جامعة قاصدي مربـاح ورقلــة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر في علوم التسيير

تخصـص: مالية المؤسسة

بعنـوان

د راسة الهياكل التمويلية للمؤسسات الكبيرة، الصغيرة والمتوسطة

دراسة مقارنة بين مؤسسات كبيرة، صغيرة ومتوسطة في الجزائر خلال فترة 2007-2009

إعداد الطالبة:

✍- رقية بوسعيد

تحت إشراف الدكتور

✍ عبد الوهاب دادن

السنــة الجامعية2011/2010

إهداء

رائع أن تقطف ثمار جهدا دام سنوات.

والأروع أن تهديها لمن ساعدك على الوصول إلى من ترفع يديها متضرعة بدعائها خوفا من فشلي وأملا في نجاحي

إلى التي لو طرحت لها الكواكب وفرشت لها الأرض من تحت قديمها فما وافيت حقها عليا أمي الغالية حفظها الله وأطال في عمرها.

إلى روح الذي لن أنساه مهما حييت أبي الغالي رحمه الله

إلى وصال المحبة أخوتي وزوجاتهم وأبنائهم: تسنيم، عكاشة، أبرار، نوفل، ساجدة، يوسف.

إلى من كان سندي وعوني إلى من وقف معي وتحملني إلى أخي وصديقي يزيد وزوجته.

إلى رفيقة دربي ريمة.بلكحل

إلى التي جمعتني بهم صحبة الدراسة: حدة، منية، أم الخير، منال، فضيلة، إلى كل الصديقات والزملاء طلبة ثانية ماستر تخصص مالية.

إلى كل من علمني حرفا طيلة فترة دراستي من التعليم الابتدائي إلى الجامعي أساتذتي الكرام.

إلى محبي العلم والمعرفة الذين يحتسون من بحور العلم إلى حاملي راية العلم والمعرفة إلى مشيدي منابر العلم وحاملي لواء البحث عن الحقيقة العلمية إلى كل من يكنون لي الحب والاحترام والتقدير.

إلى جميع هؤلاء أهدي ثمرة جهدي

رقية

تشكـــرات

الحمد الله رب العاملين والصلاة والسلام على المبعوث لرحمة للعالمين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين

عملا بقوله تعالي " لئن شكرتم لأزيدنكم ..." أشكر الله على نعمه التي لا تعد ولا تحصى ومنها توفيقه وتعالي على إكمال هذا العمل المتواضع، كما أتقدم بالشكر والامتنان إلى من كان دليلي ومرشدي في إعداد هذا العمل الأستاذ المشرف دادن عبد الوهاب الذي تكرم بالإشراف على هذا العمل ولم يبخل علينا بنصائحه.

أعانه الله لما يحبه ويرضاه.

كما أتقدم بخالص الشكر وأسمى آيات التقدير إلى جميع الأساتذة على توجيهاتهم إلى الصديقة بدرة شريفة التي قدمت لي مساعدة بكل سخاء.

إلى كل عمال مكتبة جامعة قاصدي مرباح خاصة الآنسة زينب وباديس

إلى عمال مكتبة داليا.

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

وقبل وبعد فالشكر والحمد لله، الحمد في الأولى والآخرة، وله الحكم وإليه ترجعون.

الملخص :

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى إبراز أهمية التمويل سواءا كان بالأموال الخاصة أو الاستدانة في المؤسسات الكبيرة، الصغيرة والمتوسطة على اعتبار أن مسألة التمويل من بين أعقد المشكلات التي تواجه تنمية وتطوير المؤسسة خاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ولما يحتله من أهمية في تفعيل وتوسيع النشاط الاقتصادي وبهدف بلوغ وتحقيق الربح التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العوائد والمخاطر الناتجة عنه، وانطلاقا من هذه الأهداف قمنا ببناء الإشكالية الرئيسية التالية: كيف يمكن تقييم وتحليل الهياكل التمويلية بالنسبة للمؤسسات الكبيرة، الصغيرة والمتوسطة؟ وللإجابة عن هذا التساؤل تمت دراسة عينة من مؤسسات كبيرة صغيرة ومتوسطة في الجزائر خلال 2007 – 2009 وذلك بتقييم هيكلها التمويلي وتأثيره على مختلف أهداف المؤسسات المتمثلة في التمويل، الاستقلالية، تحقيق أعلى مستويات من المردودية وقياس العلاقة بينه وبين مختلف النسب الأخرى.

