

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد بوضياف - المسيلة

ميدان: علوم اقتصادية تجارية وعلوم التسيير
فرع: علوم التسيير
تخصص: التسيير المالي للمؤسسات



كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم التسيير
رقم:

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر المهني

إعداد الطلبة:

بن سليمان سليم
بن لعمرى مبروك

تحت عنوان:

العوامل المؤثرة على الهيكلة المالية للمؤسسات
- حالة الجزائر -

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة محمد بوضياف المسيلة	أ.د. غربي حمزة
مشرفا و مقررا	جامعة محمد بوضياف المسيلة	د. سليمانى محمد
مناقشا	جامعة محمد بوضياف المسيلة	د. غلاب فاتح

السنة الجامعية : 2022/2021



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد بوضياف - المسيلة

ميدان: علوم اقتصادية تجارية وعلوم التسيير
فرع: علوم التسيير
تخصص: التسيير المالي للمؤسسات



كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم التسيير
رقم:

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر المهني

إعداد الطلبة:

بن سليمان سليم
بن لعمرى مبروك

تحت عنوان:

العوامل المؤثرة على الهيكلة المالية للمؤسسات
- حالة الجزائر -

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة محمد بوضياف المسيلة	أ.د. غربي حمزة
مشرفا و مقررا	جامعة محمد بوضياف المسيلة	د. سليمانى محمد
مناقشا	جامعة محمد بوضياف المسيلة	د. غلاب فاتح

السنة الجامعية : 2022/2021

الشكر

وصلت مرحلتنا الجامعية إلى نهايتها بعد تعب ومشقة ومررت قاطرة البحث بكثير من العوائق ، ومع ذلك حاولنا أن نتخطاها بثبات بفضل من الله ووعون منه .

الحمد لله حمدا كثيرا أولا وآخرا ، الحمد لله الذي سخر لنا من أعاننا

الشكر الجزيل للأستاذ المشرف "الدكتور سليمان محمد" لإشرافه علينا ومساعدتنا في إنجاز المذكرة

كما نشكر جميع الأساتذة الذين درسونا في التخصص ،

وشكر خاص لـ "الأستاذ الدكتور غربي حمزة" لتواضعه وكرمه و
عدم توانيه في تقديم المساعدة ،

لهم تقدم أسمي عبارات الشكر والتقدير مع تمنياتنا لهم بدوام الصحة و
العافية والتوفيق في حياتهم .

دون أن ننسى من مد لنا يد العون ووفر لنا مراجعا مهمة "لعرباوي . ق" ، فله منا
ألف شكر ،

كما نشكر كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد .

*** سليم * مبروك ***

الاهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى الغالين الذين لم يبخلا علي يوماً بشيء أبي وأمي

إلى نزوجتي الحبيبة وبناتي الحبيبات مريماس وأسيل

إلى أخي العزيز وأختي العزيزتين وكل عائلاتهم وأولادهم

إلى كل العائلة الكبيرة الأعمام والأخوال والأصهار صغارا وكبارا

إلى صديقي ونرميلي، إلى مرفيقي في هذه الدراسة مبروك

إلى أصدقائي، نرملائي في دراسة التخصص، نرملائي في العمل،

إلى كل من أضاء بعلمه عقل غيره، أو هدى بالجواب الصحيح حيرة سائله،

فأظهر بسماحته تواضع العلماء، وبرحابته سماحة العارفين إلى أساتذتنا الفاضلين

إلى كل من يعرفني، أهدي ثمرة جهدي.

***** سليم *****

الاهداء

بعد الصلاة والسلام على رسول الله اهدي ثمرة جهدي المتواضع
الى من أوصاني الله تعالى برهما ومصاحبتهما في الدنيا معروفًا: والدي الحبيين
أطال الله في عمرهما .

وأقول لهما: "ربي ارحمهما كما ربياني صغيراً" .

إلى رفيقة دربي ومر من الوفاء الخالص "نزوجتي الغالية" .

إلى فلذة كبدي أولادي - باسم باديس وعبد الرحمان - حفظهما الله
ورعاهما .

وإلى كل افراد عائلتي الكبيرة .

إلى صديقي ونرميلي في العلم والعمل الذي قاسمني انجاز هذا العمل .

إلى زملاء الدراسة في الماستر - تخصص تسيير مالي للمؤسسات -

إلى كل من ساندني ووقف بجانبني وإلى كل من يعرفني من قريب أو بعيد .

إليهم جميعاً ، ومن صميم القلب اهدي ثمرة ما هداني الله تعالى إليه هذا العمل

المتواضع .

***** مبروك *****

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
	شكر و تقدير
	الإهداء
II-I	فهرس المحتويات
III	قائمة الجداول و الأشكال
IV	قائمة المختصرات
أ-هـ	المقدمة العامة
<h3>الفصل الأول</h3> <h4>الهيكله المالية و النظريات المفسره لها.</h4>	
2	تمهيد الفصل
2	المبحث الأول: مفاهيم حول الهيكله المالية و تكلفه الأموال.
2	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي، مكوناته، خصائصه و أهميته.
5	المطلب الثاني: تكلفه مصادر التمويل و العوامل المؤثره فيها.
16	المطلب الثالث: العوامل المؤثره على الهيكله المالية.
26	المبحث الثاني: النظريات المفسره للهيكل المالي.
26	المطلب الأول: النظريات الكلاسيكيه.
38	المطلب الثاني: النظريات الحديثه.
43	خلاصه الفصل

الفصل الثاني	
دراسة تجريبية لعينة من المؤسسات الجزائرية	
45	تمهيد الفصل
45	المبحث الأول: منهجية الدراسة التجريبية و الدراسات السابقة.
45	المطلب الأول: العوامل المؤثرة في الهيكلة المالية للمؤسسات في الدراسات السابقة.
48	المطلب الثاني: تقديم العينة محل الدراسة و المتغيرات.
51	المطلب الثالث: تقديم النموذج الإحصائي المستعمل.
54	المبحث الثاني: عرض وتحليل النتائج.
54	المطلب الأول : عرض النتائج.
55	المطلب الثاني : تحليل النتائج.
57	خلاصة الفصل
61-59	الخاتمة العامة
64-62	قائمة المراجع
68-65	الملاحق
69	الملخص

قائمة الاشكال

الصفحة	عنوان الشكل
4	الشكل رقم (01): مكونات الهيكل المالي.
22	الشكل رقم (02): تمويل المؤسسة في كل مرحلة من دورة الحياة.
24	الشكل رقم (03): الطريقة البيانية لنقطة التعادل التمويلي.
29	الشكل رقم (04): تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة .
34	الشكل رقم (05): تأثير الضرائب على القيمة السوقية للمؤسسة .
35	الشكل رقم (06): أثر تكلفة الإفلاس على القيمة السوقية للمؤسسة.
36	الشكل رقم (07): القيمة السوقية للمؤسسة بوجود الضرائب وتكاليف الإفلاس.

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول
52	الجدول رقم (01): الوصف الإحصائي للمتغيرات.
53	الجدول رقم (02): جدول تحليل التباين أنوفا لنموذج الانحدار الخطي المتعدد.
53	الجدول رقم (03): المتغيرات المفسرة لمستوى الاستدانة الكلية.

قائمة المختصرات

المصطلح	بيان المصطلح باللغة الفرنسية	بيان المصطلح باللغة العربية
SARL	Société à responsabilité limitée	الشركات ذات المسؤولية المحدودة
EURL	Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée	مؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة
SPA	Société par action	شركات المساهمة
SNC	Société en Nom Collectif	شركة التضامن
TD	Total des dettes	الاستدانة الكلية (الديون)
RE	Rentabilité	المردودية
GA	Garanties	الضمانات
CR	Croissance	النمو
TA	Taille	الحجم
SPSS	Statistical Package for the Social Sciences	الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية
ANOVA	Analyse de variance	تحليل التباين

مقدمة عامة

مقدمة عامة

يعتبر تمويل المؤسسات ذو أهمية كبيرة في مختلف الدراسات المهمة بالإدارة المالية ، نظرا للأهمية البالغة لهذا العنصر الحيوي من أجل استمرار المؤسسة وقدرتها على المنافسة ومواجهة تهديدات المحيط الذي أصبح يتسم بسرعة التغيير ، لذلك يسعى المسيرين دائما إلى ضمان التمويل اللازم، من خلال تحديد المزيج التمويلي الأمثل الذي يحقق الأهداف المسطرة للمؤسسة .

ولعل من أهم القضايا التمويلية التي تلقى اهتماما من قبل الباحثين و المختصين هو البحث عن التشكيلة التي تستخدمها المؤسسات في تمويل نشاطها، حيث تعتمد المؤسسات على نوعين من المصادر الداخلية و الخارجية . وعلى الرغم من تعدد المصادر المتاحة أمام المؤسسات مازال الاهتمام منصبا على الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل المالي بين أموال الملكية و أموال الاستدانة.

ويترجم الهيكل المالي للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها، حيث أنه مع تنوع مصادر التمويل تتنوع معه تكلفة وشروط كل مصدر مما يضع متخذ القرار أمام مسألة المفاضلة بين المصادر التمويلية المتاحة بطريقة تمكن من تحديد المزيج التمويلي الذي يحقق أهداف المؤسسة و يساهم في تعظيم القيمة السوقية لها و الذي يسمى بالهيكل المالي الأمثل.

تختلف تكلفة التمويل من مصدر مالي إلى آخر حسب الطبيعة، فإذا كان مصدر التمويل هو الاستدانة فإن المؤسسة في وضع مخاطرة، نظرا لكونها ملزمة بتحمل تكلفة الأموال التي حازت عليها على سبيل الاستدانة ، بينما إذا كان مصدر التمويل هو الأموال الخاصة فإن الأمر يختلف تماما، حيث أن المؤسسة في هذه الحالة أمام ما يعرف باسم تكلفة الأموال الخاصة.

يوجد اختلاف بين العلماء و الباحثين في مجال الإدارة المالية، ما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل من عدمه، وما إذا كان الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة أم لا، ويعتبر هذا الجدل المدخل الطبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، حيث يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن و تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. علاوة على أن هناك العديد من العوامل التي على الإدارة المالية أن تأخذها بعين الاعتبار عند تحديد هيكل رأس المال، منها ما هو داخلي يرتبط بطبيعة نشاط المؤسسة، ومنها ما هو خارجي يتعلق بمحيطها الخارجي .

مقدمة عامة

وقد تعددت النظريات الخاصة بالهيكل المالي، فظهرت مقاربات تقرر بوجود هيكل مالي أمثل بناء على عدة فرضيات وتحليلات تصب كلها في خانة تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتخفيض تكلفة التمويل إلى حدها الأدنى، في المقابل تنفي العديد من الدراسات إمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل انطلاقاً كذلك من عدة فرضيات وتفسيرات للسلوكيات التمويلية، و بين هؤلاء و أولئك نجد عدة عوامل ساهمت أو تساهم في التأثير على اختيار الهيكل المالي المناسب و جعلت مجموعة تتجه نحو الاعتماد على الاموال الذاتية أكثر و مجموعة أخرى تعتمد على الأموال المقترضة أكثر و كل له مبرراته و ظروفه و عليه نجد أنفسنا أمام تساؤل رئيسي و إشكالية في دراستنا تتمثل في :

1- إشكالية البحث :

ماهي العوامل التي تؤثر في اختيار الهيكل المالي للمؤسسات من الجانب النظري و ما مدى تأثير أهم هذه العوامل و خاصة الداخلية للمؤسسة ميدانيا على المؤسسات الجزائرية ؟
من خلال هذه الإشكالية تتبثق عدة تساؤلات فرعية نلخصها فيما يلي :

- ماذا نعني بالهيكل المالية و تكلفة مصادر التمويل ؟
- ماهي النظريات المفسرة للهيكل المالي ؟
- ما هي العوامل المؤثرة على الهيكل المالية ؟
- ما مدى تأثير أهم هذه العوامل على المؤسسات الجزائرية ؟

2-فرضيات البحث :

- توجد عوامل داخلية مؤثرة في الهيكل المالي متعلقة بالمؤسسة نفسها.
- تؤثر المردودية على مستوى الاستدانة .
- توجد علاقة طردية بين حجم المؤسسة و الاستدانة الكلية، و كذا بين الضمانات و الاستدانة .
- الشكل القانوني للمؤسسات يؤثر على مستوى الاستدانة .
- توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين النمو و مستوى الاستدانة .

3- أهمية البحث :

يكتسي البحث أهميته كونه يتطرق إلى أهم وظيفة في الادارة المالية ألا و هي وظيفة التمويل، و التي من خلالها يتم تنفيذ السياسة الاستثمارية للمؤسسة، و عليه وجب معرفة العوامل المحددة للهيكل المالية من أجل اختيار الهيكل المالي الامثل للمؤسسة و الذي يحقق أعلى قيمة سوقية بأدنى تكلفة ممكنة .

مقدمة عامة

4- أهداف البحث :

من بين أهداف هذا البحث نذكر ما يلي :

- معرفة ماهية الهيكلة المالية في المؤسسات .
- معرفة أهمية الهيكلة المالية بالنسبة للمؤسسات.
- التطرق إلى تكلفة التمويل لأنه من أهداف المؤسسات تخفيض تكلفة رأس المال.
- معرفة العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال .
- إبراز العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسات .
- التعرف على أهم النظريات الكلاسيكية و الحديثة التي تناولت موضوع الهيكل المالي .
- دراسة تأثير العوامل المؤثرة على الهيكل المالي على المؤسسات الجزائرية.
- تلخيص النتائج المتوصل إليها و تحليلها و تقديم توصيات.

5- منهج الدراسة :

تم الاعتماد في دراستنا على كل من المنهج الوصفي و المنهج التحليلي ؛ حيث اننا استعملنا في الفصل الاول المنهج الوصفي من خلال التعريف بالهيكل المالي و أهم مكوناته و خصائصه و كذا تكلفة التمويل و العوامل المؤثرة على الهيكل المالي ، إضافة إلى النظريات المفسرة له .

بينما اعتمدنا في الفصل الثاني على المنهج التحليلي من خلال دراسة معطيات عينة من المؤسسات الجزائرية و تقديم نتائج الدراسة و تحليلها و اسقاطها على مختلف النظريات و الدراسات السابقة .

6- أسباب اختيار الموضوع :

لعل أهم الدوافع الذاتية من أجل اختيار هذا الموضوع كونه في صلب تخصصنا و هو علوم التسيير في طور الليسانس و كذا التسيير المالي للمؤسسات طور الماستر و الرغبة في الاستفادة منه مستقبلا ان شاء الله في طور الدكتوراه .

بينما الدوافع الموضوعية تتمثل في كون الموضوع يحتوي على دراسات سابقة و نظريات كثيرة مفسرة له، ما يدل على أهمية الموضوع ،و التي تتبثق من كونه يتطرق لأهم وظيفة من وظائف الإدارة المالية وهي وظيفة التمويل و دورها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تخفيض تكلفة التمويل لأدنى قيمة ممكنة و التي تساهم في زيادة العائد لأقصى حد ممكن .

مقدمة عامة

7- إطار الدراسة :

لإنجاز الدراسة التجريبية حول الموضوع فقد تم العمل على عينة تتكون من 150 مؤسسة جزائرية أي تمارس نشاطها في الجزائر، و التي تتشكل من 84 شركة ذات مسؤولية محدودة ، 46 مؤسسة ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة ، 09 شركة ذات أسهم و 11 شركة تضامن ، و المسجلة في المركز الوطني للسجل التجاري خلال الفترة 2010 -2011 و تم الحصول عليها من النشرات القانونية للإعلانات القانونية لهذا المركز -BOAL- .

8-الدراسات السابقة:

من بين الدراسات التي تطرقت للعوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسات نذكر كل من :

- **دراسة حمزة غربي (2014) :** بعنوان "محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة - دراسة حالة الجزائر- " ، أطروحة دكتوراه - فرع مالية ، التي كانت تهدف إلى معرفة محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال معرفة أدوات السياسة المالية في المؤسسة، والتي تتمثل في محددات الاستثمار، محددات الهيكلية المالية ومحددات توزيع أرباح السهم، ومعرفة أثر إشكالية التمويل على هذه المحددات مقارنة بمحددات السياسة المالية في المؤسسات في الدول المتطورة. ومن خلال هذا البحث، تم التوصل إلى أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، كما أن هذه المؤسسات تعاني من إشكالية في تمويلها. هذه الإشكالية، كان لها أثر محدود على محددات السياسة المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، فهي تتشابه في بعض المحددات مع الدول المتطورة، والتي تتمثل في النمو، رقم الأعمال، الأرباح المحققة، الأصول الملموسة والشكل القانوني.
- **دراسة يوسف قريشي (2005) :** والتي تتمثل في أطروحة دكتوراه بعنوان: " سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر : دراسة ميدانية " تمثل هدف هذه الدراسة في معرفة المتغيرات المفسرة لهيكل التمويل لمعرفة طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وذلك بالاعتماد على دراسة ميدانية لعينة من 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في الفترة الممتدة بين 2001-2003 . أكدت دراسة قريشي على أهمية نظرية الوكالة، دورة حياة المؤسسة ونظرية الترتيب السلمي للتمويل في تفسير اختيارات التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

9-صعوبات الدراسة :

مقدمة عامة

أولى صعوبات الدراسة تمثلت في ضيق الوقت نظرا لالتزاماتنا المهنية كوننا موظفين و علينا مسؤوليات نلتزم بها كإنهاء أعمال نهاية السنة المالية و التي تزامنت مع وقت انجاز المذكرة ما أثر على تخصيصنا لوقت كافي لإنجاز المذكرة ، إضافة إلى بعد الجامعة عن مقر السكن بـ 100 كلم أعاق الاستفادة من أكبر قدر من الكتب من مكتبة الجامعة ، و بالرغم من الصعوبات فقد حاولنا و اجتهدنا و على الله التوفيق.

10- خطة الدراسة أو هيكل البحث :

قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين كل فصل يحتوي على مبحثين و كل مبحث إلى فروع ،

بحيث تناولنا في الفصل الأول الجانب النظري و المتمثل في مفاهيم حول الهيكل المالية و تكلفة الاموال و العوامل المؤثرة على الهيكل المالي كذا النظريات المفسرة للهيكل المالية ، و ذلك من خلال مبحثين : فالمبحث الأول تطرقنا فيه إلى مفاهيم حول الهيكل المالية و تكلفة الاموال و العوامل المؤثرة على الهيكل المالي.

أما المبحث الثاني فقد تناولنا فيه النظريات المفسرة للهيكل المالي ، الكلاسيكية منها و الحديثة .

في حين كان الفصل الثاني عبارة عن دراسة تجريبية حول أهم العوامل المؤثرة على الهيكل المالي ،

من خلال تقسيم الفصل إلى مبحثين :

المبحث الأول و الذي تناولنا فيه الدراسات السابقة و قمنا بتقديم النموذج و المتغيرات و عينة الدراسة ؛

و المبحث الثاني الذي قمنا فيه بعرض و تحليل نتائج الدراسة.

الفصل الأول

الهيكلية المالية و النظريات

المفسرة لها

تمهيد

تجمع الهيكل المالية بين مختلف الأدوات المالية مثل الأسهم (حقوق الملكية) والسندات والقروض طويلة الأجل والأرباح المحتجزة. تساعد هذه الأدوات الشركة على توليد الأموال لعملياتها بمساعدة الأفراد والمؤسسات. إذ يعتبر الحصول على الاموال بالنسبة للمؤسسات موضوع في غاية الاهمية لتحقيق اهدافها ، غير أن الحصول على هذه الاموال و من عدة مصادر ،ينتج عنها تكاليف على عاتق المؤسسة وجب اختيار الاقل تكلفة منها، و هذا انطلاقا من اختيار هيكل مالي مناسب يضمن ذلك ، و في هذا الفصل سنتطرق إلى كل من تعريف الهيكل المالي و أهميته ، و كذا تكلفة مصادر التمويل و العوامل المؤثرة فيها ، بعدها سنتطرق إلى العوامل المؤثرة على الهيكل المالي منها ما هو متعلق بالمؤسسة و منها ما هو خارجي متعلق بالتمويل و منها غير ذلك ، اخيرا سنتناول النظريات المفسرة للهيكل المالي و توجهات كل منها بدءا بالنظريات الكلاسيكية وصولا للنظريات الحديثة .

المبحث الأول : مفاهيم حول الهيكل المالية و تكلفة الأموال.

قبل الدخول في موضوع الهيكل المالي نرى أنه من المستحسن القيام بمحاولة لإيضاح معاني بعض الاصطلاحات التي تستعمل في مجال التمويل و ذلك منعا لأي التباس في الفهم ، فيقصد بهيكل الاصول الجانب الايمن من الميزانية ، أي موارد المؤسسة التي ينبغي تمويلها . و يشير الهيكل المالي الى الجانب الايسر من الميزانية أي تمويل الموارد أو الاصول التي تحتاج اليها المؤسسة ، أما هيكل رأس المال فيعني التمويل الدائم للمؤسسة و الذي يتمثل في القروض طويلة الأجل و الأسهم الممتازة و حقوق الملكية ، أي أن :

هيكل الأصول = مجموع الأصول

الهيكل المالي = مجموع الخصوم و رأس المال

هيكل رأس المال = القروض طويلة الاجل + الأسهم الممتازة + حقوق المساهمين

= مجموع الأصول - الخصوم المتداولة.

مما سبق يتضح أن الهيكل المالي هو الأعم و هيكل رأس المال ما هو إلا جزء منه ¹.

المطلب الاول : مفهوم الهيكل المالي ، مكوناته ، خصائصه و أهميته .

الفرع الأول : مفهوم الهيكل المالي

* يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي للمؤسسة Financial structure توليفة مصادر التمويل التي

اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها.¹

¹ جميل أحمد توفيق ، أساسيات الادارة المالية ، دار النهضة العربية للطباعة و النشر ، بيروت ، ص 301.

ويتكون الهيكل المالي للمؤسسة من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العامة، سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم كانت قصيرة الأجل ، وسواء كانت أموال دين أو أموال خاصة.

* هو مصطلح يشير إلى المصادر التي تعتمد عليها المؤسسة في الحصول على الأموال لتمويل الأصول عن طريق الاقتراض، وعادة ما تكون هذه القروض من الفوائض المالية المحتجزة، القروض، الأسهم والسندات... الخ²

* هو مجموعة الأموال، التي يتم بواسطتها تمويل، موجودات المؤسسة ، و هي تتضمن التمويل بالديون والتمويل بالأموال الذاتية، وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية المحاسبية للمؤسسات.

أي أن الهيكل المالي يتكون من نوعين من التمويل، وهما التمويل بالديون والتي تتضمن بدورها التمويل قصير الأجل والتمويل طويل الأجل، أما النوع الثاني فهو التمويل بالأموال الذاتية والذي يتضمن رأس المال وكذا الأرباح المحتجزة.³

* هو تحديد المصادر المالية التي يعتمد المشروع عليها و ما هي درجة اعتماده على كل مصدر؟ و ما هي المكونات الأساسية التي يتكون منها كل مصدر؟ و ما هي العوامل الحاكمة في اختيار المصدر المناسب؟ و كذا ما هي تكلفة الحصول على الاموال من كل مصدر؟⁴

* هو النسبة التي يتم بها تمويل الأصول من خلال المزيج بين الأموال الخاصة والاستدانة وتقاس نسبة كل عنصر في التمويل.⁵

* يقصد به التمويل الدائم للمؤسسة و الذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل ، و الأسهم الممتازة و حق الملكية و يستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل.⁶

الفرع الثاني : مكونات الهيكل المالي : نوضحها من خلال الشكل التالي :

¹ عاطف وليم اندراوس ،التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات ، دار الفكر الجامعي الاسكندرية 2006 ،ص 401.

