوم مؤسسة أليانس للتأمينات لفترة 2015-2020	4-1
166	القيمة الإجمالية لمؤسسة أليانس للتأمينات لفترة 2015-2020	4-2
168	هيكل خصوم مؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي لفترة 2015-2020	4-3
170	القيمة الإجمالية لمؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي لفترة 2015-2020	4-4
169	هيكل خصوم مؤسسة صيدال لفترة 2015-2020	4-5
170	القيمة الإجمالية لمؤسسة صيدال لفترة 2015-2020	4-6
171	هيكل خصوم مؤسسة بيو فارم لفترة 2015-2020	4-7
171	القيمة الإجمالية لمؤسسة بيو فارم لفترة 2015-2020	4-8
173	هيكل خصوم مؤسسة باتيميتال هياكل غرب لفترة 2015-2020	4-9
173	القيمة الإجمالية لمؤسسة باتيميتال هياكل غرب لفترة 2015-2020	4-10
175	هيكل خصوم مؤسسة ميناء تنس لفترة 2015-2020	4-11
175	القيمة الإجمالية لمؤسسة ميناء تنس لفترة 2015-2020	4-12

## قائمة الأشكال

177	هيكله خصوم مؤسسة اسمنت شلف لفترة 2020-2015	4-13
177	القيمة الإجمالية لمؤسسة اسمنت شلف لفترة 2020-2015	4-14

الصفحة	الملحق	الرقم
224	نتائج تقدير النموذج التجميعي pooled model	01
224	نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة fixed model	02
225	نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية random model	03
225	نتائج اختبار فيشر المقيّد للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة	04
226	نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية	05
226	اختبار <b>Pasaran CD test</b> لاختبار الارتباط بين المقاطع	06
226	اختبار <b>Modified Wald test</b> لاختبار عدم ثبات تباين البواقي	07
228	اختبار <b>Wooldridge test</b> لاختبار الارتباط الذاتي للبواقي من الدرجة الأولى	08
228	التقدير بطريقة Prais–Winsten	09

الرمز	الدلالة بالإنجليزية	الدلالة بالعربية
FS	Financial structuring	هيكل التمويل
CS	Capital structure	هيكل رأس المال
OFS	Optimal Financial Structure	هيكل تمويل أمثل
CCS	The Cost of capital structure	تكلفة رأس المال
CD	The cost of debt	تكلفة الاستدانة
CO	The Cost of own money	تكلفة الأموال الخاصة
D	Debts	ديون
E	Equity	أموال خاصة
FL	Financial leverage	رفع مالي
MV	The Market Value	القيمة السوقية
BV	The book Value	القيمة الدفترية
FP	Financial Profitability	المردودية المالية
LIQ	Liquidity	السيولة
PROF	rentability	الربحية
F STA	Financial statements	القوائم المالية
CAPM	Capital Asset Pricing Model	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
WACC	Weighted Average Cost Of Capital	التكلفة الوسطية المرجحة

# مقدمة

تعتبر الإدارة المالية علما لإدارة أموال المؤسسة وهي جزء لا يتجزأ من علم الاقتصاد، حيث أنها ظهرت مستقلة عن الاقتصاد في القرن العشرين، ما جعل العديد من الدراسات والبحوث تهتم بها من أجل البحث في موضوع الوظيفة المالية والتمويل بأنواعه والبحث في مختلف البيانات المالية والمحاسبية للمؤسسات والمشاريع، إذ أن هذه البيانات لم تكن المؤسسات مطالبة بنشرها بها كما هو الحال اليوم، ولكن بعد التطور الاقتصادي والتكنولوجي أصبح نشر القوائم المالية والمحاسبية ضرورة ملحة، حتى تكون شفافية في المعاملات من أجل المتعاملين خاصة بعد ظهور المنهج الحديث للإدارة المالية في منتصف الخمسينات الذي اهتم بهيكل تمويل المؤسسات وقيمتها ومختلف التكاليف والقرارات المالية والاستثمارية.

وباعتبار أن المال هو عصب حياة المؤسسة والركيزة الأساسية لها وأحد أهم عوامل الانتاج حيث لا يمكنها القيام بأي نشاط من دونه، فهيكّل التمويل هو الذي يعبر عن قوة وتوازن المؤسسة، لذا يجب على الخبراء الماليين بما البحث عن أفضل السبل للحصول على مصادر تمويلية مناسبة بالحجم والكم المطلوب وفي أوقات محددة، كما تقوم بدراسة التشكيلة التي تحتاجها من المال سواء داخلي أو خارجي، للحصول على ما يعرف بهيكل التمويل الأمثل في ظل عالم يمتاز بعدم التأكيد والتغيرات المستمرة، مع شدة المنافسة التي تستوجب على المؤسسة البحث عن مصادر تمويلية بأقل التكاليف وفي زمن قريب لتحقيق أهداف الإدارة المالية المتمثلة في تعظيم ثروة الملاك والبقاء والاستمرار.

وهذا يجعل لقرارات التمويل دور كبير في الحفاظ على ربحية واستمرار المؤسسات الاقتصادية، وما يثبت ذلك هو وجود العديد من الدراسات المالية التي اهتمت بتفسير أهمية مصادر التمويل في المؤسسة عبر الزمن، ليصبح موضوع التمويل وهيكل التمويل ذو أهمية بالنسبة للعديد من الباحثين الماليين للبحث في أفضل نماذج التمويل التي تستخدمها المؤسسة، حيث أنها تعتمد في مختلف أنشطتها على مصادر تمويلية متنوعة، ما يستوجب المفاضلة بينها لأن هذه الأخيرة ترتبط بالضرورة عكسيا مع تكلفتها، وطرديا مع قيمتها، ومن بين المشاكل المطروحة بكثرة في هذا المجال هي تلك المتعلقة بأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة حيث أثارت مشكلة اختيار هيكل مالي جدلا كبيرا بين الماليين قرابة خمسين سنة.

بدأت الدراسات حول هيكل التمويل بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال سنة 1958 والتي أصبحت الآن بمثابة حجر زاوية لمواضيع هيكل التمويل على يد الثنائي مارتن ميلر وفرانكو مد غلياني اللذان قاما بوضع اقتراحين مهمين شكلا فيما بعد حجر الأساس لكل ما كتب

حول هذا الموضوع، لتظهر حديثا في أواسط الثمانينات نظرية أخرى تعرف باسم نظرية التسلسل الهرمي لاختيار مصادر التمويل التي عرضها مايرز عام 1984، وقد أدخلت عليها التعديلات في عام 1989. رغم كل ما كتب تبقى الصعوبة لدى متخذ القرار المالي ليست فقط تحقيق العوائد على تلك الأموال وإنما مراعاة عامل التكلفة المقدرة للأموال لأن القرار المالي الصائب والرشيد يعتمد على الموازنة بين العائد والتكلفة بتقدير التكاليف التي تتحملها المؤسسة لأن عدم الاهتمام بهذا العامل قد يؤثر على الهيكل المالي مما يرفع المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات مستقبلا بسبب تعسر دفع المستحقات المالية، مما يستوجب عليه إيجاد طريقة مثلى لمزج مختلف مصادر التمويل تفرض عليه الحصول عن هيكل التمويل الأمثل (إيجاد التوليفة المثلى للأموال الخاصة والديون) الذي يقود المؤسسة نحو النمو وبلوغ الأهداف المرجوة التي تتمحور حول تحقيق نجاعة الأداء ورفع قيمة المؤسسة في السوق.

واستنادا للدراسات السابقة جاءت دراساتنا بعنوان "تأثير هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية على القيمة الاجمالية- دراسة حالة عينة مؤسسات، لمعرفة مدى قوة تأثير هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية على القيمة الاجمالية في بيئة مختلفة عن البيئات التي تمت دراسة الموضوع فيها سابقا.

#### السؤال الرئيسي:

تكمن الصعوبة في القرارات المالية الهامة داخل المؤسسات الاقتصادية في اختيار مصادر التمويل، من خلال الاعتماد على الديون بمختلف أنواعها، أو الاعتماد على المصادر الداخلية فقط، وهذا ما جعل العلاقة بين هيكل التمويل وقيمة الإجمالية تثير جدل كبير بين الأكاديميين وإدارة المؤسسات.

ما مدى تأثير هيكل التمويل على القيمة الإجمالية للمؤسسة الاقتصادية؟

انطلاقا من السؤال الرئيسي يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- فيما تتمثل مختلف الفروقات الموجودة بين هيكل التمويل، هيكل رأس المال، هيكل تمويل أمثل؟
- كيف فسرت مختلف النظريات المالية علاقة هيكل التمويل بالقيمة الإجمالية؟
- ما واقع القيمة الإجمالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة من خلال هيكل التمويل؟

فرضيات البحث: للإجابة عن التساؤل الرئيسي للإشكالية الموضوع تنطلق الدراسة من الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية الأولى: هيكل التمويل يتمثل في تشكيلة مصادر التمويل طويلة وقصيرة أجل بينما هيكل رأس المال فهو فقط جزء منه أي المصادر التمويلية طويلة أجل، في حين أن هيكل التمويل الأمثل هو ذلك المزيج الذي تتحصل عليه المؤسسة بأقل التكاليف ويحقق لها أكبر العوائد.

الفرضية الرئيسية الثانية: النظريات المالية اختلفت في تفسير العلاقة فهناك من تقول أنه يوجد تأثير قوي لهيكل التمويل على القيمة الإجمالية وهناك من ترى أن التأثير ضعيف.

الفرضية الرئيسية الثالثة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل مقاسا بالمديونية العامة على القيمة الإجمالية للمؤسسات محل الدراسة لفترة 2015-2020.

الفرضية الرئيسية الرابعة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل مقاسا بالمديونية طويلة أجل على القيمة الإجمالية للمؤسسات عينة الدراسة لفترة 2015-2020.

الفرضية الرئيسية الخامسة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل مقاسا بالمديونية قصيرة أجل على القيمة الإجمالية للمؤسسات محل الدراسة لفترة 2015-2020.

الفرضية الرئيسية السادسة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل من خلال المؤشرات المالية على القيمة الإجمالية للمؤسسات محل الدراسة لفترة 2015-2020.

الفرضيات الفرعية: لغرض تحليل مدى تأثير هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية على القيمة الإجمالية لفترة 2015-2020 تم صياغة الفرضيات الفرعية التالية انطلاقا من الفرضية الرئيسية السادسة

الفرضية الفرعية الأولى: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل باستخدام الربحية على القيمة الإجمالية للمؤسسات محل الدراسة لفترة 2015-2020

الفرضية الفرعية الثانية: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل باستخدام المردودية المالية على القيمة الإجمالية للمؤسسات محل الدراسة لفترة 2015-2020

الفرضية الفرعية الثالثة: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل باستخدام المردودية الاقتصادية على القيمة الإجمالية للمؤسسات محل الدراسة لفترة 2015-2020

الفرضية الفرعية الرابعة: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل باستخدام هيكل الأصول على القيمة الإجمالية للمؤسسات محل الدراسة لفترة 2015-2020

الفرضية الفرعية الخامسة: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل باستخدام السيولة على القيمة الإجمالية للمؤسسات محل الدراسة لفترة 2015-2020

## تحديد اطار البحث:

**حدود زمانية:** تمثلت الحدود الزمانية لدراستنا هذه للفترة الممتدة من سنة 2015 إلى غاية سنة 2020 تاريخ آخر معطيات متوفرة على الموقع الرسمي للبورصة ولدى المؤسسات غير مدرجة في البورصة، وهذه تعتبر فترة كافية لمعرفة الأثر بين متغيرات الدراسة.

**حدود مكانية:** تتم هذه الدراسة على عينة عشوائية من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وهي أليانس للتأمينات، صيدال، بيو فارم، سلسلة الاوراسي، ميناء تنس، باتيميتال واسمنت شلف.

**حدود موضوعية:** من أجل الإجابة على الأسئلة المطروحة في اشكالية البحث ولتحقيق اهداف بحثنا تم وضع حدود وأبعاد موضوعية له والمتمثلة في دراسة هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بكل عناصره من أموال خاصة وديون بالإضافة إلى المتغير التابع المتمثل في القيمة الاجمالية والتي تمثلت في دراستنا هذه بالقيمة الدفترية للمؤسسات، وهذا يندرج ضمن اهتمام مختلف المؤسسات الاقتصادية بهيكل تمويلها من أجل تعزيز قيمتها الإجمالية وحصتها السوقية.

## منهجية البحث

من أجل الوصول إلى تطلعات الدراسة والإمام بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده وكذا الإجابة على الإشكالية المطروحة، سيتم الاعتماد على المنهج المستخدم عادة في الدراسات المالية والاقتصادية وهو المنهج الاستنباطي في الجانب النظري بالإضافة للمنهج الاستقرائي في الجانب التطبيقي بأداتيه الوصف والتحليل، من أجل دراسة وتحليل البيانات المالية للمؤسسات عينة الدراسة بالإضافة لاستخدام الطرق الاحصائية المناسبة لمعرفة العلاقة بين المتغيرات والمتمثلة في استخدام نماذج بنال داتا لفحص قوة تأثير هيكل التمويل على القيمة الإجمالية وإجراء عملية التحليل الإحصائي باستخدام النماذج الطولية panel data.

## أهمية البحث:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من بعدين أساسيين وهما بعد علمي وآخر عملي كما يلي:

**أ\_ الجانب العلمي:** تظهر جليا الأهمية العلمية للدراسة في ابراز قوة الأثر أو العلاقة بين هيكل التمويل والقيمة الاجمالية الممثلة في دراستنا بالقيمة الدفترية للمؤسسات عينة الدراسة ومن ثم تظهر مداخل تحسين هيكل التمويل للوصول إلى هيكل تمويل أمثل حتى يكون أكثر فاعلية على القيمة الاجمالية.

**ب\_ الجانب العملي:** تكمن أهمية هذه الدراسة من الناحية العملية في أنها تسعى لتحليل الواقع الفعلي للمتغيرات وآليات تطورها في قطاع الأعمال ومدى ادراك المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة لمفهوم هيكل

التمويل وعلاقته بالقيمة الإجمالية المحققة، كما أن الدراسة تسعى لإيصال ركائز وابعاد هيكل التمويل لدعم وتشجيع العمل على تطويره.

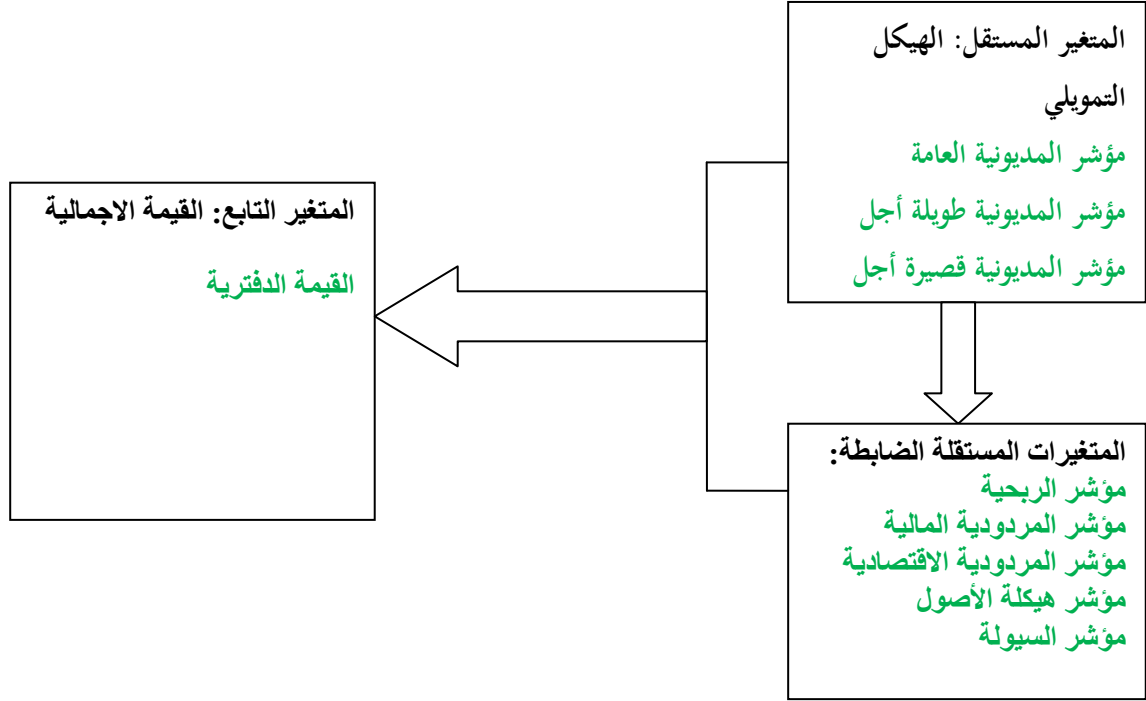
### أهداف البحث

يمكن تلخيص أهداف البحث في العناصر التالية:

- عرض أهم ما توصلت إليه النظريات المفسرة لأثر هيكل تمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية عينة الدراسة على قيمتها الاجمالية.
- تفسير طبيعة العلاقة بين هيكل تمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة والأداء المالي لها من خلال مختلف المؤشرات المالية.
- عرض أهم مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة وأهم القرارات المالية المتخذة فيها بصفة عامة؛
- تحديد أهم العوامل المؤثرة على تركيبة المزيج التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة؛
- محاولة معرفة الأثر بين الهيكل التمويلي والقيمة الاجمالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة؛

### أنموذج الدراسة

من أجل البحث في الموضوع وتحقيق النتائج المراد التوصل إليها، نقترح أنموذج خاص بالدراسة حيث وضعت المتغير المستقل وهو هيكل التمويل للمؤسسات والمتمثل بمؤشرات المديونية الثلاثة، المديونية العامة مقاسة بإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، المديونية طويلة أجل مقاسة بالديون طويلة أجل إلى الأموال الخاصة، المديونية قصيرة أجل مقاسة بالديون قصيرة أجل إلى الأموال الخاصة، مع وجود متغيرات مستقلة ضابطة تتمثل في مؤشر الربحية، مؤشر المردودية المالية، مؤشر المردودية الاقتصادية، مؤشر هيكلية الأصول، وأخيرا مؤشر السيولة، بالإضافة للمتغير التابع وهو القيمة الاجمالية معبرا عنها بالقيمة الدفترية.



#### الدراسات السابقة:

قبل القيام بدراستنا هذه قمنا بمسح بيبليوغرافي للعديد من الدراسات التي خاضت في نفس الموضوع أو في أحد متغيراته، وفي ما يلي عرض موجز لأهم الدراسات التي تم الاطلاع عليها:

#### أ\_ الدراسات باللغة العربية

**01\_ دراسة فائزة عمر محمد المحجوب(2007)أطروحة دكتوراه، جاءت تحت عنوان أثر الهيكل المالي في قيمة المنشأة دراسة ميدانية لعينة من شركات القطاع التجاري والخدمي في السودان لفترة 2004\_2000**

هدفت الدراسة إلى تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسات باعتباره أهم قرار تتخذه المؤسسة، لأنه يؤثر مباشرة على تحقيق أهدافها وممارسة أنشطتها كما أنه متعلق بالمفاضلة بين مختلف مصادر التمويل المتاحة، مع التعرف على أثر الهيكل المالي على المنشأة العاملة في السودان وتحديد كيفية تشكيله.

توصلت الدراسة إلى أن الهيكل المالي الأمثل يساهم في تعظيم قيمة المنشأة ويتحقق من خلال تدنية التكاليف الاجمالية للتمويل وتعظيم العائد المتاح للمساهمين، وأن تنوع مصادر الهيكل المالي يجعل المؤسسة قادرة على تعديل الموارد المالية مع تغير الظروف، كما توصلت إلى أن التوسع في استخدام الدين يجعل المؤسسة تواجه صعوبات في السداد، وربحية المؤسسة تتأثر بكفاءة الأنظمة المحاسبية وأن الحالة الاقتصادية العامة تؤثر على الهيكل المالي.

02\_ دراسة حطاطاش عبد السلام(2008): مقال جاء تحت عنوان محددات الهيكل التمويلي وأثره على قيمة المنشأة في ظل النظام التقليدي ونظام المشاركة \_مدخل مقارن\_ دراسة تشخيصية للهيكل المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية\_

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على الهيكل المالي وأهم محدداته، وأثر الهيكل المالي الذي تختاره على القيمة السوقية في اطار تقليدي الذي يقوم على القروض بالفوائد، مع المقارنة بنظام المشاركة القائم على أساس التعامل من غير فوائد ربوية.

خلصت الدراسة إلى أنه في ظل النظام التقليدي ورغم الاختلافات الموجودة حول فكرة وجود هيكل مالي أمثل من عدمها إلا أن الدراسات تهتم به، وبينت أن هناك محددات تتحكم في الهيكل المالي، وتوصلت إلى أن الهيكل المالي الأمثل موجود لكنه غير ثابت بل كل مؤسسة تنفرد بهيكل مالي أمثل يخدم مصالحها حسب احتياجاتها وموجوداتها، أما بالنسبة للتمويل بالمشاركة فالأساس هو النشاط الحقيقي الذي تقوم به ويمكنها من خلق قيمة.

03\_ دراسة عناب بكر مصطفى عمر(2015): جاءت تحت دور الهيكل التمويلي في تحقيق عوائد المالية والقيمة السوقية للشركة \_دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين\_ (رسالة ماجستير في المحاسبة جامعة الأزهر) هدفت هذه الدراسة للتعرف على دور الهيكل المالي في تحقيق عوائد مالية وقيمة الشركة في بورصة فلسطين من خلال تحليل البيانات المنورة على موقع البورصة للمؤسسات محل الدراسة لفترة 2010\_2013 حيث بلغ عدد المؤسسات التي تمت عليها الدراسة التطبيقية 38 شركة تتوافق مع شروط الدراسة.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الهيكل المالي وعائد السهم الواحد، وهناك علاقة احصائية بين كافة أشكال الهيكل المالي واجمالي الربح من العمليات إلى المبيعات، وكذا خلصت لوجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الهيكل المالي والعائد على الاستثمار والعائد على حق الملكية، كما وجدت الباحثة أنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين الهيكل المالي والقيمة السوقية إلى الدفترية والقيمة السوقية إلى عائد شركات المساهمة الفلسطينية.

04- دراسة محمد بو شوشة (2016): أطروحة دكتوراه تحت عنوان تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية \_دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية\_)، هدفت الدراسة إلى توضيح مختلف السياسات المالية التي تنتهجها المؤسسات الجزائرية من أجل تمويل أنشطتها

الاستثمارية والاستغلالية باعتبار أن وظيفة التمويل محور ومركز للقرارات ولأنها تضمن استمرار وتطور المؤسسة، حيث تتعدد السياسات المالية وتتعدد معها المصادر التمويلية ما يجعل المؤسسة تبحث عن الجديد، وهذا ما يجعل المؤسسة مضطرة لاختيار هيكل مالي أمثل تعمل به لتحقيق أهدافها.

توصلت الدراسة إلى أن أهم السياسات المالية بالمؤسسات تتمثل في سياسة التمويل الذاتي، سياسة التمويل الخاص وسياسة الاستدانة، حيث تتميز كل سياسة عن الأخرى بإيجابيات وسلبيات، كما أن موضوع اختيار السياسة المالية محل جدل بين الباحثين لأن الاهتمام ينصب حول اختيار مزيج تمويلي مناسب يحقق أهداف المؤسسة ويخفض تكاليفها ويرفع قيمتها السوقية.

05\_ دراسة عبد الكريم خيرى، حسين بلعجوز(2016) مقال جاء تحت عنوان أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية غير المسعرة في البورصة\_ دراسة حال مؤسسة مطاحن الجلفة\_

هدفت الدراسة لمعرفة أثر القرار الذي تتخذه المؤسسة بشأن اختيارها لهيكلها المالي على قيمة المؤسسة، حيث اتخذت من مطاحن الكلفة كحالة للدراسة من خلال ميزانياتها وقوائمها المالية لفترة 2013\_2016. توصلت الدراسة إلى أن مؤسسة مطاحن الجلفة لها استراتيجية تمويلية جية وهيكل مالي متوازن يمكنها من رفع قيمتها الاجمالية على المدى البعيد.

ب\_ الدراسات باللغة الأجنبية

01\_ دراسة Richard Fairchild تحت عنوان **Managemant Optimal Financial contracts , the degree of alignment with investors and the carrot and stick role of debt**2003

هدفت هذه الدراسة لمعرفة أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، في ظل وجود أهداف متناقضة بين المدير والمساهم، كما هدفت الدراسة لتحديد دور الهيكل المالي في تخفيض المشاكل وتعظيم قيمة المؤسسة في ظل الاضطرابات والاختلافات بين أصحاب المصالح والمهتمين بالمؤسسة.

توصلت الدراسة لوجود أثر ايجابي للهيكل المالي على قيمة المؤسسة، وتوصلت إلى أن المدير في حال استخدم التمويل بالدين للمؤسسة يواجههم مستقبلا عدم القدرة على دفع الاستحقاقات وارتفاع معدل العائد على حق الملكية.

**02\_دراسة (2014) Abdallah Barakat تحت عنوان: The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value Applied Study a Sample of Saudi Industrial Companies**

هدفت هذه الدراسة لمعرفة أثر كل من الهيكل المالي والرفع المالي والربحية على قيمة الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، وكانت الدراسة على الشركات الصناعية فقط لفترة 2009\_2012 باستخدام اساليب احصائية لبيان الأثر.

توصلت الدراسة إلى أن علاقة ذات دلالة احصائية بين العائد على حق الملكية وهيكل رأس المال على سعر السهم ، ووجود علاقة ضعيفة عكسية بين الرفع المالي وقيمة السهم، أي لا توجد علاقة بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة، وتوصلت لوجود علاقة موجبة بين الهيكل المالي والعائد على حق الملكية وعلاقة قوية بين الهيكل المالي وقيمة السهم.

**03\_دراسة (2007) HISHAM GHARAIBEH , BASIL AL'NAJJAR تحت عنوان**

**Determination of capital structure: Evidence from Jordanian Data**

هدفت الدراسة لمعرفة محددات هيكل رأس مال الشركات الصناعية الأردنية حيث تمت الدراسة على 68 شركة لفترة 1996\_2000 باستخدام نموذج الانحدار الخطي من أجل اختبار صحة الفرضيات على العينة. توصلت الدراسة إلى أن خيارات التمويل في مؤسسات الدراسة تؤثر عليها عدة عوامل مثل السيولة، الربحية، النمو، الحجم، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، الموجودات والضمانات، كما توصلت إلى أن الشركات تعتمد هيكل تمويلي محدد متوازن وجيد يرفع من قيمتها وهي تقوم بتعديل الهيكل التمويلي حسب الظروف.

توصلت الدراسة لوجود أثر إيجابي لهيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات، وأن الأداء المالي له أثر إيجابي على قيمة الشركات كما أن رأس المال الفكري يؤثر على الأداء المالي مما يجعله يساهم في رفع قيمة المؤسسة.

**تعقيب على الدراسات السابقة وما ميز دراستنا عنها:**

نرى من خلال اطلاعها على الدراسات السابقة أن هناك تباين واضح في تفسير العلاقة التي تربط بين الهيكل التمويلي وقيمة المؤسسة، وأثر القرارات المالية على العوائد، ذلك لأن وجهات النظر بالنسبة للباحثين تختلف حسب البيئة التي تمت فيها الدراسة وكذا العينة التي تمت عليها والقطاع الذي تنتمي له المؤسسة في حد

ذاتها، حيث أن أغلب الدراسات وخاصة بدايات الدراسات حول هذا الموضوع كانت في الولايات المتحدة الأمريكية أي اقتصاد نشط ومتطور، وليست كباقي اقتصاديات الدول النامية، ونظرا لوجود هذا التباين يكون اختلاف واضح في النتائج المتوصل إليها.

وما ميز دراستنا عنها هو: الاختلاف بين دراستنا والدراسات السابقة يكمن في أن دراستنا جاءت استكمالا لها من أجل البحث في موضوع الهيكل المالي وأثره على القيمة الاجمالية، ومحاولة من الباحثة أن تجد العلاقة بين المتغيرين وكذا محاولة معرفة نقاط القوة والضعف في هيكل تمويل المؤسسات الجزائرية عينة الدراسة، لمقارنة النتائج بالنتائج السابقة، هذا وتميزت الدراسة عن غيرها كون أن أغلب الدراسات تحاول البحث عن علاقة هيكل التمويل بالقيمة السوقية بينما في دراستنا بحثنا في علاقة مختلفة وهي تأثير هيكل التمويل على قيمة دفترية وحاولنا اجراء مقارنة بين مؤسسات لها قيمة سوقية وأخرى لها قيمة دفترية، كما تميزت دراستنا عن غيرها بإجراء الدراسة على عينة مؤسسات اقتصادية في بلد اقتصاده يختلف تماما عن اقتصاديات الدول النامية وباستخدام النماذج الطولية panel data.

**تقسيمات البحث:** للإلمام بالبحث بجوانبه المختلفة سيتم تقسيم البحث إلى 04 فصول:

الفصل الأول والذي يحمل عنوان "هيكل تمويل للمؤسسات الاقتصادية"، ويتناول في مبحثه الأول "ماهية الإدارة المالية"، أما مبحثه الثاني فجاء تحت مسمى "الإطار النظري لهيكل التمويل"، بينما المبحث الثالث فتم تخصيصه للحدث عن "المصادر التمويلية للمؤسسات الاقتصادية".

ليأتي الفصل الثاني من هذا العمل تحت عنوان "محددات هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية"، والذي تم تقسيمه هو الآخر إلى مجموعة مباحث كما يلي: المبحث الأول أخذ عنوان "محددات الهيكل التمويلي"، أما المبحث الثاني فجاء تحت عنوان "النسب المالية المستخدمة في تقييم هيكل التمويل"، ليكون المبحث الثالث من هذا الفصل تحت عنوان "تكلفة التمويل بالمؤسسة الاقتصادية".

بينما الفصل الثالث من هذا العمل فجاء تحت مسمى "المقاربات المالية المفسرة لهيكل التمويل على القيمة الإجمالية" والذي تم تقسيمه كذلك إلى أربعة مباحث والتي جاءت كما يلي، المبحث الأول تحت عنوان "تقييم المؤسسة"، أما المبحث الثاني فأخذ عنوان "هيكل التمويل والقيمة الإجمالية: نظرة كلاسيكية"، أما المبحث الثالث فجاء تحت عنوان "هيكل التمويل والقيمة الإجمالية: نظرة مد يلياني وميلر"، ليتم ختام هذا الفصل برابع مبحث "هيكل التمويل والقيمة الإجمالية: نظرة حديثة".

وأخيرا الفصل الرابع التطبيقي والذي جاء تحت عنوان دراسة تأثير الهيكل التمويلي على القيمة الاجمالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية-محل الدراسة، والذي تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث كذلك المبحث الأول جاء تحت عنوان تقديم المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة ، أما المبحث فـجاء تحت مسمى الدراسة الوصفية لتأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية ، والمبحث الثالث تحت مسمى دراسة قياسية لأثر هيكل التمويل على القيمة الإجمالية باستخدام النماذج الطولية panel data

الفصل الأول: هيكل تمويل

المؤسسات الاقتصادية

### تمهيد

تهتم الإدارة المالية بالأمور المالية بالمؤسسات، حيث أنها على علاقة وتنسيق مهم مع مختلف الإدارات بالمؤسسة، باعتبارها مسؤولة على توفير المصادر التمويلية حسب الاحتياجات بتكاليف منخفضة وفي أوقات مناسبة، والمدير المالي لا يتخذ أي قرار مالي إلا بالاعتماد على بياناتها حسب ما هو متوفر لديها من أموال تكفي لمباشرة العمليات الاستثمارية، إذ تسعى المؤسسات الاقتصادية للحصول على موارد مالية للقيام بعملياتها، ما يستوجب اختيار مزيج تمويلي أمثل من عناصرها التمويلية التي تندرج ضمن بدلين أساسين وهما التمويل الذاتي أو التمويل الخارجي (الاقتراض) باختلاف آجالها الطويلة والقصيرة، وهذا أهم قرار تتخذه المؤسسة حتى تخفض تكلفتها وتعظم قيمتها الإجمالية، حيث توجد مكونات تمويلية مثلى يمكن للمؤسسة استخدامها لتحقيق مبتغاها في أقرب وقت وبأحسن تكلفة، مما يضمن لها قيمة سهمية عالية تساهم في تعظيم قيمتها السوقية، لذا حاول الباحثين تفسير سلوك الهيكل المالي فنجد أن معظم الدراسات تتحدث عن كيفية تشكيل هيكل مالي أمثل وبحوث أخرى تهتم بتأثيره على قيمة المؤسسة وتعظيم عوائدها.

وعليه نعرض في هذا الفصل الجانب المهم في الموضوع وهو الجانب المخصص للتعريف بالهيكل التمويلي، حيث خصصناه لمعالجة المفاهيم الأساسية له مع استعراض أهم مكونات الهيكل المالي ومحاولة منا لمعرفة المقصود بالهيكل التمويلي الأمثل، ومختلف المفاهيم المتعلقة بالتمويل والإدارة المالية، لذا تم تقسيم الفصل الأول إلى ثلاثة مباحث كالآتي:

### المبحث الأول: الإدارة المالية بالمؤسسات الاقتصادية

### المبحث الثاني: الإطار النظري لهيكل التمويل

### المبحث الثالث: مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية

### المبحث الأول: الإدارة المالية بالمؤسسات الاقتصادية

يتوقف تحسين أداء المؤسسة الاقتصادية على جملة عوامل مادية، بشرية ومالية التي تسعى إلى بلورتها ضمن خططها الاستراتيجية، حيث تعتبر الموارد المالية أحد أهم العوامل المساهمة في نجاح المؤسسة مما يستوجب على المدير المالي حسن ادارتها تدييرا وحفظا وإدارة.

### المطلب الأول: ماهية الإدارة المالية

تعتبر الإدارة المالية بمثابة المحرك الأساسي لمختلف الإدارات، لأن كل إدارة تحتاج تمويل وهي المخولة بجلب المال للمؤسسة باعتبار أن هذا الأخير عصب حياتها والعنصر الضروري لأي عمل كان صغير أو كبير، هذا ويتم التمويل عادة بأموال خاصة ولكن في حال عدم توفرها تلجأ المؤسسة للسوق المالي من أجل جمع مبالغ مالية مدخرة لدى المستثمرين، للعمل بها وحفاظا على قيمتها حتى لا يتم هدر الأموال أو ادخارها دون أي جدوى.

### أولا: تعريف الإدارة المالية

تمثل الإدارة المالية إحدى أهم الوظائف بمنظمات الأعمال باعتبارها تظم إدارات مختلفة مثل إنتاج وعمليات، تسويق، موارد بشرية، البحث والتطوير، حيث أنها تهتم بالأموال وكيفية تسييرها والحصول عليها من مختلف المصادر المتاحة وتبحث عن المصادر التمويلية وتحصل عليها من ملاك المؤسسة أو من حقوق الآخرين أي القروض وهي تهدف لتحقيق الربح للمؤسسة ولأصحابها (عبد الله، 2013، صفحة 14\_15)؛ ويتضح من هذا التعريف أن الباحث جعل الإدارة المالية تظهر وكأنها مجرد وظيفة بالمؤسسة تحصل الأموال، وحتى طريقة تحصيل الأموال جعلها عادية أي لم يهتم لا بالوقت ولا بالتكلفة، ذلك لأن حصول المؤسسة على التمويل في وقت متأخر فيه ضياع للفرص وحصولها عليه بتكلفة مرتفعة يساهم في خفض العوائد.

وقد اتجه آخرون إلى أن الإدارة المالية نشاط ذهني يختص بكيفية تحصيل الأموال، وهي كوحدة إدارية تتولى النشاط المالي بالمؤسسة، وكوظيفة تهتم بتحديد الأهداف، التخطيط، التنظيم، الرقابة، ومن خلال كل هذا فهي عملية إدارية تهتم بالموارد المالية كما تهتم بسائر الأنشطة التي تتضمنها باقي العمليات الإدارية الأخرى بالمؤسسة (محمد م.، 2015، صفحة 27)؛ وهذا التعريف جعل من الإدارة المالية نشاط ذهني، ووظيفة وعملية إدارية ضرورية بالمؤسسة مهمتها تحصيل الأموال، وربطها بمختلف الإدارات الموجودة بالمؤسسة.

من خلال ما سبق يمكننا القول أن الإدارة المالية هي نشاط ذهني، بالإضافة لأنها اجمالي القواعد والأنشطة التي تهتم بكيفية الحصول على الأموال وكيفية إدارة مجمل الموارد المالية المتاحة لدى المؤسسة من أجل المحافظة على حقوق الملاك والدائنين، بالإضافة لأنها وظيفة مهمة تجمع بين العديد من الوظائف داخل المؤسسة لأن كل وظيفة تحتاج تمويل مباشرة أعمالها.

### ثانيا: خصائص وأهداف الإدارة المالية

تمتلك الإدارة المالية للمؤسسات خصائص تميزها وتنفرد بها، كما تتميز بأهداف واضحة يجب عليها تحقيقها وهذا ما سوف نتطرق له في هذا الفرع.

#### 1-ثانيا: خصائص الإدارة المالية

تتميز الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية بالخصائص التالية: (عبد الله، 2013، صفحة 17\_18)

- الإدارة المالية مفهوم واسع لا يقتصر فقط على النواحي الاجرائية وإنما يتعدى لأمر أخرى كالمراجعة للسندات، ترحيل الحسابات وحفظ المستندات بطريقة سليمة.
- تعتبر وظيفة الإدارة المالية جزءا رئيسيا في المؤسسة لأنها تختص بممارسة الوظائف المالية المختلفة مثل التخطيط والرقابة المالية والتحليل المالي وكل الاجراءات التمويلية والاستثمارية.
- تهتم الإدارة المالية ببعض الوظائف الإدارية الأخرى لأنها تعمل بالموازنة مع كل الوظائف وحسب ما تطلبه من أموال لذا يستوجب وضع خطة مالية محكمة تدير عليها المؤسسة.
- تتخذ الإدارة المالية قرارات عديدة فهي لا تقتصر على مستوى إداري معين في المؤسسة وإنما تتخذ كذلك قرارات في الإدارة العليا وقرارات أخرى تتخذها الإدارة الوسطى.
- تتخذ الإدارة المالية قرارات غاية في الأهمية والصعوبة لذا يجب الحذر ووضع أشخاص ذوي كفاءة ومشاورة كل الأطراف المعنية عند اتخاذ قرار معين.

2-ثانيا: أهداف الإدارة المالية

تهدف الإدارة المالية إلى تحقيق ما يلي: (محمد م.، 2015، صفحة 36)

- **تعظيم ثروة الملاك:** أي تهدف لتعظيم القيمة الحالية للاستثمارات، وهنا تركز على تحقيق الربح ولكن بوقت قريب في ظل مخاطر معينة، ذلك لأن المستثمر المالك عند دخوله كمساهم في المؤسسة فهدفه الأسمى هو تحقيق أرباح لتعظيم ثروته والحفاظ عليها خاصة في ظل عدم التأكد لأن المساهم دائما متخوف من الخسائر وكذا من عدد المقرضين، فحسب الترتيب المقرض هو أول من يحصل على أمواله في حالة الخسارة فزيادة عدد المقرضين يجعل المساهم متخوف ويطلب عائد على حق الملكية أعلى لحماية حقوقه.
- **تحقيق التوازن بين السيولة والربحية:** أي تهتم الإدارة المالية بتحقيق ذلك التوازن المهم بين الاستثمار الكامل للموارد المالية للمشروع وبين الاحتفاظ بجانب من الموارد المالية نقدا لتواجه به الحالات الطارئة التي قد تتعرض لها مستقبلا، لكن المؤسسة مجبرة على الاستثمار حتى تحصل على عوائد كافية لسداد الفوائد للمقرضين نهاية كل سنة مالية وتوزيعات الأرباح إذا قررت توزيعها فهي لا يمكنها البقاء متخوفة من الخسارة وتحتفظ بالسيولة مجمدة لديها لأن هذا يعتبر تعطيل للموارد المالية وهدر لقيمتها الزمنية، لذا فإن حصول المؤسسة على ربحية كبيرة في نهاية السنة المالية يجعلها مخيرة بين أمرين إما إعادة استثمار الأموال وتحقيق أرباح أكثر إما توزيع الأرباح على الملاك مع ترك بعض السيولة للطوارئ أي بقدر قانوني وحسب تنبؤاتها فقط.
- **تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة:** وهذا من خلال تعظيم أرباح المؤسسة والمنافسة في السوق ما يفتح لها أفق آخر لتحقيق عوائد مرتفعة.

هذا ويمكننا القول أن هذه الأهداف كانت ولا تزال أهم الأهداف التي تسعى الإدارة المالية لبلوغها، وهذا من أجل البقاء والاستمرار في السوق، حيث أن المؤسسة عند تعاملها مع مختلف الشركاء من ملاك ودائنين فهي تعمل على تعظيم ثروة الملاك بالأخص لأنهم من بين أهم المتعاملين معها والذين يرغبون في الحصول على أرباح وفيرة، أما الدائنون فيتطلعون للحصول على فوائد رأسمالية في نهاية كل سنة مالية، كما أن تعظيم ثروة الملاك وتحقيق الأرباح يساهم في رفع قيمة المؤسسة في السوق ما يسمح لها بالبقاء في منافسة مع باقي المؤسسات، وحصول المؤسسة على أرباح كبيرة يساهم في دخولها في مشاريع استثمارية جديدة مع ضرورة الاحتفاظ بالسيولة داخل المؤسسة من أجل استغلاله في فرص استثمارية قد تتاح لها مستقبلا أو تواجه به أمر طارئ قد يحدث لها.

### ثالثا: مراحل تطور الإدارة المالية

تطورت وظيفة الإدارة المالية عبر ثلاث مراحل مهمة كما يلي: (فيصل، 2016، صفحة 20\_21)

- **المرحلة الأولى:** بدايات ظهور الإدارة المالية حيث كانت تهتم فقط بالمهام التي تخص المدير المالي مثل مسك السجلات والقبض ودفع الأموال، أي أنها اقتصرت فقط على المهام المحاسبية المتكررة في المؤسسة.
- **المرحلة الثانية:** شهدت هذه المرحلة بعض التوسع في وظيفة الإدارة المالية، حيث أنها تعدت الأمور المحاسبية المتكررة لتهتم بالمفاوضات والأعمال القانونية للحصول على المصادر التمويلية الداخلية والخارجية، أي أنها أصبحت ذات دور استشاري متعلق بمصادر التمويل.
- **المرحلة الثالثة:** تطورت وظيفة الإدارة المالية واتسعت حيث انتقلت من دور استشاري إلى تنفيذي وأصبحت تهتم باتخاذ القرارات المالية والاستثمارية المهمة داخل المؤسسة، وأصبحت تقوم بأعمال أخرى مثل:

- تحديد حجم الاستثمار الكلي للمشروع.
- تحديد نوعية وكمية الأصول المتداولة والثابتة.
- تحديد مصادر التمويل المثلى.
- تحديد شكل الهيكل المالي للخصوم المملوكة والمقترضة.

ويمكننا القول أن مراحل تطور الإدارة المالية بالمؤسسة جاء مواكب للعديد من التطورات الاقتصادية وكذا تطور حجم المؤسسات والمشاريع، حيث أن في بداية الأمر المؤسسة كان نشاطها ينحصر في الموقع الذي تتواجد فيه وكانت الموارد المالية قليلة والخبرة ضعيفة لذا فإن وظيفة الإدارة المالية كانت نفسها مهام المدير المالي الذي كان يقوم بمختلف العمليات المحاسبية المتكررة في المؤسسة، وعندما توسعت الأنشطة توسعت معها وظيفة الإدارة المالية ليصبح المدير المالي بدلا من الاهتمام بالعمليات المحاسبية الدائمة أصبح يقوم بالبحث عن المصادر التمويلية وأصبح له دور استشاري مهم داخل المؤسسة، ولكن مع التكنولوجيا والعولمة وظهور التمويل الدولي أصبح له مهام تنفيذية أكثر منها استشارية، وأصبحت وظيفة الإدارة المالية تهتم بالمصادر المالية والهيكل المالي والاستثمارات التي تدخلها المؤسسة.

### المطلب الثاني: التمويل والقرار التمويلي

يعتبر التمويل مشكل دائم الوجود منذ زمن بعيد حيث أنه عصب المؤسسة والطاقة المحركة لأعمالها، لأنه أساس أي وحدة اقتصادية وبغيابه لا يمكن مباشرة الأعمال أو تنفيذ المشاريع المخطط له مسبقاً، حيث أنه سبب رئيسي لاستغلال الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة، وبوجود تمويل كاف يمكنها الدخول بكل أريحية في مشاريع مهمة مع ضرورة الحفاظ على عنصر الملائمة بين العنصر التمويلي والغرض الممول من أجله.

#### أولاً: ماهية التمويل

#### 1- تعريف، أهمية ومراحل التمويل

بما أن التمويل عصب حياة أي مؤسسة فقد اختلفت التعاريف الخاصة به حسب دوره في أي عملية وفي أي وظيفة بالمؤسسة، ومن هنا تظهر أهميته الكبيرة في انطلاق واستمرار نشاط المؤسسة.

**التعريف الأول:** التمويل هو أن تقوم المؤسسة بالبحث عن طريقة تمكنها من الحصول على مصادر تمويلية، مع تقييم هذه الطرق للحصول على المزيج الأمثل الذي يناسب كمية ونوعية احتياجاتها والتزاماتها المالية (هيشم، الإدارة والتحليل المالي، 2000، صفحة 77)،

**التعريف الثاني:** التمويل هو كذلك مجموعة قرارات مالية رئيسية تتعلق بالاستثمار الرأسمالي والمصادر المالية لتمويل هذه الاستثمارات تكون داخلية أو خارجية أو مزيج بينهما، من أجل تعظيم العائد على حق الملكية (حنفي، 2002، صفحة 396)، كما أنه علم وفن إدارة الأموال، يهتم بالعمليات والمؤسسات والأسواق، لأن دارسه يستفيد من القرارات التمويلية الصحيحة ويتفاعل مع العمليات بكفاءة (نجية، 2004، صفحة 1)

**التعريف الثالث:** التمويل يرتبط مع معظم الأنشطة الداخلية المؤسسة كالإنتاج والتسويق وتأمين الأموال بتكلفة منخفضة (فريد، التمويل المعاصر، 2009، صفحة 40)، كما أنه عصب الاقتصاد والمشروعات لأنه يحدد مسارات وقرارات النمو الاقتصادي والإداري، ويحتاج لمدير يتمتع بمهارات حاسوبية تكنولوجية وعقلانية لاتخاذ القرارات (فريد، 2009، صفحة 07)، وهو كذلك الأسلوب الذي تتبعه المؤسسة للحصول على مبالغ نقدية تلزمها لتطوير مشروع معين (يوسف ح.، 2012، صفحة 210)

**التعريف الرابع:** يقوم التمويل بتوفير الأموال (السيولة النقدية) لإنفاقها في استثمارات وتكوين رأس مال ثابت لزيادة الانتاج والاستهلاك من أجل توفير مصادر التمويل لعملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية والسير بخطى أسرع. (عجم، 2013، صفحة 23) كما أنه وظيفة إدارية تهتم بعمليات التخطيط للأموال وكيفية تدبيرها من مصادر ملائمة لتوفير احتياجات المؤسسة المالية من أجل أداء نشاطها. (سميرة، 2016، صفحة 73)، هذا ويعرف التمويل على أنه عملية تهتم بجمع الأموال ومبالغ مالية لتوضع في حساب المؤسسة وتتصرف بها حسب ما هو مطلوب من طرف الملاك (حمزة، 2002، صفحة 99)

ومن خلال ما سبق نقول أن التمويل هو استراتيجية مدروسة من طرف المؤسسة حيث تقوم بتقييم أولي لاحتياجاتها المالية حسب مشاريعها المستقبلية ثم تحدد عدة بدائل تمويلية وتقوم بتقييمها لتختار في الأخير أحسن بديل تمويلي الذي يمكنها أن تتحصل عليه في أقرب وقت وبأقل تكلفة وفائدة ويعود عليها بعوائد مرتفعة لتتحصل على مصدر تمويلي يسد احتياجاتها المالية.

### 2- أهمية التمويل

يكتسب التمويل أهمية كبيرة لدى معظم المؤسسات تتمثل في ما يلي: (محمد م.، 2005، صفحة 259)

- أنه قادر على تحرير الأموال والموارد المالية المجمدة من داخل وخارج المؤسسة.
- يساعد على انجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني.
- يساهم في تحقيق غاية المؤسسة لاقتناء أو استبدال المعدات.
- يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تقوم باستخدامها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي.
- يساهم في ربط الهيئات والمؤسسات المالية و التمويل الدولي.
- يحافظ على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية (ويقصد بالسيولة توفير الأموال السائلة الكافية لمواجهة الالتزامات المترتبة عليها عند استحقاقها، أو هي القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسائر كبيرة).

### 3- خصائص وأهداف التمويل وأهم عناصره

أ: **خصائص التمويل** يتميز التمويل بخصائص متعددة وهي: (حسين الحسيني، 2001، صفحة 124)

\_\_ **تاريخ استحقاق:** أي أن المؤسسة عندما تتحصل على الأموال يكون هناك فترة زمنية محددة للسداد.

ـ الدخل: يتميز كل مصدر تمويلي بمردودية خاصة بعد استعماله في عمليات المؤسسة.

ب: أهداف التمويل يهدف التمويل لتحقيق ما يلي: (فريدة، 2000)

- الاستثمار والمنافسة: حيث أن تعدد واختلاف العوامل يشجع على المنافسة من خلال تمويل الاستثمار وتحسين القدرة والفعالية للإنتاج والإنتاجية وتنمية القدرات من أجل تلبية متطلبات الزبائن والسوق.
- الاستثمار والتنمية الاقتصادية: حيث أن التمويل له علاقة بكليةما لأن التنمية الاقتصادية تجعل من الإنتاج الداخلي الصافي يزداد والاستثمار هنا ينعش الطلب مما يؤدي لانعاش النشاط الاقتصادي ونذلك يزيد من مستويات العرض.
- الاستثمار والعائد: المؤسسات في حالة تمويلها تهدف للحصول على العائد.

ج: عناصر التمويل

للتمويل بعض العناصر الواجب مراعاتها وهي (طارق، مبادئ التمويل، 2016، صفحة 21)

- تحديد الوقت المضبوط الذي تكون فيه المؤسسة بحاجة ماسة للأموال.
- أن تقوم المؤسسة بالبحث عن أفضل المصادر الملائمة لوضعيتها ومتطلباتها.
- معرفة كل المخاطر التي قد تعترض نشاط المؤسسة.

#### 4- مخاطر، وظائف ومبادئ التمويل

أ: مخاطر التمويل

التمويل مثله مثل أي وظيفة بالإدارة المالية للمؤسسات الاقتصادية محاط بمخاطر متعددة نذكر من بينها (عبد السلام، 2008، صفحة 3\_4)

- مخاطر مادية: تظهر هذه المخاطر عندما تتعرض السلع المادية للمؤسسة للخطر(نتائج ما تم تمويله من أعمال)، ما يتسبب في عدم قدرة المؤسسة على تسديد تلك المبالغ التي تم من خلالها انتاج تلك السلعة (اتلف المخزون، تلف الأصول....)
- مخاطر فنية: يظهر هذا النوع من الخطر عندما لا تتناسب مهارة المنتج مع الفن الأساسي المطلوب لتجسيده، حيث يفشل المنتج بسبب انعدام المهارة في عمل ما هو مطلوب وبنفس المواصفات وبتفصيله لقلة خبرته بعناصر الانتاج والآلات والمعدات المخصصة للعمل، ما يتسبب في هدر للأموال دون أي نتائج.

■ **مخاطر اقتصادية:** تنجم عن أسباب اقتصادية مختلفة كإخفاض الطلب في السوق على منتجات معينة تم العمل عليها بأموال طائلة ولوقت طويل، مما يجعل تمويل المؤسسة يذهب دون جدوى أي هدر الأموال وكذا خطر عدم كفاية عرض الموارد اللازمة لصنع المنتج الذي تم التخطيط لها مطولاً من طرف مسيري المؤسسة.

### ب: وظائف التمويل

يقوم التمويل على وظائف مختلفة كالآتي: (حسين، 2012، صفحة 36)

\_\_ تحديد هيكل لأصول المؤسسة، أي حجم النقود المستثمرة في الأصول الثابتة والمتداولة.

\_\_ تحديد الهيكل المالي للمؤسسة أي المزيج التمويلي الذي يلائم استثمارات وعمليات المؤسسة.

### ج: مبادئ التمويل

يقوم التمويل على مجموعة مبادئ نذكرها كما يلي (عبد الرحيم ع.، 2008، صفحة 37)

- **الموازنة بين العائد والخطر:** أي يجب على المؤسسة أن تقوم بالموازنة بين ميعاد الحصول على التدفقات المالية من الاستثمارات وسداد الالتزامات حتى لا تقع في مشكل عدم القدرة على السداد.
- **القيمة الزمنية للنقود:** من بين أهم مبادئ التمويل هو وجود قيمة زمنية مضادة لها حيث أن الدينار الذي تتحصل عليه المؤسسة في الوقت الحالي أعلى قيمة من نفس الدينار الذي تحصل عليه بعد سنة، مما يستوجب الحصول على الأموال حالياً.
- **كفاءة سوق رأس المال:** يهدف التمويل لتعظيم ثروة الملاك وهذا يتم بكفاءة السوق المالي الذي يعكس المعلومات المتاحة الخاصة بالأوراق المالية المتداولة فيه.

### ثانياً: القرار التمويلي

تعتبر المؤسسة مركزاً لمختلف القرارات المصيرية التي تتخذها من أجل تحديد مصيرها المستقبلي، ولعل أهم هذه القرارات هو القرار التمويلي.

### 1- تعريف القرار التمويلي

يهتم قرار التمويل باختيار المصدر التمويلي الذي يناسب المؤسسة من أجل تمويل استثماراتها بعد دراستها للاحتياجات ولتكلفة كل البدائل المتاحة أمامها في السوق من أجل الحصول على البديل التمويلي الذي يديني التكلفة ويرفع العائد (BAKER, 2004)

ويعرف القرار التمويلي على أنه القرار المتعلق بأنواع مصادر الاموال وكيف تحصل عليها المؤسسة أو المدير المالي، والمزج المتوازن بين هذه المصادر للحصول على هيكل مالي أمثل (عبد الوهاب أ.، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، 2008، صفحة 54)، حيث يجب أن تكون المؤسسة على علم تام بالبدائل التمويلية المتاحة أمامها في السوق وتكون باستطاعتها أن تختار أفضل بديل تمويلي الذي يحقق أهداف الإدارة المالية أي تدنية التكاليف ورفع العوائد، ما يحقق الهدف الرئيسي لوجود المؤسسة وهو البقاء والاستمرار وتعظيم القيمة السوقية. (جمال الدين أ.، 2003، صفحة 26)، ويعرف على أنه ذلك القرار الذي يهتم بصياغة وتحديد هيكل مالي مناسب للمؤسسة من أجل تعظيم أرباحها من خلال طرح أسه للاكتتاب أو اصدار سندات (أمال، 2017، صفحة 133) كما أن القرار التمويلي تنبثق منه قرارات أخرى مهمة بالنسبة للمؤسسة وهي: (CHarreux, 2000, p. 26)

- اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة من أموال خاصة وديون.
- النظر في سياسة توزيع الأرباح أي توزع أو لا.
- الاختيار بين توظيف الأموال الداخلية أو الخارجية.

من خلال ما سبق نقول أن القرار المالي هو ذلك القرار الذي يتخذه المدير المالي مع أخذ رأي رؤساء الأقسام بالمؤسسة بعين الاعتبار، والذي يتعلق بكيفية استخدام ودمج المصادر التمويلية المتاحة لدى المؤسسة، من أجل تشكيل هيكل مالي أمثل يساهم في رفع أرباح وعوائد المؤسسة وتخفيض التكاليف الكلية، بالموازنة مع الخطر المتوقع الحدوث مستقبلا حول هذا القرار، والذي يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة، ويشترط فيه أن يتم بمبادئ خاصة وهي المرونة والملائمة، حيث أن نتيجة القرار المالي لا تظهر عند اتخاذ القرار مباشرة ولا عند مباشرة العمل به بل تظهر في نهاية السنة المالية.

## 2- العوامل المؤثرة على القرار التمويلي

تؤثر عوامل مختلفة على اتخاذ القرار التمويلي المناسب الذي يخدم المؤسسة ومختلف مصالحها ومن بين هذه العوامل ما يلي: (عبد الوهاب أ.، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، 2008، صفحة 54)

— تؤثر على القرار التمويلي تكلفة التمويل من كل مصدر داخليا كان ام خارجيا، فالتمويل مهما كان مصدره له تكلفة يجب مراعاتها.

تأثير ملائمة التمويل للمجال الذي يستخدم فيه التمويل، فإذا كان الهدف من التمويل هو التوسيع الرأسمالي فيستحسن في هذه الحالة ان يكون التمويل طويل الاجل اما اذا كان الهدف هو تمويل رأس المال العامل، عندها يستحسن أن يكون التمويل قصير الاجل و ذلك من أجل تخفيض تكلفة ذلك التمويل.

تأثير السيولة النقدية في المؤسسة، وهنا يجب مراعاة وضع سيولة النقدية في المؤسسة التي ترغب في التمويل، فإذا كان هذا الوضع حرجا، عندها على المؤسسة أن تغض النظر عن تكلفة هذا التمويل.

بعض الشروط التي تفرضها الجهة التي تقوم بالتمويل، فبعض القرضين يفرض شروطا على المؤسسة التي تطلب التمويل مثل: الضمانات التي يجب تقديمها و نوعيتها، توزيع الارباح، قدرة المؤسسة على طلب تمويل إضافي من مصادر اخرى.

تؤثر عليه كذلك الوفورات الضريبية التي تحققها التمويل الخارجي، في الوقت الذي لا يحققها التمويل الداخلي، حيث أن الفوائد المدفوعة على القروض يتم تحميلها على الربح، في حيث أن توزيعات الاسهم لا عبء عليها.

### ثالثا: السياسة التمويلية

تعتبر السياسة التمويلية عملية تتعلق باختيار نوع الهيكل المالي الذي ترغب المؤسسة في تحقيقه، من خلال المفاضلة بين العديد من مصادر التمويل المتاحة لدى المؤسسة، من أجل تعظيم قيمة المؤسسة، من خلال هيكل يديني التكلفة ويعظم المردودية (Joel M & Jr, 2003, p. 54)، كما يمكن تعريفها على أنها قرار يتعلق بنوع التمويل المعتمد من طرف المؤسسة لتمويل انشطتها الاستغلالية والاستثمارية، بعد تحديد أنواع التمويل المتاحة (محمد ب.، 2016، صفحة 87) تستطيع المؤسسة من خلال سياستها المالية أن تدير أموالها وترشيدها ومنه تؤثر على حجم الطلب الكلي (علي ك.، 2003، صفحة 192)

وللسياسة المالية أهمية داخل المؤسسة تكمن في ما يلي: (خلف، 2008، صفحة 236)

- التدخل بآلية فرض الضرائب بأنواعها.
- التعامل مع الضرائب والانفاق العام من أحجل ضمان النمو الاقتصادي.
- العمل بالموازاة مع السياسة النقدية من أجل تحقيق معدل تشغيل نسبي.

تختلف السياسات التمويلية من مؤسسة لأخرى وهذا راجع للنظام المتبع من طرف الإدارة فالبعض تقليدي والبعض الآخر حديث وهذا ما يسح بظهور اختلافات على السياسات التمويلية المتبعة، ومن بين أهم السياسات المالية في المؤسسات نجد سياسة تمويل مختلطة، سياسة تمويل معتدلة وسياسة تمويل متحفظة ونفضل فيها كما يلي:

أ\_ **سياسة التمويل المختلطة:** من خلال هذه السياسة فإنه يتم تمويل استثمارات المؤسسة سواء الطويلة أو القصيرة الأجل بمصادر تمويلية طويلة وقصيرة دون مراعاة الملائمة في التمويل.

ب\_ **سياسة التمويل المعتدلة:** من خلال هذه السياسة فإنه يتم تمويل استثمارات المؤسسة قصيرة الأجل والتغيرات المؤقتة في رأس المال العامل الدائم للمؤسسة، وكذلك باقي الاستثمارات من الموجودات الثابتة بمصادر تمويلية طويلة الأجل، ويتم تطبيق هذه السياسة من قبل الإدارة المالية للمؤسسة ما يؤدي لتخفيض مخاطر التمويل إلى الحدود المقبولة ويضمن الحصول على عوائد ترضي كل الأطراف (ابراهيم، 2016، صفحة 235\_299)

ج\_ **سياسة التمويل المحافظة:** المصادر التمويلية الطويلة الأجل من خلال هذه السياسة لا يتم استخدامها فقط من أجل تمويل الأصول الدائمة بل كذلك بموجبها يتم تمويل جزء من الأصول المؤقتة من أجل تخفيض مخاطر العسر المالي التي قد تعترض المؤسسة مستقبلاً، بالرغم من أن هذا يؤثر عكسياً على عوائد المؤسسة المستقبلية (غنية، 2012، صفحة 09)

وبما أن المؤسسات الاقتصادية ذات طبيعة ربحية فهي تحتاج إلى أموال كبيرة من أجل تحقيق أهدافها وغاياتها لذا في حالة عدم كفاية الأموال الذاتية فهي تلجأ للاقتراض وهذا ما يوفره السوق المالي من أجل تحقيق تنمية محلية ورفع الاقتصاد الوطني، لذا سوف نتعرف باختصار على السوق المالي مكوناته وكذا أهم المتعاملون فيه.

### المطلب الثالث: مدخل إلى السوق المالي

يكتسب للسوق المالي أهمية كبيرة في الاقتصاد بسبب دوره المهم الذي يشغله في تحريك الموارد المالية من أجل التقليل من الاكتناز الذي يعتبر مجرد ضياع للقيمة الزمنية للنقود، وكذا من أجل تمويل مختلف المشاريع الاستثمارية، حيث أن السوق المالي يجمع بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز على الأموال، وهذا بمختلف الأدوات المالية التقليدية أو المستحدثة الموجودة والمتداولة في السوق.

### أولاً: تعريف السوق المالي

يعرف السوق المالي على أنه ذلك السوق الذي تتم فيه التعاملات قصيرة ومتوسطة وطويلة أجل، وقد يكون منظم أو غير منظم، حيث أن الأول يتم في ظل قوانين واضحة أما السوق غير منظم فيكون التداول فيه من دون أي قوانين والتواصل فيه عادة ما يكون من خلال أجهزة الحاسوب فقط، والسوق المالي يكون محلي وعالمي. (بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، 2006، صفحة 49)

ويعرف السوق المالي على أنه ذلك النظام الذي يجمع بين البائعين والمشتريين للأصول المالية، ليتمكن المستثمر من بيع أوراقه المالية بأسعار مناسبة وهذا عن طريق الوسطاء الماليين (سماسرة أو شركات عاملة في المجال) (نزهان، 2010، صفحة 651\_673)،

كما يعرف على أنه ذلك المكان الذي يجمع بين العرض والطلب على الأموال ووسيلة لتنظيم العمليات فيه، سواء كانت العمليات مباشرة أو باستخدام وسيط مالي، كما يشير البعض على أنه نظام متكامل يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية أو الأصول المالية، وهو أحد أهم القطاعات لرأس المال المستثمر الذي يوفر السيولة للعديد من الأشخاص (قاسم ش.، 2018)

ويرى آخرون أنه آلية أكثر منه موقع، حيث أنه عبارة عن هيئة منظمة تخضع لقوانين تسمح بتسهيل عملية تدفق الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، من أجل تمويل مختلف العمليات الخاصة باستثماراتهم، وهذا من خلال تداول الأوراق المالية المتنوعة باختلاف آجال استحقاقها وعوائدها والمخاطر الخاصة بها (بن ابراهيم، 2019، صفحة 22)

من خلال ما سبق نقول أن السوق المالي يتعامل بمختلف الأوراق المالية، وقد يكون منظماً أو غير منظماً، ويعتبر المرجع الرئيسي لتمويل المؤسسات، حيث أنه يساهم بشكل كبير في عملية تداول الأوراق المالية المتاحة فيه والمطروحة للاكتتاب، كما أنه يعمل على إيجاد الموارد المالية من خلال وظيفتين أساسيتين للبنك المركزي وهو البيع والشراء في حالات الرواج والكساد، من أجل جعل السوق متوازن ويحتوي كميات معقولة من السيولة، والسوق المالي له متدخلون أساسيون وهم أصحاب الفائض، أصحاب العجز والسماسرة.

### ثانياً\_ وظائف السوق المالي وأهم المتدخلون فيه

بما أن السوق المالي اطار واسع فهو يحتاج إلى تنظيم مثله مثل المؤسسة، لهذا فهناك بعض الوظائف التي يقوم بها على غرار الأسواق العادية، ويحتوي سماسة وأصحاب عرض للأموال وأصحاب طلب على الأموال ومؤسسات بمختلف أنواعها، مما يجعله محل اهتمام العديد من الأشخاص، لأنه يقدم خدمات كثيرة ومتعددة خاصة في عصر العولمة والتكنولوجيا.

#### 1- وظائف السوق المالي

يقوم السوق المالي بوظائف متعددة نذكر من بينها: (ADMIRAL MARKETS, 2019)

- يعمل على اعلان الأسعار للأوراق المالية المتداولة.
- يعمل على توفير السيولة كافية للمؤسسات الاقتصادية.
- يعمل على تخفيض تكاليف المعاملات.
- يعمل على تسهيل عملية الإقراض والاقتراض.
- توفير معلومات حول تدفق الأموال في السوق.
- تقاسم المخاطر عن طريق المشتقات المالية.

#### 2- أهم المتدخلون في السوق المالي

هناك صنفين هامين للمتدخلين في السوق المالي من أجل التعامل بالأوراق المالية وهذا التصنيف كما يلي:  
(بوكسابي، 2006، صفحة 50\_51)

#### الصنف الأول: المتعاملين حسب الهدف

يعتبر المتعامل حسب الهدف أن هدفه الرئيسي هو معرفة تخطيط عمليات تداول الأوراق المالية في السوق ويتمثلون في ما يلي

**1: المضاربون المحترفون:** تهدف هذه المجموعة للاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم هؤلاء المضاربون المحترفون بمتابعة مختلف تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، كما أنهم يتنبؤون باتجاه السوق وتخطيط عملياته، مع محاولة استخدامهم لأدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنهم من تفسير مختلف العوامل الخارجية

المؤثرة على السوق، كما أنهم يهتمون بمعرفته كل العمليات الفنية القائمة داخل السوق وهذا من خلال التحليل الفني والأساسي.

**2: المضاربون الهواة:** تهدف هذه المجموعة لتستفيد من الأسعار وفوارقها، مع أنها لا تهتم بمختلف العوامل المؤثرة على السوق ولا تقوم بدراسته والتخطيط لاتجاهات السوق، كما أنها لا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع ارتفاع وانخفاض الأسعار للأسهم وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

**3: المتآمرون:** تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة من أجل تغيير السعر السائد في الورقة المالية بالسوق ليصبح أعلى أو أدنى من سعر العائد الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، هذا ويتميز المتآمرون بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم في السوق المالي.

**4: المستثمرون:** ينقسم المستثمرون إلى ما يلي:

\_\_ **المستثمر الداخلي** والذي يهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح.

\_\_ **المستثمر العادي** والذي يكون هدفه الأساسي هو تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري الذي يتحصل عليه جراء أعماله.

**الصف الثاني: حسب العرض والطلب**

وهنا يكون المتدخل في السوق المالي إما عارض لأمواله أو هو بحاجة لتمويل استثمار معين فيطلب أموال من العارضين.

**1: طالبو رؤوس الأموال**

وهم أصحاب الأموال أي المدخرات: أو من لهم فائض في مواردهم المالية؛ ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم طالبو رؤوس الأموال إلى فئتين:

الفئة الأولى: وفيها أصحاب المدخرات الفردية التي لها رأس مال قليل وتشكل من البنوك، شركات التأمين، صناديق الادخار والادخار.

الفئة الثانية: تتشكل من أصحاب الادخار الجماعي والذي يعتبر كمحرك للسوق.

### 2: عارضو رؤوس الأموال

ويقصد بعارضو رؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، يأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق. بالإضافة لكل هؤلاء المتدخلون في السوق يوجد السماسرة الذين يعتبرون كوسيط بين أصحاب العرض وأصحاب الطلب وفق شروط ويكونون مسجلين في البورصة.

