

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد بوضياف - المسيلة

ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم
التسيير

فرع: العلوم التجارية

تخصص: بنوك



كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم التجارية

رقم:

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر أكاديمي

إعداد الطالب: محمد لمين وحشي

تحت عنوان

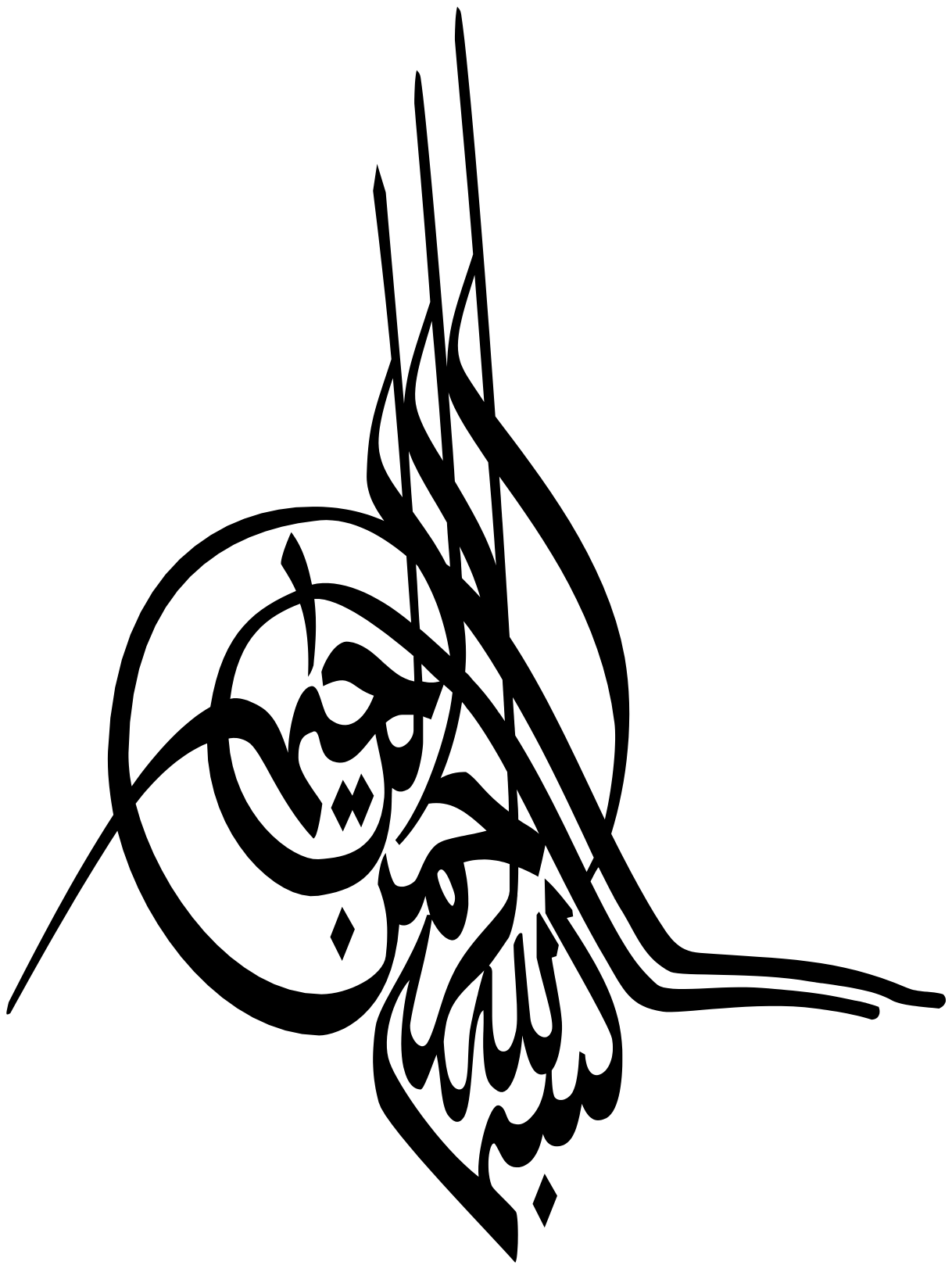
محددات التمويل البنكي في المؤسسة الجزائرية

- دراسة تطبيقية -

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة محمد بوضياف بالمسيلة	د. سميرة عميش
مشرفا ومقررا	جامعة محمد بوضياف بالمسيلة	د. حمزة غربي
مناقشا	جامعة محمد بوضياف بالمسيلة	د. بدروني عيسى

السنة الجامعية: 2017/2016



شكر

الحمد لله الذي ينتهي إليه حمد الحامدين ولديه يزداد شكر الشاكرين، الحمد لله الذي خلق الإنسان وعلمه البيان، والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين. ونشكر الله تعالى أن هدانا للخوض في هذا البحث وأعاننا على إنجازه بتوفيقه، ثم نتقدم بالشكر والتقدير إلى كل من مدَّ يد العون والمساعدة لإكمال هذا البحث، ونخص بالشكر الدكتور حمزة غربي المشرف على المذكرة، الذي أكرمنا بتواضعه وحسن تعامله وخلقته وتوجيهاته التي كان لها بالغ الأثر في تذليل الصعاب وتخطي العقبات.

كما نتقدم بالشكر إلى جميع السادة أساتذة قسم علوم التجارة على كل مساعدة قدموها لنا،

ونتقدم بالشكر والعرفان لجامعة المسيلة التي فتحت لنا أبوابها ومكتباتها لمساعدتنا في إنهاء دراستنا.

محمد بن حسن
أستاذة المادة

الإهداء

أهدي ثمرة جهدي وعملي هذا
إلى من جعل الله الجنة تحت أقدامها واقترب رضاها برضاي الرحمان وارتبقت طاعتها بطاعة
الخالق

والدتي حفظها الله وبارك في عمرها -
إلى من يسر لي طريق العلم وعلمني حب العمل والصبر والمثابرة
والدي حفظه الله وبارك في عمره -
إلى أخي وسندي في هذه الدنيا
-منير-

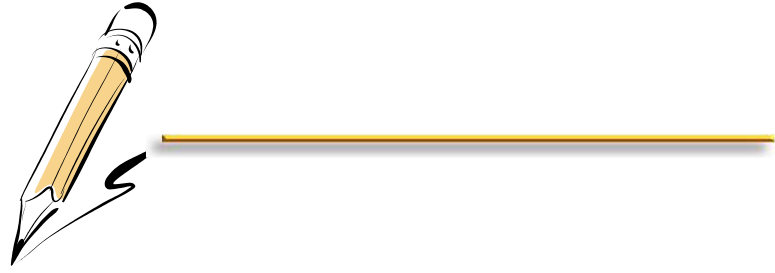
إلى أخواتي حفظهم الله
إلى أحب الناس على قلبي
إلى كل عائلة وحشي وإلى روح الجد: "وحشي مداني"
وإلى روح الجدة: "يحياوي سعدة"
إلى كل الأصدقاء ورفقاء الدرب

إلى كل من ساعدني بالقول والفعل وكان سنداً لي في إنجاز هذا العمل

فاللهم وفقني بإذنك يا ربي

وحشي محمد لبن





قائمة

المحتويات

قائمة المحتويات:

الرقم	العنوان
	البسمة
	إهداء
	شكر وتقدير
I	قائمة المحتويات
III	قائمة الجداول
Iv	قائمة المختصرات
أ-و	المقدمة العامة
الفصل الأول: الإطار للقروض البنكية	
8	تمهيد
9	المبحث الأول: آليات منح القروض
9	المطلب الأول: ماهية القروض البنكية وخصائصها
10	المطلب الثاني: مبادئ ومراحل منح القروض
13	المطلب الثالث: تحليل المركز المالي للعميل ومخاطر منح القروض
15	المبحث الثاني: الهيكل المالية
15	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومناهجه
16	المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي
19	المطلب الثالث: نظريات الهيكل المالية للمؤسسات
33	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: محددات الهيكل المالية للمؤسسات الجزائرية	
35	تمهيد
36	المبحث الأول: محددات الهيكل المالية في الدراسات التجريبية السابقة ومنهجية الدراسة

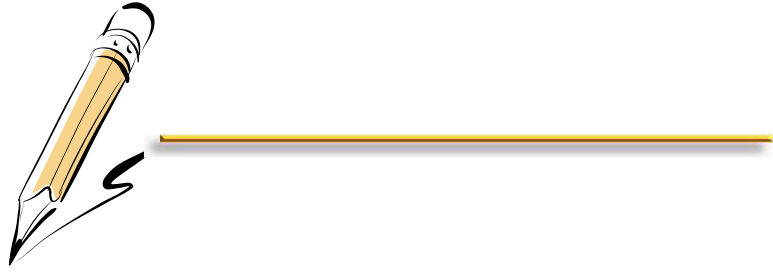
36	المطلب الأول: محددات الهيكل المالية في الدراسات التجريبية السابقة
40	المطلب الثاني: تقديم النموذج
46	المبحث الثاني: تحليل النتائج
46	المطلب الأول: المتغيرات المفسرة
47	المطلب الثاني: المتغيرات غير مفسرة
49	خلاصة الفصل
50	الخاتمة العامة
57	قائمة المراجع

قائمة الجداول:

الصفحة	العنوان	الرقم
43	الوصف الإحصائي للمتغيرات	01
45	جدول تحليل أنوفا ANOVA لنموذج الانحدار الخطي المتعدد	02
45	المتغيرات المفسرة لمستوى الاستدانة الكلية	03

قائمة المختصرات الأساسية

المصطلح	بيان الاختصار
ANOVA	Analyse de variance
EURL	Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée
GAR	Garanties
RE	Rentabilité
SARL	Société à responsabilité limitée
SNC	Société en Nom Collectif
SPA	Société par action
TA	Taille
TD	Total de dettes



مقدمة عامة

1- أهمية الدراسة

يتمثل الهدف الرئيسي للمؤسسة في الفكر المالي المعاصر في تعظيم قيمتها السوقية وعليه فهي مضطرة قبل اتخاذ أي قرار إلى معرفة آثاره على هذه القيمة وبحكم هذا الهدف ثلاث أنواع من القرارات هما: قرار الاستثمار وقرار التمويل وقرار التوزيع حيث يمكن زيادة قيمة المؤسسة إما من خلال قرارات استثمارية ينتج عنها زيادة تدفقات الخزينة الصافية، أو من خلال قرارات التمويل ينجم عنها تخفيض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن أو كلاهما معا.

ويتميز النشاط الاقتصادي للمؤسسة بحركية دائمة تديرها الاستثمارات المختلفة، وباعتبار هذه الأخيرة العامل الأساسي الذي يسمح للمؤسسة بالبقاء والتطور، فإن المؤسسة الناجحة هي التي تحافظ على قدرتها الإنتاجية عن طريق تجديد استثماراتها، هذا ما يتطلب منها البحث عن مصادر تمويل احتياجاتها التي تسمح لها بمواجهة نشاطاتها وتجنب المؤسسة الوقوع في الأزمات المالية مثل العجز المالي.

فالتمويل من المستلزمات الضرورية للتغلب على التحديات المتزايدة التي تواجه المؤسسة كحدة المنافسة والرغبة في التوسع لمواجهة الظروف الطارئة، لذلك فهو يعد عنصر أساسي لاستمرار المؤسسة في نظامها ونموها وبالتالي لا يمكن لأي مؤسسة أن تحقق أهدافها أو تطبيق استراتيجيتها دون هذا العنصر الحيوي.

لذا تعد مسألة التمويل من بين أعقد المشكلات الاستراتيجية التي تواجه تنمية وتطوير المؤسسة الاقتصادية، فالكيفيات أو الطرق المختلفة التي يحصل بها المستثمرون أو المؤسسات على ما يحتاجون إليه من أموال هي أول ما يفكر فيه كل مستثمر أو مؤسسة.

ولتطوير العلاقات المتشابكة بين الجهاز البنكي والمؤسسة، تتدخل الدولة للفصل بين وظائف التسويق والإنتاج والاستثمار، لتسهل على البنك إمكانية المراقبة المستمرة لتسيير موارد المشروع، وهنا يمكن الفصل بين ما يموله البنك بمساهمات نهائية، وما تدعمه الدولة، وبين ما يتم تمويله بمساهمات مؤقتة من هيئات مالية أخرى. ولمعالجة مسألة التمويل البنكي للمشاريع الخاصة بالمؤسسات التي تنشط في الجزائر، من الضرورة بمكان أن تتدخل بعض المنطلقات الأساسية في التحليل، يمكن دراستها على

مستويين: من جهة وفرة الموارد المالية لعاطلة، التي تشكل فوائض يصعب على البنوك المكلفة بإدارتها من تغطيتها بإنفاق استثماري منتج، يساهم في تشغيلها بكفاءة وفعالية، فيقع الجهاز البنكي في مشكلة توظيف الموارد المالية تبعا للسياسة الاقتصادية التي تفرضها المخططات التنموية، والسياسة النقدية المتشددة للبنك المركزي وفق أهداف محددة. ومن جانب آخر، تقتضي متطلبات النمو والاستثمار والتوسع لدى المؤسسة الاقتصادية، دفع الموارد المالية نحو تحقيق هيكله مثلى في ميزانيتها، وتحقيق معدلات مردودية تتعكس في شكل امتصاص لهذه الموارد.

وينقسم مجال التمويل الاقتصادي في اتجاهين، يتمثل الاتجاه الأول في القطاع المصرفي من خلال ازدياد طرق التمويل المصرفي وارتفاع حجمه، أما الاتجاه الآخر فهو اللجوء إلى التمويل عن طريق الأسواق المالية لما يحققه من استقرار معدلات الفائدة وفعالية أكثر لتمويل الاقتصاد، إلا أن هذا لا ينطبق على الدول النامية، كالجزائر حيث لا تزال أسواقها المالية ناشئة، بالإضافة إلى تعاظم دور النظام المصرفي في عملية تمويل الاقتصاد.

ويوجد أمام المؤسسة الاقتصادية في وقتنا الراهن، مصادر تمويل متعددة تتباين في خصائصها، وتختلف وشروط الحصول عليها، وعليه من الضروري على الإدارة المالية لهذه المؤسسات أن تحدد بدقة بدائل التمويل المتاحة بغية المفاضلة بينهما واختيار المزيج التمويلي المناسب بدلالة مجموعة من المعايير الكمية والكيفية التي تستجيب في مجملها لأهداف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة.

ورغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية واختلاف أشكالها، لا زال الاهتمام منصبا على الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل المالي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة لم لهذا التنوع من تأثير على عنصرين أساسيين في نشاط المؤسسة هما العائد والمخاطرة.

هذا ما جعل من مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية وتصميم هيكلها المالي إحدى المواضيع الأساسية ضمن مجال الإدارة المالية، والتي تشكل موضوع جدل بين المختصين منذ أكثر من نصف قرن، في العالم عامة ودول أوروبا الغربية والولايات المتحدة الأمريكية خاصة. حيث تكرر نداء رجال الإدارة المالية إلى الحاجة الملحة لاستكمال ما بدأه مودقلياني وميلر وغيرهما منذ سنة 1958.

وفي إطار انتقال المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق ومع إمكانية انضمام الجزائر للمنظمة العالمية للتجارة وبظهور العولمة و التي أصبحت حتمية على كل الدول وجدت المؤسسات الاقتصادية الجزائرية نفسها بعد إحداث بعض الإجراءات التصحيحية على النظام المصرفي، وتفعيل آلية التمويل عن طريق الدخول إلى بورصة القيم في مواجهة سوق يضم بدائل متنوعة وعديدة من مصادر التمويل، لكل منها مزاياه وعيوبه، هذا ما يجبر المؤسسة الاقتصادية الجزائرية الالتزام بمعايير علمية دقيقة لإدارة أموالها من أجل التماشي ومتطلبات انفتاح الأسواق.

2- إشكالية الدراسة:

من خلال ما سبق، تتبلور معالم هذا البحث في الإشكالية فيما يلي:

- ماهي محددات التمويل البنكي في المؤسسة الجزائرية؟

ومن خلال الإشكالية الرئيسية للبحث يمكن صياغة التساؤلات الفرعية التالية:

- هل يوجد هيكل مالي معياري واحد بالنسبة لكل المؤسسات الاقتصادية؟

- ما هي المحددات التي يجب الاعتماد عليها عند اختيار طريقة تمويل معينة؟

- هل يمكن للمؤسسة بتعظيم قيمتها من خلال الاعتماد على القروض؟

3- فرضيات الدراسة:

تتمثل الفرضية العامة للبحث في كون أن للمؤسسات الجزائرية دور ومكانة بارزين خاصة بعد التوجه إلى الاقتصاد الحر، حيث تختلف محددات كل من الهيكلة المالية اختلافا بارزا في الجزائر عن مثيلاتها في باقي الدول، ويرجع ذلك إلى طبيعة البيئة الاقتصادية الجزائرية التي لا تتسم بالمرونة إضافة إلى انعدام البدائل التمويلية التي تعتبر من أهم العوائق لتحديد الهيكلة المالية المناسبة.