² على عباس ، الإدارة المالية ، دار أترأ للنشر و التوزيع ، عمان ، 2008 ،ص227.

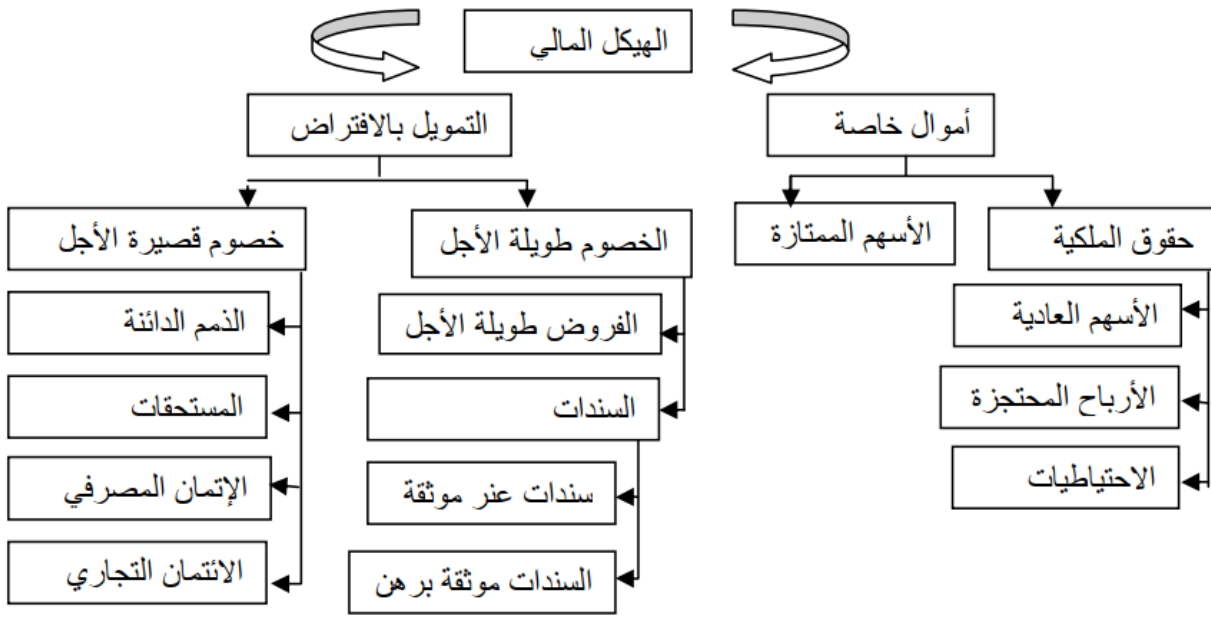
³ غربي حمزة و براق محمد ،نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ،النشر الجامعي الجديد تلمسان –الجزائر ،2018 ،ص122.

⁴ محمد الصيرفي ،تعلم كيفية تحديد هيكلك المالي و قراءة قوائمك المالية ،دار الفكر الجامعي ،الاسكندرية ، 2006 ، ص 8.

⁵ سليم مجلخ،وليد بشيشي ،" محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR " ،مجلة دراسات اقتصادية ،المجلد 6 ، العدد 1 ،جوان 2019 ص 120.

⁶ محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية و التمويل ،الدار الجامعية للطبع و النشر و التوزيع ، الاسكندرية ، 2000 ، ص 317.

الشكل (01) مكونات الهيكل المالي



المصدر : غراب زينب ،الهيكل المالي و تأثيره على قيمة المؤسسة المسعرة ،مذكرة ماستر، جامعة ورقلة 2010-2011 ، ص 51

الفرع الثالث : خصائص و أهمية الهيكل المالي

أولا : خصائص الهيكل المالي :

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن الهيكل المالي الأمثل يتميز بالخصائص التالية :

*تدبير الاحتياجات التمويلية بأقل تكلفة وأدنى مخاطر؛

*تعظيم ربحية المؤسسة والعائد على الأموال المستثمرة؛

*تقليل المخاطر المالية وتقليل أثرها على مخاطر الأعمال ومعدلات النمو؛

*القدرة على الوفاء بالدين؛

*المساهمة في تحقيق التوازن بين مكونات هيكل التمويل الداخلي والخارجي، وتحقيق التوازن والتناسق

بين مكونات الهيكل التمويلي والاستثماري.¹

¹ هودة عبو ،ربيعة عبو ، "الهيكل التمويلي الأمثل ومؤشرات تقييمه بالتطبيق على مؤسسة باتيميتال عين الدفلى 2015- 2018"،مجلة القيمة المضافة لاقتصاديات الاعمال،المجلد 2،العدد 2 ، 2021 ، ص 81.

ثانيا : أهمية الهيكل المالي

يتخذ الهيكل التمويلي للمؤسسة أهمية كبيرة تسعى المؤسسة إلى تحقيقها من أجل تعظيم ربحية المؤسسة بما يتناسب مع أهداف الإدارة والمساهمين ، حيث أن محور القرارات يتمشى مع قدرة الإدارة المالية على تحقيق هذا الهدف. إذ تتبع أهمية هذا الهدف من كونه مصدرا مهما لتمويل المؤسسة ، لذا فإن تحقيق هذا الهدف يشير إلى فعالية القرارات المالية. لكن هدف تعظيم الأرباح واجه العديد من الانتقادات ، منها تعريض الاستثمارات لمخاطر الأعمال وكذلك المخاطر المالية إذا كانت المؤسسة تعتمد على تمويل استثماراتها على مصادر تمويل المقرضين ، مما يزيد من تكلفة رأس المال ويقلل من ربح السهم الواحد ، في حين أن العائد الثابت المطلوب من المقرضين في شكل فائدة وثبات الأرباح قبل الفائدة مع زيادة الرافعة المالية (أي الدين / نسبة حقوق الملكية) يزيد ربحية السهم. من حيث تأثير الدين على ربحية المؤسسة من خلال المخاطر المالية و التجارية ، في حين أوضح البعض تأثير الدين (الرافعة المالية) على ربحية السهم من خلال العلاقة بين العائد على الاستثمار وتكلفة الدين ، و إذا كانت درجة الرافعة المالية عالية والعائد على الاستثمار أكبر من تكلفة الدين ، ويرى الاقتصاديون ان من الأفضل استخدام الديون قصيرة الأجل ، لما لها من تأثير قوي وإيجابي على الربحية ، وهناك علاقة سلبية بين الديون طويلة الأجل والربحية ، والسبب يرجع إلى ارتفاع مقدار الفائدة على الديون طويلة الأجل هو أن تمويل المؤسسة ليس من الديون قصيرة الأجل إذا كانت مبيعاتها عالية لأن مدتها قصيرة لمدة عام أو أقل ، وأنها ممولة من الديون طويلة الأجل ، و هذا يعني أن الممول يجب أن يأخذ قرار الهيكل في الاعتبار حجم المبيعات. وبالتالي فإن هذه المخاطر تزيد من معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين ، مما يزيد من تكلفة رأس المال ويقلل من ربحية السهم. في حين أن العائد الثابت المطلوب من المقرضين ، المتمثل في الفائدة ، واستقرار الأرباح قبل الفوائد ، مع زيادة الرافعة المالية (أي نسبة الدين / حقوق الملكية) يزيد من ربحية السهم ، فإن هذا من حيث تأثير الدين على الربحية من خلال المخاطر المالية والتجارية ، بينما شرح بعضهم تأثير الدين (الرافعة المالية) في ربحية السهم من خلال العلاقة بين العائد على الاستثمار وتكلفة الدين. إذا كانت درجة الدين مرتفعة والعائد على الاستثمار أكبر من تكلفة الدين ، يكون تأثير الدين على ربحية السهم إيجابيا ، أي مرغوب فيه ، لكن تأثير الرافعة المالية غير مرغوب فيها عندما يكون إيراد المؤسسة أقل مما يتوقعه المقرضون ، وأقل من تكلفة الدين.¹

المطلب الثاني : تكلفة مصادر التمويل و العوامل المؤثرة فيها

الفرع الأول : مفهوم تكلفة التمويل

وردت عدة تعاريف لتكلفة التمويل (تكلفة الأموال) أهمها:

¹ فالح حسن علوان جواد الجنابي، اثر هيكل التمويل في الاداء المالي للشركات (دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة ضمن سوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2008-2019)، جزء من متطلبات نيل درجة الدبلوم العالي في إدارة المصارف، جامعة كربلاء، العراق، 2020، ص ص 14-15.

* يمكن تعريفها بأنها معدل العائد الواجب على المؤسسة أن تحققه في استثماراتها لكي تستطيع أن تحافظ على قيمتها في السوق، و أن تجتذب الأموال التي تحتاج إليها. ومن المعروف أن لكل مصدر من مصادر التمويل تكاليف خاصة.¹

* هي الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة ، و تحقيق معدل عائد أقل من هذا المعدل يؤدي إلى سوء الحالة المالية لأصحاب المؤسسة مما كانت عليه من قبل و ما يترتب على ذلك من انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة. بينما تحقيق معدل أكبر من هذا الحد الأدنى يؤدي إلى تحسن الحالة المالية لملاك المؤسسة مع زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.²

* تتمثل تكلفة الأموال في تكلفة المزيغ الذي يتكون منه الهيكل المالي، فمعرفتها تعتبر عنصرا مهما وأساسيا في عملية اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالحصول على التمويل وبالتالي إجراء المقارنة بين البدائل المتاحة للوصول إلى القرار المالي السليم والملائم.

كما يجب التفريق بين تكلفة الأموال التي تمثل تكلفة مصادر الاموال المعتمدة أيا كان شكلها أي تكلفة الجانب الأيسر للميزانية المالية، و بين تكلفة رأس المال التي تمثل تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل من قروض وأموال ملكية أي الجانب العلوي الأيسر للميزانية .

الفرع الثاني : تكلفة مصادر التمويل

يقتضى حساب تكلفة الأموال الوقوف على تكلفة كل من العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي، أي تكلفة التمويل من المصادر قصيرة الأجل وتكلفة التمويل من المصادر طويلة الأجل. والجدير بالذكر أن المصادر قصيرة الأجل تستخدم أساسا في تمويل الاستثمارات قصيرة الأجل بينما الاستثمارات طويلة الأجل والتي يطلق عليها الاستثمارات الرأسمالية يتم تمويلها من المصادر طويلة الأجل.

أولا- تكلفة مصادر التمويل طويل الأجل

1- تكلفة التمويل بالاقتراض (الدين)

تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض. و حيث أن فوائد القروض من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل فإن المؤسسة تحقق من ورائها وفورات ضريبية.³

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ط 3، 2005، ص 390.

² محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، بدون سنة نشر، ص 273.

³ محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص ص 274-275.

إن تكلفة الدين طويل الأجل هي تكلفته بعد الضريبة عند الحصول على الدين عن طريق الاقتراض. وللتبسيط سنفترض بأن الحصول على هذا النوع من الديون سيتم عن طريق بيع سندات، وأن هذه السندات تحمل معدلات كوبون سنوية.

معظم الديون طويلة الأجل التي تحصل عليها المؤسسات تحدث من خلال بيع السندات، و المبالغ المحصلة من بيع هذه السندات، أو أية ورقة مالية أخرى، هي عبارة عن الأموال التي تم الحصول عليها فعلياً. وتتحمل المؤسسات نتيجة لبيع الأوراق المالية تكلفة تسمى بالتكاليف العائمة، وهي عبارة عن مجموع تكاليف بيع و إصدار الورقة المالية، سواء أكانت هذه الورقة سند، أو سهم ممتاز، أو سهم عادي.

و عليه تكلفة الدين طويل الأجل يجب ان تحسب بعد الضريبة وذلك لان الفائدة المدفوعة على الدين تعامل كمصاريف تمويلية في قائمة الدخل، وبالتالي فإنها تخفض من ربح المؤسسة الخاضع للضريبة.¹

و بما أن فوائد القروض من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل، فإن المؤسسة تحقق من ورائها اقتصاداً ضريبياً أو وفورات ضريبية تتمثل في مقدار الفائدة مضروباً في معدل الضريبة :

و منه يمكن صياغة تكلفة الديون رياضياً كما يلي :

$$k_d = r - (r * t)$$

r : معدل الفائدة على الدين

t : معدل الضريبة على الأرباح

$(r * t)$ الاقتصاد الضريبي

و بتبسيط العلاقة فإن تكلفة التمويل بالديون تصبح :

$$k_d = r (1 - t)$$

2- تكلفة التمويل بالأسهم العادية :

يعتبر التمويل بالأسهم العادية من أهم مصادر التمويل في المؤسسة، غير أن هذا التمويل يكلف المؤسسة عائداً يجب أن تدفعه لحملة الأسهم، وبإمكان المؤسسة حساب هذا العائد بعدة طرق.²

يمكن أن تجمع المؤسسات حصص الملكية العادية بطريقتين، طريقة مباشرة وغير مباشرة، فالمباشرة عن طريق إصدار حصص جديدة، أما غير المباشرة فهي عن طريق احتجاز الأرباح.

¹ فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان الاردن، 2009 الطبعة الثانية، ص ص 237، 240.
² غربي حمزة و براق محمد، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سابق، ص ص 60، 64-65.

فإذا أصدرت حصصاً جديدة، فإن المؤسسة يجب أن تبحث عن معدل العائد الذي يجب أن تكسبه المؤسسة لإرضاء حملة الأسهم الجدد.

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{القيمة الحالية للسهم}} + \text{معدل النمو المتوقع في التوزيعات}^1$$

تعرف تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية على أنها العائد الذي يطلبه حملة الأسهم لقاء امتلاكهم له، وتمثل تكلفة التمويل بالأسهم العادية رياضياً بمعدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لحساب القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم الدورية المتوقع توزيعها في المؤسسة.

يمكن حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية باستعمال عدة طرق، أهمها طريقة تقييم أرباح السهم وطريقة تسعير الأصول الرأسمالية.²

أ- طريقة تقييم أرباح السهم

يسمى نموذج تقييم أرباح السهم في حالة نمو الأرباح التي ستوزعها المؤسسة في السنوات القادمة بنسب ثابتة بنموذج قوردن (1962) Gordon، وهو ما يتطلب من المساهمين توقع الأرباح التي ستوزعها المؤسسة في السنة الأولى فقط. ففي ضوء هذا النموذج، فإن تكلفة التمويل الممتلك تتكون من جزأين، أولهما هو ربح السهم مقسوماً على القيمة السوقية للسهم، أما الجزء الثاني فهو معدل النمو المتوقع لأرباح السهم الناتجة عن استثمار الأموال المملوكة.

يمكن صياغة نموذج قوردن لتقييم أرباح السهم كما يلي:

$$k_c = \frac{D_0}{P_0} + g$$

k_c : تكلفة التمويل بالأسهم العادية.

D_0 : قيمة توزيع أرباح السهم في الفترة الأولى.

P_0 : السعر الحالي للسهم.

g : معدل النمو المتوقع لربح السهم.

ولتقدير تكلفة التمويل بالأسهم العادية هي استخدام نموذج قوردن مع تكيف النموذج ليعتبر تكلفة الإصدار للتمويل الجديد، بافتراض أن ربح السهم ينمو بنسبة ثابتة g ، وعليه فإن تكلفة التمويل بالأسهم العادية تصاغ كما يلي:

¹ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 25.

² غربي حمزة و براق محمد، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سابق، ص 61.

$$k_c = \frac{D_0}{P_0(1 - F)} + g$$

تمثل F تكلفة الإصدار للأسهم الجديدة.

لطريقة تقييم أرباح السهم عدة مزايا وسلبيات، فمن مزاياها أنها سهلة الاستخدام، لكن هناك عدد من المشاكل العملية المرتبطة به، فالنموذج ينطبق على المؤسسات التي تدفع أرباح السهم فقط، وهذا يعني أن النموذج عديم الجدوى في كثير من الحالات، ثم إذا كانت المؤسسة تقوم بتوزيع أرباح السهم، فإن النموذج يفترض ثبات هذه التوزيعات، وهو غير محقق دائماً، كما أن من سلبيات النموذج أيضاً هو إهمال أثر المخاطر في حساب التكلفة.¹

ب- طريقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يحتل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model CAPM الذي جاء به شارب (1964) Sharpe مكانة كبيرة في حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية، حيث يوازن نموذج تسعير الأصول المالية بين معدل العائد المطلوب من السهم العادي (تكلفته) وبين مخاطرته، فهو يفترض بأن المساهم يملك محفظة مالية متنوعة. والعوائد على الأصول لا تتحرك بنفس الاتجاه ولا بنفس الوقت ولا بنفس المقدار. نتيجة هذا التنوع، تصبح المخاطرة الوحيدة المتبقية هي المخاطرة المرتبطة بالتغيرات في السوق بشكل عام.

تحدد تكلفة التمويل بالأسهم العادية بدلالة المخاطرة التي تتضمنها، بالنظر لعدة عوامل منها :

- طبيعة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار من مخاطر تشغيلية مرتبطة بنشاط المؤسسة المصدرة للأوراق المالية ومخاطر مالية.

- المدة الزمنية المأخوذة لتقدير التدفقات، فكلما كانت في المدى البعيد كلما زاد الخطأ وحالة عدم التأكد، وهو ما يؤدي إلى زيادة علاوة المخاطر.

يعطى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما يلي:

$$E(R_i) = R_f + (E(R_m) - R_f) \frac{Cov(R_m, R_i)}{Var(R_m)}$$

حيث تمثل :

R_i : عائد السهم لمؤسسة i .

R_m : عائد للمحفظة التي تضم جميع المؤسسات أو عائد السوق.

¹ غربي حمزة و براق محمد، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سابق، ص 62.

R_f : معدل العائد للأصل بدون مخاطرة.

Cov, Var, E تمثل التوقع، التباين و التباين المشترك على الترتيب.

في الصيغة السابقة، يمكن استخراج المخاطرة النظامية أو مخاطرة السوق β ، أو كما تسمى بيتا السوق

(Market beta)، التي تصاغ كما يلي:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_m, R_i)}{Var(R_m)}$$

لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ميزتان أساسيتان، تتمثل الأولى في تعديل للمخاطرة، أما الثانية فهي

تتمثل في أن النموذج ينطبق على المؤسسات التي لا يكون فيها نمو أرباح السهم ثابتا. وبذلك، فإن النموذج

يطبق على نطاق واسع من المؤسسات.

أما من بين عيوبه، ما يلي:

- يفترض النموذج بأن المستثمرون يفضلون التعرض لنسبة أقل من المخاطرة للحصول على معدل

العائد المتوقع، وإذا تعرض المستثمرون إلى درجة ما من المخاطر فسوف يفضلون العوائد الأعلى دون الأقل.

لكن قد يحدث العكس في البورصة، فالنموذج يرفض المستثمرون الذين يقبلون عوائد قليلة مقابل التعرض

لمخاطر كبيرة.

- يفترض النموذج أن العائد على الأصول توزع بشكل عشوائي ونسب متغيرة، ولكن العوائد غالبا ما

توزع بشكل طبيعي.

- باستخدام هذا النموذج، فإن المستثمرين لهم نفس الإمكانية للحصول على المعلومات وأن جميعهم

يوافقون على العائد المتوقع على الأصول.

- لا يستطيع النموذج أن يوضح اختلاف وتباين عوائد الأسهم.

- يقوم النموذج بتجاهل الضرائب وتكلفة المعاملات التجارية.

- يفترض النموذج أنه بالإمكان تقسيم وتجزئة كل الأصول إلى أصول صغيرة لا نهائية وأنه يمكن

امتلاكها والتعامل بها في السوق.

- يفترض النموذج بأن المستثمرين الأفراد ليس لديهم أي تفضيلات في الأصول أو الأسواق سوى

العلاقة بين العائد والمخاطرة.

- يعتمد تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على المعلومات التاريخية ، لكن ليس دائما ما يكون

المستقبل امتداد للماضي.

3- تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة

تمثل تكلفة الأسهم الممتازة معدل العائد الذي يرغب حاملو هذه الأسهم التي أصدرتها المؤسسة في الحصول عليه. و نظرا لأن الأسهم الممتازة تعتبر من الاستثمارات الأبدية التي لها تاريخ استحقاق، ويحصل حملتها على نسبة ثابتة من الأرباح. كما تمثل تكلفة الأسهم الممتازة نسبة الأرباح الدورية المدفوعة لحملتها إلى صافي المبلغ الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع سهم، ويتم حساب تكلفة هذا المصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل بالعلاقة الموالية:

$$\text{تكلفة الاسهم الممتازة} = \frac{\text{قيمة التوزيع الثابت للسهم}^1}{\text{صافي قيمة السهم}}$$

رياضيا تحسب كما يلي :²

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

تمثل :

k_p : تكلفة الأسهم الممتازة.

P_0 : القيمة السوقية للأسهم الممتازة.

D : قيمة أرباح السهم الممتاز الثابتة.

C : تكاليف الاصدار.

4- تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة

إن تكلفة الأرباح المحتجزة هي عبارة عن العائد الذي يطالب به حملة الأسهم مقابل أموال الملكية، وعلى الرغم من أن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروفات إلا أنه لا بد من تقدير تكلفة هذا العنصر تطبيقا لمفهوم تكلفة الفرصة البديلة. إن صافي الأرباح التي تحققها المؤسسة بعد دفع الضرائب وبعد دفع التوزيعات إلى حملة الأسهم الممتازة تعتبر حقا خالصا لملاك المؤسسة أي حملة الأسهم العادية، وهنا فإن إدارة المؤسسة إما أن تقرر توزيع هذه الأرباح على الملاك أو تحتفظ بها لإعادة استثمارها داخل المؤسسة، وفي الحالة الأخيرة فإن العائد المتوقع من إعادة استثمار الأرباح لا بد أن يتساوى على الأقل مع معدل العائد الذي كان يمكن لملاك المؤسسة أن يحققوه من الاستثمار في الفرص البديلة المتاحة أمامهم.

¹ محمد الصيرفي ، مرجع سابق ، ص 24.

² غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص ص ، 62-64.

و يلاحظ أنه على الرغم من سهولة تقدير تكلفة كل من القروض و الأسهم الممتازة ، إلا أن هناك صعوبة في تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة نظرا لأنها تكلفة غير مباشرة.¹

وتحسب التكلفة هنا من خلال المعادلة الآتية:²

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم (1 - سعر ضريبة الدخل)}}{\text{القيمة الحالية للسهم}}$$

5- التكلفة الوسطية المرجحة

إن التكلفة الوسطية المرجحة للأموال تتوقف على المزيج المكون لهيكل رأس المال وتكلفة كل عنصر فيه ونظرا لأن نسبة العناصر المكونة للهيكل ليست متساوية، وكذلك تكلفتها، يصبح من الضروري استخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان فعند حساب التكلفة الوسطية المرجحة فإنه يؤخذ بعين الاعتبار هيكل رأس المال فقط أما مصادر التمويل قصيرة الأجل، واستنادا إلى نظرية التمويل، فهي لا تؤخذ في الحسبان أثناء تقدير تكلفة الأموال على اعتبار أنها مصادر مؤقتة ولا تبقى على حالها.³

وتحسب التكلفة الوسطية المرجحة باستعمال العلاقة التالية:

$$k = \frac{D}{E + D} k_d(1 - \tau) + \frac{E_p}{E + D} k_p + \frac{E_c}{E + D} k_c + \frac{E_r}{E + D} k_r$$

حيث :

k : تمثل تكلفة رأس المال.