### ثالثا: أهمية السوق المالي بالنسبة للمؤسسة

باعتبار أن المؤسسة تعمل في ظل منافسة حادة مع باقي المؤسسات في نفس القطاع أو غيره، فهي بحاجة لتمويل ومرجعية للتقييم، فالسوق المالي هو ذلك الأساس بالنسبة لحياة المؤسسة وله دور بالغ الأهمية بالنسبة لها ومن جوانب مختلفة نذكرها كما يلي: (محمد ب.، 2016، الصفحات 45-46)

**-تخفيض مخاطر الاستثمار وتوفير المعلومات:** يعمل السوق المالي على التقليل من المخاطر التي قد تتعرض لها المؤسسة مستقبلا وهذا من خلال التنوع في الأدوات المالية والاستثمارية المتاحة فيه، لأن السوق المالي يعرض محافظ مالية واستثمارية متنوعة ولقطاعات مختلفة مما يمكن المؤسسة من التعامل مع من تريد وبتكاليف تساعدها، حيث أن التنوع في المحفظة المالية هو الذي يعمل على تفادي أو تقليل المخاطر، كما أن السوق المالي يتمتع بشفافية عالية حيث أنه يقوم بنشر القوائم المالية للمؤسسات المدرجة فيه مما يسمح بوجود البيانات والمعلومات عن المؤسسات كلها وهذا ما يساهم في معرفة الوضعية التنافسية للمؤسسة.

**-مراقبة المؤسسة:** بما أن السوق المالي يتميز بالشفافية والافصاح عن القوائم المالية، فهذا بمثابة رقابة للسوق المالي عن المؤسسة مما يمكنه من الكشف عن الانحرافات الموجودة في تسيير المؤسسة الذي قد تؤدي بها للإفلاس،

مما يجعل المساهم متفطن وحذر بشأن أمواله ويراقب تسيير المؤسسة من خلال القوائم المنشورة في السوق المالي مما يجبر المؤسسة على إعادة النظر في أمورها.

-**رفع رأس مال المؤسسة:** المؤسسات الكبيرة تعمل على رفع رأس مالها من خلال الزيادة في عدد الأسهم الممتازة أو العادية، أو الحصول على قروض طويلة أجل، فهذه العملية تجعل المؤسسة تصدر وتطرح أوراقها المالية للاكتتاب في السوق المالي والمستثمر يتوجه إليه لشرائها، وهذا يساهم في زيادة رأس مال المؤسسة.

-**قياس القيمة السوقية للمؤسسة:** عملية تقييم المؤسسة لها أهداف مختلفة ولها طرق متعددة، والتقييم على أساس البورصة يعتمد على القيمة السوقية للأسهم، أي سعر السهم عند التداول الذي يخضع للعرض والطلب، أما التقييم في السوق المالي فان القيمة الاسمية والقيمة الدفترية ليست هي فقط المعيار لسعر السهم وإنما يؤخذ بعين الاعتبار العائد المتوقع توليده من السهم، أي على الأرباح الرأسمالية المتوقعة منه، حيث أن القيمة السوقية قد تكون أكبر أو أقل من القيمة الاسمية.

### رابعاً: خصائص و أقسام السوق المالي

نحاول في هذا الفرع من المطلب الأول أن نقوم بالتعريف بأهم الخصائص التي يتميز بها السوق المالي كونه محل اهتمام للعديد من المستثمرين وأصحاب الفائض أو العجز المالي، ومحاولة كذلك أن توضح أهم التقسيمات الواردة في السوق المالي، وهذا من أجل توضيح الفكرة والتعرف على المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية.

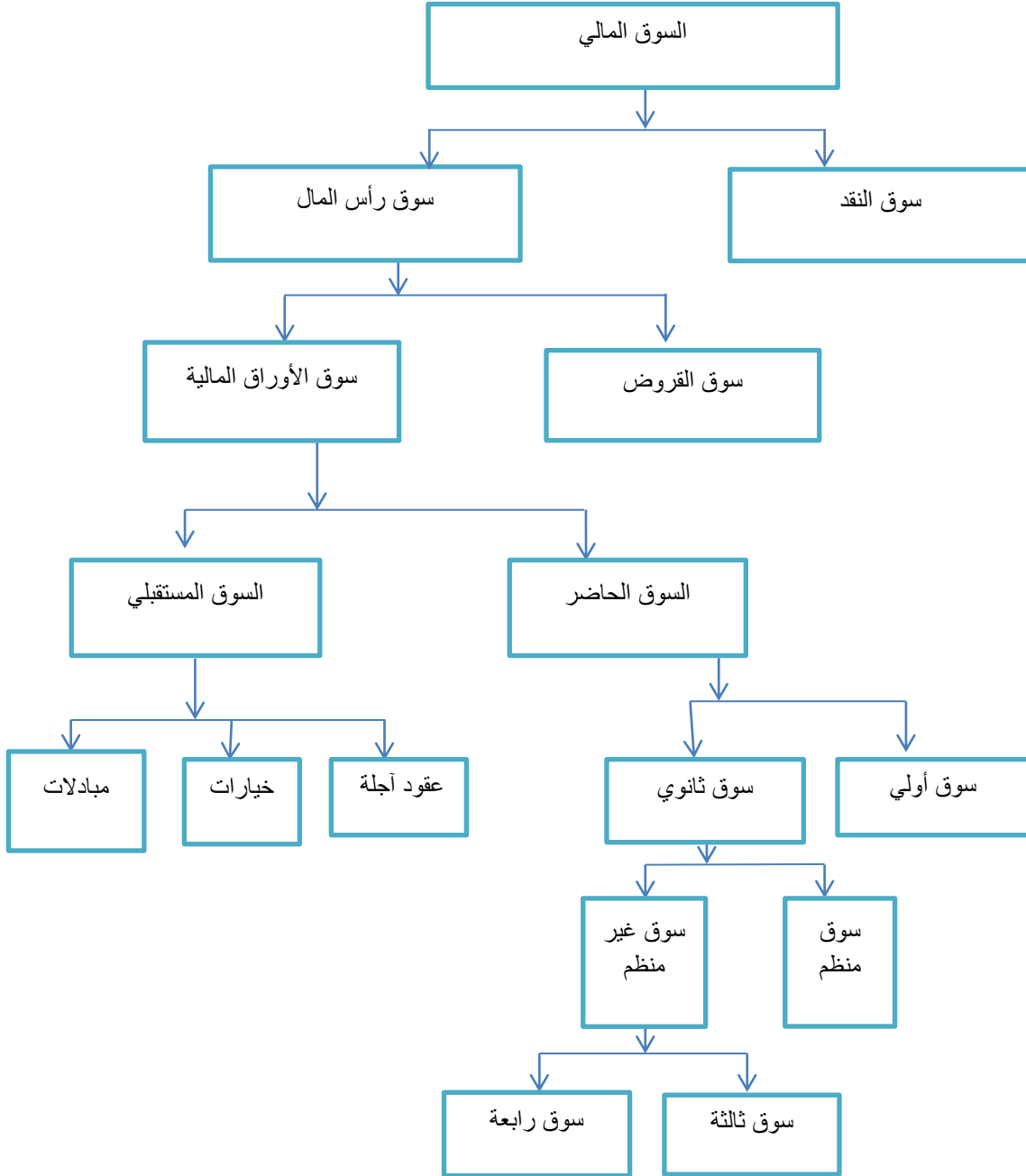
### 1- خصائص السوق المالي

يتميز السوق المالي بالخصائص التالية: (نجي، 2020، الصفحات 30-31)

- شفافية وعلنية المعلومات المتداولة في السوق للجميع حتى لا تكون هناك أي صعوبة في المعاملات والحصول على المعلومات لفئات معينة خاصة صغار المستثمرين.
- تنمية المدخرات بشكل قانوني وشرعي من أجل استثمار الأموال المدخرة وعدم تكديسها.
- تنوع الأوراق المالية في السوق المالية مما يسهل التعامل بين البائع والمشتري لها.
- مشروعية التعامل بالأوراق المالية بتنافس ولكن بضوابط قانونية تحكمها اللجنة العامة للبورصة.

2- أقسام السوق المالي

الشكل رقم 1-1: أقسام السوق المالي



المصدر: بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد همدان(2019) الأسواق المالية الدولية: تقييم أسهم وسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، الجزائر(بسكرة)، الطبعة الأولى، ص22.

من خلال المخطط أعلاه يمكننا القول أن السوق المالي ينقسم إلى قسمين رئيسيين وهما:

**1\_ سوق النقد:** حيث أن هذا الأخير يتم فيه تداول أوراق مالية قصيرة أجل مثل الكمبيالات وأذونات الخزنة، التي لا تتجاوز مدتها السنة الواحة ويتميز بكثرة السيولة والمرونة، كما يتميز بدرجة ثقة كبيرة بين المتعاملين فيه.

**2\_ سوق رأس المال:** هذا الأخير يتم فيه تداول أوراق مالية طويلة أجل مثل الأسهم والسندات، وهذه الأخيرة تصدرها الشركات والهيئات العامة، حيث أن سوق رأس المال ليس كيان واحد بل ينقسم بدوره إلى سوق أولي يتم فيه إصدار الأوراق المالي أول مرة للاكتتاب، بالإضافة للسوق الثانوي الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولي، وهذا الأخير أي السوق الثانوي ينقسم بدوره إلى سوق منظم (البورصة) والذي تحكمه قوانين من اللجنة العليا للبورصة والأوراق المالية المتعامل بها فيه تكون مقيدة في سجلات البورصة وكذا السماسرة، بالإضافة لسوق غير منظم (سوق سوداء، احتكارين، موازية) والتي يكون العمل فيها خارج عن القانون، كما ينقسم السوق غير المنظم بدوره إلى سوق ثالثة والتي جاءت من أجل تخفيض العمولة أي أن السماسر غير مقيد لدى البورصة، بالإضافة للسوق الرابعة والتي تقضي تماما عن العمولة والتكاليف والتي يكون التعامل فيها ما بين كبار المستثمرين والشركات الكبرى.

### المبحث الثاني: الإطار النظري لهيكل التمويل

يعتبر هيكل التمويل وسيلة هامة في المؤسسة الاقتصادية تستخدمها من أجل تمويل العمليات الاستثمارية والاستغلالية الخاصة بها، لذا سوف نحاول من خلال هذا المبحث التعرف على أهم المفاهيم المتعلقة بهيكل التمويل ومختلف التعاريف الواردة فيه، وهذا من أجل فك اللبس والغموض على الموضوع قبل البدء في دراسته، حيث أن التعاريف الواردة فيه مختلفة ومتعددة حسب وجهات نظر الباحثين والبيئات التي وردت فيها هذه التعاريف.

### المطلب الأول: ماهية هيكل التمويل

اختلفت التعاريف الخاصة بهيكل التمويل حسب وجهة نظر العديد من الباحثين والمختصين بمجال المالية والمحاسبة وكذلك حسب البيئة التي تمت فيها دراسات أغلب المهتمين بالموضوع، لذا سوف نقوم بذكر بعض التعاريف من أجل النظر في الموضوع ومن أجل تحليله بمنطق استنادا لما سبق من الدراسات، وفي هذا المطلب قامت الباحثة بتقسيمه إلى فرعية فرع أول مخصص للهيكل التمويلي أما الفرع الثاني فقامت بتخصيصه إلى الحديث عن هيكل رأس المال.

### أولاً: أساسيات هيكل التمويل

تتعدد المصادر التمويلية الخاصة بالمؤسسة من موارد داخلية وأخرى خارجي، وهذا ما يعرف بهيكل التمويل الذي يقوم المدير المالي بالاهتمام بالبحث عليه بتكاليف منخفضة من أجل الحصول على عوائد مرتفعة لتعظيم ثروة الملاك ورفع القيمة السوقية وهو الهدف الأسمى لأي مؤسسة.

### 1- تعريف هيكل التمويل

يعرف هيكل التمويل على أنه تشكيلة مصادر تحصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية" (عدنان ت.، 2009، صفحة 349)، نلاحظ أن هذا التعريف أن اهتم بالجانب المحاسبي والمالي، أي أن الأموال تكون في الجانب الأيسر لتمويل الأصول وهي أموال خاصة ومقترضة.

وهيكل التمويل هو مجموعة قرارات تتعلق بكيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة وتحديد المزيج التمويلي الأفضل لتغطية هذه الاستثمارات (أحمد، تمويل المنشآت الاقتصادية، 2008، صفحة 24)، وبالتالي عرف هيكل التمويل هنا على أساس ما تقوم به الإدارة المالية وهو اتخاذ قرارات مهمة كالبحث عن مختلف المصادر التمويلية من أجل مباشرة العمليات الاستثمارية من خلال المزيج الذي تشكله.

كما أن هيكل التمويل هو تلك التشكيلة المثلى التي تقوم المؤسسة باختيارها وتحصل عليها من مصادر مختلفة من أجل تمويل استثماراتها وعملياتها، أي أنه يمثل كل المطلوبات في ميزانية المؤسسة طويلة وقصيرة الأجل (Lawrence, 2000, p. 358)، هذا التعريف ينظر للهيكل المالي من ناحية التوليفة التي تعتمد عليها المؤسسة لتشكيل خليط أمثل من الديون والأموال الخاصة لتغطية عملياتها.

ويعرف هيكل التمويل كذلك على أنه جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وأيضاً سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل (عبد الغفار ا.، 2002، صفحة 128)، هذا التعريف نلاحظ أنه يركز على نوعية الأموال التي تختارها المؤسسة وآجال استحقاقها.

ويرى آخرون أن هيكل التمويل هو كذلك قيام المؤسسة باللجوء للدين إلى جانب ما هو متوفر من أموال خاصة للملاك، ومن هنا يرى البعض أن هيكل التمويل يشير للجوانب المختلفة التي تمويل بها الأصول (جمال الدين ا.، 2006، صفحة 244)

كما أن هيكل التمويل في حقيقة الأمر هو طريقة نعبر بها على المال المستثمر ومدى التناسق بين مكونات ومصادر استخدامه، مع بيان أثرها على الربحية والسيولة والمخاطرة، وهو مجموعة مصادر طويلة وقصيرة أجل تتكون من مصادر داخلية وخارجية (حلمي، 1971، صفحة 46\_52)، وهذا التعريف شامل نوعاً ما ويبين أن الهيكل التمويلي هو مصادر تمويلية متعددة المكونات والآجال تستخدم لتمويل الاستثمار وتؤثر فيما بعد على ربحية وسيولة المؤسسة في حال أحسنت المؤسسة استخدامها.

خلال التعاريف السابقة الذكر يمكننا القول أن هيكل التمويل هو توليفة أموال تتحصل عليها المؤسسة من مصادر داخلية أو خارجية مع اختلاف آجال استحقاقها، علماً أنها محاسبياً تتواجد في الجانب الأيسر للميزانية العمومية وهذه المصادر عادة تستخدم من أجل عمليات وأنشطة المؤسسة وهي تمتاز بالمرونة أي يمكن تعديلها

حسب الظروف، ولكل منها تكلفة معينة، كما أن طريقة مزجها وتشكيلها للوصول إلى ما يعرف بالهيكل التمويلي تؤثر على التكاليف وعلى ثروة الملاك وهذا يؤثر على قيمة المؤسسة.

### 2- أهداف هيكل التمويل

يهدف هيكل التمويل للمؤسسة إلى تحقيق ما يلي: (هنادي، 2018، صفحة 75\_84)

- **تعظيم القيمة الحالية للمؤسسة:** أي أنه يهدف لتعظيم الأرباح النقدية الخاصة بالمؤسسة والتي يتوقع المساهمون الحصول عليها، وتعظيم القيمة تعتبر محصلة نهائية لمختلف القرارات المالية والاستثمارية التي تتخذها المؤسسة في مجال التمويل، ذلك لأن القرار المالي الصائب يؤثر على حجم العوائد المالية وكذا حجم المخاطر المراد تفاديها من أجل تحقيق أعلى قيمة للمؤسسة وزيادة الانتاجية والربحية.
- **توفير السيولة:** وهذا من شأنه المساهمة في مواجهة كل التزامات المؤسسة القصيرة الأمد وتكاليف معقولة من أجل تعزيز ثقة المستثمرين في المؤسسة.
- **تحقيق الربحية:** تأتي من خلال توزيع عقلائي ورشيد لمختلف الموارد المالية المتواجدة لدى المؤسسة على الأصول والعمليات بطريقة ملائمة أي ترتيب لمصادر التمويل من أموال مقترضة وخاصة لتحقيق أكبر عائد ممكن ما يساهم في رفع قيمة المؤسسة.

### ثانيا: هيكل رأس المال capital structure

يعتبر تشكيل هيكل تمويل وتطبيق ما هو مخطط له أعظم تحدي بالنسبة لأي مؤسسة كانت، لأنه يستوجب الأخذ بعين الاعتبار عاملي الوقت والتكلفة، لتحقيق عوائد مرتفعة وهذا ما يجعل المهتم به يريد أن يفرق بين الهيكل التمويلي وهيكل رأس المال الذي يعمل به على الأجل الطويل، خاصة في ظل التقلبات الكبيرة التي يشهدها لعالم للظروف الاقتصادية والمناخية وتقلبات أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.

### 1- تعريف هيكل رأس المال

يعرف هيكل رأس المال على أنه مزيج يتضمن مصادر تمويلية طويلة أجل وهي حقوق الملكية والقروض طويلة أجل (عبد الخالق ، 2014 ، صفحة 86)، من خلال هذا التعريف يمكننا القول أن هيكل رأس المال هو جزء من هيكل التمويل، حيث أن الهيكل التمويلي يحتوي على كل المصادر المالية الموجودة لدى المؤسسة بينما هيكل

رأس المال يضم فقط المصادر الطويلة الأجل، أي أنه يضم التمويل الدائم فقط ويستبعد الائتمان القصير الأجل ومنه يمكننا القول أن هيكل رأس المال ما هو إلا جزء من هيكل التمويل للمؤسسة (عبد الوهاب د.، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، 2006)، أي أنه تشكيلة موارد مالية خاصة وديون عند مزجها تتحصل المؤسسة على التمويل الدائم الذي تحتاجه للعمليات طويلة الأجل مثل تمويل الاستثمارات وعمليات التوسع، حيث أن هيكل رأس المال يتضمن مصادر التمويل طويلة الأجل من أموال خاصة وديون كما يعرف كذلك على أنه التمويل الدائم بالمؤسسة وهو جزء من هيكل التمويل يكون بالعلاقة التالية: هيكل رأس المال = قروض طويلة أجل + أسهم ممتازة + أسهم عادية، ويعطى بالعلاقة هيكل رأس المال = مجموع الأصول - الخصوم المتداولة (جهرة، 2017، صفحة 175\_194)

كما يعرف هيكل رأس المال على أنه ذلك المزيج من مصادر تمويلية دائمة وطويلة أجل كحقوق الملكية والدين، والأرباح المحتجزة الذي يحدد العلاقة بين هذه العناصر فيما بينها والعلاقة بينها وبين القيمة السوقية للمؤسسة (غنيم، 2005، صفحة 504) حيث جاء هذا التعريف ليبين أن المزيج التمويلي الذي تستخدمه المؤسسة يرتبط بالقيمة السوقية للمؤسسة.

كما يرى (Ritter, 2008) أنه المصادر التمويلية التي تقتربها المؤسسة من الخارج يضاف لها مصادر التمويل المتاحة داخليا (أسهم عادية، أسهم ممتازة، احتياطات) من أجل تمويل مختلف استثماراتها.

فيما ترى (صبيحة قاسم هاشم) أن هيكل التمويل عبارة عن إجمالي مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة طويلة وقصيرة الأجل من أموال خاصة وديون، أي كل المطلوبات الموجودة في الميزانية العمومية للمؤسسة، حيث أنه تمثل توليفات مختلفة بمثابة بدائل متاحة أمام المؤسسة لتقوم بالمفاضلة بينها واختيار أفضل بديل تمويلي الذي يحقق أهداف الإدارة المالية وهي رفع قيمة المؤسسة والبقاء، أما عن هيكل رأس المال فترى أنه طريقة مثلى تنتهجها المؤسسة لتمويل موجوداتها واستثماراتها بذلك المزيج الأمثل الذي اختارته والذي يستبعد كل المصادر قصيرة الأجل (صبيحة، 2015، صفحة 65\_85)

### 2- آلية تحديد هيكل رأس مال أمثل

عموما لا توجد طريقة مثلى يمكن من خلالها أن تقوم المؤسسات بتحديد هيكل رأس مال أمثل وتتبعها لحساب نسبة الديون إلى حقوق الملكية حتى تكون كدليل بأن الهيكل المستخدم أمثل، لأن هذا الأخير يختلف

باختلاف المتغيرات الخارجية (أسعار الفائدة، البيئة الاقتصادية، ...)، حيث تقوم بعض المؤسسات بزيادة رأس مالها الخاص بالاعتماد على الديون بدلا من الأموال الخاصة وهذا ما يجنبها اندازات سلبية حول القرارات التمويلية وسيكون الخبر المتعلق بزيادة ديون الشركة كإشارة إيجابية عليها في السوق، كما قد تلجأ مؤسسة أخرى إلى حساب نسبة الدين إلى حق الملكية أو مقارنة نسبة الرفع المالي لها بمؤسسات أخرى في نفس الصناعة والقطاع، لمعرفة إذا كانت تستخدم مبلغ مقبول من الدين في هيكلها المالي أو لا (googleweblight.com, 2020)

### المطلب الثاني: هيكل التمويل الأمثل وهيكل التمويل المستهدف

تحاول كل مؤسسة منذ التفكير في مشاريع استثمارية أن تجد هيكل مالي يناسب احتياجاتها، وتشكيل المزيج المناسب يحتاج جهد ووقت، لكن السؤال الذي يطرح نفسه دائما هل هناك هيكل تمويلي أمثل أو لا؟ حيث أن عمل المدير المالي مستمر لأن مهمته لا تنتهي عند البحث عن المصادر التمويلية ولكن يجب أن يكون موفق في طريقة المزج بينها حتى يشكل ذلك المزيج المعروف بالمثالي الذي تستطيع من خلاله المؤسسة أن تحقق عوائد مرضية تعظم ثروة الملاك وترفع من قيمتها السوقية.

### أولاً: تعاريف مختلفة لهيكل التمويل الأمثل

نقوم في هذا الفرع بتقديم تعاريف مختلفة لهيكل التمويل الأمثل بالإضافة إلى مختلف المزايا التي يتميز بها وتقديم بعض العوامل التي تؤثر مباشرة فيه.

#### 1- تعريف هيكل التمويل الأمثل

يمثل هيكل التمويل الطريقة التي تمول بها المؤسسة أصولها وموجوداتها، والاشكال المطروح هو كيف يقوم المدير المالي بمزج هذه العناصر المالية المتوفرة لديه للحصول على هيكل مالي أمثل؟ هذا ما يجعله يقوم بتشكيل عدة توليفات ثم اختيار أفضلها والذي يتناسب مع ما هو مدروس من تكلفة وعائد مطلوب تحقيقه، وهذا ما نحاول معرفته في هذا المطلب أي التعرف على الهيكل المالي المستهدف والهيكل المالي الأمثل بالمؤسسة.

يعرف هيكل التمويل الأمثل على أنه ذلك المزيج من التمويل الممتلك أو المقترض الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة التمويل عند حدها الأدنى مما يعظم ثروة الملاك (سليمان، 2008، صفحة 64)، من خلال هذا

التعريف نقول أن الهيكل المالي الأمثل هو الذي يخفض التكلفة إلى حدودها الدنيا وهذا ما يعمل على رفع قيمة المؤسسة إلى أعلى حد لها ما يساهم في بقائها في السوق ويجعلها في وضع تنافسي جيد.

كما يتمثل هيكل التمويل الأمثل في مدى قدرة المؤسسة في اختيارها لنسب متوازنة من بين ما هو متاح لديها من تمويل خاص وديون ما يؤدي لتخفيض تكاليف رأس المال لأدنى حد ممكن ما يؤدي لتعظيم قيمة المؤسسة لأعلى حد ممكن (عبد الوهاب د.، 2006، صفحة 108)، من خلال هذا التعريف نرى أن الهيكل المالي الأمثل يأتي من مقدرة المؤسسة أو مديرها المالي على اختيار أموال خاصة وديون ثم يقوم بمزجها بنسب متوازنة تساهم في خفض التكلفة ورفع العائد، أي أن الهيكل المالي الأمثل راجع لكفاءة المدير المالي داخل الإدارة المالية من أجل تحقيق أهداف المؤسسة وهي زيادة ثروة الملاك ما يساهم في رفع قيمة المؤسسة في السوق.

ويعرف هيكل التمويل الأمثل على أنه ذلك المزيج الذي يتم اختياره وفقا للمصادر الأكثر ربحية للمؤسسات وهو يتوقف على قيود ترتبط بالقيمة السوقية للسهم، وهذا الأخير يجب أن يحقق توازن بين العائد والخطر المتأني من الاعتماد على القروض وهذا ما يؤكد ضرورة الاختيار الأمثل والدقيق للهيكل المالي الذي يوازن بين الربحية والمخاطر المالية (فتحي ا.، 2007، الصفحات 299-300)، من خلال هذا التعريف نرى أن المؤسسة تشكل هيكلها الأمثل من خلال العناصر التمويلية التي تساهم في رفع أرباح المؤسسة وقيمتها فقط كالديون التي تحقق عوائد أكبر، وهذا من خلال الاهتمام بالعلاقة الطردية بين العائد والمخاطر، ولكن ما يؤخذ على هذا التعريف أنه يهتم فقط بالمستثمر المغامر الذي يعمل في ظل مخاطر كبيرة لتحقيق عوائد أكبر، لكن عقلية المستثمر تختلف وكذا الساسة المالية تختلف من مؤسسة لأخرى.

هذا ويعرف هيكل التمويل الأمثل على أنه تلك التوليفة من الأموال الخاصة والقروض التي تحدث توازن ما بين العائد والخطر بطريقة تعظم القيمة السوقية للمؤسسة ما يجعل المعدل الموزون لتكلفة رأس المال في أدنى مستوى له (جليل، 2013، صفحة 310)، من خلال هذا التعريف ترى الباحثة أن المؤسسة تشكل هيكلها الأمثل من خلال المزج المتوازن للعناصر المالية (أموال خاصة، ديون)، مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر التي قد تحملها هذه العناصر مستقبلا والعوائد المرجوة منها بعد الاستثمار بها، من أجل تحقيق غاية المؤسسة وهي رفع القيمة السوقية لها في ظل تكاليف رأس مال منخفضة.

وهيكل التمويل الأمثل هو المزيج الصحيح لحقوق الملكية والديون الذي يسمح للشركة بالحصول على حد أدنى للتكلفة وتحقيق أعظم قيمة للمؤسسة، حيث أنه كلما انخفضت التكلفة ترتفع القيمة السوقية، كما أن وجود

## الفصل الأول: هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية

الدين بكثرة يخفض من التكلفة لكن إذا زاد عن حده يؤدي للمخاطر المختلفة لذا وجب على المؤسسة أن توازن بين الأمرين للاستفادة منهما (ستوتز، 2020)، من خلال هذا التعريف نرى أن المؤسسة تشكل هيكلها الأمثل من خلال مزج الأموال الخاصة والديون مع محاولة الاعتماد أكثر على الديون للحصول على منافع الرفع المالي، ولكن لا يجب الإكثار من الديون بطريقة تجعل الأمور تنقلب عكسيا على المؤسسة لأنه في حال الخسارة فأن المؤسسة تخسر رأس مالها وتكون مضطرة لدفع الفوائد وإعادة أصل القروض مما يجعلها في حالة ضائقة مالية شديدة.

من خلال ما سبق يمكننا القول أن هيكل التمويل الأمثل هو ذلك المزيج الذي تحصل عليه المؤسسة بعد دراسة جدوى لمختلف البدائل التمويلية المتاحة واختيار أفضلها وأقلها تكلفة، ومزجها بطريقة صحيحة من حيث نسبة مساهمة كل من الأموال الخاصة والديون في هيكل التمويل الأمثل، أي اختيار العناصر التي تحقق أكبر ثروة بالنسبة للملاك، من أجل جعل التكلفة في أدنى مستوياتها وجعل قيمة المؤسسة في أعلى مستوياتها.

### الجدول رقم 1-1: الفرق بين هيكل التمويل، هيكل رأس المال وهيكل التمويل الأمثل

هيكل التمويل	هيكل رأس المال	هيكل التمويل الأمثل
هو تلك الطريقة التي تمول بها المؤسسة أصولها وعملياتها الاستثمارية أي جانب الخصوم بالميزانية العمومية للمؤسسة، كما أنه يحتوي على كل الموارد المالية طويلة وقصيرة الأجل الموجودة لدى المؤسسة.	يمثل ذلك التمويل الدائم بالمؤسسة الذي تستخدمه لتمويل العمليات الاستثمارية طويلة الأمد، يتكون من قروض طويلة أجل وأسهم ممتازة وحقوق الملكية.	هو ذلك الهيكل التمويلي الذي تستنتجه المؤسسة بعد دراسة للعديد من البدائل التمويلية المتاحة أمامها، حيث يتم في الأخير الوصول لمزيج أمثل يعمل على تدنية التكلفة لأدنى حد ممكن ورفع العائد لأعلى حد ممكن.

المصدر: من اعداد الباحثة.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن هناك فرق بين المفاهيم الثلاثة التي يخلط بينها العديد، حيث أن هيكل التمويل يمثل جميع الاحتياجات المالية من أموال خاصة وديون بمختلف آجالها سواء طويلة أو قصيرة الأمد الموجودة بحوزة المؤسسة خلال فترة معينة، أما بالنسبة لهيكل رأس المال فهو جزء من الهيكل المالي والذي يمثل

الأموال الطويلة الأمد بالمؤسسة فقط والتي تستخدم لتمويل الاستثمارات الطويلة الأمد، أي أنه لا يحتوي على التمويل القصير الأجل، بينما هيكل التمويل الأمثل فهو ذلك الهيكل المالي الذي ترغب كل مؤسسة في الحصول عليه لأنه يتشكل من مصادر مالية منخفضة التكاليف وتساهم في رفع قيمة المؤسسة وثروة ملاكها.

### 2- مزايا هيكل التمويل الأمثل:

لهيكل التمويل الأمثل مزايا تعود على المؤسسة بالإيجاب نذكر من بينها ما يلي: (محمد م.، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، 2006، صفحة 311)

\_\_ تدني قيمة المؤسسة عند استخدامه المعدل الموزون لتكلفة التمويل؛

\_\_ يعمل على تعظيم عوائد المؤسسة والعائد علة حق الملكية؛

\_\_ يعمل على زيادة وتعظيم ثروة المالكين من خلال زيادة الفرص الاستثمارية؛

### 3- عوامل تؤثر على هيكل التمويل الأمثل

هناك بعض العوامل تؤثر على الهيكل التمويلي الأمثل وهي (ستوتز، 2020)

\_\_ تؤثر عليه الفوائد المستحقة من الديون.

\_\_ تؤثر عليه تكلفة أموال حق الملكية.

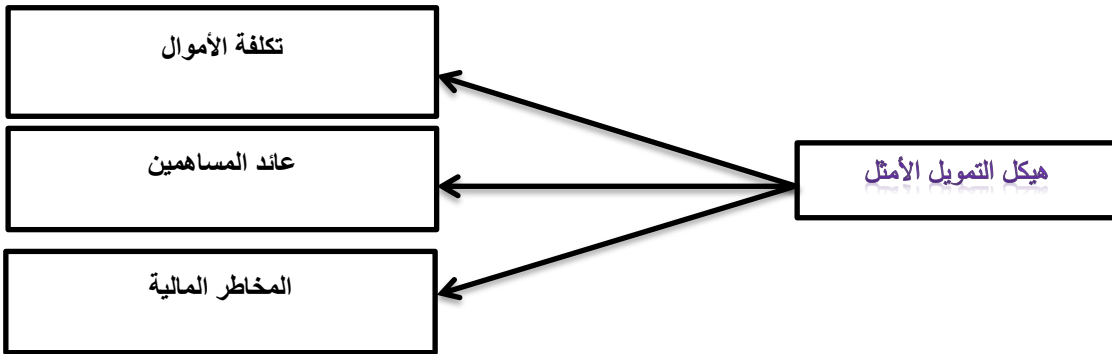
\_\_ تؤثر عليه التكلفة الوسطية المرجحة.

هذا ونرى أن لهذه العوامل تأثير واضح على هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة، باعتبار أن التكلفة هي عامل أساسي ومهم للحصول على مصادر تمويلية، حيث أن تخفيض التكاليف لكل مصدر يعمل على خفض التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال الكلي، وهذا من شأنه أن يجد من وقوع المؤسسة في عسر مالي وكذا يجعلها تعمل على إيجاد مزيج من الموارد المالية الداخلية والخارجية ولا تعتمد فقط على الموارد الداخلية، لأن الاعتماد على مصدر وحيد من الموارد قد يوقع المؤسسة مستقبلاً في مخاطر السيولة أو مخاطر عدم القدرة على تسديد الفوائد أو أصل الدين، ما يدفعها للحل أو الإفلاس، كما أن تخفيض التكاليف هو الذي يرفع من قيمة المؤسسة، ويزيد

أرباحها ومبيعاتها، ويؤثر مباشرة على القيمة السوقية لها مع المنافسين، مما يجعلها قادرة على البقاء والاستمرار في ظل المنافسة الحادة الموجودة في السوق.

**4- معايير هيكل التمويل الأمثل:** يمثل الشكل أدناه مختلف المعايير الخاصة بالهيكل المالي الأمثل والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عند محاولة تحديد هيكل مالي أمثل خاص بالمؤسسة.

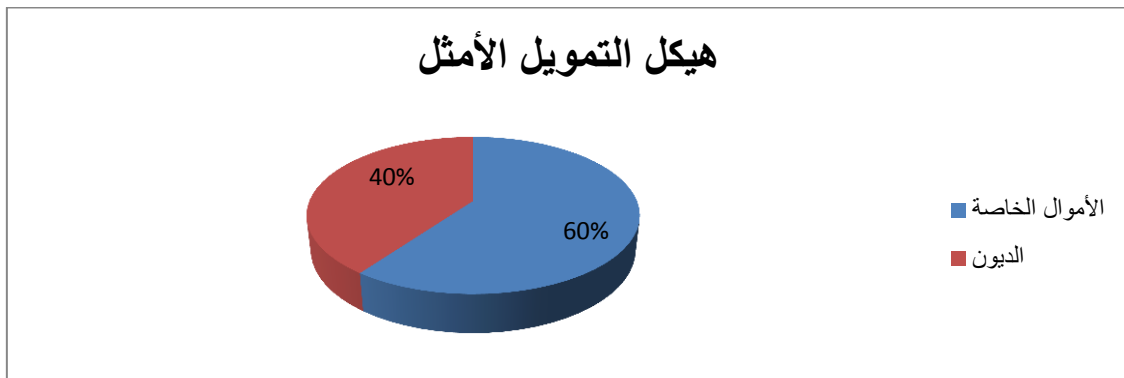
الشكل رقم 2-1: معايير هيكل التمويل الأمثل



المصدر: حمزة محمود الزبيدي (2006) أساسيات الإدارة المالية، عمان (الأردن)، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ص 316.

من خلال ما سبق وحسب معايير التوازن المالي نرى أن هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة يتكون من الأموال الخاصة أكبر من الديون حتى تتمكن المؤسسة من ممارسة نشاطاتها في أحسن حال ودون خوف من عدم سداد الفوائد ومستحقات الدين.

الشكل رقم 3-1: هيكل التمويل الأمثل



المصدر: من اعداد الباحثة.

### ثانياً: هيكل التمويل المستهدف

تعمل المؤسسة على تحليل العوامل التي تحيط بها في كل من البيئة الداخلية والبيئة الخارجية، من أجل تحديد هيكل تمويل مستهدف تحدد فيه الأموال المملوكة والمقترضة التي تستخدمها في استثماراتها، مع تحديد نسبة كل مصدر منهما وتعمل على أن يكون مرناً، أي يمكن تغييره وفقاً للعوامل المحيطة بها ووفقاً لتغيرات الظروف، حيث أن هيكل التمويل المستهدف يوضح الرؤيا المتخذ القرار داخل المؤسسة. (محمود، 2005، صفحة 76)، كما يقصد به ذلك الخليط من الأموال الخاصة والديون الذي ترغب المؤسسة في تشكيله والذي ينبغي من خلاله تحقيق أهدافها وهي خفض التكلفة ورفع العائد، ولكنه يختلف باختلاف الوقت والمصادر التمويلية المتاحة والظروف التي تعمل ضمنها المؤسسة، أي أنه يجب أن يكون مرناً ما يجبر إدارة المؤسسة أن تعتمد التركيبة التي تحقق الأهداف حسب الوقت أي لا تلتزم بتركيبة واحدة خاصة عند اتخاذ القرارات المهمة في التمويل والاستثمار (شكري، 2020، صفحة 22\_3)

### المطلب الثالث: خصائص هيكل التمويل والعوامل المؤثرة عليه

يتمثل الهيكل التمويل في مختلف المصادر التمويلية طويلة وقصيرة الأجل التي تتحصل عليها المؤسسة، وهو طريقة تمزج بها مختلف هذه المكونات لتشكيل ما يعرف بالهيكل المالي الأمثل الذي يعمل على تدنية التكاليف ورفع العوائد، ولكن هناك بعض الخصائص يجب أن يمتاز بها الهيكل المالي، كما توجد بعض العوامل التي تؤثر عليه وعلى طريقة تشكيله وهذا ما يوقع المؤسسة التي لا تمتاز بالرقابة الجيدة في مشاكل مختلفة.

### أولاً: خصائص هيكل التمويل الأمثل

يتميز هيكل التمويل الذي تستخدمه الشركة طول مدة استثماراتها بمميزات وخصائص معينة يتحلى بها من بينها ما يلي: (فرحات، 2000، صفحة 252\_253)

- 1\_ **الربحية:** هيكل التمويل الذي تستخدمه المؤسسة خلال القيام بمختلف العمليات الخاصة بها يجب أن يعود عليها بالنفع، وهذا من خلال بلوغ أقصى استخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام باقل تكلفة ممكنة.
- 2\_ **القدرة على الوفاء بالدين:** فيجب ألا يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي نفس الوقت يجنب ملاكها (حملة الاسهم العادية) أي مخاطر مالية إضافية.

3\_ **المرونة:** وتعني أن هيكل التمويل لا يجب أن يكون جامد وغير قابل للتعديل، يجب أن يتصف بالقدرة على التغيير والتعديل لمصادر الاموال (أموال الملكية والاقتراض بأنواعه) تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة الى الاموال وباقل تكلفة ممكنة.

4\_ **الرقابة:** يجب أن يتضمن هيكل التمويل أقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة. وتعتبر المتطلبات السابقة هي السمات العامة لهيكل التمويل المناسب، وقد تعكس الصفات الخاصة للمؤسسة بعض الملامح الاضافية المحددة، مثال ذلك قد تعطي مؤسسة ما أهمية أكبر للمرونة عن الرقابة بينما تهتم مؤسسة أخرى بالقدرة على الوفاء بالدين أكثر من أي متطلبات أخرى بل أكثر من ذلك، فإنه قد تتغير الأهمية النسبية لهذه المتطلبات مع تغير الظروف، لذلك يجب أن يكون الهيكل المالي للمؤسسة قابلاً للتكيف بسهولة مع الظروف المتغيرة.

5\_ **تقليل المخاطر المالية والحد من أثرها على مخاطر الأعمال ومعدلات نمو المؤسسة.**

6\_ **المساهمة في تحقيق توازن بين مكونات الهيكل التمويلي.**

ومن خلال ما سبق نرى أن هيكل التمويل الأمثل ينفرد عن هيكل التمويل بخصائص تجعل منه أمثل وذو قيمة للمؤسسة وكل أطرافها حيث أنه يعمل على تدنية تكلفة كل مصدر تمويلي على حدى قبل الحصول عليه، وهذا يساهم في خفض تكلفة مصادر التمويل ككل أي خفض التكلفة الوسيطة المرجحة التي سوف تنطبق لها بالتفصيل في الفصول القادمة، وهذا يساهم في تحقيق أرباح تفوق التكاليف مما يجعل المؤسسة تنافس بالأسعار والجودة، مما يعمل على تعزيز ثقة المستهلك في منتجات المؤسسة، وهذا يساعد في رفع قيمة المؤسسة لأعلى حد ممكن.

كما أن هيكل التمويل الأمثل يتميز بالمرونة أي أنه غير ثابت ومن الممكن تعديله وتغييره في أي لحظة ممكنة، وهذه نقطة مهمة وأساسية يجب العمل عليها حتى لا يكون هيكل التمويل جامد وثابت، ففي حال تعرض المؤسسة لخطر مالي أو خسارة مؤقتة أو ظرف طارئ (اقتصادي، بيئي...) لا يمكنها التصدي له، لأن الهيكل المرن يستخدم لأجل هذه الأمور، وكذا في حالة زيادة مبيعات المؤسسة وحصولها على اقبال من المستهلكين تكون المؤسسة قادرة على الحصول على تمويل آخر للإنتاج ولا تضيق الفرص وتتركها للمنافسين، كما أن عنصر المرونة يساهم في تحقيق التوازن بين الموارد المالية من أموال خاصة وديون.

ومن بين أهم الخصائص التي يحظى بها هيكل التمويل الأمثل هي الربحية ذلك لأنه تم الحصول على مختلف مصادره بتكاليف منخفضة وهذا يعزز من أرباح المؤسسة، ويحقق لها عوائد ترضي الملاك والدائنين، حتى تكون

هناك توزيعات أرباح للمساهمين ولا تضيع حقوقهم كلها كاستحقاقات لأصحاب الدين باعتبار أن المساهم آخر من يتحصل على حقوقه، فإذا كانت العوائد منخفضة كل سنة هذا يجعل كل الملاك يتخلصون من أوراقهم المالية (أسهمهم) بالبيع في السوق المالي مما يجعل الثقة في المؤسسة من طرف المستثمرين منعدمة، وهذا أمر سلبي بالنسبة للمؤسسة.

وبهذا يمكننا القول أن هيكل التمويل الأمثل هو نقطة مهمة تركز عليها المؤسسة، من أجل تحقيق عوائد وكسب ثقة المستثمرين والمنافسة بشدة مع باقي المؤسسات، وهذا لا يتم إلا من خلال الرقابة القبلية والبعديّة والآنية لكل الأمور المالية بالمؤسسة من أجل تفادي أو تقليل المخاطر والاطلاع على كل الفرص المتاحة في السوق حتى لا تكون هناك فرص تضيع من المؤسسة بسبب انعدام التمويل.

### ثانياً: العوامل المؤثرة على هيكل التمويل

تقوم المؤسسة قبل مباشرة نشاطها بتحديد تركيبة معينة وترقى لتكون مثلى من الموارد المالية المتاحة لديها، وهي مزيج من الأموال الخاصة والديون لتعمل بما في ظروف عدم التأكد مما يجعلها تتعرض لبعض المؤثرات والعوامل سواء كانت داخلية أو خارجية وهي: (مطلق، 2014، صفحة 33\_34)

1. **نمو المبيعات:** زيادة مبيعات المؤسسة بمعدل نمو عال يعني أن المؤسسة يمكنها تمويل هذا النمو من الدين لأنه بإمكانها تعظيم عوائد المساهمين دون الخوف من تراجع المبيعات.
2. **استقرار المبيعات:** هناك علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات والأرباح والتمويل بالديون، حيث أنه كلما استقرت المبيعات والأرباح تستفيد المؤسسة من الرفع المالي وتنخفض المخاطرة.
3. **درجة المنافسة:** يعتمد هذا العامل على مدى استقرار الأرباح، حيث أنه كلما زادت المنافسة السعرية بين المؤسسات ينحصر هامش الربح وهذا يقلل من امكانية الاقتراض بسبب قلة مقدرتها على خدمة الديون التي تعتمد على عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة المدفوعة.
4. **بنية الموجودات:** توجد علاقة بين الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين حيث أن هذه الأخيرة تكون أقل عندما ترتفع نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات، ومنه نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف تكون مرتفعة ما يعني أن المؤسسة لها درجة رفع تشغيلي عالية وأرباحها حساسة لتغيرات المبيعات.

5. موقف الإدارة اتجاه الخطر: تختلف المؤسسات في موقفها اتجاه الخطر فإذا كانت إدارة مؤسسة ما تتجنب الكثير من الخطر فهي لا تمول احتياجاتها بالدين إلا في حدود ضيقة، أما إذا كانت تتجنب الخطر بشكل أقل فهي تلجأ للدين من أجل تعظيم العوائد.
6. موقف المؤسسات التمويلية اتجاه الخطر: يعتبر هذا الموقف كعامل مهم في تحديد نسبة المديونية المثلى والترتيب الائتماني لها، ومنه مقدرتها على الاقتراض بشروط تناسبها.
- كما توجد عوامل أخرى تؤثر على هيكل التمويل والتي تتمثل في ما يلي: (زوينة، 2018، صفحة 201\_212)

- المخاطر التشغيلية: والتي تتعلق بنشاط المؤسسة وأعمالها في الأوقات التي لا تستخدم فيها المؤسسة الديون من أجل التمويل، كالمخاطر التكنولوجية وغيرها حيث أنه بارتفاع هذه المخاطر تنقص قدرة المؤسسة على الحصول على الديون.
- الموقف الضريبي: يعتبر هذا العامل أمر يشجع المؤسسة على استخدام القروض في هيكلها المالي بسبب الوفرة الضريبية التي تنتج عن استخدامه، هذا لأن التكلفة الحقيقية للديون تنخفض مع ارتفاع الضرائب.
- المرونة التمويلية: يعبر هذا العامل على أن المؤسسة باستطاعتها التمويل بالديون بشروط تناسبها وبأسعار فوائد مناسبة مهما كانت الظروف، ذلك لأن مانح الدين يهتم بالمركز المالي للمؤسسة وقدرتها التمويلية حتى يضمن بأن المؤسسة سوف تكون قادرة على رد أمواله في آجال استحقاقها.
- درجة التحفظ أو جرأة الإدارة: يعبر هذا العامل على أن المؤسسة فيها مجموعات مختلفة من الأشخاص وسلوكياتهم تختلف فهناك من خو مخاطر في عمله وهناك من هو متحفظ وكذلك المعتدل مما يعني أن الإدارة فيها اختلاف في تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة.

هذا وتوجد عوامل أخرى تؤثر على هيكل التمويل الأمثل ونذكر من بينها مثلاً:

- انعدام أو نقص الرقابة سواء على الأموال أو على خطوط الانتاج أو مختلف العمليات التي تقوم بها المؤسسة وهذا يؤثر وبشكل واضح وكبير على الأموال والأرباح.
- عدم اعتماد المؤسسة على سياسة مالية واضحة ومستقرة مما يشكل هدر لبعض التمويل دون تحقيق أرباح.

- عدم اهتمام المؤسسة بنشر القوائم المالية الخاصة بها، لأن نشر القوائم المالية يعزز من ثقة المستثمر في المؤسسة ونتائجها المالية ويستطيع مقارنة بين المؤسسات المتاحة في السوق.
- عزل الإدارة المالية عن مختلف الإدارات واتخاذ قرارات مالية واستثمارية دون الرجوع للإدارات الأخرى.
- ترك دراسة جدوى البدائل المالية لآخر لحظة مما يجعل مانح التمويل يفرض تكاليف مرتفعة.

### ثالثا: قرار المؤسسة بشأن هيكل التمويل

تقوم المؤسسة أحيانا باتخاذ قرار يتعلق بالمزيج التمويلي الذي تستخدمه لاحقا في أنشطتها، أي النسبة التي تأخذها من كل عنصر من الموارد المالية المملوكة أو المستدانة، ففي بعض الحالات تقرر الاعتماد في تمويل استثماراتها على القروض وحقوق الملكية فقط، أي أنها تستبعد التمويل بالأسهم الممتازة، وكذلك تقرر نسبة مستهدفة من العنصرين داخل المزيج وبما أن تكلفة العناصر التمويلية تختلف من عنصر لآخر باختلاف المخاطر التي يتعرض لها العائد فهذا يؤدي لاختلاف التكلفة الكلية التي تختلف هي الأخيرة باختلاف قرارات المؤسسة التي تتعلق بالهيكل التمويلي المستخدم (قاسم ن.، 2009، صفحة 334)

حيث نرى أن قرار المؤسسة بشأن هيكل التمويل قد يأتي من القرار المالي للمؤسسة لكن القرار المالي يبحث في الحصول على الموارد المالية بأقل التكاليف وفي وقت وجيز للحصول عليه، لكن قرار هيكل التمويل يهدف لمزج تلك الموارد المالية بطريقة تخدم أهداف المؤسسة وتقلل من التكاليف الكلية، وكذا يعمل على إيجاد الموارد المالية التي تستعملها المؤسسة في عملياتها الاستثمارية ومختلف أنشطتها، وهذا يستوجب الملائمة بين العنصر المالي والنشاط الممول به، حتى لا تقع المؤسسة في خلط للمصادر ونقص التمويل مستقبلا، وقرار هيكل التمويل يختلف من مؤسسة لأخرى حسب نشاطها، حجمها، قوتها التنافسية وهيكل تمويلها، حيث نجد أن بعض المؤسسات تعتمد في تمويل أنشطتها على حقوق الملكية فقط ولكن هنا قد تتعرض لخسارة رأس المال كله، والبعض الآخر تعتمد على الديون فقط وهنا تواجهها مشاكل تسديد الديون والفوائد والالتزام بمواعيد الاستحقاق المتفق عليها عند العقد، وبعض المؤسسات الأخرى تعتمد مزيج من الديون والأموال الخاصة وهذه تعمل على تحقيق رضا الملاك والدائنين.

### المبحث الثالث: المصادر التمويلية للمؤسسات الاقتصادية

تستوجب الإدارة المالية للمؤسسة جمع رأس المال الكاف للقيام بالأعمال السنوية، حيث يمكن الحصول على الموارد المالية من مصادر ذات أجل قصير أو مصادر تمويلية ذات أجل طويل حسب احتياجات المؤسسة، كما يمكن جمع الأموال من الموارد المالية الذاتية (الداخلي) أو من مصادر خارجية، وهذه المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية متعددة ما يجعلها تبحث عن ما هو مميز منها بما هو متاح لديها من إمكانيات، لأن هذه المصادر تتفاوت من حيث درجة الوجود حيث تكون بعضها متوفرة ومتاحة بكثرة والبعض الآخر نادر نوعا ما، وهذا لا يعني أن المؤسسة تستغل المتاح وتترك النادر بل تحاول البحث والموازنة بينها من أجل تشكيل ما يعرف بهيكل التمويل الأمثل الذي تسعى لبلوغه كل المؤسسات.

وهدفنا من المبحث هو التعرف والتفصيل في المصادر المالية التي تستخدمها المؤسسات حيث اعتمدنا التقسيم حسب الزمن أي مصادر تمويلية طويلة أجل مصادر تمويلية قصيرة أجل، مع العلم أن هناك عدة اعتبارات للتقسيم منها حسب المصدر أي داخلي وخارجي، وحسب نوع الملكية أي حق الملكية والدين.

### المطلب الأول: المناهج والعوامل المؤثرة على اختيار هيكل التمويل

نظرا لأهمية اختيار هيكل تمويل للمؤسسة الاقتصادية هناك بعض المناهج والعوامل التي تؤثر عليه لذا على المؤسسة أن تأخذها بعين الاعتبار حتى تشكل هيكل تمويلي أمثل يحقق أهدافها العامة.

#### أولاً: مناهج اختيار هيكل التمويل

عندما تحاول المؤسسة أن تختار هيكل تمويل الخاص بها الذي سوف تعتمد عليه مستقبلا في استثماراتها، هناك مناهج يتم اتخاذها بعين الاعتبار (جلال الدين، 2009، صفحة 287)

#### 1- منهج التوازن

يهدف هذا المنهج لبقاء هيكل التمويل في حالة توازن ومرونة مما يستوجب حساب تكلفة رأس المال لاختيار أفضل بديل تمويلي من بين البدائل المتاحة أمام المؤسسة الذي يعمل على تدنية التكلفة ويعظم العائد الذي يتوقعه المساهمون، والاختيار يكون حسب العرض والطلب في السوق المالي الذي يتبع أسعار الفائدة مما يجعل المؤسسة تختار المورد المالي الأمثل الذي يجعل التكلفة في أدنى حدودها.

## 2- منهج التوازن المقارن

يقوم هذا المنهج على أساس أن هناك معدل عائد اضافي يجب على المؤسسة أن تقوم بتحقيقه، يفوق التكلفة لذا يتم وضع خطط مالية تحتوي على هياكل تمويلية مختلفة وبعد ذلك تعتمد المؤسسة ذلك الهيكل الذي يحقق عائد أعلى من التكاليف.

## 3- منهج التوازن الديناميكي

يقوم هذا المنهج على أساس أن هناك متغيرين يؤثران على اختيار مزيج التمويل الأمثل وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال اللذان يتأثران بالبيئتين الداخلية والخارجية، لذا يجب أن لا يتم إهمالهما عند اختيار مزيج التمويل الذي تعمل به المؤسسة مستقبلاً.

### ثانياً: العوامل المؤثرة على اختيار مصادر التمويل

تتميز عملية المفاضلة بين المصادر المختلفة لهيكل التمويل الذي تعتمد عليه المؤسسة سعياً وراء تخفيض التكلفة المرجحة لرأس المال إلى الحد الأدنى بالتعقيد والصعوبة حيث أن هناك عدة عوامل تؤثر على اختيار ذلك المزيج الأمثل من التمويل وكذا اختلاف كل مصدر تمويل من خلال التكلفة والعوائد التي يحققها، ومن بين أهم العوامل التي تؤثر على اختيار مصادر التمويل نجد: (محمد م.، 2010، صفحة 278)

- اختلاف تكلفة كل مصدر تمويلي عن الآخر.
- وجوب تحقيق الملائمة بين المصدر التمويلي والعنصر الذي يموله، فمثلاً شراء الأصول يكون من خلال القروض طويلة الأجل.
- وجود قيود يفرضها المقرض على المؤسسة مثل قيوده على سياسة توزيع الأرباح وطلبه لضمانات.
- وجود مزايا ضريبية توفرها مصادر التمويل الخارجية ما يجعل التكلفة في حدودها الدنيا.
- السياسة المالية المستخدمة من قبل المؤسسة وأثرها على القرارات المالية.

### المطلب الثاني: المصادر التمويلية القصيرة الأجل

قبل التفصيل في مصادر التمويل القصير الأجل نقوم بتقديم تعريف مبسط له من أجل توضيح الرؤيا والفهم أكثر.

حيث يعرف التمويل قصير الأجل على أنه أحد أنواع القروض المستخدمة في تمويل العمليات الجارية للمؤسسة، علماً أن مدته لا تتجاوز السنة الواحدة، ويدرج ضمن مفاهيم رأس المال العامل (علي ع.، 2008، صفحة 257)، أي أنها مصادر تتحصل الشركات من خلالها على أموال تستغلها للأجل القصير حتى تمول احتياجات رأس المال العامل على أن تتعهد بردها في مدة لا تتجاوز 12 شهر.

والتمويل القصير الأجل يستعمل من أجل الاستثمار في الأصول المتداولة لتناسب طبيعة الأصول التي يمكن تحويلها لنقدية بسهولة مع طبيعة القروض ذات الآجال القصيرة، حيث يتوجب على المؤسسات أن تكون على دراية تامة بكيفية إدارة أصولها والتزاماتها المتداولة، بسبب الاختلاف الموجود في إدارة كل عنصر من الأصول وهذا ما يؤثر على ربحية المؤسسة (سنا، 2020، صفحة 185\_209)

كما أن المؤسسات تلجأ له من أجل الاستثمار في الموجودات المتداولة لمدة سنة أو أقل (عبد الحليم، الإدارة والتحليل المالي أسس مفاهيم تطبيقات، 2006، صفحة 45) وتمثل هذه المصادر في ما يلي:

#### أولاً: الائتمان التجاري

هو عبارة عن تسهيل قصير أجل يمنحه المورد للمشتري غالباً يكون بدون تكاليف أو أي شروط وهذا لشراء بضاعة معينة يتاجر بها مستقبلاً (دريد كمال، 2007، صفحة 221)، كما يمكن تعريفه على أنه أحد أنواع التمويل القصير الأجل الذي تتحصل عليه الشركات من مورديها حيث أنه يقدم في قيمة مشتريات آجلة للسلع من أجل المتاجرة بها أو تستخدم في العمليات الصناعية المختلفة (أحمد، 2008، صفحة 36) وتقوم الشركات المستخدمة لهذا النوع من التمويل عادة بدفع كبالغ أعلى من سعر الشراء الأصلي لتلك السلع لهذا يعتبر ذو تكلفة عالية (عليان، 2007، صفحة 80) هذا ويتقسم الائتمان التجاري إلى ثلاثة أنواع مهمة وهي: (عبد الحليم، 2006، صفحة 73)، وهو أحد القروض التي تتحصل عليها المؤسسة في الآجال القصيرة (أقل من سنة واحدة)، من الموردين ويأتي في شكل مشتريات آجلة أو خدمات علماً أنه مصدر مرتفع التكاليف (عبد الغفار ح.، 2004، صفحة 411)

أ: الحساب الجاري (ائتمان تجاري مجاني): يقوم المورد بمنح تسهيلات للعميل حتى يقوم بالدفع من دون أي توقيع على كمبيالات، لذلك هو اسهل نوع ائتماني كونه يتميز بالبساطة وعدم التعقيد.

ب: الكمبيالات: هنا يقوم العميل بالتوقيع على الكمبيالة ويتعهد بالدفع للمورد في تاريخ معين متفق عليه، وهي بمثابة وسيلة اثبات قانونية.

ج: الشيكات المؤجلة: تكون بمجموعة من الاجراءات القانونية الاجبارية والمعقدة لذا لا يفضلها الكثير من المتعاملين.

### ثانيا: الائتمان المصرفي

يعتبر ثاني نوع من أنواع التمويل القصير الأجل بعد الائتمان التجاري من حيث استخدامه كمصدر تمويلي قصير أجل، وهو أحد أنواع القروض القصيرة الأجل التي تزود البنوك التجارية للشركات ومن بين أهم مميزاته هو أنه منخفض التكلفة كما أنه مصدر تمويلي للأصول الدائمة لدى المنشآت التي لديها صعوبات تمويلية بالمصادر الطويلة الأجل، بالإضافة إلى أنه يكون في صور نقدية وليس سلع (منير، 2007، صفحة 529\_530)، تعتمد عليه المؤسسات في مجالات عديدة لتسهيل عمليات الدفع والاستيراد مع توفير عنصر الائتمان حتى تمول احتياجاتها (أيمن، 2010، صفحة 56).

وهناك أسس لمنح الائتمان المصرفي يجب أخذها بعين الاعتبار وهي (عبد العزيز ا.، 2006، صفحة 199\_218)

- توفر الأمان لأموال المصرف: يعني اطمئنان المصرف على أن المؤسسة الحاصلة على الائتمان متمكنة من سداد المبلغ الذي حصلت عليه في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه.
- تحقيق الربح: أي المصرف يجب أن يتحصل على فوائد جراء منحه ائتمان للمؤسسة حتى يتمكن من دفع الفوائد على الودائع ومواجهة مختلف المصاريف الخاصة به.
- السيولة: مما يعني احتفاظ المصرف بالمبالغ المالية الكافية كالنقدية والأصول، التي يحولها لسيولة بالبيع أو من البنك المركزي، وهذا لمقابلة طلب السحب من الزبائن دون أي تماطل وتأخر منه ليعزز ثقة الزبائن فيه.

كما أنه يأتي في صورتين من التمويل وهي: (علي ق.، 2008، صفحة 126\_142)

### الصورة الأولى: ائتمان مصرفي قصير أجل

وهي عبارة عن قروض وتسهيلات مصرفية يتم منحها من طرف المصارف للوحدات الاقتصادية بفوائد سنوية متفق عليها مبدئياً عند إبرام العقد، وتقل مدة استحقاقها عن السنة تستخدمها المؤسسة لتمويل النشاط الانتاجي وتغطية النقص الحاصل في السيولة وتمويل المخزون خاصة في المؤسسات الصغيرة.

### الصورة الثانية: ائتمان مصرفي طويل أجل

وهي عبارة عن مصدر تمويلي مهم في مرحلة التأسيس والتوسع لأنه يستخدم من أجل الحصول على الموجودات الطويلة الأجل المحتفظ بها من قبل المؤسسة لمزاولة النشاط ومدته تتراوح بين سنة و10 سنوات، كما أنه يتميز بنسبة فائدة مرتفعة مقارنة بالائتمان القصير الأجل.

### المطلب الثالث: المصادر التمويلية الطويلة الأجل

**تعريف التمويل طويل الأجل:** هو ذلك التمويل الذي تتراوح مدته ما بين الخمس سنوات إلى غاية خمس وعشرون سنة وأكثر، حيث تكون نسب الفائدة فيه أقل من التمويل القصير الأجل، وتكمن أهميته في تحديد سرعة واتجاه نمو المنشآت كما أن مهمة الحصول عليه بالنسبة للمؤسسات تكون بمثابة مهمة أساسية بالنسبة للمدير المالي من أجل تلبية احتياجات المؤسسة من أموال مطلوبة سواء للعمليات الحالية أو المستقبلية للتوسع وتحسين أنشطتها. (إسلام، 2019)

تعتبر هذه المصادر ذات تاريخ استحقاق يفوق السنة الواحدة، تتحصل عليها المؤسسة في السنوات الأولى أي عند الانشاء كالأرباح المحتجزة غير الموزعة والاحتياطات والمخصصات، كما باستطاعتها أن تحصل على البعض منها من الخارج مثل السندات والأسهم بمختلف أنواعها، زمن هذا المنطلق يمكننا القول أن المصادر التمويلية الطويلة الأجل تنقسم إلى نوعين أساسيين وهما

أ\_ مصادر تمويلية طويلة أجل داخلية (ذاتية)

ب\_ مصادر تمويلية طويلة أجل خارجية

أولاً: مصادر تمويلية طويلة أجل داخلية (ذاتية)

تمثل هذه المصادر في أموال داخلية تأتي من داخل المؤسسة أي من عوائد لأعمالها كالأرباح المحتجزة وكذا تأتي من المخصصات والاهتلاكات.

### 1- الأرباح المحتجزة

تحتجز المؤسسات سنوياً جزءاً من أرباحها حتى تمول به الفرص الاستثمارية، أي أنها أرباح احتجرتها لنفسها ولم توزعها للعمال علماً أنها جزء من حقوق الملكية، وكلما كانت الأرباح المحتجزة كبيرة كلما ارتفعت القيمة الدفترية مما يعني ارتفاع القيمة السوقية كذلك، بالإضافة إلى أنها أموال عديمة التكلفة ولا تحتاج أي ضمانات (أبو حمام، 2015)، كما أنها تعتبر مصدر تمويل داخلي ناتج عن ما حققته المؤسسة من أرباح، وهناك من يعتبرها أهم من رأس المال في حال كانت عالية مع ضرورة معرفة المؤسسة كيفية الموازنة بين حجزها أو توزيعها حسب الاحتياطات والاستثمارات (السعايدية، 2004، صفحة 76)، كما أنها تعتبر بمثابة مصدر تمويل داخلي تحتفظ به المؤسسة من أرباح السنة الماضية، تستخدمه لأغراض الاستثمار وتمول به الاحتياجات المالية طويلة الأجل إذا كانت تريد أن تخفض الديون في هيكلها المالي (فتحي، 2007، صفحة 280)

2- الاحتياطات: عبارة عن مبالغ مالية يتم قصها من الأرباح المحققة في السنة من أجل دعم المركز المالي للمؤسسة، وكذلك لمواجهة الخسارة المحتملة، علماً أن الاحتياطات ما هي إلا جزء من الأرباح التي تقبل التوزيع وتحتجز وفقاً للقانون السائد في المؤسسة كاحتياطي قانوني أو احتياطي نظامي. (عاطف، 2008، صفحة 378)، حيث تنقسم الاحتياطات إلى نوعين مهمين، الأول: احتياطي قانوني أو اجباري الذي يستوجب على المؤسسة أن تحتفظ به وهو نسبة من الأرباح المحققة خلال السنة وتجعله يتراكم حتى تتم رسمته، أما النوع الثاني فهو الاحتياطي الاختياري والذي تكون فيه المؤسسة مخيرة بين تشكيله أو لا يستخدم لرفع المركز المالي للمؤسسة وهو كذلك يقتطع من الأرباح (مؤيد، 2003، صفحة 45)

3- مخصصات الإهلاك: تعتبر كمبالغ مالية أو أقساط مالية سنوية يتم تخصيصها من طرف المؤسسة لتواجه بها التدهور الذي قد يقع في الآلات والتجهيزات والمعدات الخاصة بالأشغال خاصة في

أوقات الاستثمار، وهذا نتيجة مرور فترة زمنية كبيرة على وجود العتاد بالمؤسسة (يوسف ي.، 2012، صفحة 227)

### ثانياً: مصادر تمويلية طويلة أجل (الخارجية)

بما أنه توجد مصادر تمويلية طويلة أجل داخلية، فهذا حتما يجعلنا نفكر في طبيعة الأموال الخارجية وأنواعها، لذا سوف نتعرف عليها في هذا المطلب بكل تفاصيلها.

#### 1- المصدر طويل أجل الأول: الأسهم

هي عبارة عن صكوك تتساوى في القيمة كما أنها تكون غير قابلة للتجزئة وتقبل التداول في الاسواق المالية بطرق تجارية، وحق أساسي للمساهمين في المؤسسات التي ساهموا فيها برؤوس أموالهم (وهيبة، 2002، صفحة 362)، ويتم تمويل المؤسسات من خلال اصدار الأسهم وهو قرار غاية في الأهمية عند زيادة رأس المال، علماً أن هذا القرار يؤثر على قيمة المؤسسة مباشرة ويؤدي لتعظيمها وتطورها وضمن استمرار نشاطها في السوق في ظل المنافسة الكبرى بين العديد من المؤسسات في نفس القطاع ولكن يتحقق هذا كله في حال أحسنت المؤسسة استغلال ذلك التمويل (محمد ح.، 2020، صفحة 20\_40)، هذا وتمتاز الأسهم بعوائد مختلفة نذكرها كما يلي: (عطية، 2020، صفحة 381\_436)

1- **العائد المطلوب:** هو ذلك العائد الذي يأمل المستثمر في الحصول عليه بعد استثمار أسهمه في ظل مخاطر معينة، ويتكون من عائد خالي من المخاطر وبدل المخاطرة.

2- **عائد متوقع:** هو ذلك العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً ويعرف كذلك بالعائد على الأصول المحفوفة بالمخاطر.

3- **العائد الفعلي (الحقيقي):** هو العائد الذي يتحصل عليه المستثمر فعلياً في نهاية السنة المالية جراء شرائه للأسهم.

حيث يرجع أساس الاستثمار في الاسهم لعدة اعتبارات لكل منها أبعاد خاصة وكل منها أحياناً متضاربة فيما بينها ولكن يجب على المستثمر أن يوازن بينها وهي: (محمد ح.، 2018، صفحة 541\_564)

1- **العائد:** الذي يعتبر بمثابة مكافأة على الاستثمار في الأسهم وتتضمن أرباح جارية رأسمالية مقابل ما يطلق عليه بالتفضيل الزمني لأن الفرد يفضل الحاضر الذي هو أمر يقيني على المستقبل المحفوف بالمخاطر لأنه في ظل عدم التأكد، الذي يتميز بالاحتمالية والعائد يكون نسبة مئوية من الأموال المستثمرة في البداية.

2- **المخاطر:** التي يحاول المستثمر قدر المستطاع الابتعاد عنها أو التقليل منها، لكن هناك علاقة طردية بين العائد والخطر حيث أنه كلما زاد العائد يرتفع الخطر وهذه العلاقة لا يمكن تجاهلها كلياً، لذا يجب أن يكون المستثمر مستعد لإبقاء عنصر المخاطرة تحت السيطرة.

3- **الوقت:** يعتبر أهم عامل في كل الاستثمارات لأنه عند قيام المستثمر بشراء أسهم يجب عليه أن يحدد المدة التي سوف يحتفظ بها و المدة التي يسترد فيها أمواله مما يجعله مجبر على تحديد وقت معين يتناسب مع مخاطر الأوراق المالية.

وتتأثر أسعار الأسهم بعوامل مختلفة تؤدي لتأثير مباشر على قيمتها ومنه على قيمة المؤسسة وهذه العوامل هي: (حمود، 2020، صفحة 116\_132)

1- **القيمة الدفترية:** حيث أن أغلب المستثمرين يهتمون بالسعر الذي يتداول به السهم ومقارنته بالقيمة الدفترية، فإذا كان أقل منها فهي إشارة للشراء.

2- **الأرباح المحققة:** ينصح المحلل المالي دائماً بشراء السهم الذي يتوقع زيادة في أرباحه وبيع السهم الذي يتوقع أن تقل أرباحه.

3- **توقعات المهتمين:** المهتمين هم المستثمر، المحلل المالي، المنافسون لأنهم يهتمون بقيمة المؤسسة ومستقبلها لذلك فإن قيمة السهم هدفهم الأول من أجل معرفة المركز المالي للشركة واتخاذ قرارهم الاستثماري.

علماً أن الأسهم تنقسم إلى نوعين أساسيين وهما أسهم عادية وأسهم ممتازة كما يلي:

أ- **الأسهم العادية:** تعتبر الأسهم العادية وثائق ذات قيمة اسمية تطرح للاكتتاب العام ويتم تداولها في السوق المالي، كما أنها غير قابلة للتجزئة من قبل حاملها وهي أبدية طول عمر المؤسسة، أي ليس لها تاريخ استحقاق معين وصاحبها ليس له الحق في المطالبة بالأرباح.