أما فيما يتعلق بالفرضيات الجزئية فهي تتمثل في العناصر الموالية:

- إن الأهمية النسبية للعوامل المحددة لاختيار الهيكل المالي المناسب تتفاوت من مؤسسة اقتصادية إلى

أخرى، وداخل المؤسسة بحد ذاتها طيلة فترة حياتها، فلا توجد طريقة مباشرة توصل المؤسسات إلى

كيفية تشكيل هيكلها المالي.

- إن لجوء المؤسسة إلى التمويل عن طريق الاقتراض بنسبة عالية في هيكلها المالي هذا لا يؤدي

بالضرورة إلى تزايد احتمالات خطر إفلاس المؤسسة وتصفيتها.

- تزداد قيمة المؤسسة بتزايد طاقة الاستدانة والقدرة على الاستفادة من الرفع المالي للمؤسسة.

4- مبررات اختيار الموضوع

من بين الأسباب الموضوعية، هو الضعف الكبير الذي تشهده المؤسسات الجزائرية في اتخاذ هذه القرارات المالية، إضافة إلى البيئة الاقتصادية التي تعمل في ظلها هذه المؤسسات، خاصة في انعدام البدائل التمويلية، كما أن الهيكلة المالية وسياسة توزيع الأرباح التي تنتهجها المؤسسات مهمة كثيرا لإعطاء الصورة الحقيقية لوضعية المؤسسة.

5- أهداف البحث

يمكن تلخيص أهداف البحث في العناصر الموالية:

- تحديد مفهوم القروض البنكية وخصائصها.
- معرفة مختلف المبادئ، الخطوات، والمراحل المتبعة في عملية منح القروض.
- تحديد مفهوم الهيكل المالي والعوامل التي تؤثر على تحديده.
- تلخيص أهم ما توصلت إليه نظريات الهيكلة المالية بشكل يسمح للمؤسسة بفهمها، ومعرفة أهم محددات الهيكلة المالية للمؤسسة الجزائرية.

6- الدراسات السابقة

خلال مدة البحث تمكنا من الاطلاع على عدد كبير من الأبحاث والمقالات والرسائل الجامعية التي تناولت موضوع العوامل المحددة للهيكل المالي وعليه سوف نقتصر فقط على بعض الدراسات السابقة التي تتعلق بأحد عناصر السياسة المالية للمؤسسة، من بينها:

- دراسة (Noubbigh et Zerriaa (2015). بعنوان: محددات هيكل رأس المال. بحثت هذه الدراسة في محددات هيكل رأس المال لعينة من 32 مؤسسة غير مالية مدرجة في سوق تونس للأوراق المالية خلال الفترة (2005-2010) وتم إجراء الدراسة بالاعتماد على مختلف نظريات هيكل رأس المال، وتكشف النتائج أن العوامل الخاصة بالشركة مثل الحجم والمردودية لها تأثير على اختيارات الهيكل المالي في تونس، في حين لم يتم الكشف عن تأثير ذو دلالة لفرص النمو. وتظهر النتائج كذلك أن الشركات المدرجة في البورصة التونسية تضبط الاستدانة على نسبة استدانة هدف.
- محددات اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة مع دراسة حالة مؤسسة فندق الأوراسي، مذكرة ماجستير (غير مشورة) في علوم التسيير من إعداد الباحث / رفاع توفيق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم

التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2001، اهتم البحث بدراسة كيف يمكن للمؤسسة كوحدة اقتصادية (خاصة أو عامة) تتمتع بالاستقلالية المالية توفير الموارد المالية اللازمة لها (اللجوء إلى سوق مالية أو إلى الاقتراض المصرفي) وما معايير اختيار هيكل التمويل بغرض تحقيق تمويل الشامل ودائم وخاص بطبيعة نشاط المؤسسة، ومن أهم ما توصلت إليه الدراسة هو أن للمحيط المالي تأثير على السياسة المالية للمؤسسة ومن ثم على اختيارها لهيكل تمويلي معين، إذ في اقتصاديات المديونية تلجأ المؤسسة بشكل واسع إلى الجهاز المصرفي لتمويل استثماراتها وبتكلفة محددة إدارياً، بينما في اقتصاديات الأسواق المالية، فإن احتياجات الاستثمارات تغطي بإصدار الأوراق المالية وبتكلفة تحدد وفق شروط السوق. وبإسقاط هذه النتائج على حالة الجزائر، نجد أن السوق المالية الجزائرية سوق ناشئة، لذلك من المهم تخفيف شروط دخول المؤسسات إلى السوق المالية وتنويع القيم المنقولة. بهدف إتاحة فرص التنويع فيما يخص مصادر التمويل أمام المؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

- **دراسة الخولي جمال بدير علي: (1995)** مذكرة ماجستير بعنوان "محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية بالقطاعين العام والخاص" و قد حاول الباحث من خلال هذه الدراسة استكشاف العوامل المفسرة للسلوك التمويلي - محددات الهيكل التمويلي - للشركات الصناعية بقطاعي الدراسة العام والخاص من خلال الاختبار التجريبي للقدرة التفسيرية لنظريات الهيكل المالي في البيئة المصرية، حيث أجريت الدراسة على عينة يبلغ حجمها 120 مؤسسة صناعية تتوزع على سبع قطاعات نوعية للصناعة، (60 مؤسسة بالقطاع العام و 60 مؤسسة بالقطاع الخاص) وقد خلص الباحث أن أهم محددات السلوك التمويلي هي الربحية (الربحية)، تكلفة الوكالة، معدل النمو، نسبة هيكل التمويل في الصناعة و هيكل الأصول، لكن يؤخذ على هذه الدراسة أنها ركزت فقط على القطاع الصناعي، لذلك خلص الباحث إلى عدم وضوح تأثير أغلب القطاعات النوعية المنتمية للقطاع الصناعي، لذلك حاولنا في هذه الدراسة الأخذ بعين الاعتبار إضافة إلى القطاع الصناعي القطاعين الخدمي والتجاري حيث أكدت العديد من الدراسات أن الاختلاف في الهياكل المالية بين القطاعات أكبر منه بين المؤسسات التي تنتمي إلى نفس القطاع.

7- المنهج المتبع

يستلزم انجاز هذا البحث إتباع المنهج الوصفي لعرض أهم الطرق والأساليب التي بواسطتها يتم اختيار المشاريع، وكذا عرض أهم النظريات التي تتحدث عن الهيكلة المالية، والمنهج التحليلي، وذلك من خلال إسقاط ما هو نظري على الواقع الجزائري، بواسطة تحليل نتائج الدراسات الميدانية لعينة من المؤسسات الجزائرية.

8- هيكل البحث

إن محاولة الإجابة عن الإشكالية واختبار الفرضيات المطروحة تم عبر فصل نظري وفصل تطبيقي تسبقهم مقدمة تتضمن مختلف المحاور الأساسية لموضوع البحث وإشكاليته وتنتهي بخاتمة تتضمن النتائج النظرية والتطبيقية للبحث، إضافة إلى جملة من التوصيات المستمدة من النتائج المتوصل إليها تليها آفاق البحث وهذه الفصول هي كالتالي:

← **الفصل الأول**، بعنوان الإطار النظري للقروض البنكية: تناولنا في هذا الفصل آليات منح القروض والتي قسمناها إلى تعريف القروض البنكية وذكر خصائصها، بعد ذلك تطرقنا إلى مبادئ ومراحل منح القروض إضافة إلى خطوات منح القروض وفي الأخير تناولنا تحليل المركز المالي للعميل ومخاطر منح القروض. كما سيتم عرض محددات الهيكل المالي ومختلف النظريات المفسرة للهيكل المالية.

← **الفصل الثاني**، بعنوان محددات الهيكلة المالية للمؤسسات: حيث خصصناه للدراسة الميدانية والتي تمت على عينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر وقد ارتأينا أن نتعرض في بدايته إلى الدراسات السابقة في تحديد العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسة وذلك تمهيدا لتحديد المتغيرات المستقلة للنموذج، ثم إجراء تحليل الانحدار المتعدد الكامل للنموذج كما قمنا باختبار نموذج الدراسة من خلال اختبار شرط توافر الافتراضات التي يقوم عليها أسلوب الانحدار المتعدد وذلك من أجل اختبار القدرة التنبؤية للنموذج، وفي الأخير قمنا بتحليل نتائج الدراسة الميدانية.

الفصل الأول:



الإطار النظري للقروض البنكية:

المباحث:

آليات منح القروض.



الهيكل المالية.



تمهيد:

يعتبر التمويل أحد أهم الوظائف التي تقوم بها البنوك مع المؤسسات لسد احتياجاتها التجارية أو الاستثمارية، لذلك يجب أن تتضمن سياسة الإقراض بعض الإرشادات بصدد الحجم المرغوب من الإقراض الذي يمكن أن يمنحه البنك، هناك مصادر أخرى يمكن أن تؤثر على عملية التمويل، لذلك أوجب توضيح الأهداف أو الأغراض التي طلب من أجلها القرض، حيث وجب على المؤسسة اختيار الهيكل المالي المثلى الذي يترتب عليه تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، بل يقع على عاتقها أيضا أن تحصل عليها بأفضل الشروط وسيحدد في هذا الفصل مفهوم القروض البنكية وخصائصها، ثم خطوات ومراحل منحها، ثم تحديد مفهوم الهيكل المالي ومحدداته وعرض مختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي مع إعطاء فرضيات كل نظرية، وذلك من خلال المبحثين المواليين:

- المبحث الأول: آليات منح القروض
- المبحث الثاني: الهيكلة المالية

المبحث الأول: آليات منح القروض

تعد البنوك من المؤسسات المالية الحيوية ضمن إطار الاقتصاد القومي، ورغم تطور طرق التمويل إلا أن الطلب على القروض البنكية بقي مرتفعاً، وهذا من خلال طلب المؤسسات لكافة أنواع القروض ولهذا تسهر هذه البنوك على وضع سياسة ائتمانية تحدد فيها الاتجاه وأسلوب استخدام أموال البنوك.

المطلب الأول: ماهية القروض البنكية وخصائصها

تلعب القروض البنكية دوراً هاماً في التنمية الاقتصادية وذلك أنها الممول الرئيسي لكل المؤسسات الشخصية أو المعنوية التي تعاني من عجز مالي.

1- ماهية القرض البنكي

يختلف مفهوم القرض من باحث لآخر كل حسب تخصصه وكل حسب وجهة نظره، لذا تم تقديم تعريفات مختلفة لتوضيح الرؤية أكثر، والقرض لغة هو كلمة مخصصة للعمليات المالية التي تجمع بين هيئة مالية سواء كان بنك أو مؤسسة مالية من جهة ومن جهة ثانية المقترض¹. أما اصطلاحاً فهو كلمة لاتينية مشتقة من الفعل اللاتيني والذي يعني يعتقد.

وتعرف القروض البنكية بأنها تلك الخدمات المقدمة للعملاء والتي بمقتضاها يتم تزويد الأفراد والمؤسسات في المجتمع للأموال اللازمة، على أن يتعهد المدين بسداد تلك الأموال وفوائدها وتدعم هذه العملية بضمانات تكفل للبنك استرداد أمواله في حالة توقف العميل عن السداد². من التعاريف السابقة يمكن استنتاج أن القرض هو مبلغ مالي مدفوع من الجهاز المصرفي للأفراد بهدف تمويل نشاط اقتصادي في فترة زمنية محددة وذلك بمعدل فائدة محدد مسبقاً.

2- خصائص القروض البنكية

تتميز القروض البنكية بالخصائص الموالية³:

- المبلغ، حيث يمثل قيمة القرض أو الأموال التي تمنح ويتضمنها القرض.
- المدة، وهي الأجل أو الفترة التي يضع فيها البنك المال تحت حوزة عملية قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل.

¹ - محمد سلمان سلامة، الإدارة المالية العامة، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2015، ص 183.

² - عبد الحميد عبد المطلب، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، الإبراهيمية، 2008، ص ص، 103-104.

³ - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص 307.

- **سعر الفائدة**، ويعرف على أنه أجرة المال المقرض أو ثمن استخدام الأموال أو العائد على رأس المال المستثمر.

المطلب الثاني: مبادئ ومراحل منح القروض

لكي يقوم البنك بتقديم قروض أقل عرضة للمخاطر ينبغي عليه اعتماد عدة تقنيات لمنحه ومن ثم اتخاذ عدة إجراءات من أجل تحصيله.

1- مبادئ منح القروض

حيث تحدد القروض على أساس:

- **مبدأ السلامة**، والذي يقتضي أن يمنح الائتمان إلى متعاملين مؤهلين وموثوق بهم، وأن مركزهم المالي جيد إلى درجة قدرتهم على الوفاء بالالتزامات عند حلول آجالها.
- **مبدأ السيولة**، والذي يقضي بإمكانية تحويل استخدامات البنك إلى سيولة مطلقة في أقل فترة زمنية ممكنة وبأقل تكلفة.
- **مبدأ الربحية**، إن البنك من خلال تقديمه للقروض يحرص على تحقيق عائد، ممثلاً في سعر الفائدة معقول يغطي تكاليفه في الوقت نفسه، لذلك فهو يعمل جاهداً على توزيع أمواله على استخدامات مختلفة تجنباً لأي طارئ من شأنه يؤثر على الربحية الإجمالية¹.

2- خطوات ومراحل منح القروض:

لكي يقوم البنك بتقديم قروض ينبغي عليه اعتماد عدة خطوات ومراحل هي:

1-2 خطوات منح القرض

من خلال السياسات الإقراضية والأهداف والأولويات تتم خطوات منح القروض كالاتي:

- **البحث عن القرض وجذب العملاء**، حيث من المتوقع أن تكون المبادرة من البنك في جذب العملاء والبحث عن القرض لتسويق القرض.
- **تقديم طلبات الاقتراض**، وتقدم على نماذج الطلبات المعدة لذلك ويجب أن تكون صالحة لإدخالها الحاسب الآلي لتكوين بنك المعلومات.

¹ - أبو عتروس عبد الحق، الوجيز في البنوك التجارية عمليات وتقنيات وتطبيقات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2000، ص 60-61.

- الفرز والتصور المبدئي، وتبدأ عملية الفرز فور تقديم الطلبات للتقنية المبدئية للطلبات المقبولة والمستوفاة البيانات حيث يطلب استكمال المستندات وتبدأ عملية التحليل الائتماني، وإجراء الاستعلام في ضوء سياسة البنك وسياسة الدولة.
- التقييم السابق، وتتم فيه وضع نتائج التحليل والاستعلام وعمل تقدير المنافع والتكاليف من منطق معايير التقييم المعترف بها من إدارة البنك الذي يقوم بتقييم شخصي أعلى في المستوى الإداري عن الشخص الذي قام بالتحليل.
- التفاوض، فالبداية هي محدد التفاوض الذي يجب أن تتم على أساس " أنا أكسب وأنت تكسب " وليس على أساس " أنا أكسب وأنت تخسر".
- اتخاذ القرار والتعاقد، بعد التفاوض تبدأ إجراءات التعاقد دون وضع شروط جديدة ويكون المستشار القانوني جاهزا بالعقد للتوقيع¹.
- سحب القرض وتنفيذ الالتزام التمويلي والمتابعة، حيث تبدأ عملية سحب القرض دفعة واحدة أو على دفعات ويتم تنفيذ الالتزام التمويلي مع متابعة القرض بضمان التزام العميل بالشروط ويجب على البنك وضع نظام للمتابعة الدورية².
- استرداد الأموال، وتكون عند استحقاق الأصل والأقساط، يتم تحصيل القرض.
- التقييم اللاحق، والتقييم هنا لمعرفة ما إذا كانت الأهداف الموضوعية قد تحققت ومعرفة نقاط الضعف لتفاديها مستقبلا.
- بنك المعلومات، ومن الواجب إدخال تلك المعلومات في بنك المعلومات في الملفات والسجلات أو وضعها في الحاسب الآلي لاستدعائها والعودة إلى البداية الأولى التي يتم رسم فيها السياسات ووضع الأهداف والأولويات.

3- المراحل التي تمر بها عملية تقديم القروض

إن عملية منح القروض من قبل البنوك تمر بمراحل ثلاثة وهي:

- 1-3 مرحلة تكوين الملف (المرحلة الإدارية)، وفي هذه المرحلة يتم جمع المعلومات اللازمة والخاصة بالمقترض والقروض ذاته بغية تكوين ملف القرض المزعم تقديمه ودراسته ومنحه، وعليه فخلال هذه المرحلة يتم تكوين ملف طلب القرض الذي يستعمل الوثائق الموالية:

¹ - أبو عتروس عبد الحق، مرجع سابق، ص62.

² - عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص108.