الكلمات المفتاحية: الهيكل التمويلي، المؤسسات الكبيرة، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الأموال الخاصة، أموال الاستدانة.

Résumé:

Notre objectif à travers cette étude pour mettre en évidence l'importance du financement, si les fonds ou les emprunts privés dans les grandes entreprises, petites et moyennes, au motif que la question du financement parmi les problèmes les plus complexes auxquels sont confrontés le développement de l'institution en particulier les petites et moyennes entreprises et l'importante occupée dans l'activation et l'expansion de l'activité économique et le but de réaliser et de réaliser des bénéfices financiers optimaux, ce qui équilibre les avantages et les risques qui en découlent, sur la base de ces objectifs, nous avons construit un problème majeur: comment peut-évaluation et l'analyse des structures de financement pour les grandes entreprises, petites et moyennes? Pour répondre à cette question a été étudiée sur un échantillon de grandes entreprises de petites et moyennes en Algérie durant 2007 - 2009 et ZPK évaluer la structure financière et son impact sur les différents objectifs des institutions de la finance, de l'indépendance, la réalisation des plus hauts niveaux de productivité et de mesurer la relation entre lui et les divers autres ratios.
Mots clés: structure financière, les grandes entreprises, petites et moyennes entreprises, des fonds privés, les fonds mobilisés.

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	يوضح المقارنة بين الأسهم العادية والممتازة	11
(1-2)	المقارنة بين مؤسستين متماثلتين في جميع البيانات ما عدا الهيكل المالي	64
(1-3)	توزيع مؤسسات قيد الدراسة	84
(3-3)	تحديد متغيرات الدراسة	86
(3-4)	يمثل هيكلة الأصول الثابتة خلال 2007-2009	87
(3-5)	يمثل هيكلة الأول المتداولة خلال 2007-2009	89
(3-6)	يمثل نسبة الأموال الخاصة خلال 2007-2009	90
(3-7)	يمثل نسبة الديون طويلة الأجل خلال 2007-2009	92
(3-8)	تطور نسبة الديون قصيرة الأجل خلال 2007-2009	93
(3-9)	تطور نسبة التمويل الدائم خلال 2007-2009	94
(3-10)	تطور نسبة التمويل الخاص خلال 2007-2009	96
(3-11)	تطور نسبة الاستقلالية المالية خلال 2007-2009	97
(3-12)	تطور نسبة التمويل الخارجي خلال 2007-2009	99
(3-13)	تطور نسبة السيولة العامة خلال 2007-2009	100
(3-14)	تطور نسبة السيولة المختصرة خلال 2007-2009	101
(3-15)	تطور نسبة السيولة الجاهزة:خلال 2007-2009	102
(3-16)	تطور نسبة المردودية المالية خلال 2007-2009	104
(3-17)	تطور نسبة السيولة المختصرة خلال 2007-2009	105
(3-18)	تطور نسبة المردودية الاقتصادية خلال 2007-2009	107
(3-19)	متوسطات قيم المتغيرات خلال سنوات الدراسة	109

(3-20)	اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الأول	110
(3-21)	اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الثاني	112
(3-22)	اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الثالث	113
(3-23)	اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الرابع	115
(3-24)	اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الخامس	116
(3-25)	اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الأول	118
(3-26)	اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الثاني	119
(3-27)	اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الثالث	120
(3-28)	اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الرابع	121
(3-29)	اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الخامس	123
(3-30)	نتائج تحليل Eviews لنموذج الدراسة بالمؤسسات الكبيرة	124
(3-31)	نتائج تحليل Eviews لنموذج الدراسة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	125