كما أنها حصة في ملكية المؤسسة يحق لصاحبها أن يتحصل على أرباح بعد أن يتم تسديد كل ما على المؤسسة من التزامات تجاه باقي الأطراف، ويمكنه الحضور لاجتماعات الجمعية العامة للمؤسسة والتصويت حيث يعتبر كل سهم صوت واحد. (الحجازي، 2001، صفحة 26)، تصدرها شركات المساهمة العامة باعتبارها مصدر تمويلها في فترة التأسيس ويكون لكل سهم نفس الحقوق والواجبات، (احمد، 2008، صفحة 82) كما أن السهم العادي يحتوي قيمة اسمية مكتوبة على وجه الورقة ينص عليها عقد تأسيس المؤسسة، بالإضافة لقيمة دفترية تعادل قيمة حقوق الملكية تتمثل في الاحتياطات والأرباح المحتجزة يضاف لها مجموع الأسهم العادية مقسوم على عددها، ويحتوي كذلك قيمة سوقية تتحدد وفق العرض والطلب في السوق المالي بعد التداول، ويتحصل حامل السهم الممتاز على أرباح موزعة وهذه الأرباح تنقسم إلى ربح نقدي في نهاية السنة المالية، وربح رأسمالي يتم تحقيقه من الأسهم المتداولة والخاصة بالمؤسسة (يوسف أ.، 2019، صفحة 38\_71)

بالإضافة إلى كل هذا فإن نسبة الربح التي يأخذها حامل السهم العادي غير ثابتة على عكس السهم الممتاز، باعتبار أنه لا وجود لقانون ينص على جبر المؤسسة أن تدفع له قسط ثابت ومحدد مقابل أمواله التي ساهم بها في رأس مال المؤسسة (عبد الرحيم م.، 2008، صفحة 27)، ما يمكننا قوله هنا أن المؤسسة في نهاية السنة المالية غير مجبرة على تقديم نسبة من الربح وإنما إذا حققت أرباح كبيرة تقدم لأصحاب الحقوق عائد مرتفع نوعاً ما أما في حالة الخسارة لا يحصلون على شيء.

وكما هو معلوم فالسهم له سعر سوقي وتداوله بأسعار مرتفعة هو من يؤثر على قيمة المؤسسة ولكن هناك بعض العوامل السلبية تؤدي لتغيرات ملحوظة في الأسعار ما يؤثر على قيمة الشركة وحتى سمعتها في الأسواق وكذا ثقة المستثمرين في كفاءة المؤسسة ومن بين هذه العوامل السلبية نجد: سيطرة المضاربين على حركة الأسهم، قلة الوعي الاستثماري، توفير أمان مصرفي مفرط أو مبالغ فيه عند شراء الأسهم، غياب الرقابة، شذوذ السوق وغيرها من الأمور غير سليمة التي تؤثر على سعر السهم ومنه على قيمة المؤسسة مباشرة (علي ع.، 2020، صفحة 45\_58)

كما تتميز الأسهم العادية بخصائص مختلفة وهي: (حسن، 2000، صفحة 36)

- تستمر على طول وجود المؤسسة، أي أنها لا تحتوي تاريخ استحقاق.
- لحاملها الحق في عوائد متغيرة بتغير الأرباح المحققة.
- لحاملها الحق في التصويت في الجمعية العامة للمؤسسة.

- تحتوي مخاطر عالية كونها تشارك في الربح والخسارة وحملتها ليس لهم حق في توزيعات الأرباح.
- حملتها آخر من يتحصلون على حقوقهم عند التصفية.

**حقوق حملة الأسهم:** حيث أن حامل السهم العادي له مجموعة حقوق وهي (عبد العزيز م.، 2006، صفحة 149)

- \_ امكانية نقل الملكية الى شخص اخر وفي بعض الاحيان يجاز النص على جنسية هذا الشخص الاخر.
- \_ الحصول على الارباح التي تقرر المؤسسة توزيعها.
- \_ حق الاطلاع على دفاتر المؤسسة وحضور الجمعية العمومية والتصويت فيها بنسبة الاسهم المملوكة له.
- \_ حصة في موجودات المؤسسة في حالة تصفيتها.
- \_ الحق في التصويت في مجلس الإدارة حسب نسبة مشاركته في رأس المال.

### أنواع الأسهم العادية:

تنقسم الأسهم العادية بدورها لأقسام مختلفة لعدة اعتبارات نذكر من بينها ما يلي: (إستبرق، 2020، صفحة 91)

- أسهم الدخل: تحصل على توزيعات أرباح بسبب انخفاض المخاطر التي تتعرض لها الشركات المصدرة لها.
- أسهم القيمة: يحتوي هذا النوع توزيعات أرباح مرتفعة وهي قليلة التداول لهذا السبب ويفضلها الأشخاص الذين يتجنبون الضرائب.
- أسهم ذات ربح مضمون: شركات المصدرة لها كبيرة الحجم وأسهمها ذات سيولة عالية ونشاط تجاري كبير وهي تضمن الأرباح.
- أسهم المضاربة: شركات المصدرة لها ذات أسعار متقلبة في أسعارها ويفضلها المستثمرون المحبون للمخاطرة.
- أسهم مقيدة: تمنح مكافأة لحاملها ويمكن إلغاؤها في حال ترك الموظف للعمل في المؤسسة ولا يمكن لحاملها بيعها إلا بعد ثلاث إلى خمس سنوات.

جدول 1-2: مزايا وعيوب الأسهم العادية

المزايا	العيوب
1- المنشأة غير ملزمة بالتوزيعات النقدية. 2- لا يجوز لحاملها استردادها ولكن يمكن بيعها. 3- زيادة رأس المال يؤدي إلى تخفيض نسبة المديونية وبالتالي زيادة للطاقة الإقراضية مستقبلاً.	1- ارتفاع العائد المطلوب من المستثمرين بسبب المخاطر ذات تكلفة مرتفعة. 2- لا تعطي الشركة أية وفر في الضريبة بسبب أن التوزيعات لا تعتبر من التكاليف (المصروفات) إضافة إلا أنها تخصم من صافي الربح النهائي.

المصدر: عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر

الجامعي، إسكندرية، 2007، ص 376.

ب- الأسهم الممتازة

يعتبر السهم الممتاز مستند ملكية يشبه السهم العادي حيث له كل القيم التي يمتلكها السهم العادي ولكن يختلف عنه في بعض النقاط، حيث أن حامله يحظى بتوزيعات سنوية تحدد يتم تحديدها بنسبة مئوية ثابتة تؤخذ من القيمة الاسمية، لكن في حال خسارة المؤسسة أ اتخاذها لقرار عدم توزيع الأرباح لا يمكن لحامل السهم الممتاز المطالبة بهذه النسبة مع شرط أن لا يحصل حملة الأسهم العادية في السنة المقبلة على توزيعات حتى يتحصل حملة الأسهم الممتازة على توزيعاتهم الحالية والسابقة (عبد الوهاب أ.، 2008، صفحة 88)، حيث أن السهم الممتاز هجين بين السهم العادي والسند ويجب على المؤسسة أن تدفع لحامله مدفوعات منتظمة في أوقات محددة متفق عليها، ويمتاز بالأولوية عند تقسيم الأرباح على حملة الأسهم العادية وبعد أصحاب الدين، ولحامله الحق في حصة من صافي الربح بعد الضريبة، والفرق بينها وبين أصحاب الأسهم العادية أنه في حال فشل المؤسسة لا يترتب عليهم خسارة فهي أقل خطورة.

كما أن الأسهم الممتازة تعطي لحاملها خصائص مالية إضافية تضمن رأس مال حامله أو جزء منه، وهي تتميز بميزة عن الأسهم العادية من أجل جلب المستثمرين، كالتمييز بالأرباح، أو الحصول على قيمة الأسهم عند التصفية قبل باقي الشركاء، أو امتياز في التصويت في الجمعية العمومية للمؤسسة وغيرها من الامتيازات المالية وغير مالية (محمد ب.، 2020، صفحة 716\_782)

ولحملة الأسهم الممتازة الحق في ما يلي: (جمال، 2010، صفحة 315)

- أن يتحصلوا على عائد سنوي في حال تحقيق المؤسسة لربح.
- الحصول على حقوقهم قبل حملة الأسهم العادية وبعد تسديد التزامات أصحاب الديون.

هذا ويعود سبب لجوء المؤسسات لاستخدام هذا النوع لعدة أسباب نذكر من بينها: (نايف، 2009، صفحة 312)

1\_ يعتبر مصدر ملائم للتمويل لأنه يحمل معدل ثابت يزيد من الرفع المالي.

2\_ يعتبر صك مزدوج يجمع بين خصائص السهم العادي والسند.

تختلف الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية في كون الأولى تحظى بعائد ثابت كل سنة مالية من الأرباح السنوية على عكس الأسهم العادية التي تساهم في الربح والخسارة، وتكلفة اصدار السهم الممتاز أعلى من السهم العادي (عبد الرحيم م.، 2008، صفحة 21)

### جدول 3-1: مزايا وعيوب الأسهم الممتازة

المزايا	العيوب
1- المنشأة غير ملزمة بالتوزيعات وفي حالة التوزيعات فهي محددة بنسبة معينة	1- تكلفة تمويلية مرتفعة ولا تحقق أي وفر مقارنة بالأسهم العادية
2- للمنشأة الحق في استدعاء أصحاب هذه الأسهم لغرض شرائها (في حالة انخفاض أسعار الفائدة عن نسبة توزيعات الأرباح المحددة)	2- ملاك الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أعلى من المقرضين وذلك ناتج عن احتمالية عدم توزيع الأرباح لذلك يطالبون بنسبة مرتفعة من الأرباح.
3- لا يحق لهم التصويت في الجمعية.	

المصدر: موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل والاستثمار في صناعة السياحة، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص54.

وجه الشبه بين السهم الممتاز والسهم العادي (مفلح، 2000، صفحة 133\_134)

1\_ كلاهما أموال ملكية في شركة مساهمة.

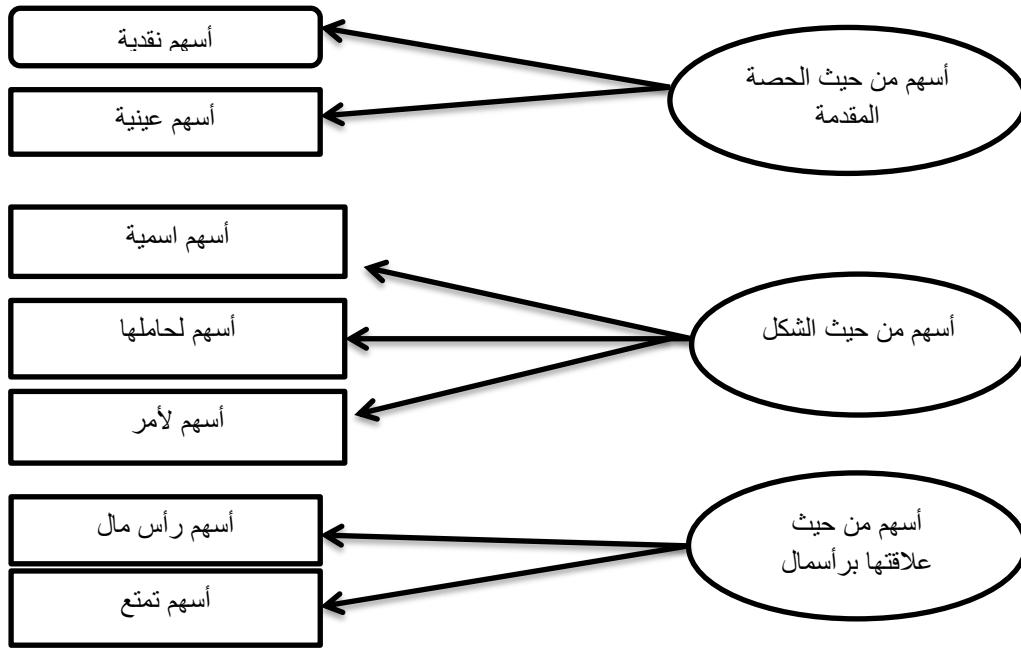
2\_ ليس لهما تاريخ استحقاق.

3\_ عند عدم حصول حاملهما على أي عوائد لا يؤدي ذلك للإفلاس.

4\_ العوائد التي تدفع لحاملهما لا تخضع من الضريبة.

هذا وتوجد أنواع أخرى للأسهم نذكرها باختصار في الشكل الموضح أسفله كما يلي: (عبد الباقي، 2020، صفحة 477\_497)

### الشكل رقم 4-1: أنواع أخرى للأسهم



### 2- المصدر طويل أجل الثاني: السندات

#### 2-1: تعريف السندات

تعرف السندات على أنها مستند مديونية تصدره الشركة أو أية هيئة أخرى، وهو بمثابة إنفاق أو عقد بين المستثمر أو المدخر (المقرض) والشركة (المقترض) وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الأول مبلغا محددًا للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه في تواريخ المستحقات محددة سلفًا وتمتد فترة استحقاق السندات عادة من 20 إلى 30 سنة (محمد صالح، 2001، صفحة 45)، و يمكن تعريفها بأنها الديون المالية التي تجمع كل من الديون قصيرة ومتوسطة، وطويلة الأجل المقدمة من طرف مؤسسات مقرضة (florence, 2009, p. 122)

وهي من الديون طويلة الأجل التي تستخدمها المؤسسة خلال مدة تزيد عن سنة فهي ورقة تتضمن التزام بالدفع (هيثم، 2000، صفحة 77)، كما تمتاز السندات بمجموعة خصائص نذكر من بينها: (طارق، 2010، صفحة 118)

1\_ عبارة عن أموال اقترض.

2\_ تمتاز بوجود موعد استحقاق

3\_ الفوائد المترتبة عليها تنزل من الدخل قبل حساب الضريبة

كما أنها تمتاز بخصائص أخرى وهي: (DELAHYA, 2000, p. 361)

1\_ القيمة الاسمية التي يتم الاعتماد عليها من أجل حساب الفائدة.

2\_ قيمة الاصدار التي يدفعها المكتتب.

3\_ قيمة التسديد على كل ورقة من المؤسسة للمكتتب.

4\_ علاوة التسديد وهي الفرق بين القيمتين الثالثة والثانية.

### 2-2: أنواع السندات

تنقسم السندات إلى عدة أنواع ولكن حسب وجهات نظر مختلفة نذكر من بينها ما يلي: (محمد ا.، 2016، صفحة 43)

**أ- من حيث الملكية:** هناك سندات اسمية يسجل اسم صاحبها (حاملها) عليها و تقيد في السجلات المحاسبية و يتم التنازل عنها كتابيا عند بيعها في السوق المالية وهناك سندات لحاملها التي يمثل وجودها عند حاملها سندا لامتلاكها.

**ب- من حيث درجة الضمان:** هناك سندات مضمونة برهن أصل من الأصول لضمان استرجاع قيمة السند مع الفائدة، و سندات غير مضمونة و ضمانها الوحيد هو المركز الائتماني لمؤسسة محل الاستثمار.

**ج- من حيث نوع الإيراد المتحصل عليه:** هناك سندات عليها فائدة ثابتة دورية مدونة في عقد الإصدار، وسندات تتضمن إيرادا غير ثابت فجزء من الإيراد يمثل فائدة دورية بمعدل ثابت، وجزء متغير حسب الأرباح التي

تحققها المؤسسة، هذه تتماشى إلى حد كبير مع احتياجات البنوك الإسلامية، إذ لا يجوز حملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المؤسسة أرباحاً.

**د- من حيث الامتيازات:** هناك سندات قابلة للتبديل بسندات، وقد يكون التبديل بطلب من الحامل للسند أو من المصدر، فتستبدل السندات ذات المعدل الثابت للفائدة بالمعدل المتغير.

وهناك سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، حيث يلجأ حامل السند إلى ذلك إذ احظ إن حملة الأسهم يتحصلون على إيراد أعلى بكثير من إيراد السندات و هناك من السندات ذات العلاوة وهو ما يطلبه حاملها من مصادرها عند استرجاعها مضافاً إلى القيمة الاسمية، ومن السندات ما يحمل القسيمة صفر، فلا يتحصل حاملها بموجب العقد على دفع فوائد و لكن في المقابل يحصل على علاوة تعويض عند تاريخ استحقاق السند.

**ه- من حيث سعر الفائدة المحدد :** هناك سندات تقليدية يكون فيها معدل الفائدة ثابتاً طيلة القرض، وهناك سندات بمعدل فائدة متغير حسب معدل الفائدة في السوق وحسب الظروف الاقتصادية المحتملة، وهناك سندات بمعدل فائدة متحركة بموجب عقد الإصدار تراجع الفائدة عند تاريخ الاستحقاق هذه السندات حسب معدل فائدة في السوق المالية، هذه ظهرت في نهاية الثمانينات لمواجهة التضخم الذي أدى إلى رفع معدلات الفائدة، وما يترتب عنه من انخفاض للقيمة السوقية للسندات خاصة السندات طويلة اجل فليلحق بحملتها خسائر رأسمالية كبيرة.

**و- حسب طبيعة التسديد:** هناك من السندات ما يتضمن عقد الإصدار كيفية تسديدها عند ميعاد استحقاقها، وأخرى يحق للمؤسسة تسديدها قبل موعد الاستحقاق لغرض التقليل من الديون على المؤسسة، وثالثة يمكن للمؤسسة تسديد التسديد إلى ما بعد تاريخ الاستحقاق.

**ي- حسب الجهة (الهيئة) المصدرة:** هنا نميز بين السندات الحكومية التي تصدرها الحكومات لغرض تمويل مؤسسات ذات مصحة عامة. و السندات الخاصة التي تصدرها شركات المساهمة لغرض الحصول على موارد التمويل.

وهناك عدة أسباب تجعل المؤسسة تلجأ للسندات من بينها: (محمد ب.، 2015، الصفحات 42-43)

— تزيد من الموارد التمويلية المستخدمة داخل المؤسسة.

— القدرة على استخدام الاقتراض في زيادة معدل العائد على الملكية.

## الفصل الأول: هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية

تحقيق النمو في المبيعات وأصول المؤسسة دون تحقيق زيادة مماثلة في معدل نمو الربح المحتجز.

### جدول رقم 4-1: مزايا وعيوب السندات

المزايا	العيوب
1- تعتبر الفائدة على السندات ثابتة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح	1- يؤدي الفشل في سداد الفوائد إلى تعريض المنشأة للإفلاس
2- يمكن أن يعطي عقد إصدار السندات للمؤسسة حق استدعائها إذا كان مناسباً في حالة انخفاض أسعار الفائدة بشكل كبير واستبدالها بسندات تحمل معدلاً منخفضاً نسبياً	2- تؤثر بشكل مباشر على مبيعات الشركة وتنعكس بشكل مباشر على ربحية السهم العادي ففي حالة انخفاض المبيعات بسبب معينة قد تؤدي بسبب مصاريف التمويل إلى انخفاض الربحية بشكل أكبر
3- يعتبر التمويل بالسندات أقل تكلفة من التمويل بالأسهم	3- غير متاح لجميع المنشآت وتحديدًا الشركات ذات المركز الائتماني المالي الضعيف أو الشركات الصغيرة

المصدر: المصدر: موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل والاستثمار في صناعة السياحة، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص55.

### 3-2: تصنيف السندات

في ظل تعدد أنواع السندات واختلاف قيمها وكذا المؤسسات المهتمة بها، قامت مؤسسة ستاندارد & بور العالمية بوضع تصنيف للسندات حسب درجة جودتها وسوف نختصر التصنيف في الجدول الموالي.

الجدول رقم 5-1: تصنيف السندات حسب وكالة ستاندارد و بور

الرمز	تعريف التصنيف
<b>AAA</b>	أعلى درجات تصنيف لأن مؤسستها تحتل أول مرتبة في دفع الفوائد ومستحقات الدين
<b>AA</b>	سند ذو درجة عالية في الوفاء بالدين والفوائد لكنها أقل من درجة الأولى
<b>A</b>	سند ذو جودة لكنها حساسة للتغيرات الاقتصادية التي تؤثر سلبا على المؤسسة
<b>BBB</b>	سندات ذات درجة كافية للقدرة على السداد
<b>BB</b>	تتصف بطابع المضاربة أي المستثمر معرض للخسائر
<b>B</b>	سندات ضعيفة من حيث حماية حق المالك
<b>CCC</b>	سندات ذات جودة ضعيفة بحيث المستثمر قد لا يحصل على فوائد والقيمة الاسمية
<b>CC</b>	تمثل أعلى درجات المضاربة والمؤسسة المستثمرة فيها عادة تكون متأخرة في دفع ديون المستثمرين
<b>C</b>	سندات دخل لم يتم دفع فوائد عنها
<b>D</b>	أدنى درجات التصنيف حيث المؤسسة المستثمرة فيها تتأخر عن السداد

المصدر: عبد السلام بلبالي 2019، أثر تطبيق القيمة العادلة على تقييم الأصول المالية -دراسة تطبيقية على السوق المالي السعودي مع الإشارة لبورصة الجزائر، أطروحة دكتوراه، نقود ومالية، جامعة أحمد دراية بشار ص 59.

### 3- القروض

#### 3-1: تعريف القروض

تعرف القروض على أنها تلك المبالغ المالية التي يتم الحصول عليها من الأفراد أو المصارف أو المؤسسات المالية مع التعهد برد المبلغ مع فوائد مترتبة عليه، عند تاريخ استحقاق يحدد بالاتفاق بين الطرفين وفقا لشروط محددة بينهما؛ (الحاج، 2002، صفحة 195)، وتم تعريفه كذلك على أنه مبلغ من المال يتم استدانته من المقرضين لفترة محددة، فهو دين مستحق يتم التعهد برده في تاريخ الاستحقاق ودفع فوائده خلال المدة الكلية للقرض، وتم تعريفه على أنه من أفعال الثقة بين الأفراد حيث أنه فعل يقوم به الدائن بمنح أموال إلى المدين الذي يلتزم بضمانه أمام الآخرين وهذا مقابل فوائد متفق عليها (الطاهر، تقنيات البنوك، 2005، صفحة 05)

من خلال ما سبق يمكننا القول أن القروض هي مصادر تمويلية كويلة الأجل تلجأ لها المؤسسات أو الأفراد عندما لا يكفي التمويل الخاص للقيام بعمليات تشغيلية أو ما هو مخطط له من مسبقاً، كما أنها مبالغ يمنحها المقرض للمقترض من أجل التصرف فيها، بموجب عقد بينهما مبني على شروط متفق عليها كالفائدة والمدة والضمانات إذا وجدت في حال كان القرض كبير والمدة طويلة، على أن يتعهد الطرف الذي يستفيد من مبلغ القرض بتسديد مبلغ القرض وفوائده في الآجال المتفق عليها.

كما أن شركات المساهمة بالأخص تستخدم نوعين من القروض وهي (عبد الستار، 2007، صفحة 32)

أ\_ القروض الشخصية: تركز على الصدق والوفاء بين الطرفين وهي عبارة عن قروض غير مضمونة وبمعدلات فائدة ينص عليها العقد وبعدد مرات دفع متفق عليها.

ب\_ قروض مضمونة: تكون بضمانات ملموسة وبمعدلات فائدة منخفضة مقارنة بالقروض الشخصية.

**2-3: خصائص القروض طويلة الأجل:** تتميز القروض بمجموعة خصائص وهي (الطاهر، تقنيات البنوك، 2004، صفحة 75\_76)

- تتراوح مدة القروض طويلة الأجل بين 7 إلى 20 سنة.
- تستخدم المؤسسة القروض من أجل تمويل الاستثمارات كالعقارات والأراضي.
- مدتها الطويلة وكثرة المخاطر المرتبطة بها يستوجب على المقرض أن يطلب ضمانات.
- يتم التسديد فيها بدفعات أو أقساط ثابتة يتم الاتفاق عليها يوم العقد.

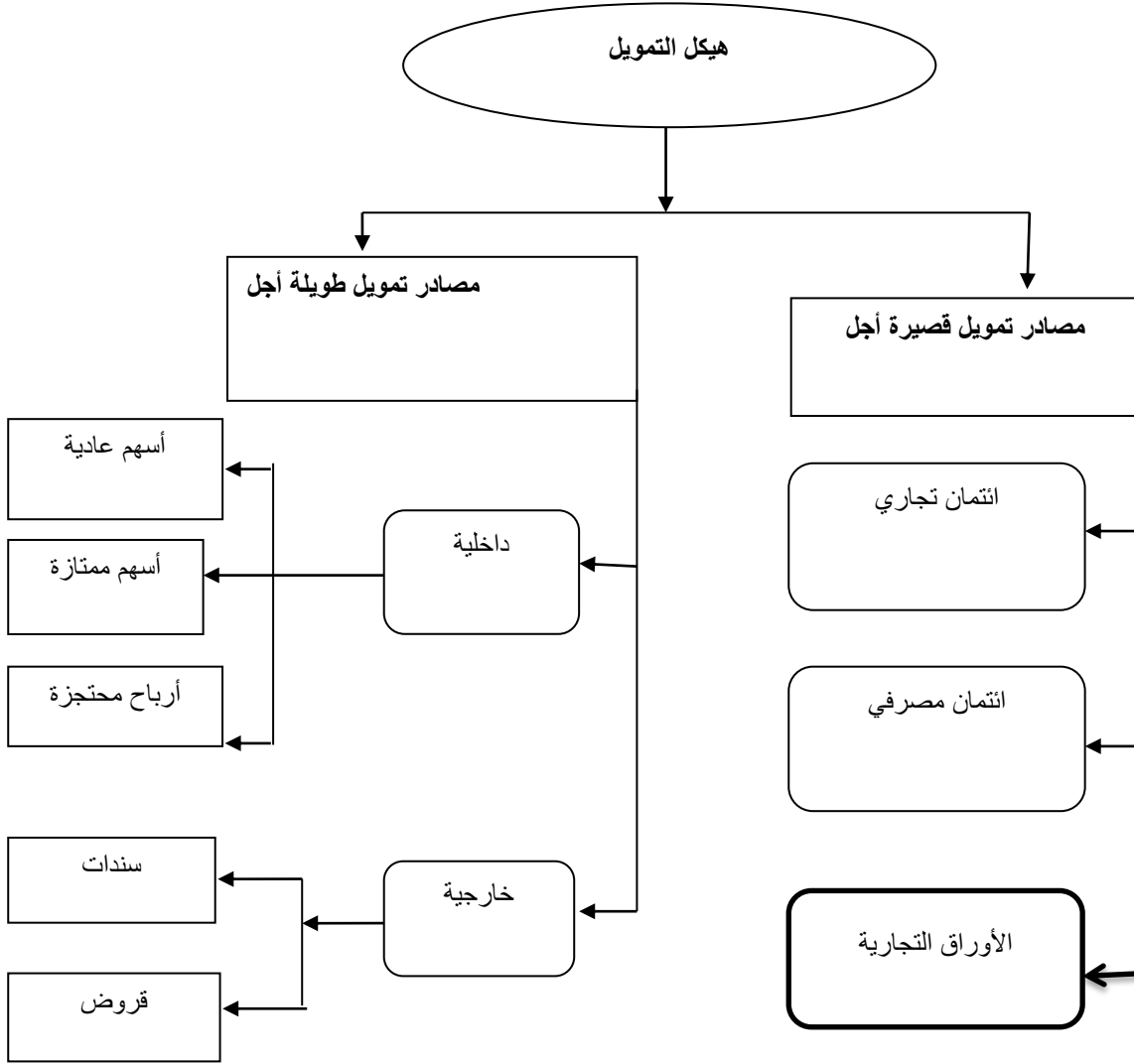
جدول 6-1: مزايا وعيوب التمويل بالقروض

المزايا	العيوب
1- التمويل بالقروض أقل كلفة من التمويل بالأسهم	1- عدم سداد الفوائد قد يؤدي للإفلاس
2- كلفة القروض ثابتة وكلفة التعاقد على القرض وإصدار السندات أقل من كلفة إصدار سندات	2- الاقتراض يزيد المشاكل المالية
3- المقرض لا يصوت في الجمعية العامة	3- المديونية بمثابة عبئ مالي للشركة بسبب تاريخ الاستحقاق
	4- بعض القروض قد تقيد الشركة خاصة في عملية إصدار السندات
	5- القروض طويلة الأجل لها صعوبات ولا تستطيع أي شركة الحصول عليها

المصدر: حسين محمد حسين السمحان (جوان 2015)، أثر الهيكل المالي والرفع المالي والربحية على قيمة الشركات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 17، جامعة محمد خيضر بسكرة، ص 136\_151.

ومن خلال الشكل أسفله نوضح باختصار أهم المصادر التمويلية التي تعتمد عليها المؤسسة من أجل تمويل مختلف نشاطاتها سواء طويلة أو قصيرة أجل، باستخدام مصادر داخلية أو خارجية، حيث أن الحصول على هذه المصادر يأتي بعد دراسة جدوى لكل مصدر تمويلي بالمقارنة مع بدائل كثيرة متاحة أمام المؤسسة، ليتم في الأخير اختيار ذلك المصدر الملائم من حيث الوقت، التكلفة وبالكمية المطلوبة.

الشكل رقم 5-1: مصادر هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية



المصدر: الوافي فاطمة (2016) نحو أمثلة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية \_ دراسة حالة شركة عمومية

لصناعة الأجر بالوادي، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص 6.

### خلاصة الفصل الأول

تعتبر المؤسسة الاقتصادية مركز للقرارات، لذا فهي تهتم بما بشكل واسع خاصة في ظل الموارد المحدودة والاحتياجات غير محدودة من أفراد المجتمع، فهذا يجعلها ملزمة على تلبية كل تلك الاحتياجات المرتبطة بنشاطها مما يعزز مركزها التنافسي، وهذا من خلال مواردها المتاحة سواء كانت بشرية، مادية أو مالية، حيث أن حسن استغلال الموارد يعتبر جزءاً من أهداف المؤسسة المعمول عليها، وهنا يظهر عمل الإدارة المالية التي تعمل على التخطيط المالي والتحليل المالي وغيرها من الوظائف المالية للحصول على الموارد المالية من محيطها المالي بعد دراسة الاحتياجات المالية المختلفة ومعرفة المصادر المالية المتاحة، وتعمل على أن تكون هناك مرونة في المصادر المالية وتكيفها على مبدأ الملائمة مما يزيد من حسن استغلال الموارد، وبعد تجميع الموارد المالية الداخلية والخارجية تشكل ما يعرف بهيكل تمويل المؤسسة الذي يكون تحت قيد التكلفة والعائد وفي ظل مخاطر مقبولة بالنسبة للمؤسسة حتى يكون أمثل، حيث أنه عندما تبحث المؤسسة على الموارد المالية تضع شرط وهو تكلفة منخفضة حتى تحقق عوائد مرتفعة مما يساهم في رفع ثروة الملاك وهذا يرفع القيمة الإجمالية للمؤسسة.

# الفصل الثاني: معدلات ميركل

## تمويل المؤسسات الاقتصادية

## الفصل الثاني: محددات هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية

تعتبر عملية التقييم مهمة إلزامية في أي مؤسسة خاصة بالنسبة للمستثمر، علما أنها عملية صعبة بسبب حجم المؤسسات وكثرة العمليات والموجودات بالإضافة لتعامل المؤسسة مع العديد من الأطراف سواء الداخليين أو الخارجيين، كما أنها تعتمد على أمور غامضة ومعقدة تدخل في عدم التأكد، لذا فإن تقدير قيمة المؤسسة وتقويم الهيكل المالي أمر في غاية الأهمية والصعوبة ويدخل فيها تقنيات كثيرة.

مما يجعل متخذ القرار المالي يهتم بالموازنة بين العائد والخطر المتوقعان من الاستثمار الذي هو بصدد القيام به، باعتبارهما أهم متغيرين للقرار المالي، لكن ما يميز العائد أنه يختلف ويتذبذب وهذا ما يجعل الخطر يسير في نفس المنحى لأن العلاقة بينهما طردية، وهذا ما يسبب تذبذب في التكاليف الخاصة بمصادر هيكل التمويل، ذلك لأن الإدارة المالية تبحث دائما عن مصادر تمويلية ذات تكلفة منخفضة من أجل الوصول لتشكيل هيكل تمويل أمثل *optimal financial structure*، وهذا الأخير لا يتحقق إلا باستخدام مصادر تمويلية ذات تكلفة متدنية ما يجعل التكلفة الكلية في أدنى قيمة لها لتحقيق هدف المساهمين (حملة الأسهم) وتعظيم ثروتهم ما يؤدي لتحقيق الهدف الأساسي لاستراتيجية المؤسسة وهو تعظيم القيمة الاجمالية لها في السوق وبقائها واستمرارها، ومن أجل معرفة مكانتها في السوق بين نظيراتها يقوم المسير المالي وأصحاب المصلحة بحساب مختلف المؤشرات المالية التي تمكنها من المقارنة مع غيرها من المؤسسات وكذا معرفة مركزها المالي الحالي.

هذا وتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

- المبحث الأول: محددات هيكل التمويل
- المبحث الثاني: النسب المالية المستخدمة في تقييم هيكل التمويل
- المبحث الثالث: تكلفة التمويل بالمؤسسة الاقتصادية

### المبحث الأول: محددات هيكل التمويل

هناك عوامل مختلفة يجب أن تراعيها المؤسسة عند محاولة المزج بين مختلف المصادر التمويلية المتاحة أو التي حصلت عليها بالاقتراض أو من مصادرها الداخلية، مما يستوجب عليها أن تأخذ كل الظروف بعين الاعتبار حتى تحقق عائد مرتفع، يضمن لها توسيع حصتها السوقية، وهذه العوامل تختلف درجة تأثيرها من عنصر لآخر حسب أهمية ذلك العنصر بالنسبة للمؤسسة والمحيط الذي تعمل فيه.

### المطلب الأول: المحددات الكمية لهيكل التمويل

خصصنا هذا المطلب للحديث عن أهم المحددات الكمية التي لها تأثير واضح وكمي في هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية.

#### أولاً: الربحية

تعتمد المؤسسات في رفع قيمتها على قوتها الارادية أي قدرتها على تحقيق أرباح مستقبلية، وكذا قدرتها على استثمار أصولها من أجل رفع المبيعات، ومع تخفيض التكاليف تساهم في رفع الأرباح، وكلما حققت أرباح أكبر فهي تميل لاحتجاز تلك الأرباح واستخدامها فيما بعد في تمويل استثماراتها، وهذا ما يجعلها لا تعتمد على الديون، ولكن نظرية المبادلة مد يلياني وميلر تقول أن قيمة المؤسسة ترتفع باستخدام الديون من خلال خصم مصاريف فوائد الدين، لذا فان ربحية المؤسسة هي دليل على كفاءة المؤسسة الإدارية، مما يجعلها تستقطب العديد من المستثمرين (حسين، 2015)

تعتبر الربحية هدف تتطلع له معظم المؤسسات حتى تبقى في السوق كما أنها غاية المستثمر ومحل اهتمام الدائن، حيث أنها تؤثر على المخاطر المالية للمؤسسة، فالعلاقة هنا عكسية طبعاً لأنه كلما زادت الربحية تنخفض المخاطر المالية التي قد تتعرض لها المؤسسة ومنه ينخفض احتمال الفشل والتعثر المالي، وبذلك تزيد قدرتها على الاقتراض وعلى تحقيق الوفرة الضريبية (Baral, 2004)، كما يجب القول بأن الربحية ليست هي الربح حيث أن هذا الأخير هو صافي الدخل في قائمة الدخل أي هو الفرق بين إيرادات المؤسسة ومصاريفها، أما الربحية فهي الربح منسوب لبعض المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل (عدنان، 2007)

حيث أثبت Myers 1984 في دراسته أن هناك علاقة سلبية بين الربحية ونسبة الديون في الهيكل المالي حيث يقول أن المؤسسات التي تتحصل على نسب عالية من الربحية ناجحة في أعمالها وتميل للعمل بأرباحها المحتجزة فهي لا تحتاج للديون التي قد لا تستطيع دفع أقساطها وفوائدها مستقبلاً، فهي يمكنها الاعتماد على

نفسها ومصادرها الداخلية فقط (حمد، 2015، الصفحات 37-52)، هذا ويرى (وسام، 2020) أن المؤسسات الأكثر ربحية تنخفض لديها نسبة المديونية في هيكلها المالي بدليل على أنها تعتمد على مصادرها الخاصة في تمويل أصولها واستثماراتها.

### ثانيا: السيولة

تجعل هذه الأخير المؤسسة قادرة على أن تواجه الالتزامات القصيرة الأمد غير متوقعة عند الاستحقاق من خلال التدفقات النقدية العادية الناتجة على مبيعاتها وتحصيل ذممها، ويمكنها أن تحصل من مصادر مختلفة أخرى على النقد (عبد الهادي، 2008)، كما أنها تبين قدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها بشكل فوري وسريع، بتحويل الأصول إلى نقد كما أنها تمثل قابلية السهم للتحويل إلى نقدية بأقل التكاليف الممكنة، وتعتبر كذلك عن مدى قدرة البائع والمشتري على إبرام الصفقة بسرعة وبسعر يقترب من سعر الصفقة السابقة للورقة المالية (خالد، 2020)، وتطبيقاً أثبت (Hossain, 2012) أن هناك علاقة سلبية بين نسبة السيولة ونسبة الديون، أي أن المؤسسة كلما كانت تتمتع بسيولة عالية لا تميل لاستخدام الديون في هيكلها المالي، مما يعني أن تفضل استخدام أموالها الخاصة في تمويل استثماراتها بدلا من الدين.

### ثالثا: المردودية

معدل المردودية يؤثر على نسبة الاستدانة لدى المؤسسة، لهذا كان محل اهتمام بعض النظريات المفسرة لسلوك الهيكل المالي بالمؤسسات حيث أنه كلما زادت نسبة المردودية يعطي للمؤسسة قدر كبير من المرونة حتى تغطي الالتزامات المالية الموجودة على عاتقها، وبتفسير آخر نقول أنه كلما زادت المردودية قل استخدام الديون بالمؤسسة (بكري، 2017)

حيث أثبتت العديد من الدراسات أن هناك علاقة عكسية بين المردودية ونسبة الاقتراض، حيث أنه كلما زاد مستوى المردودية ترتفع المخاطر التشغيلية مما يجعل المؤسسة تعتمد على أموالها الخاصة وأرباحها في تمويل استثماراتها وأصولها بدلا من اللجوء للاقتراض (هاجر، الصفحات 110-111)

هذا ومعدل المردودية يؤثر على نسبة الاستدانة لدى المؤسسة، لهذا كان محل اهتمام بعض النظريات المفسرة لسلوك الهيكل المالي بالمؤسسات حيث أنه كلما زادت نسبة المردودية يعطي للمؤسسة قدر كبير من المرونة حتى تغطي الالتزامات المالية الموجودة على عاتقها، وبتفسير آخر نقول أنه كلما زادت المردودية قل استخدام الديون بالمؤسسة.

### رابعاً: معدل النمو

يعتبر من بين المتغيرات المستقلة المهمة التي يتم استخدامها حالياً في الدراسات التطبيقية الباحثة في مجال محددات تمويل المؤسسات الاقتصادية (حمزة غ.، 2015)، هذا وتطبيقياً توصل (علاء، 2012) لوجود علاقة سالبة بين معدل النمو ونسبة الدين، مما يعني أنه كلما زاد معدل نمو تقل نسبة الاعتماد على الدين، لأنه كلما تنمو أرباح المؤسسة وأصولها تعتمد على موجوداتها بدلاً من الدين، أي أنها تصبح مستقلة مالياً نوعاً ما، كما يرى (NASIMI, 2016) أن هناك أثر سلبي وغير دال احصائياً لمعدل النمو على نسبة الاستدانة.

### خامساً: هيكل الأصول

يحدد هيكل الأصول معالم الهيكل المالي للمؤسسة، حيث أن ارتفاع قيمة الأصول الثابتة يزيد من احتياج المؤسسة للتمويل طويل الأجل كما أنه كلما ارتفعت الاستثمارات المتداولة يزيد الطلب على التمويل لاقتنائها مما يزيد من الحاجة للقروض قصيرة الأجل، ومن ثم ترتفع المديونية، علماً أن المؤسسات ذات الأصول الأقل تكون أقل ضماناً وحساسية لظاهرة عدم تناظر المعلومات لذا تلجأ للاستدانة (غازي، 2044)

حيث توصلت دراسة (منى، 2015) لوجود علاقة سلبية بين معدل الفائدة وهيكل الأصول، كما يقول (Bradely, 1984) أن هناك علاقة موجبة بين هيكل الأصول ونسبة الدين أي أن المؤسسة ذات الاستثمارات الكبيرة في أصولها تكون لها نسبة كبيرة من الدين مقارنة مع باقي المؤسسات ذات الاستثمارات المنخفضة في أصولها الملموسة، حيث وجد أن هذه المؤسسات تقترض بمعدلات فائدة منخفضة لوجود الأصول الخاصة بها التي تعتبر كضمان للقروض لذا يسهل عليها أن تقترض من أي مؤسسة مالية كانت بسهولة كبيرة.

### سادساً: حجم المؤسسة

حجم المؤسسة له تأثير مباشر على نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة، وهذا ما توصلت له معظم الدراسات السابقة حيث أثبتت العديد منها أن هناك علاقة عكسية بين الإفلاس وحجم المؤسسة، بدليل أن المؤسسات الكبرى لها نشاط متنوع لذا فهي غير معرضة بكثرة للإفلاس مما يجعل تفكر في رفع نسبة الاقتراض في هيكلها المالي والعكس بالنسبة للمؤسسات ذات الحجم الأقل (نظيرة، 2011، صفحة 45)

حيث أن الباحثان (Myers, 1977) و (Titman, 1988) تمكنوا من خلال دراساتهم للتوصل إلى وجود علاقة سلبية بين حجم المؤسسة ونسبة المديونية (الرفع المالي) في الهيكل المالي، إلا أنهم اختلفوا في تفسير تلك العلاقة السالبة، حيث يرى MYERS 1977 أن المؤسسات ذات الحجم الصغير لا يمكنها التعامل بالأسهم وادخال مساهمين جدد كلما احتاجت للتمويل، وهذا يجعلها مضطرة للتعامل بالديون، بينما يرى

1988Titman أن العلاقة العكسية يعود سببها لصعوبة تعامل المؤسسات الصغيرة الحجم بالأسهم بسبب التكاليف المرتفعة لذا تميل للديون.

### المطلب الثاني: المحددات الكيفية لهيكل التمويل

مثلاً توجد محددات كمية للهيكل المالي ففناك بعض المحددات الكيفية التي يجب على المؤسسة أخذها في الحسبان عند محاولة تشكيل هيكل مالي وهذه المحددات تعتبر مهمة من أجل الحصول على ذلك المزيج التمويلي الأمثل الذي تريد أي مؤسسة تحقيقه.

#### أولاً: الملائمة

يقصد بالملائمة درجة الملائمة بين نوع الأموال المستخدمة والأصول التي يتم تمويلها بها، كمثال على ذلك تمويل رأس المال العامل لا يتم بقرض قصير أجل (توفيق ج.)، كما يقصد بها مدى ملائمة المصدر التمويلي المستخدم مع طبيعة الأصل الذي سيتم تمويله به، وهذا يحتاج للربط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من الاستثمار والتدفقات النقدية الخارجة لتسديد الالتزامات الخاصة بالأصل (رشاد، 2001، صفحة 309) من خلال هذا المنظور نقول أنه يجب على المؤسسة أن تفاضل بين ما هو متاح من المصادر التمويلية واختيار الأنسب منها.

#### ثانياً: التوقيت

يرتبط عنصر التوقيت بالعنصر السابق (الملائمة)، ما يستوجب على المؤسسة اختيار الوقت الذي يتناسب مع احتياجاتها للتمويل وبأدنى التكاليف من خلال طرح أسهمها في السوق المالي أو الاستدانة، وهذا ما يجعلها تحقق وفرات وأرباح كبيرة عند اختيارها للوقت المناسب (عبد الحليم، 2000، صفحة 104)، يقصد به بعد تحديد الاحتياجات المالية للمؤسسة يتبقى أمامها وقت الحصول عليها حيث أنه يجب أن يكون وقت مناسب ومحدد ومضبوط من أجل استخدامه لأغراضه المخطط لها وبشروط مسبقة، لأنه في حال تحصلنا على المصدر المالي ولكن في وقت متأخر يعني أن المؤسسة تضيع الفرصة الاستثمارية التي كانت سوف تستخدمه فيها وكذا خسارة الفائدة المترتبة عليه من دون جدوى.

#### ثالثاً: المرونة

يقصد بالمرونة أن تكون المؤسسة قادرة على تعديل مصادر تمويلها المستخدمة عند حدوث أي متغيرات خارجية مفاجأة لم تكن ظاهرة أثناء التخطيط، أي تكون قادرة على أن تلائم بين ما هو سائد من ظروف المالية

وبين ما هو متاح لديها من مصادر تمويلية لأن المصادر التمويلية ذات درجة مرونة مختلفة من مصدر لآخر (عبد الغفار، 2002، صفحة 413)، وهنا المقصود أنه في حالة تغير التزامات المؤسسة يجب أن تكون قادرة على تعديل إما المصدر التمويلي ككل أو مبلغ منه فقط واستخدامه في أغراض أخرى، كما يقصد بها إمكانية تعديل المصدر التمويلي من استخدامه الأساسي المخطط له لاستخدام طارئ آخر ظهر وفق المتغيرات المالية أو الخارجية المحيطة بالمؤسسة.

### رابعاً: الوفر الضريبي

له علاقة طردية مع معدلات الضريبة، وهذا ما يضطر المؤسسات الخاضعة للضريبة على الدخل للافتراض بمعدل مرتفع نظراً للوفر الضريبي المرتفع المتولد عنه، وفكرة أن الضريبة تؤثر على الهيكل المالي جاءت من دراسة ميلر سنة 1977 حيث درس أثر الضريبة على الدخل الأفراد والمؤسسات على ما يفضله المستثمرون من مصادر تمويلية داخلية أو خارجية (سفيان، 2018)، حيث أن دراسة مد لياني وميلر سنة 1963 هي أساس هذا المحدد حيث توصلا خلال بحثهما إلى أن الاعتماد على الضرائب يجعل المؤسسة تفضل الاستدانة على الأموال الخاصة وكذلك المؤسسة التي تعتمد على الديون قيمتها تكون مرتفعة مقارنة بالمؤسسة التي لا تعتمد على الديون، لتأتي بعدها دراسة (Jensen, 1976) والذي توصل إلى أن المؤسسة يجب أن تستدين خاصة عند وجود ضرائب على أرباح المؤسسات وتستدين حتى الوصول إلى تساوي الوفر الضريبي مع تكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة.

هذا واثبت الباحث (Hossain, 2012) وجود علاقة موجبة بين نسبة المديونية ومعدل الضريبة، حيث أن المؤسسة عند استخدامها للديون في هيكلها المالي سوف تستفيد من الوفرات الضريبية التي تحققها الديون، كما اثبت (Emer, 1988) يقول في دراسته بأن المؤسسات التي تستخدم مزيج من الأموال الخاصة والديون تكون قادرة على رفع قيمتها، بدلا من استخدام التمويل الخاص فقط، لأنها سوف تستفيد من الوفرات الضريبية المتأتية من استخدام الديون، كما اشار إلى أن الاستغلال الجيد للموارد المالية المتاحة يرفع من قيمة السهم في السوق.

هذا وتوصلت دراسة (مليكة، 2014) أنه لا توجد علاقة بين الضرائب والهيكل المالي أي أن المؤسسة لا تعتمد على السياسات الضريبية ولا تأخذه بعين الاعتبار عند تشكيل هيكلها المالي.

### خامساً: عمر المؤسسة

تنبع أهمية عمر المؤسسة من خلال اعتباره كمقياس لسمعتها، حيث أن العمر الطويل للشركة يقدم فكرة عليها وهي أنها قادرة على البقاء والاستمرار في السوق وكذا قدرتها على جذب اهتمام المؤسسات المالية عند طلبها لقروض منهم، فأغلب المؤسسات المالية تقيم الصدارة الائتمانية للشركات حيث أنها تقريبا تستثني

المؤسسات الحديثة من القروض على عكس المؤسسات المعمرة، لأن الأولى تتميز بانخفاض حاجتها للتمويل وقلة أرباحها وهذا يدل على أن عمر المؤسسة له تأثير موجب على الدين (Myers, 2001)

### المطلب الثالث: المحددات الأخرى لهيكل التمويل

توجد محددات غير الكمية والكيفية تساهم في ضبط الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة والتي سوف نتعرف عليها في هذا المطلب بالتفصيل.

#### أولاً: مخاطر التشغيل

تعتبر مخاطر التشغيل عامل ومحدد مهم كونها تؤثر على مخاطر الأعمال، لأنه في حال زيادتها ترتفع معها مخاطر الأعمال، وهذا باعتبار أنها تعبر عن مدى التغير في صافي ربح التشغيل الناتج عن تغير قيمة المبيعات، مما يدفع إدارة المؤسسة لخفض نسبة الديون في هيكلها التمويلي والعمل أكثر بالأموال الخاصة من أجل تفادي الفشل المالي (نبيل، 2018)

#### ثانياً: الإدارة والسيطرة

بقاء سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل التي تلعب دوراً بارزاً في تخطيط مصادر التمويل، لهذا السبب كثيراً ما نجد المالكين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض وإصدار الأسهم الممتازة بدلاً من إصدار الأسهم العادية لأن الدائنين العاديين و الممتازين كلهم لا يهددون مثل هذه السيطرة وبصورة مباشرة لأنهم لا يملكون حق التدخل في الإدارة (عقل، 2005، صفحة 157)

#### ثالثاً: استقرار المبيعات

لقد بين (TITMAN & WESSELS, 1988) أن المبيعات والأرباح تزيد من الطاقة الاستيعابية للاقتراض، وتحمل نسب مديونية عالية في المؤسسات (سليمان، 2008)

#### رابعاً: المنافسة

تعتبر خدمة الدين عامل متوقف على حجم المبيعات وكمية الأرباح التي قد تحققها المؤسسة، لذا فإن استقرار الربح يعتمد على مدى استقرار المبيعات، ولكن دخول المؤسسات المنافسة وتحقيقها لأرباح وكمية مبيعات معتبرة من شأنه تهديد هامش ربح المؤسسة لأن الصناعة ذات معدل النمو المرتفع تكون فيها هامش الربح مرتفعة كذلك (سليم، 2019)

## المبحث الثاني: النسب المالية المستخدمة في تقييم هيكل التمويل

يعتبر هيكل التمويل موضوع مهم في حقل الإدارة المالية لذا وجب على المؤسسة الاهتمام به، وهذا من خلال مجموعة مؤشرات مالية تقوم بتقييمه ودراسته من أجل تحقيق حالة التوازن المالي الذي تريد المؤسسة الوصول إليه، والمؤسسة تستخدم النسب المالية لأنها سهلة الحساب وتبين كل التغيرات الحاصلة في الهيكل المالي للمؤسسة عبر زمن طويل.

### المطلب الأول: ماهية النسب المالية

تساهم عملية تقييم هيكل التمويل في تحقيق التوازن المالي بالمؤسسة، لذا وجب القيام بها على فترات أو في بداية ونهاية السنة المالية، من أجل تصحيح الهيكل المالي ومحاولة معرفة نقاط قوته وضعفه، من أجل استغلالها واستخدامها كمرجع يتم الاستناد إليه، والنسب المالية عنصر مهم تلجأ له المؤسسة من أجل التقييم حيث أنها سهلة ويتم الحصول عليها من الميزانية العامة.

### أولاً: مفهوم النسب المالية

تعتبر نسب الهيكلية بمثابة نسب مساعدة على دراسة هيكل التمويل الذي تستخدمه المؤسسة في كل جانب من الميزانية وهي تظهر لنا التوزيع النسبي لعناصر الأصول والخصوم لأنها تناسب دراسة وتقييم الهيكل المالي من حيث ما هو مخطط له وما هو موجود على أرض الواقع (منير، 2005، صفحة 54)

والنسب المالية في مجملها تعرف على أنها مؤشرات تستخدمها البنوك والمؤسسات من أجل إيجاد الارتباط والتأثير بين عناصر الاستخدامات ومصادر التمويل وإبراز مجمل التغيرات الحاصلة في النسب عبر الزمن (خطاب، 2009، صفحة 153)

كما عرف (حمزة محمود الزبيدي) نسب هيكلية رأس المال على أنها مجموعة نسب تحسب من أجل تقييم الأداء الخاص بالهيكل المالي المستخدم من قبل المؤسسة خلال فترة زمنية معينة مع تحديد المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة باعتمادها على المصادر التمويلية المقترضة للوصول إلى الجدوى الاقتصادية الناتجة عن استخدام ذلك الهيكل المالي (الزبيدي، 2000، صفحة 67)

وحسب (مصطفى محمد زين) فهي مقارنة داخلية و تمثل علاقة بين رقمين ذات معنى بالنسبة للهيكل التمويلي أو الاستغلالي للمؤسسة، يتم أخذها من الميزانية العمومية للمؤسسة أو من جدول الاستغلال أو كلاهما، يمكن من خلالها تفسير النتائج والسياسات المالية المتبعة من طرف المؤسسة (مصطفى، 2020، صفحة 64\_79)

النسب المالية الفعلية والمعيارية تتمثل في استخدام الوسط الحسابي، الوسيط أو المتوسط الزمني المتحرك (الشمري، 2010، صفحة 58)

كما ترجع أهمية النسب المالية لكونها سهلة الحساب الى انها تساعد المحللين كل حسب اهتمامه في الحصول على المعلومات وكذلك يمكن لمستخدمها أن يقوم باختيار النسب المتجانسة، أو يقوم باختيار النسب مستقلة بالإضافة لإمكانية اختيار نسب معبرة تستجيب لأهداف التحليل المالي (الحياي، 2007، صفحة 169) بالإضافة للأهمية البالغة التي تتمتع بها النسب المالية فهي لها أدوار متعددة نذكرها كما يلي: (جريدة المحاسبين، صوت المحاسب، 2017)

- تعتبر كأداة لقياس فعالية المؤسسة؛
- تعتبر عامل مهم في تحديد وضعية المؤسسة من بين عدة مؤسسات في نفس القطاع؛
- تساهم في متابعة التسيير داخل المؤسسة خاصة من الجانب المالي؛
- تستعمل للمقارنة بين نتائج السنة الحالية والسنوات الماضية؛

### ثانيا: العوامل التي تحد من أهمية النسب المالية

هناك بعض العوامل التي أصبحت تحد من أهمية استخدام النسب المالية والاعتماد على أمور وعمليات احصائية أكثر دقة للحصول على مدلول النسب المالية وعلاقتها ببعض العوامل الاقتصادية ومن بين هذه الأمور نذكر ما يلي: (مركز البحوث والدراسات متعدد التخصصات، 2021)

- النسب المالية يتم الحصول عليها من القوائم المالية وهي بذلك تأخذ الأخطاء الموجودة فيها؛
- التحليل بواسطة النسب المالية ساكن وتصفوي بطبيعته، حيث أن تعتبر أن المشروع سوف ينتهي عند لحظة معينة وهي تقيس سيولته والربحية الخاصة به عند تلك اللحظة فقط؛
- النسب أرقام بدون دلالة في حالة لم يتم مقارنتها بغيرها؛

- صعوبة سبب تغير النسبة بسرعة، لأن التغير قد ينتج عن زيادة البسط وثبات المقام أو تغير البسط والمقام معا باتجاهات مختلفة أو تغير البسط والمقام بنسب متفاوتة؛
- استخدام النسب المالية للمقارنة بين مؤسستين مختلفتين يجب الأخذ بعين الاعتبار الأسس المحاسبية المعدة عليها الميزانية؛

### المطلب الثاني: أنواع النسب المالية

تقع مسؤولية اختيار هيكل مالي على عاتق الوظيفة المالية بالمؤسسة مما يجعل الإدارة المالية دائماً تفكر في إيجاد أهم المصادر التمويلية التي تمكنها من خفض التكلفة ورفع ثروة الملاك مما يساهم في تحقيق قيمة سوقية مرتفعة للمؤسسة، لكن قبل اختيار تلك المصادر هناك مؤشرات تعتمد على الإدارة المالية لدراسة الهيكل المالي الأمثل الذي يحقق لها مطالبها حسب شروطها.

وهذه المؤشرات تتمثل في ما يلي: (سعود، 2020، الصفحات 47-49)

### أولاً: نسب الهيكلية المالية

تساعد نسب هيكل التمويل على محاولة معرفة كفاءة إدارة المؤسسة في تسيير أموالها وكيفية استثمار أموالها الخاصة وأموال الدين.

حيث تصف هذه النسب الوضعية المالية للمؤسسة في وقت معين لأنه تعمل على تفسير العلاقة بين أصول وخصوم المؤسسة بالاعتماد على الميزانية وتتمثل هذه النسبة في نسب فرعية نذكرها كما يلي: (group.google.com, 2009)

### أ- نسب هيكلية الأصول

هذه النسب تقدر صورة واضحة وحقيقية التي يساهم بها كل عنصر في مجموع الأصول نأخذ على سبيل المثال النسب التالية:

نسبة هيكلية الأصول الثابتة: (تثبيتات غير جارية / مجموع الأصول) 100

نسبة قيم الاستغلال = (اجمالي قيم الاستغلال / مجموع الأصول) 100

نسبة القيم الجاهزة غير جاهزة = (القيم الجاهزة + القيم غير جاهزة / مجموع الأصول) 100

وهذه النسب تسمح بقياس درجة السيولة الموجودة لدى المؤسسة وتستطيع المؤسسة من خلال أن تقوم بإعادة النظر في هيكلها المالي.

#### ب- نسب هيكلية الخصوم

تعتبر نسب هيكلية الخصوم عن طبيعة كل عنصر من العناصر التي تكون الخصوم وتحدد مدى ميول المؤسسة للديون، كما تبين نسبة الأموال الخاصة من مجموع الخصوم ومنها ما يلي: (الموسوعة المدرسية، 2016)

نسبة هيكلية الأموال الخاصة = (الأموال الخاصة / مجموع الخصوم) 100

نسبة هيكلية الديون طويلة الأجل = (الديون طويلة الأجل / مجموع الخصوم) 100

نسبة هيكلية الديون قصيرة الأجل = (الديون قصيرة الأجل / مجموع الديون) 100

كما يمكننا اختصار نسب الهيكل المالي في الجدول أسفله وهو عبارة عن نسب مالية تساهم في تقييم الهيكل المالي للمؤسسة وتعمل على تحقيق التوازن المالي في الهيكل المالي بين عناصر الخصوم والأصول وبين المصادر التمويلية الداخلية والخارجية (محمد أمين، 2020، الصفحات 760-779)

الجدول رقم 1-2: نسب هيكل التمويل

النسبة	طريقة حسابها	قيمتها المعيارية	شرحها
نسبة التمويل الدائم	الأموال الدائمة/الأصول الثابتة	أكبر من 1	زيادة هذه النسبة يبين أن الأموال الدائمة بالمؤسسة تغطي الأصول الثابتة.
نسبة التمويل الخاص	الأموال الخاصة/الأصول الثابتة	أكبر من 1	زيادة هذه النسبة تمكن المؤسسة من اتخاذ قرارات مالية بالاعتماد على أموالها الخاصة من دون اللجوء للدين، ولكن عندما تنخفض يدل على اضطراب المؤسسة لمصادر تمويلية أخرى.
نسبة الاستقلالية المالية	الأموال الخاصة/مجموع الديون	أكبر من 1	زيادة تدل على أن المؤسسة مستقلة ماليا ولها الحرية في اتخاذ قرارات مالية واستثمارية، وأنها قادرة على تغطية التزاماتها، أما عندما تنخفض فيدل على أن المؤسسة لها مديونة.
نسبة التمويل الخارجي	مجموع الديون / مجموع الأصول	أقل من 0.5	انخفاض هذه النسبة يدل على أن المؤسسة قادرة على الوفاء بالتزاماتها في تاريخ استحقاقها ولها حرية اتخاذ القرارات المالية، أما ارتفاعها فيجعل المؤسسة مقيدة بسبب إمكانية مطالبة المقرضين بأموالهم في أي لحظة.

المصدر: محمد لين علوان، لطفي شعبان 2020، دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة دباغة الجلود جيغل، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية المجلد 13، العدد 01، ص 760-779.

### ثانيا: نسب السيولة

تهدف هذه النسبة إلى تقييم القدرة المالية للمؤسسة على الأمد القصير وهذا من خلال قياس قدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها القصيرة الأجل عند تاريخ استحقاقها من خلال تدفقاتها النقدية العادية التي تنتج عن مبيعات المؤسسة وتحصيل الذمم وتمثل أهم نسب السيولة في ما يلي:

نسبة التداول: تعبر هذه الأخيرة عن قدرة المؤسسة على مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل من خلال الموجودات المتداولة.

حيث أن: (الخميس، 2021، الصفحات 12-38)

نسبة السيولة السريعة = (الموجودات المتداولة والقيم الجاهزة - الأصول غير جارية) / الديون قصيرة الأجل

حيث أن هذه النسبة تقيس مدى كفاية الموجودات المتداولة والجاهزة ما عدا الأصول غير جارية بالمؤسسة من أجل تغطية الديون قصيرة الأجل في زمنها المحدد والمتفق عليه عند تسليم الدين.

نسبة التداول = الموجودات المتداولة والجاهزة / الديون قصيرة أجل

في هذه النسبة هناك قيمة معيارية يجب أن لا تكون النتيجة أقل منها حيث أن الأصول المتداولة يجب أن تكون ضعف الديون قصيرة الأجل، حيث أن هذه النسبة تقيس مدى كفاية الموجودات المتداولة والجاهزة من أجل تغطية الديون قصيرة الأجل التي تحصلت عليها المؤسسة.

نسبة الجاهزية النقدية = الموجودات الجاهزة وشبه جاهزة / الديون قصيرة الأجل

هذه النسبة تتميز بأنها تهتم فقط بالعناصر النقدية وتستبعد غير ذلك، وهي تحدد مدى قدرة الموجودات الجاهزة والشبه جاهزة في تغطيتها للديون قصيرة الأجل.

ثالثا: نسب الربحية

ربحية المؤسسة في غالب الأحيان تتحقق من خلال تشغيل أصول المؤسسة بكفاءة وهي التي تضمن بقاء واستمرار المؤسسة في السوق، ذلك لأن الخسارة المتكررة قد تؤدي بالمؤسسة للخروج من السوق مما يؤدي لتلاشي حقوق المساهمين.

أما بالنسبة للربحية كمؤشر فهي تقيس هذه النسب مدى قدرة المؤسسة على تحفي الأرباح وكذا تهدف للتعرف على العائد المتوقع على أموالهم المستثمرة خلال فترة زمنية معينة من خلال المقارنة بين النتيجة بعد الضريبة إلى رقم أعمال المؤسسة، وهذه النسبة تنقسم إلى مؤشرات كما يلي: (المحاسبة، صفحة 2021)

الجدول رقم 2-2: نسب الربحية ومدلولها

نسب الربحية	العلاقة	الشرح
هامش الربح	مجمّل الربح/صافي المبيعات	تشير إلى مجمل الربح الذي تحقّقه المؤسسة من كل دينار بيع
نسبة صافي الربح إلى المبيعات	صافي الربح/صافي المبيعات	تشير هذه النسبة إلى مجمل الربح الذي تحقّقه المؤسسة من كل دينار بيع بعد خصم المصروفات التشغيلية
العائد على الاستثمار	صافي الربح/متوسط رصيد الأصول	تشير هذه النسبة إلى قياس مدى مساهمة الأصول المستثمرة في تحقيق ربح وتستخدم لمقارنة الربحية بين المؤسسات باختلاف أحجامها.
العائد على حق الملكية	صافي الربح/متوسط حق الملكية	تشير هذه النسبة إلى قياس صافي ربح المؤسسة على استثمارات المساهمين.

المصدر: بوابة المحاسبة، تحليل القوائم المالية بالنسب المالية،

[https://accountinggate.com/qrabic/management-accounting/ratio-](https://accountinggate.com/qrabic/management-accounting/ratio-analysis-of-financial-statement.html)

[analysis-of-financial-statement.html](https://accountinggate.com/qrabic/management-accounting/ratio-analysis-of-financial-statement.html) تم الاطلاع عليه يوم: 2021/08/25.

رابعاً: نسب السوق

هذه النسب تعتبر بالغة الأهمية بالنسبة لحملة الأسهم، والمستثمرين المحتملين في الأسهم حيث أن هذه النسب تهتم بقياس تأثير أداء المؤسسة على سعر السهم العادي في السوق استناداً إلى الهدف العام وهو تعظيم ثروة الملاك وتعظيم قيمة المؤسسة في البورصة (التحليل المالي والمؤشرات المالية - شرح نظري وعملي كامل،

(2013)

وهذه النسب هي:

الجدول رقم 3-2: نسب السوق وطريقة حسابها

اسم النسبة	طريقة الحساب
عائد السهم	(صافي الربح بعد الضريبة-توزيعات الأسهم الممتازة)/متوسط عدد الأسهم العادية
سعر السهم إلى الربح المحقق	القيمة السوقية للسهم/نصيب السهم من الأرباح
نسبة توزيع الأرباح	الأرباح الموزعة/الأرباح المحققة بعد الضرائب والأسهم الممتازة
القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	السعر السوقي للسهم/القيمة الدفترية
ربح السهم	حصة السهم من الأرباح الموزعة/القيمة السوقية له

المصدر: المحاسبة المالية، التحليل المالي والمؤشرات المالية - شرح نظري وعملي كامل

[www.doubleclick.com.eg](http://www.doubleclick.com.eg) ، تم الاطلاع يوم 2021/09/23.

تعتبر نسب السوق المذكورة أعلاه نسب متعارف عليها من أجل تقييم المؤسسات في الأسواق المالية، إلا أنه تجدر الإشارة إلى نسبة عائد الاحتفاظ بالسهم وهي التي يقوم المحلل المالي والذين يهتمون بالاستثمار بحسابها لأهميتها الكبيرة في توضيح المكاسب التي يتحصل عليها حامل السهم سواء كانت هذه المكاسب رأسمالية بسبب ارتفاع سعر السهم السوقي أو توزيعات أرباح، حيث تقوم فكرة هذه النسبة على أساس السؤال القائل: ما هي نسبة الأرباح الفعلية التي يتحصل عليها حامل السهم في نهاية السنة المالية؟ (mostasmer, 2020)

وتحسب هذه النسبة كما يلي:

عائد الاحتفاظ بالسهم = (سعر السهم السوقي في نهاية الفترة - سعر السهم من الأرباح الموزعة) / سعر السهم السوقي في بداية الفترة.

### المطلب الثالث: علاقة الرفع المالي بهيكل التمويل

دور المؤسسة في مشاريع جديدة بعد تحديدها لرأس المال يجبر المؤسسة على البحث عن مصادر تمويلي من أجل التنفيذ، وهذه المصادر مختلفة ومتنوعة داخلية وخارجية وذات تكاليف مختلفة، حيث أن التمويل بالأسهم يجبرها على توزيع الأرباح لحاملها والتمويل بالسندات يترتب عليه فوائد سنوية ثابتة، واختيار الهيكل التمويلي من طرف المؤسسة متوقف على نسبة الرفع المالي، التي تتميز بتكلفتها المرتفعة خاصة أن المؤسسة تعمل في ظل عدم التأكد وهذا ما يعرضها لمخاطر مختلفة يصعب مواجهتها من طرف المسيرين وهذا ما يجعل أموال المساهمين في خطر دائم، لكن المؤسسة مجبرة دائما على أن توازن بين العوائد والمخاطر من أجل تخفيض التكاليف ورفع قيمة المؤسسة من خلال تحقيق عوائد تفوق التكاليف.

#### أولا: مفهوم وعلاقة الرفع المالي

يقصد بها نسبة القروض الموجودة في الهيكل المالي إلى مجموع الأموال، وعليه كلما زادت هذه النسبة تنخفض نسبة حقوق الملكية إلى مجموع الأموال، ذلك أن المقرضون يفضلون نسبة رفع مالي معقولة من أجل الأمان بينما الملاك يفضلون نسبة رفع مرتفعة لزيادة الأرباح، وهذا ما يستوجب على المؤسسة القيام بخلق توازن بين الرغبتين المتعارضتين (الزبيدي، 2000، صفحة 169)،

ونسبة الرفع المالي تعتبر من أهم النسب بالنسبة للمقرضين والمستثمرين والإدارة، لأنها تظهر لهم مدى مساهمة الديون في الهيكل المالي للمؤسسة مقارنة بمساهمة نسبة أموال الملكية فيه، لأنه من خلال نسبة الرفع المالي يمكن معرفة نسبة حق الملكية ونسبة الاقراض وتعرف هذه النسبة بالديون إلى إجمالي الأصول، وكلما انخفضت دل ذلك على أن المؤسسة تعتمد على أموالها الخاصة في هيكلها المالي (الخيرى، 2013، صفحة 59)

كما تم تعريفه على أنه مدى استخدام المؤسسة للتمويل بالقروض الطويلة الأجل في الهيكل المالي لتعظيم قيمة المؤسسة من خلال تعظيم عوائد حق الملكية (العامري، الإدارة المالية المتقدمة، 2013، صفحة 216)

وبما أن نسبة الرفع المالي ذات أهمية في المؤسسة كونها تستخدم القروض الرأسمالية لتمويل موجوداتها، حيث أن هذه النسبة تشير لمستوى تلك القروض في هيكل رأس مال المؤسسة، لكن تلك النسبة من القروض يجب أن

تكون مدروسة بدقة حتى تعود على المؤسسة بفائدة لأن الإفراط فيها يحمل مخاطر مالية اضافية وتقاس هذه النسبة بالعلاقة التالية: معلومات (2021, info4u.net)

**الرفع المالي = إجمالي القروض / الأموال الخاصة**

وهي أشمل علاقة لقياس نسبة إجمالي القروض التي تستخدمها المؤسسة في هيكلها المالي، حيث أنه كلما ارتفعت هذه النسبة تزداد المخاطر المصاحبة لها، ولكن ليس بالضرورة دائما زيادة المخاطر لأن قيمة الموجودات المستخدمة لحساب المعدل مجرد قيم تاريخية وليست قيم سوقية حقيقية عادلة، كما أن العلاقة تتجاهل الفرص المستقبلية للمؤسسة وفعالية استخدام الأصول، إلا أن تقدم فكرة عامة للمحلل حول مبلغ الدين.