- مكونات ملف القرض، إن الملف النموذجي للقروض عادة ما يشمل، طلب القرض، عقد القرض، مع بعض الاختلافات البسيطة تبعاً لطبيعة القرض ونوعه.
 - الدراسة القانونية والإدارية للملف: من خلال هذه الدراسة يتم التأكد والتدقيق حول صحة الوثائق المقدمة وقانونيتها، وسريان نشاطها، مثلاً صحة السجل التجاري ونشاط المؤسسة، الاستغلال أو الاحتلال الشرعي لمقرات المؤسسة) أو العمل مع البنك سواء الإدارية أو الصناعية، ومدى قانونية المخول لهم بالإدارة والتعاقد باسم المؤسسة أو التعامل مع البنك، والتأكد من صحة البيانات المالية والمحاسبية المقدمة للبنك.
 - استعلامات عن العمل (المقترض)، إن البنك يعمل جاهداً على جمع أكبر قدر ممكن من المعلومات حول متعاملين وسمعتهم الائتمانية، وفي هذا الشأن يراعي البنك عند قيامه بالاستعلام عن عمليه محددان أساسيان، هي الوقت المستغرق في البحث والحصول على المعلومات وتكلفة ذلك البحث.¹
- 2-3 مرحلة الدراسة الاقتصادية والمالية لملف القرض
- بعدما يتم جمع المعلومات الخاصة بالعمل والقرض وكذا تكوين ملف طلب الاقتراض بما تضمنه من معلومات متعلقة بالعمل ذات، أو بمعلومات متضمنة في البيانات المالية والمحاسبية التي قدمها العميل، تتم عملية الدراسة الاقتصادية والمالية للملف ككل على النحو التالي:
- 3-2-1 الدراسة الاقتصادية، إن الدراسة الاقتصادية لملف القرض تشمل ما يلي:
- العامل البشري: فالدراسة تركز على أهم عنصر في الائتمان ألا وهو الثقة في العميل المقترض، هذه الثقة تعتمد أساساً على مدى نزاهة والتزام العميل بتعهداته وعقوده اتجاه متعاملين في مجال نشاطه مع مرور الزمن.
 - العامل الاقتصادي: وهو يتمثل في دراسة المحيط الاقتصادي الذي يعمل فيه العميل من حيث طبيعة القطاع أو نشاطه سواء على المستوى الوطني أو الدولي، بهدف التنبؤ بمستقبل الأحوال الاقتصادية فيما يتعلق بالقطاع المعني بالقرض.
 - العامل النقدي، دراسة السياسة النقدية العامة للدولة من حيث معدل الفائدة، وإعادة الخصم وسياسة تأطير القروض ومن السياسات الأخرى التي من شأنها أن تؤثر سلباً أو إيجاباً عن نشاط البنك فيما يتعلق بمنح القروض.

¹ - جعدي آمال، وعراب ثابينة، التقنيات البنكية في منح القروض، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الليسانس في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البويرة، 2010-2011، ص54.

- **العامل الاجتماعي**، هو دراسة موقع العميل في مجال نشاطه من النزاعات العمالية والاجتماعية عموماً التي من شأنها أن تهدد عرقلة النشاط المزمع تمويله، وكذا موقعه من ضغوطات السلطات العامة التي يمكن أن تعود سلبيًا على العميل.

- **دراسة المنتج**، هو يتعلق بدراسة طبيعة المنتج هل هو كمال، تنافسي، ضروري، أم هو من النوع الذي يمكن إحلاله، ومن هنا يأتي عامل السعر لمعرفة القدرة التنافسية لهذا المنتج من حيث التكلفة، الجودة والكمية سواء في السوق الداخلي أو الخارجي.

3-2-2 دراسة السوق، هي دراسة تهدف أساساً إلى الوقوف على نتائج أعمال العميل مستقبلاً انطلاقاً من التنبؤ بواقع أعماله، وتحديد وزن المؤسسة في السوق ونصيبها في القطاع ككل سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي ومدى استيعابها لكل من السوقين، فضلاً عن مدى توفرها على الإمكانيات المادية والبشرية القادرة على التوغل في السوق بقوة، ومدى مواكبتها للتكنولوجيا المعاصرة في مجال التسويق بشكل عام، بهدف التيقن من قدرة العميل على زيادة ربحيته مستقبلاً من خلال الحفاظ أو العمل على زيادة وكسب أسواق جديدة لمنتجاته.

3-2-3 الدراسة الفنية، كما يمكن أن تكون هناك دراسة فنية، أو تقنية للمشروع المراد تمويله خاصة إذا تعلق الأمر بقرض متوسط أو طويل الأجل أي قرض استثماري، هنا البنك قد يلجأ إلى دراسة الأرضية المراد إقامة المؤسسة عليها بالاستعانة بالمهندسين المختصين في التهيئة العمرانية، وكذا المختصين في جميع النواحي الفنية للمشروع فضلاً عن دراسة آلة العمل ذاتها وطبيعة التجهيزات المستخدمة في التنظيم والتسويق بشكل عام.

3-2-4 الدراسة المالية (تحليل الوضعية المالية لطالب القرض)، بناءً على الوثائق المالية والمحاسبية تتم عملية التحليل والتشخيص للوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة، من خلال حساب جملة من المؤشرات المالية، التي من شأنها أن تعطي للبنك فكرة واضحة عن الصحة المالية للعميل، واستغلاله المالي وقدرته على الوفاء ومرد وديته المالية وربحيته بشكل عام¹.

¹ - أبو عتروس عبد الحق، مرجع سبق ذكره، ص 68-69.

المطلب الثالث: تحليل المركز المالي للعميل ومخاطر منح القروض

تؤدي زيادة الربحية مع عدم تحقق الأمان المالي إلى زيادة درجة المخاطر، وحتى يمكن تحقيق الأمان والحد من المخاطر المالية، سيتم التطرق إلى تحليل المركز المالي للعميل ومخاطر منح القروض.

1. تحليل المركز المالي للعميل

يقصد بتحليل المركز المالي للعميل تحليل الميزانية وقائمة الدخل اللتان يقدمهما العميل للبنك من دراسة الجدوى، وذلك التعريف على النحو الموالي¹:

- هل العميل أو المؤسسة قادرة على الاستيفاء بالتزاماتها عند استحقاقها من حيث أصولها المملوكة لها وقدرتها الإنتاجية وتحقيق مستوى مقبول من الأرباح.
- هل يحقق للعميل أو المؤسسة قدر معقول من المبيعات بالنسبة لإنتاجها ومن ثم تحقيق أكبر قدر من الأرباح، ويستخدم البنك نسب التحليل المالي التقليدية والتي تشمل معدلات السيولة ويقاس مدى كفاية الأصول المتداولة للمؤسسة لسداد التزاماتها عند استحقاقها. معدلات الربحية، وهذا يقاس كفاءة إدارة استخدام الأصول لتحقيق قدر مقبول من الربح بالإضافة إلى وضع برنامج رد القرض، أي قرض بطريقتين، إما أن يسدد فوائد دفعة واحدة في نهاية الأجل المتفق عليه، أو يتسبب مع القروض قصيرة الأجل وأن يسدد فوائد على أقساط شهرية، سنوية أو نصف سنوية... وغيرها، يقاس مع القرض متوسطة وطويل الأجل

2. مخاطر منح القروض

- تكمن مخاطر منح القروض في عدم تسديد هذه القروض من طرف المقترض لأسباب معينة منها:
- عدم نجاح المشروع الممول لعدة عوامل منها، المنافسة، نوعية المنتج، سعر المنتج وغيرها.
 - إفلاس المقترض لسوء تسييره للمشروع الممول.
 - عدم التحكم في التكاليف يؤدي إلى زيادتها مع ضعف المداخيل، كما أن بعض المشاريع قد تفشل بسبب سوء اختيار النشاط من طرف المقترض أو نقص الخبرة أو انعدامها أحيانا.
 - موقع المشروع، حيث يلعب الدور الهام في جلب الزبائن والمحافظة عليهم عن طريق الخدمات المقدمة.

¹ - عوامرة حدة، قرار التمويل بالقروض البنكية في إطار محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر، جامعة المسيلة، 2016/2015، ص24.

المبحث الثاني: الهيكل المالية

يعتبر قرار تحديد الهيكل المالي من أهم القرارات الرئيسية للمؤسسة، فهي تحدد مصادر التمويل الخاصة بالمؤسسة، ورغم ذلك فإنه تؤثر عدة عوامل على تحديد الهيكل المالي للمؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومناهجه

يعتبر الهيكل المالي من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومسيرين، وعليه في هذا المطلب سيتم تعريف الهيكل المالي ومناهجه.

1- مفهوم الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي على أنه "تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية¹ وحسب هذا التعريف، الهيكل المالي هو مجموع قرارات التمويل التي تتعكس في الجانب الأيسر في الميزانية وهذا من الناحية المحاسبية.

ويعرف أيضا بأنه "يتكون من جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل"² وبالتالي عرف الهيكل المالي هنا على أساس مصادر التمويل التي تمول المؤسسة بها نشاطها، من أموال قصيرة وطويلة الأجل، والأموال المقترضة والممتلكة.

2- مناهج اختيار الهيكل المالي

1-2 منهج التوازن:

يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرونة مالية للهيكل المالي، وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة، في ظل افتراضات محددة وهي أن هناك عائد متوقع، وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالي، تتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة، ثم القيام باختيار المزيج التمويلي، والذي يصاحبه أقل تكلفة تمويل³.

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري، عمان، 2009، ص3.

² عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 128.

³ جلال الدين المرسي، احمد عبد الله اللحح، الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية 2009، ص287.

2-2 منهج التوازن المقارن

يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال، ولذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف وتقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال وبالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب، وبمقارنة هذه الخطط يمكن اختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة.

2-3 منهج التوازن الحركي الديناميكي

يفترض وجود متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي، وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية والبيئة الخارجية المحيطة بالمؤسسة وعليه يجمع هذا المنهج بين المناهج السابقة الذكر عند اختيار المزيج التمويلي المناسب ما يجعله منهج متكامل¹.

المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي

يختلف الهيكل المالي من مؤسسة إلى أخرى، فبعض المؤسسات تعتمد كلياً على أموال الملكية، في حين البعض الآخر يتوسع بشكل كبير في استخدام الأموال المقترضة بأنواعها المختلفة، وبالتالي يمكن تصنيف هذه العوامل إلى مجموعتين، عوامل خارجية وعوامل داخلية. على النحو التالي:

1- المحددات الخارجية للهيكل المالي

يقصد بها العوامل المرتبطة بالبيئة الخارجية للمؤسسة والتي لا يمكن الحكم فيها عادة، وبالتالي لا يتطلب الأمر سوى التكيف معها، وتتمثل هذه العوامل فيما يلي:

- **الحالة الاقتصادية**، وهي التي قد تم ربطها بالالتزامات وأموال الملكية، والتي في حالة ما إذا كانت هذه الأخيرة أقل منها فإن المؤسسة تتعرض إلى مخاطر أكبر في حالة حدوث انكماش اقتصادي ولكنها تتمتع بعائد أكبر في حالة الرواج الاقتصادي، وبالتالي يتعين على الإدارة الموازنة بين العائد والمخاطر الاستثمارية عند دراستها وتقديرها للهيكل المالي.

- **خصائص الصناعة**، حيث تتضمن التقلبات الموسمية فإذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاته بالموسمية، فإن المؤسسة يجب أن تهتم بعنصر المرونة في تخطيطها المالي، وبالتالي يجب أن يزيد اعتمادها على الديون قصيرة الأجل، لأنه يتوجب على المؤسسة الملائمة بين مصدر التمويل وطبيعة

¹ - جلال الدين المرسي، احمد عبد الله اللوح، مرجع سبق ذكره، ص 287.

استخدامها، وإذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاته بالحساسية لتغيرات الدخل القومي (درجة حساسية المبيعات للدخل القومي)، فإنه يتعين عدم التمادي في الاقتراض طويل الأجل، لأنه قد يرجع بنتائج عكسية على دخل الملاك. ويختلف شكل الهيكل المالي للمؤسسة باختلاف المرحلة التي تمر بها الصناعة حيث تمر الصناعة عادة بالمراحل الموالية، مرحلة الانطلاق، النمو، النضج والتدهور. فكل مرحلة من هذه المراحل تؤثر على شكل الهيكل المالي بحيث أن في مرحلة الانطلاق يفضل الاعتماد على الأسهم العادية وذلك لزيادة احتمالات الفشل، أما في مرحلة النمو يزداد الاهتمام بعامل المرونة للتأكد من إمكانية الحصول على الأموال عند الحاجة إليها.

- **خصائص المؤسسة ذاتها**، إن الهيكل المالي يختلف باختلاف طبيعة المؤسسة القانونية، إذ تميل المؤسسات الفردية وشركات الأشخاص إلى عدم الاعتماد على القروض، خوفاً من مخاطر عدم السداد التي قد تصل إلى الممتلكات الخاصة للملاك، وفقاً لمبدأ المسؤولية غير المحدودة، أما شركات المساهمة فإنها تكون أكثر قدرة على الاعتماد على القروض طويلة الأجل من غيرها من الأشكال القانونية الأخرى، وذلك بسبب استمرارها وعدم ارتباط بقائها ببقاء الملاك، الذين يفضلون معيار الأمان على معيار الدخل. ويعتبر حجم المؤسسة عامل وثيق الصلة بالطبيعة القانونية، لأنه في الغالب تكون المؤسسات الفردية وشركات الأشخاص ذات حجم صغير نسبياً وذلك بالمقارنة مع شركات الأموال التي تكون ذات أحجام كبيرة نسبياً، فالمؤسسات قد تجد صعوبات كبيرة في الحصول على القروض طويلة الأجل وحتى لو تحصلت عليها فتجدها بفائدة مرتفعة وشروط غير ملائمة ما يجعل هيكلها غير مرن، وقد تلجأ إلى الاقتراض كأحد متطلبات النمو حتى لا يفقد الملاك سيطرتهم على المؤسسة¹.

2- المحددات الداخلية للهيكل المالي

يقصد بها تلك العوامل المرتبطة بالبيئة الداخلية للمؤسسة²، والتي تخضع لسيطرة المؤسسة وهي:

- **مستوى المبيعات**، تستطيع المؤسسة التي تتميز بمبيعاتها بالاستقرار النسبي أن تعتمد على التمويل عن طريق القروض، دون أن تتحمل تكاليف ثابتة أخرى. أما فيما يخص نمو المبيعات فإن زيادة معدل المبيعات بنسبة معينة يزيد ربحية السهم، إذ يمكن للمؤسسة التي تتميز بنمو مبيعاتها أن تعتمد

1 - السيد فرحات جمعة، وجاد الرب عبد السميع، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر، 2001، ص 253، 252.

2 - حوحو فضيلة، إدارة الأعمال الاستراتيجية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير في علوم التسويق، غير منشورة، جامعة الجزائر، ص 85.

على القروض، لأنه عادة تكون تكلفته أقل من إصدار أسهم جديدة، في حين يرى البعض أن في حالة زيادة صافي الربح فإن الاعتماد على الديون سيكون محدودا أو ثابتا عند نسبة محددة من إجمالي الأصول أو من قيمة حقوق الملكية، لزيادة فعاليتها كمصدر مالي ذاتي عن طريق الأرباح المحتجزة¹.

- **التحكم أو السيطرة**، يؤثر التمويل بالاقتراض على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة ما يمكنه من التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، فالإدارة إذا كانت في حالة سيطرة تصويتية في المؤسسة ولا يسمح لها بشراء أي أسهم، فسوف تفضل استخدام القروض في تمويل الاستثمارات الجديدة، وكذلك تخفيض الاعتماد على القروض قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر الاستحواذ والاستيلاء عليها من مستثمرين آخرين. وبالتالي فإن لمعيار السيطرة تأثيرا على شكل الهيكل التمويلي للمؤسسة².
- **المخاطر المالية**، ترتبط هذه المخاطر بقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها حيث أنه كلما زادت المخاطر المالية (عدم قدرتها على السداد) التي تواجهها المؤسسة قل اعتمادها على التمويل باستخدام الاقتراض.
- **توجهات الإدارة**، إذ يتميز بعض المديرين بدرجة أعلى من المغامرة والجرأة مقارنة بغيرهم حيث يعتمدون إلى استخدام الاقتراض بشكل كبير في محاولة منهم لرفع أرباح المؤسسة، على عكس بعض المدراء الذين يتميزون بالتحفظ ويعتمدون على القروض بشكل حذر³.
- **المرونة التمويلية**، وهي قدرة المؤسسة على الحصول على القروض وذلك بشروط ملائمة وأسعار فائدة معقولة تحت مختلف الظروف، وعليه فعندما تكون العوامل الأخرى مشجعة على استخدام الدين، والمرونة التمويلية غير متوفرة، فهذا يعني هيكل مالي بنسبة دين أقل⁴.
- **سيولة الأصول**، ترجع أهميته إلى أثره في تحديد استحقاقات الدين، وكذلك نسبة الديون في هيكل التمويل، إذ أنه كلما زادت درجة سيولة الأصول كلما أمكن الاعتماد على القروض بنسبة أكبر لأنه كلما كانت الأصول أقل سيولة كلما كانت أقل مرونة في خدمة القرض. هذا بالإضافة إلى مدى سهولة أو صعوبة رهن الأصل أي إذ أنها كانت الأصول المتاحة للمؤسسة تصلح لاستخدامها كضمان للأصل.