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الأشكال	الصفحة
(1-1)	مراحل تشكيل التمويل الذاتي	5
(1-2)	مبدأ وأساس شركات رأس المال المخاطر	13
(1-3)	يوضح مصادر التمويل في المؤسسة	25
(1-4)	تمثيل بياني لتكلفة رأس المال	27
(1-5)	العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال	37
(2-1)	منحنى يبين سلوك المقرضين	56
(2-2)	منحنى يبين سلوك المساهمين	57
(2-3)	منحنى يبين العلاقة الطردية بين تكلفة الأموال الخاصة و مستوى الاستدانة	57
(2-4)	منحنى يبين سلوك الاستدانة و تكلفة الأموال الخاصة	58
(2-5)	منحنى يبين العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاستدانة حسب النظرية التقليدية	59
(2-6)	منحنى يبين الهيكل التمويلي الأمثل	61
(2-7)	منحنى يبين استقلالية تكلفة رأس المال على الهيكل المالي	63
(2-8)	منحنى بياني يوضح دالة تكلفة رأس المال المتناقصة	65
(2-9)	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة ومعدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين	69
(2-10)	الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية تكلفة الوكالة	74
(3-1)	توزيع المؤسسات حسب الحجم	84
(3-2)	تطور نسبة هيكلة الأصول الثابتة خلال 2007-2009	88
(3-3)	تطور نسبة هيكلة الأصول المتداولة خلال 2007-2009	89
(3-4)	تطور نسبة الأموال الخاصة للعينة خلال 2007-2009	91

(3-5)	يمثل تطور نسبة الديون الطويلة خلال 2007-2009	92
(3-6)	تطور نسبة الديون قصيرة الأجل خلال 2007-2009	93
(3-7)	تطور نسبة التمويل الدائم خلال 2007-2009	95
(3-8)	تطور نسبة التمويل الخاص خلال 2007-2009	96
(3-9)	تطور نسبة الاستقلالية المالية خلال 2007-2009	98
(3-10)	تطور نسبة التمويل الخارجي خلال 2007-2009	99
(3-11)	تطور نسبة السيولة العامة خلال 2007-2009	100
(3-12)	تطور نسبة السيولة المختصرة خلال 2007-2009	102
(3-13)	تطور نسبة السيولة الجاهزة: خلال 2007-2009	103
(3-14)	تطور نسبة المردودية المالية خلال 2007-2009	104
(3-15)	تطور نسبة السيولة المختصرة خلال 2007-2009	106

قائمة المحتويات

الإهداء	II
تشكرات	III
ملخص	IV
قائمة الجداول	V
قائمة الأشكال	VII
قائمة المحتويات	IX
مقدمة	أ
الفصل الأول مصادر التمويل في المؤسسة وتكاليفها	
تمهيد	2
المبحث الأول: مصادر التمويل في المؤسسة	3
المطلب الأول: الأموال الخاصة	3
المطلب الثاني: التمويل عن طريق الاستدانة	16
المبحث الثاني: آليات اختيار مصادر التمويل	26
المطلب الأول: معايير اختبار مصادر التمويل	26
المطلب الثاني: القيود المتحكمة في اختيار مصادر التمويل	41
خلاصة	45
الفصل الثاني:الأسس النظرية للهيكل المالي	
تمهيد	47
المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهيكل المالي	48
المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي	48
المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي	49
المبحث الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي	53
المطلب الأول : النظريات التقليدية للهيكل المالي	53
المطلب الثاني: النظريات الحديثة في تفسير الهيكل المالي	61
خلاصة	80