وبما أن نسبة الرفع المالي تهتم بقياس نسبة استخدام القروض في الهيكل المالي وباعتبار أن هناك قروض قصيرة أمد وقروض طويلة أمد فيمكن كذلك قياسها بالشكل التالي: (الدباس، 2014، صفحة 67)

**نسبة المديونية قصيرة الأجل = (القروض قصيرة الأجل / إجمالي الموجودات) \* 100**

**نسبة المديونية طويلة الأجل = (القروض طويلة الأجل / إجمالي الموجودات) \* 100**

حيث تعتبر نسبة المديونية من بين أهم النسب المالية التي تهتم بقياس درجة استخدام الديون في الهيكل المالي للمؤسسة، أي مدى اعتماد المؤسسة على الديون وهي تقيس المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في الاعتماد على الديون في تمويل احتياجاتها، و يهتم بهذه النسبة كل من المالك والمقرض لأن زيادة الاعتماد على القروض تحسن العوائد لكنها تحمل مخاطر مالية كبيرة وهذا بسبب أعباء الدين الذي تتحمله المؤسسة وتخوفها من عدم رد المستحقات في وقتها المتفق عليه، وتقاس هذه النسبة بالعلاقة التالية: (كنجو، 2018، الصفحات 67-80)

**نسبة المديونية العامة = (إجمالي الديون / إجمالي الأصول) \* 100**

**ثانيا: أسباب الاهتمام بالرفع المالي**

يتم الاهتمام بالرفع المالي في الهيكل المالي للأسباب التالية: (العامري، الإدارة المالية المتقدمة، 2010)

- انخفاض تكلفة تمويل القروض ما يؤدي لخفض المعدل الموزون للتكلفة الكلية للتمويل.
- سهولة تقدير تكلفة التمويل المقترض بفوائد مدفوعة مقارنة بتقدير التكلفة التمويل المقترض دون فوائد،

- تنخفض تكلفة التمويل المقترض بفوائد لأغراض الضريبة.
- ارتباط المخاطر المالية بالتمويل بالفائدة في الرفع المالي لأن المخاطر المالية تغيب بغياب الفوائد.

وتعتبر هذه النسبة من أهم أدوات الرقابة وتساعد في تقييم هيكل التمويل للمؤسسة من حيث درجة الاعتماد على المصادر التمويلية، فكلما قل استخدام القروض ينخفض الخطر لأن الفوائد المترتبة على القروض تستنزف الموارد المالية للمؤسسة لذا معظم المستثمرون يفضلون المؤسسات ذات الديون الأقل (الشيخ، 2008، صفحة 51)، كما أنه يعرف بمثابة نسبة تعبر عن درجة استخدام الديون في هيكل التمويل لتمويل جزء من أصول المؤسسة، ويعطى بالعلاقة التالية: (بلخير، 2017، صفحة 101\_114)

$$F = (Re + (Re - i) \cdot D/Cp)(1 - IS)$$

حيث أن:

$Re-i$ : هامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة

$D/Cp$ : رفع مالي يقيس تركيبة الهيكل المالي

$(Re-i) \times D/Cp$ : أثر الرفع المالي

مع العلم أن:

مردودية الأموال الخاصة = المردودية الاقتصادية + الرفع المالي

أثر الرفع المالي = مردودية الأموال الخاصة - المردودية الاقتصادية

والرفع المالي هو نسبة القروض إلى مجموع الخصوم وعند القيام بتشكيل الهيكل المالي الأمثل يجب دائما دراسة الرفع المالي، لأنه بعد حصول المؤسسة على المصادر التمويلية يستوجب توظيفها بشكل لائق بحيث في نهاية السنة المالية تقارن النتيجة بالمصادر التمويلية المستخدمة من أجل معرفة إذا حققت ربح أم لا، من أجل الحصول على معدل العائد على إجمالي الأصول المستخدمة ومعدل العائد على حق الملكية (يحياوي، 2002، صفحة 86\_101)

الشكل رقم 1-2: درجات الرفع المالي



المصدر: (يحياوي، 2002، الصفحات 86-101)

حيث أن نقطة التقاء المنحنيات الثلاثة للرفع المالي تسمى نقطة عدم الاهتمام ويكون فيها ما يلي:

\_\_ معدل العائد على إجمالي الأصول = سعر الفائدة

\_\_ معدل العائد على حقوق الملكية = معدل العائد على إجمالي الأصول (1- معدل الضريبة)

حيث أنه كلما يرتفع معدل العائد على إجمالي الأصول عن سعر الفائدة يمكن الاعتماد على القروض والعكس صحيح.

ثالثاً: مميزات الرفع المالي

تتميز نسبة الرفع المالي في المؤسسة بمميزات تجعل أصحاب المصالح يهتمون بها خاصة إذا تم الرفع في ظل عوائد على الموجودات أكبر من القرض فهو يحقق مميزات ومن بينها ما يلي: (مطلق، 2014، صفحة 24)

- زيادة العائد على حقوق المساهمين بسبب الفارق الموجود بين تكلفة القرض ومردود الاستثمار؛
- لا تتم مشاركة الآخرين في تحقيق الربح إلا ما يتم دفعه في شكل فائدة للمقرضين؛
- اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية في فترات التضخم ثم اعادتها بقوة شرائية أقل؛
- فائدة القرض قابلة للخصم من الضريبة؛

وبما أن حساب الرفع المالي يتطلب حساب مؤشر المردودية فإن نسبة المردودية يتم قياسها كما يلي: (محمد أمين، 2020، الصفحات 760-779)

المردودية الاقتصادية: تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال وهي تهتم بالأنشطة الرئيسية وتستبعد كل الأنشطة الثانوية ويتم قياسها بالعلاقة التالية:

$$Re = RE(1 - T) / \sum ACTIF$$

حيث أن:

**Re**: المردودية الاقتصادية

**RE**: نتيجة الاستغلال

**T**: معدل الضريبة على الأرباح

**ACTIF**: الأصول الاقتصادية

حيث أن هذه النسبة تقيس مدى مساهمة كل دينار في نتيجة الاستغلال.

المردودية المالية:

تهتم هذه النسبة بقياس إجمالي أنشطة المؤسسة حيث أنها تظم كافة العناصر المالية والأنشطة المالية، حيث أنها تحدد مدى مساهمة الأموال الخاصة في تحقيق النتيجة الصافية وهي تقاس بالعلاقة التالية:

$$Rf = Rn / CP$$

حيث أن:

**Rf**: المردودية المالية

**Rn**: النتيجة الصافية

CP: الأموال الخاصة

ليتم في الأخير قياس الرفع المالي بالعلاقة التالي:

الرفع المالي = (المردودية الاقتصادية - معدل الفائدة) \* الديون / الأموال الخاصة

### المبحث الثالث: تكلفة التمويل بالمؤسسة الاقتصادية

تمثل تكلفة رأس المال حجر الزاوية للقرارات المالية والاستثمارية للمؤسسة، حيث أنها تكون مجبرة على معرفة التكلفة حتى تتخذ قرار الاستثمار وقرار الحصول على المصدر التمويلي من عدمه، ذلك لأن المؤسسات تهتم بالقرار الاستثماري باعتباره يرتبط مباشرة بالقرار المالي، لأن نجاح الاستثمار يعتمد على مدى نجاح المسير في الحصول على المصادر التمويلية المناسبة في وقت مناسب وبأقل التكاليف، حيث أن التكاليف عامل جد مهم لدى أي مؤسسة مهما كان نوع نشاطها لأنها بمثابة حلقة الوصل بين القرارين المالي والاستثماري اللذان سوف تتخذهما المؤسسة، لذا وجب قبل اتخاذ أي قرار أن يتم النظر لجدواه، أي يقارن بين العائد المتوقع والتكلفة التي تترتب على الأموال المستخدمة سواء كان لتمويل نشاط تشغيلي أو رأسمالي للمؤسسة أو كان استثمار لصالحها، لذا وجب الاهتمام بها كونها المعيار الذي يحدد قيمة الأسهم بعد الاستثمار.

### المطلب الأول: تكلفة التمويل

تعتبر تكلفة التمويل عنصر مهم جدا في القرارات المالية باعتباره محدد لاختيار القرار المالي أو لا، لأن عدم الاهتمام بالتكاليف قد يعرض المؤسسة لخسائر غير مدروسة قد تصل بها للعسر مالي حقيقي والإفلاس مستقبلا وتتم المفاضلة بين مختلف المصادر التمويلية المتاحة في السوق بدراسة تكلفة كل عنصر.

### أولا: تعريف تكلفة التمويل

تعددت تعاريف الخاصة بتكلفة التمويل ونذكر من بينها ما يلي:

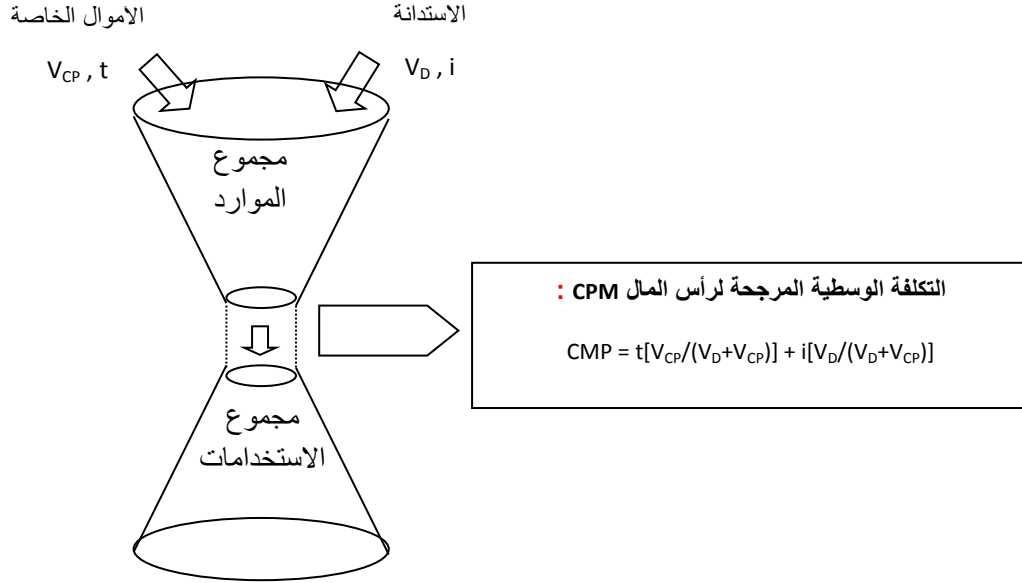
يقصد بها ذلك الحد الأدنى للمعدل الذي يجب تحقيقه جراء استخدام استثمارات رأسمالية مفتوحة (محمد، 2001، صفحة 392) كما تم تعريفها على أنها معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر الذي نضمن من خلاله مستقبلا أن نحصل على قيمة المؤسسة وتعظيمها كذلك (خباية، 1997، صفحة 506)، كما تعرف على أنها العنصر الأساسي في عملية اتخاذ القرار المالي المرتبط بالبحث عن مصادر مالية مناسبة حيث يتم القيام بمقارنة بين البدائل المتاحة لاتخاذ قرار صائب (سامر، 2019)، كما أنها الحد الأدنى للعائد الذي يجب تحقيقه من استثمار في الأموال المتاحة (سامر، 2019)، وهي ذلك المعدل من المردودية المالية الذي يطلب المساهمون الحصول عليه نظرا لمساهمتهم برأس مال في المؤسسة (Conso, 1999, p. 153)

ومن خلال ما سبق نقول أن تكلفة التمويل لا تقتصر فقط على أموال الاستدانة بل على أموال الملكية وأموال الاستدانة مع بعض، لأنه في حال التمويل بالاقتراض المؤسسة أمام ما يعرف بتكلفة التمويل المقترض أي الفوائد وكلفة تلك الأموال التي يجب ردها لأصحابها في نهاية السنة المالية بمعدلات ثابتة سواء حققت ربح أو خسارة فهي في وضع مخاطرة اتجاه مردودية تلك الأموال المقترضة، أما من ناحية أموال الملكية فهي أمام تكلفة الأموال الخاصة أي هي مرتبطة بكمية الأرباح الممكن تحقيقها من خلال استثمارها والتي يتوقعها المساهمين لذا فالمؤسسة مجبرة على تحقيق مردود يساوي أو يفوق توقع المساهمين هنا تكمن المخاطرة.

وعند القيام بدراسة تكلفة التمويل يجب مراعاة الفرق الجوهرى الموجود بين التكلفة المستقبلية والتاريخية، حيث أن الأولى هي التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات المالية المهمة في المؤسسة، لأننا نكون نهدف لتدنية التكاليف الآتية مستقبلا التي قد تواجه المشروع أو المؤسسة ككل، ولكن التكلفة التاريخية هي ماضية وسابقة على الأموال أي القيمة المالية الأصلية للعنصر الاقتصادي ولها دور في التنبؤ بتكلفة العنصر وتقييم أدائه (سمير، صفحة 166)

كما نرى أن الهدف الرئيسى من تحديد تكلفة التمويل هو مساعدة متخذ القرار الاستثمارى من داخل أو خارج المؤسسة في تحديد وتقدير تكلفة هيكل رأس المال المستخدم في تمويل المشروعات، حيث أن التكلفة هي أهم عامل يؤخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار المالى أو عند محاولة مقارنة مؤسسة مع منافساتها في السوق لتحديد مركزها التنافسي باعتبار أنها عامل له أثر واضح على العوائد، حيث أن هناك علاقة عكسية بين التكلفة والعائد أي كلما انخفضت تكلفة الحصول على رأس المال ترتفع عوائد المؤسسة وهذا يرفع من ثروة الملاك ويزيد من عامل الثقة لديهم في المؤسسة واستثماراتها.

الشكل رقم 2-2: مفهوم تكلفة رأس المال



المصدر: دادان عبد الغني وآخرون (25-28 ماي 2003)، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كاستراتيجية النمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ص 1-13.

ثانيا: أهمية حساب تكلفة التمويل

تكمن أهمية حساب تكلفة التمويل في ما يلي: (الأغا، الصفحات 55-56)

- \_\_ يؤثر الهيكل المالي على حجم، أرباح، درجة مخاطر المؤسسة وقيمتها؛
- \_\_ يساعد حسابها الإدارة المالية في اتخاذ القرارات التي تتعلق باختيار أفضل مصدر تمويلي من حيث التكلفة الدنيا؛
- \_\_ يؤثر حساب التكلفة في اتخاذ قرار مناسب بالنسبة للموازنة الرأسمالية؛
- \_\_ يفيد حسابها في تقييم المشاريع ذات التمويل الكبير فإذا تبين أن التكلفة أكبر من العائد يلغى المشروع؛

\_\_ العديد من قرارات التمويل الخاصة بالاستئجار وإعادة تحويل السندات تستلزم حساب دقيق للتكاليف؛

### ثالثا: الفوائد المحققة للمؤسسة جراء حسابها للتكلفة

تحقق المؤسسة عدة فوائد ومزايا بعد أن تقوم بحساب تكاليف عناصر هيكلها المالي وهذه الفوائد تكمن في ما يلي: (الأغا، 2005، صفحة 55\_56)

- تأثير الهيكل المالي المستخدم بعد حساب التكلفة على العوائد ومنه على قيمة المؤسسة.
- حساب تكلفة كل مصدر تمويلي يساهم في اتخاذ قرارات صائبة بالنسبة للإدارة المالية.
- اعداد موازنة رأسمالية سليمة ومناسبة يتطلب بالضرورة حساب التكاليف.
- تنفيذ حساب التكلفة في اختيار أحسن المشاريع التنموية للمؤسسة، لأنه في حال وجود التكلفة قريبة أو أكثر من العائد المتوقع يتم مباشرة رفض المشروع حتى لا تدخل المؤسسة في خسائر وعسر مالي.
- التكلفة لها دور في قرارات التسعير ومعرفة قيم المؤسسات في السوق المالي ومعرفة المراكز المالية لها.
- قرارات الاستئجار وإعادة تحويل السندات تستلزم حساب التكاليف.
- الهدف الاستراتيجي لأي مؤسسة هو تعظيم قيمتها في السوق وهذا يستلزم أن تكون التكاليف منخفضة.
- مسألة اختيار قرار استثماري معين أو انفاق رأسمالي يستوجب حساب التكاليف.

### رابعا: العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال

تتأثر تكلفة رأس المال بعوامل متعددة نذكر من بينها ما يلي: (بريك، 2020، صفحة 685\_742)

- الظروف الاقتصادية: تؤثر على العائد الخالي من المخاطرة وتشمل الطلب والعرض على رأس المال داخل الاقتصاد والتضخم.
- ظروف السوق المالي: مثل انخفاض معدل العائد المطلوب من جانب المستثمرين وانخفاض المخاطر الخاصة بالأوراق المالية ما يزيد من تكلفة رأس المال.
- قرارات المؤسسة: وخاصة قرارات التشغيل والاستثمار والقرارات المالية حيث أنه كلما ترتفع المخاطر الخاصة بالنشاط والمخاطر المالية تزيد التكلفة.

## الفصل الثاني: محددات هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية

- معدلات الفائدة: توجد علاقة طردية بين معدلات الفائدة وتكاليف رأس المال.
- الضريبة: كلما ارتفعت الضرائب تنخفض تكلفة الديون أي تأثير عكسي، لكن كلما ارتفع الضريبة ترتفع معها تكلفة الأموال الخاصة.

وهناك عوامل أخرى تؤثر على التكلفة نذكرها كما يلي :

### الجدول رقم 4-2: عوامل تؤثر على تكلفة التمويل بالمؤسسات

عوامل تتحكم فيها المؤسسة	عوامل خارجة عن نطاق المؤسسة
__ معدل الفائدة المدفوع لأصحاب الدين	__ سياسة توزيع الأرباح
__ معدل الضريبة الذي تحدده السلطات التشريعية	__ السياسة الاستثمارية
__ للدولة	__ الهيكل المالي

المصدر (بتصرف من الباحثة): عاطف وليم اندراوس (2006) التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ص 425، 427.

### خامسا: الافتراضات الواجب تحققها لحساب تكلفة رأس المال

- هناك بعض الافتراضات لا بد أن تتحقق لحساب تكلفة رأس المال وهي كما يلي: (AccFlex, 2020)
- ثبات مخاطر الأعمال: حيث أنه عند حساب التكلفة يفترض أن تكون مخاطر الأعمال ثابتة عند مستوى معين أو تكون متغيرة بشكل طفيف؛
  - ثبات المخاطر المالية: كلما زادت نسبة الديون في الهيكل المالي للشركة ترتفع الفوائد وتزيد القدرة على احتمال عدم السداد أي ترتفع المخاطر المالية لذا نقول أن المخاطر المالية تؤثر على حساب التكلفة؛
  - ثبات سياسة توزيع الأرباح: يفترض حساب تكلفة رأس المال أن الأرباح الموزعة تزداد بمعدل نمو ثابت؛
  - عند تقييم المشاريع الاستثمارية يتم تقدير التدفقات النقدية وتحسب على أساس ما بعد الضرائب؛

## المطلب الثاني: تكلفة الأموال المملوكة

تمثل الأموال المملوكة في مختلف المصادر التمويلية الموجودة بحوزة المؤسسة للأمد الطويل والتي تكون شخصية وهي تنقسم إلى أسهم عادية، أسهم ممتازة، أرباح محتجزة

### أولاً- تكلفة الأسهم العادية

تعتبر الأسهم العادية أحد أهم مصادر التمويل التي تصدر بقيم اسمية متساوية ولها قيم مختلفة حسب الظروف الاقتصادية والتاريخية والقانونية والمحاسبية، لكن قيمتها السوقية تخضع للعرض والطلب في السوق المالي أي أنها تكون متداولة، وهذا الاختلاف في القيم يؤثر على التكلفة ويؤثر حتى على المشاريع مع العلم أن تكلفة التمويل بالأسهم العادية تعتمد على حجم الأموال المطلوبة للاستثمار وسعر إصدار السهم الواحد وبسعره الحقيقي في السوق والربح المتوقع منه، بالإضافة للزيادة المتوقعة من الأرباح وكذلك تكلفة إصدار السهم كما أن التقديرات ليست دقيقة لأنها مجرد تنبؤات. (شبيب، 2009، صفحة 316)

تم قياس تكلفة الأسهم العادية باتباع نموذجين أساسيين وهما CAPM و DCF.

### أ- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

تم تطوير هذا النموذج في الستينات من القرن العشرين من طرف شارب ترينور ولينتر موسين حيث يعتمد على خط سوق رأس المال بحيث يعكس العلاقة بين العائد والمخاطر باستعمال  $\beta$ ، وهو يبين العلاقة الموجودة بين العائد الذي يتوقع المؤسسة الحصول عليه والمخاطر السوقية للأسهم كما تعرف العلاقة باسم خط السوق للورقة المالية أي (Security Market Line) SML، حيث يقوم هذا النموذج بتحديد الحد الأدنى للعائد الذي يجب على المؤسسة أن تحققه جراء استخدامها للأسهم العادية في هيكلها التمويلي حتى تتم حماية المستثمرين من المخاطر المنتظمة التي تقاس بمعامل  $\beta$  لتصبح العلاقة بالشكل التالي: (الطراونة، 2020، صفحة 7\_20)

$$E(R_i) = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

حيث أن :

$E(R_i)$ : العائد المتوقع من السهم العادي

Rf: معدل العائد الخالي من المخاطر

Rm: معدل المتوقع على كل الأسهم المدرجة في السوق المالي

b: درجة حساسية عائد السهم إلى عائد السوق

ب- نموذج تقييم أرباح السهم

يسمى هذا النموذج كذلك بنموذج جوردن GORDON حيث أن المساهمين يتوقعون أرباح التي من المحتمل أن تقوم المؤسسة بتوزيعها في السنة المالية الأولى فقط، لذا فإن تكلفة الأموال المملوكة تنقسم إلى جزأين وهما ربح السهم مقسوم على القيمة السوقية له ومعدل نمو المتوقع لأرباح الأسهم الناتجة عن الاستثمار في الأموال المملوكة على التوالي، لذا يمكننا صياغة العلاقة التي نقيس بها تقييم أرباح الأسهم كما يلي: (حمزة غ.، 2019، الصفحات 146-163)

$$Kc = \left( \frac{D_0}{P_0} \right) + g$$

حيث أن:

Kc: تكلفة التمويل بأموال الملكية

D<sub>0</sub>: قيمة توزيعات الأرباح في الفترة الأولى

P<sub>0</sub>: السعر الحالي للسهم

g: معدل النمو المتوقع لربح السهم

ومن أجل تكييف هذا النموذج مع فكرة وجود الأسهم الجديدة مع افتراض أن معدل النمو المتوقع ثابت تصبح تكلفة التمويل بالأسهم العادية كما يلي:

$$Kc = D_0 / P_0 (1 - f) + g$$

حيث أن:

**F**: هي تكلفة اصدار أسهم جديدة

ثانيا- تكلفة الأسهم الممتازة

هذه التكلفة تمثل العائد الذي يتوقع حملة الأسهم الممتازة الحصول عليها، وبما أنها لا تحتوي تاريخ استحقاق وحملتها يتحصلون على عوائد ثابتة فإن تكلفتها تتمثل في تلك النسب الدورية من الأرباح التي يتحصلون عليها إلى صافي المبلغ الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع هذه الأسهم. (حمزة غ.، 2019، الصفحات 146-163)

لذا تصبح العلاقة الخاصة بحساب تكلفة الأسهم الممتازة كما يلي:

$$Kp = \frac{D}{P_0} - C$$

حيث أن:

**K<sub>p</sub>**: تكلفة الأسهم الممتازة

**D**: قيمة أرباح السهم الممتاز الثابتة

**P<sub>0</sub>**: القيمة السوقية للسهم الممتاز

**C**: تكلفة اصدار السهم الجديد

كما أن تكلفة السهم الممتاز عادة تفوق تكلفة السهم العادي، كون أن حاملها يتحصل على توزيع سنوي ثابت من الأرباح المحققة وهذا ما لا يتحصل عليه حامل السهم العادي، وتقاس تكلفة الأسهم الممتازة بالعلاقة التالية: (غسان، 2017، صفحة 25)

$$Kp = D_P / p_{net}$$

حيث أن:

**K<sub>p</sub>**: تكلفة اصدار السهم الممتاز

Dp: توزيعات الأسهم الممتازة

Pnet: سعر بيع أو إصدار السهم الممتاز مطروح منه تكلفة الإصدار

### ثالثاً- تكلفة الأرباح المحتجزة

تعبّر عن معدل المردود أو العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية نظراً لمساهمتهم في المؤسسة بأموالهم وكذا تحملهم لمختلف المخاطر التي قد تتعرض لها المؤسسة، بعد أن تقوم بدفع الديون للمقرضين وحملة الأسهم الممتازة يتبقى الربح الصافي أي الأرباح المحتجزة التي تعود ملكيتها لحملة الأسهم العادية، فتقوم المؤسسة إما بتوزيعها عليهم أو باستثمارها مرة أخرى، وهي مجبرة على أن تحقق ربح أكبر من المعدل المطلوب من طرفهم (حميد، 2012، صفحة 343\_344)

وتحسب تكلفة الأرباح المحتجزة بثلاثة طرق كما يلي:

### الطريقة الأولى: طريقة CAPM

$$Ks = Rf + \beta(ERm - Rf)$$

حيث أن:

Rf: سعر الفائدة الخالي من المخاطر

يقدم هذا النموذج تقدير قريب من الواقع لمعدل العائد المطلوب على الأسهم وتكلفة الأرباح المحتجزة، إلا أن الصعوبة فيه تكمن في صعوبة تقدير معامل  $\beta$  و Rf.

### الطريقة الثانية: علاوة المخاطرة

$$Ks = \text{bond yield} + \text{Risk premium}$$

حيث أن:

bond yield: سعر الفائدة على السندات

Risk premium: علاوة المخاطر

الطريقة الثالثة: عائد مقسوم الأرباح + مقسوم النمو

$$Ks = \left( \frac{Dn}{P0} \right) + g$$

حيث أن:

Dn: مقسوم الربح المتوقع في السنة

P0: سعر السهم السوقي الحالي

g: معدل نمو توزيعات الأرباح

المطلب الثالث: تكلفة أموال الاستدانة

بما أن أموال الاستدانة عامل مهم في الهيكل المالي فهي تعتبر في بعض الأحيان عائق بالنسبة للمؤسسات غير قادرة على الحصول عليها بأقل التكاليف، حيث أنه كلما ارتفعت تكاليف الاستدانة عن الحد المعقول تنخفض قيمة المؤسسة، لذا فإن متخذ القرار المالي يهتم وبشكل كبير بالحصول على أموال الاستدانة بتكاليف منخفضة.

أولاً: تعريف تكلفة الاستدانة

يمكن تعريف تكلفة الدين على أنها معدل عائد يتوقع الدائنون للحصول عليه مستقبلاً عندما يحدد موعد السداد مقابل استخدام أموالهم، ويقاس هذا المعدل بنفس طريقة قياس معدل المردود الداخلي أي أن تكلفة الدين تساوي معدل الخصم  $K_i$  الذي عنده تتحقق المساواة بين حصيللة أموال المتحصل عليها من خلال القروض

والقيمة الحالية للفائدة المدفوعة  $It$  ودفعات تسديد المبلغ الأصلي للقرض  $Rt$  (اسماعيل، 2007، الصفحات 142-143)

تتعدد مصادر الديون طويلة الأجل، حيث أن المؤسسة يمكنها الحصول على الدين من خلال القروض أو السندات، وتكلفة الدين تتمثل أساسا في تكلفة الحصول عليها وهي مقدار يطلبه الدائن كضمان لأمواله.

تكلفة المديونية = العائد المطلوب من قبل الدائنين - الوفر الضريبي

$$K_{dt} = K_d - K_d - T$$

$$K_{dt} = K_d(1 - T)$$

ومن خلال هذه العلاقة يمكننا أن نتوصل إلى أن الدولة في هذه الحالة تتحمل جزء من تكلفة الدين لأن الفوائد تكلفة ظاهرة في قائمة الدخل وتخفيض من الدخل الذي يخضع للضريبة ومنه تخفيض مبلغ الضريبة التي تقوم المؤسسة بدفعها.

ثانيا: تكلفة الائتمان التجاري

باعتبار أن الائتمان التجاري بمثابة تسهيل ائتماني فتكلفته تخضع لشروط المورد لذا فهو منخفض التكلفة وفي حالة غياب الخصومات النقدية يكون عدم التكلفة، ولكن سوء استخدامه من طرف المؤسسة يجعل تكلفته ترتفع وقد تؤدي بالمؤسسة للخروج من السوق كليا في حال تجاوز فترة السداد المتفق عليها (عاطف، 2008، صفحة 391\_392)

ويمكن كتابة معادله كما يلي:

تكلفة الائتمان التجاري: معدل الخصم النقدي  $\times [360 / (\text{فترة الائتمان} - \text{فترة الخصم})]$

ثالثا: تكلفة الائتمان المصرفي

تتمثل هذه التكلفة في الفوائد التي تدفعها المؤسسة وهي بمثابة نسب مئوية من قيمة القرض الذي أخذته المؤسسة وتسمى كذلك بتكلفة الاسمية وتتم هذه الفائدة وفقا لشروط تفرضها الجهة المانحة للقرض على المؤسسة وهذه الشروط هي: (فتحي، 2002، صفحة 06)

- الجهة المانحة تفرض على المؤسسة أن تحتفظ برصيد معين؛
- المؤسسة تكون مجبورة على سداد الفائدة مسبقاً؛
- تفرض الجهة المانحة على المؤسسة أن تسدد الرض على عدة دفعات؛

### رابعاً: تكلفة القروض

تكلفة القروض تتمثل في ذلك المعدل الفعلي للفائدة بعد استبعاد الوفرات الضريبية والذي يتحصل عليه المستثمر من المؤسسة، سواء كان عبارة عن قروض طويلة أجل أو سندات، لأن الاقتراض عادة يترتب عليه تدفق نقدي داخلي للمؤسسة من بيع سندات أو قروض، والجانب الثاني لها هو التدفق الخارجي عند دفع الفوائد في آجال استحقاقها للغير مع القيمة الحقيقية المقترضة أي أصل الدين (محمد، 2001، صفحة 334)

تعرف على أنها معدل العائد الذي يجب أن تحققه المؤسسة جراء استثماراتها الممولة بواسطة القروض، حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم بدون أي تغيير أي أنها الفائدة، وتعطى بالعلاقة التالية (اسماعيل، 2007، صفحة 142\_143)

هذا وتعطى تكلفة الاقتراض بالعلاقة التالية:

تكلفة القرض قبل الضريبة = الفائدة السنوية / سعر بيع السند - مصاريف الاصدار

تكلفة القرض بعد ضريبة = (الفائدة السنوية / سعر بيع سند - مصاريف الاصدار) × (1 - نسبة الضريبة)

يتطلب حساب تكلفة القروض معرفة ما يلي: (توفيق، صفحة 253)

- تقدير الدفعات النقدية الداخلية المتمثلة في صافي المكاسب النقدية التي تحصل عليها المؤسسة؛
- تقدير الدفعات النقدية السنوية الخارجية خلال فترة الاقتراض المتمثلة في الفوائد السنوية أو قيمة السندات أو القرض الذي يجب تسديده؛
- إيجاد قيمة المعدل الذي يجعل القيمة الحالية للمكاسب النقدية مساوية للقيمة الحالية لدفعات الفوائد والأقساط أو تسديد قيمة القرض؛

### المطلب الرابع: التكلفة الوسطية المرجحة

باعتبار أن الهيكل المالي هو ذلك المزيج من العناصر التمويلية المختلفة الآجال والمصادر فهذا يجعل المؤسسة مجبرة على القيام بحساب تكلفة كل عنصر تمويلي على حدى، ومن ثم تسهل عملية حساب وتقدير التكلفة الكلية للهيكل المالي، مما يساعد في الحصول على مصادر تمويلية بأقل التكاليف وهذا في صالح المؤسسة والأطراف ذوي العلاقة بها، وكذا يساهم في خفض التكلفة الكلية للهيكل المالي مما يجعل القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى مستوى لها.

#### أولاً: تعريف التكلفة الوسطية المرجحة

يتكون هيكل رأس مال المؤسسات من قروض طويلة أجل، أسهم عادية، أسهم ممتازة وأرباح محتجزة مما يعني أن تكلفة رأس المال هي التكلفة الوسطية لهذه المكونات مرجحة بأوزانها، لهذا يتم حساب تكلفة كل مكون على حدى ثم يتم حساب التكلفة الوسطية المرجحة في النهاية ويرمز لها بالرمز **WACC**. (Tim, 2006, p. 02)

تعرف كذلك على أنها متوسط سعر الفائدة الذي يجب على المؤسسة أن تدفع من أجل تمويل أصولها، فهو الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يجب أن يتحقق على حيازة الأصول الحالية لإرضاء المساهمين أو الملاك والمستثمرين الدائنين، حيث يعتمد حساب التكلفة الوسطية المرجحة على هيكل رأس المال الذي تستخدمه المؤسسة الذي يتكون من مصادر تمويلية مختلفة. (Route to Finance, 2020)

هذا وتتوقف تكلفة الأموال على المزيج التمويلي الأمثل الذي تعتمده المؤسسة والذي يتكون منه هيكلها المالي وحسب تكلفة كل عنصر من المزيج باعتبار أن كل مصدر له تكلفة خاصة به، فعند حساب تكلفة رأس المال لا بد من الاعتماد على المتوسط المرجح بالأوزان من أجل بناء مزيج تمويلي أمثل يخفض التكاليف الكلية للمؤسسة (محمد م.، 1997، صفحة 306)

من خلال ما سبق نرى أن التكلفة الوسطية المرجحة هي مجموعة تكاليف لمصادر التمويل المختلفة التي تستخدمها المؤسسة لفترة معينة مرجحة بأوزانها أي كل مصدر مرجح بوزنه، وهي ببساطة ما تدفعه المؤسسة من تكاليف لتمويل عملياتها المختلفة وتختلف من مؤسسة لأخرى لأن بعض المؤسسات تمول عملياتها وأنشطتها فقط بأموال الملكية والبعض الآخر تمول بالقروض ومؤسسات أخرى تعتمد مزيج من أموال الملكية والقروض حسب

احتياجاتها، وبعد نمو وتوسع المؤسسات يختلف الهيكل المالي وتختلف معه التكلفة، لأن هذا الأخير له علاقة وثيقة بالتكاليف كلما تختلف المصادر التمويلية تختلف تكلفة كل مصدر وهذا يؤثر على التكلفة الكلية.

### ثانيا: الخطوات المتبعة لحساب التكلفة الوسطية المرجحة

تتبع المؤسسة خطوات مختلفة من أجل حساب التكلفة الوسطية المرجحة كما يلي: (سامر، 2019، صفحة 222)

- تحديد أنواع الأموال أي مختلف المصادر التمويلية المتاحة لدى المؤسسة التي تستخدمها في تمويل استثماراتها.
- يتم حساب تكلفة كل عنصر تمويلي على حدى، مع اظهار التكلفة على شكل معدل من أجل مقارنتها بمعدلات العائد وحساب القيم الحالية القائمة على أساس التدفق النقدي بعد الضريبة.
- ترجيح بالأوزان لتكلفة كل عنصر تمويلي من أجل وجود متوسط مجموع الأوزان المرجحة لتكلفة كل عنصر وصولا للتكلفة المرجحة الكلية.

### ثالثا: طريقة حساب التكلفة الوسطية المرجحة

باعتبار أن المؤسسة تعتمد على مصادر تمويلية مختلفة من ديون وأموال ملكية أو مزيج منهما فإن حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال تكون بمنح كل مصدر وزن نسبة لأهميته في الهيكل المالي للمؤسسة ومن ثم ضرب الوزن بالتكلفة لتصبح العلاقة كما يلي: (mostasmer, 2020)

تكلفة الوسطية المرجحة = (وزن الدين × تكلفة الدين) + (وزن الأسهم العادية × تكلفة الأسهم العادية) + (وزن الأسهم الممتازة × تكلفة الأسهم الممتازة)

والمنهج الحسابي يتم من خلال العلاقات التالية:

إجمالي رأس المال = مبلغ الدين القائم + كمية الأسهم الممتازة + القيمة السوقية للأسهم العادية

وزن الدين = مبلغ الدين / إجمالي رأس المال

تكلفة الدين = مصروفات الفوائد × (1 - معدل الضريبة) / مبلغ الدين القائم

وزن الأسهم الممتازة = قيمة الأسهم الممتازة / إجمالي رأس المال

تكلفة الأسهم الممتازة = أرباح الأسهم الممتازة / كمية الأسهم الممتازة

وزن الأسهم العادية = القيمة السوقية للأسهم الممتازة / إجمالي رأس المال

وزن الأسهم العادية = (توزيعات الأرباح للسهم العام القادم / القيمة السوقية الحالية للسهم) + معدل نمو الأرباح

أي أنه يتم حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ككل بضرب تكلفة كل مصدر على حدى في نسبة هذا المصدر في الهيكل التمويلي، ومن ثم نقوم بجمع القيم.

كلما ارتفعت نسبة التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال يرتفع معامل بيتا وهو المعامل الاحصائي الذي يتم استخدامه ضمن الأسواق المالية لمقارنة تقلب أسهم المؤسسة مقابل تقلب السوق، ومعدل العائد على حق الملكية مما يؤدي لزيادة المخاطر وانخفاض قيمة المؤسسة.

ومؤشر التكلفة الوسطية المرجحة يتم استخدامه من قبل محللو الأوراق المالية عند تقييم قيمة الاستثمارات وكذا تحديد الأعمال التي يريدون الاستثمار فيها مستقبلا، ويستخدم كذلك في تحليل التدفقات النقدية المخصومة كمعدل الخصم للتدفقات النقدية المستقبلية من أجل اشتقاق صافي القيمة الحالية للأعمال (harvard business review, 2021)

### خلاصة الفصل

نظرا لأهمية هيكل التمويل بالمؤسسات الاقتصادية وكونه يلعب دور مهم في تعظيم ثروة الملاك التي تؤدي تعظيم القيمة الإجمالية لمؤسسة فانه لا يتم بصفة عشوائية، وإنما يتم تشكيله ومزج المصادر التمويلية بضوابط ومحددات، وهذا بعد دراسة جدوى كل عنصر تمويل على حدى وموازنة العائد المتوقع منه مع المخاطرة المصاحبة له وتكلفته، لذا فإن المؤسسة مجبرة على أن تهتم بالمحددات التي تضبط اختيار هيكل تمويل الخاص بها، خاصة المحددات الكمية منها كونها تعطي نتائج حسابية تساهم في ضبط المزيج التمويلي، ومن بين هذه المحددات الكمية نذكر الربحية التي تمثل هدف أسمى بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية لأنها سبب رئيسي في بقائها في السوق وهي محل اهتمام كل من المساهم والدائن، حيث أن زيادتها تخفض المخاطر التي تهدد المؤسسة، يضاف لها المحدد الثاني وهو السيولة التي تجعل المؤسسة قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية القصيرة الأجل في آجالها المحددة، أما بالنسبة للمحدد الثالث فهي المردودية التي لا تقل شأنًا عن المحددين السابقين فهي تثبت بأن المؤسسة تستطيع تغطية الالتزامات المالية في تاريخ استحقاقها مما لا يضطر المؤسسة لاستخدام القروض، والمحدد الرابع فهو هيكل الأصول الذي يعطي نظرة على الهيكل التمويلي للمؤسسة، يضاف لها محدد الحجم حيث أن حجم المؤسسة يؤثر مباشرة على الهيكل التمويلي لخاصة من جانب القروض لأنها كلما زاد حجم المؤسسة يتوسع هيكلها المالي.

ومن أجل تقييم هيكل التمويل الذي تستخدمه المؤسسة بعد المفاضلة بين مصادر تمويلية متعددة تستعين بالنسب المالية التي تستخدم بكثرة في التحليل المالي لأنها تبين التوزيع النسبي لعناصر الأصول والخصوم بميزانية المؤسسة، حيث أن القيام بتقييم هيكل التمويل يكون من أجل تحقيق التوازن المالي وكذا تقويمه في حالة وجود بعض النقائص فيه، خاصة عنصر التكاليف الذي يعتبر عنصر رئيسي للقرارات المالية والاستثمارية لأن الحصول على مصادر تمويلية بتكاليف منخفضة يساهم في زيادة القيمة السوقية للأسهم مما يعظم القيمة السوقية للمؤسسة، وبطبيعة الحال لكل عنصر تمويلي تكلفة خاصة به تقوم المؤسسة بدراسة تكلفته على حدى ثم تقوم بدراسة التكلفة الوسطية المرجحة من أجل تشكيل هيكل التمويل الأمثل الذي يعظم ثروة الملاك والقيمة الإجمالية للمؤسسة.

الفصل الثالث: المقاربات المالية

المفسرة لأثر ميكل تمويل

المؤسسة على القيمة الإجمالية

### الفصل الثالث: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل التمويل على القيمة الاجمالية

شكلت أمثليه هيكل التمويل وعلى أمد بعيد جدلا بين مختلف المهتمين بمالية المؤسسة، ولا يزال الجدل قائما إلى يومنا هذا بسبب اختلاف وجهات النظر بين الاقتصاديين الماليين، حيث يؤيد البعض فكرة وجود هيكل تمويل أمثل تسيير عليه المؤسسة طول عمرها الإنتاجي، بينما ينفيها البعض الآخر بحجة اختلاف مصادر التمويل والآجال المختلفة وكذا الظروف التي تعترض وتعرق عمل المؤسسة سواء كانت هذه الظروف داخلية أو خارجية، حيث توجد نظريات مختلفة درست موضوع هيكل التمويل الأمثل من جوانب مختلفة وكان منطلق هذه الدراسات سنة 1958 على يد مد غلياني وميلر في مقالهما الأول الذي ينفي غياب تأثير الضرائب على هيكل التمويل، ليأتي بعد خمس سنوات من ذلك الوقت مقال تصحيحي لهما يهتم بوجود تأثير الضريبة على هيكل التمويل، لتتواصل الدراسات والجدل بعد ذلك ولكن المرجع الوحيد هو نظرية مد غلياني وميلر.

ومن هذا المنطلق نحاول في هذا الفصل عرض أهم النظريات التي درست هيكل التمويل في ثلاثة مباحث كما يلي:

#### المبحث الأول: تقييم المؤسسة

المبحث الثاني: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل التمويل على القيمة الاجمالية من وجهة نظر كلاسيكية

المبحث الثالث: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل التمويل على القيمة الاجمالية من وجهة نظر مد غلياني وميلر

المبحث الرابع: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل التمويل على القيمة الاجمالية من وجهة نظر حديثة.

### المبحث الأول: تقييم المؤسسة

تختلف طرق تقييم المؤسسات حسب وجهات نظر مختلفة في الفكر المالي والمحاسبي على أمد بعيد، ما جعل المهتم بعملية التقييم يختار أفضل الطرق وأنسبها حسب طبيعة عمل المؤسسة ومكانتها في القطاع الذي تنتمي له ومكانتها بين المؤسسات المنافسة والسوق العاملة فيه، لذا فإن قيمة المؤسسة ذات أثر إيجابي لدى المهتمين بالمؤسسة خاصة عند قضية البيع أو الاندماج أو توجه المؤسسة لطلب قروض من أجل تمويل مشاريعها المختلفة وعملياتها الاستثمارية المبرجة، حيث أن تحديد قيمة معينة يسهل العمليات السابقة على الأطراف من داخل وخارج المؤسسة، حيث أن القيمة تعتمد على موجودات المؤسسة بما في ذلك هيكل التمويل بالإضافة لكفاءة المسيرين لدى المؤسسة.

### المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة

أصبح موضوع القيمة مهم جدا في عالم المالية والمحاسبة باعتبار أن القيمة هي أول شيء يفكر فيه من يريد الاستثمار في مؤسسة معينة أو من يريد شراء مؤسسة جاهزة دون عناء التأسيس من جديد، لذا فإن الفكر المحاسبي أصبح يهتم بقيمة المؤسسات بشكل كبير كونها تجمع بين مفاهيم أساسية عديدة.

### أولا: تعريف القيمة

لعل من أقدم المهتمين في مجال الدراسات المعنية بالقيمة هو ما جاء في نظرية القيمة لابن خلدون في مضمون قيمة السلع والخدمات حيث تم تعريف القيم بأنها تلك الافادات والمكتسبات من سلع وخدمات وهي كذلك قيم الأعمال الانسانية (سعاد، 2017، صفحة 399\_412)

وترجع كلمة Value إلى الأصل الفرنسي Valoir والتي تعني ترجمتها الانجليزية to be worth، وتعني قيمة أو قيمة مالية، وبعدها المادي تعني النسبة بين شيء ما وما يقابله من نقد، وهي التي يستمد منها العميل من امتلاكه لشيء أو منتج معين، أما بالنسبة للمصطلح المالي لها فهي تعني العائد النقدي للمبلغ الذي تم استثماره كما أنها تشمل النتيجة الإيجابية التي يوفرها المنتج (إستبرق، 2020، صفحة 95)

تسعى المؤسسة لتعظيم قيمتها السوقية من أجل البقاء والاستمرار في السوق لكن مفهوم القيمة ليس واضح بسبب وجود وجهات نظر مختلفة، حيث تعرف على أنها تعبر عن مجمل التدفقات النقدية المحتمل الحصول عليها

## الفصل الثالث: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل تمويل المؤسسة على القيمة الاجمالية

مستقبلا، والتي يتحصل عليها صاحب الأصل طول المدة التي يكون الأصل بحوزته التي قد تستمر لأمد طويل، وهي عبارة عن خصم للتدفقات النقدية عن سعر خصم مع الأخذ بعين الاعتبار الخطر الذي يصاحب الاستثمار في الأصل (فايز، 2010، صفحة 173)، كما أن القيمة السوقية هي سعر سهم المؤسسة أثناء التداول في السوق المالي، حيث أنه يتم تحديد القيمة السوقية للشركة من خلال التوازن قوى العرض والطلب وهي تختلف تماما عن القيمة الدفترية حيث أن القيمة الدفترية تكون عادة قيمة تاريخية للسهم أما القيمة السوقية فتحدد من خلال قيمة تداول أسهم المؤسسة (محمد ب.، 2017، الصفحات 324-349).

كما عرفت لجنة معايير التقييم الدولية IVSC على أنها مبلغ تقديري يمكن في مقابله أن يتم تبادل أصل في تاريخ التقييم بين المشتري والبائع اللذان يرغبان في عقد صفقة، وفي ظل السوق المحايد الذي يتوفر فيه معلومات كافية وحرية كاملة دون أي إكراه يجب اتمام العقد لأن تحديد القيمة يكون بتقييم كل أصول المؤسسة (عبد المالك، 2018، صفحة 21\_09)

وتعرف القيمة على أنها مبلغ يتم دفعه للحصول على الأصل، ومنه الحصول على عوائد مستقبلا جراء استخدام ذلك الأصل، وهي تختلف عن السعر لأن هذا الأخير يتم دفعه للحصول على أصل ما، أما القيمة تكون في جوهر الأصل (مروة، الصفحات 362-372)

والقيمة كذلك عبارة عن مبلغ مالي يتم دفعه للحصول على أصل أو حق، أو عوائد مالية مستقبلية ناتجة عن استخدام أصل معين، حيث أن القيمة ليست هي نفسه السعر لأنها موجودة في الأصل بحد ذاته وهي تأخذ عدة أشكال كما يلي (عبد الكريم، 2018، صفحة 17\_1)

**القيمة السوقية:** التي تمثل سعر التنازل بشروط عادية حسب العرض والطلب في السوق، وهو المعيار المعتمد بكثرة.

**القيمة العادلة:** مبلغ تبادل أصل أو خصوم منتهية بين أطراف على علم تام به وموافقة منهم ضمن شروط منافسة اعتيادية.

**قيمة الحيازة:** تكلفة الحيازة لاستثمار معين التي يسجل من خلالها ذلك الأصل في حيازة المؤسسة ويدخل في ملكيتها، ومحاسبيا تعرف بالتكلفة التاريخية أو تكلفة الاقتران.

## الفصل الثالث: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل تمويل المؤسسة على القيمة الاجمالية

القيمة الاجمالية: التي يتم بها تسجيل الأصل في الميزانية التخصيصية للاهلاك في المؤسسة أو قبل تشكيل المؤونة.

قيمة التصفية: القيمة التي بالاعتماد عليها يتم بيع أصول المؤسسة كل على حدا، وهذه القيمة تستخدم للتقييم عندما لا تستطيع المؤسسة الاستمرار في مزاوله نشاطها بسبب الوقوع في خسائر.

قيمة الصافية: تسمى محاسيبا بالقيمة المحاسبية الصافية ، وهي باقي القيمة المستخدمة في الميزانية بعد طرح الاهلاك ومختلف تخفيضات القيمة الاجمالية لعنصر الأصل.

القيمة المصفاة: تظهر عند مرور المؤسسة بصعوبات في الأداء، فتقوم بتصفية بعض الأصول لمتابعة أعمالها بشكل عادي.

القيمة المتبقية: مبلغ صافي ترتقه مؤسسة أخرى للحصول عليه مقابل أصول عند نهاية مدة منفعتها في المؤسسة بعد خصم التكاليف.

القيمة الجديدة: نفقات ضرورية لاستبدال سلعة بسلعة أخرى.

القيمة الاستعمالية: نفقات يجب دفعها لحيازة سلع من نفس النوعية والأداء لأنها تتعلق أساسا بالمنفعة.

قيمة المنفعة: القيمة الحالية لتدفقات الأموال من الخزينة المنتظرة من استعمال أصول معينة وخروجها عند نهاية مدة المنفعة.

القيمة القابلة للتحويل: حيث تمثل هذه الأخيرة القيمة العليا بين السعر الصافي للأصول وقيمتها النفعية.

قيمة الكسر: مبالغ يمكن للمؤسسة تحقيقها عند بيع أصول معينة بعد أن انتهت مدة نفعيته للمؤسسة.

قيمة التأمين: يحدها تقرير خبير تكون عند تقييم المؤسسة من خلال مراجعة التغطية التأمينية للعقارات والآلات.

كما يرى (عبد الناصر، 2006، صفحة 165\_184) أن القيمة الأساسية الاجمالية تتمثل في مجموع الاستخدامات المادية للمؤسسة المستعملة والمنظمة من أجل تحقيق أهدافها بغض النظر عن المصادر التمويلية التي تستخدمها لتمويل أصولها بعد القيام بما يلي:

\_\_ الاستثمارات اللازمة للاستغلال تضيفها المؤسسة للأصول.

\_\_ تحذف من الأصول العناصر المادية والمعنوية التي لا تلزمها للاستغلال.

\_\_ تحذف قيمة شراء المؤسسة.

\_\_ يتم حساب وتقييم العناصر المعنوية.

ومن خلال ما سبق يمكننا القول أن تقييم المؤسسة ومنحها قيمة حقيقية يعتبر جزء مهم من التمويل حيث تذهب المؤسسة للتقييم خاصة عندما تريد الاستحواذ أو الاندماج مع مؤسسات أخرى، وهذا ما يستوجب عليها أن تقوم بعملية تقدير لقيمة المؤسسة المستهدف الوصول إليها، كما يمكن أن يقوم المستثمر كذلك بالتقييم من أجل التطلع على الفرص الاستثمارية المتاحة أمامه، ونظرا لأهمية قيمة المؤسسة هناك العديد من المقاربات والتقنيات الممكن اتباعها من أجل التقييم والحصول على قيمة اجمالية حقيقية.

كما ترى الباحثة أن الاهتمام مسبقا كان فقط على الأشياء المادية الملموسة وهي التي كانت العامل الأساسي لتحديد قيمة المنافسة، لكن حاليا وفي ظل الرقمنة التطور التكنولوجي الذي يشهده العالم أصبحت هذه الأشياء تتبع لأدوات أكثر أهمية منها وهي الأدوات غير ملموسة والتي تساهم جدا في تطور أي مؤسسة كانت ألا وهي الإبداع والتدريب والتكنولوجيات... إلخ من الابتكارات الحديثة التي تلعب الدور الهام والكبير بالمخاذاة مع المال لصنع مؤسسات رائدة وذات قيمة كبرى.

### ثانيا: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة وكيفية تعظيمها

هناك بعض العوامل التي تؤثر على قيمة المؤسسة وتجعلها متذبذبة (تنخفض أو ترتفع) وهذا يجعل مسيري المؤسسة في وضع اجباري للبحث على هذه العوامل ومحاولة استغلال نقاط القوة أو العوامل التي ترفع من قيمة المؤسسة وتفادي العوامل التي تؤدي لتدهور قيمة المؤسسة، والبحث عن كيفية تعظيم القيمة دائما لأنه عامل أساسي لجذب المستثمر ومحفز للدائنين.

### 1- العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة

من بين العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة ما يلي: (فيصل، 2016، صفحة 42)

## الفصل الثالث: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل تمويل المؤسسة على القيمة الاجمالية

- العوائد المتوقعة للأسهم لأن ارتفاع السهم يؤدي لزيادة القيمة السوقية للمؤسسة؛
- قرار الإدارة بشأن توزيعات الأرباح على المساهمين لأن أي زيادة في توزيعها ترفع القيمة السوقية للمؤسسة في البورصة؛
- توقيت حصول المستثمر على العوائد حيث أنه كلما اقترب توقيت حصولهم على العوائد ترتفع القيمة السوقية للأسهم ومنه ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة في البورصة؛
- انخفاض سعر الخصم في السوق يؤدي لزيادة في سعر السهم ومنه زيادة القيمة السوقية للمؤسسة في البورصة؛
- انخفاض المخاطر المتوقعة للمؤسسة يزيد من القيمة السوقية لأسهمها ومنه زيادة قيمتها السوقية؛
- توقع المستثمر يؤدي لزيادة القيمة السوقية للسهم ومنه ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة؛
- كثرة استخدام الرفع المالي في الهيكل المالي للمؤسسة يرفع من القيمة السوقية للسهم ومنه ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة؛

### 2- كيفية تعظيم قيمة المؤسسة

تتميز النتيجة المتوقعة للقرارات التي تتخذها المؤسسة خاصة قرارات التمويل والاستثمار بأن لها تأثير ايجابي أو سلبي واضح على ربحية وسيولة المؤسسة ومنه على قيمتها السوقية، حيث أنه لا بد من عدم تجاهل العلاقة الطردية التي تربط العائد بالمخاطرة ذلك لأن أي زيادة في العائد تصاحبه زيادة في المخاطر المتوقعة، اذا فان الاستثمار في الأصول الثابتة الطويلة الأجل يصاحبه مخاطر عالية لأنها تتطلب عوائد مالية عالية، وهذا عكس الاستثمار في الاصول المتداولة قليلة العوائد والمخاطر لأن المستثمر في هذه الحالة يقبل بعائد أقل في ظل مخاطر مقبولة.

أما بالنسبة لقرارات التمويل فكلما اعتمدت المؤسسة على قروض لتمويل استثماراتها يرتفع العائد المتوقع وهذا في حالة كانت العوائد أكبر من تكاليف الحصول على القروض، ولكن الخطر في حالة القروض يكمن في عدم قدرة المؤسسة على سداد القروض عند حلول آجال استحقاقها مما يعرض المساهمين للمخاطر وحتى قيمة المؤسسة (فيصل، 2016، صفحة 42)

من خلال ما سبق يمكننا القول أن عملية تعظيم قيمة المؤسسة لا تعتمد فقط على الهيكل المالي وكيفية مزجه أو اختياره وانما تعتمد في ذات الوقت على كفاءة المؤسسة الإدارية وكذا مختلف القرارات المصيرية التي تتخذها

## الفصل الثالث: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل تمويل المؤسسة على القيمة الاجمالية

المؤسسة باعتبار أن المؤسسة مركز للعديد من القرارات خاصة قرار التمويل والاستثمار اللذان يؤثران بشكل مباشر على قيمة المؤسسة.

### ثالثا: مداخل تحديد القيمة

هناك بعض المداخل التي يتم من خلالها تحديد قيمة الأصل وهي كما يلي: (ياسمينه، 2020، الصفحات 204-220)

— **مدخل التكلفة:** في هذا المدخل تتم المقارنة بين قيمة ذلك الأصل وتكلفته الأصلية، ويستمر استخدام هذا الأصل خاصة في عملية تقييم التثبيتات المادية، وهذا المدخل يتم من خلال طريقتين إما بطريقة التكلفة التاريخية والتي يتم الاعتماد فيها على تقييم الأصول بما يعادل الثمن النقدي لشرائها دون النظر لتغيرات القيمة السوقية بعد الشراء، أما الطريقة الثانية في طريقة التكلفة التاريخية المعدلة والتي تقوم على أساس أن التكلفة التاريخية مجرد معلومة لكن يضاف لها التغيير في السعر أي أن الفكرة هنا تقوم بتعديل الأسعار في شكلها الحالي وليس الماضي.

— **مدخل السوق:** في هذا المدخل تتم مقارنة الأصل بأصول أخرى مشابهة له في السوق مع وضع بعض الاجراءات التعديلية المناسبة ليكون التقييم صحيح.

**مدخل الدخل:** في هذا المدخل يتم التقييم وفق فكرة أن قيمة الأصل تعادل القيمة الصافية للمنافع الاقتصادية المتوقعة منه مستقبلا، وهذا المدخل يعتبر أهم مدخل من حيث القبول ويتوافق مع المنطق السائد في عمليات التقييم التي تعتمد على التدفقات النقدية مستقبلا.

### المطلب الثاني: الدوافع والأساليب المستخدمة في تقييم المؤسسة

عملية تقييم المؤسسة أمر مهم جدا يساعد في معرفة الربحية الخاصة بها والسيولة التي تتوفر عليها ومركزها المالي وموقعها في السوق المالي، وهناك دوافع كثيرة تجعل المهتمين بالمؤسسة للتعامل معها أو اصحاب المؤسسة في حد ذاتهم يقومون بالأمر بأساليب مختلفة توائم المؤسسة وظروفها.

أولاً: دوافع تقييم المؤسسة

هناك بعض الدوافع التي تجعل المهتمين بالمؤسسة والأطراف المعنية بها تريد أن تعلم قيمة المؤسسة وهذه

الدوافع هي: (بلخير ب.، 2010، صفحة 17)

- خصوصية المؤسسات؛
- عمليات الشراكة؛
- تداول السندات في اطار تسيير المحافظ المالية؛
- تصفية المؤسسة؛
- التخلي أو استبدال نشاط المؤسسة؛
- من أجل عمليات الاندماج والاستحواذ؛
- رفع رأسمال المؤسسة؛
- بيع أحد أصول المؤسسة أو عرض المؤسسة كلياً للبيع؛
- من أجل تأمين المؤسسة لأصولها ضد المخاطر؛
- تغيير الشكل القانوني للشركة.

ثانياً: الأساليب المستخدمة للتقييم

يعتمد المقيم للمؤسسة على آليات مختلفة ومعروفة، لكن هذه الآليات لها أساليب من أجل الحصول على

تقييم جيد ومقبول من طرف كل المهتمين بقيمة المؤسسة من مساهمين ومستثمرين.

وهذه الأساليب هي: (طارق، 2008، صفحة 31)

- يجب أن يعتمد المقيم على الميزانية العمومية للمؤسسة، من أجل معادلة أصولها وخصومها آخذاً بعين الاعتبار الفرق بين القيمة الدفترية والسوقية.
- مقارنة المؤسسة مع مثيلاتها في نفس القطاع حتى تصبح القيمة معروفة أكثر.
- استخدام التدفق النقدي المستقبلي بعد خصمه لوجود القيمة الحالية.
-

### ثالثا: مراحل عملية تقييم المؤسسة

تمر عملية تقييم المؤسسة بأربعة مراحل مختلفة وجد مهمة من أجل الوصول إلى القيمة الحقيقية الإجمالية للمؤسسة، وهذا انطلاقا من معلومات حولها يتم جمعها قبل مباشرة عملية التقييم، ويتم التأكد منها من أجل الوصول إلى قيمة المؤسسة الحقيقية، ومراحل عملية التقييم ممثلة في الشكل أدناه كما يلي:

#### الشكل رقم 1-3: مراحل تقييم المؤسسة



المصدر: راجي رانيا كوثر، بو مزاید ابراهيم، 2018، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 10 المجلد 06 الصفحة 367-395.

من خلال الشكل أعلاه يتضح لنا أن الخبير الاقتصادي ينطلق في عملية تقييم المؤسسة من جمع البيانات الخاصة بها من أجل القيام بالتقييم، وهذا بالاعتماد على مصادر مختلفة كالتقارير السنوية الداخلية وتقارير البورصة أو من خلال بعض الزيارات الميدانية لتصحيح بعض المعلومات وتحقيق الشفافية، لينتقل بعدها إلى المرحلة الموالية ألا وهي تشخيص الوضعية الخاصة بالمؤسسة من خلال القوائم المالية المنشورة على موقعها ومختلف وظائفها محاولة منه لمعرفة النقائص ونقاط القوة، علما أن التشخيص يكون داخلي أو خارجي لمعرفة تنافسية المؤسسة وموقعها في السوق، لينتقل بعدها لثالث مرحلة وهي اختيار طريقة التقييم المناسبة للمعلومات الموجودة لديه وكذا حسب موجودات ووضعية المؤسسة، وهذا كله من أجل حساب القيمة الاجمالية للمؤسسة للحصول على قيمة حقيقية وعادلة لها.

### المطلب الثالث: مقاربات تقييم قيمة المؤسسة

تعتبر عملية تقييم المؤسسة عامل رئيسي باعتبارها هي التي تهتم بإيجاد قيمة المؤسسة وهذا من خلال وضعيتها الحالية والمستقبلية المتوقعة، حيث أن عملية التقييم تقوم وترتكز على مقاربات مختلفة منها كلاسيكية ومنها حديثة، ما يدفع القائمين على المؤسسة أن يتعرفوا على الوضعية الحقيقية للقيمة، وباختلاف طرق التقييم يواجه القائمين على المؤسسة اشكال وبعض المعوقات حول الطرق المناسبة الممكن اتباعها لأن النتائج والمحددات تختلف من طريقة تقييم لأخرى.

#### أولاً: طريقة الذمة المالية

تعتبر هذه الطريقة سهلة مقارنة بباقي الطرق الخاصة بعملية التقييم، حيث أنها تركز على ممتلكات وموجودات المؤسسة وتهتم بتاريخ المؤسسة الحاضر والماضي من أجل اعطاء قيمة اجمالية حقيقية لها، كما أنها واقعية كونها تعتمد معلومات فعلية وهي تقدم بيانات يهتم بها كل من يريد معرفة قيمة المؤسسة من خلال قراءة مبسطة لمجموع ممتلكاتها.

وهذه الطريقة تعتمد على أربع طرق فرعية كما يلي:

#### 1- طريقة الأصل المحاسبي الصافي ANC

من خلال هذه الطريقة يتم التوصل إلى قيمة المؤسسة انطلاقاً من معلومات وبيانات مالية موجودة بالقوائم المالية المنشورة للمؤسسة (الميزانية) ويتم إيجاد قيمة محاسبية واقعية ومبسطة للمؤسسة محل التقييم، والتي تمثل في الحقيقة الوضعية الصافية للمؤسسة، وهذا من خلال العلاقة التالية: (عبد الكريم خ.، 2019، صفحة 16)

**قيمة المؤسسة = (مجموع الأصول - مصاريف التأسيس) - مجموع الديون**

كما يمكن قياس قيمة المؤسسة حسب طريقة الأصل المحاسبي الصافي من خلال الطريقة التالية:

**من أعلى الميزانية:**

**الأصل المحاسبي الصافي = رأس المال الخاص - توزيعات الأرباح**

من أسفل الميزانية:

الأصل المحاسبي الصافي ANC = مجموع الأصول - (الخصوم المتداولة + توزيعات الأرباح)

كما ان طريقة الأصل المحاسبي الصافي تتم عبر المراحل التالية: (محمود العلي، 2012، الصفحات 196-255)

— القيام بمجرد كلي لموجودات المؤسسة.

— القيام بمجرد كلي للالتزامات المترتبة على المؤسسة.

— القيام بفحص فني محايد لدفاتر وسجلات المؤسسة وكل مستنداتها.

ولكن هذه الطريقة تبقى فيها بعض النقائص والتي تكمن في كونها لا تأخذ بعين الاعتبار عامل التضخم والتدفقات النقدية المستقبلية بالرغم من أنها طريقة معتمدة منذ القدم وهي من الطرق القديمة المستخدمة في التقييم كما أنها تعتمد التكلفة التاريخية للأصول ولا تهتم باهلاك أغلبية الأصول.

## 2- طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح ANCC

يرى (بلخير، الصفحات 1-12) أن هذه الطريقة ترتبط مباشرة بالنظام المحاسبي المالي، ذلك لأن المؤسسة تتمكن من معرفة قيمتها في أي لحظة عن اعتماد هذا النظام، حيث أن هذه الطريقة تأخذ كل حسابات الأصول والخصوم تقوم بإجراء العمليات عليها ومن ثم تحليلها وتصحيحها، هذا ويتم تقييم المؤسسة خلال هذه الطريقة بالطريقة التالية:

الأصل المحاسبي الصافي المصحح ANCC = الأصل الصافي بالميزانية - الخصم الحقيقي (ديون حقيقية) - أصول وهمية أو بدون قيمة + الخصوم الوهمية (فارق تحويل الخصوم) + / - تصحيحات فائض أو نقص القيمة.

الجدول رقم(13-): قيمة المؤسسة حسب طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح ANCC

الجزء في الميزانية المصححة	القيمة المضافة أو المنقوصة +/- من الحساب
كل الأصول الموجودة في الميزانية A	يجب اضافتها (+)
الأصول الوهمية -المصاريف الاعدادية -مصاريف البحوث -شهرة المحل B	يجب طرحها (-)
العقارات C	-يجب اعادة تقييمها -التغير ب (+) في حالة plus value أو ب (-) في حالة moins value
المخزون D	-يجب اعادة تقييمها -التغير ب (+) في حالة plus value أو ب (-) في حالة moins value
حساب الزبائن E	يجب اعادة تقييمها -التغير ب (+) في حالة plus value أو ب (-) في حالة moins value
مجموع الديون في الميزانية -ديون بنكية -ديون الموردين -ديون جبايئة اجمالية F	يجب طرحها (-)
<b>ANCC= A-B +ou -correction des postes d'actif(C+D+E)-F</b>	
الأصول الصافية المحاسبية المصححة= اجمالي الأصول في الميزانية-الاصول الوهمية + أو - (تصححات قيم العقارات+ المخزون+ الزبائن) -مجموع الديون	

المصدر: بن حمو عصمت، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخوصصة-دراسة حالة مؤسستي صيدال والأوراسي-، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير جامعة أبي بكر بالقائيد، 2016، ص108.

### 3- طريقة القيمة الجوهرية الأساسية

تمثل هذه القيمة عموماً إجمالي الأصول المادية المستعملة والمنظمة الخاصة بالمؤسسة محل التقييم والمستخدمه لتحقيق أهداف المؤسسة وأغراض انشأت من أجلها مع إهمال طريقة تمويل تلك الأصول بشرط ضرورة استمرار النشاط بالمؤسسة وعدم توقفه (مدحت، 2016، صفحة 109)

هذا ويتم قياسها بالطريقة التالية:

القيمة الجوهرية = الأصول الاجمالية المصححة + مصاريف الاستمرار الضرورية للحفاظ على الأدوات الموجودة + الأملاك المستأجرة (بقيمتها الاجمالية) - العناصر خارج الاستغلال.

### 4- طريقة الأموال الضرورية للاستغلال

ظهرت هذه الطريقة بعد حملة الانتقادات الواسعة التي تم توجيهها لطريقة القيمة الجوهرية بسبب النقائص التي ظهرت عليها حيث أنها أهملت طريقة تمويل الأصول وحجم التمويل الكاف الذي تحتاجه المؤسسة، لتظهر طريقة الأموال الضرورية للاستغلال والتي تهتم بإجمالي الاستثمارات الموجهة للاستغلال يضاف إليها احتياجات رأس المال للاستغلال، وتحسب بالطريقة التالية: (charroux, 2003, p. 165)

الأموال الضرورية للاستغلال = قيم ثابتة + استثمارات الاستغلال + احتياجات رأس المال للاستغلال.