1- السعيد فرحات جمعة، وجاد الرب عبد السمیع، المرجع السابق، ص، 253-254.

2- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص 405.

3- عاطف وليم أندراوس، نفس المرجع السابق، ص، 403.

4- عدنان تايه النعيمي، وآخرون، الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص 4.

- **التدفقات النقدية**، إن استقرار التدفقات النقدية وفقا للدورة النقدية للمؤسسة يمكن من التخطيط الجيد لسداد الالتزامات المستحقة للدائنين في مواعيدها، ويرتبط استقرار التدفقات النقدية ارتباطا وثيقا بتحديد المقدار الأمثل من القروض الذي ينتج عنه الوضع الأمثل لحملة الأسهم، هذا يستلزم تحليل التدفق النقدي لمعرفة التدفقات النقدية الخارجة المترتبة على أعباء خدمة القرض، وما مدى قدرة التدفقات الداخلة على تغطيتها، وذلك لتجنب الوقوع في دائرة العسر المالي¹.
- **التوقيت**، يرتبط عامل التوقيت بشكل أساسي بعامل المرونة، فالتوقيت الملائم هو الذي يسمح للمؤسسة بالحصول على الأموال من مصادر تتصف بالمرونة، وهذا يعطي للمؤسسة حرية أكبر من تحديد مبلغ الأموال وفترة الحاجة إليه، وشروط الحصول عليه.
- **الملائمة**، يقصد بها ملائمة أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول، أي يجب أن يكون اختيار مصدر التمويل متماشيا ومتناسبا مع نوع الاستخدام، فمثلا يتم تمويل العمليات طويلة الأجل بمصادر تمويلية طويلة الأجل. ويرجع ذلك إلى ضرورة الموائمة والتنسيق بين الطبيعة الزمنية لطبيعة الأصل والأموال اللازم الحصول عليها.
- **التكلفة**، لا ينبغي على المؤسسة أن تعتمد على المصدر التمويلي (خاصة المديونية) إلا إذا تحققت من أن العائد يفوق التكلفة المترتبة عليه، لأن هذه التكلفة تمثل أعلى عائد يتوقع الحصول عليه من استثمار ذلك المصدر².

المطلب الثالث: نظريات الهيكلية المالية للمؤسسات

حاولت عدة نظريات إعطاء الهيكلية المالية المثلى للمؤسسة، والتي يمكن تقسيمها إلى النظريات الكلاسيكية والنظريات الحديثة.

1) النظريات الكلاسيكية لتفسير الهيكلية المالية

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

¹ - السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، مرجع سبق ذكره، ص ص، 254.255.

² - السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، المرجع نفسه، ص 261، 257.

أولاً: نظرية صافي الربح: Net Income Theory –NI

يرى مؤيدي نظرية الربح الصافي Net Income Theory-NI بما أن هناك اختلاف في تكلفة مصادر التمويل فإن السلوك العقلاني يقتضي من المؤسسة زيادة نسبة المصدر الأقل تكلفة (الديون) في هيكلها المالي، وتقوم هذه النظرية على ثلاث فرضيات أساسية وهي¹:

- حجم الأصول الاقتصادية ثابت لا يتغير وهذا يعني ضمناً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها الهيكل المالي ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع المؤسسة من تغيير الخليط الذي يتكون منه الهيكل التمويلي ونظراً لأن حجم الأصول الاقتصادية ثابت لا يتغير هذا يعني أن نتيجة الاستغلال ثابتة لا تتغير.

- إن الزيادة في استخدام القروض (الديون) لا يغير من إدراك المساهمين للمخاطر ونتيجة لذلك فمعدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة) ومعدل الفائدة على السندات والقروض تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسبة الاستدانة.

- عدم وجود ضرائب أو تكلفة الإفلاس (افتراض أن الديون خالية من الخطر).

أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة رأس المال من خلال التغير في نسبة الرفع المالي. فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاضاً في تكلفة الأموال مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة².

ثانياً: النظرية التقليدية Traditionnel Theory

يؤكد أصحاب النظرية التقليدية Traditionnel Theory وجود هيكلية مالية مثلى عند مستوى معين من الديون، والتي تتحقق عند تشكيلة معينة من القروض والأموال الذاتية، هذه التشكيلة تجعل تكلفة رأس المال عند حدها الأدنى، وتعطي أكبر قيمة سوقية للمؤسسة³.

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، كما يفترض مؤيدو هذه النظرية أن تكلفة التمويل بالديون تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي.

¹ محمد الصالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 317.

² حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2008، ص 533-534.

³ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الرابعة، 200، ص 643.

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.

أما المرحلة الثانية فتقول بأن المؤسسة تستعمل نسبة من الديون في هيكلتها المالية، بحيث لا تؤثر تلك النسبة على قيمتها السوقية، نظرا لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض والمتمثلة في انخفاض تكلفته سوف يقابلها ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة التمويل الذاتي، 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، وذلك لأن المساهمين يطالبون بزيادة في معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب الزيادة في المخاطر المترتبة على الاعتماد على القروض، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة رأس المال، وبسببها تتخفص القيمة السوقية للمؤسسة.

ثالثا: نظرية صافي ربح العمليات NOI – Net Operating Income Theory

يستند أصحاب نظرية صافي ربح العمليات على افتراض مؤداه أن تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة كلاهما مستقل وليس لهما علاقة بمدى تأثير الهيكله المالية، فهم يفترضون أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة مهما كانت نسبة الديون في المؤسسة، حيث يشير المضمون العام لهذه النظرية إلى أن زيادة ديون في المؤسسة يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون، وبسبب هذه الزيادة في المخاطر، فإن المساهمين يطالبون بعائد أكبر تعويضا عن هذه المخاطرة، وباعتبار أن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يمثل تكلفة الأموال الذاتية، فإن تكلفة الأموال 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، حيث تتضمن تكلفة الديون متغيرين أساسيين هما:

- تكلفة صريحة Explicit، ممثلة بسعر الفائدة
- تكلفة ضمنية، Implicite ناشئة عن الزيادة في كلفة التمويل الممتلك بسبب الزيادة في الديون.

إن المنهج العام لنظرية صافي ربح العمليات في صياغة هيكل التمويل يؤكد فكرة استقلالية مخاطر الأعمال عن كلفة الأموال المرجحة وأيضا عن تشكيلة هيكل الأموال وهو ما يعني إن القيمة السوقية للمؤسسة ستظل ثابتة رغم التغيرات التي تحصل في مستويات الرفع المالي، مما يعني أن التغيرات في

هيكل الأموال لا تأثير لها سواء على القيمة السوقية لمؤسسة وأيضاً لا تأثير لها في كلفة الأموال المرجحة الأمر الذي يجعل فكرة وجود هيكل تمويل أمثل فكرة غير مقبولة إطلاقاً¹، وتقوم نظرية صافي ربح العمليات على عدة فرضيات، وهي:

- لا توجد أهمية لتقسيم القيمة السوقية للمؤسسة بين الاقتراض والملكية.
- 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

رابعاً: نظرية مودقلياني وميلر (M&M)

تعتبر نظرية مودقلياني وميلر حول تحديد الهيكل المالية المثلى للمؤسسة من أهم النظريات في الأدبيات المالية التي تتحدث عن الهيكل المالية.

1. نظرية مودقلياني وميلر في غياب الضرائب وتكاليف الإفلاس:

إن المضمون النظري لنظرية مودقلياني وميلر بشأن صياغة هيكل التمويل وفي ظل عدم وجود الضريبة، تتفق مع نظرية صلفي ربح العمليات السابقة التحديد، إذ أكد مودقلياني وميلر أنه في غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بصياغة هيكل التمويل ولذلك هم أكدوا على عدم وجود هيكل تمويل أمثل²، كما أن تكلفة رأس المال مستقلة تمام عن الهيكل المالية للمؤسسة، حيث تعتبر هذه النظرية أولى النظريات التي تتعلق بإطار الهيكل المالية للمؤسسات، حيث تفترض وجود سوق المنافسة التامة وفي علم بدون تكاليف الإفلاس ولا تكاليف التبادل وتوفر المعلومات للجميع.

تقوم نظرية مودقلياني وميلر على عدة فرضيات، وهي:

- عدم وجود تكاليف وساطة في تنفيذ المعاملات المالية.³
- حرية الدخول والخروج من السوق، حيث أن المؤسسات تعمل في ظروف المنافسة التامة، وعليه فإن هذه المؤسسات تستطيع الدخول والخروج لشراء وبيع ما ترغب به من أوراق مالية دون التأثير على أسعار تلك الأوراق المالية.

¹ محمد الصالح الحناوي، البعيد جلال إبراهيم، الإدارة المالية، مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الإسكندرية، دار الجامعة للطباعة الأولى، 2000، ص323.

² محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار النشر إثناء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص176.

³ براق محمد، وغربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، الطبعة الأولى، المكتب الجامع الحديث، الإسكندرية، 2014، ص155.

- 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 دخل الأفراد.
- يتصرف كافة المستثمرين في الأسواق المالية بالعقلانية والرشادة.

أ - الاقتراح الأول والثاني لمودقلياني وميلر، حسب نظرية مودقلياني وميلر فإنه يوجد اقتراحان:

➤ مضمون الاقتراح الأول لمودقلياني وميلر:

يشير الاقتراح الأول لمودقلياني 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 مودقلياني وميلر في اقتراحهما الأول على أن القيمة السوقية لأية مؤسسة سواء كانت مقرضة أو مقترضة مستقلة تماما عن هيكلتها المالية، وأن هذه القيمة تحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تحدثه 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 الإرادية، ولكي يثبت مودقلياني وميلر صحة هذا الاقتراح، والذي يشير إلى أنه إذا كانت هناك عدة مؤسسات تتميز بسياسة تمويلية مختلفة ومتماثلة في باقي الخصائص، فإن قيمتها السوقية لا بد أن تتساوى وذلك بسبب ظهور عملية المراجعة.

أشار مودقلياني وميلر في الاقتراح الأول إلى ظهور عملية المراجعة بالنسبة لمؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا الهيكل المالية لهما، حيث إن الاختلاف بين القيمتين السوقيتين لهاتين المؤسستين هو اختلاف مؤقت فقط، وأن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين القيمتين. أي تتساوى القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة مع القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة.

آلية عملية المراجعة، يقصد بعملية المراجعة إعادة التوازن بين قيمة لمؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا الهيكل المالي لهما أحدهما مرفوعة والأخرى غير مرفوعة، حيث إن الاختلاف بين القيمتين السوقيتين لهاتين المؤسستين من جهة نظر مودقلياني وميلر هو اختلاف مؤقت وأن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين القيمتين المؤسستين أي أن تجعل القيمة السوقية للمؤسسة مرفوعة تساوي القيمة

السوقية للمؤسسة غير مرفوعة¹. وأوضح هانز وسبرانكل 1969 بأن عملية المراجعة كفيلة بإعادة تساوي القيمة السوقية لمؤسستين واحدة غير مقترضة والأخرى مقترضة، لكنهما انتقدا عمل مود قلياني وميلر في آلية عمل المراجعة، ونتيجة لذلك فإنه لا يمكن التأكد من أن المستثمر سيقوم بعملية المراجعة، لأنه رغم أن العائد سيكون أكبر إلا أن التباين كذلك أكبر. فإذا كان المستثمر يكره المخاطرة، فإنه يفضل التباين الأقل أو بالأحرى المخاطرة الأقل.

إن عملية المراجعة حسب مودقلياني وميلر تؤدي إلى توازن القيمتين السوقيتين لمؤسستين مختلفتين في الهيكلية المالية وتنتميان إلى نفس شريحة المخاطرة لكن ليس بنفس الاستراتيجية التي وردت في مقالهما المنشور سنة 1958 بل حسب الإستراتيجية التي أوضحها هانز وسبرانكل في سنة 1969.

➤ الاقتراح الثاني لمودقلياني وميلر:

يشير الاقتراح الثاني لمودقلياني 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 لمودقلياني وميلر، إلا أن ذلك سيحدث تغيرا مهما في قروض المؤسسة وحقوق ملكيتها ويتضمن هذا المقترح أن معدل العائد المطلوب من قبل ملاك مؤسسة ذات رفع مالي تعتمد على²:

- كلفة العائد المطلوب من مؤسسة لا تعتمد على الديون وتنتمي الى نفس شريحة الخطر.
- كلفة التمويل.
- نسبة القروض الى حق الملكية (الرفعة المالية).

انتقادات نظرية مودقلياني وميلر:

تمحورت الانتقادات الموجهة إلى تحليل مودقلياني وميلر بالرغم من تعددها حول واقعية النموذج، فقد تم انتقاد هذه النظرية في مجانية الأسواق، في حين أن النظرية تؤدي دورا أساسيا في تحليل مودقلياني وميلر، لأن قبول النظرية مشروط بتدخل آلية المراجعة التي تفترض مسبقا وجود إمكانية إحلال مطلق بين الأوراق المالية التي يكون لها خصائص متطابقة من حيث المخاطرة والمردودية.

¹ - محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 317.

² - محمد صالح الحناوي، وإبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 318.

من جهة ثانية، فقد انتقد هذا النموذج من حيث فرضية عدم وجود الضرائب، وهذا ما لا يمكن قبوله في وجود فوائد قابلة للتخفيض في حساب الضرائب، في حين أن المساهمين ليس لهم الحق إلا في الأرباح بعد الضرائب، كما انه حسب النظرية دائماً، فإن المتعاملين في السوق المالية يجب أن يكون لهم نفس طريقة تقدير المخاطرة لمعدل مديونية معين، سواء كانت هذه المديونية مكتتبه مباشرة من قبل المستثمرين، أو من قبل المؤسسة التي يحوزون على قسم ما أسهمها، إضافة إلى أن تكلفة القروض يجب أن تكون ذاتها سواء كان الاكتتاب من قبل المؤسسة أو من قبل المستثمرين. لكن في الواقع، المخاطرة المقدره ليست نفسها بالنسبة لكل المستثمرين والأعوان الاقتصاديين، فهي تختلف حسب ما إذا كانت الاستدانة فردية أو من قبل المؤسسة التي سيصبح فيها مساهما، كما أن المخاطرة غير مرتبطة إلا بمبلغ الأموال الموظفة في المؤسسة المقترضة فيما يتعلق بشروط الإقراض¹.

2. نظرية مودي قلياني وميلر في وجود الضرائب:

بعد الدراسة التي قام بها موديقلياني وميلر سنة 1958، والتي أوضحت بأن الهيكله المالية للمؤسسة مستقلة تماما عن قيمتها السوقية، لم يكتفيا بهذه الدراسة فقط، بل تجاوزا ذلك ودرسا أثر الهيكله المالية للمؤسسة في ظل وجود الضرائب وكذا تكاليف الإفلاس كمتغيرين يؤثران على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال المقال الذي نشره سنة 1963، حيث قدما تحليلا جديدا للهيكله المالية. حسب موديقلياني وميلر فإن اعتماد المؤسسة على الديون يسبب أثرين، أحدهما ايجابي والآخر سلبي، فالأثر الايجابي يتمثل في الاقتصاد الضريبي Tax Shield، ويتمثل الأثر السلبي في تكلفة الإفلاس.

أكد موديقلياني وميلر سنة 1963 بأن للديون أثرا ايجابيا على قيمة المؤسسة مهما كانت نسبتها ومستواها في الهيكله المالية لها، وذلك بسبب ما تحققه الديون من اقتصاد ضريبي، والذي ينشأ بسبب اعتماد المؤسسة على الاستدانة في التمويل، حيث إن زيادة التمويل بالديون في الهيكله المالية للمؤسسة يترتب عليها انخفاضا مستمرا في تكلفة رأس المال، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة وينشأ هذا التأثير نظرا لاعتبار فائدة الديون كمصاريف تتحملها المؤسسة قبل أن تخضع للضريبة. ولذلك، فإن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تكون أعلى من القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة بمقدار الاقتصاد الضريبي.

¹ - براق محمد، وغربي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص163.

3. نظرية مودقلياني 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. إن هذا الاحتمال يعطي الحق لمقرضي المؤسسة في اتخاذ الإجراءات القانونية التي قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة.