الفصل الثالث: دراسة مقارنة للهياكل التمويلية بين المؤسسات الكبيرة، الصغيرة والمتوسطة	
تمهيد	82
المبحث الأول: العينة وحدود الدراسة	83
المطلب الأول: اختيار العينة وخصائصها	83
المطلب الثاني: حدود الدراسة	85
المطلب الثالث: تحديد متغيرات الدراسة	85
المبحث الثاني: دراسة الوضعية المالية للعينة	87
المطلب الأول: تحليل الهيكل المالي	87
المطلب الثاني: قياس العلاقة بين الهيكل المالي ومختلف الآليات الأخرى	108
خلاصة	127
خاتمـة	129
المراجـع	132
الملاحـق	137

المقدمة

المقدمـة:

يتميز النشاط الاقتصادي للمؤسسة بحركية دائمة تديرها الاستثمارات المختلفة وباعتبار هذه الأخيرة العامل الأساسي الذي يسمح للمؤسسة بالبقاء والتطور، فإن المؤسسة الناجعة هي التي تحافظ على قدرتها الإنتاجية عن طريق تجديد استثماراتها، هذا ما يطلب منها البحث عن مصادر تمويل تسمح لها بمواجهة نشاطها وتجنبها الوقوع في الأزمات المالية مثل العجز المالي، لذا تعد مسألة التمويل من بين أصعب المشكلات التي تواجه المؤسسة فالمصادر أو الطرق المختلفة التي يحصل بها المستثمرين أو المؤسسات على ما يحتاجون إليه من أموال هي أول ما يفكر فيه كل مستثمر أو مؤسسة.

ورغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الكبيرة واختلاف أشكالها. إلا أن هذه المشكلة تظل عائق أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اتخاذ مختلف قراراتها خاصة الاستثمارية رغم استحداث بعض التسهيلات التمويلية لها مثل سياسة التمويل الداخلي إلا أن الاهتمام لازال منصبا على الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي بين أموال الملكية وأمول الاستدانة لم لهذا التنويع من تأثير على عنصرين أساسين في نشاط المؤسسة هما العائد والمخاطرة. هذا ما جعل من مسألة تمويل المؤسسة وتصميم هيكلها التمويل إحدى المواضيع الأساسية ضمن مالية المؤسسة والتي تشكل موضوع جدل بين المختصين منذ أكثر من نصف قرن، ومنذ ذلك الحين أخذت الدراسات حول الموضوع تتعدد وتتنوع كما اختلفت وجهات النظر بين مؤيد ومعارض لإمكانية تحقيق هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة.

وعند وقوفنا على حالة المؤسسات الكبيرة، الصغيرة والمتوسطة التي وجدت 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 لما لها من مزايا وعيوب هذا ما يجبر هذه المؤسسات الالتزام بمعايير علمية دقيقة لإدارة أموالها من أجل التماشي ومتطلبات انفتاح السوق.

أ-إشكالية البحث:

على ضوء ما تقدم يمكن حصر إشكالية البحث ورسم معالمه الأساسية في التساؤل الجوهري التالي:

* كيف يمكن تقييم وتحليل الهياكل التمويلية بالنسبة للمؤسسات الكبيرة، الصغيرة والمتوسطة ؟

تثير هذه الإشكالية عدة أسئلة فرعية نوجزها فيما يلي:

1. ما هي مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات؟
2. ما هي محددات الهيكل المالي للمؤسسة ؟
3. ما هي أهم النظريات التي تناولت الهيكل التمويلي للمؤسسة؟

4. ما هي أساليب تقييم وتحليل تركيبة الهيكل المالي؟

ب–الفرضيات:

وكإجابة على الأسئلة المطروحة يمكن صياغة الفرضيات التالية:

1. تتنوع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة بين مصدرين أساسيين هما الأموال الخاصة وأموال الاستدانة والتي تشكل مع بعضها البعض ما يسمى بالهيكل المالي للمؤسسة.
2. محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة هي مجموع العوامل التي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على قرارات التمويل.
3. تعتبر أمثلية الهيكل التمويلي للمؤسسة من بين أكثر المواضيع إثارة للجدل بين الباحثين، ومن بين أهم النظريات التي تناولت الهيكل التمويلي نجد نظرية الربح الصافي، نظرية مودغلياني وميلر ونظرية الإشارة وكذلك نظرية الالتقاط التدريجي.
4. يمكن أن نستخدم أسلوب التحليل المالي من أجل تحليل وتقييم الهيكل المالي وذلك باستخدام بعض النسب المالية.