وهذه الطريقة تعتبر واقعية أكثر من سابقتها لأنها تهتم بكيفية التمويل والحجم المطلوب من الأموال والموائمة بين العنصر التمويلي والاستغلال الموجه له من أجل تحقي التوازن المالي بالمؤسسة

### ثانياً: تقييم المؤسسة من منظور مقارنة التدفقات

بسبب النقائص التي ظهرت على طريقة التقييم بالذمة المالية وهي اتصافها بالسكون وإهمال بعض الأمور الضرورية في التقييم، ظهرت بعدها طريقة لتقييم من منظور مقارنة التدفقات وهذا من أجل تدارك تلك النقائص ومحاولة التقييم الصحيح للمؤسسة والتي تركز على التدفقات النقدية الداخلة والخارجة مع محاولة معرفة امكانية المؤسسة من تحقيق أرباح في المستقبل.

وتقوم هذه الطريقة على طرق فرعية نذكرها كما يلي:

### 1- الطرق المرتكزة على مقارنة الربح

وتشتمل هذه الطريقة القيم التالية:

أ- قيمة المردودية: وهي عبارة عن مقياس نقدي لكفاءة الوسائل المستخدمة سواء كانت بشرية أو مالية موضوعة للعمل، حيث تسمح بمقارنة النتائج مع الوسائل المستخدمة ويتم حسابها بالعلاقة التالية:

قيمة المردودية = النتيجة / الوسائل المستخدمة.

ب- التقييم بواسطة نسبة سعر السهم إلى الربح PER

تشير هذه الطريقة إلى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ما يحققه من أرباح وتعطى العلاقة

$$V = (P/E) * B$$

الخاصة بها بالطريقة التالية:

حيث أن:

V: قيمة المؤسسة

P/E: نسبة سعر السهم إلى الربحية مأخوذة من البورصة

B: الربح الاجمالي للمؤسسة

### 2- الطرق المرتكزة على التدفق النقدي

هذه الطريقة مستحدثة في تقييم المؤسسات حيث أنها تبدأ من قدرة المؤسسة على تحقيق تدفق نقدي متاح لتقوم باستحداثها بواسطة معدل الاستحداث، ومراعاة عنصر الخطر الذي قد يتعرض له الاستثمار، حيث أن مجموع التدفقات النقدية المستقبلية تكون وفق توقعات مدروسة في تلك الفترة وبعدها يضاف لها القيمة النهائية وهي تكون بالعلاقة التالية: (ثابت، 2014، صفحة 32)

$$V = \frac{DFC}{(1+i)^i} + VTn(1+i)^n$$

حيث أن:  $V$ : قيمة المؤسسة

$DFC$ : التدفق النقدي المتاح الخاص بالسنة  $t$

$I$ : معدل الاستحداث

$n$ : عدد السنوات المأخوذة كأفاق للتقدير

$VT$ : القيمة الباقية للمؤسسة

هذا ويتم حساب التدفق النقدي المتاح بالعلاقة التالية:

التدفق النقدي المتاح = النتيجة العمليانية خارج المصاريف المالية وبعد الضريبة على أرباح الشركات +  
مخصصات الإهلاك - التغيير في احتياج رأس المال العامل للاستغلال + التنازل عن الأصول - الشبثيات

ثالثا: طريقة خلق القيمة

تركز هذه الطرق على طريقتين رئيسيتين وهي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وهي ممارسات حديثة للتقييم.

### 1- طريقة القيمة الاقتصادية المضافة

تعتبر هذه الطريقة مقياس تعتمده المؤسسة من أجل معرفة إنجازاتها المالية المحققة وهذا حتى يتسنى لها معرفة الربح الحقيقي المتوصل إليه، وكذا من أجل المقارنة بين التكلفة والربح التشغيلي بعد الضريبة، وتعرف كذلك أنها الفرق بين العائد المحقق في السنة المالية والعائد (عبد الكريم خ.، 2021، الصفحات 303-322) وتقاس كما يلي:

$$EVAt = Et - r(TAt - 1)$$

حيث أن:

$Et$ : الربح المحاسبي قبل الضريبة للفترة  $t$

**r**: تكلفة رأس المال

**TAt -1**: إجمالي الاصول المستخدمة في بداية الفترة

كما توجد طريقة ثانية للقياس بسبب تناقضات المعادلة السابقة فيما إذا كانت  $TAt -1$  تمثل قيمة سوقية أو دفترية لذا تم اللجوء للحساب بالطريقة الثانية وهي كما يلي:

$$EVAt = NOPAt - Ct \times WACCt$$

حيث أن:

**EVAt**: القيمة الاقتصادية المضافة

**NOPAT**: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة

**Ct**: رأس المال الطويل الأجل

**WACCt**: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

**-2** طريقة القيمة السوقية المضافة

هذه الطريقة تمثل لجمالي القيم الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة والتي تم استحداثها بمعدل تكلفة رأس المال ويتم قياسها بالعلاقة التالية: (كوثر، 2018، الصفحات 367-395)

$$MVA = \sum_{t=1}^n EVA/(1 + wacc)^t$$

حيث أن:

**MVA**: القيمة السوقية المضافة

**EVA**: القيمة الاقتصادية المضافة

**n**: عدد السنوات

**WACC**: التكلفة الوسطية المرجحة

## المبحث الثاني: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل التمويل على القيمة الاجمالية: نظرة كلاسيكية

حاولت عدة نظريات تفسير الهيكل المالي للمؤسسات وكيفية تشكيله للحصول على ذلك الهيكل المالي الأمثل الذي تسعى كل المؤسسات الوصول إليه، مع محاولة البحث عن فكرة وجود هيكل تمويلي أمثل من عدمها، حيث أن النظريات التقليدية كانت قد قامت على افتراض مجهول وبحثت فيه من خلال عدة تجارب ودراسات نظرية وتطبيقية على يد اقتصاديين ماليين مهتمين بمجال الهيكل المالية، أما باقي النظريات فقد استندت عليها وعلى فرضياتها وبعض الانتقادات المقدمة لها للوصول إلى ما وصلت إليه من استنتاجات يتم العمل بها في المؤسسات الاقتصادية في دول ذات اقتصاديات مختلفة متطورة ونامية.

### المطلب الأول: نظرية صافي الربح **Net Income Theory**

نظرية صافي الربح كغيرها من النظريات المالية التي اهتمت بتفسير العلاقة بين الهيكل التمويلي والقيمة الاجمالية للمؤسسة، وحاولت الإجابة على السؤال المطروح: هل يوجد هيكل مالي أمثل؟ واستندت في تحليلها على فرضيات ودراسات تطبيقية من أجل إيجاد العلاقة بين المتغيرين.

#### أولاً: الفكرة الأساسية لنظرية صافي الربح

يعود أصل هذه النظرية إلى 1952 على يد **DAVID DURAND** الذي كان أول من اهتم بتفسير الهيكل التمويلي، حيث توصل خلال دراسته إلى أن قرار تشكيل هيكل تمويلي للمؤسسة لا يتم بطرق عشوائية غير مدروسة وإنما تكون له علاقة وطيدة بالقيمة السوقية للمؤسسة، وتوصل إلى أن المؤسسة عندما تضطر لتغيير هيكلها التمويلي يؤثر مباشرة على التكلفة وبالتالي يؤثر على القيمة السوقية. (منير، صفحة 489)، مما يعني أن **David DURAND** اعتبر أن تكلفة الأموال بنوعيتها (أموال خاصة ومقترضة) تبقى ثابتة، وعند تغيير المزيج التمويلي الذي تستخدمه المؤسسة (زيادة الدين في الهيكل المالي) فإن التكلفة لا تتغير عندما تبقى تكلفة الدين أقل من تكلفة اصدار أسهم جديدة، أي الاعتماد على الدين أكثر يساهم في خفض التكاليف مما يعظم قيمة المؤسسة.

## الفصل الثالث: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل تمويل المؤسسة على القيمة الاجمالية

كما يرى مؤيدي النظرية أن فكرة وجود هيكل تمويلي أمثل موجودة ويمكن للمؤسسة ان تستفيد منها في رفع قيمتها السوقية، وهذا بزيادة الاستدانة، مما يعني انها تعتمد على المصدر الأقل تكلفة ولكن بسلوك عقلاني لأن تكلفة المصادر التمويلية متفاوتة ومختلفة.

ذلك لأن: (محمد ب.، 2016، صفحة 194)

$$Kd = I/D \dots\dots\dots 01$$

حيث أن:  $K_d$ : تكلفة الدين،  $I$ : الفائدة المدفوعة،  $D$ : القيمة السوقية للديون.

$$Kc = E/S \dots\dots\dots 02$$

حيث أن:  $K_C$  تكلفة الأموال الخاصة،  $E$  العوائد الصافية المحققة،  $S$  القيمة السوقية للأسهم

$$V = S + D \dots\dots\dots 03$$

حيث أن: القيمة السوقية للمؤسسة

$$Kd = Kd \left( D + \frac{S}{D} \right) + Kc \left( D + \frac{S}{S} \right) \dots\dots\dots 04$$

حيث أن:  $K_d$  التكلفة الكلية للأموال.

$$Fi = S/D \dots\dots\dots 05$$

$F$ : هو الرفع المالي أي نسبة القروض للأموال الخاصة في هيكل تمويل المؤسسة.

بالنسبة لنظرية صافي الربح فإن  $K_C$  و  $K_d$  لا يتغيران بزيادة الرفع المالي ( $F_I$ ) في الهيكل المالي لأنه مصدر قليل التكلفة طالما كانت تكلفته أقل من تكلفة اصدار أسهم جديدة، وهذا ما يجعل التكلفة الكلية تنخفض مما يجعل القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى مستوياتها.

ثانيا: الفرضيات التي قامت عليها نظرية صافي الربح

قامت نظرية صافي الربح كغيرها من النظريات على مجموعة فرضيات كما يلي: (محمد ا.، 2002، صفحة

317)

- أن الإفراط في استخدام القروض لا يغير إدراك المستثمرين (ملاك، دائنين) بالمخاطر، لذا فإن المعدل المطلوب من طرفهم يبقى ثابت ولن يتغير بتغير الرفع المالي.
- باعتبار أن الملاك يجمعون صافي الربح بعد الفائدة فمن الممكن أن ترتفع المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من أصحاب القروض (فوائد وسندات).
- حجم الاستثمارات دائما ثابت ما يعني أن القيمة الاجمالية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال ثابتة أي لا يوجد مانع إذا أرادت المؤسسة أن تغير مزيجها التمويلي.

ثالثا: نظرية صافي الربح وقيمة المؤسسة

حسب مؤيدي هذه النظرية يمكن تعظيم قيمة المؤسسة من خلال الزيادة في نسب الرفع المالي في هيكل تمويل المؤسسة حسب ما تحتاجه المؤسسة من أموال، وبهذا فإنه مع كل زيادة في الديون ترتفع قيمة المؤسسة، أي هناك علاقة طردية بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة تنخفض معها تكلفة التمويل الكلية بسبب انخفاض تكاليف مصادر الديون، ومع كل زيادة في الديون تزيد المؤسسة لتصل لأعلى مستوى لها وتنخفض التكلفة لصل لأدنى مستوى لها. (David, 1952, pp. 215-261)

ما يمكننا قوله من خلال فرضيات نظرية صافي الربح ووجهة نظر مؤيدي النظرية فإن تكلفة كل من الأموال المملوكة والقروض تبقى ثابتة، لكن تكلفة القروض أقل من تكلفة الأموال المملوكة ما يعني أن زيادة القروض - والتي هي مصدر ضعيف التكلفة مقارنة بالأموال المملوكة - في الهيكل التمويل يساهم في خفض التكلفة المرجحة الكلية للمؤسسة وهذا يجعل قيمة المؤسسة ترتفع مع كل زيادة في القروض وانخفاض في التكلفة المرجحة.

وبهذا فإن قيمة المؤسسة حسب مؤيدي نظرية صافي الربح تصبح كما يلي: (عبد الكريم خ.، 2019، صفحة

80)

$$V = S + B$$

حيث أن **V**: القيمة السوقية للمؤسسة

**S**: القيمة السوقية للأموال المملوكة

**B**: القيمة السوقية للدين

كما أن قيمة الأموال المملوكة يمكن الحصول عليها من خلال المعادلة التالية:

$$S = NI/Ke$$

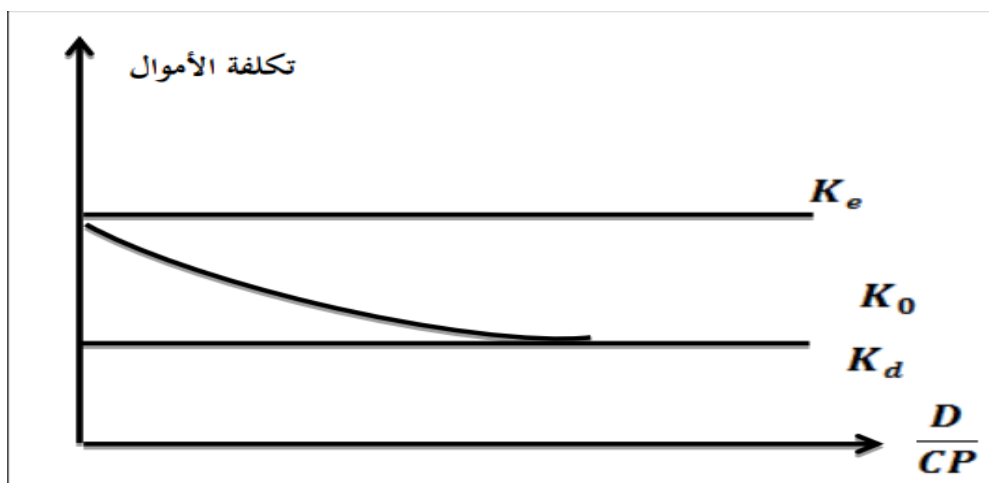
حيث أن:

**S**: القيمة السوقية للأموال المملوكة

**NI**: العوائد المتاحة للمساهمين

**Ke**: معدل رسملة حق الملكية

الشكل رقم 2-3: تكلفة رأس المال حسب نظرية صافي الربح



المصدر: رضوان العمار، دانيا ابراهيم غيا(2018)، الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة(عرض وتحليل)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد40العدد 06.

حيث أن

$Ke$ : تكلفة الأموال الخاصة

$Kd$ : تكلفة الديون

$Ko$ : تكلفة مرجحة لرأس المال

رابعاً: الانتقادات الموجهة لنظرية صافي الربح

بالرغم من أن النظرية استندت إلى دراسات تطبيقية وفرضيات إلا أنه ما يعاب على فكرتها هو أنها تجاهلت التكاليف الإضافية التي تتحملها المؤسسة عندما تريد أن تستفيد من مزايا أثر الرافعة، تحت افتراض أن السوق يستمر في رسملة العوائد المنتظرة للأوراق من طرف المؤسسة، فحسب رأي مؤيديها فإنه كلما زادت قيمة الاستدانة وانخفضت قيمة الأموال الخاصة فإن تكلفة رأس المال تنخفض، أي في حال ارتفاع نسبة الديون للأموال الخاصة وكلما كان انخفاض تكلفة رأس المال يعني زيادة قيمة المؤسسة فإن أفضل هيكل مالي للمؤسسة في ظل هذه النظرية وهو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الديون (إلياس ب.، 2006، الصفحات 347-349)

ومن هذا المنطلق يمكننا القول أن الهيكل التمويلي الذي تستخدمه المؤسسة من وجهة نظر مؤيدي نظرية صافي الربح هو ذلك الهيكل الذي يتضمن نسبة كبيرة من الاقراض، ويتحقق الهيكل المالي الأمثل من وجهة نظرهم عندما تعتمد المؤسسة كلياً أي بنسبة 100% على القروض، وهنا يكون إلغاء كلي للتمويل الخاص ومنه إلغاء للعلاقة الطردية بين نسبة القرض والمخاطر التي يتعرض لها الملاك عند رفع نسبة القروض بشكل كبير في الهيكل المالي، وهذا ما يعاب على هذه النظرية ونقول أنه لا يمكن اعتمادها في تشكيل الهيكل المالي بسبب هذه الاعتراضات بالإضافة لأنها تفترض توزيع كلي للأرباح وغياب كلي للضرائب مع أنها تفترض ثبات تكاليف الديون عند جميع مستويات الدين وهذا لا يتحقق واقعياً، وهذه النظرية لا تتوافق وفكرة الهيكل التمويلي الأمثل.

## المطلب الثاني: نظرية صافي ربح العمليات

يجيب مؤيدي نظرية صافي ربح العمليات على السؤال القائل: هل يوجد تمويل مالي أمثل؟ ب لا، وهذا استنادا إلى أبحاث ودراسات قاموا بها في الواقع العملي، وكذا استنادهم إلى فرضيات تصب في نفس الموضوع وقامت عليها دراساتهم من أجل البحث في نفس الفكرة ومحاولة اثباتها أو نفيها.

### أولا: الفكرة الأساسية لنظرية صافي ربح العمليات

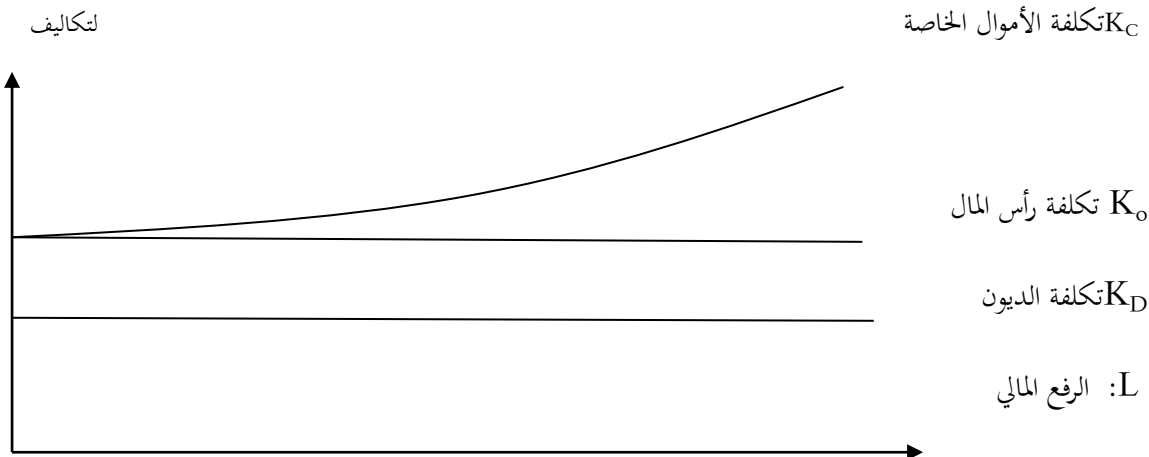
يرى مؤيدي هذه النظرية أن فكرة وجود هيكل مالي أمثل غير صحيحة، أي أن هناك معارضة على فكرة أن الهيكل المالي الذي تستخدمه المؤسسة يؤثر على قيمتها السوقية، والقيمة لا علاقة لها بالأموال المستخدمة وكذا تكلفة تلك المصادر التمويلية المتاحة، وكذا نسبة الاستدانة وزيادة مستويات الرفع المالي لا تؤثر على قيمة المؤسسة، والفكرة العامة للنظرية تفيد بأن اعتماد المؤسسة على الاستدانة يجعل الملاك مباشرة يطالبون برفع معدل العائد، وهذا ما يجعل تكلفة التمويل الممتلك ترتفع وتكلفة الديون تنخفض ما يجعل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ثابتة، وقيمة المؤسسة لا تتأثر بكل هذه التغيرات وتبقى ثابتة كذلك (نبيلة، 2017)

### ثانيا: الفرضيات التي قامت عليها نظرية صافي ربح العمليات

قامت نظرية صافي ربح العمليات كغيرها من النظريات المالية المهمة بموضوع هيكل التمويل وقيمة المؤسسة على مجموعة افتراضات كما يلي: (منير ا.، 2005، صفحة 100)

- ثبات التكلفة الكلية للأموال مهما تغيرت نسبة الرفع المالي.
- ثبات تكلفة الاقتراض، وتغير تكلفة الأموال الخاصة بتغير نسبة الاقتراض.
- غياب مزايا الاعتماد على القروض مع زيادة العائد الذي يطلبه المساهمون نظرا لزيادة المخاطر.
- قيمة المؤسسة يمكن تحديدها بخصم نتيجة الاستغلال بمعدل يتساوى مع تكلفة رأس المال.
- غياب الضريبة على الأرباح.

الشكل 3-2: علاقة تكلفة رأس المال والرفع المالي حسب نظرية صافي ربح الاستغلال



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط 02، منشأة المعارف، مصر، 2005، ص 104.

حيث تقوم هذه النظرية على أساس أن الهيكل المالي المستخدم من قبل المؤسسة وكيف ما كان تشكيله وطريقة مزج مكوناته لا تأثير له على القيمة السوقية، وهناك نفي كلي لفكرة وجود هيكل مالي من طرف مؤيدي هذه النظرية وما يمكننا قوله هو أن النظرية تحمل المخاطر التي قد يتعرض لها المقرض عند زيادة نسبة الاقتراض.

المطلب الثالث: النظرية التقليدية

النظرية التقليدية تعترف بفكرة الهيكل المالي وكغيرها استندت إلى فرضيات مختلفة كما حاولت البحث في العلاقة التي تربط الهيكل المالي بقيمة المؤسسة.

أولاً: الفكرة الأساسية للنظرية التقليدية

يجب مؤيدي هذه النظرية على السؤال القائل: هل يوجد هيكل مالي أمثل؟ بنعم، أن هناك اعتراف مباشر بوجود هيكل تمويلي أمثل يظهر عند مستوى أمثل من الاقتراض يتحقق عند مزيج من الديون والأموال الخاصة تخفض التكلفة المتوسطة المرجحة لأدنى مستوى، ما يجعل القيمة السوقية في أعلى مستوياتها، وهذا عند حد معين من الرفع المالي، حيث أن تكلفة أموال المساهمين ترتفع عند أي زيادة للرفع المالي بسبب تفاقم الخطر المالي الذي يتعرض له المساهمين (محمود ا.، 2008، صفحة 775)، أي أن هذه النظرية كانت قد ظهرت قبل 1958

## الفصل الثالث: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل تمويل المؤسسة على القيمة الاجمالية

وأقرت بوجود معدل أمثل للمديونية تنخفض عنده التكاليف ويعظم القيمة السوقية للمؤسسة، حيث أقرت أنه على المؤسسة أن تستعمل أساليب متطورة لا تعرض المؤسسة للخطر وتخفض من التكاليف.

المدخل التقليدي ومن خلال محاولته لدراسة هيكل التمويل يعتقد أن المؤسسات تختلف من حيث المديونية، بسبب خصائص المؤسسة في حد ذاتها وامكانياتها في الحصول عليها، كما أن طاقة المديونية تمثل مبلغ دين تقوم المؤسسة باقتراضه من أطراف خارجية من أجل تخفيض التكلفة الكلية باعتبار أن تكلفة الدين أقل من تكلفة حقوق الملكية. (صبيحة، 2014)، كما تقوم هذه النظرية على فكرة مفادها أن تكلفة الأموال تنخفض مع كل زيادة في الرفع المالي (تمويل بالقروض)، حتى تصل القروض إلى نسبة معينة، وبعدها يصبح الأمر عكسي بالنسبة للتكلفة أي أنها تصحح في ارتفاع، حيث أن النقطة التي فيها يحدث العكس تسمى بنقطة الاقتراض المثلى للمؤسسة (محمد الأمين، 2016، صفحة 222\_236)

حيث أنه وحسب رأي مؤيدي نظرية التقليدية فإن تغيرات التكلفة في النظرية التقليدية تمر عبر ثلاثة مراحل كما يلي: (محمد الأمين، 2016، الصفحات 222-236)

**المرحلة الأولى:** تبقى في هذه المرحلة تكلفة التمويل بأموال الملكية في ثبات دون أي تغير، وإذا حدث وتغيرت في ترتفع ببطيء مع زيادة القروض في هيكل تمويل المؤسسة، علما أن مزايا زيادة تكلفة أموال الملكية قليلة مقارنة بانخفاض تكلفة القروض التي تكون ثابتة، وهذا يعني أن قيمة المؤسسة السوقية تكون في حالة ارتفاع طفيف مع كل زيادة في الرفع المالي وتغير تكلفة المرجحة بالانخفاض، ومنه فإن القيمة السوقية الاجمالية للمؤسسة يمكننا صياغتها كما يلي:

$$V = S + D = \frac{X - Kd.D}{Ke} + Kd.D/Ke \dots\dots\dots 1$$

$$V = \frac{X - Kd}{Ke} + D + \frac{X}{Ke} + (Ke - \frac{Kd}{D})/Ke \dots\dots\dots 2$$

حيث أن:

V: القيمة السوقية الاجمالية للمؤسسة

S: القيمة السوقية للأموال الخاصة

D: القيمة السوقية للأموال المقترضة

X: صافي الدخل المتاح للمساهمين

Kd: تكلفة الديون

Ke: تكلفة الأموال الخاصة

**المرحلة الثانية:** تعتمد المؤسسة خلال هذه المرحلة على نسبة معينة من الديون حتى لا تتأثر قيمتها سلبيًا بالقروض ذلك لأنه كلما انخفضت تكلفة القروض ترتفع التكلفة الخاصة بأموال الملكية بنفس النسبة، وهذا ما يجعل التكلفة الكلية تنخفض عند نقطة معينة من الاقراض مما يجعل القيمة المؤسسة في أعلى مستوياتها أي أن المؤسسة حققت هيكل تمويلي أمثل.

**المرحلة الثالثة:** خلال هذه المرحلة تشهد قيمة المؤسسة تناقص بسبب الزيادة في الرفع المالي بسبب ارتفاع التكلفة الكلية للتمويل التي تحصل بسبب المخاطر المالية التي تعترض المؤسسة.

**ثانيا: الافتراضات التي تقوم عليها النظرية التقليدية**

تقوم هذه النظرية على عدة افتراضات نذكر من بينها: (محمد ص.، 2003، صفحة 338\_339)

\_\_ على المؤسسة ان تقوم باستخدام نوعين من المصادر التمويلية فقط القروض والأموال الخاصة.

\_\_ مخاطر الأعمال تكون ثابتة ومستقلة عن هيكل رأس المال والمخاطرة المالية.

\_\_ تفترض أن يكون هناك توزيع كلي للأرباح ولا يتم احتجاز أي جزء منها حتى لا يتغير هيكل رأس المال.

\_\_ تفترض غياب كلي للضرائب على دخل المؤسسة.

قيمة المؤسسة الكلية وفقا لهذه النظرية

$$V = E/D$$

حيث أن:

E = الأموال الخاصة

D= الأموال المقترضة

### ثالثا: الانتقادات الموجهة للنظرية التقليدية

ولكن هذه النظرية تعرضت للعديد من الانتقادات كذلك بسبب تجاهلها الضريبة والمخاطر المالية التي قد يتعرض لها الملاك بسبب ارتفاع مستويات الرفع المالي، وتجاهل تكلفة الافلاس، بالإضافة لافتراضها ثبات المعدل الذي يطلبه المساهمين (إلياس، 2011)

تتأثر قيمة المؤسسة بالمنافع التي تحصل عليها المؤسسة من جراء استخدامها المتزايد للقروض أي الوفر الضريبي، بالإضافة لتكلفة الافلاس التي تزيد بزيادة استخدام القروض في الهيكل التمويل.

## المبحث الثالث المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل التمويل على القيمة الاجمالية: نظرة مد غلياني وميلر

قدم كل من **Merton Miller & Franco Modigliani** في مقالهما التحليلي سنة 1958 الذي جاء تحت عنوان **The Cost of Capital Corporation Finance and The Theory of Investments** وهو عبارة عن فكرة تعتبر كحجر زاوية لتمويل الشركات وتشكل أساس للإدارة المالية الحديثة وبنية رأس المال في ظل عدم التأكد أكدا فيها أن الهيكل المالي للمؤسسات مستقل تماما عن القيمة السوقية وأكدا أنه لا وجود لفكرة الهيكل المالي الأمثل، وهذا ما أحدث العديد من الانتقادات والتي تبلورت من خلالها جل الدراسات حول الهيكل المالي ما جعل الباحثان يعيدان الدراسة وبيحث متقدم وكتعديل للبحث الأول والذي جاء سنة 1963 الذي أدخل عليه عامل الجباية أو الضريبة وهذا ما جعل النتائج المتوصل إليها قريبة من الواقع، وأصبحت دراستها بمثابة ميلاد للإدارة المالية الحديثة.

### المطلب الأول: نظرية مد غلياني وميلر في ظل غياب الضريبة 1958

حاول كل من مد غلياني وميلر البحث في فكرة وجود الهيكل المالي من عدمه حيث اجريا بحث أول سنة 1958 أكدا فيه أنه لا وجود لهذه الفكرة بالاستناد لفرضيات مختلفة، لتصبح هذه الدراسة كأول الدراسات المهمة في مجال الهيكل المالي.

### أولا: الفكرة الرئيسية لنظرية مد غلياني وميلر في ظل غياب الضريبة 1958

تعتبر نظرية مود يلياني وميلر **Modigliani and miller theory** 1963، 1958 حجر زاوية وأساس لتمويل الشركات الحديثة كما أنها تعتبر أهم نظرية في التفكير الحديث في بنية رأس المال، وجاءت مقسمة إلى اقتراحين الاقتراح الأول في غياب الضرائب وتكلفة الافلاس وكلفة الإدارة وتباين المعلومات وكفاءة الأسواق المالية، فان قيمة المؤسسة لا تتأثر بكيفية تمويلها ولا يهم إذا تم تمويلها برأس مال خاص أو بالقروض أو كلاهما، وحتى أن سياسة توزيع الأرباح لها لا تهم، لذا تم إطلاق اسم مبدأ عدم تأثير بنية رأس المال على القيمة للمقترح الأول للباحثين، أما المقترح الثاني فينص على أن الرفع المالي له تأثير مباشر وواضح على متوسط التكلفة المرجح لرأس المال، أي أن تكلفة رأس المال هي دالة خطية في نسبة حقوق الملكي (KALAK, 2015)

هذا وتعتبر هذه الدراسة من أولى الدراسات المهمة بموضوع الهيكل المالي والتي جاءت كاقترح أول يغيب فيه الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الإدارة وتباين المعلومات وكفاءة السوق يعترفان بأن المؤسسة لا تتأثر بالمزيج التمويلي أي لا يهم إذا تم التمويل بأموال الملكية أو الاقتراض، كما أن الاقتراح لا يهتم بالأرباح المحتجزة.

يعتبر مود يلياوي وميلر أن قيمة المؤسسة لا علاقة لها بالهيكل المالي المستخدم من قبل المؤسسة وهذا في غياب تام للجباية (الضريبة)، أي أن المعدل الذي يطلبه المساهمين يبقى ثابت مهما بلغت نسبة الاستدانة وهذا نفي لفكرة الهيكل المالي الأمثل والمسير يبقى محايد في الاختيار بين التمويل بأموال الملكية أو الديون، وهذا حسب رأيهما استنادا لفكرة أن القيمة السوقية تتأثر باستثمارات المؤسسة لا بكيفية تمويلها، أي قيمة المؤسسة تتأثر بقرارات الاستثمار لا بقرارات التمويل.

### ثانيا: الافتراضات التي قامت عليها نظرية مد غلياني وميلر في ظل غياب الضريبة 1958

استندت النظرية على مجموعة فروض نذكرها كما يلي: (MEDIGLIANI, 1958)

- كمال الأسواق أي أن المعلومات نفسها موجودة ومتوفرة لدى الجميع دون أي تكاليف؛
  - انعدام تكلفة الافلاس والوكالة لأن المسير يعمل لصالح المساهمين؛
  - الأصول المالية للمؤسسات هي الأسهم العادية من ناحية التمويل الخاص والسندات من ناحية الديون فقط؛
  - غياب عدم التأكد في التدفقات النقدية المتوقعة من السندات أي أنها تقدم عائد ثابت؛
  - غياب تام للضريبة عند حساب تكلفة رأس المال؛
  - المؤسسات التي تنتمي لنفس قسم المخاطرة لها نفس الربح أو المردود وهذا هو أساس تقسيم المؤسسات؛
- من خلال استعراضنا لهذه الفرضيات نلاحظ أنها بعيدة كل البعد عن الواقع العملي أي يصعب تجسيدها في الواقع وهي مجرد افتراضات نظرية، وهذا ما جعلها تتعرض للعديد من الانتقادات من طرف الباحثين الآخرين مما جعل الباحثان يقومان بدراسات واقعية محاولة منهما لوجودها في الواقع لكن صعب تجسيدها مما جعلهما يقومان بدراسة ثانية سنة 1963 والتي جاءت بمثابة مقال تصحيحي للمقال الأول، حيث قاما بإدخال عامل الضريبة على الدراسة مع تغيير بعض الافتراضات كذلك حتى تصبح الدراسة أقرب للواقع من الأولى ومن هنا أصبحت هذه الدراسة لها صدى كبير في الوسط مما جعل الكثير يهتم بها مما جعلها بمثابة حجر أساس لباقي الدراسات التي أتت بعدها باعتبارها ميلاد للإدارة المالية الحديثة وخاصة فكرة وجود الهيكل المالي من عدمها.

توصلت دراسة مد غلياني وميلر سنة 1958 أنه وفي ظل ظروف معينة (سوق مثالي، غياب ضرائب، المؤسسات تنتمي لنفس قسم المخاطر...) فإن المجموع الكلي لقيمة المؤسسة مستقل تماما عن هيكلها المالي الذي تستخدمه (نسبة الدين ونسبة حقوق الملكية)، حيث أثبتت الدراسة أن قرارات التمويل في سوق مثالي يخلو من المنافسة لا تهم وليس لها أي علاقة أو أثر مادي على القيمة الاجمالية للمؤسسة أو تكلفتها. (M. watero, 2020, pp. 28-42)

### ثالثا: نظرية مد غلياني وميلر في ظل غياب الضريبة 1958 وقيمة المؤسسة

هذا وحسب نظرية مد غلياني وميلر سنة 1958 يرى أن قيمة مؤسسة غير مقترضة  $V1$  تكون أكبر من  $V2$  وهي قيمة مؤسسة مقترضة حيث تصبح العلاقة كما يلي  $V2 > V1$ ، وعندما يكون شخص ما مستثمرا في المؤسسة الثانية أي المقترضة له أسهم معبرا عن قيمتها ب  $S2$  ونسبتها من إجمالي عدد الأسهم بالمؤسسة  $a$  وقيمة إجمالي الأسهم التي اصدرتها هذه المؤسسة هي  $S2$  فإن حصة الشخص تصبح كما يلي: (دنيا، 2018، الصفحات 63-78)

$$S2 = \alpha \times S2$$

وحصته من الربح تصبح بالعلاقة التالية:

$$Y2 = \alpha(x - rD2)$$

حيث أن:

$r$ : معدل ثابت

$X$ : الأرباح

$D2$ : الأموال المقترضة

وفي حال أن المستثمر اتخذ قرار أنه سوف يقوم بأخذ قرض بمبلغ  $a.D2$  ويبيع كل أسهمه من المؤسسة المقترضة لشراء أسهم آخر في المؤسسة الأولى غير المقترضة تصبح حصته كما يلي:

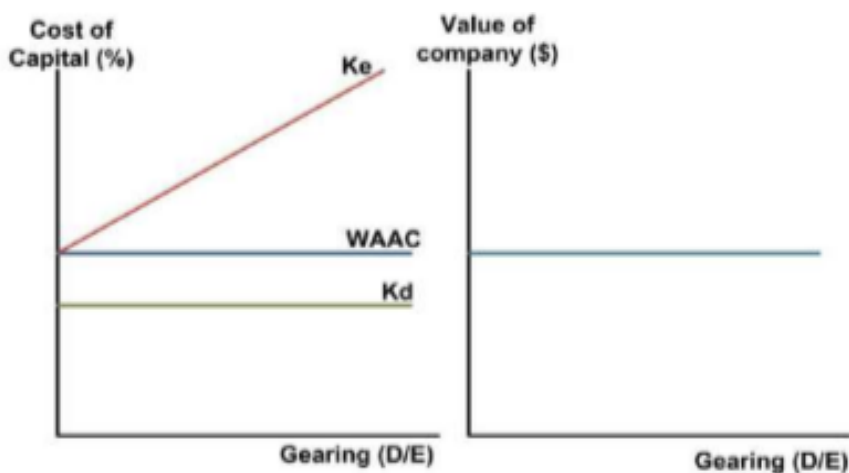
$$s1 = \alpha(S2 = D2)$$

وبعد القيام بطرح التكاليف وقسمة المعادلة السابقة على  $S1$  تصبح العلاقة كما يلي:

$$Y1 = [\alpha(S2 + D2) \div S1]. X - \alpha.r.D2$$

وبعد مقارنة  $Y1$  و  $Y2$  نجد أن الأرباح في المؤسسة غير مقترضة أكبر من أرباحه في مؤسسة مقترضة، وهذه هي عملية المراجعة التي تقوم على أساس الرفع المالي. (دنيا، 2018)

الشكل رقم 4-2: تكاليف وقيمة المؤسسة في ظل غياب الضريبة في نموذج مد غلياني وميلر



المصدر: رضوان العمار، دنيا ابراهيم غيا(2018) نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة، مجلة جامعة تشرين البحوث والدراسات العلمية- سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد 40 العدد 06، ص 63-78.

### المطلب الثاني: نظرية مد غلياني وميلر في ظل وجود الضريبة 1963

بعد الحملة الواسعة من الانتقادات التي تم توجيهها للمقال الأول للباحثين أجريا بحث آخر في نفس الموضوع لمحاولة وجود العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة والبحث في فكرة وجود الهيكل المالي، حيث جاء هذا الأخير بمثابة المقال التصحيحي سنة 1963.

#### أولاً: الفكرة الأساسية لنظرية مد غلياني وميلر 1963

في عام 1963 قام الباحثين الأمريكيين فرانكو مد لياني ومارتن ميلر بإسقاط فرضيتهما الأولى التي تنفي غياب الضرائب في السوق الكامل ليقوما بإدخال تعديلات هامة وجوهرية على مقالهما الأول، ليعتبر المقال

## الفصل الثالث: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل تمويل المؤسسة على القيمة الاجمالية

التصحيحي هو الذي يهتم بتوضيح فكرة وجود هيكل تمويل وعلاقته بالقيمة الإجمالية والتكلفة، وهذا بعد تعرضهما لحملة انتقادات واسعة من طرف العديد من الباحثين الماليين الذين اعتبروا أن مقالهما الأول والذي جاء كحجر أساس للإدارة المالية الحديثة مجرد افتراضات نظرية لا أساس لها على أرض الواقع ولا يمكن تطبيقها في المؤسسات.

ليتوصل الباحثان في مقالهما التصحيحي إلى أن قيمة المؤسسة التي تعتمد في هيكلها المالي على الاستدانة، وفي حال وجود الضريبة أكبر من قيمة مؤسسة أخرى لا تعتمد في هيكلها المالي على الاستدانة، والسبب أرجعاه للوفر الضريبي المتأتي من الديون.

### ثانيا: قيمة المؤسسة حسب المقال التصحيحي لمد غلياني وميلر 1963

ومن خلال ادخالها لعامل الضريبة على دخل المؤسسات في ظل النظام الضريبي الذي يعتمد على خصم المصاريف المالية التي تقوم المؤسسة بدفعها من الايرادات قبل الاقتطاعات الضريبية، والأرباح الموزعة تتم بعد فرض الضريبة، لذا توصل الباحثان إلى فكرة مفادها أن في حال وجود الضرائب على دخل المؤسسة فإنه من مصلحة المؤسسة الاعتماد على القروض، لأن قيمة مؤسسة مقترضة تفوق قيمة مؤسسة غير مقترضة وأثبتنا ذلك بالعلاقة التالية: (أمير، 2016، الصفحات 104-131)

$$V_y = V_x + (V_d \cdot T)$$

حيث أن:

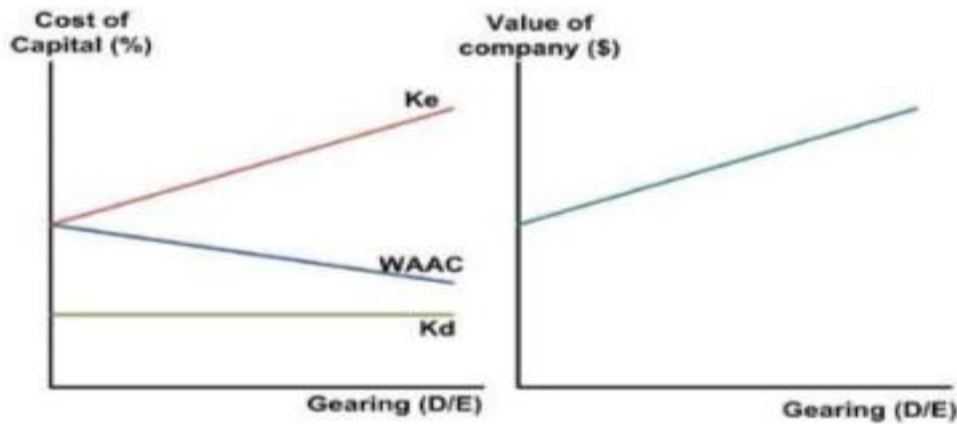
**V<sub>y</sub>**: قيمة مؤسسة التي هيكلها المالي يتشكل من أموال خاصة وقروض.

**V<sub>x</sub>**: قيمة مؤسسة التي هيكلها المالي يتشكل من أموال خاصة فقط.

**T**: معدل الضريبة على دخل المؤسسة.

**(V<sub>d</sub>\*T)**: القيمة الحالية للوفر الضريبي.

الشكل رقم 5-2: تكاليف وقيمة المؤسسة في ظل نموذج مد يلياني وميلر في ظل وجود الضريبة



المصدر: رضوان العمار، دانيا ابراهيم غيا(2018) نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة، مجلة جامعة تشرين البحوث والدراسات العلمية- سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد40 العدد06، ص63-78.

ما يمكن استخلاصه من خلال نظرية مد يلياني وميلر هو أنها جاءت من أجل تطوير فكرة هيكل رأس المال بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية، باعتبارها أول النظريات المهمة بالموضوع حيث جاء مقالهما الأول سنة 1958 في ظل سوق مثالي تغيب فيه الضريبة بمثابة ميلاد لفكرة التي نصت على أنه لا علاقة لهيكل التمويل الذي تستخدمه المؤسسة بالقيمة الاجمالية لها مهما تغير، كما اعترفا أنه لا وجود لفكرة هيكل تمويل الأمثل أصلا في ظل الأسواق المثالية، وأن القيمة السوقية تتحدد وفقا لقدرة المؤسسة على تحقيق عوائد من خلال استثماراتها وكفاءتها الداخلية وعلى المخاطر التي قد تعترض أصول المؤسسة وخلصا إلى أن القيمة تستقل تمام عن هيكل التمويل وأن اعتماد المؤسسة على القروض بنسب كبيرة يقلل من التكاليف الكلية.

## المبحث الرابع: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل التمويل على القيمة الاجمالية: نظرة حديثة

بعد الجدل الذي حدث حول العلاقة التي تربط بين هيكل التمويل وقيمة الإجمالية للمؤسسة وكل النظريات الكلاسيكية التي نظرت في الموضوع ومن وجهات نظر مختلفة وفي بيئات مختلفة جاءت كذلك وجهات نظر حديثة تحاول تفسير العلاقة الرابطة بين المغيرين وفي بيئات مختلفة كذلك، علما أن هذه المداخل الحديثة ليست من العدم وإنما هي مواصلة لجهود الباحثين في تفسير النظريات أي أنها مجرد تكملة وتعديلات لها.

### المطلب الأول: مدخل الوكالة

يعتبر مدخل الوكالة من بين المداخل الحديثة التي حاولت مثلها مثل باقي المداخل تفسير تلك العلاقة الغامضة الموجودة بين الهيكل التمويلي والقيمة الاجمالية للمؤسسات وهذا ما سوف نتعرف عليه في هذا المطلب بالتفصيل.

### أولاً: أصل نظرية الوكالة

يعود أصل النظرية إلى عام 1932 عندما توصل كل من berle&means اللذان توصلا إلى أنه عندما يتم فصل الملكية عن الإدارة تكون هناك أنانية من طرف الإدارة لأنها تريد أن تحقق المصالح الشخصية على حساب المصالح العامة للمؤسسة والمساهمين ككل (wang, 2010, p. 409)، لتأتي بعدها دراسة أخرى قام بها كل من Meckling&Jensen عام 1976 اللذان قدما خصائص للتعاقد الأمثل الذي يحقق الالتزامات التعاقدية لكل الأطراف المتعاملة مع المؤسسة، للتقليل من عدم التأكد، تقوم هذه النظرية على أساس وجود مصالح متضاربة تتعامل مع المؤسسة ذاتها من مختلف المتعاملين، وكلهم لهم علاقة وطيدة ومباشرة معها، وهذا ما يؤثر على كيفية تشكيل هيكل مالي يخدم كل الأطراف. (رشيد، 2018، صفحة 36\_48)، ومن خلال هذا ظهرت ما تعرف بمشكلة الوكالة Agency Problem التي تعود للاقتصادي آدم سميث الذي كان من أوائل المناقشين لمشكلة الفصل بين الإدارة والملكية في كتابه المعروف بثروة الأمم.

حيث تم تعريف الوكالة على أنها عقد يقوم من خلاله شخص أو عدة أشخاص بتعيين شخص آخر كوكيل للقيام بأعمال لصالح الشخص الأول أي أنه يفوض له السلطة (Jensen, 1976, p. 308).

وتقوم هذه النظرية على فكرة مفادها أن هناك علاقة بين الموكل والوكيل حسب ما يتم الاتفاق عليه في العقد، الذي يقوم فيه الموكل بتكليف الوكيل أن يعمل على أنشطة معينة كما يقدم له كل الصلاحية في اتخاذ القرارات الخاصة بذلك العمل. (مؤيد، 2010، صفحة 130)

### ثانيا: الافتراضات التي قامت عليها نظرية الوكالة

هذه النظرية كغيرها من النظريات السابقة تقوم على عدة افتراضات نذكرها كما يلي: (أوصيف، 2018، الصفحات 400-415)

- كفاءة السوق المالي: يعني بها توافر المعلومات للجميع بنفس السرعة والجودة والأهمية وبأقل التكاليف.
- التصرف الرشيد: من خلال هذه النظرية فإن الوكلاء يريدون تعظيم منافعهم الخاصة فقط وهذا على حساب حملة الأسهم، أي أن العمل يفضل تعظيم أرباحه ومنافعه على منافع المالك الحقيقي للأسهم.
- اختلاف الأولويات لأطراف العلاقة: هنا يقصد بها اختلاف المنافع لأن صاحب الأسهم يريد تحقيق أكبر ربح والوكيل يريد الحصول على حوافز ومكافآت دون مجهود.
- الاختلاف في تحمل المخاطر: تواجه الطرفان مخاطر مختلفة حيث أن صاحب الأسهم محاييد للمخاطر يبقى الوكيل يريد الابتعاد عنها.

وعموما هناك اعتراف واضح للعديد من الدراسات بأن هيكل الملكية لها تأثير واضح على ميول الإدارة في تحقيق أهداف شخصية، فحسب نظرية الوكالة يكون من الأفضل أن يتم فصل الملكية عن الإدارة حتى تتم ممارسة الأعمال بشفافية تامة ويكون هناك اختيار وتطبيق أفضل الطرق التي تعظم الأرباح ومنه تعظيم ثروة الملاك التي ترفع قيمة المؤسسة. (محمود م.، 2020، صفحة 345\_417).

كما أن نظرية الوكالة تشير إلى أنه إذا تم تشكيل هيكل رأس مال بعناية وما يناسب موجودات المؤسسة وعملياتها الاستثمارية في ظل المخاطر المتوقعة فإنه يمكن أن تخفيض تكلفة الوكالة وهذا راجع لتأثير الرفع المالي على قيمة المؤسسة، حيث أن نظرية المبادلة تنص على أن الموازنة بين مزايا التمويل بالديون (الوفر الضريبي)، تخفيض تكلفة الملكية) وتكاليفه (تكلفة اصدار الدين، تكلفة الافلاس، تكلفة وكالة الدين)، قد تحقق للمؤسسة هيكل رأس مال يساهم في رفع قيمتها في السوق المالي، كما نصت هذه النظرية على أن قيمة المؤسسة يمكن تعظيمها من خلال زيادة نسبة الدين في هيكل التمويل حتى يتساوى العائد من الرفع المالي مع الخسارة المتوقعة

## الفصل الثالث: المقاربات المالية المفسرة لأثر هيكل تمويل المؤسسة على القيمة الاجمالية

من تكلفة الافلاس لكن الاستمرار في الزيادة في نسب الرفع المالي يؤدي إلى خفض قيمة المؤسسة لأن التكاليف المتعلقة بالرفع أكبر من مزاياه. (كريمة، 2019، الصفحات 129-148)

### ثالثا: مشاكل الوكالة

تظهر بعض السلوكيات المنحرفة أمام تعظيم المنافع للعديد من الأطراف الذين يهدفون لتعظيم منافعهم الشخصية ومن بين هذه المشاكل ما يلي: (صورية، 2017، الصفحات 231-259)

- عدم قدرة المالك على متابعة كل ما يقوم به المسير.
- انعدام تماثل المعلومات بسبب وجود معلومات لدى الوكيل أكثر من المالك.
- وجود خطر معنوي ينبع من عدم اتباع المسير لكل ما هو موجود في العقد لأنه لا يجد ضمان يؤكد أن الموكل سيقوم بكل ما طلبه منه المالك.
- الاختيار العكسي والمتناقض حيث أن الوكيل يمكنه اخفاء المعلومات عن الموكل وهنا المالك لا يمكنه معرفة قرارات الوكيل والتحقيق منها.

### رابعا: حلول نظرية الوكالة

بعد الخلافات التي حلت بين المدراء والمساهمين في المؤسسات ظهرت هذه النظرية من أجل النظر فيها وخرجت في الأخير بالحلول التالية: (خليف، 2017)

- قررت منح حصة من الأسهم الخاصة بالمساهمين للوكلاء.
- قررت أن يقوم مجلس الإدارة بمراقبة بيئة العمل ومتابعة المدراء التنفيذيين.
- قررت تعزيز عمل المساهم المستقل والمحاسب ومدقق الحسابات بالمؤسسة.
- ربط الحوافز ومكافأة المدراء التنفيذيين مع طبيعة وقيمة عملهم.
- الاعتماد على تقرير مجلس الإدارة في توضيح كل المعاملات الخاصة بالمؤسسة.

المطلب الثاني: مدخل الإشارة

أولاً: الفكرة الأساسية لمدخل الإشارة

جاءت نظرية الإشارة على يد Ross 1977، حيث قدمها من أجل تفسير سلوك الإدارة من خلال ما هو متوفر لديها من معلومات عن أداء أصول المؤسسة وقيمتها المستقبلية، في تحديد هيكل رأس مال للشركة، ويرجع أساس المدخل لتفاوت حجم وطبيعة المعلومات الموزعة بين الإدارة والسوق. (عبد المجيد، 2018، الصفحات 215-223)

حيث جاءت هذه النظرية من أجل تفسير سلوك الإدارة وكيفية تحديدها لمزيج هيكل التمويل بطريقة تعكس المعلومات الموجودة داخل المؤسسة ولدى موظفيها عن أداء الأصول وقيمتها الحالية والمستقبلية، وهذا راجع لعدم تماثل المعلومات من داخل المؤسسة وما هو متوفر في السوق، ولغياب الشفافية وعدم نشر المعلومات الصحيحة من طرف المدراء للمستثمرين يجعل الشركات كلها تسعر بنفس السعر سواء ذات الأداء الأعلى أو ذات الأداء المنخفض (قباجة، 2018، صفحة 215\_223)

كما تقوم هذه النظرية على أساس أن المديرين يحاولون الحصول على استثمارات من خلال ارسال اشارات للمستثمرين تبين أن المؤسسة تستطيع أن تدير المخاطر الخاصة بها بفعالية أكثر من باقي المؤسسات الأخرى المنافسة، لذا فهي تقوم بالإفصاح عن المعلومات القانونية أكثر من الآخرين، حيث أنها بالإفصاح تكون قد أطلقت إشارة إيجابية لكل المتعاملين الخارجيين ليتعرفوا على فعالية إدارة المخاطر الخاصة بالمؤسسة، خاصة المستثمرين الذين هم بحاجة ماسة لتلك المعلومات باعتبارهم طرف خارجي عن المؤسسة ويتحصل على المعلومات بصعوبة، فعملية الإفصاح تعزز من الثقة وتسهل عليه الأمر من أجل اتخاذ قرار الاستثمار في تلك المؤسسة أو لا. (حسن، 2020، صفحة 343\_393)

ومن هنا نلاحظ أن هذه النظرية جاءت بسبب عدم تماثل المعلومات التي تدلي بها المؤسسات وما هو مطلوب في السوق المالي ذلك لأن المسير الناجح يقدم مؤشرات مطلوبة ومهمة للأسواق المالية، لكن المدير غير متخصص يقدم بيانات مالية ضعيفة لهذا جاءت النظرية لتدرج نموذج يعكس نوع المؤسسة A أو B (A: مؤسسة جيدة من حيث الأداء، B: مؤسسة ضعيفة).

### المطلب الثالث: مدخل تسلسلية مصادر التمويل

تعتبر نظرية تسلسل مصادر التمويل من أهم النظريات المالية التي اهتمت بشأن هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية وطيفية ترتيبها واختيارها للمصادر التمويلية المتاحة لديها حيث قامت النظرية بتقديم برنامج مرتب لهيكل التمويل نتيجة لدراسات قام بها مؤيدي هذه النظرية.

#### أولاً: الفكرة الأساسية لمدخل تسلسلية مصادر التمويل

جاءت هذه النظرية بعد صدور أعمال MEYERS and MEYERS 1984 حيث أنه وتبعاً لهذه النظرية فإن المؤسسة عند قيامها باختيار مصادر تمويلها هناك ثلاثة مصادر تمويلية يمكن اتباعها بالترتيب وهي كما يلي:

1: التمويل الداخلي الذي يعتمد على الأرباح المحتجزة،

2: التمويل بالدين،

3: إصدار أسهم جديدة،

كما أكدت هذه النظرية على وجود اتباع هذا التسلسل الهرمي للمصادر التمويل والذي يصب كله في صالح المؤسسة حيث أن الأسهم الجديدة أي مشاركين جدد يخلق مشاكل إدارية للمؤسسة ويكون لهم حق اتخاذ القرارات والتصويت والمشاركة في الربح إلى غيرها من الحقوق التي تعقد عمل المؤسسة لذا وجب تركها آخر مصدر تمويلي قد تلجأ له المؤسسة (ناصر، 2012، صفحة 1\_38)

حيث يتم تحديد تكلفة التمويل الخارجي اعتماداً على عدم تماثل المعلومات بين المقرض والمقترض، لذا المؤسسة عموماً تميل للمصادر التمويلية ذات الحساسية الأقل لعدم تماثل المعلومات ذلك لأن التكلفة ترتفع كما كان هناك زيادة في عدم التماثل في المعلومات، كما أن نسبة الدين غير محددة أو معلومة كما هو الحال في نظرية التوازن وإنما تتغير نسب الدين حسب التدفقات المالية الداخلية وصافي الأرباح ومع ظهور الفرص الاستثمارية كذلك (خلف، 2020، صفحة 516\_561)

ثانيا: أبعاد نظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل

ترتكز نظرية تسلسل أفضلية مصادر التمويل على الأبعاد التالية: (أمير، 2016، الصفحات 104-131)

- المؤسسة عادة تميل إلى التمويل الداخلي حسب رأي مؤيدي هذه النظرية.
- المؤسسة تعتمد نسب واضحة ومدروسة من توزيعات الأرباح وهذا بعد أن تتم مقارنتها بالاحتياجات الاستثمارية الخاصة بها وكذلك التدفقات النقدية المستقبلية التي تتوقع الحصول عليها من استثماراتها.
- المؤسسة لها سياسة توزيع ثابتة، أي أنها لا تغير سياستها التوزيعية وفي حالة كثرة الأرباح غير موزعة تقوم بتسديد الديون أو استثمارها في مشاريع جديدة.
- في حالة عجز التمويل الداخلي للمؤسسة تلجأ للقروض المباشرة أو تصدر سندات تقليدية، أو اصدار سندات قابلة للتحويل، أو اسهم أو أخيرا اصدار الأسهم العادية وهذا بالترتيب.

### المطلب الرابع: مدخل الموازنة

#### أولا: الفكرة الأساسية لمدخل الموازنة

تبين هذه النظرية مفاهيم متعددة من بينها الإفلاس، الوكالة، الوفر الضريبي المتعلق بالدين، تكلفة الافلاس التي ترتبط بالسيولة الناتجة عن انخفاض قيمة الأصل بعد تحويله إلى نقدية، ذلك لأن تكاليف السيولة تخفض المدفوعات للمقرض عند عجز المنظمة على السداد، ما يجعل أصحاب القروض يرفعون التكاليف من أجل التعويضات عن مخاطر القروض، كما توجد صورة أخرى لتكاليف الإفلاس وهي تكاليف العجز المالي التي تحدث بعد اعتقاد أصحاب المصالح بالمنظمة من غير المقرضين أن المنظمة لن تستمر في مزاولة نشاطها المعتاد، وكذا بعد تخوف المستهلك من عدم استمرار المؤسسة في تقديم خدماتها، وهذا التخوف من كل المصالح ذات العلاقة بالمؤسسة يؤدي لانخفاض قيمتها (فرج، 2015).

ثانيا: مراحل فكرة مدخل الموازنة

بينما الفكرة الأساسية والتي توضحها هذه النظرية هي أن المؤسسة وجب عليها أن توازن ما بين الميزة الجبائية للقروض وتكاليف الافلاس والوكالة، علما أن هذه النظرية جاءت على مرحلتين أساسيتين وهما: (زغيب، 2014، الصفحات 97-110)

**المرحلة الأولى:** بعد حملة الانتقادات الواسعة التي تم توجيهها لنظرية مد يلياني وميلر تمت إعادة دراسة النظرية لتضاف لها تكلفة الإفلاس حيث توصلوا إلى أن الاستدانة يرافقها دائما زيادة في الرفع المالي مما يزيد من تكلفة الافلاس.

**المرحلة الثانية:** كذلك المرحلة السابقة تعرضت لعدة انتقادات لذا تم تعديلها حيث تم ادخال عامل تكلفة الوكالة.

### خلاصة الفصل الثالث

يعتبر هدف تعظيم المؤسسة من أهم الأهداف التي تسعى للوصول إليها، ومن أجل تحقيقه تهتم المؤسسة بكيفية تشكيل هيكل تمويلي أمثل ذو تكلفة أقل لجعل القيمة السوقية في أعلى مستوياتها عند نسبة معينة من الديون والتي تجتهد الإدارة المالية للمؤسسة لبلوغها، وهذا الهدف كان منذ زمن بعيد حيث حاولت مختلف النظريات المالية الإجابة على السؤال القائل هل يوجد هيكل مالي أمثل؟ وإذا كان موجود ما العلاقة التي تربطه بقيمة المؤسسة؟ حيث جرت العديد من النظريات والتجارب على مؤسسات مختلفة وفي اقتصاديات مختلفة من أجل الإجابة على تلك الأسئلة، وبداية الدراسات كانت مطلع الخمسينيات حيث أن النظرية الكلاسيكية أجابت على السؤال بنعم، أي أنها تعترف بفكرة وجود هيكل مالي أمثل يتحقق عند نسبة معينة من الديون التي تجعل التكلفة في أدنى حدها وقيمة المؤسسة في أعلى مستوى لها، لتأتي بعدها الدراسة التي تعتبر ميلاد للإدارة المالية الحديثة من طرف الباحثين الأمريكيين فرانكو مد يلياني ومارتن ميلر سنة 1958 والتي أجابت على السؤال بلا، أي أنهما ينفيان فكرة وجود هيكل مالي أمثل وقالوا أن قيمة المؤسسة لا علاقة لها بكيفية تشكيل هيكل التمويل وهذا في ظل افتراضات غير واقعية مثل السوق كفؤ، تماثل المعلومات، انعدام التكاليف، غياب الضريبة...، ليتعرض مقالهما هذا لحملة واسعة من الانتقادات جعلهما يجران مقال آخر كان بمثابة المقال التصحيحي سنة 1963 والذي أدخل فيه عامل الضريبة وبعض التكاليف وخلصا فيه إلى أن قيمة المؤسسة المقترضة أكبر من مؤسسة مثلها في الظروف والقطاع وهي غير مقترضة أي هيكل تمويلها مكون من أموال خاصة فقط، وحسب هذا المقال فإن أعلى قيمة للمؤسسة تتحقق عندما يكون هيكل التمويل 100% ديون و00 أموال خاصة، وبما أن العلم يتطور عبر الزمن جاءت دراسات أخرى وأخذت النظريات السابقة كمرجع وعدلت عليها: حيث ظهرت أول دراسة بعدها على يد DONALDSSON 1961 الذي أقر بأن المؤسسة عادة ما تفضل استخدام الأموال المحتجزة لتمويل احتياجاتها وهي تترك أمر الديون كآخر احتمال يمكن اللجوء إليه، ليقوم بعدها وسنة 1977 MEYERS بتطويرها من خلال دراسته قائلاً بأن المؤسسة تريد البقاء على التمويل بالأموال المحتجزة وفي حالة عدم كفاية تذهب للديون وتترك الأسهم كآخر احتمال قد تلجأ إليه، ثم قام كل من MEYERS AND MAJLUF سنة 1984 والتي سماها بنظرية التسلسل الهرمي والتي جاءت بسبب عدم تماثل المعلومات مما يستوجب ترتيب المصادر التمويلية المتاحة لدى المؤسسة

# الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الإجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الإجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

بعد تطرقنا في الفصول السابقة لمختلف الأسس النظرية للموضوع وهي التعرف على هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية ومختلف محدداته ومصادره والتكاليف الخاصة بكل مصدر تمويل، بالإضافة لعرض مختلف النظريات المالية التي اهتمت بتفسير العلاقة الموجودة بين هيكل التمويل وقيمة الإجمالية للمؤسسة، وصلنا لأهم جزء في العمل وهو الجانب التطبيقي الذي يهتم به كل قارئ للموضوع، حيث أننا سنعمل من خلاله على اختبار صحة الفرضيات المطروحة سابقاً، والاجابة على السؤال الرئيسي والأسئلة الفرعية المتعلقة به، مع محاولة الوصول إلى النتائج المرجوة من الدراسة وتحقيق أهداف البحث، حيث أننا استخدمنا المنهج الاستقرائي بالإضافة لبعض الأساليب الاحصائية المتقدمة والتي تمكننا من معرفة أثر المتغير المستقل على التابع في الجانب التطبيقي وهي النماذج الطولية البانل.

هذا وتم تقسيم الفصل الأخير من عملنا هذا إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

### المبحث الأول: تقديم المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة

### المبحث الثاني: الدراسة الوصفية لتأثير هيكل التمويل على القيمة الإجمالية

### المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر هيكل التمويل على القيمة الإجمالية باستخدام النماذج الطولية

**panel data**

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

### المبحث الأول: تقديم المؤسسات عينة الدراسة

يعتبر الجانب التطبيقي وجه الورقة البحثية وأصلها حيث أن الباحث ملزم بتطبيق ما تطرق إليه في الجانب النظري على مؤسسات محلية من أجل اختبار صحة الفرضيات والتوصل إلى نتائج نهائية، لذا سنحاول في هذا المبحث عرض عام لمختلف المؤسسات التي سوف تقوم عليها دراستنا هذه.

### المطلب الأول: تقديم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

بورصة الجزائر كغيرها من البورصات العالمية تظم مجموعة مؤسسات ربحية والتي تسعى لتعظيم أرباحها من خلال تداول أوراقها في السوق المالي المحلي، وتختلف هذه المؤسسات من خلال أنشطتها ورأس مالها وكذا حسب القطاع الذي تنشط فيه ولكن يبقى هدفها الوحيد هو البقاء والاستمرار وتعظيم ثروة الملاك من أجل تعظيم قيمتها الاجمالية، لذا سوف نقوم بتقديم مختصر للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

### الجدول رقم 1-4: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

عدد الأسهم	القيمة الاسمية دج للسهم	القطاع	الرمز في البورصة	رمز ISIN
9 287 217	200	التأمينات	ALL	DZ0000010037
6 000 000	250	الفندقة	م.ت.ف.الاوراسي	DZ0000010029
10000000	250	الصناعة الصيدلانية	SAI	DZ0000010003
25521875	200	الصناعة الصيدلانية	BIO	DZ0000010052

المصدر: [https://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne\\_societe](https://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe) تم الاطلاع يوم 2021/06/22.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

أولاً: مؤسسة أليانس للتأمينات

تعتبر مؤسسة أليانس للتأمينات ذات أسهم برأس مال مبتدئ قدره 500 مليون دينار جزائري، تم انشاؤها في يوليو 2005 من قبل مجموعة مستثمرين وطنيين، ليتم في سنة 2009 رفع رأسمالها إلى 800 مليون دينار جزائري، ليبلغ رأس مالها سنة 2011 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار، حيث تحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للدخار ومكنت المؤسسة الامتثال للمرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 16/11/2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 30/10/1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين.

وفي نوفمبر 2010 شرعت هذه المؤسسة في زيادة رأسمالها عن طريق العرض للاكتتاب، حيث انصب مبلغ العرض على 31% من رأسمالها الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم.

وفي مارس 2011 بعدما استوفت شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة للبورصة تم ادراج سند رأس مال في البورصة لمؤسسة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 07 مارس 2011 وقدر سعر السهم بـ 830 دينار جزائري (بورصة الجزائر (2021) SGBV,

وما هو ملاحظ من خلال الميزانيات المالية للمؤسسة أن المؤسسة تتبع سياسة مالية واضحة إذ أن الإدارة المالية للمؤسسة تسترشد بالسياسة المالية من أجل اتخاذ أهم قراراتها المالية والمتمثلة في قرارات التمويل، قرارات الاستثمار وقرارات توزيع الأرباح، وهذا لتخصيص موارد مالية ضرورية لتحقيق أهدافها وجعل الوضعية المالية للمؤسسة جيدة وهذا يضمن لها سيولة وربحية عاليتين وكذا يضمن تخفيض التكاليف وتوفير أهم الموارد المالية اللازمة، إذ أن المؤسسة غير مفرطة بكثرة في الاستدانة حيث سنة 2015 كانت مجموع ديونها 4318380048.43 أي ما يمثل 59.98% من هيكل تمويلها لتتخفف سنة 2020 إلى 6517349728.15 دج أي بنسبة 55.12%.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

### الجدول رقم 2-4: بطاقة تعريفية لمؤسسة أليانس للتأمينات

البيان	الشرح
الاسم	أليانس للتأمينات
رأس المال الاجتماعي	2205714180 دينار جزائري، موزعة على 5804511 سهم بقيمة اسمية قدرها 380 دج
الكمية المعروضة	1804511 سهم، تمثل 31٪ من رأس المال
سعر الاصدار	830 دينار جزائري
فترة الاكتتاب	2 نوفمبر 2010 إلى 1 ديسمبر 2010
الوسيط في البورصة	القرض الشعبي الجزائري
الوسطاء	البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، صندوق التوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي إن بي باريسا الجزائر، سوسيتيه جنرال الجزائر

المصدر: [www.allianceassurances.co](http://www.allianceassurances.co) تم الاطلاع يوم 2021/06/22.

### ثانيا: مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي

تم افتتاح مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي والتي تصنف بـ 5 نجوم يوم 1975/05/2 حيث كانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة آنذاك، وقامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال المؤسسة الوطنية للسياحة والفندقة SONATOUR حتى سنة 1977، ليتم بعدها تسييرها من خلال المؤسسة الجزائرية للسياحة والفندقة ALTOUR حتى عام 1979، وأخيرا من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات NCCB حتى سنة 1983.

في ذلك العام وفي اطار عملية اعادة الهيكلة التنظيمية تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وانشأت مؤسسة التسيير الفندقية EGH حسب المرسوم رقم 83-226 في 1983/04/2.

ليتم بعدها تعديل الفندق في 1991/04/12 من وضعه القانوني ليصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس كمال قدره 40 مليون دينار وأصبح اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي.

وفي سنة 1995 تم وضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة وأصبحت المساهم الوحيد فيه، لكن تماشيا مع توجيهات السلطة العمومية الهادفة لفك الارتباط الكلي بالدولة من خلال القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

الجزئية تم اختيار مؤسسة الاوراسي بقرار من المجلس الوطني للمساهمات الدولة في فبراير 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20% من رأسمالها للاكتتاب العام.

وفي يونيو 1999 فتحت المؤسسة رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع ومثل مبلغ 480 مليون دينار جزائري أو ما يعادل 20% من رأسمالها الاجتماعي.