E_p : الأسهم الممتازة. E_c الأسهم العادية. E_r الأرباح المحجوزة.

E : الأموال الذاتية، حيث $E = E_p + E_c + E_r$

D : مقدار الديون.

k_p : تكلفة الأسهم الممتازة.

k_d : تكلفة الديون.

τ : معدل الضريبة على الأرباح.

كما يمكن تبسيط هذه العلاقة كما يلي: بحيث k_e : تكلفة الأموال الذاتية.⁴

¹ مليكاوي مولود ، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية ، دار هومة للطبع و النشر و التوزيع ، الجزائر ، 2019 ، ص 191.

² محمد الصيرفي ، مرجع سابق ، ص 25.

³ محمد بوشوشة ، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية ، أطروحة دكتوراه ، جامعة بسكرة ، 2015-2016 ، ص 165.

⁴ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 66.

$$k = \frac{D}{E + D} k_d(1 - \tau) + \frac{E}{E + D} k_e$$

و بعبارة أخرى ولتقدير تكلفة التمويل الخاصة بالهيكل المالي يجب معرفة مصادر التمويل المشكلة له، ومن ثم حساب تكلفة كل مصدر على حدا و أخيرا الترجيح بالأوزان لتكلفة كل مصدر من هذه المصادر المستخدمة. وتعتبر التكلفة الكلية أو ما يسمى التكلفة الوسطية المرجحة (CMP) عن تكلفة الهيكل المالي ككل، لذلك فهي تتوقف على القرار المالي المحدد لتكوينه، و يتم حساب التكلفة الوسطية بعد حساب التكلفة k_i والوزن النسبي w_i لكل مصدر من مصادر التمويل، وهذا وفق العلاقة التالية :

$$CMP = \sum k_i w_i$$

-والوزن w_i هو نسبة كل تمويل بالنسبة إلى مجموع التمويل.

-فمثلا إذا كان الهيكل التمويلي للمؤسسة يتكون من ديون و أسهم عادية تكون تكلفة التمويل كما يلي :

$$CMP = k_d w_d + k_e w_e$$

حيث : k_d :تكلفة القروض، w_d : الوزن النسبي للقروض بالنسبة لمجموع رأس المال.

k_e : تكلفة الأسهم العادية، w_e : الوزن النسبي للأسهم العادية بالنسبة لمجموع رأس المال

كما يمكن صياغة هذه العلاقة كما يلي:

$$CMP = k_d(1 - \tau) \frac{v_d}{v_d + v_e} + k_e \frac{v_e}{v_d + v_e}$$

حيث:

v_d : التمويل بالقروض، v_e : التمويل بأموال الملكية، $v_d + v_e$: مجموع الأموال المستخدمة.¹

ثانيا : تكلفة مصادر التمويل القصيرة الأجل

1- تكلفة التمويل في حالة الائتمان التجاري

تتوقف قيمة تكلفة التمويل باستخدام الائتمان التجاري على الشروط الائتمانية التي يضعها المورد لمنح

هذه التسهيلات الائتمانية، ففي ظل غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويلي بدون

تكلفة تذكر.²

بالنسبة لتكلفة هذا النوع من التمويل فإنها تعتمد على شروط الموردين. ففي غياب الخصم النقدي يعتبر

الائتمان التجاري في حكم التمويل المجاني، غير أنه قد ينقلب إلى تمويل مكلف للغاية إذا لم تحسن المؤسسة

استخدامه. فعدم قيام المؤسسة بسداد مستحقات الموردين في الوقت المناسب ، قد يترتب عليه الإساءة إلى

¹ صديقي احمد و آخرون ، "تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة"، مجلة الاقتصاد وادارة الاعمال ، المجلد 1 ، العدد 1 ، 2017 ، ص 88-89.

² عاطف وليم اندراوس ، مرجع سابق ، ص 391.

سمعتها في السوق بشكل قد يصعب معه الحصول على احتياجاتها بشروط معقولة ، وهذا الأمر إذا طال أمده قد يفقد المؤسسة مركزها التنافسي بل وقد يخرجها كلية من السوق .أما إذا كان الموردون يقدمون خصما نقديا لعملائهم، فإن تكلفة الائتمان التجاري سوف تتوقف على ما إذا كانت المؤسسة تستفيد من هذا الخصم أم لا .
بعبارة أكثر تحديدا يعتبر الائتمان التجاري مجاني في حالة قيام المؤسسة بسداد قيمة الفواتير خلال فترة الخصم ، بينما يعتبر غير مجاني إذا تم السداد بعد انقضاء فترة الخصم.¹

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \text{معدل الخصم النقدي} \times \frac{360}{\text{فترة الائتمان} - \text{فترة الخصم}}$$

2- تكلفة التمويل في حالة الائتمان المصرفي

تتلخص تكلفة الائتمان المصرفي بالفوائد و العمولات التي تدفعها المؤسسة لقاء الحصول عليه و تختلف هذه التكلفة من دولة لأخرى حسب تعليمات البنك المركزي.²

ويمكن أن يطلق على هذه التكلفة بالتكلفة الاسمية تمييزا لها عن التكلفة الفعلية المرتبطة بشروط الاتفاق بين المؤسسة والجهة المانحة للقرض، والمتأثرة أيضا بمعدل الضريبة الخاضعة له أرباح المؤسسة.³

يتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المؤسسة في الاستفادة من الخصم ، كما يعتبر مصدرا مقبولا لتمويل الأصول الدائمة في المؤسسات التي تعاني من صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر طويلة الأجل . يضاف إلى ذلك أنه أكثر مرونة من الائتمان التجاري ، إذ يأتي في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة . غير أنه أقل مرونة منه في ناحية أخرى، ذلك أنه لا يتغير تلقائيا مع تغير حجم النشاط . وعادة ما تضع البنوك شروطا للائتمان المصرفي تجعله صعب المنال (غير متاح) للمؤسسات صغيرة الحجم ، والمؤسسات التي هي في بداية عهدها بالنشاط الذي تتعامل فيه ، والمؤسسات التي لا تتميز بمركز مالي قوي.⁴

الفرع الثالث : العوامل المؤثرة على تكلفة الاموال

تتأثر تكلفة الأموال بعدد من العوامل، بعضها يخرج عن نطاق سيطرة المؤسسة وبعضها الآخر يتأثر بالسياسات التمويلية و الاستثمارية التي تنتهجها المؤسسة .

¹ منير ابراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، مركز الدلتا للطباعة ، توزيع منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 1997 ، ص 7.

² طارق الحاج ، مبادئ التمويل ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، الطبعة الاولى ، عمان 2010 ، ص 50.

³ بوربيعة غنية ، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة ، مذكرة ماجستير ، مالية المؤسسات ، جامعة الجزائر 3 ، 2011/2012 ، ص 41.

⁴ منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص ص 8-9.

أولاً- العوامل الخارجة عن سيطرة المؤسسة : أكثر العوامل التي لا تستطيع المؤسسة التحكم فيها هي أسعار الفائدة و علاوة مخاطر السوق و معدلات الضرائب.¹

1- مستويات أسعار الفائدة: يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة في الاقتصاد إلى ارتفاع تكلفة الدين لأنه سيكون على المؤسسات دفع أسعار فائدة أعلى للمستثمرين إذا ما أرادت الحصول على ديون إضافية، كذلك يبين نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأسهم العادية نتيجة ارتفاع معدل العائد عديم المخاطرة.

2- علاوة مخاطر السوق: تتفاعل المخاطر الملازمة للأسهم مع درجة كراهية المستثمرين للمخاطرة لتحديد علاوة مخاطر السوق، ولا تمتلك أي مؤسسة أن تتحكم بهذا العامل ولكن يمكن لها أن تؤثر على تكلفة رأس المال العادي وعلى تكلفة الدين من خلال أثر الإحلال وبالنتيجة على متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال.

3- معدلات الضرائب : تمارس معدلات الضرائب البعيدة تماما عن سيطرة المؤسسة تأثيرا هاما وكبيراً على تكلفة رأس المال. ذلك أن معدلات الضرائب تستخدم في حساب تكلفة الدين التي تدخل بدورها في حساب متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال.²

ثانيا- العوامل الواقعة تحت سيطرة المؤسسة : أما بالنسبة للعوامل التي تقع تحت سيطرة المؤسسة ، فيوجد كل من سياسة المؤسسة بشأن هيكلتها المالية وكذا سياسة توزيعات أرباح السهم إضافة إلى السياسة الاستثمارية للمؤسسة.³

1- سياسة المؤسسة بشأن هيكلتها المالية : إذا استهدفت المؤسسة هيكلية مالية وأنها استخدمت أوزان مكونات وعناصر هذه الهيكلية المالية لتحديد تكلفة رأس المال، فإنها بذلك تحدد تكلفة رأس المال. إلا أنه يمكن لها أن تغير من هيكلتها المالية بشكل يغير أيضا من تكلفة الأموال.

2- سياسة توزيعات الأرباح: تمثل الأرباح المحتجزة الرصيد المتراكم للأرباح التي لم يتم توزيعها على المساهمين. وتبعاً لذلك، فعند مستوى معين من الأرباح المحققة فإن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة بشكل قد يعرض المؤسسة لعدم قدرة تمويل احتياجاتها من الموارد الإضافية اللازمة لتنفيذ استثماراتها الجديدة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال.

3- السياسة الاستثمارية للمؤسسة : السياسة الاستثمارية للمؤسسة لها تأثير أيضا على تكلفة رأس المال، فعند تقدير تكلفة الأموال يتم استخدام معدلات العائد المطلوبة على الأسهم والسندات كبدائية للتقدير،

¹ مليكاوي مولود ، الاستراتيجية و التسيير المالي ، طبعة 1 ، دار هومة للطبع و النشر و التوزيع ، الجزائر ، 2018 ، ص 109.

² مليكاوي مولود ، الاستراتيجية و التسيير المالي ، مرجع سابق ، ص 110.

³ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 70.

وتعكس هذه المعدلات درجة المخاطرة المرتبطة بالأسهم والسندات، فإذا قررت المؤسسة الاستثمار في خط إنتاجي جديد، فإن التكلفة الحدية للأموال تعكس درجة خطورة النشاط الجديدة فقط وليس الأنشطة القديمة للمؤسسة. وعليه، فإن تغيير السياسة الاستثمارية للمؤسسة ينعكس على تكلفة الاستثمار نتيجة لتباين مستويات المخاطرة بين الأنواع المختلفة للاستثمار.

المطلب الثالث : العوامل المؤثرة على الهيكلية المالية

تحتاج المؤسسة الاقتصادية إلى مصادر تمويلية لتغطية أنشطتها الاستغلالية والاستثمارية، ولكن الإشكالية لا تكمن في نقص الموارد المالية المتاحة للمؤسسة وإنما تكمن المشكلة في تعارض وتشابك الأهداف المالية للمؤسسة وخاصة هدف المردودية والاستقلالية المالية والنمو والتوازن المالي، لذلك تسعى المؤسسة إلى اختيار هيكلها المالي بكل دقة وعناية حتى تحافظ على التوليفة المناسبة من الأهداف المالية، وتأخذ في الاعتبار من أجل اختيار هيكلها المالي مجموعة من العوامل والمتغيرات وتراعي في هذه العوامل أساساً عنصر المخاطر والعائد والحفاظ على السيطرة الداخلية للمؤسسة.¹

الفرع الأول : العوامل المتعلقة بخصائص المؤسسة (العوامل الداخلية):

و تتمثل فيما يلي :

1 - معدل النمو:

بشكل عام، فإن المؤسسات الكبيرة تستطيع بسهولة دخول الأسواق أو الاقتراض من المؤسسات المالية والحصول على التمويل الجديد لمشاريعها الاستثمارية، وبالتالي فهي تعتمد على التمويل الخارجي وتقوم بدفع جزء كبير من أرباحها كتوزيعات أرباح. بينما المؤسسات الصغيرة التي تنمو بشكل كبير ومستمر قد يكون من الصعب عليها دخول الأسواق المالية أو الحصول على القروض من المؤسسات المالية لدعم مشاريعها الاستثمارية. وبالتالي فإن المؤسسات الصغيرة النامية تعتمد بشكل كبير على التمويل الداخلي من خلال احتجاز الأرباح، وعدم دفع توزيعات أرباح أو دفعها بنسب قليلة.²

من جهة أخرى، و مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، فإن المؤسسات التي تمتاز بمعدلات نمو عالية تعتمد في هيكلتها المالية على الديون بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة بتكاليف التمويل بالدين يشجع المؤسسات على زيادة الاعتماد على الاقتراض، غير أنه في الوقت نفسه تواجه المؤسسة ذات النمو السريع في اعتمادها المتزايد على الاقتراض مخاطر أكبر من رغبتها في اللجوء إلى الاقتراض.³

¹ مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، مرجع سابق، ص ص 214-215.

² فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص 311.

³ غربي حمزة و براق محمد، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سابق، ص 127.

والواقع أنه يقع على عاتق المؤسسة في هذه الحالة الموازنة بين المكاسب الناتجة عن استخدام الرفع المالي وبين المزايا التي تعود عليها من زيادة حجم الملكية.¹

2 - درجة استقرار المبيعات :

ترتبط درجة استقرار المبيعات بنسب الاقتراض ارتباطا مباشرا. فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات و الإيرادات ، تتمكن المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطر. و ذلك بعكس الحال اذا كانت المبيعات و الإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة حيث تحد المؤسسة صعوبة في دفع هذه الالتزامات.² فاستقرار المبيعات والأرباح توسع الطاقة الاستيعابية على الاقتراض للمؤسسة ويمكنها من تحمل نسب استئانة أكبر.³

3- المنافسة : لاشك أن سهولة دخول مؤسسات أخرى الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة و كذلك

مقدرة هذه المؤسسات على التوسع في طاقاتها سيؤثران على هوامش الربح لمؤسساتنا. فالصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع أن تكون هوامش ربحها كبيرة ، ولكن - من ناحية أخرى - ينتظر أن تضيق هوامش هذه الربح إذا كانت هذه الصناعة تتدرج في مجموعة الصناعات التي يسهل على المؤسسات الجديدة أن تنضم إليها و بالتالي تشارك في سوقها.⁴

4- هيكل الأصول : تعد الأصول التي تمتلكها المؤسسة بمثابة ضمان يمكن تقديمه للمقرضين في حال

كان لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة.⁵

و يؤثر هيكل الأصول على الهيكل المالي بصور عديدة . فالمؤسسات التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة ، وخاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير ، تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة (المثال على هذا النوع من المؤسسات هو مؤسسات المرافق العامة) . ومن ناحية أخرى فإن المؤسسات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم و مخزون ، والتي تتوقف قيمتها على استمرار تحقيق المؤسسة للأرباح ، تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل وإن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل و لكن بدرجة محدودة مثل المؤسسات التي تعمل في تجارة الجملة و التجزئة.⁶

¹ محمد صالح الحناوي ، الادارة المالية و التمويل ، مرجع سابق ، ص 340.

² محمد صالح الحناوي ، الادارة المالية و التمويل ، مرجع سابق ، ص ص 340-341.

³ نشأت حكمت عليوي ، أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية ، رسالة ماجستير في المحاسبة ، جامعة الشرق الأوسط عمان الاردن ، 2019 ، ص 30.

⁴ محمد صالح الحناوي ، الادارة المالية و التمويل ، مرجع سابق ، ص 341.

⁵ نشأت حكمت عليوي ، مرجع سابق ، ص 29.

⁶ محمد صالح الحناوي ، الادارة المالية و التمويل ، مرجع سابق ، ص 341.

5- اتجاهات رجال الإدارة : إن اتجاهات رجال الإدارة التي لها تأثير مباشر على اختبار وسائل

التمويل هي تلك المرتبطة بأحد أمرين :

الأول التحكم والسيطرة على إدارة المؤسسة ، والثاني : الخطر . فالمؤسسات الضخمة التي تنشئت فيها ملكية الأسهم العادية وتتنوع على عدد كبير جدا من المساهمين ستقوم عادة - في حالة الحاجة إلى أموال إضافية - بإصدار أسهم عادية حيث أن ذلك سيترتب عليه تأثير ضئيل على السيطرة الحالية على إدارة المؤسسة . و بالإضافة إلى ذلك فإنهم فإن رجال الإدارة الذين يسهرون على مصالح ملاك المؤسسة يحاولون عادة تجنب الملاك خطر استخدام قروض زائدة عن الحاجة وما يترتب على ذلك من خطر التوقف عن دفع التزاماتها الثابتة .

ومن ناحية أخرى ، فإن ملاك المؤسسات الصغيرة يفضلون تجنب إصدار الأسهم العادية حتى يتسنى لهم السيطرة الكاملة على إدارة المؤسسة . وبالإضافة إلى ذلك فإنهم عادة واثقون من مستقبل مؤسساتهم ويتوقعون مكاسب كبيرة من استخدام الرفع المالي ، ولهذا الأسباب فإنهم دائما على استعداد لزيادة نسب الاقتراض .

وعلى كل ، فلا يمكن اعتبار ذلك قاعدة عامة تنطبق على جميع ملاك المؤسسات الصغيرة ، فقد يكون مالك المؤسسة الصغيرة أكثر تحفظا من إدارة المؤسسات الكبيرة ، و بالتالي لا يكون مستعدا لقبول درجة أكبر من الخطر بالحصول على قروض إضافية ، حيث أنه قد يفتن بما يملكه في المؤسسة وليس لديه دافع قوى لزيادة حجم أرباحه عما يحصل عليه حاليا .¹

يمكن أن يؤثر التمويل بالاقتراض مقارنة بتأثير التمويل بالأسهم على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة على الهيكلية المالية، فإذا كانت للإدارة سيطرة تصويتية في المؤسسة ولكنها ليست في مركز يسمح لها بشراء أي أسهم إضافية، فسوف تفضل استخدام القروض على الأسهم العادية في تمويل الاستثمارات الجديدة باعتبار أنه في حالة ما إذا تم هذا التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة، فإن ذلك قد يفقدها السيطرة على المؤسسة . ومن ناحية أخرى، قد تقرر إدارة المؤسسة استخدام التمويل عن طريق أموال الملكية إذا كان مركزها المالي يتسم بالضعف، فإذا لجأت المؤسسة في هذه الحالة إلى التمويل عن طريق الاقتراض، فإنها تتعرض إلى مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها ومن ثم مخاطر التعرض إلى الإفلاس . في المقابل، إذا اعتمدت المؤسسة بشكل كبير على التمويل الذاتي فإنها تكون عرضة لمخاطر الاستحواذ والاستيلاء عليها من طرف مستثمرين آخرين .²

¹ محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية و التمويل ، مرجع سابق ، ص 343 .

² غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 127 .

6- درجة تحفظ أو جرأة الإدارة :

باعتبار أن الإدارة ما هي إلا مجموعة من البشر الذين تحكمهم عوامل سلوكية، فمنهم من يتصف بالجرأة والإقدام على المخاطرة ومنهم من يتصف بالخوف والتحفظ عليها، وباعتبار أن الدين يعمل على زيادة المخاطرة في المؤسسة، فقد تميل تركيبة الهيكلية المالية للمؤسسة على استخدام الديون بدرجة قليلة رغم ملائمة العوامل الأخرى بسبب تحفظ الإدارة.¹

7- السيولة :

إن للسيولة تأثير مزدوج على هيكل رأس المال حيث يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة و نسبة الديون علاقة موجبة أو سالبة، فالمؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية لها القدرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.²

و هو ما يجعلها أكثر قدرة في تخفيض كل من نسبة الاستدانة ونسبة الرفع المالي ويسهل عليها الاقتراض، أما عند انخفاض سيولة المؤسسة تتراكم ديونها قصيرة الأجل، الأمر الذي سيرفع كلا من نسبة الاستدانة ونسبة الرفع المالي، ويصعب عليها الاقتراض وهنا نتوقع العلاقة السالبة بينهما . ومن جهة أخرى فإن ارتفاع السيولة الزائد والمستمر لدى المؤسسة يعتبر مؤشرا على عدم استغلالها للسيولة المتوفرة لديها في توليد الأرباح، وبالتالي فإن الزيادة في السيولة بشكل مستمر يقلل من فرص المؤسسة على تحقيق الأرباح.³

8- الدخل :

بمستطاع المؤسسات التجارية تحسين العوائد التي تحققها على أموال أصحابها عن طريق الاقتراض بكلفة أقل من العائد المحقق على الموجودات . و من أهم الميزات التي يحققها التمويل عن طريق الاقتراض الثابت التكلفة هو تحسين العائد على حقوق أصحاب المؤسسة بشكل أفضل مما لو كانت عمليات المؤسسة ممولة جميعها من قبل أصحابها أي دون اقتراض، أما اذا كانت تكلفة الاقتراض أعلى من العائد على الموجودات فإن نتائج الرفع المالي ستكون عكسية، حيث سينخفض العائد على حقوق المالكين.⁴

9- الربحية :

يرصد البعض في الواقع العملي أن المؤسسات التي تتسم بارتفاع معدلات عوائدها على الاستثمار تميل لاستخدام أقل لمصادر الاقتراض، و رغم أنه ليس هناك تبرير نظري لهذه الحقيقة إلا أن أحد التفسيرات العملية لذلك هو أن المؤسسات التي تحقق مستويات أرباح مرتفعة جدا لا تحتاج للجوء إلى التمويل عن طريق

¹ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 126.

² مليكاوي مولود ، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص 207-208.

³ نشأت حكمت عليوي ، مرجع سابق ، ص 28-29.

⁴ مليكاوي مولود ، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص 208.

الاقتراض في هذه المرحلة ، إذ تمكنها أرباحها المرتفعة من أن تخلق مصادر ذاتية للتمويل ممثلة في تدعيم أرصدة أرباحها المحتجزة و تستخدمها في تمويل أنشطتها المتنامية .¹

و وفقا لافتراض أولوية اختيار مصادر التمويل فإن الأرباح المحتجزة تأتي غالبا في مقدمة مصادر التمويل ، ثم يتبعها القروض، و أخيرا إصدار أسهم جديدة، وبناء عليه يصبح من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها، وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة، وبدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة .²

و من جهة أخرى هناك من يقول بأن المؤسسات الأكثر ربحية لديها احتياجات أكبر لحماية الدخل من الضريبة وعليها أن تقترض بصورة أكبر من المؤسسات الأقل ربحية .³

10- حجم المؤسسة :

حجم المؤسسة عامل في قدرتها على التوسع في الاقتراض ، فالمؤسسات ذات المصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الواسع غالبا ما تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة . وهذا ما يطلق عليه في مجال الإدارة المالية بالفرق التمويلي Financial Gap، فالمؤسسات الكبيرة لها شهرة وتحقق أرباح مرتفعة ولها حصة سوقية كبيرة و بالتالي يمكنها الدخول إلى السوق المالي عن طريق إصدار الأسهم والسندات أو الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية، أم المؤسسات الصغيرة فلا تتوفر على هذه الميزات و بالتالي لا يمكنها الحصول على موارد مالية خارجية وتعتمد على مواردها الذاتية بصفة أساسية نظرا لارتفاع حجم المخاطر المحيطة بها.⁴

11-الملاءمة : القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر تمويل

طويلة الأجل كأموال الملكية أو القروض طويلة الأجل، أما المصادر قصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الاستخدامات قصيرة الأجل، و تعتبر عملية الملاءمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول.