ج–أسباب اختيار الموضوع:

وتعود أسباب اختيارنا لهذا الموضوع إلى مجموعة أسباب منها ما هو شخصي ومنها ما هو موضوعي يتمثل الهدف الشخصي في الرغبة بالإحاطة بكل ما يتعلق بالتسيير المالي وبالمؤسسات باعتبارها العمود الفقري الذي يقوم عليه الاقتصاد الوطني لأي دولة، أما الأسباب الموضوعية فيمكن حصرها فيما يلي:

1. دراسة تركيبة الهيكل التمويلي من بين المواضيع الحساسة ذات الأهمية البالغة.
2. إلحاح العديد من المختصين والخبراء في مالية المؤسسة على أن دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية ضرورة ملزمة، بهدف ترشيد قراراتها التمويلية، والذي تم اعتباره كجزء من حل أزمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية

د–أهدف الدراسة:

نهدف من خلال هذه الدراسة معالجة النقاط التالية:

1. التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسات الكبيرة الصغيرة والمتوسطة والتحكم في أدوات التسيير المالي.
2. إبراز أهمية وجود دراسة تهتم بتقييم الهياكل التمويلية للمؤسسات الكبيرة والصغيرة والمتوسطة لدى الميسرين والمهتمين.
3. تحديد أهم محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسة.

4. محاول الاطلاع على سلامة قرارات التمويل في المؤسسات الجزائرية من خلال دراسة مقارنة بين مؤسسات كبيرة ومؤسسات صغيرة ومتوسطة الحجم.

5. كما تهدف إلى إثراء وتزكية المكتبة العلمية بهذا النوع من الدراسات.

هـ-الدراسات السابقة:

يمكن تلخيص أهم الدراسات المتوصل إليها على النحو التالي:

1-سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسط في الجزائر: ليوسف قريشي، مذكرة دكتوراه دولة، جامعة الجزائر، 2005.

حيث تناول الباحث استخلاص الخصائص المحددة لسياسة التمويل للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، تمت الدراسة على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة للقطاع الخاص بالجنوب الشرقي بلغ حجمها 128 مؤسسة خلال فترة 2001-2005، ومن أهم ما توصل إليه الباحث أن أهم العوامل المفسرة لسياسة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة للقطاع الخاص هي معدل المردودية، الحجم، مستوى الضمانات... كما أظهر أن كل من تكلفة الوكالة والالتقاط التدريجي تحتل أهمية بالغة في تفسير اختيارات التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

2- محددات سياسية التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: زغود تبر، مذكرة ماجستير في علم التسيير جامعة ورقلة، 2009، حاولت الباحثة استخلاص العوامل المحددة لسياسية التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائر وتم الدراسة على عينة من المؤسسات التابعة للقطاع العام بلغ حجمها 51 مؤسسة، 91 مؤسسة تابعة للقطاع الخاص خلال فترة 2003-2007 ومن أهم ما خلصت إليه الدراسة أن كل من معدل المردودية الاقتصادية، معدل النمو وحجم المؤسسة، مستوى الضمانات، تكلفة الاستدانة...الخ، تلعب دورا جوهريا في تفسير سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

كما تشير النتائج أن نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل لها قدرة كبيرة في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

3-أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار : لبسام محمد الآغا، مذكرة ماجستير، أوت 2005، كلية التجارة بالجماعة الإسلامية، فلسطين: سعت هذه الدراسة لتقييم العلاقة بين أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل وتأثيرها على معدل العائد على الاستثمار من خلال تطبيق الدراسة على 15 شركة مساهمة عاملة بفلسطين وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدا العائد على الاستثمار وكذلك وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل الممتلكة والمقترضة وتكلفة هذه المصادر.