وفي 2000/02/14 وبعد استفتاءها لشروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة تم ادراج سند رأس مال المؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي في جدول التسعيرة الرسمية، حيث قدر مبلغ الادراج ب400 دينار جزائري) بورصة الجزائر (SGBV, 2021)، أما عن سياستها المالية فيتبين أن المؤسسة كذلك غير مفرطة في استخدام الدين أي أن الإدارة المالية لها تحسن استخدام مواردها المالية المتاحة من أجل اتخاذ قرارات مالية سليمة حيث أن الأصول الثابتة سنة 2020 تمثل 72.10% ويتم تمويلها بالأموال الخاصة والديون طويلة أجل التي تمثل في مجملها 89.03% لتبقى الأصول المتداولة التي تمثل 27.90% يتم تمويلها بالديون قصيرة أجل التي تمثل 10.97% من هيكل تمويل المؤسسة إذ أن المؤسسة ترى أن النسبة التي تستخدمها من الديون هي التي تخدم مصالح كل من المسيرين، الدائنين والمساهمين، وتتحصل عليها بأقل التكاليف ما يساهم في رفع قيمتها السوقية.

### الجدول رقم 3-4: بطاقة تعريفية لمؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي

البيان	الشرح
الاسم	مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي
المنشئ	المؤسسة القابضة العامة للخدمات
رأس المال الاجتماعي	1.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل 6000000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري
الكمية المعروضة	1200000 سهم تمثل 20% من رأس المال
سعر العرض	400 دينار جزائري
فترة العرض	من 15 يونيو 1999 إلى 15 يوليو 1999
الوسيط المرافق في البرصة	الراشد المالي
الوسطاء المكلفون بجمع الأوامر	الراشد المالي، المؤسسة المالية العامة SOGEFI، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف SOFICOP، شركة توظيف القيم المنقولة SPDM

المصدر: [www.el-aurassi.com](http://www.el-aurassi.com) تم الاطلاع يوم 2021/06/22.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

### ثالثا: مؤسسة صيدال

تم تأسيس شركة صيدال المركزية الجزائرية سنة 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة للاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري، حيث انشأت سنة 1971 وحدة انتاج بالحراش وانتشرت على مرحلتين الأولى 1971 وحدة بيوتيك والثانية وحدة فرمال سنة 1975، ومن خلال إعادة هيكلة الصيدلة المركزية الجزائرية أصبح فرعها للإنتاج يسمى المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 82-161 الصادر أبريل 1982 (بورصة الجزائر، 2021)

هذا وكانت مهمة المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية وهدفها تزويد السوق المحلي على النحو الكاف، لتقوم المؤسسة سنة 1985 بتغيير اسمها لتصبح صيدال، وفي أعقاب الاصلاحات الاقتصادية لعام 1989 صارت مؤسسة اقتصادية عامة لها استقلالية الادارة ليتم اختيارها كشركة ذات أسهم.

وفي سنة 1993 تغير النظام الأساسي لها لتصبح مشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال انشاء شركات جديدة وفروع تابعة لها.

وفي فبراير 1999 فتح المجمع رأسماله عن طريق العرض العلني للبيع، حيث انصب مبلغ العرض على 20% من رأس مال صيدال في جدول التسعيرة الرسمية، ليتم تقدير المبلغ ب800 دج. (بورصة الجزائر SGBV، 2021)،

هذا وتستخدم مؤسسة صيدال مزيج من الأموال الخاصة والديون والذي تحصلت عليه بعد دراسة جدوى لكل مصدر تمويلي حتى يساهم في خفض التكاليف ورفع القيمة السوقية لها حتى لا تتضارب مختلف المصالح فيها، والديون بالمؤسسة تساهم في تخفيض تكلفة الوكالة والافلاس إذ أنها لا تتعدى 49.89% وهذا يؤثر ايجابا على قراراتها المالية.

الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

الجدول رقم 4-4: بطاقة تعريفية لمؤسسة صيدال

البيان	الشرح
الاسم	صيدال
المنشئ	القابضة العامة للكيمياة والصيدلة
رأس المال الاجتماعي	2.500.000.000 دج أو ما يعادل 10000000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دج
الكمية المعروضة	2000000 سهم تمثل 20٪ من رأس المال الاجتماعي
سعر العرض	800 دج
فترة العرض	من 15 فبراير 1999 إلى 15 مارس 1999
الوسيط في البورصة	المؤسسة المالية العامة SOGEFI
الوسطاء في البورصة	المؤسسة المالية العامة SOGEFI، الراشد المالي، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف SOFICOP و شركة توظيف القيم المنقولة SPDM.

المصدر: [www.saidalgrou](http://www.saidalgrou) تم الاطلاع يوم 2021/06/22.

رابعا: مؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية

تقوم مؤسسة بيو فارم للصناعات الصيدلانية بمهن مختلفة للصناعة الصيدلانية حيث تم انشاؤها سنة 1991، وقامت سنة 2014 بتحقيق رقم أعمال بقيمة 49مليار دينار والذي يمثل 13% من حجم سوق الأدوية، لتتطور بشكل مستمر وعلى مدى كل سنوات تواجدها وهذا بتحسين معيار جودة أدائها الإنتاجي وتعزيز شبكة توزيعها، لتواصل المؤسسة تطورها وهذا بعد أن قامت بفتح رأس مالها في سوق الأوراق المالية من خلال امكانية التوفير الوطني الجزائري للمشاركة في فرص النمو في هذا القطاع.

حيث أن للمؤسسة سياسة مالية تعتمد من خلالها على الأموال الخاصة والديون طويلة أجل حتى يكون تمويل الأصول الثابتة بالأموال الدائمة متوازن وملائم ويحقق ثروة للملاك إذ نلاحظ أن سنة 2015 اعتمدت المؤسسة على 74.24% من الأموال الخاصة.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

الجدول رقم 5-4: بطاقة تعريفية لمؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية

البيان	الشرح
الاسم	بيو فارم
رأس المال الاجتماعي	5104375000 دج موزع على 25521875 أسهم بقيمة 200 دج للسهم الواحد
الكمية المعروضة	5104375 سهم وتمثل 20% من رأس المال
سعر الاصدار	1225 دج
فترة العرض	من 13 مارس إلى 7 أبريل 2016
الوسيط في البورصة	البنك الجزائري الخارجي
الوسطاء في عمليات البورصة	البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي أبي باربيا الجزائر، جنرال الجزائر، تال ماركت.

المصدر [https://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne\\_societe](https://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe) تم الاطلاع عليه يوم 2021/06/22.

### المطلب الثاني: تقديم المؤسسات غير مدرجة في البورصة

بما أننا ارتأينا أن العينة المدرجة في بورصة الجزائر غير كافية للدراسة أردنا أن نقوم بنفس الدراسة على عينة مؤسسات نشطة في مجالها وفي السوق المحلي ولكنها غير مدرجة في البورصة وهذه المؤسسات ثلاثة منا يلي مؤسسة باتيميتال المتواجد مقرها بعين الدفلى، مؤسسة ميناء تنس ومؤسسة اسمنت شلف.

### أولاً: مؤسسة باتيميتال هياكل غرب بعين الدفلى

تعتبر مؤسسة باتيميتال هياكل غرب من أهم المؤسسات التي تعمل في تصدير واستيراد الحديد الصلب ومشتقاته، حيث أنها تنشط الاقتصاد المحلي وتساهم في التنمية الوطنية والمحلية بولاية عين الدفلى لأنها تقدم فرص عمل كبيرة للشباب.

### نشأة مؤسسة باتيميتال هياكل غرب

ترجع نشأتها إلى مرحلة تحول ورشات اندري ديفور التي أنشأت سنة 1902 إلى مؤسسة اقتصادية وطنية بعد الاستقلال 1968 حيث تم تأميم الورشات وأصبحت تسمى S-N-METAL أي المؤسسة الوطنية للمعادن، وفي سنة 1983 وبعد تعديل الهيكل التنظيمي تم تقسيمها إلى أربعة فروع تحمل طابع اشتراكي مرسوم

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

تنفيذي رقم 51/82، لتتم اعادة هيكلتها سنة 1997 في مجموعة صناعية أعطت الاذن بميلاد 6 وحدات جديدة.

### الجدول رقم 4-6: بطاقة تعريفية لمؤسسة باتيميتال هياكل غرب

الاسم القانوني	مؤسسة البناءات المعدنية والنحاس للغرب
الشكل القانوني	شركة ذات أسهم
تاريخ الإنشاء	1968
موقع الاستثمار	المنطقة الصناعية لولاية عين الدفلى
رقم الأعمال	1200000000
عدد العمال	271 عامل
المساحة	14000 هكتار
الطاقة الإنتاجية	600000 طن في السنة

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

يضمن سر نجاح أي مؤسسة في سياستها المالية ومدى اختيارها للهيكل التنظيمي المناسب الذي يوافق نشاطاتها ويمكّنها من تحقيق أهدافها المسطرة وتسيير وتخطيط جميع القرارات المالية، حيث يمثل مجموعة العلاقات بين مختلف الوحدات في مجال نشاط والأهداف الاستراتيجية للمؤسسة بإتباع القواعد اللازمة لتنظيم العمل وتحديد المسؤوليات والمهام داخل المؤسسة، لضمان التوازن بين المسؤوليات واحترام الصلاحيات وعدم التداخل فيما بينها.

### ثانيا: مؤسسة ميناء تنس بالشلف

تعتبر مؤسسة ميناء تنس ذات طابع عمومي اقتصادي EPE وذات أسهم حيث يبلغ رأس مالها 500 مليون دينار جزائري يمتلكها مجمع الخدمات المينائية وهي متواجدة بمدينة تنس ولاية شلف، وهذه المؤسسة تعمل على تغطية أنشطة التسيير والاستغلال والتطوير لممتلكات الميناء بالإضافة لمساعدة السفن في عملية الملاحة والقطر والارساء والشحن وانزال السلع، هذا وتستخدم مؤسسة ميناء تنس مزيج من الأموال الخاصة والديون والذي

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

تحصلت عليه بعد دراسة جدوى لكل مصدر تمويلي حتى يساهم في خفض التكاليف ورفع القيمة السوقية لها حتى لا تتضارب مختلف المصالح فيها، والديون بالمؤسسة تساهم في تخفيض تكلفة الوكالة والافلاس.

### الجدول رقم 4-7: بطاقة تعريفية لمؤسسة ميناء تنس

الاسم	مؤسسة ميناء تنس
رأس المال الاجتماعي	5000000000 دج
المساحة	هكتار
الشكل القانوني	SPA
المقر	تنس (شلف)
النظام	EPE مساهمة

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على وثائق مقدمة من المؤسسة.

### ثالثا: مؤسسة اسمنت شلف ECDE

أنشأت مؤسسة اسمنت شلف ومشتقاته بالشلف بموجب المرسوم التنفيذي 82-325 المؤرخ في 1982/10/30 بعد اعادة هيكلة شركة الوطنية لمواد البناء، تتواجد بحي الحمادية طريق وهران الشلف، كما أنها تحصلت على شهادة الايزو 9001 اصدار 2000 سنة 2003 من طرف Afaq Acert لتعيد تجديدها بعد تقييم سنة 2009 وتم تمديدها لثلاث سنوات أخرى، والدراسات الأولى لإنشاء المؤسسة كانت سنة 1967 ولم تتم الموافقة عليها حتى سنة 1975 حيث انجزتها 3 شركات يابانية.

بدأ الانجاز سنة 1987 ثم توقف بعد زلزال 1980 وتمت المواصلة في انجازها سنة 1981 تحت مسمى المؤسسة الوطنية لمواد البناء ليتم بعدها تغيير اسمها إلى مؤسسة اسمنت شلف (أحمد، 2021، صفحة 222).

إذ أن السياسة المالية للمؤسسة تجعلها تعتمد مزيج من الموارد المالية الداخلية والخارجية لكنه يتكون بالدرجة الكبرى من الأموال الخاصة التي تفوق 80% في غالب الأحيان مما يدل على أن مؤسسة اسمنت شلف قراراتها المالية جيدة وهي تحسن الاستثمار في مجالها.

الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

الجدول رقم 8-4: بطاقة تعريفية لمؤسسة اسمنت شلف

الاسم	اسمنت شلف ECDE
طبيعة العمل	منتجة
رأس المال الاجتماعي	6241000000 دج
عدد العمال	1158 سنة 2018
تاريخ بداية النشاط	1978
الطاقة الانتاجية	2104105 طن سنة 2018
المساحة	40 هكتار
الشكل القانوني	SPA
النظام	EPE مساهمة
الشهادة	ISO9001

المصدر: <http://elmouchir.caci.dz/ecde-entreprise-des-ciments-et-drive-dech-cheliff-1485.html>

### المبحث الثاني: الدراسة الوصفية لتأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية

نحاول من خلال هذا المبحث التوصل إلى أصل العلاقة التي تربط المتغيرين (القيمة الاجمالية والهيكل المالي) من خلال دراسة وتحليل وتفسير المؤشرات الخاصة بهما والمعمول بها في مختلف الدراسات السابقة للتوصل إلى نتائج صحيحة وسليمة تبين الأثر الحقيقي للهيكل المالي ومكوناته ومحدداته وتكلفته على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية لفترة الدراسة (2015-2020)، حيث أننا سوف نعتمد في هذه الدراسة على المؤشرات التالية: المديونية العامة مقاسة بإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، المديونية طويلة أجل مقاسة بالديون طويلة أجل إلى الأموال الخاصة، المديونية قصيرة أجل مقاسة بالديون قصيرة أجل إلى الأموال الخاصة، مؤشر الربحية، مؤشر المردودية المالية، مؤشر المردودية الاقتصادية، مؤشر هيكله الأصول، مؤشر السيولة والقيمة الدفترية (المتغير التابع).

#### المطلب الأول: عرض البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة

بما أن الدراسة التي بين يدينا مالية وتحتوي على مختلف المؤشرات المالية الخاصة بالتحليل المالي من أجل معرفة الهيكل المالي الخاص بالمؤسسات فهذا يعتمد على ميزانيات وجدول حساب النتائج لهذه المؤسسات، لذا سوف نقوم بعرض مختصر للميزانيات المالية الخاصة بالمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة من أجل حساب وتحليل مختلف المؤشرات التي سوف نقوم بحسابها في المطلب القادم وهذا بعد الحصول على كل الميزانيات المالية وجداول حساب النتائج للمؤسسات.

#### أولاً: الميزانية المختصرة للمؤسسات محل الدراسة

سوف نقوم في هذا المطلب بتقديم الميزانيات المختصرة الخاصة بالمؤسسات عينة الدراسة والتي تم الحصول عليها من موقع بورصة الجزائر ومن مصلحة المالية والمحاسبة بالنسبة للمؤسسات محل الدراسة غير مدرجة في البورصة وهذا من أجل حساب مختلف المؤشرات المالية التي تدخل في تقييم هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية وكذا معرفة القيمة الإجمالية للمؤسسات محل الدراسة وكيف تتطور عبر سنوات الدراسة.

الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

1- الميزانية المختصرة لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة أليانس للتأمينات

الجدول رقم 9-4: الميزانية المختصرة لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة أليانس للتأمينات

المفتاح: دينار جزائري						
2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان
<b>جانب الأصول</b>						
6517841133. 22	53111446 92	413387857 6	3323201803. 08	3486421116. 53	2797281567. 93	الأصول الثابتة
<b>56.12</b>	<b>53.56</b>	<b>48.92</b>	<b>40.51</b>	<b>45.37</b>	<b>38.85</b>	نسبة الأصول الثابتة
5095644587. 22	46042156 70	431653894 3	4880092785. 57	4198177268. 31	4402804307. 53	أصول متداولة
<b>43.89</b>	<b>46.44</b>	<b>51.08</b>	<b>59.49</b>	<b>54.63</b>	<b>61.15</b>	نسبة الأصول المتداولة
458634040.1 7	32176832 6	383921182	441848625.1 4	440877609.3 1	272583817.8 5	قيم استغلال
<b>9.00</b>	<b>9.99</b>	<b>8.89</b>	<b>9.05</b>	<b>10.50</b>	<b>6.19</b>	نسبة قيم استغلال
3537578630	31357120 74	275644545 1	2940621227	2837400029	2507569724	قيم قابلة للتحقيق
<b>69.43</b>	<b>68.11</b>	<b>63.86</b>	<b>60.26</b>	<b>67.59</b>	<b>56.95</b>	نسبة ق ق للتحقيق
1099431917	11469352 69	116705598 2	1497672933. 50	919899629.5 1	1622650766	قيم جاهزة
<b>21.56</b>	<b>24.91</b>	<b>27.25</b>	<b>30.69</b>	<b>21.91</b>	<b>36.86</b>	نسبة القيم ج
1161348572 0.44	99153603 62	845041752 0	8203294588. 56	7684598384. 84	7200085578. 45	إجمالي الأصول
<b>جانب الخصوم</b>						
5096135992. 32	43972919 09	342757043 3	3241417617. 04	3085479620. 09	2881705827. 02	أموال دائمة
<b>43.88</b>	<b>44.35</b>	<b>40.56</b>	<b>39.51</b>	<b>40.15</b>	<b>40.02</b>	نسبة أ د
530472098.3 9	48208626 4	385075836	667304269.4 3	801892181.1 3	607456923.7 3	ديون ط أ
<b>4.57</b>	<b>4.86</b>	<b>4.56</b>	<b>8.13</b>	<b>10.44</b>	<b>8.44</b>	نسبة د ط أ
5986877629. 76	50359821 89	463777125 2	4294572702. 17	3797226583. 61	3710923124. 70	ديون ق أ
<b>51.55</b>	<b>50.79</b>	<b>54.88</b>	<b>52.36</b>	<b>49.41</b>	<b>51.54</b>	نسبة د ق أ
1161348572 0.44	99153603 62	845041752 0	8203294588. 65	7684598384. 84	7200085875. 45	اجمالي الخصوم

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة لفترة 2015-2020.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

من خلال الميزانية أعلاه والتي تمثل الميزانيات المالية المختصرة لمؤسسة أليانس للتأمينات للفترة الممتدة من 2015 إلى غاية 2020 نلاحظ أن هناك تزايد ملحوظ في إجمالي أصول المؤسسة عبر كل سنوات الدراسة حيث كانت قد سجلت ارتفاع بفارق 484512509.39 من سنة 2016 عن 2015، لتشهد باقي السنوات ارتفاع لكن سنة 2020 كان الارتفاع واضح حيث كان الفارق بينها وبين سابقتها ب 1698125358.4 وهذا راجع لأزمة كوفيد19 التي أثرت على الاقتصاد الوطني عامة وعلى مؤسسة أليانس للتأمينات خاصة، وعند التفصيل في تركيبة أصول المؤسسة نجد أن الأصول الثابتة للمؤسسة في تزايد مستمر من سنة لأخرى حيث كانت %38.85 سنة 2015 لتصبح سنة 2020 بنسبة %56.21، بينما الأصول المتداولة تشهد تراجع من سنة لأخرى حيث أنها سجلت نسبة %61.05 سنة 2015 لتتراجع سنة 2018 إلى نسبة %51.08 وهذا راجع لانخفاض القيم القابلة للتحقيق حيث انخفضت هذه الأخيرة بفارق %6.91، لتتواصل الأصول المتداولة في الانخفاض حيث سجلت نسبة %46.44 سنة 2019 بينما سنة 2020 عرفت تراجع كبير بتسجيلها نسبة %43.89 وهذا راجع لاعتماد المؤسسة على الأصول الثابتة أكثر وكذا انخفاض القيم الجاهزة لنفس السنة حيث سجلت نسبة %21.56 بعدما كانت قد سجلت نسبة %36.86 سنة 2015 و%24.91 سنة 2018 وهذا راجع للكساد الذي شهدته الدولة بسبب جائحة كورونا.

أما فيما يخص جانب خصوم مؤسسة أليانس للتأمينات فنلاحظ أن الأموال الخاصة في المؤسسة تتراوح في متوسط الفترة الدراسية بين %39 و %44 وأكبر نسبة سجلتها كانت سنة 2019 ب %44.35 من إجمالي الخصوم، بينما الديون طويلة أجل تراجمت من %8 و %10 خلال سنوات 2015، 2016 و 2017 لتسجل نسب محصورة بين %4.56 و %4.86 في السنوات الأخيرة واعتمدت أكثر على الديون قصيرة أجل التي تراوحت نسبتها طيلة فترة الدراسة في حدود %50 حتى %54 بأكبر نسبة سنة 2018 والتي سجلت فيها %54.88.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

### 1- الميزانية المختصرة لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي

#### الجدول رقم 10-4: الميزانية المختصرة لمؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي

المفتاح: دينار جزائري						
2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان
<b>جانب الأصول</b>						
7516247428.04	8113770498.88	3632225959.82	8215484510.56	13935894538.57	13204785823.11	أصول ثابتة
<b>72.10</b>	<b>72.88</b>	<b>40.04</b>	<b>70.94</b>	<b>79.77</b>	<b>77.57</b>	نسبة آث
2908660804.54	3019907321.93	5439797549.85	3366106058.68	3533931747.42	3817877404.69	أصول متداولة
<b>27.90</b>	<b>27.12</b>	<b>59.96</b>	<b>29.06</b>	<b>20.23</b>	<b>22.43</b>	نسبة أم
843707391.53	811972983.19	366971326.52	855804667.85	888565129.51	859628228.94	قيم استغلال
<b>29.00</b>	<b>26.88</b>	<b>6.75</b>	<b>25.42</b>	<b>25.14</b>	<b>22.52</b>	نسبة ق!
1264887418.76	1219317031.55	3248333686	1291432041.56	1363163697.87	1351388306.18	قيم ق للتحقيق
<b>43.49</b>	<b>40.38</b>	<b>59.71</b>	<b>38.37</b>	<b>38.57</b>	<b>35.40</b>	النسبة
800065994.25	988617307.19	1824492447	1218869349.27	1282202920.04	1606860869.57	قيم جاهزة
<b>27.51</b>	<b>32.74</b>	<b>33.54</b>	<b>36.21</b>	<b>36.29</b>	<b>42.08</b>	نسبة ق ج
10424908232.58	11133677820.93	9072023419.66	11581590569.24	17469826285.99	17022663227.80	إجمالي الأصول
<b>جانب الخصوم</b>						
4081270124.52	4853429113.39	4960025012.3	4886083348.00	4601165896.12	4603745255.09	أموال دائمة
<b>39.21</b>	<b>43.59</b>	<b>43.65</b>	<b>42.19</b>	<b>39.22</b>	<b>38.29</b>	نسبة أد
5193918489.91	5175300016.89	4923408770.66	5305532225.44	5646366752.81	6114121846.37	ديون ط أ
<b>49.82</b>	<b>46.48</b>	<b>43.33</b>	<b>45.81</b>	<b>48.13</b>	<b>50.85</b>	نسبة د ط أ
1143719618.15	1104948690.53	1479236477.36	1389974995.80	1483055888.62	1304897770.76	ديون ق أجل
<b>10.97</b>	<b>9.93</b>	<b>9.93</b>	<b>12.00</b>	<b>12.65</b>	<b>10.86</b>	نسبة د ق أ
10424908232.58	11133677820.81	11362669460.32	11581590569.24	11730588537.55	12022764872.22	اجمالي الخصوم

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة لفترة 2015-2020.

من خلال الميزانية أعلاه والتي تمثل الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة التسيير الفندقي والسياحي (سلسلة الاوراسي) لفترة تمتد من سنة 2015 إلى غاية سنة 2020 وهي آخر سنة توفرت فيها المعلومات المالية عبر الموقع الرسمي للبورصة، نلاحظ أن مؤسسة التسيير الفندقي والسياحي تعتمد في جانب أصولها على الأصول الدائمة أكثر من الأصول المتداولة حيث نلاحظ أن السنوات الثلاثة الأولى تراوحت نسبة الأصول الثابتة بين

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

70% حتى 79% لتراجع وبشكل مفاجئ سنة 2018 حيث سجلت نسبة 40.04% وهذا راجع لارتفاع القيم القابلة للتحقيق في الأصول المتداولة حيث ارتفعت من 38.37% سنة 2017 إلى 59.71% سنة 2018 لتعود أصول المؤسسة للتوازن في السنتين الأخيرتين بقيمة 72% من اجمالي الأصول.

أما فيما يخص جانب خصوم مؤسسة التسيير الفندقية والسياحية (سلسلة الاوراسي) نلاحظ أن نسبة الأموال الدائمة تتراوح بين 36% إلى 43% حيث سجلت أقل نسبة سنة 2015 وأعلى نسبة سنة 2018 وهذا راجع لاستخدامها في تمويل الأصول الثابتة بالإضافة طبعا للديون طويلة أجل التي تعتمد عليها المؤسسة أكثر من الديون قصيرة أجل، حيث أن نسبة الديون طويلة أجل سجلت أعلى نسبة لها سنة 2015 بـ 50.85% بينما أقل نسبة كانت 6.85% سنة 2018، وفي سنة 2018 و2019 نسبة الديون قصيرة أجل سجلت أدنى نسبة لها بـ 9.93% بسبب الزيادة الملحوظة في الأصول المتداولة لنفس السنة وهذا راجع لطبيعة النشاط الاستثماري للمؤسسة.

الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

2- الميزانية المختصرة لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة صيدال

الجدول رقم 11-4: الميزانية المختصرة لمؤسسة صيدال

المفتاح: دينار جزائري						
2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان
<b>جانب الأصول</b>						
2580297 5942.60	2677320767 9.36	24830612573.08	3395935446 5.81	50133915242. 06	351579149 48.13	أصول ثابتة
<b>63.42</b>	<b>66.21</b>	<b>62.74</b>	<b>70.28</b>	<b>72.96</b>	<b>61.75</b>	نسبة آث
1484857 3533.83	1366097119 7.91	14743731388.84	1435959012 4.42	18580393395. 99	217810920 08.80	أصول متداولة
<b>36.58</b>	<b>33.79</b>	<b>37.26</b>	<b>29.72</b>	<b>27.04</b>	<b>38.25</b>	نسبة أم
8550453 532.15	6887530621. 19	6288271952.21	4883145010. 78	6358574088.9 7	545025141 2.46	قيم الاستغلال
<b>57.58</b>	<b>42.65</b>	<b>42.66</b>	<b>34.01</b>	<b>34.22</b>	<b>25.02</b>	نسبة ق استغلال
3493954 533	4636629176	5609703174	4718992327. 50	6988983361.4 2	724136040 7.73	قيم قابلة للتحقيق
<b>23.53</b>	<b>23.58</b>	<b>38.04</b>	<b>32.86</b>	<b>37.61</b>	<b>33.25</b>	نسبة ق ق للتحقيق
2804166 311.50	1919711369	2845756254.52	4757452786. 10	5232835945.6	908948018 8.61	قيم جاهزة
<b>39.89</b>	<b>14.05</b>	<b>19.30</b>	<b>33.13</b>	<b>28.17</b>	<b>41.73</b>	نسبة ق
4068755 0476.43	4043417887 7.27	39574343961.92	4831894459 0.23	68714308638. 05	569390069 56.93	إجمالي الأصول
<b>جانب الخصوم</b>						
2223455 4786.95	2177627841 6.42	19796410396.58	2793183105 7.74	27464009197. 27	204659345 77.15	أموال دائمة
<b>54.65</b>	<b>53.86</b>	<b>50.02</b>	<b>57.81</b>	<b>59.20</b>	<b>58.61</b>	نسبة أد
1205497 7890.45	1246471075 7.10	12971323611.56	1331869761 2.35	11397228495. 69	777381949 3.64	ديون ط أ
<b>29.63</b>	<b>30.83</b>	<b>32.78</b>	<b>27.56</b>	<b>24.57</b>	<b>22.26</b>	نسبة د ط أ
6398017 799.03	6193189703. 75	6806609953.78	7068715920. 14	7529298964.4 5	668214674 9.89	ديون ق أجل
<b>15.72</b>	<b>15.31</b>	<b>17.20</b>	<b>14.63</b>	<b>16.23</b>	<b>19.13</b>	نسبة د ق أ
4068755 0476.43	4043417887 7.27	39574343961.92	4831894459 0.23	46390536657. 41	349219008 20.68	اجمالي الخصوم

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة لفترة 2015-2020.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

من خلال الجدول أعلاه والذي يمثل الميزانية المالية لمؤسسة صيدال لفترة 2015-2020، نلاحظ أن مؤسسة صيدال لها هيكل أصول متوازنة إذ تتراوح نسبة الأصول الثابتة ما بين 61% إلى 72% مسجلة أعلى نسبة سنة 2016 وأقل نسبة سنة 2015 لتبقى أصول الثابتة للمؤسسة على نفس النسبة في فترة جائحة كورونا حيث سجلت 26773207679.36 سنة 2019 بينما سنة 2020 سجلت 25802975942.60 بينما الأصول المتداولة تراوحت نسبتها بين 27% و38% مسجلة قيمة 14848573533.83 بفارق 1187602335.92 عن سنة 2019 وهذا راجع للزيادة التي شهدتها قيم الاستغلال التي كانت 42.56% لتصبح 57.58% سنة 2020.

### بينما هيكله الخصوم في مؤسسة صيدال جاءت كما يلي:

الأموال الخاصة تراوحت نسبتها حيث أن أعلى نسبة كانت سنة 2016 التي مثلت 59.20% من اجمالي الخصوم، وأدنى نسبة كانت سنة 2018 بـ 50.02%، لتسجل قيم مناسبة لعملياتها الاستثمارية والاستغلالية من الديون طويلة أجل حيث تراوحت نسبتها من 22% إلى 32% وهي أكبر من الديون قصيرة أجل وهذا من أجل تمويل الأصول الثابتة التي سجلت أكبر نسبة سنة 2018.

بالإضافة إلى ثالث مصدر تمويل بالمؤسسة وهي نسبة الديون قصيرة أجل التي تراوحت من 15% إلى 19%، وهذا يعني أن المؤسسة بعيدة نوعا ما عن الهيكل المالي الأمثل مع العلم أنها تتميز باستقلالية مالية واضحة.

الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

3- الميزانية المختصرة لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية

الجدول رقم 12-4: الميزانية المختصرة لمؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية

المفتاح: دينار جزائري						
2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان
<b>جانب الأصول</b>						
1307800000 0	8961000000	6600000000	4660703785	4273296804	2961538929	أصول ثابتة
<b>17.59</b>	<b>13.43</b>	<b>11.92</b>	<b>9.59</b>	<b>10.62</b>	<b>21.70</b>	نسبة آت
6125900000 0	5773800000	4878600000	4393210689	3598188446	10683940512	أصول متداولة
<b>82.41</b>	<b>86.57</b>	<b>88.08</b>	<b>90.41</b>	<b>89.38</b>	<b>78.30</b>	نسبة أم
2362000000 0	2443800000	2118700000	1764254404	1356590164	1835698807	قيم استغلال
<b>38.56</b>	<b>42.33</b>	<b>43.45</b>	<b>40.16</b>	<b>37.70</b>	<b>17.18</b>	نسبة ق 1
3106900000 0	2921500000	2441700000	2038104010	1687047410	8145889796	قيم قابلة للتحقيق
<b>50.72</b>	<b>50.60</b>	<b>50.07</b>	<b>47.76</b>	<b>46.89</b>	<b>76.24</b>	ن ق ق للتحقيق
6570000000	4086000000	3135000000	5308521920	5545508240	702351910	قيم جاهزة
<b>10.72</b>	<b>7.07</b>	<b>6.48</b>	<b>12.08</b>	<b>15.41</b>	<b>6.58</b>	ن ق جاهزة
7433600000 0	6670000000	5538700000	4859281068	4025518126	13645479442	إجمالي الأصول
<b>جانب الخصوم</b>						
4041600000 0	3773700000	3306900000	2811138725	2329775758	10130910248	أموال دائمة
<b>54.37</b>	<b>56.58</b>	<b>59.71</b>	<b>57.85</b>	<b>57.88</b>	<b>74.24</b>	نسبة أد
4238000000	4154000000	5460000000	537816436	709250030	264177035	ديون ط أ
<b>5.70</b>	<b>6.23</b>	<b>0.99</b>	<b>1.11</b>	<b>1.76</b>	<b>1.94</b>	ن د طويلة أجل
2968300000 0	2480900000	2177200000	1994360699	1624817364	3250392158	ديون ق أجل
<b>39.93</b>	<b>37.19</b>	<b>39.30</b>	<b>41.04</b>	<b>40.36</b>	<b>23.82</b>	ن د ق أ
7433600000 0	6670000000	5538700000	4859281068	4025518126	13645479442	اجمالي الخصوم

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة لفترة 2015-2020.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

من خلال الجدول أعلاه الذي يمثل الميزانيات المالية لمؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية للفترة الممتدة من 2015 إلى 2020، نلاحظ أن هيكل أصول المؤسسة تتكون من نسب متفاوتة من الأصول الثابتة والأصول المتداولة، حيث أن المؤسسة تعتمد على الأصول المتداولة أكثر من الأصول الثابتة حيث تراوحت نسبة الأصول المتداولة بين 78% إلى 90%.

بينما الأصول الثابتة تراوحت نسبتها بين 9% إلى 21% وهذا بسبب مجال عمل المؤسسة، في حين أن جانب خصومها تكون من أموال دائمة بنسبة كبرى حيث بلغت أكبر نسبة لها سنة 74% سنة 2015 لتشهد تراجع في باقي السنوات حيث سجلت 54% سنة 2020 بسبب جائحة كورونا ومخلفاتها على الاقتصاد الوطني والعالمي، بالإضافة للديون طويلة أجل التي تكاد تنعدم بالمؤسسة حيث تتراوح نسبتها بين 0.99% إلى 1 في 2015 حتى 2019، لتشهد سنة 2020 ارتفاع محسوس وصل إلى 5.70% بسبب زيادة الأصول الثابتة في هذه السنة حيث وصلت 17.59% بينما كانت قد سجلت 13.43% في السنة السابقة.

الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

4- الميزانية المختصرة لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة باتيميتال هياكل غرب

الجدول رقم 13-4: الميزانية المختصرة لمؤسسة باتيميتال هياكل غرب

المفتاح: دينار جزائري						
البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>جانب الأصول</b>						
أصول ثابتة	3868745821.93	4017007306.35	8433699039.52	8444639193.39	7150291395.54	7040271289.64
<b>نسبة أ ث</b>	<b>55.43</b>	<b>49.68</b>	<b>70.74</b>	<b>69.50</b>	<b>64.19</b>	<b>63.39</b>
أصول متداولة	3111281225.49	4068817914.69	3487987904.57	3706395866.39	3988345165.11	4066592271.11
<b>نسبة أ م</b>	<b>44.75</b>	<b>50.32</b>	<b>29.26</b>	<b>30.50</b>	<b>35.81</b>	<b>36.61</b>
قيم الاستغلال	601517614.18	756659278.83	656363237.10	814345163.68	892765197.14	882377920.12
<b>نسبة ق إ</b>	<b>19.33</b>	<b>18.84</b>	<b>18.82</b>	<b>21.97</b>	<b>22.38</b>	<b>21.70</b>
قيم قابلة للتحقيق	2280497007	3019829186.8	2399375871	2428524409.19	2926751333	2919751222
<b>ن ق ق للتحقيق</b>	<b>73.30</b>	<b>74.22</b>	<b>68.79</b>	<b>65.52</b>	<b>73.38</b>	<b>71.80</b>
قيم جاهزة	219266706.28	292329449.04	432248796.18	463526293.52	168828635.04	157726359.05
<b>ن ق ج</b>	<b>7.37</b>	<b>7.18</b>	<b>12.39</b>	<b>12.51</b>	<b>4.24</b>	<b>8.41</b>
إجمالي الأصول	6980027047.42	8085825221.04	11921686944.09	42151035059.78	11138636560.65	11106863560.75
<b>جانب الخصوم</b>						
أموال دائمة	1227387210.76	1425297342.15	5862162272.49	5988564104.39	6089755858.82	6057694283.39
<b>ن أ د</b>	<b>20.97</b>	<b>20.72</b>	<b>55.14</b>	<b>55.58</b>	<b>54.67</b>	<b>54.54</b>
ديون ط أ	3124674454.85	3211204505.31	3130236995.50	3229392579.03	3256711253.77	3363009923
<b>ن د ط أ</b>	<b>53.38</b>	<b>46.68</b>	<b>29.44</b>	<b>29.97</b>	<b>29.24</b>	<b>30.28</b>
ديون ق أجل	1501174795.77	2243352881.42	1638813226.06	1556633284.36	1792469448.06	1686159354.08
<b>ن د ق أ</b>	<b>25.65</b>	<b>32.6</b>	<b>15.42</b>	<b>14.45</b>	<b>16.09</b>	<b>15.18</b>
اجمالي الخصوم	5853236461.38	6879854728.88	10631212494.05	10774589967.78	11138636560.65	11106863560.75

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة لفترة 2015-2020.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

من خلال الجدول أعلاه يتبين لنا أن مؤسسة باتيميتال هيكل غرب تستخدم هيكله أصول تحتوي على أصول ثابتة أكبر من الأصول المتداولة حيث تراوحت نسبة الأصول الثابتة ما بين 49.68% إلى غاية 70.75% بينما بلغت نسب الأصول المتداولة أعلى نسبة سنة 2016 حيث سجلت 50.32% وأدنى نسبة سنة 2017 بـ 29.26%.

بينما جانب الخصوم للمؤسسة تستحوذ فيه الديون طويلة أجل خاصة في سنتي 2015 و2016 بنسب 53.38% و46.68% على التوالي بينما الديون قصيرة أجل والأموال الخاصة تراوحت ما بين 20% و32% في نفس السنتين لتتغير وضعية الهيكل المالي للمؤسسة في باقي سنوات الدراسة حيث أنها أصبحت تعتمد أكثر على الأموال الخاصة بنسب متفاوتة تفوق في غالب الأحيان الـ 50% تليها مباشرة الديون طويلة أجل ثم الديون قصيرة أجل التي تراجعت إلى ما دون الـ 16% بعد أن كانت قد سجلت نسبة 32.60% سنة 2016.

الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

5- الميزانية المختصرة لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة ميناء تنس

الجدول رقم 14-4: الميزانية المختصرة لمؤسسة ميناء تنس

المفتاح: دينار جزائري						
2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان
<b>جانب الأصول</b>						
2478935016.01	2981848303.29	2910913426.23	2174490851.46	2440208854.96	2169929631.08	أصول ثابتة
<b>82.90</b>	<b>90.14</b>	<b>83.11</b>	<b>73.73</b>	<b>76.70</b>	<b>75.75</b>	ن أ ث
511353959.80	326127548.26	591580082.96	774786621.35	741085111.58	859916565.24	أصول متداولة
<b>17.10</b>	<b>9.86</b>	<b>16.89</b>	<b>26.27</b>	<b>23.30</b>	<b>24.25</b>	ن أ م
107510434.16	127164859.51	129297945.56	115828513.76	98597344.24	92517002.38	قيم استغلال
<b>21.02</b>	<b>33.92</b>	<b>21.86</b>	<b>14.95</b>	<b>13.30</b>	<b>10.43</b>	ن ق ا
70458535.84	67480438.64	97883127.34	89134578.45	209481203.23	250240041.16	قيم قابلة للتحقيق
<b>13.79</b>	<b>25.76</b>	<b>16.54</b>	<b>11.50</b>	<b>28.27</b>	<b>28.24</b>	ن ق ق للتحقيق
333384989.80	131482250.11	364399010.06	569823529.14	433006564.11	543502139.40	قيم جاهزة
<b>65.19</b>	<b>40.32</b>	<b>61.60</b>	<b>73.55</b>	<b>58.43</b>	<b>61.33</b>	ن ق ج
<b>جانب الخصوم</b>						
1295825583.24	1508647730.24	1856807506.54	1971889670.44	2164458793.05	2039361231.92	أموال دائمة
<b>43.33</b>	<b>45.61</b>	<b>53.01</b>	<b>66.86</b>	<b>68.04</b>	<b>67.31</b>	ن أ د
1419550890.51	1518870266.65	1253475890.92	818848646.33	707152128.63	675876144.90	ديون ط أ
<b>47.47</b>	<b>45.92</b>	<b>35.79</b>	<b>27.76</b>	<b>22.23</b>	<b>22.31</b>	ن د ط أ
274912502.06	280457854.66	392210411.73	158539156.04	309683044.86	314608819.50	ديون ق أجل
<b>9.20</b>	<b>8.47</b>	<b>11.20</b>	<b>5.38</b>	<b>9.73</b>	<b>10.38</b>	ن د ق أ
2990288975.81	3307975851.55	3502493509.19	2949277472.81	3181293966.54	3029846192.32	اجمالي الخصوم

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة لفترة 2015-2020.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

يتضح لنا من خلال الميزانية المختصرة لمؤسسة ميناء تنس الموضحة في الجدول أعلاه يتبين لنا أن مؤسسة ميناء تنس تستخدم هيكله أصول تحتوي على أصول ثابتة أكبر من الأصول المتداولة حيث تراوحت نسبة الأصول الثابتة ما بين 73.73% إلى غاية 90.14% بينما بلغت نسب الأصول المتداولة أعلى نسبة سنة 2017 حيث سجلت 26.27% وأدنى نسبة سنة 2020 بـ 17.10% وهذا راجع لنشاط المؤسسة الذي يعتمد على الاستثمار الطويل أجل.

بينما جانب الخصوم للمؤسسة تستحوذ فيه الأموال الخاصة على هيكلها المالي حيث أنها سجلت نسب مرتفعة تراوحت ما بين 43.33% و 68.04% لفترة الدراسة حيث أن هذه النسب كانت مرتفعة لفترة 2015-2017 ثم بدأت بالتراجع للفترة الباقية للدراسة، لتصبح المؤسسة تعتمد على الديون طويلة أجل التي كانت نسبها تتراوح ما بين 22.23% و 27.76% للفترة الأولى لتصبح في سنة 2018 35.79% وأعلى نسبة سنة 2020 أي فترة الأزمة أين تراجعت مبيعات المؤسسة ما أدى لتراجع الأموال الخاصة للمؤسسة، لتبقى الديون قصيرة أجل آخر مصدر تمويلي للمؤسسة بنسب ضئيلة تراوحت ما بين 5% و 10%.

الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

6- الميزانية المختصرة لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة اسمنت شلف

الجدول رقم 15-4: الميزانية المختصرة لمؤسسة اسمنت شلف

المفتاح: دينار جزائري						
2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان
<b>جانب الأصول</b>						
66451127 000	590202060 00	56915399306.51	53064097404. 13	50873420878.32	33039064 155.87	أصول ثابتة
<b>83.24</b>	<b>79.62</b>	<b>76.60</b>	<b>77.05</b>	<b>81.68</b>	<b>61.31</b>	ن أ ث
13378248 000	151081940 00	17389690954.45	15805293743. 73	11413230547.28	20845856 820.05	أصول متداولة
<b>16.76</b>	<b>20.38</b>	<b>23.40</b>	<b>22.95</b>	<b>18.32</b>	<b>38.69</b>	ن أ م
29271610 00	239383800 0	2866223617.24	2467621235.0 1	2293700649.19	19842891 55.02	قيم استغلال
<b>21.88</b>	<b>15.84</b>	<b>16.48</b>	<b>15.62</b>	<b>20.10</b>	<b>9.52</b>	ن ق ا
36730750 00	390827000 0	4090045665.4	4544208366.4	5183726568.2	58411549 95.6	قيم قابلة للتحقيق
<b>27.46</b>	<b>25.87</b>	<b>23.52</b>	<b>28.75</b>	<b>45.42</b>	<b>28.02</b>	ن ق ق للتحقيق
67780120 00	880608600 0	10433421671.85	8793464142.2 8	3935803329.92	13020412 669.46	قيم جاهزة
<b>50.66</b>	<b>58.29</b>	<b>60.00</b>	<b>55.63</b>	<b>34.48</b>	<b>62.46</b>	ن ق ج
79829375 000	741284000 00	74305090260.96	68869191147. 86	62286651425.60	53884920 975.92	إجمالي الأصول
<b>جانب الخصوم</b>						
66226478 000	640815490 00	58841958217.93	55123944211. 86	50962710404.20	46332589 659.75	أموال دائمة
<b>82.96</b>	<b>86.45</b>	<b>79.19</b>	<b>80.04</b>	<b>81.82</b>	<b>85.98</b>	ن أ د
69448380 00	168093400 0	8568350112.39	7269984146.2 4	2289291766.55	12649835 66.09	ديون ط أ
<b>8.70</b>	<b>2.27</b>	<b>11.53</b>	<b>10.56</b>	<b>3.68</b>	<b>2.35</b>	ن د ط أ
66580590 00	836591700 0	6894781930.64	6475462789.7 6	9034649254.85	62873477 50.08	ديون ق أجل
<b>8.34</b>	<b>11.28</b>	<b>9.28</b>	<b>9.40</b>	<b>14.50</b>	<b>11.67</b>	ن د ق أ
79829375 000	741284000 00	74305090260.96	68869391147. 86	62286651425.60	53884920 975.92	اجمالي الخصوم

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة لفترة 2015-2020.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

يتبين لنا من خلال الميزانية المالية المختصرة الخاصة بمؤسسة اسمنت شلف لفترة 2015-2020 أنها تعتمد بكثر على الأصول الثابتة على حساب الأصول المتداولة حيث أن الأصول الثابتة تراوحت نسبتها ما بين 61.31% إلى 83.24% وأعلى نسبة تعود لسنة 2020 بينما أدنى نسبة فسجلتها سنة 2015 بينما الأصول المتداولة للمؤسسة تراوحت نسبتها بين 16.76% و 23.40% حيث أن أدنى نسبة تعود لسنة 2020 أين تراجع الأصول المتداولة بكثر حيث كانت 15108194000 سنة 2019 لتصبح 13378248000 سنة 2020 أي بفارق 1729946000 بين السنتين الأخيرتين.

بينما جانب الخصوم في مؤسسة اسمنت شلف تميز باعتماد المؤسسة في غالب الأحيان في تمويل استثماراتها وعملياتها بالأموال الخاصة حيث أنها تتميز باستقلالية مالية واضحة لتظهر أن الأموال الخاصة فيها بلغت الـ 86.45% مما يدل على أن رقم أعمال المؤسسة مرتفع وأدنى نسبة لأموال الخاصة كانت سنة 2018 بـ 79.19%، لتأتي الديون قصيرة أجل في المرتبة الثانية بنسب تتراوح بين 8.34% و 14.50% بينما تبقي المؤسسة الديون طويلة أجل كآخر مصدر تمويلي تلجأ له بنسب تقدر بـ 2% في لأغلب السنوات فقط سنتي 2017 و 2018 ارتفع نسبة الديون طويلة أجل لتصل إلى 10 و 11% على التوالي وهذا يعود لتراجع الأموال الخاصة.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

ثانيا: عرض الهيكل المالي والقيمة الإجمالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة

سوف نقوم في هذا الفرع بعرض مبسط لهيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة من أجل دراسة الجانب التطبيقي للموضوع حيث أننا نعمل على توضيح العلاقة بين هيكل التمويل لهذه المؤسسات وأثره على القيمة الإجمالية لها خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2020.

نقوم أولا بتقديم متغيرات الدراسة والرمز المختصر لكل متغير مع العلاقة التي يتم قياسه بها وهذا ما يبينه الجدول أسفله.

الجدول 16-4: رقم متغيرات الدراسة

المتغير	الرمز	العلاقة
المديونية العامة	DTCP	اجمالي الديون/الأموال الخاصة total passif non courants + total passif courant /Toutal1
المديونية طويلة أجل	DLTCP	الديون طويلة أجل/الأموال الخاصة total passif non courants /toutal1
المديونية قصيرة أجل	DATCP	الديون قصيرة أجل/الأموال الخاصة Total passif courant/toutal1
القيمة الاجمالية مثلة بالقيمة الدفترية	PBR	القيمة الدفترية موجودة بالميزانية العامة للمؤسسة
مؤشر الربحية	PR	النتيجة بعد الضريبة/المبيعات Résultat net de l'exercice/ chiffre d'affaire
مؤشر المردودية المالية	RF	النتيجة الصافية/الأموال الخاصة Résultat net de l'exercice/ TOTAL1
مؤشر المردودية الاقتصادية	RE	نتيجة الاستغلال/مجموع الأصول Résultat D'exploitation/ total général actif
هيكل الأصول	CAR	الأصول الثابتة/مجموع الأصول Immobilisations corporelles/ total général actif
مؤشر السيولة	LR	مجموع الأصول المتداولة /مجموع الخصوم المتداولة Total actif courant / total passif courant

المصدر: من اعداد الباحثة.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

### 1- هيكل تمويل مؤسسة أليانس للتأمينات

تمتلك مؤسسة أليانس للتأمينات هيكل تمويل يتكون من أموال خاصة وديون قصيرة وطويلة أجل لذلك سوف نقوم بتقديم عرض مختصر لهيكل تمويلها حسب ما ورد في ميزانيتها المالية.

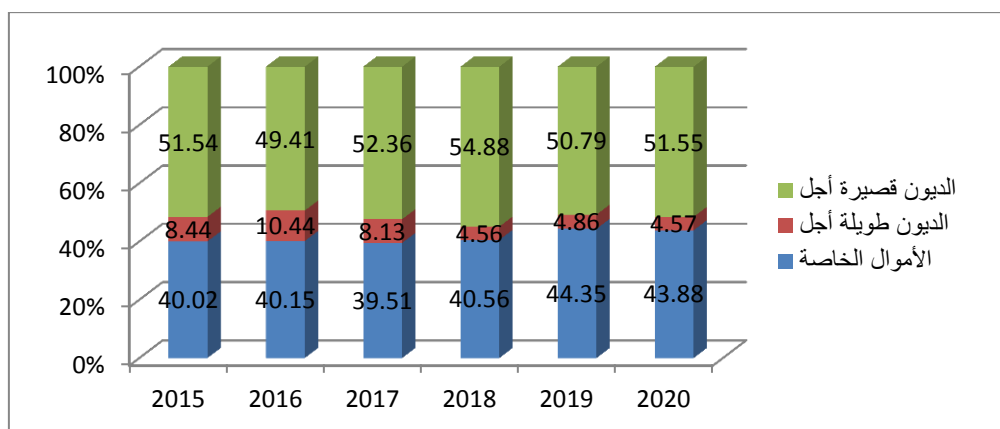
#### الجدول رقم 17-4: تركيبة هيكل تمويل مؤسسة أليانس للتأمينات

المفتاح: دينار جزائري						
البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
الأموال الخاصة	2881705827.02	3085479620.09	3241417617.04	3247570433	4397291909	5096135992.32
نسبة أخ	%40.02	%40.15	%39.51	%40.56	44.35%	%43.88
الديون ط أ	607456923.73	801892181.13	667304269.43	385075836	482086264	530472098.39
نسبة د ط أ	%8.44	%10.44	%8.13	4.56%	%4.86	%4.57
الديون ق أ	3710923124.70	3797226583.61	4294572702.17	4637771252	5035982189	5986877629.76
ن د ق أ	51.54%	49.41%	%52.36	%54.88	%50.79	%51.55
إجمالي الخصوم	7200085875.45	7684598384.84	8203294588.65	8450417520	9915360362	1161348572.04

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المالية للمؤسسة.

يبين الجدول أعلاه هيكل خصوم مؤسسة أليانس للتأمينات حيث يظهر أن المؤسسة تعتمد هيكل تمويل غير أمثل، إذ أنها وفي كل فترة الدراسة الديون تفوق الـ 55% بينما أموالها الخاصة لا تتعدى الـ 45%، حيث أنها اعتمدت بكثرة على الديون على حساب الأموال الخاصة التي كانت أقل بكثير من النسبة المثالية وهي 60%، وسنة 2018 تتميز بأعلى قيمة للديون قصيرة أجل بـ 4637771252 دينار جزائري وأقل نسبة كانت سنة 2016 بـ 49.41% بينما ثاني مصدر تمويلي تعتمد عليه المؤسسة وهو الأموال الخاصة فأعلى قيمة لها كانت سنة 2019 بـ 4397291909 دينار جزائري لتتخفف في سنة 2020 إلى 5096135992.32 بنسبة 43.88%، وآخر مصدر تمويلي تعتمد عليه المؤسسة هو الديون طويلة أجل التي تراوحت نسبتها من 4.56% سنة 2018 إلى 10.44% سنة 2016

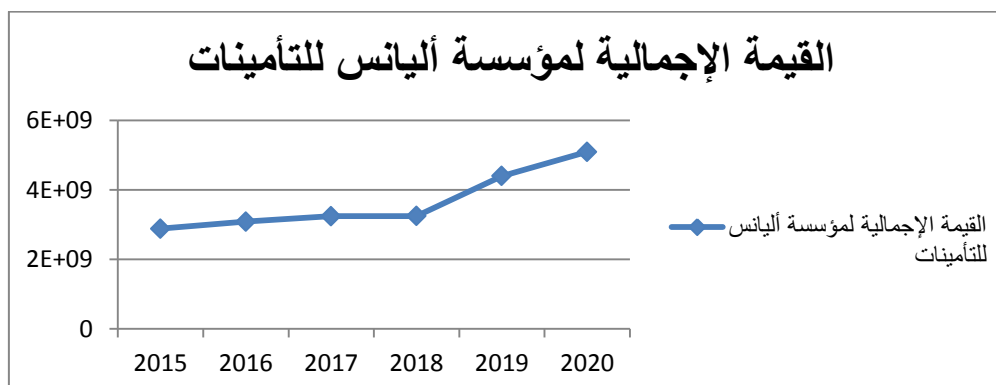
الشكل رقم 1-4: هيكله خصوم مؤسسة أليانس للتأمينات لفترة 2015-2020



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم 19-4.

يبين الشكل أعلاه هيكل خصوم مؤسسة أليانس للتأمينات حيث يظهر أن المؤسسة تعتمد وفي غالب فترة الدراسة على الديون أكثر من الأموال الخاصة حيث أن الديون قصيرة أجل طول فترة الدراسة تنحصر بين 49.41% و 54.88% أما الأموال الخاصة فنلاحظ أنها تنحصر بين 39.51% و 44.35% بينما الديون طويلة أجل تنحصر فقط بين 4.57% و 10.44%، أي أن ترتيب أفضلية مصادر التمويل لدى المؤسسة جاء كما يلي: ديون قصيرة أجل، أموال خاصة ثم ديون طويلة أجل، وهذا يعني أن المؤسسة لا تعتمد هيكل تمويل غير أمثل لأن كثرة الديون قد توقع المؤسسة في فخ عدم المقدرة على السداد مستقبلا وهذا يعرض المساهمين للخسارة الحتمية.

الشكل رقم 2-4: القيمة الإجمالية لمؤسسة أليانس للتأمينات لفترة 2015-2020



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الجدول رقم 19-4.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

يتبين من خلال الشكل أعلاه أن قيمة الإجمالية للمؤسسة في تزايد ملحوظ طيلة فترة الدراسة ما يعني أن الهيكل التمويلي المعتمد فعال ويؤثر على قيمتها الإجمالية بحيث أنه كلما زادت الديون ترتفع القيمة الإجمالية خاصة سنتي 2019 و 2020، أما فترة 2018-2020 فهناك علاقة عكسية بين الديون والقيمة الإجمالية للمؤسسة حيث أنه عندما انخفضت الديون ولو بشكل قليل ارتفعت قيمة المؤسسة بالأخص الديون قصيرة أجل، وهذا دليل على كفاءة المؤسسة في تسيير أصولها وخصومها.

### 2- هيكل تمويل مؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي

تمتلك مؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي هيكل تمويل يتكون من أموال خاصة وديون قصيرة وطويلة أجل لذلك سوف نقوم بتقديم عرض مختصر لهيكل تمويلها حسب ما ورد في ميزانيتها المالية.

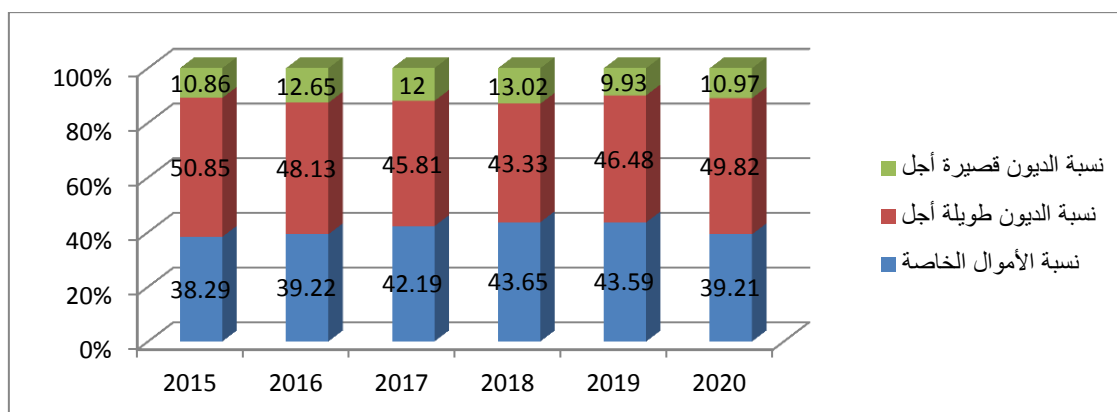
#### الجدول رقم 18-4: تركيبة هيكل تمويل مؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي

المفتاح: دينار جزائري						
البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
الأموال الخاصة	4603745255.09	4601165896.12	4886083348.00	4960025012.30	4853429113.39	4081270124.52
نسبة أخ	38.29	39.22	42.19	43.65	43.59	39.21
الديون ط أ	6114121846.37	5646366752.81	5305532225.44	4923408770.66	5175300016.89	5193918489.91
ن د ط أ	50.85	48.13	45.81	43.33	46.48	49.82
الديون ق أ	1304897770.76	1483055888.62	1389974995.80	1479235677.36	1104948690.53	1143719618.15
ن د ق أ	10.86	12.65	12.00	13.02	9.93	10.97
إجمالي الخصوم	1202276487.22	11730588537.55	11581590569.24	11362669460.32	11133677820.81	1042490823.258

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسة.

يتبين من خلال الجدول أعلاه هيكله خصوم مؤسسة التسيير الفندقي والسياحي (سلسلة الاوراسي) لفترة 2015-2020 حيث أن المؤسسة تعتمد هيكل تمويل غير أمثل إذ نلاحظ أن أموالها الخاصة تتراوح ما بين 36% و 43% وهذا أقل من النسبة المثلى للهيكل المالي التي تم اقتراحها سابقا وهي 60% بينما ديونها تفوق الـ 60% في غالب سنوات الدراسة مما قد يوقع مؤسسة التسيير الفندقي والسياحي (سلسلة الاوراسي) في خطر عدم المقدرة على سداد ديونها مستقبلا.

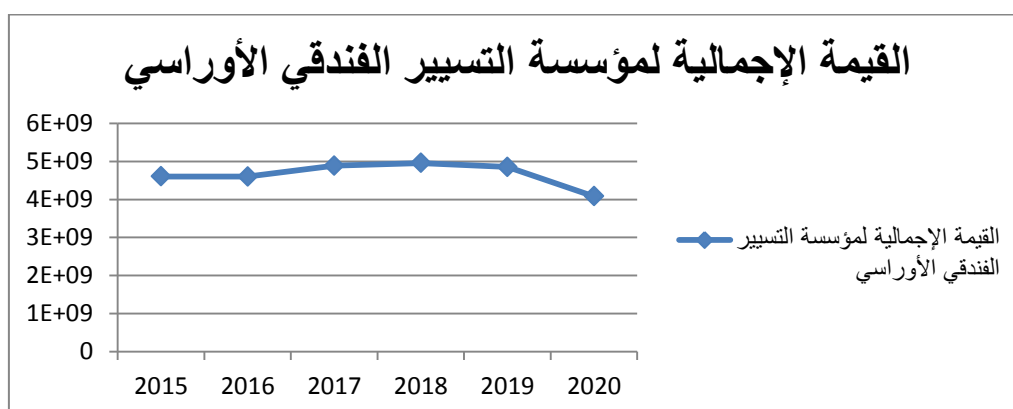
الشكل رقم 3-4: هيكله خصوم مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي لفترة 2015-2020



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم 20-4

يبين الشكل أعلاه هيكل خصوم مؤسسة التسيير الفندقية والسياحي الوراسي لفترة 2015-2020 حيث يتبين أن المؤسسة تعتمد في غالب فترة الدراسة على الديون وبالأخص الديون طويلة أجل حيث سجلت نسبة 50.85% سنة 2015 وهي أعلى نسبة لها لتبدأ بعدها بالانخفاض حتى وصلت إلى 43.59% سنة 2018، بينما ثاني مصدر تمويل للمؤسسة فهو الأموال الخاصة والتي تراوحت بين 38.29% إلى 43.65% طيلة فترة الدراسة، لتتبدل الديون قصيرة أجل قائمة مصادر تمويل المؤسسة بنسب ضئيلة تراوحت بين 9.93% إلى 13.02%.

الشكل رقم 4-4: القيمة الإجمالية لمؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي لفترة 2015-2020



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الجدول رقم 20-4.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الإجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

يبين الشكل أعلاه القيمة الإجمالية للمؤسسة والتي نلاحظ أنها تقريبا ثابتة طيلة فترة الدراسة حيث يوجد فقط تذبذب طفيف في القيمة الإجمالية سنة 2020 أين انخفضت لتصل إلى 4081270124.52 بفارق 772158988.87 عن سنة 2019، وهذا ما يمكننا تفسيره بوجود علاقة عكسية بين الديون الطويلة والقصيرة أجل والقيمة الإجمالية للمؤسسة حيث أنه عندما ترتفع ديون المؤسسة والطويلة والقصيرة أجل فإن القيمة الإجمالية للمؤسسة التسيير الفندقية والسياحية (سلسلة الاوراسي) تسجل انخفاض واضح.

### 3- هيكل تمويل مؤسسة صيدال

تمتلك مؤسسة صيدال هيكل تمويل يتكون من أموال خاصة وديون قصيرة وطويلة أجل لذلك سوف نقوم بتقديم عرض مختصر لهيكل تمويلها حسب ما ورد في ميزانيتها المالية.

#### الجدول رقم 19-4: تركيبة هيكل تمويل مؤسسة صيدال

المفتاح: دينار جزائري						
البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
الأموال الخاصة	20465934577.15	27464009197.27	2793183105.74	1979641039.658	217762784.1642	22234554.78695
ن أ خ	58.61	59.20	57.81	50.02	53.86	54.65
الديون ط أ	7773819493.64	11397228495.69	1331869761.235	1297132361.156	124647107.5710	12054977.89045
نسبة ط ق أ	22.61	24.57	27.56	32.78	30.83	29.63
الديون ق أ	6682146749.89	7529298964.45	7068715920.14	6806609953.78	619318970.375	63980177.9903
ن د ق أ	19.13	16.23	14.63	17.20	15.31	15.72
إجمالي الخصوم	34921900820.68	46390536657.41	4831894459.023	3957434396.192	404341788.7727	40687550.47643

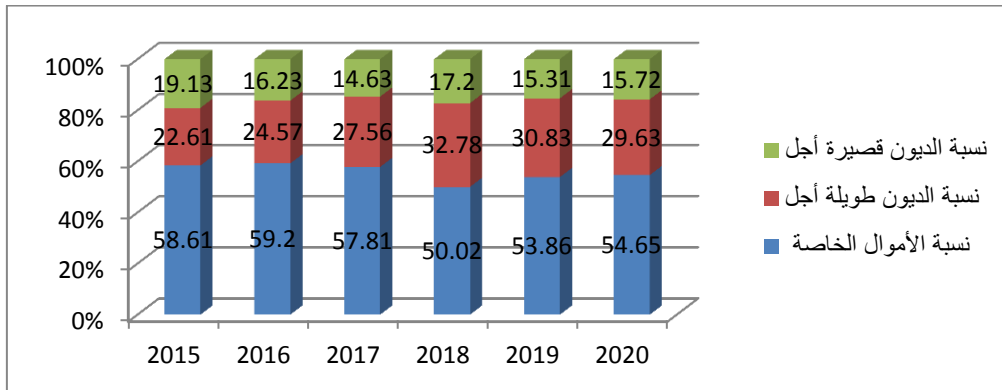
المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسة

يبين الجدول أعلاه هيكل خصوم مؤسسة صيدال لفترة 2015-2020 وما هو ملاحظ أن الأموال الخاصة مرتفعة بالمؤسسة حيث أن سنة 2016 تميزت بأعلى نسبة وهي 59.20% لتخفص بعدها ولكن تبقى في صدارة أفضلية مصادر التمويل أما عن الديون طويلة أجل فهي ثاني مصدر تمويل تلجأ له المؤسسة تراوحت

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

نسبتها ما بين 22.61% و32.78% لتكون الديون قصيرة أجل آخر مصدر تمويل تلجأ له مؤسسة صيدال بنسب تتراوح ما بين 14.63% و17.20% وهذا يجعل هيكل تمويل المؤسسة أمثل.

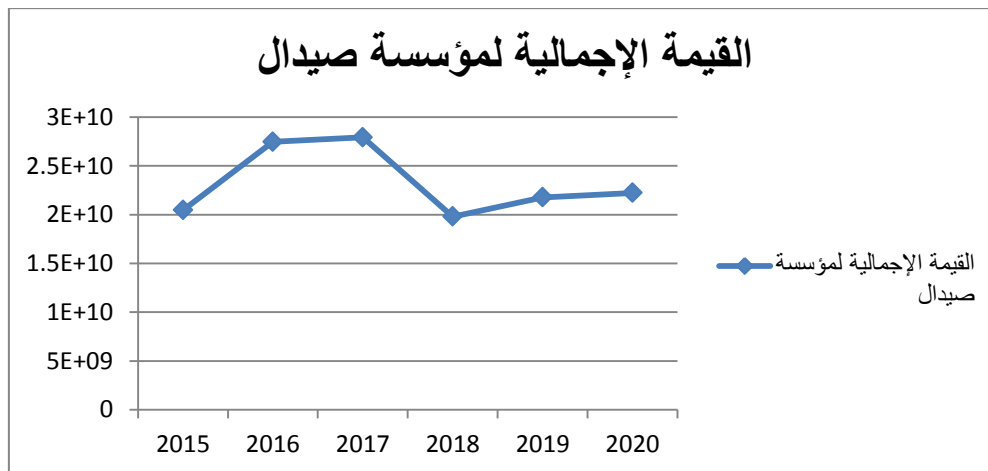
الشكل رقم 5-4: هيكله خصوم مؤسسة صيدال لفترة 2015-2020



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم 21-4

يتبين من خلال الشكل أعلاه والذي يوضح هيكل تمويل مؤسسة صيدال أن المؤسسة في فترة 2015-2020 تعتمد على هيكل تمويل قريب من الأمثل حيث أنها وطيلة فترة الدراسة أموالها الخاصة تفوق الديون لكن بنسبة أقل من المثلى وهي 60% وهناك نسبة ديون تقدر ب حوالي 40%، أي أن المؤسسة أفضلية مصادر التمويل لديها هي: أموال خاصة، ديون طويلة أجل وأخيرا ديون قصيرة أجل.

الشكل رقم 6-4: القيمة الإجمالية لمؤسسة صيدال لفترة 2015-2020



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الجدول رقم 21-4.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الإجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

يبين الشكل أعلاه القيمة الإجمالية لمؤسسة صيدال لفترة 2015-2020 حيث نلاحظ أن هيكل تمويل المؤسسة أثر ايجابا قيمة المؤسسة في فترة 2015 إلى 2017 حيث ارتفعت القيمة الإجمالية بينما سنة 2018 والتي كانت الديون فيها بنسبة 49.98% انخفضت القيمة الإجمالية لتصل إلى 19796410396.58 بفارق 8135420661.16 عن سنة 2017 ثم عادت لتشهد ارتفاع ملحوظ سنتي 2019 و2020 بسبب ارتفاع الأموال الخاصة في هيكل التمويل الخاص بالمؤسسة مما يعني أن القيمة الإجمالية لمؤسسة صيدال تتأثر بتغيرات هيكل تمويلها.

### 4- هيكل تمويل مؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية

تمتلك مؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية هيكل تمويل يتكون من أموال خاصة وديون قصيرة وطويلة أجل لذلك سوف نقوم بتقديم عرض مختصر لهيكل تمويلها حسب ما ورد في ميزانياتها المالية.

#### الجدول رقم 20-4: تركيبة هيكل تمويل مؤسسة بيو فارم

المفتاح: دينار جزائري						
البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
أموال الخاصة	1013091024	232977575	281113872	3306900000	3773700000	4041600000
نسبة أخ	74.24	57.88	57.85	59.71	56.58	54.37
ديون ط أ	264177035	709250030	537816436	546000000	4154000000	4238000000
ن د ط أ	1.94	1.76	1.11	0.99	6.23	5.70
ديون ق أجل	3250392158	162481736	199436069	2177200000	2480900000	2968300000
ن د ق أ	23.82	40.36	41.04	39.30	37.19	39.93
اجمالي الخصوم	1364547944	402551812	485928106	5538700000	6670000000	7433600000
	2	66	80	0	0	00

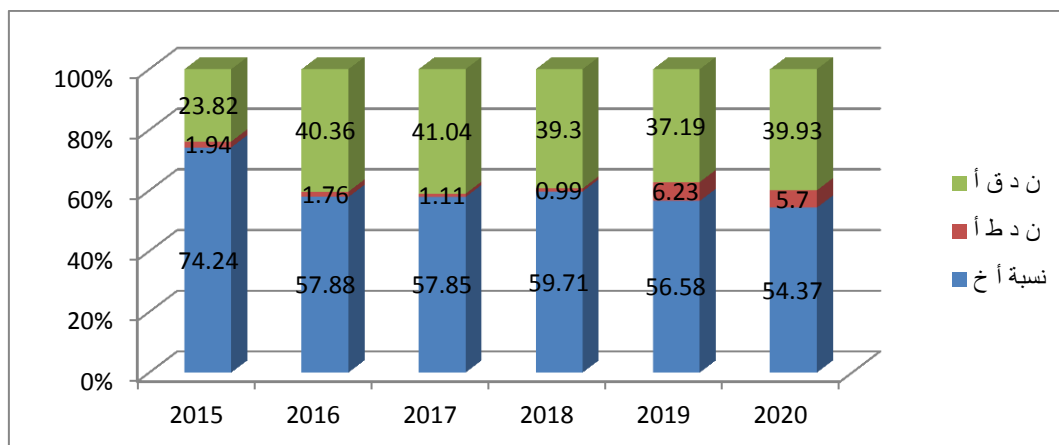
المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسة .

يبين الجدول أعلاه هيكل خصوم مؤسسة بيو فارم لفترة 2015-2020 حيث يتبين أن المؤسسة تعتمد في هيكل تمويلها على الأموال الخاصة كأكثر مصدر تمويل حيث أن أعلى قيمة سجلتها هي 10130910248 وهذا ما يمثل نسبة 74.24% من الهيكل التمويلي وبدأت بالانخفاض في باقي سنوات الدراسة حيث أنها لم تتجاوز نسبة الـ 60% بآخر نسبة سنة 2020 متأثرة بكوفيد19، لتأتي الديون قصيرة أجل كثاني مصدر تمويل

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

تعتمد عليه المؤسسة حيث تراوحت نسبتها بين 23.82% و41.04%، بينما آخر مصدر تمويل تعتمد عليه مؤسسة بيو فارم هو الديون طويلة أجل بنسبة تراوحت من 0.99% إلى 6.23% وازدادت نسبتها فقط سنني 2019 و2020 بسبب مخلفات أزمة كوفيد19 واحتياج المؤسسة تمويل أكثر.

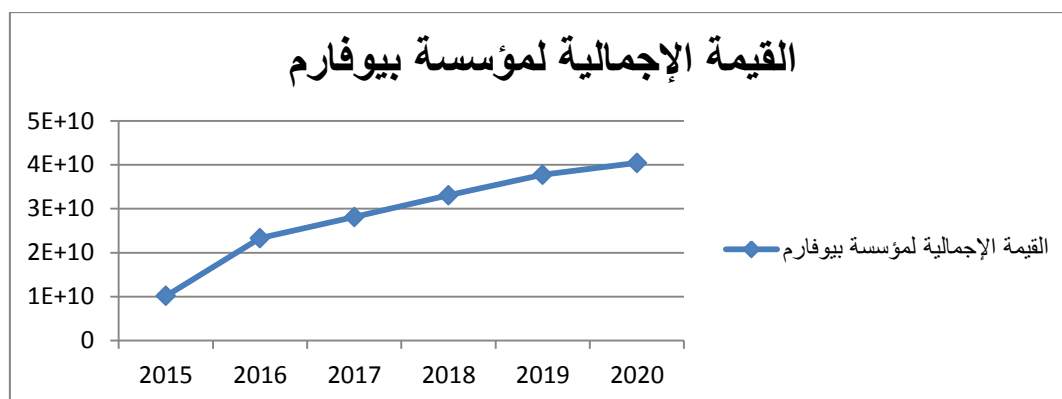
الشكل رقم 7-4: هيكله خصوم مؤسسة بيو فارم لفترة 2015-2020



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم 21-4.

الشكل أعلاه يبين هيكله خصوم مؤسسة بيو فارم خلال فترة 2015-2020، إذ يتبين من خلاله أنها تعتمد هيكل تمويل قريب من الأمثل خاصة سنة 2017 أين وصلت قيمة الأموال الخاصة 74.24% أي أن الديون بلغت 25.76% حيث أن المؤسسة تعتمد بالأغلبية الكبرى على التمويل الخاص لتتجه بعدها مباشرة نحو التمويل بالدين القصير أجل وآخر مصدر تمويل هو الديون طويلة أجل أي أن السياسة المالية للمؤسسة معتدلة وتعتمد الملائمة في التمويل.

الشكل رقم 8-4: القيمة الإجمالية لمؤسسة بيو فارم لفترة 2015-2020



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الجدول رقم 21-4.

يوضح الشكل أعلاه القيمة الإجمالية لمؤسسة بيو فارم لفترة 2015-2020 سنة 2017 هنا كانت قيمتها الإجمالية في أدنى قيمة لها حيث بلغت 10130910248، لترتفع بعدها القيمة الإجمالية كلما انخفضت نسبة الأموال الخاصة في الهيكل المالي وأعلى قيمة إجمالية للمؤسسة كانت سنة 2020 حيث بلغت 40416000000 ما يعني أنه كلما زادت الديون ترتفع قيمة الإجمالية لمؤسسة بيو فارم أي هناك علاقة موجبة بين المديونية العامة والقيمة الإجمالية.

#### 5- هيكل تمويل مؤسسة باتيميتال هياكل غرب

تمتلك مؤسسة باتيميتال هياكل غرب هيكل تمويل يتكون من أموال خاصة وديون قصيرة وطويلة أجل ذلك سوف نقوم بتقديم عرض مختصر لهيكل تمويلها حسب ما ورد في ميزانيتها المالية.

الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

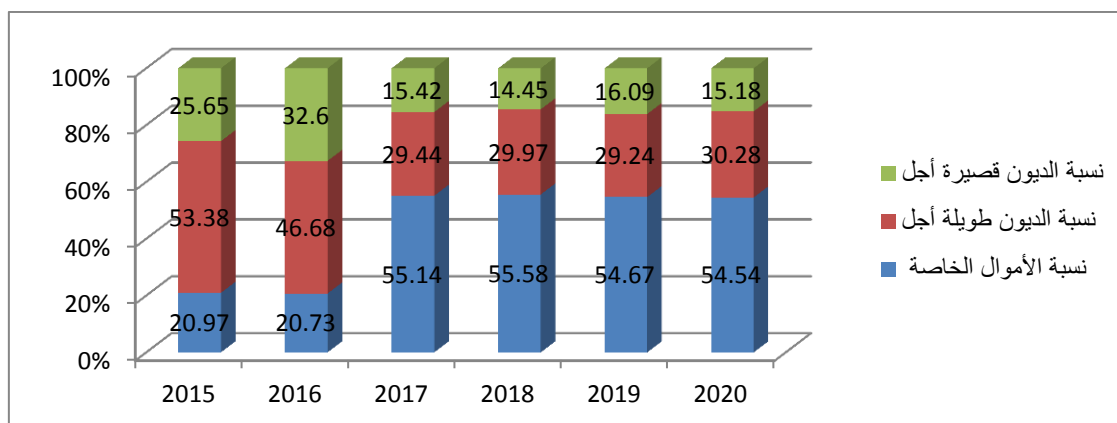
الجدول رقم 21-4: هيكل تمويل لمؤسسة باتيميتال هياكل غرب

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
الأموال الخاصة	1227387210	14252973	5862162272.	5988564104	6089755858	6057694
نسبة أخ	20.97	20.73	55.14	55.58	54.67	54.54
الديون ق أجل	1501174795	22433528	1638813226.	1556633284	1792169448	1686159
نسبة د ق أ	25.65	32.6	15.42	14.45	16.09	15.18
الديون ط أ	3124674454	32112045	3130236995.	3229392579	3258711253	3363009
ن د ط أ	53.38	46.68	29.44	29.97	29.24	30.28
إجمالي الخصوم	5853236461	68798547	10631212494	1077458996	1113863656	1110686
	.38	28.88	.05	7.78	0.65	3560.75

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسة.

يوضح الجدول أعلاه هيكل خصوم مؤسسة باتيميتال هياكل غرب لفترة 2015-2020 حيث يتبين أن المؤسسة تعتمد سياسة مالية مختلطة إذ نلاحظ أنها في سنتي 2015 و2016 تعتمد بالأكثر على الديون طويلة أجل وهذا قد يعرض المؤسسة لمخاطر عدة المقدره على سداد ديونها لتعود في باقي فترة الدراسة 2017-2020 وتعتمد أكثر على الأموال الخاصة وبعدها الديون طويلة أجل أي أن المؤسسة عدلت سياستها المالية حسب هيكل التمويل المعتمد.

الشكل رقم 11-4: تركيبة هيكل تمويل مؤسسة باتيميتال هياكل غرب

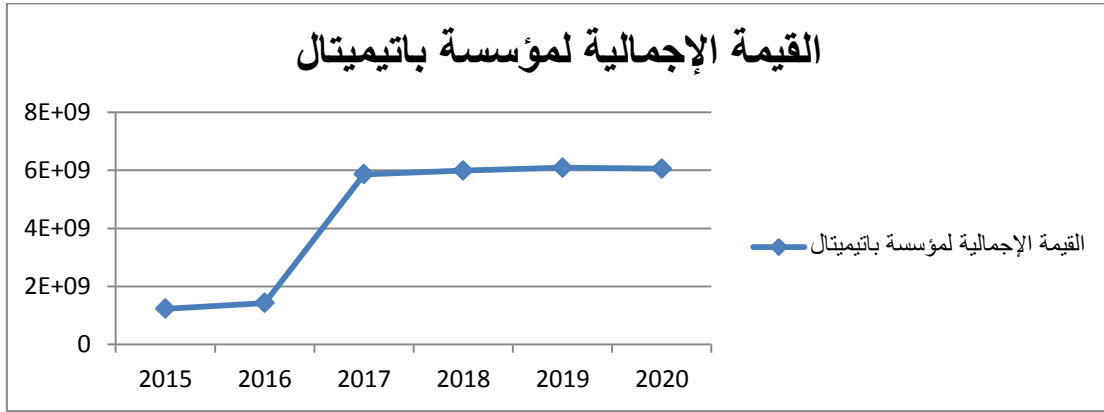


المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات الجدول رقم 22-4.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الإجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن مؤسسة باتيميتال هيكل غرب كانت قد اعتمدت في سنتي 2015 و2016 على هيكل تمويل غير أمثل لأنها لا تعند سياسة مالية واضحة وهذا ما نلاحظه لأن الديون أكبر من الأموال الخاصة حيث سجلت الديون طويلة أجل سنة 2015 نسبة 53.38% ونسبة 46.68% سنة 2016 تليها مباشرة الديون قصيرة أجل بنسبتي 25.65% و32.60% على التوالي وتبقى الأموال الخاصة آخر مصدر تمويلي تعتمد عليه المؤسسة في تمويل استثماراتها، لكنها تداركت الأمر وعدلت سياستها المالية وأصبحت تعتمد أكثر على الأموال الخاصة بنسب تتراوح ما بين 54.54% و55.58% لفترة 2017-2020 والديون طويلة أجل ثاني مصدر تمويل بالنسبة للمؤسسة.

الشكل رقم 12-4: يوضح القيمة الإجمالية لمؤسسة باتيميتال هيكل غرب



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم 22-4.

يوضح الشكل أعلاه القيمة الإجمالية لمؤسسة باتيميتال هيكل غرب، في سنتي 2015-2016 أين استخدمت المؤسسة الديون أكثر من الأموال الخاصة أثر سلبا على القيمة الإجمالية إذ سجلت قيمة إجمالية ضعيفة جدا وهي 1227387210.76 سنة 2015 لكن بعد سنة 2016 بدأ هيكل تمويلها يتحسن نوعا ما مع أنه يميل للثبات تقريبا في الأربع سنوات الأخيرة حيث أن الأموال الخاصة تراوحت بين 54.54% و55.58% بينما الديون 45.46% و44.42% أي أنها تقترب من النسبة مثلى وهذا أثر إيجابا على القيمة الإجمالية للمؤسسة، وهذا يبين أن هناك علاقة موجبة واضحة بين المديونية العامة والقيمة الإجمالية.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

### 6- هيكل تمويل لمؤسسة ميناء تنس

تمتلك مؤسسة ميناء تنس هيكل تمويل يتكون من أموال خاصة وديون قصيرة وطويلة أجل لذلك سوف نقوم بتقديم عرض مختصر لهيكل تمويلها حسب ما ورد في ميزانياتها المالية.

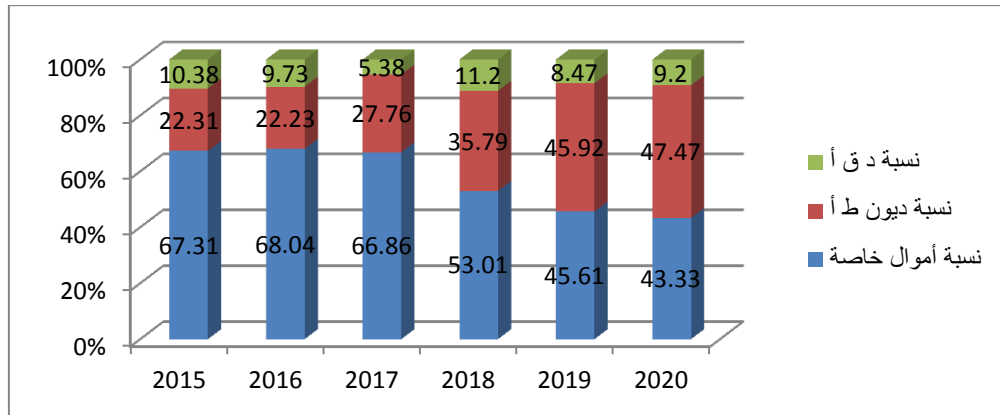
#### الجدول رقم 22-4: تركيبة هيكل تمويل مؤسسة ميناء تنس

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
أموال الدائمة	2039361231.9	2164458793.0	1971889670.4	1856807506	1508647730.2	1295825583
ن ا د	2	5	4	.54	4	.24
ديون ط أ	675876144.90	707152128.63	818848646.33	1253475890	1518870266.6	1419550890
نسبة د ط أ	22.31	22.23	27.76	35.79	45.92	47.47
ديون ق أ	314608819.50	309683044.86	158539156.04	392210411.73	280457854.66	274912502.06
ن د ق أجل	10.38	9.73	5.38	11.20	8.47	9.20
اجمالي الخصوم	3029846192.3	3181293966.5	2949277472.8	3502493509	3307975851.5	2990288975
	2	4	1	.19	5	.81

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسة.

يوضح الجدول أعلاه هيكل خصوم مؤسسة ميناء تنس حيث يتبين أن المؤسسة تعتمد على الأموال الخاصة بكثرة على الأموال الخاصة حيث أن سنة 2016 سجلت قيمة 2164458793.05 كأعلى قيمة تليها سنة 2015 ثم سنة 2017 لتبدأ بعدها بالتراجع حيث انخفضت إلى 53.01% سنة 2018 بينما سنتي 2019 و2020 انخفضت، أما بالنسبة لثاني مصدر تمويل المؤسسة ميناء تنس فهو الديون طويلة أجل التي سجلت أعلى قيمة سنة 2020 بـ 675876144.90 وهذا تراجع لأزمة كوفيد 19 التي أثرت على المؤسسة وجعلتها ترفع من ديونها سنتي 2019-2020.

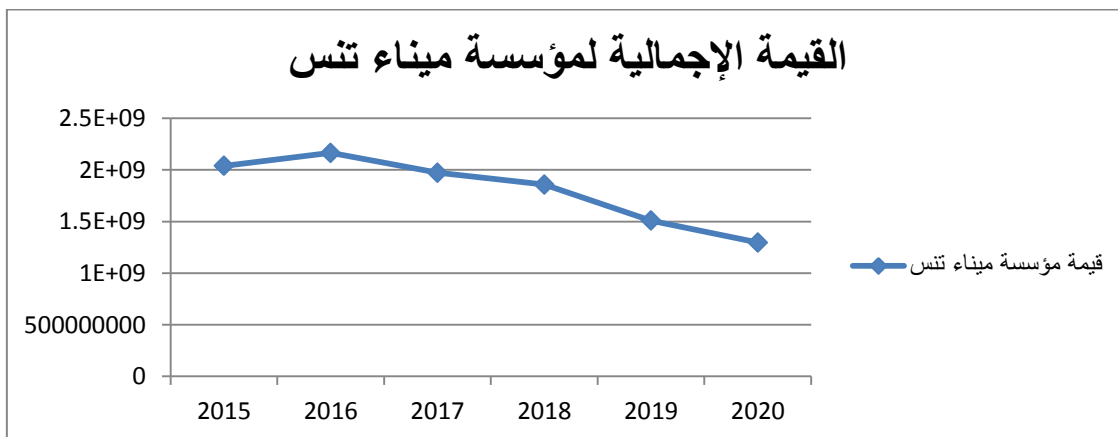
الشكل رقم 13-4: تركيبة هيكل تمويل مؤسسة ميناء تنس



المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الجدول رقم 23-4.

يتبين لنا من خلال الشكل أعلاه أن هيكل تمويل مؤسسة ميناء تنس جاء كما يلي في سنوات 2015 - 2016 و 2017 سيطرت عليه الأموال الخاصة بنسبة وصلت إلى 67% وهذا يجعل هيكل التمويل مثالي حسب النسبة المثلى المعتمد عليها والمقترحة سابقا في الجانب النظري للدراسة، إلا أن أموالها الخاصة بدأت بالتراجع في السنوات الثلاثة الأخيرة حيث تراجعت من 53.01% سنة 2018 إلى 43.33% سنة 2020 وهذا بسبب مخلفات جائحة كوفيد19 وركود السلع، حيث أنها أصبحت تميل لاستخدام الديون طويلة أجل بنسب متفاوتة وصلت إلى 47.47% سنة 2020 من أجل تمويل الأصول الثابتة.

الشكل رقم 14-4: القيمة الإجمالية لمؤسسة ميناء تنس لفترة 2015-2020



المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الجدول رقم 23-4.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

يوضح الجدول أعلاه القيمة الإجمالية لمؤسسة ميناء تنس لفترة 2015-2020، حيث يتبين أن قيمتها في حالة انخفاض مستمر بسبب هيكلها المالي غير أمثل الذي أثر سلباً على القيمة الاجمالية للمؤسسة فلاحظنا أنها سجلت أعلى قيمة لها سنة 2016 وانخفضت في باقي فترة الدراسة لتسجل أدنى قيمة سنة 2020 مما يعني أنه توجد علاقة سلبية بين الديون طويلة أجل والقيمة الإجمالية في مؤسسة ميناء تنس.

### 7- هيكل تمويل لمؤسسة اسمنت شلف

تمتلك مؤسسة أسمنت شلف هيكل تمويل يتكون من أموال خاصة وديون قصيرة وطويلة أجل لذلك سوف نقوم بتقديم عرض مختصر لهيكلها التمويلي حسب ما ورد في ميزانيتها المالية.

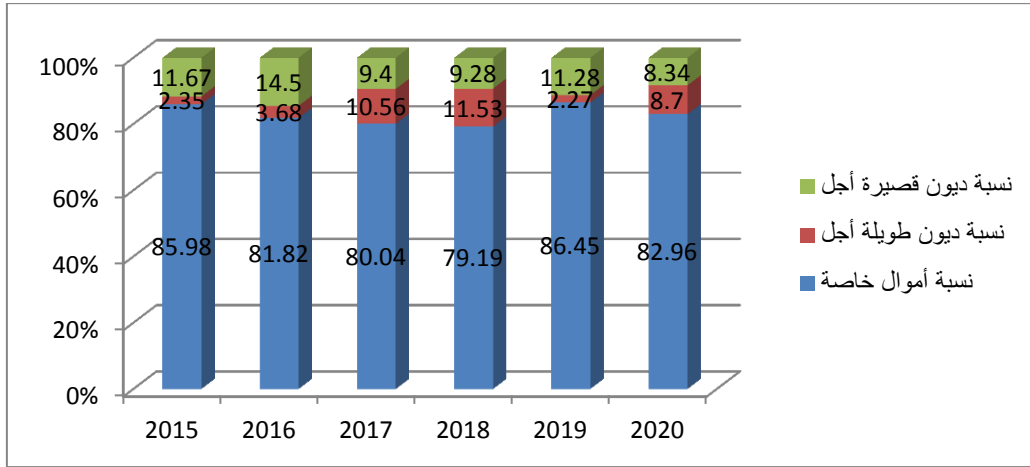
#### الجدول رقم 23-4: هيكل تمويل لمؤسسة اسمنت شلف

2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان
6622647	6408154	58841958217	55123944211	5096271040	46332589659	الأموال الخاصة
8000	9000	.93	.86	4.20	.75	
<b>82.96</b>	<b>86.45</b>	<b>79.19</b>	<b>80.04</b>	<b>81.82</b>	<b>85.98</b>	ن أ خ
6658059	8365917	6894781930.	6475462789.	9034649254	6287347750.	الديون ق أ
000	000	64	76	.85	08	
<b>8.34</b>	<b>11.28</b>	<b>9.28</b>	<b>9.40</b>	<b>14.50</b>	<b>11.67</b>	ن د ق أ
6944838	1680934	8568350112.	7269984146.	2289291766	1264983566.	الديون ط أ
000	000	39	24	.55	09	
<b>8.70</b>	<b>2.27</b>	<b>11.53</b>	<b>10.56</b>	<b>3.68</b>	<b>2.35</b>	ن د ط أ
7982937	7412840	74305090260	68869391147	6228665142	53884920975	إجمالي الخصوم
5000	0000	.96	.86	5.60	.92	

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسة.

يوضح الجدول أعلاه هيكل خصوم مؤسسة اسمنت شلف لفترة 2015-2020 حيث يتبين من خلاله أن أعلى قيمة للأموال الخاصة كانت سنة 2019 بـ 64081549000 رغم أزمة كوفيد 19 إلا أن الأموال الخاصة بالمؤسسة بقيت مرتفعة نتيجة نشاط المؤسسة الاستثماري بينما ثاني مصدر تمويل بالنسبة لمؤسسة اسمنت شلف هو الديون قصيرة أجل لسنتي 2015 و 2016 ثم الديون طويلة أجل لسنتي 2017 و 2018 لتعود المؤسسة لتعتمد على الديون قصيرة أجل كثاني مصدر تمويل.

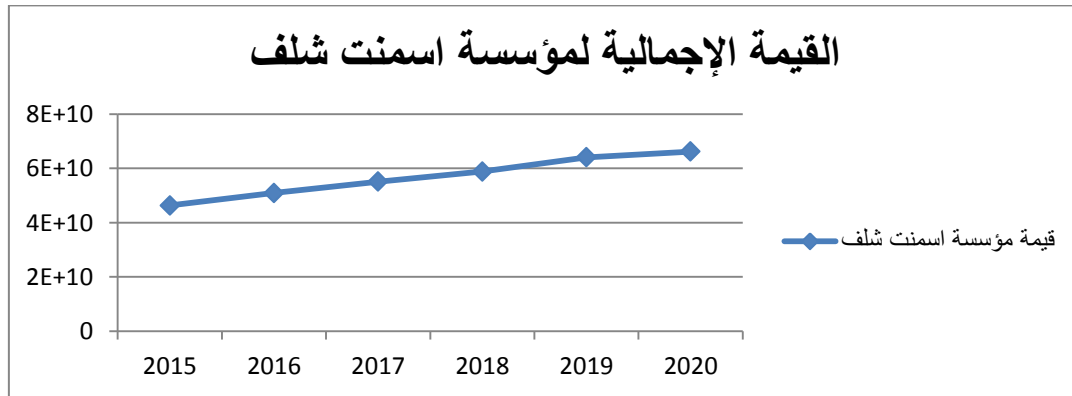
الشكل رقم 15-4: تركيبة هيكل تمويل لمؤسسة اسمنت شلف لفترة 2015-2020



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الجدول رقم 4-24.

يتبين لنا من خلال الشكل أعلاه أن مؤسسة اسمنت شلف تعتمد في هيكل التمويل الخاص بها بالأغلبية الكبرى على الأموال الخاصة حيث أنها تتراوح ما بين 79% و 83% ما يعني أن اجمالي الديون فيها يتراوح ما بين 17% و 21% وهذا نفسره بان المؤسسة مستقلة ماليا وبعيدة عن العسر المالي.

الشكل رقم 16-4: القيمة الإجمالية لمؤسسة اسمنت شلف لفترة 2015-2020



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات الجدول رقم 4-24.

يوضح الشكل أعلاه القيمة الإجمالية لمؤسسة اسمنت شلف حيث أن أعلى قيمة للقيمة الاجمالية للمؤسسة سنة 2020، ونلاحظ أن القيمة الإجمالية في حالة تزايد مستمر طول فترة الدراسة، على الرغم من هذا فإن هيكل التمويل غير أمثل بسبب النقص الكبير في الديون وهذا قد يعرض ثروة الملاك للخسارة.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

### المطلب الثاني: المؤشرات والنسب المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة

بما أن العينة المدروسة مقسمة إلى مؤسسات مدرجة في بورصة الجزائر تقوم بنشر قوائمها المالية على الموقع الرسمي للبورصة، ومؤسسات غير مدرجة في بورصة الجزائر تم اللجوء لها والحصول على مختلف القوائم التي تطلبها الدراسة، لهذا سوف نختصر أهم البيانات المالية التي تعتمدها الدراسة فقط من أجل تسهيل دراستها وتفسير مدلولها ومعرفة المراكز المالية الخاصة بهذه المؤسسات في فترة الدراسة من 2015 إلى غاية 2020 وهي آخر ما توفر من معلومات مالية.

### أولاً: عرض البيانات المالية لمؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية

#### الجدول رقم 24-4: المؤشرات المالية لمؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية

البيان	المتغير التابع (دج)			المتغير المستقل			المتغيرات الضابطة % (السيولة: مرة)		
	PBR	DTCP	DLTC P	DATC P	PR	RF	RE	CAR	LR
2015	19252142233	0.35	0.03	0.32	29.95	11.97	8.54	21.70	3.30
2016	23297757587	0.73	0.03	0.70	10.35	23.28	19.89	10.62	2.27
2017	28111387251	0.73	0.02	0.71	11.10	23.12	15.76	9.59	2.24
2018	33069000000	0.65	0.02	0.66	11.93	22.76	15.95	11.92	2.24
2019	37737000000	0.77	0.11	0.66	11.20	20.15	14.09	13.43	2.33
2020	40416000000	0.83	0.11	0.73	7.79	13.78	9.98	17.59	2.06

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه والذي يمثل البيانات المالية لمؤسسة بيو فارم لفترة 2015-2020 فإننا نلاحظ ما يلي: مؤشرات المديونية فرأينا سابقا في الجانب النظري للموضوع أن مؤشرات المديونية ثلاثة ويتم التعبير عنها كما يلي: مؤشر المديونية العامة بإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة ومؤشر المديونية طويلة أجل بالديون طويلة أجل إلى الأموال الخاصة ثم مؤشر المديونية القصيرة أجل مثل بالديون قصيرة أجل إلى الأموال الخاصة، حيث أن حساب هذه النسبة يساهم في تحديد كمية الديون مقارنة بالأموال الخاصة في هيكل تمويل المؤسسة.

حيث يتضح لنا من الجدول أعلاه أن المديونية العامة لمؤسسة بيو فارم لفترة 2015-2020 تتراوح من 0.35% إلى 0.83%، حيث تأخذ أقصى قيمة سنة 2020 ب0.83% أي أن الديون تمثل 83% من

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

أموال المؤسسة والباقي أموال خاصة أي 17% فقط، أو بمعنى آخر يمكننا القول ان 83% من أصول المؤسسة يتم تمويلها عن طريق الديون والباقي تمويل بالتمويل الداخلي، كما نلاحظ أنها بلغت أقل نسبة سنة 2015 بـ 0.35% أي أن أقل نسبة للديون في المؤسسة 35% والأموال الخاصة 65%، أما فيما يخص المديونية طويلة أجل فتمكننا من معرفة مدى استخدام المؤسسة للديون طويلة أجل في هيكلها المالية وبالنسبة لمؤسسة بيو فارم لفترة 2015-2020 فإننا نلاحظ أنها تتراوح ما بين 0.03 و 0.11 حيث أن أكبر نسبة تمثلت في سنتي 2019 و 2020 بـ 0.11 وهذا بسبب الزيادة في الأصول الثابتة حيث أنها في سنة 2019 سجلت 13.43% وسنة 2020 سجلت 17.59% بعد أن كانت قد سجلت نسب تتراوح بين 9 و 11 في السنوات السابقة، وفيما يخص نسبة المديونية قصيرة أجل لمؤسسة بيو فارم لفترة 2015-2020 فتراجعت نسبتها بين 0.32 و 0.73% حيث أعلى نسبة كانت سنة 2020 وهذا راجع لمخلفات أزمة كوفيد19 ما جعل المؤسسة تلجأ للديون قصيرة أجل لتمويل عمليات الاستغلال في الآجال القصيرة.

بينما نسبة الربحية فكما تطرقنا لها في الجانب النظري فهي تقاس بالنتيجة بعد الضريبة إلى المبيعات وهي تسمح بمعرفة مساهمة المبيعات في النتيجة بعد الضريبة وكذا تقيس فعالية السياسة التجارية للمؤسسة كما أنها تمكن من معرفة الربح المحقق عن كل دينار مبيعات.

فمن خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة الربحية في مؤسسة بيو فارم لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 7.79% إلى 29.95%، فيما بلغت أكبر نسبة 29.95% سنة 2015 ثم بدأت تتراجع بسبب تراجع قيمة مبيعات المؤسسة وهذه النسب تعتبر ايجابية بالنسبة للمؤسسة حيث أن المبيعات وطيلة فترة الدراسة تساهم في النتيجة الصافية بأرقام ايجابية وهذا يشجع المؤسسة على زيادة مبيعاتها.

نسبة المردودية المالية كما تطرقنا لها في الفصل النظري في تعني مدى مساهمة الأموال الخاصة في النتيجة الصافية وهي مقاسة بالنتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة.

حيث يتضح لنا من الجدول أعلاه أن نسبة المردودية المالية لمؤسسة بيو فارم لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 11 إلى 23% حيث بلغت أقل نسبة 11.97% سنة 2020 الذي يدل على أن الأموال الخاصة مساهمتها معتبرة في النتيجة الصافية، بينما أعلى نسبة تم تسجيلها كانت 23.28% سنة 2016 لكن عموما مساهمة الأموال الخاصة في النتيجة الصافية تبقى أقل من مساهمة الديون فيها.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

نسبة المردودية الاقتصادية وكما تم التطرق لها في الفصل النظري يتم قياسها بنتيجة الاستغلال إلى مجموع الأصول والتي تبين مدى مساهمة الأصول في نتيجة الاستغلال.

ومن الجدول أعلاه يتبين لنا أن المردودية الاقتصادية لمؤسسة بيو فارم لفترة 2015-2020 لا بأس بها حيث تراوحت من 8% إلى 19% ما يعني أن أصول المؤسسة تساهم في نتيجة الاستغلال بـ 19% في سنة 2016 وهذا مؤشر جيد خاصة أن الأصول المتداولة في هذه السنة بلغت 89.38% من اجمالي أصول المؤسسة، لتراجع نسبة المردودية الاقتصادية وتبقى في معدل متوسط 15% بينما سنة 2020 تراجعت لتصل إلى 9.98% بسبب انخفاض الأصول المتداولة وارتفاع الأصول الثابتة.

فيما يخص نسبة هيكل الأصول وكما تطرقنا لها في الجانب النظري للدراسة يتم قياسها بالأصول الثابتة إلى مجموع الأصول والتي تبين مدى مساهمة الأصول الثابتة في إجمالي أصول المؤسسة ككل.

حيث يتضح من خلال الجدول أعلاه أن نسب هيكل أصول مؤسسة بيو فارم لفترة 2015-2020 تراوحت بين 9.59% و 21.70% وأعلى نسبة ترجع لسنة 2015 أين كانت الأصول الثابتة بمقدار 2961538292 وهذا يعني أن 78% الباقية كلها أصول متداولة حسب عمل ونشاط المؤسسة.

نسبة السيولة التي تقاس بمجموع الأصول المتداولة إلى مجموع الخصوم المتداولة التي تبين مدى تغطية الأصول المتداولة للأصول المتداولة.

حيث يتضح من خلال الجدول أعلاه أن نسب سيولة مؤسسة بيو فارم لفترة 2015-2020 تراوحت بين 2.06 إلى 3.30 مرة وأعلى نسبة سنة 2015 حيث أن الخصوم المتداولة تغطي 3مرات الأصول المتداولة وأقل نسبة سنة 2020 حيث أن الخصوم المتداولة تغطي مرتين أصول متداولة وهذا مؤشر جيد بالنسبة لمؤسسة تتعامل بالأصول المتداولة بكثرة.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

ثانيا: عرض البيانات المالية لمؤسسة صيدال

الجدول رقم 25-4: المؤشرات المالية لمؤسسة صيدال

الرمز	المتغير التابع (دج)			المتغير المستقل			المتغيرات الضابطة % (السيولة: مرة)				
	PBR			DATC P	DLTC P	DTCP	LR	CAR	RE	RF	PR
2015	20465934577.15			0.33	0.38	0.71	3.26	61.75	4.01	5.59	11.45
2016	27464009197.27			0.27	0.41	0.69	2.47	72.96	3.93	5.50	14.76
2017	27325304479.92			0.48	0.25	0.73	2.40	70.28	2.70	4.22	13.41
2018	27466146850.01			0.34	0.66	0.99	2.52	62.74	2.24	5.50	11.38
2019	21776278416.42			0.28	0.75	0.86	2.21	66.21	1.72	0.80	7.68
2020	22234554786.95			0.29	0.54	0.83	2.73	63.42	0.60	3.64	1.94

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه والذي يمثل البيانات المالية لمؤسسة صيدال لفترة 2015-2020 فإننا نلاحظ ما يلي:

يتضح لنا من الجدول أعلاه أن المديونية العامة لمؤسسة صيدال لفترة 2015-2020 تتراوح من إلى 0.69% إلى 0.99%، حيث تأخذ أقصى قيمة سنة 2018 بنسبة 0.99% كما نلاحظ أنها بلغت أقل نسبة سنة 2016 بنسبة 0.69%، أي أن المؤسسة تعتمد في الأغلب على الديون حيث أنها في سنة 2018 مولت استثماراتها بالدين وهذا يبين ضعف مساهمة الأموال الخاصة في هيكل تمويل المؤسسة ما قد يعرضها لمخاطر عدم السداد مستقبلا، أما فيما يخص المديونية طويلة أجل لمؤسسة صيدال لفترة 2015-2020 فإننا نلاحظ أنها تتراوح ما بين 0.25% إلى 0.75% وهذا دليل على أن المؤسسة تعتمد تمويلها الثابتة بالأموال الدائمة والديون طويلة أجل، وفيما يخص نسبة المديونية قصيرة أجل لمؤسسة صيدال لفترة 2015-2020 فتتراوح نسبتها بين 0.27% إلى 0.48% وهذا من أجل تمويل الأصول المتداولة وعمليات لاستغلال بالديون قصيرة أجل لتحقيق عامل الملائمة بالهيكل المالي للمؤسسة.

كما نلاحظ أن نسبة الربحية في مؤسسة صيدال لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 1.94% و 14.76% مما يدل على أن المبيعات تساهم في النتيجة الصافية للمؤسسة بنسب متفاوتة حتى سنة 2020 التي تدهور فيها الوضع وأصبحت نسبة مساهمة المبيعات في النتيجة الصافية فقط ب 1.94% بسبب الجائحة وكثرة الطلب على المنتجات الصيدلانية.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

كما يتضح لنا من الجدول أن نسبة المردودية المالية لمؤسسة صيدال لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 0.80% و 5.59% وهذا دليل على أن الأموال الخاصة في مؤسسة صيدال لها دور هام في النتيجة الصافية وتساهم فيها بشكل واضح.

كما يتبين لنا أن المردودية الاقتصادية لمؤسسة صيدال لفترة 2015-2020 تراوحت من 0.60% إلى 4.02% حيث أن آخر نسبة محققة كانت في سنة 2020 والتي يتضح فيها أثر مخلفات جائحة كورونا علبى الاقتصاد الوطني بصفة عامة وعلى المؤسسات بصفة خاصة حيث أن أصول المؤسسة لم تساهم في نتيجة استغلال مؤسسة صيدال إلا ب 0.60% وهذه نسبة قليلة جدا وهذا راجع للانخفاض الذي شهدته الأصول الثابتة بالمؤسسة حيث أنها في سنة 2019 سجلت نسبة قدرها 66.21% من اجمالي أصول المؤسسة بينما سنة 2020 تراجعت لتسجل 63.42% من اجمالي اصول المؤسسة.

كما يتضح لنا أن نسبة هيكلية الأصول في مؤسسة صيدال لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 61.75% إلى 72.96% حيث أن أقل نسبة تم تسجيلها سنة 2015 بدليل أن الأصول الثابتة تأخذ أكثر 61% من اجمالي اصول المؤسسة.

بينما نسبة السيولة في مؤسسة صيدال لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 2.21 و 3.26 مرة حيث أن أقل نسبة تعود لسنة 2019 مما يدل على أنه تم تمويل الأصول المتداولة بالكامل من خلال الخصوم المتداولة، وأعلى نسبة تعود لسنة 2015 أي أن هناك تمويل للأصول المتداولة ثلاث مرات بواسطة الخصوم المتداولة وهذا دليل على الاستقلالية المالية لمؤسسة صيدال.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

ثالثا: عرض البيانات المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات

الجدول رقم 26-4: المؤشرات المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات

الرمز	المتغير التابع (دج)			المتغير المستقل			المتغيرات الضابطة % (السيولة: مرة)		
	PBR	DTCP	DLTC P	DAT CP	PR	RF	RE	CAR	LR
2015	2881705827.02	1.50	0.21	1.29	8.19	12.59	4.57	21.62	1.21
2016	3085479620.09	1.49	0.26	1.23	8.50	13.67	4.48	23.20	1.13
2017	3241417617.04	1.53	0.09	1.43	20.66	30.06	9.65	24.10	1.17
2018	3427570433.00	1.47	0.11	1.35	17.73	25.88	8.02	27.21	0.95
2019	4397291908.76	1.26	0.11	1.15	15.94	18.86	6.26	31.72	0.94
2020	5096135992.32	1.28	0.10	1.18	17.96	16.67	5.83	34.31	0.89

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسة.

يتبين لنا من خلال الجدول أعلاه أن نسبة المديونية العامة لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة 2015-2020 تتراوح ما بين 1.26% إلى 1.53% وهذا دليل على أن الديون في المؤسسة تفوق 50% وتصل 61% سنة 2017 مما يعني أنها لا تستخدم هيكل مالي أمثل الذي ينص على أن الأموال الخاصة تمثل 60% والديون تمثل 40% وأقل نسبة للمديونية كانت سنة 2019 بنسبة 55.65% وهذا من أجل تمويل الأصول الثابتة التي مثلت نسبة 53.56% في هذه السنة بفارق 4.64% عن سنة 2018.

أما فيما يخص المديونية طويلة أجل لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة 2015-2020 فهي تتراوح ما بين 0.09% و 0.26% أي أن الديون طويلة أجل في مؤسسة أليانس للتأمينات تأخذ فقط نسبة 10% إلى 26% من إجمالي ديون المؤسسة وهذا من أجل تمويل الأصول الثابتة، حيث أن أكبر نسبة للمديونية طويلة أجل كانت سنة 2016 بسبب الزيادة التي شهدتها الأصول الثابتة في ذات السنة بنسبة 45.37% بفارق 6.52% عن سنة 2015، بينما أقل نسبة كانت سنة 2017 بسبب انخفاض الأصول الثابتة التي يتم تمويلها بالديون طويلة أجل حيث كانت تمثل 45.37% من إجمالي الأصول سنة 2016 لتصبح 40.51% سنة 2017 بفارق 4.86%.

أما فيما يخص المديونية قصيرة أجل لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة 2015-2020 فهي تتراوح ما بين 1.15% و 1.43% بأكبر نسبة سنة 2017 التي ترجع للزيادة التي شهدتها الأصول المتداولة وتراجع الأصول

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

الثابتة، وأقل نسبة كانت سنة 2019 بسبب تراجع نسبة الأصول المتداولة التي سجلت نسبة 46.44% بعد أن كانت 51.08% سنة 2018 وهذا يعود لمخلفات جائحة كورونا التي تراجع فيها عمل مختلف المؤسسات الاقتصادية بالوطن.

بينما نسبة الربحية لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة 2015-2020 فتراوحت ما بين 8.19% و20.66% بأكبر نسبة سنة 2017 التي نفسرها بأن المبيعات في مؤسسة أليانس تساهم بما نسبته 20% في النتيجة ما بعد الضريبة، بينما أقل نسبة كانت سنة 2015.

كما يتضح لنا من الجدول أن نسبة المردودية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 12.59% و30.06% أي لأن الأموال الخاصة تساهم في النتيجة الصافية بشكل واضح خاصة سنة 2017 التي اخذت أكبر نسبة في كل فترة الدراسة.

كما يتبين لنا أن المردودية الاقتصادية لمؤسسة أليانس للتأمينات تراوحت ما بين 4.48% و9.65% حيث أن سنتي 2015 و2016 تميزت بأقل نسبة وهي 4% لتعود المردودية الاقتصادية للمؤسسة لترتفع من جديد في سنتي 2017 و2018 ب9 و8% على التوالي ثم انخفضت من جديد لتصل إلى 6 و5% في 2019 و2020 ما نفسره بأن اجمالي أصول المؤسسة يساهم في نتيجة الاستغلال لكن بنسب منخفضة.

كما يتضح لنا أن نسبة هيكل الأصول في مؤسسة أليانس للتأمينات لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 21.62% إلى 34.31% ما يعني أن مؤسسة أليانس للتأمينات تعتمد أكثر على الأصول المتداولة بنسبة تتراوح ما بين 66% و79% حيث أن مساهمة الأصول المتداولة في اجمالي الأصول أكبر من مساهمة الأصول الثابتة وهذا يعود لطبيعة عمل المؤسسة التي لا تحتاج أصول ثابتة بكثرة.

ويتبين لنا من خلال الجدول أعلاه أن نسبة السيولة للمؤسسة تتراوح ما بين 0.89 و1.21 مرة مما يعني أنه في فترة 2015 إلى 2017 تغطي الخصوم المتداولة بمرّة الأصول المتداولة لكن في باقي الفترة فسجلت عجز حيث أنها لا تغطي الأصول المتداولة أي أن المؤسسة تواجه عجز مالي في قصير الأمد.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

رابعاً: عرض البيانات المالية لمجمع فندقية سياحة وحمامات معدنية (سلسلة الاوراسي)

الجدول رقم 27-4: المؤشرات المالية لمؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي

الرمز	المتغير التابع (دج)			المتغير المستقل			المتغيرات الضابطة % (السيولة: مرة)				
	PBR			DAT	DLTCP	DTCP	LR	CAR	RE	RF	PR
2015	4603754255.09			0.28	1.33	1.61	2.93	68.99	4.66	13.24	21.23
2016	4601165896.12			0.32	1.23	1.55	2.38	74.48	2.93	7.21	12.47
2017	4886083348			0.29	1.09	1.37	2.54	74.01	4.14	11.24	19.41
2018	4960025012.3			0.30	0.99	1.29	2.01	59.38	6.15	8.36	16.15
2019	4853429113.39			0.23	1.07	1.29	2.87	72.26	0.47	0.46	1.10
2020	4081270124.52			0.28	1.27	1.56	2.65	81.35	3.30	16.19	81.77-

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه والذي يمثل البيانات المالية لمؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي لفترة 2015-2020 فإننا نلاحظ ما يلي:

يتضح لنا من الجدول أعلاه أن المديونية العامة لمؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي لفترة 2015-2020 تتراوح من 1.29 إلى 1.61، حيث تأخذ أعلى قيمة 1.61 سنة 2015 كما نلاحظ أنها بلغت أقل نسبة سنة 2018 و2019 على التوالي، أما فيما يخص المديونية طويلة أجل لمؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي لفترة 2015-2020 فإننا نلاحظ أنها تتراوح ما بين 0.99% و1.33 بأعلى قيمة سنة 2015 أي أنها تعتمد على الديون طويلة أجل أكثر من الديون قصيرة أجل لأن نسبة المديونية قصيرة أجل لمؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي لفترة 2015-2020 تراوحت نسبتها بين 0.23 و0.32 بسبب التذبذب الحاصل في الأصول المتداولة للمؤسسة.

ومن الجدول أعلاه نلاحظ كذلك أن نسبة الربحية في مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 1.10 و-81.77% بدليل أن المبيعات ساهمت بشكل سلبي في النتيجة الصافية بعد الضريبة.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

هذا ويتضح لنا كذلك أن نسبة المردودية المالية لمؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي لفترة 2015-2020 لمؤسسة تتراوح ما بين 0.46% و 16.19% بدليل أن الأموال الخاصة للمؤسسة تساهم بشكل عقلاي في النتيجة الصافية.

ونلاحظ كذلك أن نسبة المردودية الاقتصادية في مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 0.47 و 6.15% ما نفسره بأن المؤسسة مجموع أصولها يساهم في نتيجة الاستغلال بشكل واضح خاصة سنة 2018 التي مثلت أعلى نسبة للمردودية الاقتصادية بسبب ارتفاع نتيجة الاستغلال.

ويتبين من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة هيكل الأصول في مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 59.38 و 81.35% أي أن مؤسسة التسيير الفندقية تتكون بشكل كبير من الأصول الثابتة بأكبر من ال 59% في غالب سنوات الدراسة وهذا راجع لطبيعة عمل المؤسسة.

ويتبين من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة السيولة في مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي لفترة 2015-2020 كلها تساوي 2 مرة أي أن الخصوم المتداولة بالمؤسسة كافية لتمول مرتين من الأصول المتداولة أي أنها في حالة أريحية مالية وفي صحة مالية جيدة.

### خامسا: عرض البيانات المالية لمؤسسة باتيميتال هياكل غرب

#### الجدول رقم 28-4: المؤشرات المالية لمؤسسة باتيميتال هياكل غرب

الرمز	المتغير التابع (دج)			المتغير المستقل				المتغيرات الضابطة % (السيولة: مرة)		
	PBR	DTCP	DLTC P	DAT CP	PR	RF	RE	CAR	LR	
2015	1227387210.76	3.77	2.55	1.22	12.09	14.37	9.90	49.31	1.98	
2016	1425297342.15	3.83	2.25	1.57	32.05	13.89	4.78	42.86	1.75	
2017	5862162272.49	0.81	0.53	2.80	8.10	0.63	1.60	68.49	2.04	
2018	5988564104.39	0.80	0.54	0.26	25.56	1.81	2.11	66.88	2.29	
2019	6089755858.82	0.83	0.53	0.29	20.04	2.19	2.93	64.19	2.23	
2020	6057694283.39	0.82	0.52	0.30	20.01	2.12	2.25	63.20	2.18	

من خلال الجدول أعلاه والذي يمثل البيانات المالية لمؤسسة باتيميتال هياكل غرب لفترة 2015-2020 فإننا نلاحظ ما يلي:

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

يتضح لنا من الجدول أعلاه أن المديونية العامة لمؤسسة باتيميتال هيكل غرب لفترة 2015-2020 تتراوح من 0.80% إلى 3.83%، حيث تأخذ أعلى قيمة سنة 2016 بسبب ارتفاع الأصول الثابتة، كما نلاحظ أنها بلغت أقل نسبة سنة 2018، أما فيما يخص المديونية طويلة أجل لمؤسسة باتيميتال هيكل غرب لفترة 2015-2020 فإننا نلاحظ أنها تتراوح ما بين 0.52% و 2.55% أي أن طبيعة نشاط المؤسسة الاقتصادي والاستثماري الطويل أجل دائما في حاجة لتمويل دائم بعيد أمد، وفيما يخص نسبة المديونية قصيرة أجل لمؤسسة باتيميتال هيكل غرب لفترة 2015-2020 فتتراوح نسبتها بين 0.26% و 1.57% وهذا نفسره بأن المؤسسة لا تعتمد في هيكلها المالي على الديون قصيرة أجل بكثرة ما يعني أنها تمول عملياتها الاستغلالية بكل أريحية.

خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة الربحية في مؤسسة باتيميتال هيكل غرب لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 8.10% و 32.05% ما نفسره بأن المؤسسة مبيعاتها جيدة وتساهم بشكل كبير في النتيجة الصافية للمؤسسة خاصة سنة 2016 حيث 32% من النتيجة الصافية كانت نتيجة مبيعات المؤسسة.

حيث يتضح لنا من الجدول أعلاه أن نسبة المردودية المالية لمؤسسة باتيميتال هيكل غرب لفترة 2015-2020 أخذت أعلى نسبة سنة 2015 ب 14.37% ما نفسره بأن الأموال الخاصة ساهمت في النتيجة الصافية للمؤسسة بنسبة 14.37% أما سنة فأخذت أقل نسبة 2017 وهي 0.63 ما نفسره بأن مساهمة الأموال الخاصة في النتيجة الصافية ضعيف جدا هذه السنة لكن عموما المردودية المالية للمؤسسة جيدة.

خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة المردودية الاقتصادية في مؤسسة باتيميتال هيكل غرب لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 1.60% إلى 9.90% ما نفسره بأن اجمالي أصول المؤسسة يساهم في نتيجة الاستغلال بشكل واضح خاصة سنة 2015.

ويتبين من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة هيكل الأصول في مؤسسة باتيميتال هيكل غرب لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 42.86% إلى 68.49% أي أن المؤسسة تعتمد في غالب أصولها على أصول ثابتة لأن 68% هي أصول ثابتة سنة 2017.

ويتبين من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة السيولة في مؤسسة باتيميتال هيكل غرب لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 1.75 و 2.29 مرة أي أن الخصوم المتداولة تغطي الأصول المتداولة بأكثر من مرتين وهذا في سنوات 2017-2020 أما فترة 2015-2016 فالأصول المتداولة تمولها الخصوم المتداولة مرة واحدة.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

سادسا: عرض البيانات المالية لمؤسسة ميناء تنس

الجدول رقم 29-4: المؤشرات المالية لمؤسسة ميناء تنس

الرمز	المتغيرات الضابطة % (السيولة: مرة)			المتغير المستقل			المتغير التابع (دج)		
	LR	CAR	RE	RF	PR	DATC P	DLTC P	DTC P	PBR
2015	3.21	75.75	19.24	17.04	29.23	0.15	0.33	0.49	2039361231.92
2016	3.45	76.70	11.96	10.32	21.42	0.14	0.33	0.47	2164458793.05
2017	2.66	73.73	1.59	1.91-	76.96-	0.08	0.42	0.50	1971889670.44
2018	2.32	83.11	23.67	0.50-	15.62-	210.	0.68	0.89	1856807506.54
2019	1.96	90.14	1.15-	19.63-	66.00-	0.19	1.00	1.19	1508647730.24
2020	1.75	82.90	5.55-	16.42-	65.90-	0.21	1.10	1.31	1295825583.24

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه والذي يمثل البيانات المالية لمؤسسة ميناء تنس لفترة 2015-2020 نلاحظ ما يلي:

يتضح لنا من الجدول أعلاه أن المديونية العامة لمؤسسة ميناء تنس لفترة 2015-2020 تتراوح من 0.47% إلى 1.31%، حيث تأخذ أعلى قيمة سنة 2020 كما نلاحظ أنها بلغت أقل نسبة سنة 2016 لكن في العموم فإن المؤسسة تعتمد على الديون بنسب تقترب من المثلى خاصة سنتي 2019 و2020 بينما باقي فترة الدراسة فهي تعتمد على الديون بأقل من 30%، أما فيما يخص المديونية طويلة أجل لمؤسسة ميناء تنس لفترة 2015-2020 فإننا نلاحظ أنها تتراوح ما بين 0.33% و 1.10% حيث أن سنتي 2019 و2020 أي في فترة كوفيد 19 العسر المالي الذي وقعت فيه المؤسسة واضح من خلال هيكلها المالي ولجوءها للقروض طويلة أجل التي فاقت ال 45%، أما فيما يخص نسبة المديونية قصيرة أجل لمؤسسة ميناء تنس لفترة 2015-2020 فتراوحت نسبتها بين 0.08% و 0.21% فهي قليلة وبقية تقريبا في نفس النسبة طيلة فترة الدراسة فقط سنة 2017 كانت أقل بكثير أين وصلت 0.08%.

ويتضح لنا من الجدول أعلاه أن نسبة الربحية في مؤسسة ميناء تنس لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين (-) 76.96% و 29.23% ما يدل على أن المبيعات كانت تساهم في النتيجة ما بعد الضريبة ب 29% لكن مع الركود الاقتصادي في فترة 2018-2020 تكدست مبيعات المؤسسة وتوقفت أرباحها.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

و يتضح من الجدول أعلاه أن نسبة المردودية المالية لمؤسسة ميناء تنس لفترة 2015-2020 تراوحت ما بين (-) 19.63 سنة 2019 و%17.04 سنة 2015 ما نفسره بأن الأموال الخاصة تساهم في النتيجة الصافية للمؤسسة بنسب جيدة قبل فترة كوفيد19 التي أصبحت فيها سلبية وبنسب كبيرة.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة المردودية الاقتصادية في مؤسسة ميناء تنس لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين -5.55% و23.67% ما نفسره بأن المؤسسة اجمالي أصولها تساهم في نتيجة الاستغلال ب23% سنة 2018 والفترة السابقة لها كانت مساهمتها جيدة فقط سنة 2016 التي كانت 1.59% فقط، بينما في فترة كوفيد19 فالمساهمة أصبحت سلبية.

ويتبين من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة هيكله الأصول في مؤسسة ميناء تنس لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 73.73% و90.14% ما يدل على أن ما يفوق ال73% من أصول المؤسسة هي أصول ثابتة طيلة أجل.

ويتبين من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة السيولة في مؤسسة ميناء تنس لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 1.75 و3.45 مرة ما يدل على أن المؤسسة في حالة استقلالية مالية جيدة وخصوصها المتداولة تغطي أصولها المتداولة 3مرات في سنتي 2015 و2016 وتغطيها مرتين في 2017 و2018 وتغطيها مرة واحدة في الفترة المتبقية.

سابعا: عرض البيانات المالية لمؤسسة اسمنت شلف

الجدول رقم 30-4: المؤشرات المالية لمؤسسة اسمنت شلف

الرمز	المتغير التابع (دج)			المتغير المستقل					المتغيرات الضابطة % (السيولة: مرة)				
	PBR	DTCP	DLTC P	DAT CP	PR	RF	RE	CAR	LR				
2015	46332589659.75	0.16	0.027	0.13	40.26	11.15	13.61	85.98	3.32				
2016	50962710404.20	0.28	0.045	0.24	44.58	11.06	1.11	81.82	1.26				
2017	55123944211.86	0.25	0.13	0.12	39.19	8.97	9.71	80.04	2.44				
2018	58841958217.93	0.27	0.15	0.12	36.73	7.77	9.02	79.19	2.52				
2019	64081549000	15.68	2.62	13.06	40.00	7.99	9.93	86.45	1.82				
2020	66226478000	20.54	9.73	10.05	37.52	7.24	8.34	82.96	2.01				

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

من خلال الجدول أعلاه والذي يمثل البيانات المالية لمؤسسة اسمنت شلف لفترة 2015-2020 فإننا نلاحظ ما يلي:

يتضح لنا من الجدول أعلاه أن المديونية العامة للمؤسسة اسمنت شلف لفترة 2015-2020 تتراوح من 0.16% إلى 20.54% ، حيث تأخذ أعلى قيمة سنة 2020 متأثرة بكوفيد19 كما نلاحظ أنها بلغت أقل نسبة سنة 2015 ما يدل على أن المؤسسة مستقلة ماليا ولها أموال خاصة كبيرة ولا تفضل القروض حتى لا تقع في فخ عدم القدرة على السداد، أما فيما يخص المديونية طويلة أجل للمؤسسة اسمنت شلف لفترة 2015-2020 فإننا نلاحظ أنها تتراوح ما بين 0.045% إلى 9.73% وهذه نسبة قليلة لأن المؤسسة في غالب الأحيان تتعامل بأموالها الخاصة فقط في فترة كوفيد19 التي اجبرت المؤسسة على اللجوء إلى الدين، وفيما يخص نسبة المديونية قصيرة أجل للمؤسسة اسمنت شلف لفترة 2015-2020 فتراوحت نسبتها بين 0.12% إلى 13.06% وهي كذلك نسبة قليلة فقط فترة كوفيد19 ارتفعت حتى تقوم المؤسسة بعملياتها الاستغلالية.

خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة الربحية في مؤسسة اسمنت شلف لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 36.73% إلى 44.58% ما نفسره بأن مبيعات المؤسسة تساهم في النتيجة ما بعد الضريبة بما يفوق الـ 36% ما يدل على أن أرباح المؤسسة جيدة ويمكنها فتح فروع جديدة أو الدخول في استثمارات أخرى.

حيث يتضح لنا من الجدول أعلاه أن نسبة المردودية المالية للمؤسسة اسمنت شلف تتراوح ما بين 7.24% إلى 11.15% ما نفسره بأن الأموال الخاصة تساهم في نتيجة الصافية للمؤسسة بما يفوق الـ 7% طيلة فترة الدراسة.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة المردودية الاقتصادية في مؤسسة اسمنت شلف لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 1.11% إلى 13.61% ما يدل على أن اجمالي أصول المؤسسة يساهم في نتيجة الاستغلال بشكل واضح.

ويتبين من الجدول أعلاه كذلك أن نسبة هيكله الأصول في مؤسسة اسمنت شلف لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 79.19% إلى 86.45% ما نفسره بأن المؤسسة تعتمد في هيكله أصولها على الأصول الثابتة بما يفوق الـ 79% وهذا لطبيعتها الاستثمارية.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

---

ويتبين من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة السيولة في مؤسسة اسمنت شلف لفترة 2015-2020 تتراوح ما بين 1.26 إلى 3.32 مرة ما يدل على أن المؤسسة في حالة استقلالية مالية جيدة وخصومها المتداولة تغطي أصولها المتداولة 3مرات سنة 2015 وباقي الفترة تغطيها مرة أو مرتين.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

### المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر هيكل التمويل على القيمة الإجمالية باستخدام نماذج بيانات البانل

نهدف من خلال هذا المبحث إلى تقدير أثر هيكل التمويل على القيمة الاجمالية للمؤسسة لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في السوق المالي وغير المدرجة فيه، باستخدام نماذج البيانات المقطعية بانل بالاعتماد على برنامج Stata 17.

#### المطلب الأول: تقديم المتغيرات ومعالجة بيانات الدراسة

##### أولاً: تقديم المؤسسات محل الدراسة

استهدفت الدراسة عينة عشوائية من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر وأخرى غير مدرجة فيها وتمثلت هذه المؤسسات في كل من مؤسسة بيو فارم للصناعة الصيدلانية، مؤسسة صيدال، مؤسسة أليانس للتأمينات، مجمع الفنادق السياحية وحمامات معدنية (سلسلة الاوراسي)، مؤسسة باتيميتال هياكل غرب، مؤسسة ميناء تنس، مؤسسة اسمنت شلف، وقد تم اختيار هذه المؤسسات دون غيرها وفقاً لمعيار مدى توافر البيانات حول متغيرات الدراسة بإضافة إلى معيار استمرارية هذه المؤسسات في مزولة نشاطها.

##### ثانياً: حدود الدراسة

تتمثل الحدود المكانية لهذه الدراسة في مجموعة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي تزاول حالياً نشاطها الاقتصادي سواء في السوق المالي الجزائري أو خارج السوق المالي الجزائري، والتي لها تأثير واضح على الاقتصاد الوطني. أما الحدود الزمنية فتمثلت في الفترة السنوية الممتدة من 2015 إلى 2020، وقد اعتمدنا على هذه الفترة نظراً لمحدودية البيانات المتوفرة لمتغيرات الدراسة، ونظراً لصغر حجم العينة وتجنبنا لفتح الانحدار الزائف قمنا بتوسيع حجم العينة من سنوية إلى ربع سنوية باستخدام طريقة Denton-Cholette.

##### ثالثاً: مصادر البيانات

تم تجميع بيانات الدراسة من الموقع الرسمي للسوق المالي الجزائري [https://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne\\_societe](https://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe) بالإضافة إلى وثائق المؤسسات غير المدرجة في البورصة.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

### رابعاً: تقديم متغيرات الدراسة

1. **المتغير التابع:** يتمثل في القيمة الاجمالية والتي تم قياسها بالقيمة الدفترية للمؤسسة PBR وهذا استنادا على دراسة (ضيف، 2015، الصفحات 101-117)، وقد بلغ متوسط القيمة الاجمالية نحو 4.51 بانحراف معياري قدره 4.88 حيث تراوحت القيمة الإجمالية للمؤسسة بين 16.62 كأكبر قيمة و0.15 كأدنى قيمة.

2. **المتغير المستقل:** يتمثل في الهيكل المالي DCP الذي يتم قياسه بالاعتماد على مؤشرات المديونية الثلاث والتي يتم قياسها ب: المديونية العامة مقاسة بإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، المديونية طويلة أجل مقاسة بالديون طويلة أجل إلى الأموال الخاصة والمديونية قصيرة أجل مقاسة بالديون قصيرة أجل إلى الأموال الخاصة على التوالي، وهذا استنادا على دراسة (ضيف، 2015) ودراسة (الضب، 2009).

بلغ متوسط المديونية العامة TCP نحو 0.46، وقدرت أعظم قيمة بنحو 5.20 أما أدنى قيمة فبلغت سالب 0.53، كما تتشتت قيم المديونية العامة عن وسطها الحسابي بنحو 0.95. أما فيما يخص المديونية طويلة أجل LTCP فقد بلغ المتوسط الحسابي لها نحو 0.19، بانحراف معياري قدره 0.39، وقد بلغت أعظم قيمة نحو 2.82 أما أدنى قيمة فبلغت نحو 0.001. وفيما يخص المديونية قصيرة أجل ATCP فقد بلغ المتوسط الحسابي لها نحو 1.53، بانحراف معياري قدره 8.52، أما أعظم قيمة فقدرت بنحو 59.14 وأدنى قيمة فبلغت سالب 11.23.

### 3- متغيرات التحكم

- **مؤشر الربحية PR** يقاس بالعلاقة التالية: النتيجة بعرض الضريبة إلى المبيعات، وبلغ المتوسط الحسابي للمؤشر نحو 3.50 بانحراف معياري قدره 7.14، وبلغت بأعلى قيمة للمؤشر 25.48، وأدنى قيمة سالب 22.36؛

- **مؤشر المردودية المالية RF** تقاس بالعلاقة التالية: النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة، وبلغ المتوسط الحسابي للمؤشر نحو 2.87 بانحراف معياري قدره 2.58، وبلغت بأعلى قيمة للمؤشر 8.07، وأدنى قيمة سالب 5.60؛

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

- مؤشر المردودية الاقتصادية **RE** تقاس بالعلاقة التالية: نتيجة الاستغلال إلى مجموع الأصول، وبلغ متوسطه الحسابي نحو 2.10 بانحراف معياري قدره 1.65، وبلغت بأعلى قيمة للمؤشر 6.68، وأدنى قيمة سالبة 1.92؛
- هيكل الأصول **CAR** يتم قياسه بالعلاقة التالية: الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول، وبلغ المتوسط الحسابي له نحو 12.47 بانحراف معياري قدره 7.28، وبلغت بأعلى قيمة للمؤشر 22.75، وأدنى قيمة سالبة 2.09؛
- مؤشر السيولة **LR** يتم قياسه بالعلاقة التالية مجموع الأصول المتداولة إلى مجموع الخصوم المتداولة، وبلغ المتوسط الحسابي للمؤشر نحو 0.54 بانحراف معياري قدره 0.16، وبلغت بأعلى قيمة للمؤشر 0.96، وأدنى قيمة سالبة 0.21؛

### الجدول رقم 31-4: الخصائص الاحصائية ومصادر متغيرات الدراسة

المتغير	التعريف	المصدر	الوسط الحسابي	الانحراف	أكبر قيمة	أقل قيمة
<b>PBR</b>	القيمة الاجمالية	قوانين مالية	4.510642	4.889253	16.62015	0.151256
<b>TCP</b>	المديونية العامة	قوانين مالية	0.465536	0.955627	5.204556	0.538419-
<b>LTCP</b>	المديونية طويلة أجل	قوانين مالية	0.190369	0.399022	2.824139	0.001026
<b>ATCP</b>	المديونية قصيرة أجل	قوانين مالية	1.534643	8.523783	59.14608	11.23295-
<b>PR</b>	مؤشر الربحية	قوانين مالية	3.500298	7.146025	25.48963	22.36661-
<b>RF</b>	المردودية المالية	قوانين مالية	2.872857	2.586272	8.072113	5.604860-
<b>RE</b>	المردودية الاقتصادية	قوانين مالية	2.106726	1.659577	6.683819	1.921829-
<b>CAR</b>	هيكل الأصول	قوانين مالية	12.47637	7.283900	22.75658	2.097077
<b>LR</b>	السيولة	قوانين مالية	0.546071	0.166845	0.969963	0.218827

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على Stata17

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

### خامساً: نتائج دراسة الاستقرارية

خلصت نتائج دراسة الاستقرارية إلى أن جميع السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة مستقرة عند المستوى كما هو موضح في الجداول التالي.

الجدول رقم 32-4: نتائج اختبار (Levin, Lin, Chu (2002)

عند المستوى			
بدون ثابت	الثابت واتجاه عام	مع الثابت	
0.03**	0.00***	0.00***	PBR
0.18	0.00***	0.00***	TCP
0.13	0.00***	0.00***	LTCP
0.13	0.00***	0.00***	ATCP
0.03**	0.00***	0.00***	PR
0.00***	0.00***	0.00***	RF
0.00***	0.00***	0.00***	RE
0.28	0.00***	0.00***	CAR
0.04**	0.00***	0.00***	LR

القيم في الجدول تمثل الاحتمال المقابل للإحصائية الاختبار، \* معنوي عند مستوى دلالة 10%، \*\* معنوي عند مستوى دلالة 5%، \*\*\* معنوي عند مستوى دلالة 1%

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Stata17

الجدول رقم 33-4: نتائج اختبار (Im, Pesaran, Shin (2003)

عند المستوى		
الثابت واتجاه عام	مع الثابت	
0.00***	0.00***	PBR
0.00***	0.00***	TCP
0.00***	0.00***	LTCP
0.00***	0.00***	ATCP
0.00***	0.00***	PR
0.00***	0.00***	RF
0.00***	0.00***	RE
0.00***	0.00***	CAR
0.00***	0.00***	LR

القيم في الجدول تمثل الاحتمال المقابل لإحصائية الاختبار، \* معنوي عند مستوى دلالة 10%، \*\* معنوي عند مستوى دلالة 5%، \*\*\* معنوي عند مستوى دلالة 1%

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Stata17

الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

الجدول رقم 34-4: نتائج اختبار ADF

عند المستوي			
بدون ثابت	الثابت واتجاه عام	مع الثابت	
0.30	0.00***	0.00***	PBR
0.23	0.00***	0.00***	TCP
0.00***	0.00***	0.00***	LTCP
0.00***	0.00***	0.00***	ATCP
0.00***	0.00***	0.00***	PR
0.00***	0.00***	0.00***	RF
0.00***	0.00***	0.00***	RE
0.85	0.00***	0.00***	CAR
0.24	0.00***	0.00***	LR

القيم في الجدول تمثل الاحتمال المقابل للإحصائية الاختبار، \* معنوي عند مستوى دلالة 10%، \*\* معنوي عند مستوى دلالة 5%، \*\*\* معنوي عند مستوى دلالة 1%

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Stata17

المطلب الثاني: تقدير وتحليل نماذج أثر هيكل التمويل على القيمة الاجمالية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة

سيتم اتباع منهجية تقدير نماذج بيانات البانل واستخلاص ما إذا كان هناك تأثير لهيكل التمويل على القيمة الاجمالية في عينة عشوائية من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، ويعرض الجدول الموالي نتائج تقدير نموذج الدراسة باستخدام نماذج بيانات البانل الثلاثة والمتمثلة في كل من نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

أولاً: تقدير وتحليل نماذج التأثير

الجدول رقم 35-4: نتائج تقدير أثر الهيكل المالي على القيمة الاجمالية في عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

المتغيرات	النموذج التجميعي	نموذج الأثار الثابتة	نموذج الأثار العشوائية
<b>TCP</b>	3.24 (0.00)	0.63 (0.00)	0.80 (0.00)
<b>LTCP</b>	-4.22 (0.00)	-0.28 (0.50)	-0.05 (0.31)
<b>ATCP</b>	-0.26 (0.00)	-0.02 (0.06)	-0.03 (0.03)
<b>PR</b>	0.28 (0.00)	-0.01 (0.59)	0.01 (0.61)
<b>RF</b>	-1.23 (0.00)	-0.04 (0.64)	-0.14 (0.22)
<b>RE</b>	2.29 (0.00)	0.25 (0.03)	0.36 (0.02)
<b>CAR</b>	-0.02 (0.74)	0.10 (0.09)	0.05 (0.42)
<b>LR</b>	-3.80 (0.11)	-2.91 (0.00)	-2.93 (0.00)
الثابت (C)	4.30 (0.01)	4.16 (0.00)	4.87 (0.00)
<b>Prob F-Satistic</b>	0.00	0.00	/
<b>Prob Chi2</b>	/	/	0.00

القيم بين القوسين تشير إلى الاحتمال المقابل للمعامل

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Stata17 والملحق رقم 01، 02، و03.