فالأصول الثابتة مثلا تقدم خدماتها لفترات زمنية طويلة، وعن طريق استعمال هذه الخدمات وبيع المنتجات يتوقع أن تحصل المؤسسة على فائض من التدفق النقدي المتمثل في الأرباح المحققة مضافا إليها

¹ مليكاوي مولود ، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص ، 209.

² نشأت حكمت عليوي ، مرجع سابق ، ص 28.

³ صبيحة قاسم هاشم ، "نظريات هيكل التمويل الحديثة"،مجلة العلوم الاقتصادية و الادارية جامعة بغداد ،"المجلد 21 ، العدد 83 ، 2015 ، ص 68.

⁴ مليكاوي مولود ، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص 210.

استهلاك الموجودات الذاتية نفسها. ومبدأ الملاءمة يقتضي أيضا بتمويل احتياجات المؤسسة قصيرة الأجل من مصدر قصير الأجل، لأن تمويلها بواسطة مصدر طويل الأجل يؤثر على هدف الربحية.¹

12- درجة التخصص أو التركيز :

كلما اتجهت المؤسسة نحو التخصص كلما ارتفعت تكلفة الافلاس ، و ذلك بالمقارنة مع مؤسسة مماثلة تتبع سياسة التنويع . و لما كان الاقتراض من شأنه أن يزيد من مخاطر الافلاس ، فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المؤسسات التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض في هيكل رأس المال تجنباً لمزيد من المخاطر.²

13- طبيعة الصناعة :

ترتفع تكلفة الافلاس للمؤسسات التي تنتج سلعا تحتاج إلى خدمة بعد بيعها ، و من ثم يتوقع أن تميل تلك المؤسسات إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال ، تجنباً لمزيد من مخاطر الافلاس.³ و أيضا مؤسسات العقارات تمتاز بنسب عالية من الرفع المالي ، بينما تتصف مؤسسات الأبحاث التكنولوجية بالعكس.⁴

14- دورة حياة المؤسسة:

تقسم دورة حياة المؤسسة عادة إلى أربع مراحل هي: الدخول، التوسع، النضوج، التدهور، ويساعد هذا التقسيم لدورة الحياة في تحديد استراتيجيات التمويل، ففي المرحلة الأولى يكون الاعتماد على التمويل المقترض قليل ، ثم يرفع جدا في مرحلة التوسع ، ويتناقص في مرحلة النضوج نظرا لتوفر الأموال الذاتية ، وينخفض جدا في المرحلة الأخيرة.⁵

خلال تطور ونمو المؤسسة عبر مرورها بالعديد من المراحل المختلفة من الظهور حتى مرحلة النضج والتدهور فإن تدفقاتها النقدية وكذلك مدى تعرضها للمخاطر تصبح أكثر أهمية مما يؤثر على قيمتها السوقية، وبالتالي فإن اختيارات التمويل من طرف المؤسسات تعكس وضعيتها وتقدمها في دورة الحياة، ومن أجل محاولة صياغة نموذج للخيارات التمويلية ودورة الحياة يمكن صياغة الشكل التالي:⁶

¹ مليكاوي مولود ، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص ص 211-212.

² منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 164.

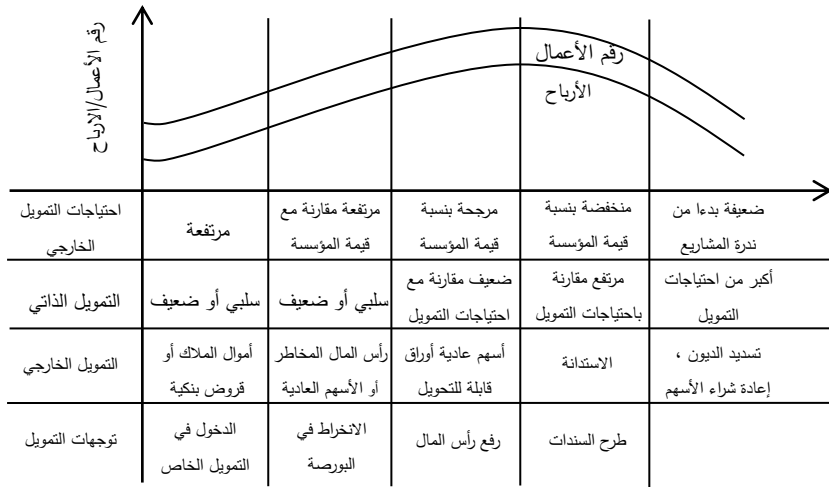
³ نفس المرجع السابق ، ص 164.

⁴ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 127.

⁵ ياقوت موساوي ، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة ، رسالة ماجستير في المالية ، المدرسة العليا للتجارة الجزائر ، 2012-2013 ، ص 14.

⁶ محمد بوشوشة ، مرجع سابق ، ص 237.

الشكل رقم (02): تمويل المؤسسة في كل مرحلة من دورة الحياة.



المرجع : محمد بوشوشة ، مرجع سابق ، ص 237.

15- المردودية :

تختلف مردودية المؤسسات من مؤسسة لأخرى ومن سنة لأخرى كذاك، وهذا الاختلاف ينبع من القطاع أو كمية رأس المال أو المخاطر أو كفاءة الإدارة...، لكن ما هو معلوم أن زيادة المردودية يساهم في ارتفاع رأسمال المؤسسة، لكن اختلفت الدراسات في تفسير تأثير المردودية على تركيبة الهيكل المالي، فهناك من يرى وجود علاقة طردية بينها وبين نسبة الدين، لأن المؤسسات المتمتعة بمردودية مرتفعة تفضل التمويل بالقروض للاستفادة من الوفر الضريبي المحقق من خصم المصروفات المالية عن الوفاء الخاضع للضريبة.

أما مؤيدي نظرية الوكالة يرون بأن المؤسسة ذات المردودية المرتفعة تفضل رفع نسبة القروض في الهيكل المالي ، لتقليل التدفق النقدي الحر من خلال ضبط سلوك المسيرين بزيادة الرقابة على أعمال المسير من خلال المقرض.¹

الفرع الثاني : العوامل المتعلقة بمصادر التمويل (الخارجية)

1- اتجاهات المقرض :

اتجاهات و آراء المقرضين تلعب دورا في غاية الأهمية في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة . فيلاحظ في غالبية الأحوال أن المؤسسة تناقش هيكلها المالي مع المقرض المحتمل و تعطي وزنا كبيرا لرأيه . وكثيرا ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الاقتراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحه في المؤسسة .

¹ فاطمة زهراء بن زعمية و آخرون ، " أهمية تحليل الهيكل المالي في تقييم الأداء المالي لمؤسسة باتيميتال "، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 07، العدد 03، جوان 2021، ص 159.

فالهيكل المالي إذا لا يتوقف على اتجاهات إدارة المؤسسة أو ظروفها الداخلية ، لأن طرفا خارجيا وهو المقرض يلعب دورا هاما في تحديد هذا الهيكل.¹

2- الموقف الضريبي للمؤسسة (الوفر الضريبي) :

من بين الأسباب الأساسية التي تدفع المؤسسة للتمويل من خلال القروض هو أن مدفوعات فوائد هذه القروض تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم وصولا للدخل الخاضع للضريبة ، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض العبء الضريبي على المؤسسة.²

غير أنه في بعض الأحيان قد يعفى دخل المؤسسة من الضرائب أو قد تمنح المؤسسة حوافز ضريبية تخفض من عبء الضريبة كإهلاك المعجل، أو السماح بترحيل الخسائر للأمام أو الخلف من وعاء الضريبة لعدة سنوات . و يؤدي تمتع المؤسسة بالإعفاء الضريبي أو بالحوافز الضريبية إلى فقدان الاقتراض كمصدر للتمويل لأحد مزاياه الأساسية التي تنشأ في حالة ارتفاع الأعباء الضريبية.³

3-المرونة المالية أو التمويلية :

تشير المرونة المالية إلى قدرة المؤسسة على تجميع الأموال بشروط معقولة في ظل الظروف المعاكسة، و يدرك المدير المالي للمؤسسة خاصة الكبيرة منها أهمية و ضرورة التمويل المستقر ضمانا لاستقرار عمليات المؤسسة و من ثم نجاحها ، كما يدرك المدير المالي أيضا صعوبة الحصول على التمويل في الأوقات التي تواجه فيها المؤسسة صعوبات تشغيلية ، حيث يفضل المقرضون في هذه الحالة إقراض المؤسسات التي تتميز بمتانة مركزها المالي . يمكن القول بأن كل من احتياجات المؤسسة المتوقعة من التمويل و النتائج المترتبة على القصور في الموارد المالية المتاحة يؤثران بشكل كبير على الهيكل المالية المستهدفة.⁴

4 - المخاطر التشغيلية والمالية :

يمكن تعريف المخاطر التشغيلية أو مخاطر الأعمال بأنها حالة عدم التأكد المتعلقة بقيم معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية في حال استعمال المؤسسة التمويل بحقوق الملكية فقط، وذلك بسبب عوامل عديدة منها المنافسين و ابتكاراتهم الجديدة ، إضرابات العمال ، الازدهار والكساد الاقتصادي.⁵

أما المخاطر المالية فهي تلك المخاطر التي يتحملها ملاك المؤسسة (حملة الأسهم) نتيجة استخدام الديون لتمويل عملياتهم التشغيلية ، فمن المعروف أن المساهمين يواجهون مقدارا محددا من المخاطر المتعلقة

¹ محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية و التمويل ، مرجع سابق ، ص 344.

² غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 126.

³ عاطف وليم اندراوس ، مرجع سابق ، ص 402.

⁴ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 126.

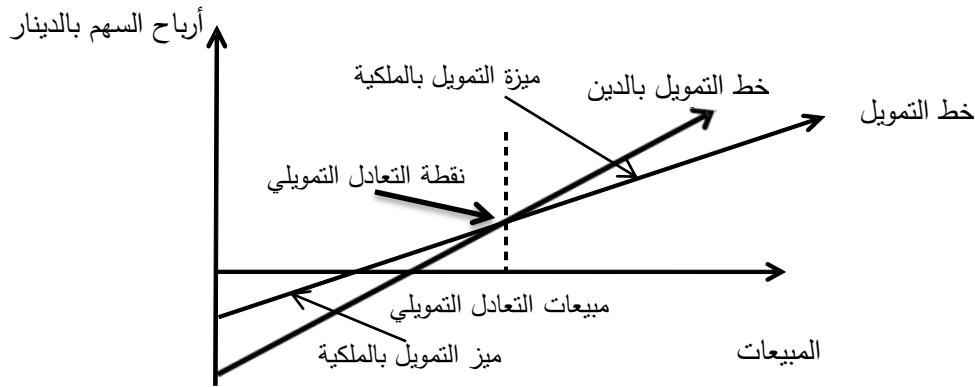
⁵ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 124.

بعمل المؤسسة و هي المخاطر التشغيلية ، أي مخاطر عدم التأكد حول الدخل التشغيلي ، لكن إذا قامت المؤسسة باستخدام الديون أو الرافعة المالية لتمويل عملياتها، فهذا يعني أن المؤسسة تركز مخاطرها التشغيلية على المساهمين.¹

5- نقطة التعادل التمويلي :

تعرف نقطة التعادل التمويلي بأنها مستوى المبيعات الذي يؤدي إلى نفس العائد على السهم بغض النظر عن طريقة التمويل ، فعند مستوى مبيعات أقل من مبيعات التعادل يفضل التمويل بأموال الملكية لأنها تحقق أرباحاً للسهم أعلى من التمويل بالدين ، أما إذا كان مستوى المبيعات أكبر من مبيعات التعادل التمويلي فإنه يفضل التمويل بطريقة الدين لأنها تحقق أرباحاً أعلى للسهم.²

الشكل رقم (03): الطريقة البيانية لنقطة التعادل التمويلي



مليكاوي مولود ، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص 210.

6- طبيعة القرض : إذا كانت القروض في صورة سندات قابلة للتحويل إلى أسهم قبل تاريخ الاستحقاق أو من النوع الذي يمكن استدعاؤه فيما بعد ، فإن تكلفة الوكالة تتخفض و تنخفض معها تكلفة الاقتراض ، بشكل يحتمل أن يشجع المؤسسة على الاعتماد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة في التمويل.³

7- تاريخ الاستحقاق :

مع ثبات العوامل الأخرى على حالها ، تتطوي القروض طويلة الأجل على مخاطر -بالنسبة للمقرض- تفوق القروض قصيرة الأجل . و لما كان الدائنون قادرون على رد المخاطر إلى الملاك برفع معدل الفائدة أو

¹ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 125.

² مليكاوي مولود ، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص 210.

³ منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 166.

بوضع شروط أفسى ، فإنه يصبح من المتوقع أن ترتفع نسبة الأموال المقترضة إذا ما كانت في صورة قروض قصيرة الأجل¹.

8- تكلفة الوكالة :

كما سبقت الإشارة توجد تكلفة وكالة لحقوق الملكية ، و تكلفة وكالة للقروض و من ثم يتوقع أن تتجه المؤسسة إلى زيادة نسبة الأموال المقترضة ، عندما تكون تكلفة الوكالة لحقوق الملكية أكبر من مثلتها للاقتراض ، و العكس صحيح . ارتفاع تكلفة الوكالة للقروض ربما تكون السبب الأساسي في ارتفاع تكلفة الاقتراض ، التي تؤدي بدورها إلى تقليل الاعتماد على الأموال المقترضة².

الفرع الثالث : العوامل الأخرى

1- أحوال و ظروف سوق رأس المال :

تخضع ظروف سوق الأسهم والسندات لتغيرات طويلة و قصيرة الأجل بشكل يؤثر على الهيكلية المالية المقترحة للمؤسسة، إذ أن ارتفاع أسعار الفائدة السوقية وانخفاض الأسعار السوقية للأسهم والسندات قد لا يشجع المؤسسة على اللجوء إلى سوق الأوراق المالية للحصول على احتياجاتها التمويلية³.

2-الظروف الاقتصادية العامة :

قد تشجع ظروف الرواج الاقتصادي على توسع المؤسسات في الاقتراض لتمويل عملياتها بدلا من الاعتماد على زيادة رأس المال ، لأن ظروف الرواج تعطي المؤسسات ثقة بقدرتها على خدمة دينها⁴.

3- التوقيت:

ازدادت أهمية هذا العامل في الوقت الحاضر بسبب التقلب الحاد في أسواق الأسهم والسندات، حيث يمكن للمؤسسات القوية أن تصدر في بعض الأوقات سندات يمكن تسويقها بسهولة و يصعب ذلك على المؤسسات الضعيفة ، بينما في أوقات أخرى يمكن للأخيرة ان تصدر السندات وتبيعها بتكلفة معقولة، لذلك يبحث المدير المالي عن التوقيت المناسب لإصدار كل نوع من انواع الأوراق المالية، هذا يعني أن النقطة الأساسية هي أن حالة أسواق رأس المال ذات تأثير جوهري في صنع البدائل التمويلية.

¹ منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ،ص 166.

² منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ،ص ص 166،167.

³ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 127.

⁴ مليكاوي مولود ، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص 214.

يقصد بالتوقيت، ذلك العامل الزمني الذي يحدد للمؤسسة بوقت الحصول على التمويل أو المفاضلة بين المصادر التمويلية المتوفرة في الوقت المناسب من أجل الحصول على الاموال وقت حاجتها و بأقل تكلفة وأفضل الشروط ، ويمثل أيضا قدرة المؤسسة على اقتناص الفرص المالية بالوقت الذي تتخفف فيه التكلفة إلى أقل درجة، عن طريق قدرة المؤسسة على قراءة الأسواق المالية و متابعة التغيرات و الأحداث المالية و توافقها مع حاجاتها المالية.

وإذ أن التوقيت مرتبط بعامل التكلفة والمرونة وقد تظهر في بعض الأوقات الحاجة إلى الأموال من الضروري تمويلها حتى ولو بتكلفة عالية مما يلغي عنصر التوقيت و إجمالاً فإن عامل التوقيت قد يتناسب مع أموال الاقتراض أكثر من أموال الملكية.¹

4-التصنيف الائتماني للمؤسسة: و يقصد به رأي فني في ملاءمة المؤسسة المصنفة، فكلما زاد الرأي إيجابياً زادت قدرة المؤسسة على زيادة مصادرها التمويلية سواء عن طريق الاقتراض أو زيادة رأس المال.²

المبحث الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي

المطلب الاول : النظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكل المالية

قامت النظريات الكلاسيكية على عدة فرضيات غير واقعية في مجملها، أهمها فرضية كفاءة السوق . رغم ذلك تعتبر هذه النظريات خاصة نظرية موديفلياني وميلر سنة 1958 القاعدة الأساسية لدراسة الهيكل المالية في المؤسسات .

الفرع الأول: نظرية صافي الربح (Net Income Theory (NI)

تعود هذه النظرية إلى (Durand-1952) الذي توصل إلى نتيجة مفادها أن قرار هيكل التمويل مرتبط بشكل مباشر بقيمة المؤسسة، وأي تغيير في هذا الهيكل سيؤدي إلى تغيير مماثل في تكلفة رأس المال وبالتالي في قيمة المؤسسة.³

يرى مؤيدي هذه النظرية أن الاختلاف في تكلفة مصادر الأموال التي تشكل الهيكل المالية سوف تتيح الفرصة للمؤسسة من خلال تغيير نسبة الرفع المالي إلى زيادة مساهمة التمويل بالديون ذات الفائدة الأقل على

¹ بوربيعة غنية ، مرجع سابق ، ص 135.

² بوربيعة غنية ، مرجع سابق ، ص 137.

³ رضوان العمار و دانيا ابراهيم غيا ، "نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة" ، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية-سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد 40 ، العدد 6 ، 2018 ، ص 67.

حساب مساهمة التمويل بالأموال الذاتية ذات التكلفة الأكبر، أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة رأس المال من خلال التغيير في نسبة الرفع المالي ، فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاض في تكلفة الأموال مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة.¹

حيث تقوم هذه النظرية على الافتراضين التاليين :

- ثبات تكلفة الأموال الخاصة و الديون؛ كون أن الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر.
- معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض ، وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين ؛ ومن خلال الفرضيتين السابقتين نجد أن تكلفة الأموال الخاصة و تكلفة الديون ثابتة و بما أن تكلفة هذه الأخيرة أقل من تكلفة الأموال الخاصة ، لأنه وحسب الفرضية الثانية فإن المساهمين يطلبون عائد أكبر من أجل حماية مصالحهم ، فإن زيادة الاعتماد على الاستدانة سيرفع من الأرباح، وبالتالي ثروة المساهمين ، وبالتالي يؤدي ذلك الى تحقيق الهدف الرئيسي للمؤسسة ألا و هو تعظيم قيمتها . أي تكون في أحسن أحوالها عندما تتعادل التكلفة الوسطية المرجحة مع تكلفة الاستدانة.

ويتضح أن تكلفة الأموال الكلية تنخفض كلما زادت نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة ، وتستمر هذه التكلفة في الانخفاض الى أن تصل الى تكلفة الاقتراض.² وبالتالي ترتفع قيمة المؤسسة ، أي أن الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية صافي الربح هو الذي يتضمن أعلى نسبة من الاستدانة، أي عند تمويل المؤسسة بالكامل عن طريق القروض.³

ما يعاب على هذه النظرية ، هو أنها تركز على فرضية عدم تغيير كل من تكلفة الدين وتكلفة الأموال الخاصة مع تغيير حجم الاستدانة ، غير أنه لا يمكن تصور أن يبقى المساهمون دون رد فعل اتجاه تزايد حجم الاستدانة بسبب المخاطر المالية المتولدة عن زيادة حجم الاستدانة.⁴

الفرع الثاني : النظرية التقليدية

تتشابه هذه النظرية مع نظرية صافي الربح ، حيث أنها تفترض وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة رأس المال إلى أدنى حد وعندها تصل قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى، كما أن هذه النظرية

¹ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 128.

² حليلة تلالى ، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدمائية المدرجة في البورصة ، مذكرة ماستر ، جامعة ورقلة ، 2017-2018 ، ص 12.

³ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص ص 128 129.

⁴ مليكاوي مولود ، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص 236.

تستخدم نفس الطريقة المتبعة في نظرية صافي الربح فيما يتعلق بتقدير قيمة المؤسسة، غير أنها تختلف عنها فيما يتعلق بالافتراضات الأساسية لهذه النظرية.¹

تفترض هذه النظرية أن تكلفة التمويل الذاتي سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في المؤسسة، ويفترض أصحاب هذه النظرية ضمن إطار تحليلها أن معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين والذي يمثل تكلفة التمويل الذاتي يبدأ بالارتفاع منذ بداية التمويل المقترض في المساهمة في تشكيلة هيكلية التمويل بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك. كما يفترض مؤيدو هذه النظرية أن تكلفة التمويل بالديون تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من الرفع المالي.

ونظرا لارتفاع تكلفة التمويل الذاتي مع تناقص قيمته في تشكيلة الهيكلية المالية و أيضا تزايد مقدار القروض، وبسبب انخفاض تكلفة القروض مقارنة بتكلفة التمويل الذاتي، فإن تكلفة رأس المال سوف تبدأ في الانخفاض، حتى تصل إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي الذي يسمى بنقطة الافتراض المثلى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأعلى.

حسب النظرية التقليدية، تتحدد نسبة الديون المثلى التي تجعل من القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها في ثلاث مراحل :

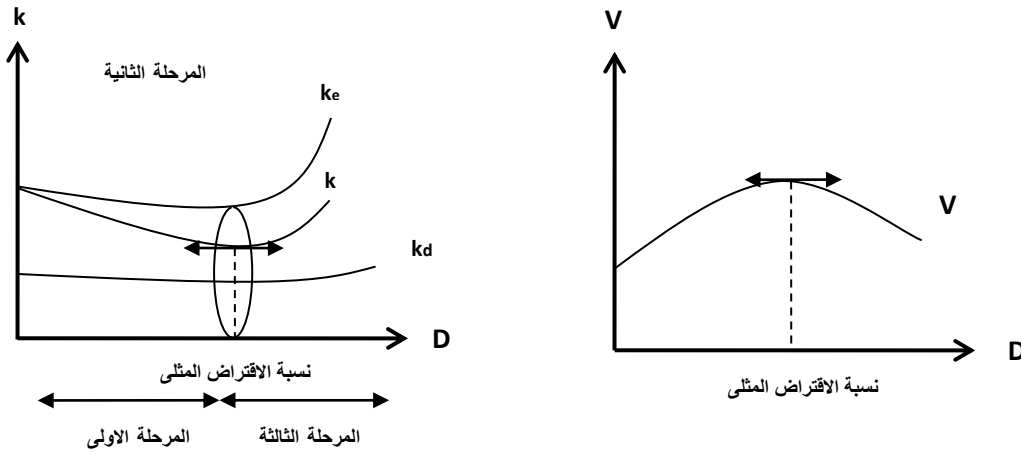
تتصف المرحلة الأولى بظهور تغيرات بطيئة في تكلفة الأموال الذاتية مع كل زيادة في مقدار الاقتراض إلا أن الزيادة في تكلفة الأموال الذاتية ضمن هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناجمة عن الاقتراض، يضاف إلى ذلك أن تكلفة الاقتراض في هذه المرحلة تبقى ثابتة.