أغلقت نظرية مودقلياني وميلر سنة 1958 تكاليف الإفلاس، وذلك بسبب افتراض أن السوق المالية فعالة، فتحت فرضية فعالية السوق المالية، فإن المؤسسة تكون دائماً قادرة على التمويل سواء بالاستدانة أو بالأموال الذاتية بدون مخاطرة، لكن في الواقع حتى إذا كانت السوق المالية فعالة، فإنها لا تعتبر مثالية للتمويل، فإذا استدانّت المؤسسة بمستويات عالية فإنه ستواجه إمكانية التخلف عن أداء التزاماتها تجاه الدائنين، وبالتالي فإنها معرضة لاشهار إفلاسها وبالتالي تصفيتها. تتضمن تكاليف الإفلاس نوعين من التكاليف حسب أتمان (Attman 1984)، وهما تكاليف إفلاس مباشرة، وتشمل تكاليف دفع معدلات أعلى من الفائدة للمقرضين لتعويضهم عن ارتفاع المخاطرة الناجمة عن الاستدانة وإذا اضطرت المؤسسة إلى التصفية أو الإفلاس ففي هذه الحالة، تتضمن تكاليف توظيف المحامين والمحاسبين لإدارة عملية التصفية. وتكاليف إفلاس غير مباشرة، وتتضمن فقدان المبيعات وتراجع الشهرة المؤسسة نتيجة لوجود المؤسسة في أقصى مستويات العسر المالي نتيجة الإفراط في الاستدانة. وإذا أشهرت المؤسسة إفلاسها، فإنها ستكون مضطرة لبيع أصولها بأسعار أقل من قيمتها السوقية وكذا فقدان الأرباح نتيجة لانخفاض كفاءة عمليات المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس¹.

في المقابل، إذا ارتفعت مستويات الديون في المؤسسة، فإن المساهمين يدركون حجم المخاطر التي تواجهها المؤسسة وبالتالي سيطلبون بعائد أعلى لتعويضهم عن تلك المخاطر. 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 مودقلياني وميلر انطلاقاً من العلاقة العكسية بين تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة بأن القيمة السوقية لمؤسسة المقترضة سوف تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس. وعليه فكلما زادت القروض كلما زادت تكلفة الإفلاس ويسبب ذلك استمرار الانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.

¹ - براق محمد، وغربي حمزة، نفس المرجع السابق، ص 167.

خامسا: نظرية التوازن

برهن كل من مودفلياني وميلر في ظل مجموعة من الفرضيات بان قيمة المؤسسة تتأثر ايجابيا وسلبيا كلما زادت نسبة الاستدانة في الهيكله الماليه. فالأثر الايجابي هو ما توفره الاستدانة من الاقتصاد الضريبي والذي يؤدي إلى رفع القيمة السوقية للمؤسسة. أما الأثر السلبي فهو ظهور تكاليف الإفلاس التي تؤدي إلى خفض القيمة السوقية للمؤسسة كلما زادت نسبة الاستدانة في الهيكله الماليه.

تقتضي نظرية التوازن أو المبادلة The Trade-Off Theory للهيكله الماليه على أن القرار الأمثل للاقتراض هو تلك النسبة من الديون في الهيكله الماليه التي يتساوى فيها التأثير الايجابي للاقتصاد الضريبي مع التأثير السلبي لتكلفة الإفلاس¹.

تقتضي نظرية التوازن أو المبادلة للهيكله الماليه على أن القرار الأمثل للاقتراض هو تلك النسبة من الديون في الهيكله الماليه التي تتساوى فيها التأثير الايجابي للاقتصاد الضريبي مع التأثير السلبي لتكلفة الإفلاس².

حسب ميلر (Miller1977)، فإن نظرية التوازن تقارن بين العائد الذي تحقق من الديون وتكاليف الإفلاس. بمعنى أن المؤسسة تقوم باختيار نسب الديون المثلى بالموازنة بين ما تحقق من مزايا نتيجة الضرائب والتكاليف المتعلقة بالديون. يعكس هذا التوازن التكامل بين كل من الأثرين الايجابي للاقتصاد الضريبي والسلبي لتكلفة الإفلاس، حيث تكون القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها عن نقطة التوازن.

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

- تنمو بعض المؤسسات وتزدهر على الرغم من انخفاض نسب الديون فيها متخليه عن أهمية الاقتصاد الضريبي، وقد تكون لدى المؤسسات قائمة كبيرة بضريبة الدخل إلا ان نسب استدانته منخفضة.

¹ - براق محمد، وغربي حمزة، نفس المرجع السابق، ص 169.

² - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2008، ص 573.

- عند انخفاض معدلات الضريبة تبقى الكثير من المؤسسات لها نسب الاستدانة مرتفعة حتى في الحالات التي يكون فيها معدل الضريبة معدوماً.
- زيادة نسب الاقتراض على الرغم ارتفاع معدلات الفائدة والتي تحد من الاقتصاد الضريبي للاقتراض.
- افتراض انخفاض تكلفة التعديل الهيكلية المالية هو افتراض بعيد عن الواقع، ولا سيما عندما يكون حجم التعديل كبيراً. وإذا صح ذلك، فإن كل مؤسسة تصبح قادرة على التكيف للحالة المثلى من نسبة الاستدانة التي تلاؤمها، إلا أن هناك تكاليف وتأثيرات تتضمنها كل عملية تعديل.
- أصبح من الواضح أن هذه النظرية قد فسرت جزء صغيراً من السلوك الفعلي للهيكلية المالية، يضاف إلى ذلك أن الدراسات التطبيقية لا تعطي إسناداً قوياً لنظرية التبادل. فالكثير من المؤسسات الناجحة تستخدم الاستدانة بشكل منخفض، وهذا يتناقض مع افتراضات نظرية التوازن هذا الأمر كان له الأثر الكبير في تطور نظرية الإشارة والانتقال إلى النظرية الحديثة في الهيكلية المالية التي تفسر بعض الغموض اتجاه سلوك المؤسسة حول هيكلتها المالية في الواقع الفعلي.

(2) النظريات الحديثة لتفسير الهيكلية المالية

تعتبر النظريات الحديثة لتفسير الهيكلية المالية امتداداً للنظريات التقليدية، مع إسقاط بعض الفرضيات غير الواقعية واستبدالها بأخرى في الواقع، وهذا ما سيتم توضيحه في هذا المطلب.

أولاً: نظرية الوكالة

اعترض كل من جونسون وماكلاين (1976) Jensen and Meckling نظرية موديقلياني 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 التي يجب على المؤسسة أن تسيطر عليها وتأخذها بعين الاعتبار في تحديد هيكلتها المالية.¹

تعرف نظرية الوكالة Agency Theory بأنها إطار فكري استخدم كأداة بحث لتفسير ظاهرة العلاقات التعاقدية التي عرفت في ميادين كثيرة من ميادين العمل والفكر الإنساني. وتنشأ علاقة الوكالة

¹ - Hayne E Leland , "Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure", *The Journal of Finance*, The American Finance Association, Vol. 53, No. 4, 1998, p: 1213.

عندما يفوض أو يوكل شخص معين أو مجموعة من الأشخاص ويسمى الموكل أو الأصيل شخصا آخر أو مجموعة من الأشخاص ويسمى الوكيل للقيام بأداء خدمة أو مهمة محددة بالنيابة.¹

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 الوكالة التي تلزم الوكيل بالسلوك التعاوني الذي يعظم منفعة طرفي الوكالة ويحول دون تصرف الوكيل على نحو يضر بمصالح الموكل.

تقترح هذه النظرية تفسيراً لسلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة. مثل المسيرين، المساهمين، المقرضين والمدينين بشكل عام، ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد الهيكلة المالية. وتتعلق هذه النظرية من فرضيتين أساسيتين وهما أنه ليس بالضرورة أن تكون أهداف المسيرين والمساهمين متطابقة، ثم إن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها.²

تصنف تكلفة الوكالة بحسب الهيكلة المالية المستخدمة في تمويل المؤسسة إلى تكلفة الوكالة للأموال الذاتية وتكلفة الوكالة للاستدانة.

تحاول العديد من المؤسسات الاستثمار في فرص النمو المتاحة لها باستخدام مصادر التمويل الداخلي والتمويل الخارجي. وفي حالة اكتفاء المؤسسة بتمويل تلك الفرص باستخدام التمويل الداخلي والمتمثل في احتجاز الأرباح، فإنها تلجأ إلى مصدر التمويل الخارجي المتمثل في إصدار الأسهم، عند

¹ - عدنان بن حيدر بن درويش، *حوكمة الشركات و دور مجلس الإدارة*، منشورات اتحاد المصارف العربية، 2007، ص 74.

² - يوسف قريشي، *سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة ميدانية*، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005.

ذلك، فإن المؤسسة تواجه حالة الصراع المحتملة بين المساهمين أي الموكل وبين المسيرين أو الوكيل بسبب عدم تماثل المعلومات.

وقد أوضحت الدراسات المعاصرة في نظرية الوكالة أن مشكلة الوكالة تبلغ ذروتها بسبب عدم تماثل المعلومات والتي تعود أساساً إلى عدم قدرة الموكل على ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة، فضلاً عن أن المعلومات التي يمتلكها الوكيل عن المؤسسة أكثر من المعلومات التي يمتلكها الموكل، وتقل تلك المشكلة عندما تتوفر لدى المؤسسة السيولة المالية.¹

تكمن مشكلة الوكالة في احتمالية الصراع على الأهداف الموجودة في العلاقة بين المساهمين والمسيرين. فالمسير يقوم على إرضاء مصلحته الشخصية بدلاً من مصلحة المساهم والمتمثلة في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. فسعي أطراف الوكالة وراء تعظيم مصالحهم الشخصية والقيام بتصرفات تؤثر سلباً في مصلحة الطرف الآخر، ومن ثم في قيمة المؤسسة. فكل طرف يعترف بأن رفايته الشخصية تعتمد على ديمومة المؤسسة ولكن في الوقت نفسه له الحافز على اتخاذ الأفعال التي تقلل من قيمة المؤسسة وفرصة استمرارها، وهذا ما يتطلب استخدام بعض الوسائل التي تمكن المساهم من متابعة ومراقبة المسير والتأكد على مدى التزامه باتخاذ القرارات التي تعظم القيمة السوقية للمؤسسة.

يتضمن استخدام المساهم لوسائل المراقبة للمسير تكاليف الوكالة، هذه التكاليف تصنف إلى ثلاثة أنواع، النوع الأول هو تكاليف المراقبة، والتي يتحملها الموكل من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هدف تعظيم منفعة، أي هي تلك التكاليف التي تنجم عن تتبع ورصد الوكيل لدفعه بأن يعمل لتحقيق مصلحة موكله. أما النوع الثاني من تكاليف الوكالة، فهي تكاليف البرهنة، وهي مجسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التأكيد على نوعية سلوكه للموكل، من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبر له من خلالها على حسن التسيير. أما النوع الثالث والأخير، فهي التكاليف الباقية، والتي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل، أي التي تنجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل.²

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص، 233-234.

² - يوسف قريشي، مرجع سابق، 2005، ص 155.

كما توجد تكاليف الوكالة للاستدانة، فعند تمويل المؤسسة بواسطة الديون التي تعتبر أقل تكلفة، تمتد مشكلة الوكالة إلى العلاقة بين المساهمين والدائنين، بافتراض أن المسير يعمل لصالح المساهم، ويظهر نوعاً آخرًا من تكاليف الوكالة وهي تكاليف الوكالة للاستدانة، والتي تزداد بازدياد نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة، وذلك بسبب تكاليف التدابير الوقائية أو التحوطية التي يضعها الدائن، فضلاً عن تكلفة المساهمين. فعندما تستخدم المؤسسة التمويل المقترض، فإن الدائن يهتم بالتعرف على المخاطرة المالية والمخاطرة التشغيلية وكذلك التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل.

يسيطر المساهمون في المؤسسة باعتبارهم مالكي المؤسسة على استراتيجية الاستثمار والتشغيل. وقد يركزون مصالحهم المباشرة وذلك عن طريق الاستثمار في مشاريع قد تؤدي إلى تقليل القيمة السوقية للمؤسسة، إذ يقوم بعض المساهمين والمسيرين بعد إصدار السندات والاقتراض من البنوك بإعادة هيكلة موجوداتها ذات المخاطرة المنخفضة واكتساب الموجودات ذات المخاطرة العالية، والذي من المتوقع أن يكون له معدل عائد مرتفع، فإذا جرت الأمور بهذا الشكل، فإن المساهمين هم المستفيدون من هذا المعدل. أما إذا فشلت الاستثمارات ذات المخاطرة المرتفعة، فإن الخسارة يتحملها كل من المساهمين والدائنين. ومن هذا المنطلق، فإن الدائنين يضعون بعض الشروط في عقد الوكالة وذلك لحماية مصالحهم الخاصة. ومنه، فإن زيادة مستوى الاستدانة في المؤسسة تؤدي إلى نقل المخاطرة. وبهذا، فإن تكلفة الوكالة للاستدانة تزداد أيضاً، ومع ارتفاع تكلفة الوكالة للاستدانة تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.

ثانياً: نظرية الترتيب السلمي

تعتبر نظرية الترتيب السلمي Pecking-Order Theory أو كما تسمى أيضاً بنظرية أولوية مصادر التمويل من أهم النظريات تأثيراً في علم مالية المؤسسة،¹ وهي كنظرية قامت من أجل المفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية أو الذاتية ومصادر التمويل الخارجية.

تعتمد نظرية الترتيب السلمي على مفهوم عدم تماثل المعلومات، ويقصد بعدم تماثل المعلومات في المؤسسة أن للمسيرين معلومات خاصة بالزبائن، المخاطرة، قيمة المؤسسة وغيرها أكثر مما لدى المستثمرين الخارجيين. فعندما تقوم المؤسسة بالإعلان عن زيادة في توزيع الأرباح، فإن القيمة السوقية للسهم ترتفع لأن المستثمرين يترجمون هذه الزيادة على أنها دليل لثقة المسيرين في حصول المؤسسة على

¹- Zane Swanson, Bin Srinidhi and Ananth Seetharaman, **the Capital Structure Paradigm: Evolution of Debt/Equity Choices**, Praeger, London, 2003, p:49

أرباح مستقبلية. بصيغة أخرى، فإن زيادة الأرباح ما هي إلا تحويل لمعلومة متوفرة من المسيرين إلى المستثمرين، هذا التحويل لا يكون إلا إذا كان للمستثمرين معلومات أكثر وأوفر.

عدم التماثل في المعلومات يؤثر على الاختيار بين التمويل الداخلي والخارجي، وبين الإصدارات الجديدة للسندات والأسهم، هذا ما يقود إلى وضع ترتيب سلمي لطرق التمويل. فالاستثمارات تمول أولاً عن طريق الأموال الداخلية، وبصفة خاصة عن طريق إعادة استثمار الأرباح، ثم عن طريق إصدارات جديدة للسندات، وأخيراً عن طريق إعادة إصدارات للأسهم التي تأتي في آخر السلم.

وبالتالي، يمكن ترتيب مصادر التمويل حسب نظرية الترتيب السلمي كما يلي:

- تفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي.

- وإن كانت المؤسسة بحاجة إلى تمويل خارجي، فإن المؤسسة تصدر الأوراق المالية المضمونة أولاً، ذلك أنها تبدأ بالديون، ثم إصدار الأوراق المالية الهجينة مثل السندات القابلة للتحويل، وأخيراً 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.

خلاصة الفصل

من خلال ما تقدم في هذا الفصل الذي خصصناه كمدخل القروض البنكية والهيكل المالي للمؤسسة تم التوصل إلى أن المؤسسة تلجأ عادة لتمويل نشاطها إلى مصادر مختلفة حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت تلك العناصر طويلة أو قصيرة الأجل وهو ما يسمى اصطلاحاً بالهيكل المالي، فعملية القرض تتطلب سياسة رئيسية للاقتراض ومتابعتها واتخاذ قرارات من شأنها ان تتطلب دراسة مفصلة للملفات المقدمة لطلب الاقتراض الذي يعتبر العمل الأساسي المصرفي، والحكم على قبول المخاطر أو رفضها.

كما تم التطرق إلى أهم النظريات المفسرة لهيكل المالي للمؤسسة، ففي عدم وجود الضرائب، تكلفة الإفلاس يوجد اتجاهين متفايين لصياغة هذه الهيكلية، فالاتجاه الأول يؤكد على وجود هيكل مالي مثلى مثل نظرية صافي الربح التي تبين أنه هناك علاقة عكسية بين القروض وتكلفة رأس المال، والنظرية التقليدية تؤكد وجود الهيكل المالي المثلى عند مستوى معين من الاقتراض، أما في الاتجاه النافي لوجود هيكل مالي مثلى توجد نظرية صافي ربح العمليات التي تؤكد الاستقلالية بين تكلفة رأس المال والهيكل المالي للمؤسسة، وفي نفس الاتجاه توجد نظرية مود قلياني وميلر، حيث أكدوا مود قلياني وميلر في عام 1963 وبإدخال الضرائب على وجود هيكل مالي مثلى عند أكبر مستوى استئدانة أي 100%، والسبب في ذلك هو وجود الوفرة الضريبي و إدخال تكلفة الإفلاس تؤكد على وجود هيكل مالي مثلى. أما نظرية التوازن فهي تقتضي على أن القرار الأمثل للاقتراض هو تلك النسبة من الديون في الهيكلية المالية، وذلك بحيث يتساوى التأثير الايجابي للاقتصاد الضريبي مع التأثير السلبي لتكلفة الإفلاس.