تُظهر نتائج التقدير المتضمنة في الجدول أعلاه أن النماذج الثلاث المقدرة ذات معنوية إحصائية وهو ما يشير إليه الاحتمال المقابل لقيمة إحصائية فيشر (F-Satistic) ووكاي مربع (Prob Chi2).

ثانياً: اختبارات المفاضلة بين النماذج Hausman & FISHER

من أجل المفاضلة بين النماذج الثلاثة المقدرة نستعين باختبارين إحصائيين، يتمثل الأول في اختبار فيشر المقيّد وذلك للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثار الثابتة، والاختبار الثاني يتمثل في اختبار هوسمان (Hausman) للمفاضلة بين نموذج الأثار الثابتة ونموذج الأثار العشوائية، ويعرض الجدول الموالي نتائج الاختبارين.

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

الجدول رقم 36-4: نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج الثلاثة

الاختبار	قيمة الاختبار	الاحتمال المقابل لإحصائية الاختبار	القرار الاحصائي
اختبار FISHER	398.35	0.00	نموذج الأثار الثابتة هو الملائم
اختبار Hausman	73.35	0.00	نموذج الأثار الثابتة هو الملائم

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على Stata17 والملاحق رقم 4 و5

يشير اختبار فيشر المقيد كما هو مبين في الجدول إلى أن نموذج الأثار الثابتة هو المناسب لبيانات الدراسة، حيث جاءت قيمة الاحتمال المقابل لإحصائية الاختبار أقل من مستوى المعنوية 5%، مما يعني إمكانية رفض الفرض الصفري وقبول الفرض البديل أي أن القاطع ثابت بين هذه المؤسسات، أو بعبارة أخرى نموذج الأثار الثابتة أفضل من النموذج التجميعي.

ومن أجل المفاضلة بين نموذج الأثار الثابتة ونموذج الأثار العشوائية قمنا باختبار Hausman حيث تبين النتائج في الجدول أن الاحتمال الحرج لإحصائية  $\chi^2$  المحسوبة هو 0.00 مما يدل على أنها معنوية احصائيا عند 5%، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية، ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الأثار الثابتة هو الملائم للدراسة.

### ثالثا: تقييم الجودة النسبية لنموذج الملائم للدراسة نموذج الأثار الثابتة

لتقييم الجودة النسبية للنموذج المناسب للدراسة وهو نموذج الأثار الثابتة نستعين بمجموعة من الاختبارات الإحصائية نلخصها في الجدول التالي:

الجدول رقم 37-4: الاختبارات التشخيصية لنموذج الأثار الثابتة

الاختبار	الاحتمال المقابل لإحصائية الاختبار	القرار الاحصائي
<b>Pasaran CD test</b>	1.99	عدم وجود ارتباط بين المؤسسات
<b>Modified Wald test</b>	0.00	تباين البواقي غير ثابت
<b>Wooldridge test</b>	0.00	وجود ارتباط ذاتي للبواقي

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على Stata17 والملاحق رقم 6، 7، و8

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

### 1. اختبار **Pasaran CD test** لاختبار الارتباط بين المقاطع: تشير نتائج الاختبار إلى عدم وجود

مشكلة ارتباط بين المؤسسات، حيث جاء الاحتمال المقابل لإحصائية الاختبار أكبر من مستوى الدلالة 5%.

### 2. اختبار **Modified Wald test** لاختبار عدم ثبات تباين البواقى: تشير نتائج الاختبار إلى عدم

ثبات تباين البواقى، حيث جاء الاحتمال المقابل لإحصائية الاختبار أقل من مستوى معنوية 5%.

### 3. اختبار **Wooldridge test** لاختبار الارتباط الذاتي للبواقى من الدرجة الأولى: نلاحظ أن

الاحتمال الحرج للإحصائية الاختبار أقل من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي نرفض الفرض الصفري ونقبل الفرض البديل الذي ينص على وجود ارتباط ذاتي للبواقى من الدرجة الأولى..

ولمعالجة مشكلة عدم ثبات تباين البواقى والارتباط الذاتي للبواقى نقوم بالتقدير بطريقة **Prais-Winsten** كما هو موضح في ملحق رقم 9، ويمكن تلخيص نتائج التقدير في المعادلة رقم (1) التالية:

$$PBR_{it} = \frac{8.09}{(0.00)} + \frac{0.146}{(0.18)} TCP_{it} + \frac{0.416}{(0.07)} LTCP_{it} - \frac{0.010}{(0.05)} ATCP_{it} - \frac{0.024}{(0.00)} PR_{it} - \frac{0.007}{(0.79)} RF_{it} + \frac{0.175}{(0.00)} RE_{it} + \frac{0.105}{(0.00)} CAR_{it} - \frac{2.20}{(0.00)} LR_{it} \quad (1)$$

$$R^2 = 0.88$$

تبين نتائج التقدير بطريقة **Prais-Winsten** الموضحة في المعادلة أعلاه الجودة النسبية للنموذج المقدر من خلال معامل التحديد ( $R^2=0.88$ )، وتشير هذه القيمة المرتفعة لمعامل التحديد إلى أن المتغيرات المفسرة في النموذج المقدر تفسر ما نسبته 88% من التغير الحاصل في المتغير التابع المتمثل في القيمة الاجمالية **PBR**، أما النسبة المتبقية المقدرة بنحو 12% فترجع إلى عوامل أخرى، كما تشير نتائج التقدير إلى أن العلاقة بين القيمة الاجمالية والمتغيرات المفسرة معنوية جدا، حيث جاءت جميع المتغيرات المفسرة معنوية عند مستوى 5% و 10%، باستثناء متغير المديونية العامة **TCP** و متغير المردودية المالية **RF**.

### المطلب الثالث: تحليل وتفسير نتائج التقدير

بعد تقدير النماذج والمفاضلة بينها، وتقييم الجودة النسبية للنموذج الملائم للدراسة ومعالجة مشكلتي عدم ثبات تباين البواقى والارتباط الذاتي للبواقى بطريقة **Prais-Winsten** تأتي إلى تحليل وتفسير نتائج التقدير انطلاقا من المعادلة رقم (1) كما يلي:

## الفصل الرابع: دراسة تأثير هيكل التمويل على القيمة الاجمالية لعينة مؤسسات اقتصادية جزائرية

- متغير المديونية العامة (TCP): وجود تأثير موجب غير معنوي للهيكل المالي مقاسا بالمديونية العامة على القيمة الاجمالية للمؤسسة؛
- متغير المديونية طويلة أجل (LTCP): وجود تأثير معنوي موجب للهيكل المالي مقاسا بالمديونية طويلة أجل على القيمة الاجمالية للمؤسسة، حيث أن زيادة المديونية طويلة أجل بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة القيمة الاجمالية للمؤسسة بمقدار 0.416 مما يعني أن عينة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة تستخدم الديون طويلة أجل لرفع قيمة المؤسسة؛
- متغير الديون قصيرة أجل (ATCP): وجود تأثير معنوي سالب للهيكل المالي مقاسا بالمديونية قصيرة أجل على القيمة الاجمالية للمؤسسة، حيث أن زيادة المديونية قصيرة أجل بوحدة واحدة تؤدي إلى انخفاض القيمة الاجمالية للمؤسسة بمقدار 0.010؛
- متغير الربحية (PR): وجود تأثير معنوي سالب لمؤشر الربحية على القيمة الاجمالية للمؤسسة، حيث أن زيادة مؤشر الربحية بوحدة واحدة تؤدي إلى انخفاض القيمة الاجمالية للمؤسسة بمقدار 0.024؛
- متغير المردودية المالية (RF): وجود تأثير معنوي سالب غير معنوي للمردودية المالية على القيمة الاجمالية للمؤسسة؛
- متغير المردودية الاقتصادية (RE): وجود تأثير معنوي موجب للمردودية الاقتصادية على القيمة الاجمالية للمؤسسة، حيث أن زيادة المردودية الاقتصادية بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة القيمة الاجمالية للمؤسسة بمقدار 0.175؛
- متغير هيكل الأصول (CAR): وجود تأثير معنوي موجب لهيكل الأصول على القيمة الاجمالية للمؤسسة، حيث أن زيادة هيكل الأصول بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة القيمة الاجمالية للمؤسسة بمقدار 0.105؛
- متغير السيولة (LR): وجود تأثير معنوي سالب للسيولة على القيمة الاجمالية للمؤسسة، حيث أن زيادة مؤشر السيولة بوحدة واحدة تؤدي إلى انخفاض القيمة الاجمالية للمؤسسة بمقدار 2.20؛

## خلاصة الفصل

تناول هذا الفصل الجانب التطبيقي لموضوع تأثير هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية على القيمة الإجمالية والذي تم على عينة عشوائية لمؤسسات اقتصادية جزائرية ببيانات ربع سنوية لفترة 2015-2020، حيث تم استخدام هيكل التمويل مقاسا بمؤشرات المديونية الثلاثة: المديونية العامة، المديونية طويلة أجل والمديونية قصيرة أجل على التوالي، والمتغير التابع وهو القيمة الإجمالية تم التعبير عنه بالقيمة الدفترية الموجودة في الميزانية العامة للمؤسسات، في ظل وجود خمس متغيرات ضابطة والمتمثلة في الربحية، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، هيكل الأصول والسيولة، ليتم اجراء دراسة وصفية بمختلف البيانات والمؤشرات المالية كما تم اجراء دراسة قياسية باستخدام النماذج الطولية panel data وتوصلت الدراسة إلى أن هيكل التمويل مقاسا بالمديونية العامة له أثر موجب ذو دلالة معنوية قوية على القيمة الإجمالية، أو بصيغة أخرى فإن هيكل التمويل يفسر ما قيمته 63% من القيمة الإجمالية للمؤسسات الاقتصادية كما توصلت الدراسة لوجود علاقة معنوية موجبة بين كل من المردودية الاقتصادية والسيولة على القيمة الإجمالية، بينما توجد علاقة ذات دلالة معنوية سالبة لكل من المديونية طويلة أجل، المديونية قصيرة أجل، الربحية، المردودية المالية وهيكل الأصول على القيمة الإجمالية.

# الخاتمة

## الخاتمة

فرضت العولمة والتفتح الاقتصادي على معظم دول العالم ومن بينها الجزائر أن توفر للمؤسسات والمستثمرين بيئة ملائمة لممارسة نشاطهم الاقتصادي بكل شفافية وأريحية، مما يساهم في جذب الأموال المدخرة والحصول على استثمارات داخلية وخارجية للمشاريع، حيث أن الجزائر أصبحت تحظى بمجموعة مؤسسات اقتصادية تساهم في رفع الناتج المحلي والدخل الوطني، بالرغم من أن الاقتصاد الوطني غير نشط جدا مثله مثل باقي اقتصاديات العالم العربي والأجنبي وهذا راجع لعقلية المستثمر الذي لا يفضل المغامرة بأمواله خاصة في ظرف عدم التأكد والتغيرات الاقتصادية والسياسة التي يشهدها العالم، إلا أنها تتعامل مع مؤسسات معينة وتساهم في التعريف بها وبأنشطتها، مع العلم أن المشاريع بمختلف أنواعها بحاجة لتمويل مباشرة العمل وتحقيق تطور اقتصادي ورفع معدلات الدخل الوطني.

وباعتبار أن التمويل يتصف بالندرة في الظروف الراهنة مع الانتشار الواسع لجائحة كورونا (Covid19)، أصبح الكل متخوف من المخاطرة برأسماله، لكن المؤسسات تعمل باستراتيجيات واضحة تجعلها تعتمد مصادر تمويل متاحة لديها لتغطية احتياجاتها من أجل الوصول للهدف العام للمؤسسة وهو البقاء والاستمرار مع تعظيم قيمتها الاجمالية، وهذا لا يتم إلا من خلال هيكل تمويل يكون بمثابة مرآة عاكسة لمختلف المصادر التمويلية من أموال خاصة وديون، حيث أن موضوع هيكل التمويل يحظى بأهمية بالغة خاصة في ظل الآراء المتضاربة حول فكرة وجود هيكل تمويل أمثل من عدمها؟ وكذا حول إذا كان هناك تأثير فعلي لهيكل التمويل على القيمة الاجمالية للمؤسسة؟.

وهذا ما يجعل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تحاول اعتماد هيكل تمويل مرن قابل للتعديل حسب الظروف، ذلك لأن القرارات المالية المتخذة تختلف من فترة لأخرى، وكذا حسب ما هو متاح لدى المؤسسة من موارد مالية بالموازاة مع أسعار الفائدة، مما يجعل المؤسسات مضطرة لتشكيل هيكل تمويل من أموال خاصة وديون بأقل التكاليف وتعمل من خلاله لتعظيم معدل عائد الأوراق المالية والذي يساهم في تعظيم ثروة الملاك مما يجعل القيمة الاجمالية للمؤسسات في أعلى مستوى لها.

وبعد أن بحثت هذه الدراسة في موضوع تأثير هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية على القيمة الاجمالية\_دراسة حالة عينة مؤسسات في فصولها النظرية والتطبيقية ومحاولة منا للإجابة على السؤال الرئيسي القائل: ما مدى تأثير هيكل التمويل على القيمة الإجمالية للمؤسسة الاقتصادية؟

كان الهدف من الدراسة هو فحص قوة أو ضعف تأثير هيكل التمويل لمؤسسات اقتصادية جزائرية على قيمتها الإجمالية ، وهذا بأخذ بيانات مالية للمؤسسات سواء من الموقع الرسمي أو من مصلحة المالية والمحاسبة في المؤسسات الأخرى لفترة 2015-2020، لإجراء الدراسة القياسية وفق معلومات صحيحة واقتداء بالدراسات السابقة تم قياس عن المتغير المستقل وهو هيكل التمويل بمؤشرات المديونية الثلاثة، والمتغير التابع وهو القيمة الإجمالية تم قياسه بالقيمة الدفترية، وباقي المتغيرات المستقلة هي قوانين مالية والمتمثلة في الربحية، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، هيكل الأصول والسيولة.

وبعد محاولة تحليل مختلف البيانات المالية والهياكل المالية ومحاولة معرفة قوة أو ضعف التأثير الموجود بين الهيكل المالي والقيمة الاجمالية للمؤسسات عينة الدراسة تم اختبار الفرضيات المطروحة سابقا والتوصل إلى مجموعة النتائج التالية، مع طرح بعض الاقتراحات مع تقديم آفاق للموضوع قد تكون مكملة لدراستنا هذه.

#### أ\_ اختبار الفرضيات

من خلال اجراء مختلف الاختبارات توصلنا إلى نموذج الأثر الثابت هو الذي يلائم دراستنا، وتم كذلك التوصل إلى نتائج الدراسة من خلال اثبات أو نفي الفرضيات التي انطلقت منها هذه الدراسة وهذا على النحو الآتي:

رقم الفرضية	الفرضية	الحكم على الفرضية
الفرضية الرئيسية الأولى	هيكل التمويل يتمثل في تشكيلة مصادر التمويل طويلة وقصيرة أجل بينما هيكل رأس المال فهو فقط جزء منه أي المصادر التمويلية طويلة أجل، في حين أن هيكل التمويل الأمثل هو ذلك المزيج الذي تحصل عليه المؤسسة بأقل التكاليف ويحقق لها أكبر العوائد	مقبولة
الفرضية الرئيسية الثانية	النظريات المالية اختلفت في تفسير العلاقة فهناك من تقول أنه يوجد تأثير قوي لهيكل التمويل على القيمة الإجمالية وهناك من ترى أن التأثير ضعيف.	مقبولة
الفرضية الرئيسية الثالثة	توجد علاقة ذات دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل مقاسا بالمديونية العامة على القيمة الإجمالية للمؤسسات عينة الدراسة لفترة 2015-2020.	مقبولة
الفرضية الرئيسية الرابعة	توجد علاقة ذات دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل مقاسا بالمديونية طويلة أجل على القيمة الإجمالية للمؤسسات عينة الدراسة لفترة 2015-2020.	مرفوضة
الفرضية الرئيسية الخامسة	توجد علاقة ذات دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل مقاسا بالمديونية قصيرة أجل على القيمة الإجمالية للمؤسسات عينة الدراسة لفترة 2015-2020.	مرفوضة
الفرضية الرئيسية السادسة	توجد علاقة ذات دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل من خلال المؤشرات المالية على القيمة الإجمالية للمؤسسات عينة الدراسة لفترة 2015-2020.	****
الفرضية الفرعية الأولى	يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل التمويل باستخدام الربحية على القيمة الإجمالية للمؤسسات عينة الدراسة لفترة 2015-2020	مرفوضة
الفرضية الفرعية الثانية	يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل باستخدام المردودية المالية على القيمة الإجمالية للمؤسسات عينة الدراسة لفترة 2015-2020	مرفوضة
الفرضية الفرعية الثالثة	يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل باستخدام المردودية الاقتصادية على القيمة الإجمالية للمؤسسات عينة الدراسة لفترة 2015-2020	مقبولة
الفرضية الفرعية الرابعة	يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل باستخدام هيكل الأصول على القيمة الإجمالية للمؤسسات عينة الدراسة لفترة 2015-2020	مرفوضة
الفرضية الفرعية الخامسة	يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل باستخدام السيولة على القيمة الإجمالية للمؤسسات عينة الدراسة لفترة 2015-2020	مقبولة

## ب- نتائج الدراسة النظرية

1. يتشكل هيكل التمويل من مزيج بين الأموال الخاصة والديون يتم مزجه بنسب معينة ليشكل هيكل تمويل أمثل.
2. يعتبر هيكل رأس المال جزء من هيكل التمويل حيث أنه يتشكل فقط من الأموال طويلة الأجل.
3. يكون هيكل تمويل أمثل عندما تتحصل عليه المؤسسة بتكلفة أقل ويحقق لها عوائد مرتفعة.
4. يساهم هيكل التمويل الأمثل في رفع ثروة الملاك ومنه يحقق قيمة إجمالية للمؤسسة مرتفعة.
5. حاولت مختلف النظريات المالية تفسير العلاقة الموجودة بين هيكل التمويل والقيمة كما حاولت البحث في امكانية وجود هيكل تمويل من عدمه واذا كان موجود هل يؤثر على القيمة الإجمالية.
6. اعترفت نظرية صافي الربح بأن زيادة الاقراض يؤثر على قيمة المؤسسات أي أنه عند تغير الهيكل المالي فإن التكلفة تتغير وكذا قيمة المؤسسة.
7. تنفي نظرية صافي ربح العمليات أثر هيكل التمويل على القيمة الإجمالية لكن زيادة القروض ترفع المخاطر مما يجعل الملاك يطالبون برفع معدل العائد على حق الملكية وبالمقابل تنخفض تكلفة القروض وبهذا تبقى التكلفة المرجحة ثابتة وكذا قيمة المؤسسة.
8. قام كل من مد غلياني وميلر بنفي أثر هيكل التمويل على القيمة في مقالهما الأول في ظل غياب الضرائب أين قال الباحثين بأن قيمة مؤسسة لها دين يمكن أن تساوي قيمة مؤسسة ليس لها ديون، ثم قاما بتصحيح الخطأ واعترفا بأنه يوجد أثر لهيكل تمويل يحتوي على قروض بكثرة بسبب مزايا الوفر الضريبي وهذا ما يساهم في رفع القيمة الإجمالية المؤسسة.

## ج- نتائج الدراسة التطبيقية

- 1\_ تملك مؤسستي أليانس للتأمينات والتسيير الفندقية هيكل تمويل غير متوازن حيث أنه بعيد عن النسبة المثلى المقترحة وهي 60% أموال خاصة و40% ديون، إذ أنهما تمتلكان فقط من 39 إلى 42% أموال خاصة والباقي كله أموال خارجية وهذا يعرض الملاك للخسارة.

2\_ تمتلك مؤسستي صيدال وبيو فارم هيكل تمويل يقترب من المتوازن أو الأمثل حيث أن صيدال تمتلك أموال خاصة تتراوح ما بين 50% و58% وبيو فارم تمتلك أموال خاصة تتراوح ما بين 54% و74% لتكون بهذا الدين أقل من الأموال الخاصة وتقترب من النسبة المثلى المقترحة.

3\_ اعتمدت مؤسسة باتيميتال هياكل غرب هيكل تمويل غير أمثل سنتي 2015 و2016 مما أثر سلبا على قيمتها الإجمالية لكن بعد 2016 أصبحت تستخدم هيكل تمويل متوازن نوعا ما.

4\_ اعتمدت مؤسسة ميناء تنس لفترة 2015-2017 هيكل تمويل أمثل أثر إيجابا على قيمتها الإجمالية، بينما في باقي الفترة ارتفعت مديونيتها الطويلة الأجل مما أثر سلبا على قيمتها الإجمالية.

5\_ تعتمد مؤسسة اسمنت شلف على ما يفوق 80% من الأموال الخاصة وهذا يجعل القيمة الإجمالية في حالة منخفضة بينما في سنة 2020 وهي التي تأثرت فيها بجائحة كوفيد19 اعتمدت نسبة معتبرة من المديونية طويلة أجل ما جعل قيمتها الإجمالية ترتفع عن باقي سنوات الدراسة.

6\_ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية قوية لهيكل التمويل مقاسا بالمديونية العامة على القيمة الإجمالية حيث توصلنا إلى أنه كلما ارتفعت المديونية العامة بوحدة واحدة ترتفع القيمة الإجمالية ب0.63 وهذا دليل على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تستخدم الدين في هيكل تمويلها من أجل رفع القيمة الإجمالية.

7\_ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لهيكل التمويل مقاسا بالمديونية الطويلة الأجل على القيمة الإجمالية حيث توصلنا إلى أنه كلما ارتفعت المديونية الطويلة الأجل بوحدة واحدة تنخفض القيمة الإجمالية ب0.28 وهذا دليل على أن الدين طويل أجل للمؤسسات عينة الدراسة تؤثر سلبا على القيمة الإجمالية.

8\_ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لهيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة مقاسا بالمديونية قصيرة أجل على القيمة الإجمالية.

9\_ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربحية والقيمة الإجمالية للمؤسسات أي أنه كلما ترتفع الربحية تنخفض قيمة الإجمالية للمؤسسات.

10\_ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية والقيمة الإجمالية أي أنه كلما ترتفع المردودية المالية تنخفض قيمة الإجمالية للمؤسسات.

11\_ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المردودية الاقتصادية والقيمة الإجمالية أي أنه كلما ارتفع المردودية الاقتصادية ترتفع القيمة الإجمالية.

12\_ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الأصول والقيمة الإجمالية أي أنه كلما ترتفع هيكل الأصول تنخفض قيمة الإجمالية للمؤسسات.

13\_ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين السيولة والقيمة الإجمالية، أي أنه كلما زادت السيولة ترتفع قيمة المؤسسات.

### د\_ التوصيات

انطلاقاً من نتائج الدراسة يمكننا تقديم بعض التوصيات كما يلي:

1. ضرورة العمل بجدية على تصحيح الانحرافات الواقعة بهيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية والعمل على تشكيل هيكل تمويل يرفع ثروة الملاك وقيمة المؤسسة.
2. ضرورة الاعتماد على التحليل المالي عند اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية خاصة على الأمد الطويل كون أن المؤشرات المالية في المؤسسة تعطي نتائج واضحة وصريحة على الوضعية المالية للمؤسسة وكذا تبين مدى تحقيق المؤسسة للتوازن المالي.
3. محاولة الاعتماد على الديون والأموال الخاصة بنسب مثلى حتى يؤثر ذلك إيجاباً على القيمة الإجمالية للمؤسسات لأن المؤسسة كلما تلجأ للديون أكثر تزيد من احتمال الخسائر أو وقوعها في عسر مالي وهذا ما يخيف الملاك ويجعلهم يطلبون عائد مرتفع من أجل حماية أموالهم.
4. ضرورة التركيز على الرفع المالي بالمؤسسة من أجل تحصيل وفورات ضريبية.
5. الاهتمام بالعوامل الأخرى غير هيكل التمويل التي تؤثر على قيمة المؤسسة مثل كفاءة المديرين والمدربين وقدرة المؤسسة على المنافسة في ظل التغيرات الاقتصادية وتقلبات الأسعار.

### هـ\_ آفاق الدراسة

1. الرقابة المالية كأداة لتفعيل الهياكل المالية بالمؤسسات الاقتصادية \_دراسة عينة مؤسسات اقتصادية
2. تأثير التخطيط المالي الاستراتيجي على الهيكل التمويلي \_ دراسة حالة

3. القرارات المالي وتأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر.
4. تحليل العلاقة الموجودة بين الهيكل المالي والقرارات المالية -دراسة تطبيقية على عينة مؤسسات اقتصادية
5. دور المؤشرات المالية في تقييم الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية
6. أثر هيكل التمويل الأمثل على جودة الأرباح المحاسبية.

# قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ- الكتب

- 1) ابراهيم الزبيدي محمود. (2008). الإدارة المالية المتقدمة. الأردن: مؤسسة الوراق.
- 2) ابراهيم محمد احمد فتحي . (2007). مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية. مصر: دار النشر بجامعة اسيوط.
- 3) ابراهيم هنيدي منير. (2007). الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر. الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.
- 4) أحمد، مرسى عبد الله اللوح جلال الدين. (2009). الإدارة المالية (الإصدار الأول). مصر: المكتب الجامعي الحديث.
- 5) أمين عبد العزيز حسن. (2000). الأسواق المالية. مصر: دار قباء الحديثة.
- 6) بخراز، يعدل فريدة. (2000). تقنيات وسياسات التسيير المصرفي. الجزائر.
- 7) براق حمزة غربي محمد. (2015). مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة. الاسكندرية: المكتب الجامعي الحديث.
- 8) بن ساسي يوسف قريشي إلياس . (2006). التسيير المالي (الإدارة المالية) (الإصدار الأول). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- 9) بن ساسي يوسف قريشي إلياس. (2011). التسيير المالي \_ الإدارة المالية (الإصدار الثاني). الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
- 10) بوراس أحمد. (2008). تمويل المنشآت الاقتصادية. عناية الجزائر: دار العلوم للنشر والتوزيع.
- 11) توفيق ج. (بدون تاريخ). أساسيات الإدارة المالية. بيروت، لبنان: دار النهضة العربية.
- 12) جمال الدين ، العوينات. (2003). الإدارة وعملية اتخاذ القرار. الجزائر: دار هومة.
- 13) جميل أحمد توفيق. (بلا تاريخ). أساسيات الإدارة المالية. لبنان بيروت: دار النهضة العربية.
- 14) حمد سعيد عبد الهادي. (2008). الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل والتحليل المالي. عمان: دار حامد للنشر والتوزيع.
- 15) حمد يوسف عبد الوهاب. (2008). التمويل وإدارة المؤسسات المالية (الإصدار الأول). الأردن، عمان: دار حامد للنشر والتوزيع.
- 16) حمزة محمود، الزبيدي. (2000). التحليل المالي، تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي. عمان: مؤسسة الوراق.
- 17) الحناوي جلال ابراهيم العبد محمد . (2002). الإدارة المالية (مدخل القيمة واتخاذ القرارات. مصر: الدار الجامعية.
- 18) الحنفي سمية، زكي عبد الغفار. (2002). الادارة المالية. مصر: الدار الجامعية.
- 19) الحياي، و. ن. (2007). التحليل المالي. الدنمارك: الأكاديمية العربية للنشر والتوزيع.
- 20) خباية، ن. ا. (1997). الإدارة المالية (éd. الأول). لبنان: دار النهضة العربية.
- 21) خطاب، ج. ج. (2009). إعادة هيكلة المصارف \_ دراسة تطبيقية \_ عمان: دار دجلة.
- 22) الخيري، م. م. (2013). التحليل المالي الكشف عن الانحراف والاختلاس (éd. الأول). عمان: الصايل للنشر والتوزيع.
- 23) الدوري نور، أبو زناد مؤيد. (2003). التحليل المالي باستخدام الحاسوب. عمان: دار وائل للنشر.

## قائمة المراجع

- (24) الزحيلي وهيبه. (2002). المعاملات المالية المعاصرة. لبنان، بيروت: دار الفكر المعاصر.
- (25) زيد، م. ا. (2009). التحليل المالي شركات وأسواق مالية المملكة العربية السعودية. (éd. الأول). (السعودية: دار المريخ.
- (26) سعود، ج. ع. (2020). أساسيات الإدارة المالية. (éd. الأولى). (الأردن: جامعة المثني.
- (27) السعيد جمعة فرحات. (2000). الأداء المالي لمنظمات الأعمال\_التحديات الراهنة\_. (السعودية: دار المراجع.
- (28) سليم حداد فايز. (2010). الإدارة المالية (الإصدار الثاني). عمان: دار حامد للنشر والتوزيع.
- (29) سمير، م. (بدون تاريخ) اقتصاديات الاستثمار التحليل المالي المدخل في التحليل واتخاذ القرارات. الاسكندرية: مركز الاسكندرية للكتاب.
- (30) السنفي عبد الله. (2013). الإدارة المالية. صنعاء: دار الكتاب الجامعي.
- (31) شبيب، د. ك. (2009). مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة. (éd. الثاني). عمان: دار الميسرة للنشر والتوزيع.
- (32) الشمري، خ. ب. (2010). التحليل المالي والاقتصادي في دراسات تقييم وجنوى المشاريع. (éd. الأول). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- (33) الشيخ، ف. م. (2008). التحليل المالي. (éd. الأول). (فلسطين).
- (34) الشيخ ابراهيم الجزراوي حمزة. (2002). الإدارة المالية الحديثة (الإصدار 1). عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.
- (35) صالح الحناوي ابراهيم نهال مصطفى وأخرون محمد. (2001). أساسيات الإدارة المالية. مصر: الدار الجامعية.
- (36) صالح حناوي وأخرون محمد. (2003). الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الجديدة. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- (37) طارق، الحاج. (2010). مبادئ التمويل (الإصدار الأول). الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.
- (38) طارق، الحاج. (2016). مبادئ التمويل (الإصدار الثاني). عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.
- (39) عاطف، وليم أندرواس. (2008). التمويل والإدارة المالية. مصر: دار الفكر الجامعي
- (40) عبد الحلیم، كراجه وأخرون (2000). الإدارة والتحليل المالي. عمان الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.
- (41) عبد الحلیم، كراجه وأخرون. (2006). الإدارة والتحليل المالي أسس مفاهيم تطبيقات (الإصدار الثاني). عمان: دار هناء للنشر والتوزيع.
- (42) عبد العال حماد طارق. (2008). التقييم وإعادة هيكلة الشركات. مصر: الدار الجامعية.
- (43) عبد الغفار، الحنفي. (2002). أساسيات التمويل والإدارة المالية. الاسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر والتوزيع.
- (44) عبد القادر، م. خ. (2017). الإدارة المالية. (5. éd.) مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر مطابع السروات
- (45) عبد الوهاب يوسف احمد. (2008). التمويل وإدارة المؤسسات المالية (الإصدار الأول). الأردن: دار حامد للنشر والتوزيع.
- (46) عبيد علي أحمد، الحجازي. (2001). مصادر التمويل. مصر: دار النهضة العربية.
- (47) عدنان، تايه النعيمي ياسين كاسب خرشة. (2007). أساسيات في الإدارة المالية. عمان: دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- (48) عدنان، تايه نعيمي فؤاد التميمي. (2009). الإدارة المالية المتقدمة. الأردن: دار اليازوري.
- (49) العصار واخرون رشاد. (2001). الإدارة والتحليل المالي. الأردن: دار البركة.

## قائمة المراجع

- 50 عقل مفلح. (2000). مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي (الإصدار الثاني). الأردن، عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع.
- 51 عقل، مفلح (2005). مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي (éd. الأول). عمان: مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع.
- 52 علي ، كنعان. (2003). المالية العامة والإصلاح المالي في سورية (الإصدار الأول). عمان: دار الرضا للنشر والتوزيع.
- 53 العلي أسعد حميد. (2012). الإدارة المالية (أسس علمية وتطبيقية) (الإصدار الثاني). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- 54 علي، عباس. (2018). أسس الإدارة المالية. سوريا: الجامعة الافتراضية السورية.
- 55 الغالي، بن ضيف محمد عدنان بن ابراهيم. (2019). الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسندات (الإصدار الأول). بسكرة(الجزائر): دار علي بن زيد للطباعة والنشر.
- 56 فلاح مؤيد عبد الرحمان حسين الحسيني. (2001). إدارة البنوك. عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- 57 فليح، حسن خلف. (2008). المالية العامة. جدار للكتاب العالمي
- 58 فيصل ، الشواورة. (2016). مبادئ الإدارة المالية: الإطار النظري ومحتوى علمي. عمان.
- 59 فيصل جميل نضال، عبد الله السعايدية. (2004). الملخص الوجيز للإدارة والتحليل المالي (الإصدار الأول). الأردن، عمان: مكتبة المجتمع العربي.
- 60 قاسم علوان نايف. (2009). إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق (الإصدار الأول). الأردن، عمان: دار الثقافة للنشر والتوزيع.
- 61 كاظم مدلول، العارض جليل. (2013). الإدارة المالية المتقدمة (الإصدار الأول). عمان: دار صفاء للنشر.
- 62 كمال ، أل شبيب دريد. (2007). مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة. عمان: دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- 63 محمد الأزهرى عبد العزيز محمود عبد المجيد اسماعيل. (2007). الإدارة المالية المتقدمة (الإصدار الأول). السودان: جامعة السودان المفتوحة.
- 64 محمد جمعان نجية. (2004). أساسيات الإدارة المالية (الإصدار 01). صنعاء: مركز الأمين للنشر والتوزيع.
- 65 محمد سمير عبد العزيز. (2006). اقتصاديا الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مدخل في التحليل واتخاذ القرار. الاسكندرية: مشرفة للنشر والتوزيع.
- 66 محمد صالح ، الحناوي وآخرون. (2001). أساسيات الإدارة المالية (الإصدار الأول). الاسكندرية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع.
- 67 محمود الشواورة فيصل. (2016). مبادئ الإدارة المالية المتقدمة: اطار نظري ومحتوى عملي التمويل والاستثمار والتخطيط والتحليل المالي. عمان.
- 68 محمود، العامري ع. (2010). الإدارة المالية المتقدمة. عمان: دار اثناء للنشر.
- 69 محمود، العامري. رع. (2013). الإدارة المالية المتقدمة. عمان: دار وائل للنشر.
- 70 المرسي أحمد عبد الله، الطح جمال الدين. (2006). الإجارة المالية مدخل اتخاذ القرارات. مصر: الدار الجامعية.
- 71 مطر محمد. (1997). التحليل المالي: الأساليب والأدوات (الإصدار 1). عمان: الشركة الجديدة للطباعة والتغليف.
- 72 مظهر قنطقجي سامر. (2019). فقه الإدارة المالية والتحليل المالي. كتاب منشور (الأول). منشورات كاي.
- 73 المفلح محمود المغربي محمد . (2016). التمويل والاستثمار في الاسلام (الإصدار الأول). عمان: دار الجنان للنشر والتوزيع.

- 74) محمد إبراهيم عبد الرحيم. (2008). *اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي*. مصر، الاسكندرية: مؤسسة الجامعة للنشر.
- 75) محمد الزعيبي هيثم. (2000). *الإدارة والتحليل المالي*. عمان: دار الفكر للطباعة والنشر.
- 76) منير، ش. و. (2005). *التحليل المالي مدخل لصناعة القرارات* (éd. الأول). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- 77) منير، هنيدي. ا. (1998). *الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل*. الاسكندرية، مصر: منشأة المعارف.
- 78) الهادي، ح. س. (2008). *الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل والتحليل المالي*. عمان، الأردن: دار حامد للنشر والتوزيع.
- 79) اليوسف فواز الحمودي جمال. (2010). *الإدارة المالية*. سوريا: مطبعة الروضة.

## ب- مقالات

- 1- أحمد عبد المنعم. (2018). أثر مكونات هيكل رأس المال في القرارات التمويلية والاستثمارية بقطاع التأمين السوداني. *مجلة أماراباك الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا*، 09(28)،
- 2- ابراهيم الغيا رضوان العمار دنيا. (2018). النظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة-عرض وتحليل. *مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية-سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية*، 40(06)
- 3- أبو حمام، ح. ا. (2015). أساليب المحاسبة الإدارية الاستراتيجية المطبقة من قبل الشركات المدرجة في بورصة فلسطين وتأثيرها على الهيكل التمويلي لتلك الشركات. 17(03).
- 4- أحمد هاشم أحمد يوسف. (2019). العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم في السوق المالية السعودية. *مجلة الجزيرة للعلوم الاقتصادية والاجتماعية*، 10(2)،
- 5- بريك، د. أ. (2020). أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري وتكلفة رأس المال: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. 24(01).
- 6- بكاري بلخير. (بلا تاريخ). النظام المحاسبي المالي والتقييم وفق طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح ANCC. *مداخلة منشورة*، 1-12. جامعة قاصدي مرياح.
- 7- بكاري، بلخير. ض. (2017). محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة \_ دراسة تطبيقية لعينة عاملة في قطاع الخدمات بولاية ورقلة. *مجلة الواحات للبحوث والدراسات* (1)10
- 8- بلخير أيوب ضيف بكاري. (2017). محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة- دراسة تطبيقية لعينة عاملة في قطاع الخدمات بولاية ورقلة. *مجلة الواحات للبحوث والدراسات*
- 9- بلخير، ب. ع. (2017). دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية دراسة تطبيقية لعينة م المؤسسات. *مجلة دراسات العدد الاقتصادي* (01)08
- 10- بلعشي محمد خميسي بن رجم عبد المالك. (2018). أثر فتح رأس المال على قيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة \_ دراسة تحليلية لمجمع صايدال للصناعة الصيدلانية وفندق الأوراسي. *مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية*، 11(01)
- 11- بن سعد بن هليل العصيمي محمد. (يوليو، 2020). الأسهم حقيقتها وأحكامها. *مجلة كلية الشريعة والقانون*، 2(32)،
- 12- بن عزيزة نور الدين عبيط صورية. (08 جوان، 2017). أثر هيكل الاستدانة في تكاليف الوكالة حالة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر لفترة 2010-2017. *مجلة الباحث الاقتصادي*، 07(11).
- 13- بن علال ثابت. (جانفي، 2014). أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر. *مجلة دراسات العدد الاقتصادي* (21-أ)
- 14- بنية محمد. (04، 2017). نموذج مقترح لدراسة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات: دراسة حالة عينة من الشركات في الصناعات البيتروكيماوية المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية لفترة 2010-2014. *المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية*، 02(07)

- 15- بوكرومة عبادة، عبيدات كريمة. (2019، 12 29). أثر هيكل رأس المال على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية. *مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية*، 13(02)
- 16- الجبالي محمود العلي. (2012). تقييم الأصول الثابتة لأغراض الخصخصة -حالة مؤسسة سكة الحديد العقبة في الأردن-. *مجلة الباحث* (01)
- 17- جهرة، شناقفة. (2017). أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للبنوك المسجلة في سوق الأوراق المالية السعودي\_ دراسة عيانية لفترة 2005\_2015. *مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير*، العدد 17
- 18- حركاتي نبيل. (2018). محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف لفترة 2009-2014. *مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير*، 12(13)
- 19- حسين م. (2015، 06). أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية. *مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية*
- 20- حفص، رشيد وآخرون. (2018). العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الخدمية المدرجة في بورصة الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة 2014\_2016. *مجلة رؤى الاقتصادية*، 08(01)
- 21- حمد، محمد فرح. (يونيو، 2015). محددات الهيكل التمويلي للبنوك التجارية: دراسة تطبيقية على بنوك تجارية بريطانية. *مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال*، 2(01)
- 22- حمزة، غربي. (2015). العوامل المحددة لسلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية اتجاه الاستدانة البنكية طويلة الأجل\_ دراسة تجريبية. *المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية*. (01)
- 23- الخميس، ا. د. (2021). دور مؤشرات التحليل المالي في تقييم الأداء المالي للمنشآت بالتطبيق على القوائم المالية للشركة الأهلية لصناعة الزيوت *مجلة جامعة البعث* 13(43)
- 24- الدغيم عبد العزيز وآخرون. (2006). التحليل الائتماني ودوره في ترشيد عمليات الاقراض المصرفي بالتطبيق على المصرف الصناعي السوري. *مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية*، 28(03)،
- 25- دلفوف سفيان. (2018). أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر اسلامية حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي. *مجلة اقتصاديات شمال افريقيا*، الصفحات 180-210.
- 26- رابحي رانية ابراهيم بومزيد كوثر. (2018، 09 28). مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية. *مجلة الباحث الاقتصادي*، 06(10)
- 27- رواجي عبد الناصر. (2006). أهمية تقييم المؤسسات الجزائرية. *مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير* (6)
- 28- زريعة ربيع الهادي منى. (2015). محددات الهيكل المالي: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق تونس للأوراق المالية. *المجلة العالمي للأعمال والإدارة*
- 29- زغيب نظيرة فلادي مليكة. (ديسمبر، 2014). دراسة علاقة السياسة الجبانية للهيكل التمويلي للمؤسسة حالة مؤسسة SIIICO سكيكدة. *المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية*
- 30- زوبنة، م. ح. (2018، ديسمبر). مساهمة المعلومة المحاسبية في اتخاذ القرار التمويلي. *مجلة اقتصاد المال والأعمال* 3(2)
- 31- الساعدي علاء. (2012). هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة فيه: دراسة تطبيقية للشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية. *مجلة الاقتصاد الخليجي*
- 32- سليمان الشلاش علي البقوم. (2008). العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال. *مجلة المنارة*، 14(الأول)،
- 33- شريف عليان وآخرون. (2007). *الإدارة والتحليل المالي*. الأردن: دار البركة للنشر والتوزيع.
- 34- الشلاش علي البقوم، وسام العون سليمان. (2008). العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 1997-2001. *مجلة المنارة*

## قائمة المراجع

- 35- صبيح الهادي خالد. (2020). العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسيولة السهم- دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية. مجلة JCES
- 36- صبيحة، قاسم هاشم. (2015). نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة \_ بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، 21(83)
- 37- عبد الرحمن موسى محمد علي. (28 فبراير، 2020). سوق الخرطوم للأوراق المالية: الواقع ومتطلبات التحسين دراسة مقارنة لأسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، 4(2)، صفحة 58\_45.
- 38- عبد الكريم ، خيرى حسين بلعجوز. (2018). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية غير المسعرة في البورصة \_ دراسة حالة مؤسسة مطاحن الجلفة
- 39- عبد الكريم، خيرى. (07 06، 2021). مدى مساهمة مؤشر القيمة المضافة في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة دراسة حالة مجمع صايدال. مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، 07(01)
- 40- عبد الله القاضي وأخرون ابراهيم. (2016). أثر القرارات الاستراتيجية التمويلية في شركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية على حصة السهم العادي من الأرباح. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية(15)
- 41- عدنان، قباجة عبد المجيد. (2018). محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين دراسة تطبيقية لفترة 2006\_2016. مجلة الاقتصاد والمالية، 04(02)
- 42- عطية محمد حلمي. (10، 1971). الهيكل التمويلي وأهمية ابراز قصور المال العامل. مجلة المدير العربي(35)
- 43- علاء محمد شكري. (مارس، 2020). أثر مؤشرات السيولة والربحية والمديونة على المخاطر المنتظمة لأسهم قطاع العقارات المصرية. المجلة العربية للإدارة، 40(1)
- 44- علاء، ا. (2012). هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة فيه :دراسة تطبيقية للشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية مجلة الاقتصاد الخليجي(23)01
- 45- علي، قابوسة. (2008). أثر الهيكل التمويلي على ربحية السهم العادي ومعدلات نمو الوحدات الاقتصادية. مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية(01)
- 46- عامرة ياسمين. (16 04، 2020). تصور نموذج التقييم الدوري للتبينات المادية للمحافظة على قيمة المؤسسة دراسة حالة المؤسسة الوطنية مناجم الفوسفات تبسة. مجلة الاقتصاديات المالية والبنكية وإدارة الأعمال، 09(01)
- 47- غدير حمود. (2020). أثر الإفصاح الطارئ في العائد السوقي وأسعار الأسهم \_ دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية \_ 3(4)
- 48- غربي بدروني عيسى حمزة. (03 09، 2019). العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة. مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، 01(02)
- 49- فلاح غازي، ح. (2011). محددات اختيار الهيكل المالي لشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان مجلة دراسات العلوم الإدارية، 38(2)
- 50- قاسم أحمد نزار جميل صبيحة. (2014). أثر التدفقات النقدية في عناصر هيكل رأس المال. مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، 15(04)
- 51- قباجة عدنان عبد المجيد. (2018). محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين دراسة تطبيقية للفترة 2006 /2016. مجلة الإقتصاد والمالية، 04(02)
- 52- كنجو رك، أ. (2018). أثر السيولة وكفاية رأس المال ومعدل المديونية في ربحية شركات التأمين الخاصة في سورية دراسة حالة الشركة الوطنية. مجلة جتمع حماة(05)01،
- 53- لخصر أوصيف. (06 12، 2018). دور حوكمة الشركات في معالجة مشاكل نظرية الوكالة. مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية

- 54- متولي السيد متولي عطية. (ماي، 2020). قياس أثر ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم\_ دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، (2)4
- 55- مجلخ وليد بشيشي سليم. (جوان، 2019). محددات الهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام اشعة الانحدار الذاتي. *مجلة دراسات اقتصادية*(01)
- 56- محمد الحميد العيسوي محمود. (يناير، 2020). أثر ممارسات إدارة الأرباح من خلال إدارة عرض بنود قائمة الدخل على جودة الأرباح المحاسبية. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، (1)4
- 57- محمد سامي سلامه خلف. (2020). أثر تقلب الأرباح والتدفقات النقدية على هيكل رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية. (01)24
- 58- محمد سهو محمد، جميل عمر نزهان. (02 22، 2010). أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية. *مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية*، (02)26
- 59- محمد فرج الفاخري الصالحين قطاطاش حمد. (يونيو، 2015). محددات الهيكل التمويلي للبنوك التجارية: دراسة تطبيقية على بنوك تجارية بريطانية. *مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال*
- 60- محمد لمين ع. ل. (2020، 07 28). دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة دباغة الجلود -جبل. *مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية*، (01)13 ,
- 61- محمد، فوضيل نوال حربي راضي مؤيد. (2010). العلاقة بين حاكمية المؤسسة وقيمة الشركة في ظل نظرية الوكالة دراسة حالة الأردن. *مجلة القادسية*، (04)12
- 62- مخلخل حميدة زايدي زويينة. (ديسمبر، 2018). مساهمة المعلومة المحاسبية في اتخاذ القرار التمويلي. *مجلة اقتصاد المال والأعمال*(2)3
- 63- مسودة نزار، خشان سناء. (2020). أثر إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. *مجلة العلوم الانسانية*، (2)11
- 64- مصطفى أبو صالح حسن. (أكتوبر، 2020). الإفصاح عن المخاطر وتكلفة رأس المال في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية. *مجلة البحوث المالية والتجارية*، (04)12
- 65- مصطفى م. ع.(30سبتمبر2020)أهمية استخدام أساليب التحليل المالي في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية \_دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية لفترة . \_2018\_2014*مجلة العلوم الاقتصادية والادارية والقانونية* , (10)04,
- 66- معاليم سميحة بوحفص سعاد. (سبتمبر، 2017). انشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال ال كابل بسكرة. *مجلة العلوم انسانية والاجتماعية* (30)
- 67- معيزة مسعود أمير. (2016). نظرية الاشارة مندخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. *مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير*(16)
- 68- مفيدة، يحيوي، (2002). أكتوبر. (تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية *مجلة العلوم الانسانية*. (3)
- 69- مليكة قلادي نظيرة زغيب. (ديسمبر، 2014). دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة: حالة مؤسسة سيجيكو. *مجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية*(01)
- 70- موسي محمد عجيلة مروة. (بلا تاريخ). دراسة تأثير تكامل التدقيق الداخلي والتدقيق الخارجي على رفع قيمة المؤسسة الاقتصادية. *حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية*، (01)05
- 71- مولود ف. ق.(18سبتمبر2018). دراسة تحليلية لأثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية حالة مجمع صيدال. 2015-2013*مجلة اضافات اقتصادية*. (04)02 ,

- 72- نبيل، حركاتي. (2018, 12 31). محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف لفترة 2009\_2014. *مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير*, 18(01).
- 73- نبيلة، سهيلية. ج. (2017). ، جوان. (عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري. *مجلة ميلاف للبحوث والدراسات* (05) 1999\_2014.
- 74- الهادي، خ. ص. (2020). العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسيولة الأسهم\_ دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية. *مجلة. JCES 11(1)*.
- 75- وسام المعايطة، ع. (2020). محددات الهيكل المالي: دراسة تطبيقية على شركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان لفترة 2010-2016. *مجلة المنارة* 26(01).
- 76- وليد طالب محمد الأمين. (2016). دور الجباية في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة. *مجلة الدراسات المالية المحاسبية والإدارية* (06).
- 77- ياسين البدران عادلة، حاتم ناصح عبد الخالق. (2014). علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من الشركات القطاع الصناعي المسجلة في بورصة العراق للأوراق المالية الفترة 2004\_2014. *مجلة العلوم الاقتصادية* (10).
- ج- رسالات دكتوراه ومذكرات ماجستير
- 1) إستيرق ، الأنصاري محمود جار الله. (2020). تحليل الكفاءة التشغيلية في ظل نموذج حد التكلفة العشوائي ودورها الوسيط في القيمة السوقية للأسهم\_ دراسة تطبيقية على عينة من المصارف العراقية المساهمة\_ أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الفلسفة في الدراسات المصرفية. السودان: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا.
- 2) أمال، أولاد فادة. (2017). جودة المعلومات المحاسبية ودورها في ترشيد قرارات التمويل والاستثمار في المؤسسات الاقتصادية. *أطروحة دكتوراه، محاسبة مالية وبنوك*، 133. الجزائر.
- 3) بسام الأغا محمود. (2005). الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار. *مذكرة ماجستير في العلوم التجارية*. غزة.
- 4) بكاري بلخير. (2010). أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات. *أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه بعلوم التسيير*، 17. الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بالجزائر.
- 5) بن حمو عصمت مدحت. (2016). طرق ومحددات تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخصخصة -دراسة حالة مؤسستي صيدال والأوراسي. *أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير*، تلمسان، الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد.
- 6) خيري عبد الكريم. (2019). أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية. *أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم التجارية*، 80. المسيلة، الجزائر: جامعة محمد بوضياف المسيلة.
- 7) الدباس، ح. (2014). العوامل المؤثرة في عملية اتخاذ القرار الائتماني في المصارف العاملة السورية (حالة تطبيقية على المصارف الخاصة في سورية. (رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي. دمشق سورية: جامعة دمشق كلية الاقتصاد.
- 8) رشيد بوكساني. (2006). معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. *رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية*. الجزائر: جامعة الجزائر.
- 9) طارق منصور البشير نجي. (2020). الأسواق المالية بين ضبابية الرؤى وتحديات المخاطر\_ دراسة مقارنة في فقه الشريعة والقانون الوضعي. *بحث مقدم لنيل شهادة ماجستير*، 30-31. ليبيا: جامعة الزاوية إدارة الدراسات العليا.
- 10) عدوي هاجر. (بلا تاريخ). محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز. *مأكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماجستير*، 110-111. قسنطينة الجزائر: جامعة منتوري.
- 11) عدوي، ه (بدون تاريخ). محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية\_ دراسة حالة للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز. *مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماجستير*، قسنطينة، الجزائر: جامعة منتوري.
- 12) غنية بوربيعة. (2012). محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الاقتصادية. *رسالة ماجستير بكلية العلوم الاقتصادية*، الجزائر: جامعة الجزائر.
- 13) قلادي نظيرة. (2011). دراسة العلاقة السياسية الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة. *مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير*، 45. جامعة سكيكدة.

- 14) الماجدي، مطلق عبد الله مطلق. (2014). أثر استخدام القروض غير المتمثلة في مدة الاستحقاق كجزء من الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة الكويتية. رسالة ماجستير، 33\_34. الأردن: جامعة الشرق الأوسط كلية الأعمال.
- 15) محمد بوشوشة. (2016). تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية. أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، 87. بسكرة الجزائر.
- 16) محمد، ا. ص. (2013). التكييف الفقهي والقانوني للأوراق المالية. رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على شهادة ماجستير. 15، السودان: جامعة وادي النيل.
- 17) محمود العلي الصادق محمد. (2015). دور وظائف الإدارة المالية في رفع كفاءة الأداء المالي لتحقيق أهداف منظمات الأعمال. رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في إدارة الأعمال، 27. السودان: كلية الدراسات العليا بالسودان.
- 18) المشهداني محمد نورمان غسان. (2017). أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم ثروة الملاك - دراسة اختبارية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على شهادة الماجستير، 25. الأردن: جامعة الشرق الأوسط، كلية الأعمال
- 19) مطلق، ا.، (2014). أثر استخدام القروض غير المتمثلة في مدة الاستحقاق كجزء من الهيكل التمويلي على ربحية شركات المساهمة الكويتية منكرة ماجستير. 24، الأردن: جامعة الشرق الأوسط
- 20) نظيرة قلادي. (2011). دراسة العلاقة السياسية الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة منكرة ماجستير. 45، سكيكدة، جامعة سكيكدة، الجزائر.

#### د- مواقع الكترونية

- 1) أندرو ستوتز. (06 أغسطس، 2020). Valuationmasterclass فئة ماستر التقييم. تاريخ الاسترداد 11 11، 2020، من ما هو هيكل رأس المال الأمثل؟: Valuationmasterclass.com
- 2) عتوم إسلام. (2019). e3arabi\_ التمويل طويل الأجل. تاريخ الاسترداد 07 11، 2020، من: e3arabi.com/amp
- 3) شندي أديب قاسم. (27 01، 2018). almarja.com. تاريخ الاسترداد 13 01، 2021، من <https://almarja.com/reading.php?idm>
- 4) التحليل المالي والمؤشرات المالية - شرح نظري وعملي كامل. (20 مارس، 2013). تاريخ الاسترداد 23 09، 2021، من المؤشرات المالية: www.doubleclick.com.eg
- 5) الموسوعة المدرسية. (2016). تاريخ الاسترداد 14 09، 2021، من التحليل المالي باستخدام النسب المالية: bohothi.blogspot.com
- 6) جريدة المحاسبين، صوت المحاسب. (01 04، 2017). تاريخ الاسترداد 14 09، 2021، من التحليل بواسطة المؤشرات المالية: almohasben.com
- 7) ADMIRAL MARKETS. (2019، حزيران 25). Retrieved 01 13, 2021, from ADMIRAL MARKETS: [googleweblight.com/sp?u=https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/forex-basics/anwa3-alaswaq-almaliye&grqid=frDZ](https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/forex-basics/anwa3-alaswaq-almaliye&grqid=frDZ)
- 8) googleweblight.com. (2020, 10 23). Retrieved 10 23, 2020, from هيكل رأس المال: [googleweblight.com/up?u=https://www.meemapps.com/term/optimal-cqpital-structure/&grqid=BMSKf9tC&hl=frDZ](https://www.meemapps.com/term/optimal-cqpital-structure/&grqid=BMSKf9tC&hl=frDZ)
- 9) mostasmer. (2020, 06). Retrieved 11 11, 2020, from Weighted Average Cost Of Capital - WACC: mostasmer.com/amp
- 10) AccFlex. (2020, 01 15). Consulté le 09 26, 2021, sur تكلفة رأس المال: <https://acceflex.com/Tags>

- 11) *Route to Finance*. (2020, 11). Retrieved 11 11, 2020, from RoutesToFinance.Com: ara.routestofinance.com
- 12) *harvard business review*. (2021). Retrieved 09 24, 2021, from al-majarra: <https://hbrarabic.com>
- 13) KALAK, I. E. (2015, 08 07). *الباحثون السوريون*. Retrieved 10 23, 2020, from فرانكو موديليانى: googleweblight.com/sp?u= <https://www.sy-res.com/article/7264.html&grqid=BMSKf9tC&hl=fr-Dz>
- group.google.com. (2009, 09 24). *Groupes*. Retrieved 6 16, 2021, from التحليل بواسطة النسب المالية: <https://group.google.com/g/qahtany/c/5A1w0rsFI0?pli=1>
- 14) مركز البحوث والدراسات متعدد التخصصات. (2021, 02 16). تاريخ الاسترداد 07 16، 2021، من العلوم الإدارية: <https://mdrscenter.com>
- 15) محمد أبو خليف. (2017، 03 27). موضوع. تاريخ الاسترداد 08 25، 2021، من: mawdoo3.com: <https://mawdoo3.com>
- 16) *معلومات*. (2021). Consulté le 06 16, 2021, sur info4u.net: [info4u.net](https://info4u.net) نسب الرفع المالي
- 17) بوابة المحاسبة. (بلا تاريخ). *تحليل القوائم المالية بالنسب المالية*. تاريخ الاسترداد 08 25، 2021، من accountinggate.com: <https://accountinggate.com/qrabic/management-accounting/rational-analysis-of-financial-statement.htm>

## 2- مراجع باللغة الأجنبية

### أ- الكتب

- 1) BAKER, M. A. (2004). *Behavioral corporate finance: A survey*. USA: harverd business school.
- 2) CHarreux, G. (2000). *finance d'entreprise* (éd. 2e). paris.
- 3) charroux, g. (2003). *FINANCE D'entreprise*. paris, france.
- 4) Conso, P. F. (1999). *Gestion financiere de l'entreprise* (éd. 9e). paris: DONOD.
- 5) David, D. (1952). COST Of Debt and equity.
- 6) DELAHYA, B. J. (2000). *Gestion financieriez manuel et application* (éd. 9e). Paris, France: edition dunad.
- 7) doglas, E. G. (1988). TAX Option capital structure and miller equilibrium. *jornal if financial management, 02(17)*, pp. 35-39.
- 8) florence, d. j. (2009). *finance d'entreprise manuel et applications* (éd. 2éme édition). paris: dunod.
- 9) Joel M, s. d., & Jr, C. (2003). *The revolution in corporate finance* (fourth ed.). London.
- 10) lawrevce, G. (2000). *principles of management finance* (9e ed.). USA.
- 11) Vernimmen, P. (2002). *Finance d'entreprise* (éd. 5éme). paris: dalolz.

- 1- Baral, K. (2004). Determinants of capital structure; A Case Study of Listed Companies Of Nepal. *The Journal Of Nepal business Studies*(1)
- 2- Baral, K. (2004). Determinants of capital structure; A case Study of listed Companies of NAPAL. *The Journal of Nepal business*.
- 3- Bradely, M. J. (1984). on the existence of optimal capital structure: theory and evidence. *The Journal of finance*, 2(19)
- 4- BRADELY, M. J. (1984). on the existence of optimal capital structure: theory and evidence. *the journal of finance*, 03(39)
- 5- Emer, d. g. (1988). Tax option capital structure and miller equilibrium. *journal of financial management*, 2(17)
- 6- HOSSAIN, F. A. (2012). impact of firm specific factors on capital structure , decision an empirical study of bangladeshi companies. *international journal of business reaserch and managemant*, 4(3)
- 7- Hossain, F. A. (2012). impact of firm specific factors on capital structure: decision an empirical study of Bangladeshi companies. *International Journal of business and managemnt*, 3(4)
- 8- Jensen, M. M. (1976). Theory of the firm managarial behavior. *Jornal of financial economicns*, 3(4),
- 9- JENSEN, M. M. (1976, october). THeory of the firm managerial behavior, agency costs and ownership structure. *journal of financial economics*, 3(4),
- 10- Jensen, M. w. (1976). Theory of the firm, Manqgerial Behavior, Agency Costs and Ownership structure. *Journal of financial economics*, 13(4).
- 11- M . watero, M. M. (2020). offect of capital structure, financial performance in commercial banks in MOMBASA county KENYA. *research and review IJARR*, 5(6)
- 12- MEDIGLIANI, F. M. (1958, JUIN). THE COST OF CAPITAL ; CORPORATION FINANCE AND THE THEORY OF INVESTMENT. *AMIRICAN ECONOMIE REVIEW*(03).
- 13- Myers, S. (1977). Determinants of capital structure. *Journal of Economic perspective*(05).
- 14- Myers, S. (2001). capital structure. *Journal of economic prespective*, 02(15)NASIMI, R. (2016). Determination of capital structure; an ampirical evidence US. *Global Journal of management and business reserch*, 4(16).
- 15- Myews, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of economic perspective*, 15(2)
- 16- NASIMI, R. N. (2016). Determination of capital structure: an ampirical Evidence US. *Global journal of management and business reaserch*, 04(16).
- 17- Ritter, J. (2008). testing theories of capital structur. *JORNAL OF FINANCE*, 03(02)
- 18- Tim, J. (2006). *Regulation and the cost of capital fonthcoming in handbook on economic regulation*. (M. C. parker, Ed.)
- 19- Titman, S. W. (1988). The Determinants of capital structure choice. *Journal of finance*, 01(43).

20- Titman, S. W. (1988). THE determinats of capital structure choice. *journal of finance*, 43(01)

21- wang, G. Y. (2010). The Impact of free cash flows and Agency costs on firm performance. *journal of service science & management* 1(3).

# قائمة الملاحق

الملحق رقم (1): نتائج تقدير نموذج التجميعي

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	168
Model	1925.75548	8	240.719434	F(8, 159)	=	18.52
Residual	2066.34579	159	12.9958855	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.4824
				Adj R-squared	=	0.4563
Total	3992.10126	167	23.904798	Root MSE	=	3.605

PBR	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
TCP	3.246937	.690992	4.70	0.000	1.882231	4.611644
LTCP	-4.223121	1.601401	-2.64	0.009	-7.385882	-1.060359
ATCP	-.2630019	.0501386	-5.25	0.000	-.3620255	-.1639784
PR	.2829034	.0612382	4.62	0.000	.1619581	.4038487
RF	-1.238206	.2893833	-4.28	0.000	-1.809737	-.6666746
RE	2.294186	.3731339	6.15	0.000	1.557248	3.031124
CAR	-.0226719	.0686258	-0.33	0.742	-.1582075	.1128637
LR	-3.808306	2.426472	-1.57	0.119	-8.60058	.9839669
_cons	4.302833	1.682147	2.56	0.011	.9805985	7.625068

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Stata17

الملحق رقم (2): نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	168
Group variable: company	Number of groups	=	7
R-squared:	Obs per group:		
Within = 0.3315	min =		24
Between = 0.0835	avg =		24.0
Overall = 0.0893	max =		24
corr(u_i, Xb) = 0.1032	F(8,153)	=	9.48
	Prob > F	=	0.0000

PBR	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
TCP	.6387457	.1872627	3.41	0.001	.2687913	1.0087
LTCP	-.289208	.4334318	-0.67	0.506	-1.145492	.5670757
ATCP	-.0264131	.0141378	-1.87	0.064	-.0543437	.0015174
PR	-.0117453	.021804	-0.54	0.591	-.054821	.0313304
RF	-.0422164	.0925095	-0.46	0.649	-.2249772	.1405444
RE	.2529912	.1194661	2.12	0.036	.0169752	.4890072
CAR	.1096735	.0652929	1.68	0.095	-.0193184	.2386655
LR	-2.91813	.7892508	-3.70	0.000	-4.477366	-1.358894
_cons	4.163465	.9619131	4.33	0.000	2.263119	6.063811
sigma_u	4.9645627					
sigma_e	.9014056					
rho	.9680852	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(6, 153) = 398.35 Prob > F = 0.0000

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Stata17

### الملحق رقم (3): نتائج تقدير الآثار العشوائية

Random-effects GLS regression  
 Group variable: company

Number of obs = 168  
 Number of groups = 7

R-squared:  
 Within = 0.3170  
 Between = 0.3605  
 Overall = 0.2267

Obs per group:  
 min = 24  
 avg = 24.0  
 max = 24

corr(u\_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(8) = 50.53  
 Prob > chi2 = 0.0000

PBR	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
TCP	.8038383	.2476854	3.25	0.001	.3183839	1.289293
LTCP	-.56779	.570097	-1.00	0.319	-1.68516	.5495797
ATCP	-.0393488	.0187686	-2.10	0.036	-.0761346	-.0025631
PR	.0138533	.0277824	0.50	0.618	-.0405992	.0683057
RF	-.1460856	.1198809	-1.22	0.223	-.3810478	.0888766
RE	.3641401	.1573184	2.31	0.021	.0558018	.6724784
CAR	.050654	.0630255	0.80	0.422	-.0728737	.1741816
LR	-2.935095	1.038803	-2.83	0.005	-4.971112	-.8990782
_cons	4.879746	1.129496	4.32	0.000	2.665974	7.093518
sigma_u	1.0191719					
sigma_e	.9014056					
rho	.56108849	(fraction of variance due to u_i)				

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Stata17

### الملحق رقم (4): نتائج اختبار فيشر المقيد للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة

- ( 1) 2.company = 0
- ( 2) 3.company = 0
- ( 3) 4.company = 0
- ( 4) 5.company = 0
- ( 5) 6.company = 0
- ( 6) 7.company = 0

F( 6, 153) = 398.35  
 Prob > F = 0.0000

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Stata17

الملحق رقم (5): نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الأثار الثابتة ونموذج الأثار العشوائية

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) Std. err.
	(b) fixed	(B) random		
TCP	.6387457	.8038383	-.1650926	.04125
LTCP	-.289208	-.56779	.278582	.1129584
ATCP	-.0264131	-.0393488	.0129357	.0026672
PR	-.0117453	.0138533	-.0255986	.0091056
RF	-.0422164	-.1460856	.1038692	.0318671
RE	.2529912	.3641401	-.1111489	.0301938
CAR	.1096735	.050654	.0590196	.0607682
LR	-2.91813	-2.935095	.016965	.2021558

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from **xtreg**.  
B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from **xtreg**.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V\_b-V\_B)^(-1)](b-B)  
= 73.35  
Prob > chi2 = 0.0000

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Stata17

الملحق رقم (6): اختبار **Pasaran CD test** لاختبار الارتباط بين المقاطع

Pesaran's test of cross sectional independence = -2.601, Pr = 1.9907

Average absolute value of the off-diagonal elements = 0.481

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Stata17

الملحق رقم (7): اختبار **Modified Wald test** لاختبار عدم ثبات تباين البواقي

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

chi2 (7) = 1.1e+05  
Prob>chi2 = 0.0000

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Stata17

## الملحق رقم (8): اختبار Wooldridge test لاختبار الارتباط الذاتي للبيانات من الدرجة الأولى

Wooldridge test for autocorrelation in panel data  
H0: no first-order autocorrelation  
F( 1, 6) = 2190.712  
Prob > F = 0.0000

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Stata17

## الملحق رقم (9): التقدير بطريقة Prais–Winsten

Prais–Winsten regression, heteroskedastic panels corrected standard errors

Group variable: company Number of obs = 168  
Time variable: quarter Number of groups = 7  
Panels: heteroskedastic (balanced) Obs per group:  
Autocorrelation: common AR(1) min = 24  
avg = 24  
max = 24  
Estimated covariances = 7 R-squared = 0.8821  
Estimated autocorrelations = 1 Wald chi2(14) = 1024.87  
Estimated coefficients = 15 Prob > chi2 = 0.0000

PBR	Het-corrected		z	P> z	[95% conf. interval]	
	Coefficient	std. err.				
TCP	.1461933	.1103244	1.33	0.185	-.0700387	.3624252
LTCP	.4162282	.23224	1.79	0.073	-.0389538	.8714103
ATCP	-.0108962	.0057127	-1.91	0.056	-.022093	.0003005
PR	-.0241156	.0075	-3.22	0.001	-.0388153	-.009416
RF	-.0079906	.0314364	-0.25	0.799	-.0696048	.0536236
RE	.1759728	.0557137	3.16	0.002	.0667759	.2851696
CAR	.1052228	.0226289	4.65	0.000	.060871	.1495745
LR	-2.205243	.4220201	-5.23	0.000	-3.032387	-1.378099
company						
2	-1.875938	.7641988	-2.45	0.014	-3.37374	-.3781357
3	-7.47876	.6694255	-11.17	0.000	-8.79081	-6.166711
4	-7.50737	.7308674	-10.27	0.000	-8.939844	-6.074896
5	-7.796344	.7407413	-10.53	0.000	-9.24817	-6.344518
6	-8.924438	.7732268	-11.54	0.000	-10.43993	-7.408941
7	4.321884	.9080701	4.76	0.000	2.542099	6.101669
_cons	8.099457	.6854001	11.82	0.000	6.756097	9.442816
rho	.9314602					

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Stata17