و–حدود الدراسة:

الحدود المكانية شملت الدراسة التي قمنا بها عينة عشوائية من المؤسسات الكبيرة والصغيرة والمتوسطة تنشط على المستوى الوطني والمحلي.

الحدود الزمانية: وقد امتد المجال الزمني للدراسة بين2007-2009

ز–المنهج المتبع:

من أجل إثراء الموضوع استخدمنا المنهج الوصفي لوضع إطار نظري للموضوع من خلال الأطروحات والكتب والمقالات العلمية، أما الجزء التطبيقي فاستخدمنا فيه بيانات محاسبية تم على أساسها قياس بعض النسب التي بنينا عليها دراستنا مستعينين بذلك ببعض الطرق الإحصائية.

ح–هيكل الدراسة:

تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث فصول منها فصلين نظريين والثالث تطبيقي جاءت كما يلي:

تضمن الفصل الأول الإطار النظري لمختلف مصادر التمويل وتكاليف الحصول عليها فشمل مبحثين يتعلق الأول بدراسة مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة سواءا كانت أموال خاصة (تمويل ذاتي، رأس المال المخاطر، أو زيادة دفع رأس المال) أو استدانة إضافة إلى ايجابيات وسلبيات كل مصدر تمويلي المبحث الثاني تناولنا مختلف المعايير الكمية والنوعية المستخدمة في عملية المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة إضافة إلى القيود المتحكمة في ذلك.

أما الفصل الثاني: الأسس النظرية لهياكل التمويل: حاولنا من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على مختلف التعاريف المقدمة حول الهيكل المالي والعوامل المحددة للهيكل المالي ثم قمنا بدراسة مختلف النظريات المفسرة للهياكل التمويلية للمؤسسة بداء بالنظرية التقليدية من خلال التطرق لنظرية الربح الصافي بعد ذلك قمنا بدراسة النظرية الحديثة من خلال تحليل نموذج Modiglion et Miller اللذان أشار إلى عدم وجود هيكل مالي أمثل إذ تعرضنا لنموذجهما في حالة غياب ووجود الضرائب كما تطرقنا لنظرية التوازن الأمثل التي تفترض وجود هياكل مالي أمثل. وفي الخير تناولنا النظرية الحديثة للمشروع من خلال التعرض لنظرية الإشارة، كما تطرقنا لنظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل التي تفترض وجود ترتيب لمصادر التمويل المتاحة.

أما الفصل الثالث فخصصناه للدراسة التطبيقية لتقييم الهيكل التمويلي في مجموعة مؤسسات كبيرة صغيرة ومتوسطة.

ط–صعوبات الدراسة :

خلال إجرائنا للدراسة واجهنا عدة صعوبات نذكر منها:

1.اختلاف وتباين في تسميات بعض المصطلحات بين الكتب أي تعدد المصطلحات للمفهوم أو المعني الواحد؛

2.صعوبة الحصول على الميزانيات المحاسبية لمؤسسة عينة الدراسة؛

3.ضيق الفترة الزمنية المحددة للدراسة.

الفصل الأول

مصادر التمويل في المؤسسة وتكاليفها

تمهيد

يعتبر التمويل جزء لا يتجزأ من السياسة المالية للمؤسسة، كما أنه من أهم القرارات المالية التي تتخذ على مستوى الإدارة المالية في أي مؤسسة سواء كانت كبيرة أو صغيرة، فعند التفكير في إقامة مشروع جديد أو التوسع في مشروع قائم فإن أهم خطوة ينبغي القيام بها هي البحث عن مصادر التمويل اللازمة وكيفية الحصول عليها وهذا ما يؤكد أهميته، ومن خلال هذا الفصل سيتم التطرق إلى مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات التي قسمناها إلى أموال خاصة (تمويل ذاتي، الرفع في رأس المال، رأس مال المخاطر) الاستدانة، كما سوف نبرز إيجابيات وسلبيات كل مصدر من هذه المصادر.