الفصل الثاني :



محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الجزائرية

المباحث:

محددات الهيكلية المالية في الدراسات



التجريبية السابقة ومنهجية الدراسة.

تحليل النتائج.



تمهيد

انطلقت دراسة الهيكلية المالية ابتداء من فرضيات غير واقعية في مجملها، ثم بدأت في إسقاط بعض الفرضيات واستبدالها في الواقع. ومع ذلك، فقد بقيت أغلب النظريات المتعلقة بالهيكلية المالية محل انتقاد وتعديل، وهو ما أدى بظهور عدة دراسات تجريبية ميدانية محاولة تفسير الهيكلية المالية للمؤسسات وربط النظريات بالواقع.

يتم دراسة محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النقاط التالية:

- ← عرض أهم الدراسات التجريبية التي أجريت في مجال الهيكلية المالية للمؤسسات مع ذكر الدراسات التجريبية التي اهتمت بالمؤسسات.
- ← تقديم العينة محل الدراسة، وتحديد المتغيرات التابعة والمستقلة، وكذلك عرض النماذج وتقديم احصائيات لاستعمالها في التحليل.
- ← تقدير النموذج المتعلق بالاستدانة الكلية، وتحليل النتائج مع إسقاطها على النظريات المتعلقة بالهيكلية المالية.

المبحث الأول: محددات الهيكل المالية في الدراسات التجريبية السابقة ومنهجية الدراسة

قبل البدء في تحديد العوامل المفسرة للهيكل المالية للمؤسسات، يجب ذكر أهم الدراسات التجريبية السابقة

المطلب الأول: محددات الهيكل المالية في الدراسات التجريبية السابقة

أجريت عدة دراسات تجريبية تهتم بتحديد أهم العوامل المؤثرة على الهيكل المالية للمؤسسات، وخلصت كل دراسة إلى وجود عدة متغيرات تحدد الهيكل المالية، مثل المردودية، الحجم، الضمانات والشكل القانوني للمؤسسة.

1. الحجم

يعد حجم المؤسسة من أهم العوامل المحددة للهيكل المالي، حيث اتفقت العديد من الدراسات على أن هذا العامل أحد أكثر العوامل تمييزا لاختيارات التمويل لمختلف المؤسسات وعلى الرغم من هذه المكانة التي يحتلها حجم المؤسسة إلا أنه ليس من السهل تحديد تأثيره على الهيكل المالي للمؤسسات، إذ لم تقدم الدراسات التجريبية نتيجة حاسمة لآثار حجم المؤسسة على الاستدانة، ولكن وفقا لنظرية التوازن توجد علاقة طردية بين حجم المؤسسة والاستدانة، في حين تقترح نظرية التمويل التسلسلي علاقة عكسية بين هذين المتغيرين¹ فحسب نظرية التوازن ونظرية عدم التماثل في المعلومة فإن الحجم له تأثير إيجابي على مستوى المديونية، حيث إن المؤسسات الكبيرة هي أكثر تنوعا مما يجعلها قادرة على تحمل نسب الديون المرتفعة، وهو ما يتماشى مع فرضية أن المؤسسات الكبيرة لديها المزيد من الديون، وبما أن هذه المؤسسات عادة ما تكون أكثر تنوعا ولها قدر أكبر من التدفقات النقدية المستقرة فيمكن أن تتحمل مستويات أعلى من الديون، كما أن حجم المؤسسة له تأثير عكسي على تكاليف الإفلاس وهو ما يؤكد نتيجة راجان وزينغالاس (1995) Rajan&Zingales، بأن حجم المؤسسة له علاقة عكسية مع مخاطر الإفلاس، وهو سبب آخر للعلاقة الطردية بين حجم المؤسسة ونسبة الاستدانة.

وعليه فإن المؤسسات الكبيرة التي تتسم بقدرة على تنويع أصولها وأنشطتها من المحتمل أن تكون أقل عرضة للصعوبات المالية وخطر الإفلاس، وذلك ما يولد ضمانا ضمينا لمانحي الأموال ويجعلهم أكثر تساهلا في منح القروض، وبالتالي يتوقع أن تعتمد المؤسسات كبيرة الحجم على المزيد من الديون

¹ - Karadeniz.E,et al,Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies. International International Journal of Contemporary HospitalityManagement,vol. 2009,p 598.

في هيكلها المالي على العكس من المؤسسات صغيرة الحجم، وهذا يعني أن المؤسسات الصغيرة لديها نسب رفع مالي أقل لأنها أكثر عرضة للتصفية عندما تكون في ضائقة مالية.

في المقابل، فقد وجد كل من وتيتمان وويسالس (1988) Titman & Wessels، علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة في المؤسسة، حيث أرجع تيتمان وويسالس العلاقة العكسية بين الحجم والاستدانة قصيرة الأجل إلى أن المؤسسات صغيرة الحجم تتحمل تكاليف معاملات كبيرة عند إصدارها لأوراق مالية طويلة الأجل، عكس المؤسسات الكبيرة التي تكون فيها هذه التكاليف منخفضة مقارنة بحجمها.¹ كما تفسر نظرية الترتيب السلمي العلاقة العكسية بين الاستدانة والحجم.

في حين أن ريمارس وآخرون (1974) Remmers et al، لم يجدوا علاقة بين الحجم ومستوى الاستدانة، وهي نفس نتيجة الدراسة التجريبية التي قام بها كل من برومفار وشابيرو (1980) Pompher & Shapiro، كما رفض توي وآخرون (1974) Toy et al، عامل تأثير حجم المؤسسة على الاستدانة وبالتالي على الهيكلية المالية للمؤسسات.

2. المردودية

للمردودية دور مهم في تقييم المؤسسة من قبل المقرضين وكذلك في اختيارات التمويل للمسيرين، ولذلك فمن الضروري فهم تأثير هذا المتغير على الاستدانة، وقد حاولت النظريات المالية تفسير تأثير معدل مردودية المؤسسة على نسبة الاستدانة بالهيكل المالي واختلفت في ذلك، فنجد أن نظرية التوازن تؤكد العلاقة الطردية بين معدل المردودية ونسبة الاستدانة، وتذهب إلى أن ارتفاع مردودية المؤسسة أكثر الأسباب المؤدية إلى إصدار الديون والحد من عبء الضرائب، أي حماية دخلها من الضرائب بواسطة المزيد من الديون، فالمؤسسات التي لها معدلات مردودية مرتفعة تفضل اللجوء إلى الاستدانة بسبب الوفورات الضريبية. ومن ثم تعظيم قيمة المؤسسة، فالمؤسسات ذات المردودية تكون أقل عرضة للمخاطر المرتبطة بالتقلبات في التدفقات النقدية للنشاط، وبالتالي انخفاض التكاليف المرتبطة بالصعوبات المالية كتكلفة الإفلاس، حيث يرى (2009) Frank et Goyal أن تكلفة الإفلاس تقل في المؤسسات ذات المردودية، وهذا ما يزيد من قيمة الوفورات الضريبية.

1- Sheridan Titman and Roberto Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*, American Economic Association, Vol. 43, No. 1, 1988, p: 17

وتعد المردودية كذلك إشارة للمقرضين فيما يتعلق بالصحة المالية للمؤسسة والحد من تباين المعلومات التي تشكل عبء رئيسية في تمويل المؤسسات.¹ من جهة أخرى فإن المؤسسة ذات المردودية الجيدة تكون لها قدرة أكبر على تسديد قروضها كما نجد أن نظرية الوكالة تدعم العلاقة الموجبة بسبب التدفق النقدي الحر لنظرية (jensen 1986).

حيث إن أغلب الدراسات وجدت علاقة عكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة. ومن بين الدراسات التجريبية التي أكدت وجود علاقة عكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة في المؤسسة دراسة راجان وزينقلاس (1995) Rajan&Zingalas، ودراسة بوث وآخرون (2001) Booth et al. كما أكدت هذه العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة عدة دراسات تجريبية، منها ما قام به راجان وزينقلاس (1995) Rajan&Zingales، في دراسة تجريبية للدول السبع العظمى (الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، المملكة المتحدة البريطانية، ألمانيا، فرنسا، كندا، إيطاليا²). والدراسة التي قام بها هاريس ورافيف (1991) Harris&Raviv. وتم تبرير ذلك 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.³

وفي حالة وجود علاقة طردية بين المردودية ومستوى الاستدانة، فإنه يمكن إرجاع ذلك إلى وجود نظرية التوازن، لأن نظرية التوازن حسب موديفلياني وميلر سنة 1920 تبرز أن العلاقة بين الاستدانة والمردودية علاقة موجبة، لأن المؤسسات الأكثر مردودية تستدين أكثر، كما أن ذلك يمنحها اقتصاداً ضريبياً.

¹ - Adair.p, Adaskou.M, Trade-off theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002–2010), Cogent Economics and Finance, vol.3, 2015, p5.

² - Rajan and Zingales “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”, Journal of finance, American Economic Association, Vol.50, 1995, pp: 14-60.

³ - إلياس بن الساسي ويوسف قرشي، التسيير المالي، الإدارة المالية دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2006،

3. الضمانات

تؤدي الضمانات أو هيكل الأصول دورا مهما في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة، وقد لاحظنا اختلاف نتائج العديد من الدراسات السابقة فيما يخص تأثير متغير الضمانات على الاستدانة في المؤسسة، فمنها ما توصل إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الضمانات ونسبة الاستدانة، إذ كلما زادت الضمانات زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة، وذلك لأن تمويل المقرضين للأصول الثابتة يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية.¹

حين تشير نتائج دراسات أخرى إلى أن المؤسسة التي يتضمن هيكل أصولها نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تميل إلى استخدام نسبة كبيرة من القروض طويلة الأجل في هيكلها المالي، وهذا وفقا لمبدأ التغطية في التمويل والذي ينص على ضرورة تمويل الأصول الثابتة من مصادر تمويل دائمة، ولذلك نتوقع ارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي كلما زادت نسبة الأصول الثابتة

في الواقع توفر الأصول الثابتة ضمانا للمقرضين لأنها أقل عرضة للتباين في المعلومات كما تفقد قيمة أقل في حالة التصفية بالمقارنة مع الأصول الأخرى، سيما وأن الضمان شرط أساسي لدى الجهات المانحة في علاقة الاقتراض

لقد أكدت دراسة هندي 1987 على ذلك، إذ اتضح أن نسبة الاقتراض تزداد كلما زادت نسبة الأصول الثابتة بوصفها أكثر الأصول ملائمة لتقديمها كضمان للمقرضين.

في حين توصل Jensen et Meckiling (1976) إلى أن تكاليف الوكالة للديون يمكن تخفيضها إذا كانت المؤسسة لديها حصة كبيرة من الأصول الثابتة لأنها تمثل ضمانات للدائنين.

4. الشكل القانوني

تأخذ المؤسسات أشكالا قانونية مختلفة، ولكل شكل مصدر تمويل يتناسب معه، وعليه يمكن لهذا المحدد أن يكون له تأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، حيث وجدت دراسة (1995) Rajan&Zingales، أن الشكل القانوني يؤثر على مستوى الاستدانة.

¹ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، ط4، الإسكندرية، 2000، ص613.

المطلب الثاني: تقديم النموذج

1- تقديم العينة

يصدر المركز الوطني للسجل التجاري - Centre National du Registre du Commerce - CNRC الكائن بالمحمدية بالجزائر العاصمة، نشرات رسمية دورية، تسمى بالنشرة الرسمية للإعلانات القانونية، Bulletin officiel des annonces légales -BOAL

يلزم القانون الشركات ذات المسؤولية المحدودة *SARL-Société à responsabilité limitée*، مؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة *Unipersonnelle à Responsabilité*، شركات ذات أسهم *EURL-Entreprise Limitée* - *Société par action-SPA* وشركات التضامن *SNC-Société en Nom Collectif* على ايداع ملف يتكون من:

- تقرير الجمعية العامة المتضمن المصادقة على الحسابات الاجتماعية باللغة الوطنية، وترجمتها باللغة الفرنسية للسنة المالية 2011.
- جدول حسابات النتيجة والميزانية السنوية باللغة الوطنية وترجمتها باللغة الفرنسية للسنتين الماليتين 2010 و 2011.

وباعتبار أن هذه النشرات متوفرة ومتاحة، فقد تم الحصول على بعض النشرات¹ التي تخص السنة الثامنة والأربعون، وهي:

- النشرة الرسمية رقم 01 الصادرة في 01 أبريل 2012.
- النشرة الرسمية رقم 02 الصادرة في 03 جوان 2012.
- النشرة الرسمية رقم 03 الصادرة في 25 جوان 2012.
- النشرة الرسمية رقم 04 الصادرة في 01 جويلية 2012.
- النشرة الرسمية رقم 05 الصادرة في 15 جويلية 2012.
- النشرة الرسمية رقم 06 الصادرة في 29 جويلية 2012.
- النشرة الرسمية رقم 07 الصادرة في 19 أوت 2012.
- النشرة الرسمية رقم 08 الصادرة في 02 سبتمبر 2012.

¹- النشرات الرسمية الصادرة إلى غاية 01 أكتوبر 2012.

- النشرة الرسمية رقم 09 الصادرة في 16 سبتمبر 2012.

من خلال النشرات السابقة، فإن عينة الدراسة تتكون من 100 مؤسسة.

2- المتغيرات

يتم تحديد المتغيرات التابعة والمستقلة انطلاقاً من هدف الدراسة وكذلك المعلومات المتوفرة عليها العينة.

2-1 المتغيرات التابعة

باعتبار أن الهدف من الدراسة هو معرفة محددات التمويل في المؤسسات، فإن المتغير التابع يتمثل في نسبة الاستدانة الكلية في هيكل الأصول، وتكون عن طريق قسمة مستوى الاستدانة الكلية على مجموع الميزانية، ويرمز لمستوى الاستدانة الكلية بالرمز TD.

2-2 المتغيرات المستقلة

توجد عدة متغيرات مستقلة حسب ما تتوفر عليه العينة من معلومات

2-2-1 المردودية

استعملت عدة دراسات المردودية الاقتصادية للتعبير عن متغيرة المردودية، والتي يتم حسابه عن طريق قسمة النتيجة الاقتصادية والتي هي النتيجة قبل الفوائد والضرائب على صافي الأصول، وسيتم التعبير عن المردودية في هذه الدراسة بواسطة قسمة النتيجة الصافية على مجموع الميزانية، ويرمز لها بالرمز RE. وهو ما استعمله يوسف قريشي (2005).¹

2-2-2 الضمانات

استعملت عدة مؤشرات للتعبير عن الضمانات كمحدد للهيكلية المالية في الدراسات التجريبية، معظم هذه الدراسات استعملت نسبة صافي الأصول الثابتة إلى صافي الأصول الإجمالية² ويرمز للضمانات بالرمز GAR. دراسة تيتمان وويسالس

2-2-3 الحجم

استخدمت عدة مؤشرات لقياس حجم المؤسسة في الدراسات التجريبية منها صافي الأصول وحجم المبيعات ومنها عدد العمال. كما توجد عدة دراسات استعملت مقياس لوغاريتم رقم الأعمال، من بينهما دراسة تيتمان وويسالس (1988) Titman&Wessels، وراجان وزينغالاس (1995) Rajan&Zingales.

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

¹ - يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص، ص 213، 214.

² - الياس بن الساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2006، ص، 218.

2-2-4 الشكل القانوني

باعتبار أن لكل مؤسسة في العينة لها الشكل القانوني، فإنه يمكن إدراج 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 وشركة التضامن SNC.

3- تحديد النموذج

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 ستيودنت.

باعتبار أن المتغيرة التابعة هي نسبة الاستدانة الكلية في الهيكل المالية للمؤسسة TD، وباعتبار أن المتغيرات المستقلة تتمثل في كل من المردودية RE، الحجم TA، الضمانات GAR، الشكل القانوني الذي يتمثل في SPA، SARL، EURL و SNC وباعتبار أن النموذج خطي متعدد، فإن الصياغة التي يتم تحديدها تكتب على الشكل:

$$TD = B + a_1SARL + a_2EURL + a_3SPA + a_4SNC + a_5GA + a_6TA + a_7RE$$

حيث:

$$TD : \text{الهيكل المالي} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

$$a_1 \dots a_7 : \text{معالم النموذج}$$

$$TA : \text{حجم المؤسسة} = \text{اللوغاريتم النيبييري لرقم الأعمال السنوي.}$$

$$RE : \text{المردودية} = \frac{\text{النتيجة قبل الضريبة و الفوائد}}{\text{إجمالي صافي الأصول}}$$

$$GA : \text{الضمانات} = \frac{\text{صافي الأصول المادية}}{\text{إجمالي صافي الأصول}}$$

SARL : ، الشركة ذات المسؤولية المحدودة.

EURL : المؤسسة ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة.

SPA : الشركة ذات أسهم.

SNC : وشركة التضامن.