أما المرحلة الثانية، فهي تتصف بأن المؤسسة تستعمل نسبا من الديون في هيكلتها المالية بحيث لا تؤثر تلك النسبة على قيمتها السوقية، وهنا تتشكل نقطة الاقتراض المثلى.

وفي المرحلة الثالثة والأخيرة، تتجاوز المؤسسة نقطة الاقتراض المثلى، وهو ما يؤدي إلى ضياع مزايا الاعتماد على القروض كمصدر منخفض للتكلفة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة رأس المال، وبسببها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.²

¹ مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، مرجع سابق، ص 240.
² غربي حمزة و براق محمد، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سابق، ص 130.

الشكل رقم (04): تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة حسب النظرية التقليدية



المصدر : غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 131 .

الفرع الثالث : نظرية صافي ربح العمليات Net Income Theory NOI

يستند أصحاب نظرية صافي ربح العمليات على افتراض مؤداه أن تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة كلاهما مستقل وليس لهما علاقة بمدى تأثير الهيكل المالية، فهم يفترضوا أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة مهما كانت نسبة الديون في المؤسسة.

يشير المضمون العام لهذه النظرية إلى أن زيادة الديون في المؤسسة يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون، وبسبب هذه الزيادة في المخاطر، فإن المساهمين يطالبون بعائد أكبر تعويضاً عن هذه المخاطر، وباعتبار أن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يمثل تكلفة الأموال الذاتية، فإن تكلفة الأموال الذاتية ترتفع. إن هذا الارتفاع في تكلفة الأموال الذاتية يقابله الانخفاض في تكلفة الديون، هذا الأمر الذي يجعل تكلفة رأس المال ثابتة، ومنه ثبات القيمة السوقية للمؤسسة.¹

تقوم هذه النظرية على فرضيات، وهي:

- لا توجد أهمية لتقسيم القيمة السوقية للمؤسسة بين الاقتراض و الملكية.
- المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض تضيع نتيجة مطالبة المساهمين بمعدل عائد أكبر لتعويضهم عن المخاطر المالية الإضافية.
- ثبات معدل الفائدة على القروض.
- لا توجد ضريبة على دخل المؤسسة.

¹ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 131.

تتحدد القيمة السوقية للمؤسسة حسب نظرية صافي ربح العمليات بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة رأس المال، وبما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلى مجموع القيمة السوقية للأموال الذاتية إضافة للقيمة السوقية للقروض (السندات) أي: $V = E + D$ وكذا القيمة السوقية لحق الملكية تحسب عن طريق خصم صافي ربح العمليات بمعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين $E = \frac{NOI}{k_e}$ ، وبما أن معدل العائد المطلوب k_e ما هو إلا تكلفة التمويل الذاتي. لذا ، فإنه يمكن حساب تكلفة التمويل الذاتي بالمعادلة الرياضية الموالية ¹. $k_e = k + \frac{(k-k_d)D}{E}$

فيصبح من المتوقع أن تظل تكلفة رأس المال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض، وهذا يعني أنه لا يوجد هيكل رأس مال مثالي، فسواء اقتضت المؤسسة أم لم تقتض فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة مما يترتب عليه ثبات قيمة المؤسسة.²

الفرع الرابع: نظرية موديليانى وميلر

تعتبر نظرية موديليانى و ميلر حول تحديد الهيكلية المالية المثلى للمؤسسة من أهم النظريات في الأدبيات المالية التي تتحدث عن الهيكلية المالية.

أولاً : نظرية موديليانى و ميلر في غياب الضرائب وتكاليف الإفلاس.

تم نشر نظرية موديليانى وميلر The Modigliani-Miller's theorem M&M في سنة 1958، فهي تتفق مع نظرية صافي ربح العمليات فيما يخص عدم وجود هيكلية مالية مثلى ، حيث تعتبر هذه النظرية أولى النظريات التي تتعلق بإطار الهيكلية المالية للمؤسسات.

تقوم نظرية موديليانى و ميلر على عدة فرضيات ، وهي:

- عدم وجود تكاليف وساطة في تنفيذ المعاملات المالية³.
- حرية الدخول و الخروج من السوق ، حيث أن المؤسسات تعمل في ظروف المنافسة التامة، و عليه فإن هذه المؤسسات تستطيع الدخول و الخروج لشراء و بيع ما ترغب به من أوراق مالية دون التأثير على أسعار تلك الأوراق المالية .
- يستطيع المستثمرون الأفراد الاقتراض بنفس الشروط ومعدل الفائدة التي تستطيع المؤسسات الاقتراض به .
- يملك المستثمرون المعلومات نفسها التي لدى إدارة المؤسسة حول فرص المؤسسة الاستثمارية.
- عدم وجود ضرائب على دخول الأفراد .

¹ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 133.

² مليكاوي مولود ، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص 240.

³ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 133.

- يتصرف كافة المستثمرون في الأسواق المالية برشادة و عقلانية .
- إمكانية تقسيم مؤسسات الأعمال إلى مجموعات متجانسة إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص المخاطرة ، و بالتالي فإن المؤسسات التي تعمل في نفس الصناعة تكون لديها شريحة متجانسة من حيث المخاطرة .
- تتضمن سياسة توزيع الأرباح لدى المؤسسة توزيع كافة الأرباح ، أي لا وجود لأرباح محتجزة ، بالإضافة إلى عدم وجود ضرائب على الأرباح الموزعة.

حسب نظرية موديقلياني وميلر، فإنه يوجد اقتراحان:

1- يشير الاقتراح الأول لموديقلياني وميلر بأنه في ظل أسواق مالية كاملة، فإن المؤسسات لها نفس القيمة السوقية بغض النظر عن نسب الرافعة المالية لها وكذا مخاطر عدم السداد .

يؤكد موديقلياني وميلر في اقتراحهما الأول على أن القيمة السوقية لأية مؤسسة سواء كانت مقرضة أو مقترضة مستقلة تماما عن هيكلتها المالية، وأن هذه القيمة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تحدته المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة، كما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاسا لقرارات الاستثمار فيها وبفعالية تلك القرارات وقوتها الإيرادية .

ولكي يثبت موديقلياني وميلر صحة هذا الاقتراح، والذي يشير إلى أنه إذا كانت هناك عدة مؤسسات تتميز بسياسات تمويلية مختلفة ومتماثلة في باقي الخصائص، فإن قيمها السوقية لا بد وأن تتساوى وذلك بسبب ظهور عملية المراجعة.¹

مفهوم عملية المراجعة:

يقصد بعملية المراجعة إعادة التوازن بين قيمة مؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا السياسة التمويلية، فأحدى المؤسستين تعتمد كلياً على مصدر التمويل الممتلك أما المؤسسة الثانية فتعتمد على التمويل المقترض إضافة إلى التمويل الممتلك في صياغة هيكل التمويل.

فالاختلاف بين القيمتين - من وجهة نظر موديقلياني وميلر - هو اختلاف مؤقت وأن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين أي أن تجعل القيمة السوقية للمؤسستين متساوية.²

¹ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص ص 134-135.
² حمزة محمود الزبيدي ، الادارة المالية المتقدمة ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ، عمان الاردن ، 2008 ، الطبعة الثانية ، ص 557.

2- يشير الاقتراح الثاني لموديقلياني وميلر بأن الرافعة المالية للمؤسسة ليس لها أي أثر على التكلفة المرجحة لرأس المال (أي تكلفة رأس المال)، وأن تكلفة الأموال الذاتية هي دالة خطية لنسبة الديون على الأموال الذاتية .

رغم أن التغيير في الهيكلية المالية للمؤسسة لن يغير من القيمة السوقية لها كما جاء في الاقتراح الأول لموديقلياني وميلر، إلا أن ذلك سيحدث تغييرا مهما في قروض المؤسسة وحقوق ملكيتها .

وحسب مضمون الاقتراح الثاني، فإن معدل العائد المطلوب من المساهمين في مؤسسة تعتمد على القروض في هيكلتها المالية تساوي معدل العائد المطلوب من قبل مؤسسة مماثلة وتنتمي إلى نفس شريحة المخاطرة ولكنها لا تعتمد على القروض إضافة إلى بدل المخاطرة الذي يحدد بالفرق بين تكلفة رأس المال وتكلفة القروض مضروبا في نسبة الاقتراض إلى الأموال الذاتية.

إن زيادة المؤسسة الاعتماد على القروض لا بد وأن يسبب ارتفاعا في تكلفة الأموال الذاتية بسبب زيادة المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون، وهذا يعني ضمنا ارتفاع تكلفة رأس المال، إلا أن تكلفة رأس المال تبقى ثابتة مهما تغيرت نسب القروض في الهيكلية المالية، وتبرير ذلك أن تكلفة التمويل بالقروض يبقى مصدرا تمويليا منخفض التكلفة، فالزيادة فيه تعوض الارتفاع في تكلفة الأموال الذاتية ولهذا سوف تظل التكلفة الكلية للتمويل ثابتة.¹

رغم ما أحدثته نظرية موديقلياني وميلر من جدل علمي - ولازال - لدى المهتمين بنظرية الإدارة المالية إلا أن صحة هذه النظرية مرتبطة بتحقيق الفروض التي وضعت لها في السوق ، ولكن قناعة كل المهتمين بالفكر المالي ونظرية موديقلياني وميلر أن مثل هذه الفروض لا يمكن أن تتحقق في السوق مما يعني أن الظروف والاختلاف بين القيمة السوقية لمؤسسات الأعمال يظل موجودا ،²

ورغم هذه الحجج المضادة تظل نظرية موديقلياني وميلر تحولاً فلسفياً غاية في الأهمية لما لها من مساهمات في انضاج نظرية مالية معاصرة.³

ثانيا : نظرية موديقلياني وميلر في وجود الضرائب:

بعد الدراسة التي قاما بها موديقلياني وميلر في سنة 1958، والتي أوضحت بأن الهيكلية المالية للمؤسسة مستقلة تماما عن قيمتها السوقية، لم يكتفيا بهذه الدراسة فقط، بل تجاوزا ذلك ودرسا أثر الهيكلية المالية

¹ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 139.

² حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سابق ، ص 562.

³ حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سابق ، ص 563.

للمؤسسة في ظل وجود الضرائب وكذا تكاليف الإفلاس كمتغيرين يؤثران على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال المقال الذي نشره في سنة 1963.¹

حيث قدما تحليلا جديدا للهيكلية المالية .

حسب موديفلياني وميلر فإن اعتماد المؤسسة على الديون يسبب أثرين، أثر إيجابي وأثر سلبي، فالأثر الإيجابي يتمثل في الاقتصاد الضريبي Tax Shield ، ويتمثل الأثر السلبي في تكلفة الإفلاس .

أكد موديفلياني وميلر في سنة 1963 بأن للديون أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة مهما كانت نسبتها ومستواها في الهيكلية المالية لها، وذلك بسبب ما تحققه الديون من اقتصاد ضريبي. ولذلك، فإن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تكون أعلى من القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة بمقدار الاقتصاد الضريبي .

ولتوضيح ذلك رياضيا، يتم افتراض مؤسستين متماثلتين في جميع الخصائص عدا الهيكلية المالية،

وتتبعان إلى نفس شريحة المخاطرة، فالمؤسسة الأولى L مقترضة وقيمتها السوقية $V_L = E_L + D_L$ أما المؤسسة الثانية الغير مقترضة وقيمتها السوقية $V_U = E_U$ ، يعطيان عائدا تشغيليا صافي X .

وليكن مستثمرا ما بإمكانه تكوين محفظتين ماليتين، المحفظة الأولى تتكون من نسبة α من المؤسسة L أما المحفظة الثانية فتتكون من نسبة α من المؤسسة U و افتراض $\alpha = (1 - \tau) D_L$ بمعدل K_d حيث تمثل τ معدل الضريبة .

تعطي المحفظة الأولى دخلا Y_1 حيث $Y_1 = \alpha (X - K_d D)$ (1 - τ) ، أما المحفظة الثانية

فتعطي دخلا Y_2 حيث $Y_2 = \alpha X (1 - \tau) - \alpha (1 - \tau) D_L K_d$.

وعند توازن السوق المالية، فإن للمحفظتين نفس قيمة العائد، ومنه:

$$\alpha E_L = \alpha E_U - \alpha (1 - \tau) D_L \Rightarrow E_L = E_U - D_L + \tau D_L$$

$$\Rightarrow E_L + D_L = E_U + \tau D_L$$

$$\Rightarrow V_L = V_U + \tau D_L$$

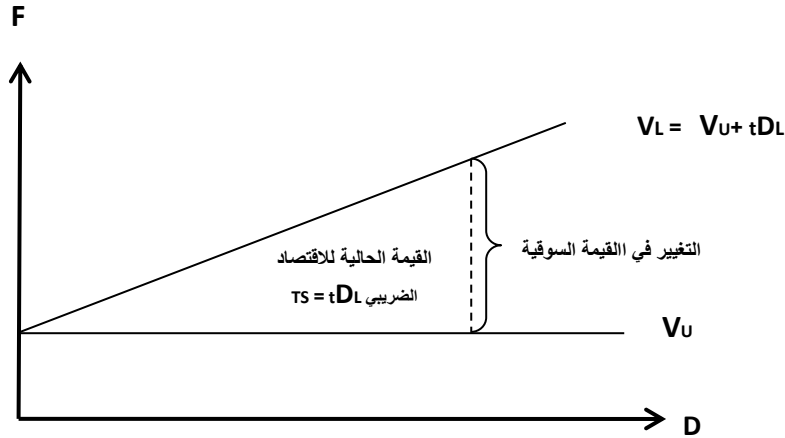
والملاحظ من النتيجة الأخيرة، أن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة V_L تساوي القيمة السوقية لمؤسسة

غير مقترضة V_U إضافة إلى الاقتصاد الضريبي τD_L

¹ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 140.

ومنه، فإن الهيكلية المالية المثلى التي تعظم القيمة السوقية لأعلى حد لما تستدين المؤسسة أقصى ما يمكن. نظرياً، فإن الهيكلية المالية المثلى هي عند مستوى استئانة تمثل 100% من الهيكلية المالية للمؤسسة. أما تكلفة رأس المال فهي تتخفض عند كل زيادة في نسبة الاستئانة.¹

الشكل رقم (05): تأثير الضرائب على القيمة السوقية للمؤسسة حسب نظرية موديقلياني وميلر



عربي حمزة و براق محمد ، مرجع سابق ، ص 142 .

ثالثاً : نظرية موديقلياني وميلر في وجود تكاليف الإفلاس:

تتفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوعاً من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية، وهي مخاطر إضافية تتحملها المؤسسة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فائدة القروض أو كليهما.

أغفلت نظرية موديقلياني وميلر في 1958 تكاليف الإفلاس، وذلك بسبب افتراض أن السوق المالية فعالة . لكن في الواقع، حتى ولو كانت السوق المالية فعالة، فإنها لا تعتبر مثالية للتمويل، فإذا استئانت المؤسسة بمستويات عالية فإنه ستواجه إمكانية التخلف عن أداء التزاماتها تجاه الدائنين، وبالتالي فإنها معرضة لإشهار إفلاسها وبالتالي تصفيتها .

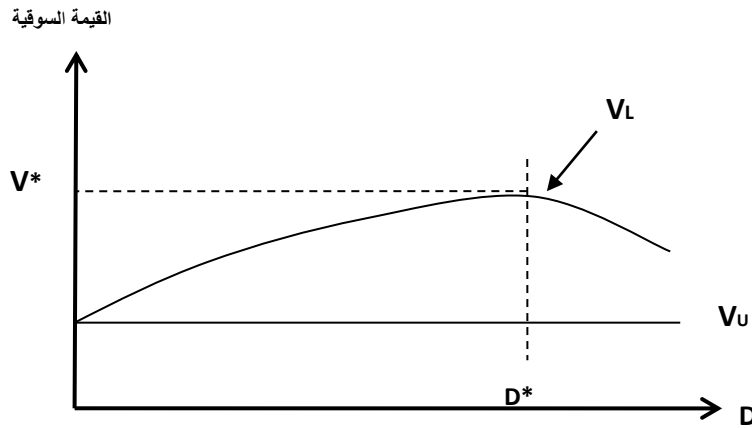
تتضمن تكاليف الإفلاس نوعين من التكاليف حسب أتمان (1984) Attman ، وهما تكاليف إفلاس مباشرة وتكاليف إفلاس غير مباشرة.

وفي المقابل، فإذا ارتفعت مستويات الديون في المؤسسة، فإن المساهمون يدركون حجم المخاطر التي تواجهها المؤسسة وبالتالي سيطلبون بعائد أعلى لتعويضهم عن تلك المخاطر.

¹ عربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 141 .

وهكذا، كلما زاد الاقتراض كلما زادت تكلفة الإفلاس، وعليه يحصل ارتفاع في تكلفة رأس المال الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة. حيث أكد موديفلياني وميلر انطلاقاً من العلاقة العكسية بين تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة بأن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة سوف تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.

الشكل رقم (06): أثر تكلفة الإفلاس على القيمة السوقية للمؤسسة القيمة السوقية



المصدر : غربي حمزة و براق محمد ، مرجع سابق ، ص 144.

وعليه، حسب نظرية موديفلياني وميلر وبإدخال الاقتصاد الضريبي وتكلفة الإفلاس، فإن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تساوي القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة مضافاً إليها الاقتصاد الضريبي ناقص القيمة الحالية المتوقعة لتكلفة الإفلاس $EPVCB$ ، وتصاغ رياضياً كما يلي :

$$^1 V_L = V_U + \tau D_L - EPVCB$$

الفرع الخامس : نظرية التوازن أو المبادلة:

برهن كل من موديفلياني وميلر في ظل مجموعة من الفرضيات بأن قيمة المؤسسة تتأثر إيجابياً وسلبياً كلما زادت نسبة الاستدانة في الهيكلية المالية، فالأثر الإيجابي هو ما توفره الاستدانة من اقتصاد ضريبي الذي يؤدي من رفع القيمة السوقية للمؤسسة، أما الأثر السلبي فهو ظهور تكاليف الإفلاس التي تؤدي إلى خفض القيمة السوقية للمؤسسة كلما زادت نسب الاستدانة في الهيكلية المالية.

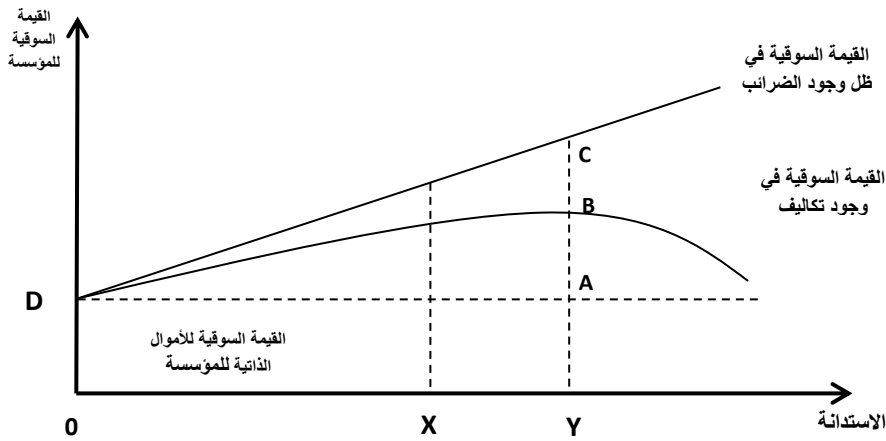
¹ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 144.

تقتضي نظرية التوازن أو المبادلة The Trade-Off Theory للهيكلية المالية على أن القرار الأمثل للاقتراض هو تلك النسبة من الديون في الهيكلية المالية التي تتساوى فيها التأثير الإيجابي للاقتصاد الضريبي مع التأثير السلبي لتكلفة الإفلاس.

حسب ميلر (1977) Miller، فإن نظرية التوازن تقارن بين العائد الذي تحقق من الديون وتكاليف الإفلاس. أي أن المؤسسة تقوم باختيار نسب الديون المثلى بالموازنة بين ما تحقق من مزايا نتيجة الضرائب والتكاليف المتعلقة بالديون.¹

يعكس هذا التوازن التكامل بين كل من الأثرين الإيجابي للاقتصاد الضريبي والسلبي لتكلفة الإفلاس، حيث تكون القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها عن نقطة التوازن .

الشكل رقم (07) : القيمة السوقية للمؤسسة في وجود الضرائب وتكاليف الإفلاس.



المصدر : غربي حمزة و براق محمد ، مرجع سابق ، ص 145.

توضح المسافة AC قيمة الاقتصاد الضريبي الذي يتحقق بسبب الاستدانة، أما BC فهي توضح تكاليف مخاطر الإفلاس وتوضح AB القيمة الصافية المضافة إلى المؤسسة المقترضة مقارنة بالمؤسسة غير المقترضة عند نقطة الاقتراض المثلى.

وكما هو مبين في الشكل رقم (07)، فإن زيادة الديون في المؤسسة يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لها، وذلك راجع للاقتصاد الضريبي الناتج عنها. ومن جانب آخر، يترتب على زيادة الديون أثر معاكس على القيمة السوقية للمؤسسة بسبب الأثر السلبي لتكلفة الإفلاس، لأنه كلما زاد الاقتراض كلما زادت تكلفة الإفلاس . يرجع الارتفاع في القيمة السوقية في بداية الاقتراض إلى أن أثر الاقتصاد الضريبي يفوق أثر تكلفة الإفلاس، حيث إن تكلفة الإفلاس تكون منخفضة في المستويات المنخفضة من الديون . ومع الارتفاع المستمر لهذه

¹ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 144.

الديون، تبدأ تكلفة الإفلاس في الارتفاع حتى يتساوى الأثرين الإيجابي والسلبي، عند هذه الحالة تصبح القيمة السوقية في أعلى حد لها.

تكون الاستدانة عند النقطة Y أمثلية، فعند هذا المستوى من الديون تكون القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها، أما قبل تلك النقطة، مثلاً عند X ، فإن القيمة الحالية للاقتصاد الضريبي تجعل المؤسسة راغبة في زيادة الاقتراض طالما يؤدي ذلك إلى ارتفاع في القيمة السوقية، أي الاستفادة من مزايا التمويل بالديون، أما إذا تجاوزت المؤسسة مستوى الاستدانة Y ، فإن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تنخفض لأن تكلفة الإفلاس تصبح أكبر من القيمة الحالية للاقتصاد الضريبي.