4- اختبار النموذج والمتغيرات

يكون اختيار قبول النموذج أو رفضه باستعمال اختبار فيشر Fisher (اختصارا F) تحت الفرضيتين المواليين:

$$\begin{cases} H_0: & b_1 = b_2 = \dots b_p = 0 \\ H_1: & b_1 \neq 0 \end{cases}$$

فإذا كان مستوى الدلالة اختبار F أقل من 5% فإن الفرضية H_0 مرفوضة، وهذا يعني قبول النموذج. ويتم استعمال اختبار ستيودنت Student (اختصارا t) لقبول أو رفض كل متغيرة على حدة، تحت الفرضيتين المواليين:

$$\begin{cases} H_0: & b_j = 0 \\ H_1: & b_j \neq 0 \end{cases} \quad j = 1, 2, \dots, p$$

فإذا كان مستوى دلالة اختبار t أقل من 5% فإنه يتم قبول المتغيرة المستقلة x_j لتفسير المتغيرة التابعة.

5- تقديم الإحصائيات

يوضح الجدول رقم (1) 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 (1): الوصف الإحصائي للمتغيرات**

المتغيرة	العدد	أدنى قيمة	أعلى قيمة	المتوسط	الانحراف المعياري	التباين
SARL	100	0	1	,57	,498	,248
EURL	100	0	1	,29	,456	,208
SPA	100	0	1	,07	,256	,066
SNC	100	0	1	,07	,256	,066
TD	100	,0338	3,1812	,737038	,4357982	,190
GA	100	,0000	1,0000	,443443	,2769836	,077
RE	100	-4,9551	,6359	,009929	,5354534	,287
TA	100	12,4636	21,0669	16,895203	2,0311199	4,125
N valide (listwise)	100					

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS

وكما هو موضح في الجدول أعلاه، فإن متوسط نسبة الاستدانة في الهيكلية المالية للمؤسسات في العينة يساوي 57% بانحراف معياري 0.49% وبتباين 0.24% كما أن نسبة الضمانات تمثل 44.34% بانحراف معياري قدره 0.27% أما متوسط حجم المؤسسات فهي 16.89% بانحراف معياري 2.03% كما يوضح الجدول نسبة كل شكل قانوني من العينة، حيث تمثل نسبة الشركات ذات المسؤولية المحدودة 57%، أما المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة فهي تمثل نسبة 29%، وتمثل الشركات ذات الأسهم نسبة 07% أما نسبة شركات التضامن فهي تمثل نسبة 07%.

6- تقدير النموذج:

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 ستيودنت.

باعتبار أن المتغيرة التابعة هي نسبة الاستدانة الكلية في الهيكلية المالية للمؤسسة TD، وباعتبار أن المتغيرات المستقلة تتمثل في كل من المردودية RE، الحجم TA، الضمانات GAR، الشكل القانوني الذي يتمثل في SPA، SARL، EURL و SNC

يوضح الجدول رقم (02) تحليل التباين ANOVA-Analyse de variance- لنموذج الاستدانة الكلية، ويبين أن إحصائية فيشر تساوي 17.923 ومستوى الدلالة يؤول إلى الصفر والتي توضح بأن للنموذج مستوى دلالة كبير جدا. وبالتالي، فإنه يتم رفض الفرضية الأولية $H_1: b_0 = b_1 = b_2 = \dots = b_k = 0$ ويتم قبول الفرضية البديلة، أي يوجد اختلاف في التباين.

الجدول رقم 02: جدول تحليل أنوفا ANOVA لنموذج الانحدار الخطي المتعدد

النموذج	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط المربعات	معامل فيشر	مستوى الدلالة
الانحدار	10,082	6	1,680	17,923	.000
البواقي	8,720	93	.094		
المجموع	18,802	99			

a. Variable dépendante : TD

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

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

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

الجدول رقم 03: المتغيرات المفسرة لمستوى الاستدانة الكلية

المتغيرة	المعاملات	إحصائية ستودنت	مستوى الدلالة
الثابت	1,570	5,535	.000
SARL	-.093	-1,299	.197
SPA	-.083	-.595	.553
SNC	.060	.460	.646
GA	-.014	-.122	.904
RE	-.535	-9,178	.000
TA	-.045	-2,748	.007

a. Variable dépendante : TD

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

يبين الجدول أعلاه المتغيرات المفسرة لمستوى الاستدانة الكلية TD، وتتمثل في المردودية RE، الحجم TA، الضمانات GAR، والشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL، والشركات ذات المسؤولية المحدودة SPA، وكل المتغيرات لها مستوى دلالة 1% إلا المؤسسات ذات أسهم فإن لها مستوى دلالة 5%.

وبالتالي، يمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد كما يلي:

$$\widehat{TD} = 1,570 - 0.535RE - 0.45TA$$

ومنه، فإن كل من الشركات ذات المسؤولية المحدودة، الشركات ذات الأسهم، المردودية والحجم والضمانات لها تأثير عكسي على مستوى الاستدانة الكلية، أما شركة التضامن فهي تؤثر بشكل طردي على مستوى الاستدانة الكلية.

المبحث الثاني: تحليل النتائج

بعد معرفة أهم العوامل المؤثرة على الاستدانة الكلية وعلى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، والعلاقة بينهما، يجب إسقاط هذه العوامل على النظريات المتعلقة بالهيكلة المالية وتحليلها مع واقع إشكالية التمويل التي تعاني منها هذه المؤسسات.

المطلب الأول: المتغيرات المفسرة

لا بد من تحليل النتائج المحصل عليها بعد عرض النتائج المحصل عليها بعد تحديد المتغيرات التابعة والمستقلة وأهم الدراسات التجريبية السابقة التي تتعلق بالهيكلة المالية للمؤسسات.

1. الحجم

كشفت نتائج النموذج عن وجود علاقة سالبة بين الحجم ونسبة الاستدانة الإجمالية، ولكنها علاقة ليست ذات دلالة إحصائية، وهذا يعني أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الحجم والهيكل المالي في المؤسسات الجزائرية، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه بعض الدراسات وكذلك دراسة قريشي (2005) على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

يمكن إرجاع هذه العلاقة إلى أن المؤسسات تملك موارد ذاتية محدودة، وهو الأمر الذي يجبرها على اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية فالمؤسسة تبدأ بالتمويل الداخلي وفي حالة عدم كفايته تلجأ إلى التمويل الخارجي حسب المصادر الأقل مخاطرة إلى المصادر الأكثر مخاطرة. حيث قامت الجزائر بتقديم عدة تسهيلات للمؤسسات، سواء تسهيلات في إجراءات الحصول على القروض البنكية، وكذا الاستفادة من مختلف البرامج الحكومية، حيث أن المؤسسات تميل إلى أن تكون أقل مخاطرة وأكثر تنوعا، وبالتالي أقل عرضة للإفلاس، ويمكنها بذلك تدعيم المزيد من الديون حسب نظرية التوازن.

2. المردودية

كشفت النتائج عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% وهذا يعني أن المردودية لها أثر عكسي ذو دلالة إحصائية على الاستدانة، وهذا التأثير العكسي يؤكد فرضيات نظرية التمويل التسلسلي بأن المؤسسات تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي ولا تلجأ إلى التمويل الخارجي إلا عند الحاجة.

والمؤسسات ذات المردودية الكبيرة، لها أرباح محتجزة تفضل استخدامها لتمويل مشاريعها الحالية أو المحتملة، ولذلك فمن المحتمل ألا تطلب التمويل الخارجي، فالمؤسسات التي لها مردودية أكبر لها أموال داخلية أكبر لذا، فإن هذه المؤسسات تلجأ إلى التمويل الداخلي بنسب عالية عكس اللجوء إلى التمويل الخارجي المتمثل في الاستدانة كما أن زيادة الأرباح في المؤسسة قد يؤدي إلى زيادة الأرباح المحتجزة التي تعتبر كمصدر من مصادر التمويل الداخلية، وبالتالي انخفاض الاستدانة الكلية للمؤسسة.

حيث يظهر الارتباط بين مختلف متغيرات النموذج، حيث يلاحظ أن هناك علاقة ارتباط قوية بين متغير الاستدانة ومتغير المردودية، وعلاقة نوعا ما ضعيفة لكن ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (0.05) وأما بقية المتغيرات المستقلة فعلاقتها بالاستدانة كانت ضعيفة. كما كشفت أن علاقات الارتباط بين المتغيرات المستقلة ضعيفة نسبيا، ولذلك لا توجد مشكلة الارتباط الخطي المتعدد القوي وكذلك تكشف نتائج النموذج أن المردودية هي المتغير الوحيد ذو الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 1%. أما بقية المتغيرات ليست ذات دلالة إحصائية، وهو ما كشف عنه اختبار T لهذه المتغيرات.

المطلب الثاني: المتغيرات غير مفسرة

1- الضمانات:

تشير النتائج إلى وجود علاقة سالبة ولكن ليست ذات دلالة إحصائية، وهذا يعني أن الضمانات ليس لها أي تأثير على الهيكل المالي على الرغم من أهمية هذا المتغير، خاصة وأن المؤسسات تعتمد على التمويل البنكي كمصدر تمويل خارجي أين تشترط البنوك ضمانات، ويمكن إرجاع السبب إلى كيفية قياس متغير الضمانات التي تم اعتمادها في الدراسة الحالية، حيث تم قياسه بالأصول المادية فقط، في حين أن أغلب الدراسات اعتمدت مقياس الأصول الثابتة أو الأصول الثابتة زائد المخزون.

وعلى الرغم من أن هذه النتيجة تخالف العديد من الدراسات إلا أنها اتفقت مع دراسة كل من قريشي (2005) والعايب (2011) في البيئة الجزائرية.

حيث يلاحظ من خلال تقدير النتائج السابقة للنموذج استبعاد الضمانات، مما يطرح تساؤلا حول هذا الإشكال، لكنه يزول الإشكال عندما نجد أنه عندما تزايدت أهمية المؤسسات في تنمية الاقتصاد الوطني الجزائري، كان الاهتمام كبيرا لمسألة تمويلها وتطويرها، وذلك من خلال تكريس عدة آليات مساعدة في خلق التواصل بين هذه المؤسسات والبنوك منها:

صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة FGAR، الذي تم إنشاؤه سنة 2002 بهدف التدخل في منح ضمانات لفائدة مؤسسات معينة بتغطية الصندوق القروض المقدمة من قبل البنوك بواسطة شهادة ضمان يصدرها الصندوق ويوجهها البنك المقرض ويستفيد المعني بالأمر من مدة أقصاها 7 سنوات. كما أنشأت الدولة صندوق ضمان قروض الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة CGCIPME سنة 2004، حيث تكمن المهمة الأساسية لصندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي تسهيل الحصول على القروض البنكية لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومشاركة البنوك في تقاسم أخطار تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال الضمانات المالية المقدمة. كما أن صندوق ضمان القروض «FGAR» يرافق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ويساعدها في التركيب المالي للمشاريع المجدية، بما يمكنها من تبوء مكانة متقدمة في ظل بيئة تنافسية معقدة.

الصندوق الوطني لضمان قروض الاستثمار CGCI-PME: أنشأ الصندوق الوطني لضمان قروض الاستثمار بمبادرة السلطات العمومية لدعم خلق وإنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك بتسهيل حصولها على القروض (المرسوم الرئاسي الصادر في 04-134 الصادر في 19 أبريل 2004 المحدد لهياكل الصندوق. ومن أهداف الصندوق تقديم الضمانات للبنوك ومؤسسات القرض لتعويض القروض البنكية التي تقدمها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمويل كل استثماراتها للإنتاج والخدمات الرامية إلى خلق، توسيع أو تجديد أجهزة الشركة وهذا في حالة العجز عن تسديد الديون.

2- الشكل القانوني

نلاحظ ضعف متغيرات الشكل القانوني كلها في تفسير الاستدانة، وهو ما يعني أن الشكل القانوني ليس له تأثير على الهيكل المالي، فجميع العلاقات بين متغيرات الشكل القانوني ونسبة الاستدانة ليست ذات دلالة إحصائية.

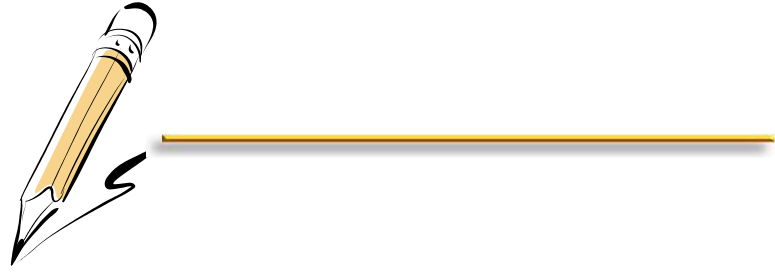
خلاصة الفصل

ظهرت عدة دراسات تجريبية لتفسير أهم العوامل المؤثرة على الهيكلية المالية للمؤسسات، وكذلك لتفسير أهم النظريات المفسرة للهيكلية المالية وربطها بالواقع العملي، فمن بين أهم العوامل المفسرة للهيكلية المالية تتمثل في كل من حجم المؤسسة، المردودية، الضمانات، حتى وإن اختلف نوع العلاقة بين المحددات ومستوى الاستدانة الكلية، إلا أن لكل نتيجة مبررها والنظرية التي تركز عليها.

يتمثل هدف هذا الفصل في معرفة محددات الاستدانة للمؤسسات. ولأجل ذلك تم جمع عينة مكونة من 100 مؤسسة، وتم تحديد المتغيرات المستقلة التي تشتمل عليه العينة وكذا تحديد المتغيرات التابعة، كما تم تحديد النماذج الإحصائية اللازمة لتحديد هذه المتغيرات والعلاقة بينها وبين المتغير التابع. تتمثل محددات الاستدانة في المؤسسات الجزائرية في كل من الحجم، المردودية، الضمانات، والشكل القانوني المتمثل في الشركات ذات أسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة.

نظرية التوازن في العلاقة الطردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة الكلية، ولها دور إيجابي في حالة التصفية. وتظهر كذلك في العلاقة الطردية بين الحجم والاستدانة، فالمؤسسات الكبيرة تميل أن تكون أكثر تنوعاً وأقل مخاطرة، وبالتالي أقل عرضة للإفلاس، ويمكنها بذلك أن تدعم المزيد من الديون. وتظهر نظرية الوكالة في العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة الكلية. ففي حالة عدم فاعلية السوق، يتجنب المسكرون الضغط الناتج عن الاستدانة خاصة في تكاليف الإفلاس وتسديد الفوائد والدفعات، وتوفير الأموال اللازمة لتجنب الإفلاس طالما تتوفر الأموال الذاتية في المؤسسة.

بالنسبة لمحددات التمويل، فهي تظهر في المردودية، والحجم ففي ظل انعدام البدائل التمويلية الخارجية وغياب دور البورصة، وانحصار الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل في البنوك، فإنه من المعقول أن تكون أهم محددات التمويل هي الشروط المطلوبة من طرف البنوك للحصول على الاستدانة، والتي تتمثل أساساً في الضمانات المطلوبة ورقم الأعمال المحقق.



الخاتمة

الخاتمة العامة

يهدف البحث إلى معرفة محددات التمويل البنكي في المؤسسة الجزائرية، وذلك من خلال تحديد كل من محددات التمويل البنكي، محددات الهيكل المالي ونظريات الهيكلة المالية للمؤسسات.

تم من خلاله في جانبه النظري التطرق إلى مفهوم القروض البنكية وخصائصها، وأهم المبادئ ومراحل منح القروض، إضافة إلى عرض أهم محددات ومناهج الهيكل المالي وذكر نظريات الهيكلة المالية للمؤسسات.

تعتبر القروض من أهم أوجه استثمار الموارد المالية للبنك، فهي تمثل الجانب الأكبر من الأصول، كما يمثل العائد المتولد عنها الجانب الأكبر من الإيرادات. ونظرا للأهمية التي تحتلها القروض على مستوى نشاطات الأفراد والمؤسسات، أصبح من الضروري أن يولي المسئولون في البنك عناية خاصة بالقروض من خلال وضع سياسة ملائمة تضمن سلامتها.

يعد القرض البنكي فعالية مصرفية غاية في الأهمية، ومن أكثر الفعاليات البنكية جاذبية لإدارة البنك التجاري والمؤسسات المالية الوسيطة، إذ نجد أن الائتمان البنكي يقوم في الوقت الحاضر بوظائف عديدة هامة، بحيث لا نبالغ عندما نقول أنه لم يعد ممكنا أن تستقيم أحوال الحياة الاقتصادية بدونه، فعلى مستوى البنوك فإن القرض البنكي هو الاستثمار الأكثر جاذبية لإدارة البنك الذي من خلاله يمكن تحقيق الجزء الأكبر من الأرباح. أما على مستوى الاقتصاد فإن القرض البنكي ما هو إلا نشاط اقتصادي غاية في الأهمية له تأثير متشابك الأبعاد للاقتصاد الوطني وعليه يتوقف نمو ذلك الاقتصاد وارتقائه.

يعتبر موضوع الهيكلة المالية المثلى ومدى ارتباطها وتأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة رأس المال موضوعا جدليا ومعقدا لدى المهتمين بالإدارة المالية، فهو محل اختلاف بين المهتمين بالفكر المالي، وهذا ما يترجم بظهور الكثير من النظريات التي حاولت تجسيد العلاقة بين الهيكلة المالية للمؤسسة وقيمتها السوقية وكذا مع تكلفة رأس المال.

ومن المهام الرئيسية للوظيفة المالية في المؤسسة هو تعظيم العائد على حقوق الملكية، فقد يترتب على تحديد الهيكلة المالية المثلى تدنية معدل تكلفة التمويل، مما يؤدي إلى تعظيم العائد على حقوق

الملكية، وهذا يتطلب بدوره تحديد النسبة الملائمة لكل من التمويل بالديون والتمويل بالأموال الخاصة، نظرا لاختلاف درجة المخاطرة التي تتعرض لها المؤسسة باختلاف نسبة كل منهما في هيكلتها المالية، ومن بين العقبات التي تواجه المؤسسة في تحديد هيكلتها المالية هي تحديد الهيكله المالية المثلى التي تؤدي إلى تدنية تكلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن، وقياس الرافعة المالية في تحديد هيكلتها المالية المثلى، وكذا وضع سياسة مالية سليمة للمؤسسة.

فقد تباينت هذه النظريات، منها من أكدت على حيادية الهيكله المالية على تكلفة رأس المال، وبالتالي على القيمة السوقية للمؤسسة، ومنها النظريات التي أكدت وجود هيكله مالية مثلى تؤدي إلى، رفع القيمة السوقية للمؤسسة، وكانت أول دراسة جدية في هذا المجال لمود يقلياني وميلر سنة 1958 والتي انطلقت من عدة فرضيات

ثم جاءت نظرية مود يقلياني وميلر سنة 1963، والتي رفضت فرضية انعدام وجود الضرائب، وأكدت بأنه في حالة إدخال الضرائب فإنه توجد هيكله مالية مثلى، وذلك بسبب الاقتصاد الضريبي. ثم جاءت العديد من النظريات التي قامت بإدخال الضرائب الشخصية، تكاليف الوكالة ونظرية الإشارة على الهيكله المالية، كما ظهرت نظرية الترتيب السلمي التي توضح ترتيب مصادر التمويل للمؤسسة.

وتتمثل إشكالية البحث فيما يلي:

- ماهي محددات التمويل البنكي في المؤسسة الجزائرية؟

بعد معالجة هذه الإشكالية، تم التوصل إلى عدة نتائج، حيث تتمثل أهم النتائج بالنسبة للمؤسسات الجزائرية فيما يلي:

- يعتبر التمويل أحد أهم الوظائف التي تقوم بها البنوك مع المؤسسات لسد احتياجاتها التجارية أو الاستثمارية، لذلك يجب أن تتضمن سياسة الإقراض بعض الإرشادات بصدد الحجم المرغوب من الإقراض الذي يمكن أن يمنحه البنك، هناك مصادر أخرى يمكن أن تؤثر على عملية التمويل، لذلك أوجب توضيح الأهداف أو الأغراض التي طلب من أجلها القرض، حيث وجب على المؤسسة اختيار الهيكل المالي المثلى الذي يترتب عليه تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، بل يقع على عاتقها أيضا أن تحصل عليها بأفضل الشروط.

- بالرغم من تضارب الشروح حول المفاهيم الاقتصادية للقروض إلا أن الجميع يتفق في كونها مبلغ مالي مدفوع من طرف الجهاز المصرفي للأفراد والمؤسسات بهدف تمويل نشاط اقتصادي في فترة زمنية محددة،

وذلك بمعدل فائدة مسبقاً، ويتغير آخر، فإن القروض المصرفية تعتبر عملية تحويل مؤقتة لرأس المال من زبون اقتصادي لآخر وذلك قصد استغلاله في نشاط إنتاجي أو استهلاكي، يسدد المبلغ مضافاً إليه قيمة الفائدة التي تعتبر تعويضاً للمقرض على حرمانه من رأسماله.

- يعتبر نموذج 1958 Modigliani et Miller ذو أهمية بالغة في مجال مالية المؤسسة حيث يعد بمثابة أول دراسة نظرية لتأثير الهياكل المالية خاصة أثر الديون (الديون/الأموال الخاصة) على قيمة المؤسسة والتي خلاصاً من خلالها أنه بقبول فرضيات معينة فإن كل من تكلفة رأس المال و قيمة المؤسسة مستقلان عن الهيكل المالي في ظل سوق مالي تسوده المنافسة التامة والواقع أن القيمة العلمية لأطروحة Modigliani et Mille الشهيرة سنة 1958 لا تكمن في النتيجة المتوصل لها بقدر ما تكمن في الافتراضات التي قامت عليها و التي أظهرت للباحثين فيما بعد العوامل والمتغيرات التي يجب الاهتمام بها لفهم السلوك التمويلي للمؤسسة، حيث أن التراجع التدريجي لقوة فرضيات نموذج Modigliani et Mille سمح ببيروز نظريات أخرى مفسرة للهياكل التمويلية (نظرية تكلفة الوكالة، نظرية التوازن ونظرية الإشارة).

- لا تتوافق نظريات الهيكلة المالية للمؤسسات فيما بينها، فلكل نظرية نتائجها، وتختلف هذه النتائج انطلاقاً من الفرضيات التي اعتمدت عليها. حيث بدأت بفرضيات غير واقعية في مجملها، ثم تغيير كل فرضية بالواقع.

- تتمثل محددات الهيكلة المالية في المؤسسات الجزائية في كل من الحجم، المردودية، الضمانات، والشكل القانوني المتمثل في المؤسسات ذات أسهم، المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة، المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة وشركة التضامن.

- تفترض نظرية التوازن وجود معدل ديون/أموال خاصة أمثل (نسبة مستهدفة) تؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة، وأن الهيكل التمويلي الأمثل يتحدد بالموازنة بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاستدانة وبين التكاليف المتوقعة للإفلاس والوكالة، كما تؤكد هذه النظرية أن جميع القرارات التمويلية ما هي إلا تعديلات للوصول إلى هذا الهيكل المالي الأمثل بمعنى وجود هيكل تمويلي مستهدف.

- تبرز نظرية الوكالة من خلال العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة الكلية، وذلك في حالة عدم فاعلية السوق، حيث يتجنب المسكرون الضغط الناجم عن الاستدانة المتمثل في تكاليف الإفلاس وتسديد الفوائد والدفعات، وتوفير الأموال اللازمة للتمويل طالما تتوفر الأموال الذاتية في المؤسسة، كما أن نظرية الإشارة تظهر من خلال العلاقة العكسية بين النمو والاستدانة، فارتفاع النمو في المؤسسة يعطي

إشارة للمقرضين على الصحة المالية للمؤسسة، وبالتالي سهولة حصولها على الاستدانة عكس المؤسسات ذات مستويات نمو ضعيفة.

- تتمثل محددات الهيكلة المالية في كل من الحجم، المردودية، المتمثل في المؤسسات ذات أسهم، المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة، المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة وشركة التضامن.

من خلال النتائج السابقة، يمكن مناقشة الفرضيات المتعلقة بالبحث، كما يلي:

- تتمثل الفرضية الأولى في تفاوت الأهمية النسبية للعوامل المحددة لاختيار الهيكل المالي المناسب من مؤسسة اقتصادية إلى أخرى، فلا توجد طريقة مباشرة توصل المؤسسات إلى كيفية تشكيل هيكلها المالي. فقد تحققت صحتها من خلال ما تناولناه حول طبيعة وأنواع هذه المحددات، فمنها ما هو كمي وكيفي ومنها ما هو داخلي و خارجي تتأثر به المؤسسة، وتم تأكيد ذلك في الجانب التطبيقي حيث أن المؤسسة تركز بشكل كبير على بعض المحددات دون أخرى بما يتناسب مع طبيعتها، احتياجاتها، إستراتيجيتها وبيئتها.

- إن لجوء المؤسسة إلى التمويل عن طريق الاقتراض بنسبة عالية في هيكلها المالي لا يؤدي بالضرورة إلى فشل المؤسسة ووجود خلل في هيكلها المالي، وهي كذلك تحققت وثبتت صحتها، حيث أن المؤسسة محل الدراسة في حالة جيدة وبعيدة عن خطر الإفلاس ولا تواجه مشاكل عسر مالي، وقد حققت المؤسسة قيمة مضافة شهدت ارتفاعا ونموا سنويا، كما أنها لم تحقق خسائر خلال الفترة المدروسة.

- تزداد قيمة المؤسسة بتزايد طاقة الاستدانة والقدرة على الاستفادة من الرفع المالي للمؤسسة. وقد تحققت وثبتت صحتها، هذا ما يتوافق مع ما قدمه نظريا مود قلياني وميلر، أن قيمة المؤسسة ترتفع مع زيادة الاستدانة، وهذا رجع لأثر الايجابي للرفع المالي وكذلك الاستفادة من المزايا الضريبة للمصاريف المالية، فمعدل المردودية الاقتصادية يشهد ارتفاعا معتبر خلال الفترة المدروسة، كما أن هذه المردودية أكبر من سعر الفائدة، هنا الرفع المالي في صالح المؤسسة فالمؤسسات لجأت إلى الديون كمصدر تمويل رغم توفرها على بدائل أخرى نظرا للتأثير الإيجابي للديون على مردودية الأموال الخاصة لأن المردودية الاقتصادية تغطي أعباء الاقتراض، إذن تعظيم عائد المساهمين وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة ككل في ظل أدنى تكلفة ومخاطرة، مما يعني أننا بصدد هيكل مالي أمثل.

- من خلال كل ما سبق، وكإجابة على الإشكالية الرئيسية للبحث، يمكن القول بأن محددات التمويل البنكي في المؤسسة الجزائرية تتحدد بعاملين هما: المردودية والحجم.
- ومنه، فإن لإشكالية التمويل أثر على محددات التمويل في المؤسسة الجزائرية، حيث يمكن معالجة هذه الإشكالية من خلال العناصر الموائية، والتي تعتبر كإجراءات للحد من إشكالية التمويل:
- التحكم في المحيط الاقتصادي الكلي، وذلك بتفعيل دور البنك المركزي والجهاز المصرفي.
 - تحسين العلاقة بين البنوك والمؤسسة، بما تتضمنه العلاقة من أشكال وطرق وأساليب.

التوصيات

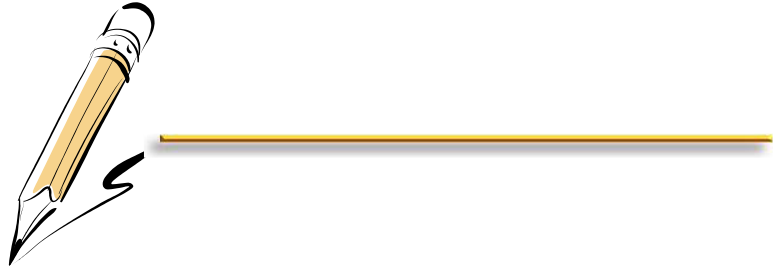
يمكن الخروج بالتوصيات الموائية:

- على المؤسسة تنويع مصادر التمويل البنكي وتقليل اعتمادها على الاستدانة بالدرجة الأولى، رغم أنها تستفيد من أثر الرفع المالي وذلك لضمان استقلاليتها المالية وسلطة اتخاذ القرار.
- التخفيف من شروط دخول إلى البورصة وفتح السوق المالية أمام المؤسسات، بهدف تفعيل حركة السوق المالية والوصول إلى سوق مالية ذات كفاءة.
- إصلاح النظام المالي وخلق منتجات مالية مختلفة، فتنشيط السوق المالي وتطويره هو الدعامية الأساسية لإعادة هيكلة الاقتصاد.
- إعادة النظر في سياسة إقراض البنك للمؤسسات العمومية الاقتصادية خصوصا فيما يتعلق بالضمانات، فأغلب القروض المصرفية غير مضمونة بأصول مادية، مما يشكل خطر على البنوك في حالة تصفية هذه المؤسسات، إضافة إلى الحد من استمرار تمويل العجز في خزينة المؤسسات العمومية الاقتصادية عن طريق التسبيقات البنكية من خلال فرض شروط صارمة لمنحها.

آفاق البحث

إن البحث في مجال تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية لا يزال واسعاً، إذ يمثل كل مصدر تمويلي موضوع يمكن التعمق فيه، كما لا تزال بعض النقاط مجهولة يمكن أن تكون مواضيع لبحوث أخرى، والتي هي كما يلي:

- فعالية قرارات التمويل في تحديد القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية.
- إمكانية لجوء المؤسسات التي تأمل في تحسين هيكلها المالي إلى البورصة.
- مدى تطابق الأطروحات النظرية والتطبيقية الشائعة في الأدبيات المالية على السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية.



قائمة المراجع

أولاً: الكتب باللغة العربية

1. محمد سلمان سلامة، الإدارة المالية العامة، دار المعترف للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2015.
2. عبد الحميد عبد المطلب، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، الابراهيمية، 2008.
3. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع عمان، الطبعة الأولى، 2008.
4. أبو عتروس عبد الحق، الوجيز في البنوك التجارية عمليات وتقنيات وتطبيقات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2000.
5. عبد الوهاب يوسف احمد، دور التحليل المالي في تقييم مخاطر التمويل بالشركات، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
6. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009.
7. عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2002.
8. جلال الدين المرسي، احمد عبد الله اللوح، الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية 2009.
9. جمعة السعيد فرحات، عبد السميع جاد الرب، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر، 2001.
10. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
11. عدنان تايه النعيمي، وآخرون، الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن، 2007.
12. محمد الصالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

13. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2008.
14. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الرابعة، 2009.
15. محمد الصالح الحناوي، البعيد جلال إبراهيم، الإدارة المالية، مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الإسكندرية، الدار الجامعة الطبعة الأولى، 2000.
16. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار النشر إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010.
17. براق محمد، وغربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، الطبعة الأولى، المكتب الجامع الحديث، الإسكندرية، 2014.
18. محمد صالح الحناوي، وإبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
19. عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، منشورات اتحاد المصارف العربية، 2007.
20. إلياس بن الساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي، الإدارة المالية دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2006.
21. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية" مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، ط4، الإسكندرية، 2000.

ثالثاً: المذكرات والأطروحات

22. يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005.
23. حوحو فضيلة، إدارة الأعمال الاستراتيجية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.

24. جعدي آمال، واعراب ثابينة، التقنيات البنكية في منح القروض، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الليسانس في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البويرة، 2010-2011.
25. عوامرة حدة، قرار التمويل بالقروض البنكية في إطار محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر، جامعة المسيلة، 2015/2016.

رابعاً: النشرات الرسمية

26. النشرات الرسمية الصادرة إلى غاية 01 أكتوبر 2012.

ثانياً: الكتب باللغة الأجنبية

27. Hayne E Leland , “Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure”, The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 53, No. 4, 1998.
28. Zane Swanson, Bin Srinidhi and Ananth Seetharaman, the Capital Structure Paradigm: Evolution of Debt/Equity Choices, Praeger, London, 2003.
29. Karadeniz.E,et al,Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies. International International Journal of Contemporary HospitalityManagement,vol. 2009.
30. Sheridan Titman and Roberto Wessels, “The Determinants of Capital Structure Choice”, The Journal of Finance, American Economic Association, Vol. 43, No. 1, 1988.
31. Adair.p, Adaskou.M, Trade-off theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002–2010), Cogent Economics and Finance, vol.3, 2015.
32. Rajan and Zingales “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”, Journal of finance, American Economic Association, Vol.50, 1995.

المخلص

يهدف البحث إلى معرفة محددات التمويل بالقروض البنكية للمؤسسة الاقتصادية، من خلال معرفة محددات التمويل البنكي في المؤسسة، والتي تتمثل في محددات الهيكل المالية، ومعرفة أثر إشكالية التمويل على هذه المحددات مقارنة بمحددات التمويل في مؤسسات الدول المتطورة.

وقد تم تطبيق تأثير تلك المحددات على نسبة الاستدانة بالهيكل المالي للمؤسسة، وتم التوصل في النهاية إلى أن كل من المتغيرات: المردودية وحجم المؤسسة، تكلفة الاستدانة تؤدي دورا جوهريا في تفسير سياسة التمويل البنكي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

Résumé

Le but de cette recherche est de connaître les déterminants de financement pour les prêts bancaire de l'institution économique et grâce à la connaissance des déterminants du financement bancaire dans l'institution, qui est les déterminants de la restructuration financière, et la connaissance de l'impact du problème du financement de ces déterminants et par apport les déterminants financières des institutions dans les pays développés.

L'effet de ces déterminants a été appliqué sur la proportion de la structure financière de l'institution, vers la fin, il a été atteint que toutes les variables : coût-efficacité, la taille de l'institution, le coût d'emprunt peut jouer un rôle crucial dans l'explication de la politique d'entreprise économique algérienne de financement bancaire.