تجدر الإشارة إلى أن العديد من الباحثين حاولوا إعطاء نسبة اقتراض مثلى رياضياً، تحت بعض الظروف وبعض الفرضيات، من بينها الدراسة التي قام بها شنابل (1984) Schnabel حيث أثبت أنه إذا كان النموذج لفترة واحدة، وللمؤسسة أصول قيمتها السوقية في نهاية الفترة L ، وكانت الأرباح قبل الضرائب والفوائد X ، وكانت نسبة الضرائب t ، ومعدل تكلفة الديون، فإن نسبة الاستدانة المثلى في ظل وجود كل من الاقتصاد الضريبي وتكاليف الإفلاس هي D^* ، تعطي كما يلي:

$$D^* = \frac{X(1-t) + L}{1 + k_d(1-t)}$$

جمعت نظرية التوازن بين أفكار النظرية التقليدية ونظرية موديقلياني وميلر، أضافته من أفكار جديدة إلا أنها بقيت عاجزة عن تفسير بعض الحالات التي تواجهها المؤسسات والمؤثرة على هيكلتها المالية وقيمتها السوقية، أهم تلك الحالات ما يلي:

- تنمو بعض المؤسسات وتزدهر على الرغم من انخفاض نسب الديون فيها متخلفة عن أهمية الاقتصاد الضريبي، وقد تكون لدى المؤسسات قائمة كبيرة بضريبة الدخل إلا أن نسب استدانته منخفضة.
- عند انخفاض معدلات الضريبة تبقى الكثير من المؤسسات لها نسب استدانة مرتفعة حتى في الحالات التي يكون فيها معدل الضريبة معدوم.
- زيادة نسب الاقتراض على الرغم من ارتفاع معدلات الفائدة والتي تحد من الاقتصاد الضريبي للاقتراض.

افتراض انخفاض تكلفة تعديل الهيكلية المالية هو افتراض بعيد عن الواقع، ولا سيما عندما يكون حجم التعديل كبيراً، ولو صح ذلك، لأصبحت كل مؤسسة قادرة على التكيف للحالة المثلى من نسبة الاستدانة التي تلائمها، إلا أن هناك تكاليف وتأثيرات تتضمنها كل عملية تعديل.¹

¹ غربي حمزة و براق محمد، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سابق، ص 146.

المطلب الثاني: النظريات الحديثة المفسرة للهيكلية المالية

ظهرت العديد من النظريات المفسرة للهيكلية المالية والتي أدخلت بعض الفرضيات الواقعية، عكس تلك النظريات الكلاسيكية، ومن بينها إدخال الضريبة الشخصية، وكذا الوكالة.

الفرع الأول : نظرية الوكالة

اعترض كل من جونسون و ماكلين (1976) Jensen and Meckling نظرية موديفلياني وميلر فيما يتعلق بأن قرارات المؤسسة الاستثمارية مستقلة عن هيكلتها المالية.

فالمساهمون في المؤسسة المقترضة على سبيل المثال يمكنهم زيادة مخاطر الاستثمار لأصحاب السندات من خلال زيادة الديون، وذلك من خلال مشكلة إحلال أو استبدال الأصول، هذا السلوك من طرف المساهمين يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة Agency Costs التي يجب على المؤسسة أن تسيطر عليها وتأخذها بعين الاعتبار في تحديد هيكلتها المالية.

ترتكز نظرية الوكالة على الفرضيات الموالية :

- يتمتع أطراف الوكالة بالرشادة النسبية كما أن تصرفاتهم مؤسسة على تعظيم منافعهم الذاتية .
- دوال أهداف الموكل والوكيل غير متوافقة، كما أن هناك قدرا من التعارض في المنافع بينهما.
- بالرغم من وجود تعارض في دوال أهداف طرفي الوكالة، فإن هناك حاجة مشتركة للطرفين في بقاء العلاقة أو مؤسسة قوية في مواجهة المؤسسات الأخرى.
- هناك عدم تماثل في المعلومات لدى كل من الموكل والوكيل فيما يتعلق بموضوع الوكالة.
- يترتب على ما سبق، ضرورة توافر قدر من اللامركزية للوكيل يمكنه من اتخاذ بعض القرارات والقيام ببعض التصرفات دون الرجوع للموكل.
- للأصيل الرغبة في تعميم عقود للوكالة تلزم الوكيل بالسلوك التعاوني الذي يعظم منفعة طرف الوكالة ويحول دون تصرف الوكيل على نحو يضر بمصالح الموكل.

أثبتت هارت (1993) Hart و هارت وآخرون (1995) Hart et Al بأن تكلفة الوكالة تنشأ

عن إدخال الديون في الهيكلية المالية. وأضاف لابورتا وآخرون (2000) Laporta et Al أن القانون الأساسي للمؤسسة وتنظيم الرقابة لها أثر على تكلفة الوكالة.

تهتم نظرية الوكالة في المؤسسات حسب بارل ومينز Means & Berle وجونسون وماكلاين (1976) Meckling & Jensen بمختلف المنازعات التي تنشأ انطلاقاً من تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين وبين المساهمين والدائنين.

يمكن صياغة القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة V_L مقارنة بالقيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة V_U بإدخال كل من الاقتصاد الضريبي τD_L والقيمة المتوقعة الحالية لتكلفة الإفلاس $EPVCB$ وتكلفة الوكالة A كما يلي:¹

$$V_L = V_U + \tau D_L - EPVCB - A$$

الفرع الثاني : الضريبة الشخصية و الهيكلية المالية²

أدخل ميلر (1977) Miller في تحليل جديد للهيكلية المالية الضريبة الشخصية التي يتحملها المساهمون على دخولهم من تلك الأسهم وكذلك التي يتحملها المقترضون على سنداتهم، كما أشار إلى الحالة الوحيدة التي يتحقق بها الاقتصاد الضريبي، وهي عندما لا يخضع الدخل الشخصي لحملة الأسهم للضريبة على دخولهم من تلك الأسهم، وفي حالة جود الاقتصاد الضريبي TS فإنه يحسب كما بالصيغة الموالية:

$$TS = \left[1 - \frac{(1-t)(1-t_1)}{(1-t_2)} \right] \times D$$

الضريبة الشخصية على دخل المساهمين وتمثل t_2 معدل الضريبة على دخل المقرضين أي حملة السندات.

ويعتقد ميلر أنه إذا كان $t_1 < t_2$ كنتيجة لانخفاض الضريبة على الأرباح للأسهم، فإن صافي دخل حملة السندات لا بد وأن يكون كبيراً لتعويض ارتفاع الضريبة على دخولهم، وإلا فإن المؤسسة لن تجد من يقرضها. وأشار كذلك إلى أن الاقتصاد الضريبي يتلاشى أو يصبح سالبا إذا كان معدل الضريبة على الدخل الشخصي لحملة الأسهم أقل من معدل الضريبة على الدخل الشخصي لحملة السندات. وفي هذه الحالة يصبح من المتوقع أن تستمر المؤسسة في زيادة نسبة الاقتراض حتى يصبح $(1 - t_1)(1 - t) = (1 - t_2)$ ، وهو ما يمثل حالة التوازن أي انعدام الاقتصاد الضريبي، وبذلك فإن أية زيادة في الاقتراض لن تضيف شيئاً لقيمة المؤسسة.

والجدير بالذكر أن دراسة ميلر تقوم على افتراض أن معدل الضريبة الشخصية على دخل المساهمين يمكن أن يساوي الصفر، وهذا متوقع حدوثه عملياً. فإذا حققت المؤسسة أرباحاً وقامت باحتجازها ونجم عن ذلك ارتفاع القيمة السوقية للأسهم، ولم يحمّلها ببيعها فلن تتحقق أرباحاً فعلية، ومن ثم لن يكون هناك مجال لفرض ضريبة على دخولهم من تلك الأسهم. وهو ما أكده ميلر وشكولز (1978) Schles & Miller، حيث

¹ غربي حمزة ، مطبوعة دروس السياسات المالية للمؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، 2015-2016، ص 24.
² غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 147.

أوضحا أن المساهمين قادرون عمليا على تأجيل بيع الأسهم وبالتالي تأجيل الحصول على الأرباح وعدم دفع الضريبة.

ناقش ليتزنبرغر وفان هورن (1978) Litzenberger and Van Horne في مقالة لهما تأثير الضرائب المتعلقة بالمؤسسات وتكلفة الإفلاس على السوق المالية، حيث أكدوا أن أي تغيير في الضرائب (ارتفاعها) قد تجعل الأسهم في أسوأ حال، خاصة إذا كان سعرها السوقي أقل من سعرها الاسمي، وكذا تأثير تعديل الضرائب الشخصية على المستثمرين، حيث إن عملة الأسهم العادية لا يجمعون على زيادة الديون في الهيكلية المالية تحت تأثير هذه الضرائب، فهم يفضلون الحفاظ على الهيكلية المالية الحالية (للحفاظ على تكلفة الإفلاس)، لأن اللجوء إلى الديون تعني نقص العائد المتاح للمساهمين. وبالتالي، بفضل وجود الضرائب الشخصية فإنه سيتم فقدان قيمة من العائد الذي كان من المفروض أن يحصلوا عليه

الفرع الثالث : نظرية الترتيب السلمي او نظرية الالتقاط التدريجي Pecking Order Theory

تعتبر نظرية الترتيب السلمي Pecking-Order Theory أو كما تسمى أيضا بنظرية أولوية مصادر التمويل من أهم النظريات تأثيرا في علم مالية المؤسسة، وهي كمنظرية قامت من أجل المفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية أو الذاتية ومصادر التمويل الخارجية.

تقوم نظرية الترتيب السلمي بترتيب مصادر التمويل للمؤسسة، فحسب مايرز (1984) Myers صاحب نظرية الترتيب السلمي والذي تأثر بالأدبيات المالية السابقة وبما في ذلك كتاب دونالدسون (1961) Donaldson، فقد أثبت بأن الاختيار العكسي Adverse Selection في المؤسسة يؤدي إلى تفضيل الأرباح المحتجزة والتي هي أفضل من الديون، والديون بدورها أفضل من الأسهم من ناحية التمويل.

يمكن ترتيب مصادر التمويل حسب نظرية الترتيب السلمي كما يلي :¹

- تفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي.
- وإن كانت المؤسسة بحاجة إلى تمويل خارجي، فإن المؤسسة تصدر الأوراق المالية المضمونة أولا، ذلك أنها تبدأ بالديون، ثم إصدار الأوراق المالية الهجينة مثل السندات القابلة للتحويل، وأخيرا القيام بإصدار أوراق الملكية الخارجية والمتمثلة بالأسهم العادية.
- لكل مؤسسة نسبة من الاستدانة في هيكلتها المالية تعكس احتياجاتها المتراكمة للتمويل الخارجي، أي أنه لا توجد نسبة استدانة معرفة بدقة ومحددة كهدف يجب الوصول إليه.

¹ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 148.

الفرع الرابع : نظرية الإشارة

تقوم نظرية الإشارة Signal Theory حسب المقال الذي نشره كل من مايرز وماجلوف (1964) Myers and Majluf، على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل المعلومات الذي تتصف به الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة¹، كما تؤكد هذه النظرية على ان مسيري المؤسسات الاحسن أداء هي التي تستطيع اصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء²، وخاصة هذه الإشارات هو صعوبة تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة.

تتعدد هذه الإشارات، من بينها الهيكلية المالية، سياسة مكافأة رأس المال، اللجوء إلى أوراق مالية معقدة أو إلى شروط خاصة في مختلف السياسات المالية وغيرها.

وقد بنيت هذه النظرية على أساس نموذجين أساسيين هما³:

1. نموذج Ross:

قدم Ross نموذجه سنة 1977 فيما يتعلق باستخدام الهيكل المالي كإشارة عن المعلومات الداخلية للمؤسسة، بحيث وحسب هذا النموذج يستخدم المسيريون نسبة الاستدانة كمؤشر على ارتفاع أداء المؤسسة، اذ كلما ارتفعت نسبة الاستدانة دل هذا على قدرة المؤسسة على الإيفاء بديونها وبالتالي فهي الاحسن أداء.

وتستند نظرية الإشارة الى وجود عدم تماثل في المعلومة بين المسيرين والسوق، ويشمل على فكرتين:
- تكون نفس المعلومة غير متاحة للجميع، فبإمكان مسيري المؤسسة تهيئة معلومات لكن لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛

- حتى إذا كانت تلك المعلومات متوفرة ومنشورة لدى الجميع فهناك اختلاف في فهمها، أي لا تدرك بنفس الأسلوب والطريقة؛

2. نموذج Pyle et Leland :

ظهر هذا النموذج سنة 1977 ويقوم على أساس ان المسيرين يعلمون قيمة التدفقات النقدية المستقبلية، هذا ما يجعلهم يحتفظون بالأسهم العادية من عدمه حسب قيمة هذه التدفقات، وبالتالي فان المستثمر الرشيد سيتجه نحو المؤسسة التي يحتفظ مسيرها بنسبة اكبر من الأسهم كدليل على المردودية المستقبلية الجيدة للمؤسسة.

تقترح هذه النظرية نمودجا يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلتها المالية. فالمستثمرون يقسمون كل المؤسسات الموجودة في السوق الى صنفين A و B ، بحيث أن المؤسسات من الصنف A احسن

¹ غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص 148.

² حليلة تلالى ، مرجع سابق ، ص 17.

³ حليلة تلالى ، مرجع سابق ، ص 18.

أداء من المؤسسات من الصنف B . من أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين A أو B ، يحدد المستثمرون في السوق مستوى من الاستدانة D^* تسمى بالاستدانة الحرجة . فالمؤسسات ذات النوعية الرفيعة A لها القدرة على الاستدانة أعلى من B وهكذا.¹

المسيرون لديهم معلومات أفضل حول الظروف الحالية للمؤسسة والفرص المستقبلية المتاحة مقارنة بالمستثمرين الخارجيين، هذا التباين في المعلومات له أثر مهم في تحديد التركيبة المثلى للهيكلية المالية للمؤسسة، حيث إنه من المعروف أن المؤسسة تلجأ إلى التمويل بالديون عندما تتوقع ظروفًا مستقبلية مشجعة، وذلك رغبة منها في عدم وجود من يشاركها النمو المحتمل، أما عندما تتوقع المؤسسة ظروفًا سيئة، فإنها تفضل اللجوء إلى التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة.

غير أن ذلك لا يعني أن كل إصدار جديد للأسهم العادية يعني وجود توقع عن الظروف السيئة، فالمؤسسة ترغب في كثير من الأحيان المحافظة على طاقتها الافتراضية.

فالهيكلة المالية للمؤسسة ترتبط بالإشارات الصادرة عنها والتي يمكن أن تحمل توقعات عن الظروف المستقبلية التي قد تواجهها.

كما يمكن لبعض المؤسسات أن تتخذ إجراءات مكلفة كثيرًا مقارنة بالمؤسسات الأخرى من أجل إعطاء إشارات جيدة للمؤسسة.²

الفرع الخامس : نظرية التوقيت

على الرغم من أن هذه النظرية ظهرت في وقت مبكر إلا أن الفضل في تطويرها وبلورتها يعود إلى Baker & Wurgler عام 2002 حيث أنهم أدرجوا الأدلة التي تثبت تأثير نظرية توقيت السوق على هيكل التمويل في الولايات المتحدة، ثم قام كل من Haan & Bie عام 2007 بإثبات أن هناك علاقة ثابتة ومستقرة بين نظرية توقيت السوق و هيكل التمويل بناء على دراسة تحليلية للمؤسسات في هولندا.³

الفكرة الأساسية لهذا النموذج هي أن الهيكل المالي للمؤسسة لا يتحدد من خلال المفاضلة بين الأموال الخاصة والديون، ولكن من خلال القرارات المتراكمة المتخذة في السابق من خلال السياق المالي اللحظي.⁴

ولقد اكدت الدراسة التي حاولت التحقيق ضمن اثر الوقت المستمر على الرفع المالي الذي يمتد الى ما بعد 10 سنوات لدى المؤسسات الامريكية، ووجدت هذه الدراسة أن هيكل رأس المال الحالي للمؤسسة يرتبط

¹ إلياس بن ساسي و يوسف قريشي ، التسيير المالي: الإدارة المالية (دروس وتطبيقات) ، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، جامعة ورقلة ، 2006، ص392.

² غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سابق ، ص ص 149-150.

³ رضوان العمار و دانيا ابراهيم غيا، مرجع سابق ، ص 74.

⁴ محمد بوشوشة ، مرجع سابق ، ص 225.

ارتباطا وثيقا مع قيم السوق ، فضلا عن ان الوقت مهم بالنسبة لقرار اصدار الأسهم ، ووفقا لتقسيمات السوق على المؤسسات ان تقتض او تصدر الأسهم فقط اذا كانت ظروف السوق ملائمة ، ووفقا لهذه النظرية فأن المديرين يصدرن السندات المالية اعتمادا على اختلال الوقت بالنسبة الى التكاليف النسبية لرأس المال والديون.

ونقتض نظرية توقيت السوق بأن مديري المؤسسات يصدرن الاوراق المالية اعتمادا على وقت التكاليف النسبية للأسهم والقروض ، وأن لقرارات الإصدار هذه تأثيرات طويلة الأجل لاحقا على هيكل رأس المال لأن هيكل رأس المال الملاحظ لوقت معين هو نتيجة لقرارات اصدار الأوراق المالية لفترة سابقة.¹

خلاصة :

تطرقنا من خلال الفصل السابق إلى مفهوم الهيكل المالي و أهميته بالنسبة للمؤسسات كونه يعبر عن أهمية كبيرة تسعى المؤسسة إلى تحقيقها من أجل تعظيم ربحية المؤسسة بما يتناسب مع أهداف الإدارة والمساهمين. إذ ينبغي على المؤسسة أن تحدد بوضوح معالم الهيكل المالي المستهدف سواء من حيث العناصر المكونة له أو من حيث نسبة كل عنصر فيه. كما ينبغي عليها العمل على تحقيق هذا الهيكل والالتزام به بقدر الامكان من أجل تعظيم قيمة المؤسسة أي تعظيم ثروة الملاك عن طريق تخفيض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن . و بطبيعة الحال فإن اختيار الهيكل المالي يتأثر بعدة عوامل سواء كانت متعلقة بالمؤسسة أو بالتمويل، هذه العوامل من شأنها أن تحدد تشكيلة الهيكل المالي حسب تأثير كل عامل و هو ما تطرقنا إليه في دراستنا، قد قامت عدة نظريات بدراسة الهيكل المالي و تفسيره و العوامل المؤثرة فيه ، منها الكلاسيكية و منها الحديثة ، و لعل أهمها نظرية موديقلياني و ميلر و التي تعتبر منطلق النظريات الحديثة .

¹ صبيحة قاسم هاشم ، مرجع سابق ، ص 71.

الفصل الثاني

دراسة تجريبية لعينة من

المؤسسات الجزائرية

تمهيد :

بعد أن تطرقنا في الفصل السابق إلى المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي، العوامل المؤثرة و النظريات المفسرة له ، سنحاول في هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على عينة من المؤسسات الجزائرية لتحديد العوامل المؤثرة في الهيكل المالي .

وللإلام أكثر بالدراسة التجريبية ارتأينا أن نتناول من خلال هذا الفصل مبحثين رئيسيين،

حيث خصص المبحث الأول إلى عرض أهم الدراسات التجريبية التي أجريت في مجال الهيكل المالية للمؤسسات و تقديم النموذج المتعلق بالاستدانة اعتمادا على متغيرات تابعة متمثلة في نسبة الديون و مستقلة متمثلة في المردودية، الحجم، الضمانات، النمو و الشكل القانوني من خلال وصف العينة محل الدراسة.

أما المبحث الثاني من هذا الفصل فخصص لعرض و تحليل نتائج الدراسة.

و يهدف هذا العمل إلى تحديد العوامل المؤثرة في الهيكل المالي لعينة من المؤسسات الجزائرية ، وذلك باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد ، لدراسة عينة من مؤسسات جزائرية ولبناء النموذج ، حيث اعتبرنا مستوى المديونية متغير تابع و باقي المتغيرات المدروسة متغيرات مستقلة ولتقديره استعملنا برنامج SPSS .

المبحث الأول : منهجية الدراسة التجريبية و الدراسات السابقة

قبل التطرق للعوامل المؤثرة في الهيكل المالية للمؤسسات ، ينبغي علينا ذكر أهم الدراسات التجريبية السابقة، والنتائج التي تم التوصل إليها، كما تتمثل منهجية الدراسة الإحصائية في ذكر أهم نتائج الدراسات التجريبية السابقة، و تقديم العينة ومصدرها، وكذا المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، إضافة إلى تقديم النموذج الإحصائي المستعمل .

المطلب الأول : العوامل المؤثرة في الهيكل المالية للمؤسسات في الدراسات السابقة :

قامت العديد من الدراسات السابقة بدراسة العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسات ، و كل دراسة توصلت لنتائج معينة و لعل أهم المتغيرات المؤثرة التي خلصت إليها نجد : الحجم ، المردودية ، الضمانات ، النمو ، الشكل القانوني.

1- الحجم :

تطرق العديد من الدراسات السابقة لحجم المؤسسة كأحد أهم العوامل المؤثرة على مستوى الاستدانة ، حيث توصلت بعضها إلى وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة و مستوى الاستدانة من بينها دراسة قوردين .

(1962) مارتين وسكوت ، في حين خلصت دراسات أخرى إلى وجود علاقة عكسية بين هذين المتغيرين كدراسة جونسون (1997) و تيثمان و ويسالس (1988) ، وكذا يوسف قريشي (2005) و دراسة غربي حمزة (2014)، بينما لم تؤكد دراسة ريمارس وآخرون Remmers & oth وجود أي علاقة .

يمكن إرجاع العلاقة الطردية بين الحجم ومستوى الاستدانة إلى أن المؤسسات كبيرة الحجم يكون لديها قدرة أكبر على خدمة الدين مما يجعلها تميل للاعتماد على القروض بدرجة أكبر، إضافة إلى أنها تستطيع الاقتراض بمعدل فائدة أقل ، مما يكون سببا في اعتمادها على الاستدانة بدرجة أكبر من المؤسسات صغيرة الحجم .¹

2- المردودية:

معظم الدراسات وجدت علاقة عكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة، وهو ما يؤكد نظرية الترتيب السلمي.

فالعلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة تبرر بأن زيادة مردودية المؤسسة عادة ما يرتبط بزيادة المخاطر العملية، وهو ما يجعل المؤسسة تتجنب الاعتماد على القروض، أو إن زيادة مستوى المردودية قد يرتبط بزيادة الأرباح المحتجزة وبالتالي اعتماد المؤسسة على الاستدانة بدرجة أقل.

فدراسة يوسف قريشي 2005 على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ، توصلت إلى وجود علاقة طردية بين المردودية ومستوى الاستدانة، فإنه يمكن إرجاع ذلك إلى وجود نظرية التوازن، لأن نظرية التوازن حسب موديقلياني وميلر سنة 1963 تبرز أن العلاقة بين الاستدانة والمردودية علاقة موجبة، لأن المؤسسات الأكثر مردودية تستدين أكثر، كما أن ذلك يمنحها اقتصادا ضريبيا.²

في حين دراسة غربي حمزة (2014) أظهرت وجود علاقة عكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة في المؤسسات التي تعتبر من نتائج نظرية الترتيب السلمي.

ومن بين الدراسات التي تؤكد العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة أيضا نذكر دراسة إدريس زيان ونجاة بوصعا على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

3- الضمانات:

كشفت الدراسات التجريبية السابقة على أن الضمانات تمثل أحد العوامل المحددة لنسبة الاستدانة بالهيكل المالية للمؤسسات ، يمكن أن يرافق مصطلح الضمانات مصطلح هيكل الأصول أو الأصول المادية،

¹ غربي حمزة ، " أثر اشكالية التمويل على الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية "، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية ، المجلد 09 ، العدد 15 ، 2016 ، ص 251.

² غربي حمزة ، براق محمد ، مدخل الى السياسة المالية ، طبعة أولى ، المكتب الجامعي الحديث ، 2015 ، ص 186.

وقد اختلفت الدراسات في قياس الضمانات على مستوى المؤسسة، فمنها من يعبر عنها بنسبة الأصول الثابتة إلى أجمالي الأصول، ومنها من يضيف المخزونات، كما توصلت نتائج الدراسات التجريبية إلى وجود أثر للضمانات على مستوى الاستدانة في المؤسسات بصفة عامة وعلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة، إلا أنها تختلف في نوع العلاقة.

حيث أشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين مستوى الاستدانة والضمانات وأشار البعض الآخر إلى وجود علاقة عكسية، بينما نفت دراسات أخرى تأثير الضمانات على الهيكلة المالية

فقد وجدت بوصعا نجاة علاقة عكسية بين الضمانات وكل من مستوى الاستدانة الإجمالية ومستوى الاستدانة قصيرة الأجل وعلاقة طردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة طويلة الأجل ، بينما وجد يوسف قريشي 2005 و غربي حمزة 2014 علاقة طردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة قصيرة الأجل.

تتوافق العلاقة العكسية بين الضمانات ومستوى الاستدانة مع نظرية الترتيب السلمي، لأن المؤسسات التي تمتلك أصول بدرجة أقل تكون أكثر حساسية لظاهرة عدم تماثل المعلومات، لذلك تمول نفسها بالديون، لكونه أقل حساسية لعدم تماثل المعلومات مقارنة بالأسهم.¹

4- معدل النمو:

يعتبر معدل النمو من بين أكثر المتغيرات استعمالا في الدراسات التي بحثت في محددات تمويل المؤسسات الاقتصادية، حيث أن معظم الدراسات قد أدرجته من بين أهم المتغيرات المستقلة تأثيرا.²

أكدت العديد من الدراسات التجريبية العلاقة العكسية بين النمو ومعدل الاستدانة في المؤسسات.

يمكن تفسير وجود العلاقة العكسية بين معدل النمو ونسبة الاستدانة إلى نظرية تكاليف الإفلاس ونظرية الوكالة ، فحسب نظرية تكاليف الإفلاس وأمام وجود فرصة للنمو المستقبلي، يتوقع أن تقلل المؤسسة من اللجوء إلى الاستدانة، لأن قيمة الأصول تكون شبه معدومة في حالة التصفية.

غير أن دراسة مايرز 1977 أوضحت بأن هناك علاقة طردية بين مستوى الاستدانة قصيرة الأجل ومعدل النمو، فاعتماد المؤسسة على القروض قصيرة الأجل ذات المخاطر الأقل بدلا من القروض طويلة الأجل يؤدي إلى تخفيض تكلفة الوكالة للديون، ومن ثم ارتفاع نسبة الأموال المقترضة.³

¹ غربي حمزة، " أثر اشكالية التمويل على الهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية"، مرجع سابق ، ص 251.

² غربي حمزة ، براق محمد ، مدخل الى السياسة المالية ، طبعة أولى ، المكتب الجامعي الحديث ، 2015 ، ص 188.

³ غربي حمزة ، " اثر اشكالية التمويل على الهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية"، مرجع سابق ، ص 252.

أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإنها تفضل في ظل توفر فرص النمو التمويل بالاستدانة عوضا عن التمويل بالأموال الخاصة، وذلك بهدف الاحتفاظ بالرقابة والاستقلالية، حيث أرجع لونغ وفراند الأثر السلبي لمعدل النمو على نسبة استدانة المؤسسة لعامل عدم تماثل المعلومات الذي يعتبر كخاصية من خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فهي غالبا ما تتوقع معدل نمو لنشاطها أعلى من المعدل المتوقع من طرف الدائن، حيث يأخذ الدائن بعين الاعتبار فرص النمو على الإفلاس، ومنه كلما توقعت المؤسسة فرصا أكثر للنمو كلما قلت نسبة الاستدانة بفعل مخاطر الإفلاس الذي يؤثر عليها سلبا.

أما دراسة غربي 2014 توصلت الى علاقة طردية بين النمو ومستوى الاستدانة الكلية في المؤسسات.

يمكن إرجاع العلاقة الطردية بين معدل النمو ومستوى الاستدانة الكلية إلى نظرية الإشارة ونظرية الترتيب السلمي. . فحسب نظرية الترتيب السلمي، فإن المؤسسات ذات معدلات النمو المرتفعة لها احتياجات تمويلية كبيرة، مما يجبرها ذلك باللجوء إلى الاستدانة لتغطية تلك الاحتياجات، وذلك لكون الديون أقل حساسية لعدم تماثل المعلومات ، وحسب نظرية الإشارة، فإن معدل النمو يعتبر بالنسبة لنظر المستثمرين مؤشرا على الصحة المالية للمؤسسة ، حيث يفترض هذا النموذج على أن المقرضين يميلون إلى إقراض المؤسسة، لأن معدل النمو يعتبر بمثابة إشارة على قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح مستقبلية، وهو ما يعني قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها المستقبلية.¹

5- الأصول الملموسة:

أغلب الدراسات التجريبية السابقة أكدت عن وجود علاقة طردية بين مستوى الاستدانة ونسبة الأصول الملموسة أو الأصول المادية في جانب الأصول، إذ تعد الأصول التي تمتلكها المؤسسة بمثابة ضمان يمكن تقديمه للمقرضين في حال كان لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة.²

كما توافق العلاقة الطردية بين الاستدانة والأصول الملموسة نظرية الترتيب السلمي، فكلما كان للمؤسسة

أصولا ملموسة، فإن حساسيتها اتجاه عدم تماثل المعلومات ينخفض ، وبالتالي سهولة الحصول على الديون.

المطلب الثاني: تقديم العينة محل الدراسة و المتغيرات.

سيتم تقديم مصدر العينة وحجمها، وكذا المتغير التابع والمتغيرات المستقلة. باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد الذي يتم فيه تحديد المتغير التابع و هو نسبة الاستدانة الكلية و المتغيرات المستقلة و هي كل من المردودية ، الحجم ، الضمانات ، النمو ، الشكل القانوني.

¹ غربي حمزة ، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، أطروحة دكتوراه ، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، 2014/2015، ص184.
² محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية و التمويل ، مرجع سابق ، ص 340.

الفرع الأول : تقديم عينة الدراسة

تتكون عينة الدراسة من 150 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية، مأخوذة من المركز الوطني للسجل التجاري، كل مؤسسة من العينة تتوفر على محضر الجمعية العامة لسنة 2011 و الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج لسنتي 2010 و 2011 إضافة إلى الشكل القانوني، حيث يتمثل الشكل القانوني في:

الشركات ذات المسؤولية المحدودة-SARL-Société à responsabilité limitée،

مؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée -EURL

شركات المساهمة SPA -Société par action ،

شركة التضامن SNC-Société en Nom Collectif .

الفرع الثاني : تحديد متغيرات الدراسة.

تشتمل متغيرات الدراسة على متغير تابع في الهيكلية المالية وعدة متغيرات مستقلة حسب مختلف البيانات التي تتوفر عليها العينة.

1- المتغير التابع

كل الدراسات التجريبية ركزت في تحديدها للهيكلية المالية أو السلوك التمويلي للمؤسسة على عنصر الديون حيث أعطيت الكثير من مؤشرات قياس مستوى الاستدانة، من بينها دراسة غربي حمزة 2014 ، التي اختارت نسبة الاستدانة الكلية في هيكل الأصول كمتغير تابع لقياس الهيكلية المالية في المؤسسة، و تكون عن طريق قسمة مستوى الاستدانة الكلية على مجموع الميزانية، ويرمز لمستوى الاستدانة الكلية بالرمز TD .

2- المتغيرات المستقلة

توجد عدة متغيرات مستقلة حسب ما تتوفر عليه العينة من معلومات نذكرها:

2- 1 المردودية Re

في هذه الدراسة، سيتم التعبير عن المردودية بواسطة قسمة النتيجة الصافية على مجموع الميزانية ، ويرمز لها بالرمز Re ، وهو ما استعمله يوسف قريشي (2005) وغربي حمزة (2014) في دراستيهما.

$$\text{Re} = \frac{\text{Rn}}{\text{AT}} : \text{ونعبر عنها كما يلي}$$

Re : معدل المردودية الاقتصادية ، Rn : النتيجة الصافية، AT : إجمالي الأصول (مجموع الميزانية)

2-2 الضمانات GA :

اعتمدت معظم الدراسات السابقة في قياس الضمانات على نسبة صافي الأصول الثابتة إلى صافي الأصول الإجمالية، وتم قياس الضمانات عن طريق قسمة الأصول الثابتة مضافا إليها المخزونات على مجموع الميزانية في دراسة غربي حمزة 2014 ، وعليه سيتم اعتماد الضمانات بقسمة مجموع الأصول الملموسة والمخزونات على مجموع الميزانية .

ويرمز للضمانات بالرمز GA

$$GA = \frac{Li}{AT}$$

نعبر عنها كما يلي :

GA : الضمانات ، Li : الأصول الثابتة (الأصول الملموسة والمخزونات) ، AT : إجمالي الأصول

3-2 النمو CR :

استخدمت العديد من المؤشرات من أجل التعبير عن معدل النمو ، وحسب دراسة غربي حمزة 2014 تم التعبير عن النمو بواسطة معدل تطور لوغاريتم رقم الأعمال بين سنتي 2010 و 2011 .

يتم قياس النمو عن طريق لوغاريتم رقم الأعمال للسنة الحالية ناقص لوغاريتم رقم الأعمال للسنة الماضية قسمة لوغاريتم رقم الأعمال للسنة الماضية، ويرمز له بالرمز CR .

$$CR = \frac{Ln(CA)_n - Ln(CA)_{n-1}}{Ln(CA)_{n-1}}$$

حيث يعبر عنه :

$Ln(CA)_n$: لوغاريتم رقم الأعمال للسنة الحالية

$Ln(CA)_{n-1}$: لوغاريتم رقم الأعمال للسنة الماضية

4-2 الحجم TA :

استخدمت عدة مؤشرات لقياس حجم المؤسسة في الدراسات التجريبية منها صافي الأصول و حجم المبيعات و منها عدد العمال ، بينما استخدم يوسف قريشي متوسط إجمالي الأصول ، و استخدم قودار وآخرون مقياس لوغاريتم مجموع الميزانية ، كما توجد عدة دراسات أخرى استعملت مقياس لوغاريتم رقم الأعمال $Ln(CA)$ ، من بينهما دراسة غربي حمزة 2014 .

في هذه الدراسة، سيتم اعتبار لوغاريتم رقم الأعمال كمقياس لحجم المؤسسة، ويرمز له بالرمز TA .

2-5 الشكل القانوني:

حسب عينة الدراسة هناك أربعة متغيرات مستقلة ثنائية البعد، كل متغيرة مستقلة تأخذ شكلا قانونيا،

-الشركة ذات المسؤولية المحدودة (SARL).

-المؤسسة ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة (EURL) .

-الشركة ذات أسهم (SPA).

- شركة التضامن (SNC).

فإذا كان الشركة ذات المسؤولية المحدودة، فإن SARL=1 ، وفي حالة العكس فإن SARL=0.

نفس الشيء مع باقي المتغيرات الأخرى (SNC، SPA،EURL).

المطلب الثالث: تقديم النموذج الإحصائي المستعمل

سيتم في هذه الدراسة استعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتفسير الاستدانة الكلية ، و يكون تطبيق هذا النموذج باستعمال البرنامج الإحصائي Statistical Package for the Social Sciences (SPSS) أي الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية.

باعتبار أن المتغير التابع هو مستوى الاستدانة الكلية في الهيكل المالية للمؤسسة الذي نرسم له بالرمز TD، وباعتبار أن المتغيرات المستقلة تتمثل في كل من المردودية RE ، الحجم TA ، الضمانات GA، النمو CR ، الشكل القانوني الذي يتمثل في: (SNC ، SPA ، SARL ، EURL) ، فإن الصياغة تكتب على الشكل:

$$TD = \beta_0 + \beta_1RE + \beta_2TA + \beta_3GA + \beta_4CR + \beta_5SARL + \beta_6EURL + \beta_7SPA + \beta_8SNC + \xi$$

أولا : الخصائص الوصفية لمتغيرات العينة

يوضح الجدول رقم (01) الوصف الإحصائي للمتغيرات، فهو يعطي أدنى وأعلى قيمة لكل متغيرة، وكذلك المتوسط الحسابي والانحراف المعياري، أي يعطي نظرة أولية حول البيانات التي سيتم استعمالها لتحديد نموذج الانحدار الخطي.

الجدول رقم (01) : الوصف الإحصائي للمتغيرات

Statistiques descriptives (الوصف الاحصائي)						
المتغيرة	العدد	أدنى قيمة	أعلى قيمة	المتوسط	الانحراف المعياري	التباين
SARL	150	0	1	0,56	0,498	0,248
EURL	150	0	1	0,31	0,463	0,214
SPA	150	0	1	0,06	0,238	0,057
SNC	150	0	1	0,07	0,262	0,068
TD	150	-0,103797	2,771547	0,71330685	0,407983422	0,166
GA	150	0,000000	0,975201	0,42127525	0,281002193	0,079
RE	150	-1,204142	0,635865	0,05770123	0,210021792	0,044
TA	150	12,206073	22,971371	17,06215589	1,855505273	3,443
CR	150	-0,131885	0,299180	0,01350141	0,054242431	0,003
N valide (listwise)	150					

المصدر : تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

وكما هو مبين في الجدول أعلاه، فإن متوسط نسبة الاستدانة في الهيكلة المالية للمؤسسات في العينة يساوي 77.33 % بانحراف معياري 0.40 وتباين 0.16 .

كما أن نسبة الضمانات تمثل 42.12 % بانحراف معياري قدره 0.28 وتباين 0.07 ، أما متوسط حجم المؤسسات فهي 17,06 بانحراف معياري 1.85 وتباين 3.44 ، ويتمثل متوسط نمو المؤسسات 1.35 % بانحراف معياري 0.05 وتباين 0.003 .

كما يوضح الجدول نسبة كل شكل قانوني من العينة، حيث تمثل نسبة الشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL 49.8 % ، أما المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة EURL تمثل نسبة 46.3 % ، وتمثل الشركات ذات الأسهم SPA نسبة 23.8 % ، أما نسبة شركات التضامن SNC فهي تمثل نسبة 26.2 % .

ثانيا : تحديد نموذج الانحدار الخطي المتعدد

يتم تحديد نموذج الانحدار الخطي المتعدد باستعمال طريقة المربعات الصغرى، ويتم اختبار فرضيات النموذج ككل بواسطة إحصائية فيشر، كما يتم اختبار كل متغيرة على حدا باستعمال إحصائية ستودنت بدرجة معنوية 5 % .

تحليل التباين (ANOVA) لنموذج الانحدار الخطي المتعدد

يوضح الجدول رقم (02) تحليل التباين -ANOVA- Analyse de variance- لنموذج الاستدانة الكلية، والذي يعطي جودة النموذج من خلال إحصائية فيشر ومستوى الدلالة.

الجدول رقم (02): جدول تحليل التباين أنوفا لنموذج الانحدار الخطي المتعدد.

ANOVA^a

	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط المربعات	إحصائية F	الدلالة الإحصائية
الانحدار	8,643	7	1,235	10,852	0, 000 ^b
الباقي	16,158	142	0,114		
المجموع	24,801	149			

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS .

حسب الجدول أعلاه ، فإن مستوى الدلالة يساوي 1% وهو ما يعني أن النموذج مقبول لتفسير مستوى الاستدانة الكلية في الهيكلية المالية للمؤسسات.

بعد التأكد من قبول النموذج، يتم اختبار كل متغيرة على حدة، حيث يوضح الجدول رقم (03) المعاملات المفسرة لمستوى الاستدانة الكلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومستوى دلالة كل متغيرة.

الجدول رقم (03): المتغيرات المفسرة لمستوى الاستدانة الكلية.

Coefficients^a

المتغيرة	المعامل	الخطأ المعياري	الإحصائية T	الدلالة الإحصائية Sig
(Constante)	1,280	0,268	4,778	0,000
SARL	-0,060	0,063	-0,956	0,341
SPA	-0,180	0,129	-1,394	0,166
SNC	0,059	0,116	0,512	0,610
GA	0,095	0,106	0,896	0,372
RE	-0,999	0,137	-7,273	0,000
TA	-0,030	0,016	-1,866	0,064
CR	0,331	0,523	0,634	0,527

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

يبين الجدول أعلاه المتغيرات المفسرة لمستوى الاستدانة الكلية TD وتتمثل في المردودية RE والحجم TA.

بالنسبة للضمانات GA دلالتها الاحصائية : 0.372 والشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL: 0.341 والشركات ذات أسهم SPA: دلالتها 0.166 ، الشركة ذات المساهمة SNC : 0.610 ، والحجم CR كانت دلالاته الاحصائية : 0.527.

بالنسبة للمتغيرات المقبولة في النموذج ، هي المرودية RE بمعامل 0.999، والحجم TA بمعامل 0.03 وتدخل في النموذج، بنسبة دلالة إحصائية 1% ، في حين أن باقي المتغيرات تم رفضها واستبعادها لأن دلالتها الإحصائية تفوق 5% ، كل من المؤسسات ذات الشريك الوحيد وذات المسؤولية المحدودة ومؤسسات التضامن و كذا النمو و الضمانات.

وبالتالي، يمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد كما يلي:

$$TD = 1.28 - 0.999 RE - 0.03 TA$$

المبحث الثاني: عرض وتحليل النتائج

نقوم بعرض النتائج التي توصلنا إليها أولاً ، ثم نقوم بتحليل هذه النتائج بناء على إسقاطها على مختلف النظريات التي فسرت الهيكل المالية للمؤسسة.

المطلب الاول: عرض النتائج

تتمثل متغيرات النموذج في كل من مستوى الاستدانة الكلية كمتغير مستقل، والمرودية، الحجم، النمو، الضمانات، والمتغيرات ثنائية البعد التي تتمثل في الشركات ذات المسؤولية المحدودة، المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة، الشركات ذات أسهم وشركات التضامن كمتغيرات مستقلة. أوضحت إحصائية فيشر بمستوى دلالة 1% على أن نموذج الانحدار الخطي مقبول. أما بالنسبة للمتغيرات المقبولة في النموذج، فإن كل من المرودية ، الحجم فقط .

بينما لم يجد النموذج أي دور للضمانات ، النمو وباقي الأشكال القانونية المتمثلة في الشركات ذات المسؤولية المحدودة ، المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة وشركات التضامن.

وبالتالي، فإن المتغيرات المؤثرة على الهيكل المالية للمؤسسات الجزائرية في العينة هي كل من المرودية والحجم بعلاقة عكسية مع مستوى الاستدانة الكلية.

المطلب الثاني: تحليل النتائج

بعد معرفة أهم المتغيرات المؤثرة على الاستدانة الكلية ، والتي لها دلالة إحصائية ، والمتغيرات التي ليس لها تأثير ، يجب إسقاط هذه العوامل على النظريات المتعلقة بالهيكل المالية وتحليلها .

أولا : العوامل المؤثرة

1- المردودية RE :

يتوافق الارتباط العكسي بين المردودية RE ومستوى الاستدانة الكلية مع عدة دراسات تجريبية أجريت على المؤسسات الكبيرة وعلى المؤسسات الصغيرة و المتوسطة. ومن بين هذه الدراسات، دراسة غربي حمزة (2014) أظهرت وجود علاقة عكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة في المؤسسات.

تعتبر العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة في المؤسسات من نتائج نظرية الترتيب السلمي، فالمؤسسات التي لها مردودية أكبر لها أموال داخلية أكبر، لذا هذه المؤسسات تلجأ إلى التمويل الداخلي بنسب عالية عكس اللجوء إلى التمويل الخارجي المتمثل في الاستدانة، ويكون معدل الاستدانة كبيرا في المؤسسات ذات المردودية الصغيرة. كما أن زيادة الأرباح في المؤسسة قد يؤدي إلى زيادة الأرباح المحتجزة التي تعتبر كمصدر من مصادر التمويل الداخلية، وبالتالي انخفاض الاستدانة الكلية للمؤسسة.

ينطلق التمويل السلمي للمؤسسات من مبدأ أن المؤسسات تقوم بتمويل نفسها بالأموال الداخلية فقط، أي تفضل الأموال الذاتية على الأموال الخارجية، وإذا ما اضطرت المؤسسة إلى التمويل الخارجي، فإنها تمول نفسها وفق ترتيب سلمي، يتمثل في الديون الأقل مخاطرة، ثم الديون الأكثر مخاطرة، ثم الأصول القابلة لتحويل إلى أسهم وأخيرا التمويل بواسطة الأسهم العادية. إلا أن الملاحظ في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية هو إشكالية التمويل التي تعاني منها، خاصة في ظل غياب دور البورصة.

وبالتالي، فإن العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة تبرر لجوء المؤسسة إلى المصادر الداخلية بدل المصادر الخارجية فقط، ولا تحدد ترتيب مصادر التمويل كما جاء في نظرية الترتيب السلمي. ومنه، يمكن القول أن الاتفاق بين محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ونظرية الترتيب السلمي هو اتفاق جزئي فقط. ويتمثل في تفضيل المؤسسة للتمويل الداخلي بدل التمويل الخارجي.

كما يمكن تفسير العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة الكلية بنظرية الوكالة في حالة السوق غير فعالة، فالمسيرون سيتجنبون الضغط الذي ينجر عن الاستدانة خاصة في تكاليف الإفلاس وتسديد الفوائد والدفعات، وتوفير الأموال اللازمة لتجنب المؤسسة الإفلاس، طالما تتوفر الأموال الذاتية في المؤسسة.

2- الحجم TA :

المتغير الآخر المؤثر على مستوى الاستدانة الكلية هو الحجم TA، حيث يعتبر الحجم من بين أهم المتغيرات التي تؤثر على الهيكلة المالية في المؤسسات، والعلاقة عكسية، فكلما ارتفع حجم المؤسسة أدى ذلك إلى انخفاض مستوى الاستدانة الكلية في المؤسسة والعكس.

تتوافق العلاقة العكسية بين الحجم ومستوى الاستدانة الكلية مع عدة نتائج لدراسات تجريبية، بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن العلاقة العكسية تتفق مع نتيجة يوسف قريشي (2005) و نتيجة دراسة غربي حمزة (2014).

يمكن إرجاع هذه العلاقة إلى أن المؤسسات صغيرة الحجم تملك موارد ذاتية محدودة، وهو الأمر الذي يجبرها على اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية. وفي المقابل، فإن المؤسسات كبيرة الحجم تقوم بتمويل نفسها بمواردها الذاتية، وهذا ما تنص عليه نظرية الترتيب السلمي. فالمؤسسة تبدأ بالتمويل الداخلي، وفي حالة عدم كفايته تلجأ إلى التمويل الخارجي حسب المصادر الأقل مخاطرة إلى المصادر الأكثر مخاطرة. كما يمكن إبراز هذه العلاقة العكسية في كون أن الجزائر قامت بتقديم عدة تسهيلات للمؤسسات المصغرة، سواء تسهيلات ضريبية أو تسهيلات في إجراءات الحصول على القروض البنكية، وكذا الاستفادة من مختلف البرامج الحكومية، حيث قامت الجزائر بإحداث الكثير من البرامج الحكومية والوسائل المساعدة للمؤسسات صغيرة الحجم بغية الحفاظ على بقائها أولاً، ولتطويرها ونموها ثانياً. كما أن المؤسسات الكبيرة تميل إلى أن تكون أكثر تنوعاً وأقل مخاطرة، وبالتالي أقل عرضة للإفلاس ويمكنها بذلك أن تدعم المزيد من الديون حسب نظرية التوازن.

ثانياً : العوامل غير المؤثرة .

1- الشكل القانوني :

يعتبر الشكل القانوني من بين المتغيرات المؤثرة أيضاً على مستوى الاستدانة الكلية ، كما يجب الإشارة إلى أنه لا توجد دراسات واضحة قامت بمعرفة أثر الشكل القانوني على الهيكلة المالية ، إلا دراسة راجان وزينفلاس (1995) التي وجدت تأثيراً لكل من الشكل القانوني وقطاع النشاط على الهيكلة المالية.

تم التوصل في نموذج الانحدار الخطي إلى استبعاد كل الأشكال القانونية المتمثل في الشركات ذات المسؤولية المحدودة ، وربما يرجع ذلك إلى خصوصية صاحب المؤسسة ومنفعته اتجاه الاستدانة من عدمها، أي يعتمد في اللجوء إلى الاستدانة على الذاتية، الشركات ذات أسهم ، وكذا شركات التضامن التي ليس لها تأثير على الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويرجع ذلك إلى الطبيعة القانونية لشركة التضامن، فمسؤولية

الشركاء في شركة التضامن هي مسؤولية غير محدودة، حيث أن كل شريك مسؤول قانونيا على جميع ديون المؤسسة.

2- الضمانات GA :

أما بالنسبة للضمانات لوحظ هناك علاقة طردية حسب النتائج المتحصل عليها الا وهي (0.095) غير أنه لا تؤثر دلالتها الإحصائية على مستوى الاستدانة.

3- النمو CR :

أما بالنسبة للنمو لوحظ هناك علاقة طردية حسب النتائج المتحصل عليها الا وهي (0.331) غير أنه لا تؤثر دلالتها الإحصائية على مستوى الاستدانة.

خلاصة الفصل :

في هذا الفصل تم التوصل إلى تحديد العوامل المؤثرة في الهيكلة المالية للمؤسسات الجزائرية، و اسقاطها على مختلف النظريات المفسرة لها ، وذلك باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد على عينة تتكون من 150 مؤسسة جزائرية ، وقد بينت نتائج الدراسة أن المتغيرات الأكثر تأثيرا في مستوى الاستدانة هي المردودية والحجم وبالعلاقة عكسية ، وهذا ما توافق مع بعض الدراسات السابقة ، أما باقي المتغيرات الاخرى (النمو والضمانات والشكل القانوني) لم يلاحظ لها تأثير ، حيث لم يكن لها دلالة إحصائية في تفسير نسبة الاستدانة الكلية والنظرية المالية التي فسرت لنا النتائج المتحصل عليها هي نظرية الترتيب السلمي.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

شكل مفهوم الهيكل المالي جدلا عميقا بين مختلف الدراسات والنظريات التي تناولت هذا المفهوم ، حيث يعتبر الهيكل المالي مزيج من مختلف المصادر التمويلية ، إذ يعتبر التمويل الشريان الرئيسي في المؤسسة من اجل ممارسة نشاطها الاستغلالي والاستثماري ، ويتأثر قرار التمويل بمجموعة من المحددات الداخلية والخارجية عن المؤسسة، حيث لا يوجد نموذج موحد يستند إليه يمكن تطبيقه على جميع المؤسسات من الوصول إلى قرار التمويل الأمثل الذي يعظم القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تخفيض تكلفة الأموال .

حيث يتعين على المسير المالي توفير الموارد المالية للمؤسسة والمفاضلة بينها بالاستناد على مجموعة من المعايير ومن بينها معيار تكلفة التمويل ، لذلك يتوجب عليه التحديد الدقيق لهذه التكلفة لما لها من اهمية كبيرة في اتخاذ العديد من القرارات المالية ومنها القرار التمويلي ومن ثم تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة ، والتي تعتبر موضوع خلاف بين رواد النظريات الكلاسيكية والحديثة.

لا تتوافق النظريات المفسرة للهيكل المالي للمؤسسة فيما بينها، فلكل نظرية نتائج تختلف عن نتائج النظريات الأخرى، فنظرية موديليانى وميلر سنة 1958 ارتكزت في بادئ الأمر على فرضيات غير واقعية والتي من بينها غياب الضرائب، غياب تكلفة الوكالة وتكاليف الإفلاس، وأثبتت بأنه لا يوجد هيكل مالي أمثل، و حسب نظرية التوازن فإن هناك مستوى استنادة أمثل و الذي تهدف المؤسسة لتحقيقه .

تفترض نظرية الإشارة و نظرية الترتيب السلمى الترتيب السلمى عدم تماثل المعلومات ، إذ تقوم نظرية الإشارة على أساس اصدار إشارات خاصة تميز المؤسسة عن غيرها و تحتاج هذه إلى وجود سوق مالي فعال، أما حسب نظرية الترتيب السلمى فإن المؤسسة تتبع ترتيبا تفضيليا لمصادر التمويل حسب الأهداف المراد تحقيقها من طرف المؤسسة

ظهرت عدة دراسات تجريبية لتحديد أهم العوامل المؤثرة على الهيكلة المالية للمؤسسات، واسقاطها على أهم النظريات المفسرة للهيكلة المالية وربطها بالواقع العملي، فمن بين أهم العوامل الداخلية المفسرة للهيكلة المالية تتمثل في كل من المردودية، حجم المؤسسة، الضمانات، النمو والأصول الملموسة .

الخاتمة العامة

-تتمثل الفرضية الأولى في تأثير الضمانات على مستوى الاستدانة ، غير انه من خلال الدراسة التجريبية هذه وبعد استخدامنا لنموذج الانحدار الخطي المتعدد تم رفض هذه الفرضية ، لعدم وضوح تأثير الضمانات في هذا النموذج ، يعني عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الضمانات ومستوى الاستدانة.

-اما الفرضية الثانية المردودية تؤثر على الهيكل المالي للمؤسسات ، ومن خلال ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة تم صحة الفرضية، حسب نموذج الانحدار الخطي المتعدد المستخدم في الدراسة وجد هناك علاقة عكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة ، أي كلما كانت المردودية مرتفعة تقل الاستدانة .

-وتتمثل الفرضية الثالثة في وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة ، ومن خلال نتائج الدراسة أثبتت أن هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين الحجم ومستوى الاستدانة ، كما أن الدراسة وجدت علاقة عكسية بين المتغيرين ، فالمؤسسات ذات حجم صغير تملك موارد ذاتية محدودة، وهو ما يبرر اللجوء إلى الاستدانة عكس المؤسسات ذات الحجم الكبير .

من خلال النموذج ككل والذي يبين أنه ليست هناك علاقة بين النمو ومستوى الاستدانة ، رغم ملاحظة وجود دلالة احصائية موجبة والتي تثبت العلاقة الطردية بين نمو المؤسسة ومستوى الاستدانة.

حسب النموذج المستخدم على العينة المدروسة ، النتائج التي تم التوصل إليها لم تثبت أن هناك علاقة بين أي شكل من الاشكال القانونية ومستوى الاستدانة.

من خلال ما سبق وحسب نتائج الدراسة التجريبية على العينة المدروسة يمكن القول أن العوامل المؤثرة على الهيكل المالية للمؤسسات تتمثل في المردودية والحجم.

التوصيات المتعلقة بالبحث:

- دراسة عوامل أخرى تؤثر على الهيكل المالية للمؤسسات والتي لم تتوفر في هذا البحث مثل السيولة الربحية .
- يتعين على المسير المالي توفير الموارد المالية للمؤسسة و المفاضلة بينها بالاستناد على مجموعة من المعايير من بينها معيار تكلفة التمويل لذا يتوجب عليه التحديد الدقيق لهذه التكلفة.
- اتخاذ القرار التمويلي المناسب عند تشكيل الهيكل المالي الامثل ومن ثم تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

الخاتمة العامة

- تعاني اغلب المؤسسات الجزائرية إشكالية التمويل فهي تواجه مجموعة من الصعوبات أهم هذه الصعوبات تخلف النظام البنكي وهشاشة العلاقة بين البنك والمؤسسة رغم الدور الذي تقوم به البنوك الجزائرية ، وغياب ثقافة السوق المالية لذا يجب إعادة النظر في شروط الاستفادة من التمويلات.
- تخفيف العبء الضريبي الذي تتحمله المؤسسات قصد حمايتها وتشجيع الاستثمارات.

الاقتراحات وأفاق الدراسة:

- علاقة الهيكل المالي باستراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية.
- اليات الاختيار الاستراتيجي للهيكل المالي.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

1-الكتب :

- 1- إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، التسيير المالي: الإدارة المالية (دروس وتطبيقات) ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر والتوزيع ، جامعة ورقلة ، 2006 .
- 2- جميل أحمد توفيق ، أساسيات الادارة المالية ، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت ، بدون سنة نشر.
- 3- حمزة محمود الزبيدي ، الادارة المالية المتقدمة ، الطبعة الثانية ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ، عمان الاردن ، 2008.
- 4- زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، طبعة 3، دار وائل للنشر و التوزيع ، عمان ، 2005 .
- 5- طارق الحاج ، مبادئ التمويل ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، الطبعة الاولى ، عمان 2010.
- 6- عاطف وليم اندراوس ، التمويل و الادارة المالية للمؤسسات ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية ، 2006 .
- 7- على عباس، الإدارة المالية ، دار أثراء للنشر و التوزيع ، عمان، 2008 .
- 8- غربي حمزة و براق محمد ، نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، النشر الجامعي الجديد تلمسان ، الجزائر ، 2018 .
- 9- غربي حمزة و براق محمد ، مدخل الى السياسة المالية ، المكتب الجامعي الحديث ، طبعة أولى ، 2015.
- 10- فايز سليم حداد ، الادارة المالية ، الطبعة الثانية ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان الاردن ، 2009.
- 11- محمد الصيرفي ، تعلم كيفية تحديد هيكلك المالي و قراءة قوائمك المالية ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية ، 2006 .
- 12- محمد صالح الحناوي، الادارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2000.
- 13- محمد صالح الحناوي و رسمية زكي قرياقص ، الادارة المالية : مدخل اتخاذ القرارات ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، بدون سنة نشر .
- 14- مليكاوي مولود ، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية ، دار هومة للطبع و النشر و التوزيع ، الجزائر ، 2019.
- 15- مليكاوي مولود ، الاستراتيجية والتسيير المالي، طبعة 1، دار هومة للطبع والنشر والتوزيع، الجزائر، 2018.
- 16- منير ابراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، مركز الدلتا للطباعة ، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية ، 1997 .

2-المجلات و الدوريات :

- 1- حليلة تلالى ، محددات الهيكل المالى للمؤسسات الخدمائىة المدرجة فى البورصة ، مذكرة ماسٲر تخصص مالىة المؤسسة ، جامعة ورقلة ، 2017-2018 .
- 2- رضوان العمار و دانىا ابراهىم غىا ، " نظرىات الهيكل التمولىى وأٲرها على قىمة المنشأة " ، مجلة جامعة ٲشرىن للبحوٲ والدراسات العلمىة ، سلسلة العلوم الاقٲصادىة والقانونىة ، المجلد 40 ، العدد 6 ، 2018 .
- 3- سلىم ملىخ و ولىد بشىشى ، " محددات الهيكل المالى فى المؤسسة الاقٲصادىة دراسة اٲلىلىة قىاسىة باسٲخدام أشعة الانحدار الذاتى VAR " ، مجلة دراسات اقٲصادىة ، المجلد 6 ، العدد 1 ، جوان 2019 .
- 4- صىبىة قاسم هاشم ، " نظرىات هىكل التمولىى الحدىثة "، مجلة العلوم الاقٲصادىة و الادارىة ، جامعة بعداد ، المجلد 21 ، العدد 83 ، 2015 .
- 5- صدىقى احمد و آخرون ، " ٲأٲىر الهيكل التمولىى على القراراء المالىة فى المؤسسة " ، مجلة الاقٲصاد وادارة الاعمال ، جامعة أدرار ، المجلد 1 ، العدد 1 ، 2017 .
- 6- غربى حمزة ، " أٲر اشكالىة التمولىى على الهىكلة المالىة للمؤسسات الصغىرة و المتوسٲة الجزائرىة " ، مجلة العلوم الاقٲصادىة و التسىبر و العلوم التجارىة ، المجلد 09 ، العدد 15 ، 2016
- 7- فاطمة زهراء بن زعمىة و آخرون ، " أهمىة اٲلىل الهيكل المالى فى ٲقىم الأداء المالى لمؤسسة باٲىمىٲال " ، مجلة الرىادة لاقٲصادىات الأعمال ، المجلد 07 ، العدد 03 ، جوان 2021 .
- 8- هودة عبو و رىبىة عبو ، " الهيكل التمولىى الأملٲ ومؤشراء ٲقىمىه بالٲطبىق على مؤسسة باٲىمىٲال عىن الدفلى 2015-2018 " ، مجلة القىمة المضافة لاقٲصادىات الاعمال ، المجلد 2 ، العدد 2 ، 2021 .

3-الأٲروحات و المذكرات :

- 1-بورىبىة غنىة ، محددات اٲٲىار الهيكل المالى المناسب للمؤسسة ، مذكرة ماجسٲىر ، مالىة المؤسسات ، جامعة الجزائر 3 ، 2011/2012 .
- 2- غرب زىنب ، الهيكل المالى وٲأٲىره على قىمة المؤسسة المسعرة ، مذكرة ماسٲر ، جامعة ورقلة 2010-2011.
- 3- غربى حمزة ، محددات السىاسة المالىة للمؤسسات الصغىرة و المتوسٲة ، أٲروحة دكٲوراه ، المدرسة العلىا للتجارة ، الجزائر ، 2014/2015 .
- 4- فالخ حسن علوان جىاد الجناىى ، اٲر هىكل التمولىى فى الاداء المالى للشركاء ، جزء من مٲٲلبات نىل درجة الدبلم العالى فى إدارة المصارف ، جامعة كربلاء ، العراق ، 2020 .
- 5- محمد بوشوشة ، ٲأٲىر السىاساء التمولىبىة على أمٲلىة الهيكل المالى للمؤسسة الاقٲصادىة الجزائرىة ، أٲروحة دكٲوراه فى العلوم الاقٲصادىة ، جامعة بسكرة ، 2015-2016 .
- 6- نشأٲ حكمت علىوى ، أٲر الرفع المالى على الأداء المالى فى الشركاء المساهمة العامة الأردنىة ، رسالة ماجسٲىر فى المحاسبة ، جامعة الشرق الأوسط ، عمان الاردن ، 2019 .

7- ياقوت موساوي ، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير في المالية ، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2012-2013 .

4-النصوص القانونية والوثائق الرسمية

1- بعض النشرات الرسمية الصادرة عن المركز الوطني للسجل التجاري الصادرة إلى غاية أكتوبر 2012 الخاصة بسنتي 2010، 2011 .

5-المراجع الأخرى

1- غربي حمزة ، مطبوعة دروس السياسات المالية للمؤسسة ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية ، جامعة المسيلة ، 2015-2016 .

الملحق رقم (01) الجداول الاحصائية المستخرجة من برنامج SPSS

Statistiques descriptives

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type	Variance
SARL	150	0	1	,56	,498	,248
EURL	150	0	1	,31	,463	,214
SPA	150	0	1	,06	,238	,057
SNC	150	0	1	,07	,262	,068
TD	150	-,103797	2,771547	,71330685	,407983422	,166
GA	150	,000000	,975201	,42127525	,281002193	,079
RE	150	-1,204142	,635865	,05770123	,210021792	,044
TA	150	12,206073	22,971371	17,06215589	1,855505273	3,443
CR	150	-,131885	,299180	,01350141	,054242431	,003
N valide (listwise)	150					

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
Régression	8,643	7	1,235	10,852	,000 ^b
1 Résidu	16,158	142	,114		
Total	24,801	149			

a. Variable dépendante : TD

b. Valeurs prédites : (constantes), CR, RE, SARL, TAILLE, GA, SNC, SPA

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
(Constante)	1,280	,268		4,778	,000
1 SARL	-,060	,063	-,073	-,956	,341
SPA	-,180	,129	-,105	-1,394	,166
SNC	,059	,116	,038	,512	,610
GA	,095	,106	,065	,896	,372
RE	-,999	,137	-,514	-7,273	,000
TA	-,030	,016	-,137	-1,866	,064
CR	,331	,523	,044	,634	,527

a. Variable dépendante : TD

الملحق رقم (02) جزء من العينة المدروسة مكون من 25 من أصل 150 مؤسسة

SARL	EURL	SPA	SNC	TD	GA	RE	TA	CR
0	1	0	0	0.95824656	0.7706475	0.02956354	16.5636948	-0.031884
1	0	0	0	0.76326247	0	0.15337862	14.380792	0.05877029
1	0	0	0	0.90758985	0.21869136	0.0188301	18.8018492	0.00163669
1	0	0	0	0.3015643	0.77329205	0.07054342	16.6454165	0.08666722
0	1	0	0	0.63101898	0.33634749	-0.0232957	18.4556307	0.01151373
0	1	0	0	1.12359099	0.78610131	-0.1318358	14.8139035	-0.1318853
1	0	0	0	0.63794423	0.92065574	0.08104862	17.930904	-0.0112644
1	0	0	0	0.32325823	0.58525527	0.03281174	16.8137325	0.01843479
0	0	0	1	0.75388262	0.73046932	0.04910097	16.2847424	0.08939144
0	1	0	0	0.72217086	0.69265062	0.04154559	16.9723088	-0.0107714
0	1	0	0	0.7910897	0.03907419	-0.6497071	15.9946685	0.29917991
1	0	0	0	0.9624927	0.92918684	0.03401493	15.6243952	0.01651751
1	0	0	0	0.14621488	0.65747861	0.08107568	19.711415	-0.0035061
0	1	0	0	0.65235025	0.72592055	0.32815545	16.9251464	0.09376081
1	0	0	0	0.09733681	0.89206789	0.15069266	20.2213987	-0.0155775
1	0	0	0	0.1432707	0.57627098	0.03069595	17.5088807	0.00358337
1	0	0	0	0.85615	0.01282789	0.04919949	15.909431	0.00955019
0	1	0	0	0.61041101	0.87216672	0.13843383	18.3005021	0.00153963
1	0	0	0	0.770981	0.28271881	0.01054076	17.6778626	-0.0414007
1	0	0	0	0.40003648	0.22275993	0.1158714	17.4607476	-0.0113235
1	0	0	0	0.98014535	0.50621472	0.01122004	15.1307712	-0.0576879
1	0	0	0	0.86622046	0.10720065	0.06159197	17.4063336	0.05705828
1	0	0	0	0.89203285	0.33283719	-0.1204826	16.7559658	-0.0054561
1	0	0	0	0.44712959	0.30961601	0.05270703	18.8868456	-0.0044035
0	1	0	0	1.0264273	0.1625519	0.00658789	16.7772619	0.14232215

الملحق رقم (03) تصريح شرفي 1 بالالتزام بمعايير الأمانة و النزاهة العلمية

Université Mohamed Boudiaf a M'sila
Faculté des Sciences Économiques, Commerciales et
des Sciences de Gestion
Département:

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة محمد بوضياف بالمسيلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم التسيير

تصريح شرفي

بالالتزام بمعايير الأمانة و النزاهة العلمية في إعداد مذكرة الماستر

أنا الممضي اسقله:

الطالب (ة): **بن سليمان سليم** المولود(ة) بتاريخ: **1983-10-29** بـ: **مدينة مسيلة**
الحامل لبطاقة التعريف الوطنية (أور.س.) رقم: **100839755** الصادرة بتاريخ: **2016-09-19** عن: **بلدية مسيلة**
المسجل بالسنة الثانية ماستر شعبة: **علوم التسيير** تخصص: **التسيير المالي والإقتصادي** خلال السنة الجامعية: **2021-2022**
والمعد لمذكرة الماستر التي تحمل عنوان: **العوامل المؤثرة على الأداء المالي المؤسسات حالة الجزائر**

أصرح بشرفي أي إلتزمت بمراعاة معايير الأمانة و النزاهة العلمية المطلوبة في إنجاز مذكرة الماستر المذكور أعلاه.

حرر بتاريخ: **2022/06/07**

التوقيع و البصمة

*يحرر كل طالب (ة) تصريحاً فردياً في حالة إعداد المذكرة من طرف أكثر من طالب(ة) واحد .

**يدرج هذا التصريح ضمن ملاحق المذكرة

الملحق رقم (04) تصريح شرفي 2 بالالتزام بمعايير الأمانة و النزاهة العلمية

Université Mohamed Boudiaf a M'sila

Faculté des Sciences Économiques, Commerciales et
des Sciences de Gestion

Département:

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة محمد بوضياف بالمسيلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم التسيير

تصريح شرفي

بالالتزام بمعايير الأمانة و النزاهة العلمية في إعداد مذكرة الماستر

أنا الممضي اسقله:

الطالب (ة) * : بن لعمري ميروال المولود(ة) بتاريخ: 1983/03/19 بـ: مسيدى عيسى
الحامل لبطاقة التعريف الوطنية (أو ريس) رقم: 204952590 الصادرة بتاريخ: 2019-08-25 من: بلدية مسيدى عيسى
المسجل بالسنة الثانية ماستر شعبية: علوم تسيير تخصص: التسيير إلى الوسيلة خلال السنة الجامعية: 2022-2021
والمعد لمذكرة الماستر التي تحمل عنوان ** : العوامل المؤثرة على الحكمة المالية المؤسسات
حالة الجزائر

أصرح بشرفي أنني إلتزمت بمراعاة معايير الأمانة والنزاهة العلمية المطلوبة في إنجاز مذكرة الماستر المذكور أعلاه.

حرر بتاريخ: 2022/06/07

التوقيع و البصمة

* يحرر كل طالب (ة) تصريحاً فردياً في حالة إعداد المذكرة من طرف أكثر من طالب(ة) واحد .
** يدرج هذا التصريح ضمن ملاحق المذكرة

الملخص :

يهدف هذا العمل إلى تحديد العوامل المؤثرة في الهيكلة المالية للمؤسسات الجزائرية، و اسقاطها على مختلف النظريات المفسرة لها ، وذلك باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد على عينة تتكون من 150 مؤسسة ، ولبناء النموذج القياسي، اعتبرنا مستوى الاستدانة متغير تابع وباقي المتغيرات المدروسة متغيرات مستقلة ولتقديره استعملنا برنامج (SPSS). وقد بينت النتائج أن المتغيرات الأكثر تأثيراً في مستوى الديون هي المردودية والحجم وبالعلاقة عكسية ، أما باقي المتغيرات الأخرى لم يلاحظ لها تأثير و النظرية المالية التي فسرت لنا النتائج المتحصل عليها هي نظرية الترتيب السلمي.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي ، المؤسسة ، التمويل ، التكلفة ، المردودية ، الحجم .

Abstract :

This work aims to determine the factors affecting the financial structure of Algerian enterprises, and to project them to various interpreted theories, using the multiple linear regression model on a sample of 150 enterprises, and to build the standard model, we considered the level of debts to be a dependent variable and the rest of the variables studied independent variables and to estimate the use of SPSS program . The results showed that the most influential variables in the level of debts are : profitability, size and inverse relationship, while the rest of the other variables were not observed to have an impact and the financial theory that explained the results obtained to us is the Pecking Order Theory .

Keywords : financial structure , enterprise , financing , cost , profitability, size.