وفي الأخير سوف نشير إلى آليات اختيار المؤسسة المصادر التمويل من خلال التطرق إلى معايير الاختيار سواء كانت كمية أو نوعية إضافة إلى القيود المتحكمة في عملية اختيار المؤسسة لمصادر التمويل.

المبحث الأول: مصادر التمويل في المؤسسة

تواجه المؤسسة في مرحلة النمو والتوسع مشكلة أساسية تتمثل في التكيف مع المحيط المالي وإيجاد التوليفة المناسبة لتشكيل مصادر التمويل، (وهذا يتوقف على طبيعة النظام المالي ودرجة تطوره خاصة مع وجود سوق مال فعال) التي تضمن للمؤسسة تغطية احتياجاتها المالية وسنتناول في هذا الصدد أهم مصادر التمويل.

المطلب الأول: الأموال الخاصة:

تختار المؤسسة التمويل عن طريق الأموال الخاصة فقط أو عن طريق الأموال الخاصة والديون ويكون التمويل عن طريق الأموال الخاصة إما داخليا أو خارجيا فالأول يكون في صورة تمويل ذاتي والثاني يكون بزيادة رأس المال[1]

I- التمويل الذاتي L'auto financement:

1- تعريف التمويل الذاتي:

يعرف هذا المصدر من التمويل بأنه "جملة المصادر التي تستطيع المؤسسة بنفسها إيجادها". وغالبا ما تكون هذه المصادر من أموال الملاك على شكل أرباح محتجزة لم يتم توزيعها أو خاصة مخصصات الاهتلاك والمؤونات الأخرى المختلفة. ويتمثل المصدر الأساسي للتمويل الذاتي في الأرباح التي تحققها المؤسسة والتي إذا تم توظيفها بمعدلات عالية فإنها تتزايد وتصبح مصدرا هاما للتمويل[2]

كما يتمثل التمويل الذاتي في الموارد الجديدة الناتجة عن نشاط المؤسسة التي تحتفظ بها بشكل دائم لتمويل الاحتياجات[3]

ويمكن تعريف القدرة على التمويل الذاتي La CAF بأنها "عرض مجمل مصادر التمويل الداخلية التي تستعملها المؤسسة في أنشطتها من أجل توفير الاحتياجات المالية اللازمة لضمان تطورها وبقائها[4] وتحسب بطريقتين:

- الطريقة الغير مباشرة (الجمع)

---

[1] -Jonat Han Berk- Petre Femarzo, Finance d'entreprise, pearsone Eduction, France 2008, p449-450.

[2] -بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، غير منشورة، 2005، ص 30.

[3] -Elie- Cohen, Gestion financier de l'entreprise et développement financière, Edition UREF, Paris, 1991, p194.

[4] -Bétrice et Francis Grand Guillot, Analyse financière, 5ème édition, Gualime éditeur Paris, 2008, p61.

$$CAF=R_{net}+DAM\pm PV/MV\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(1)$$

حيث:

CAF: القدرة علي التمويل الذاتي

R_{net}: النتيجة الصافية

DAM : الاهتلاكات والمؤونات

PV/MV: فائض القيمة/ نقصان القيمة

*الطريقة المباشرة: (طريقة الطرح) يتم عن طريقها حساب CAF كما يلي:

$$CAF=EBE -F. F_{net} + S.O.E - IBS\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(2)$$

حيث:

EBE: الفائض الإجمالي للاستغلال،

IBS : الضرائب على أرباح الشركات

$F.F_{net}$: المصاريف المالية الصافية

S.O.E: رصيد العمليات الاستثنائية التي لها تأثير على الخزينة[1]

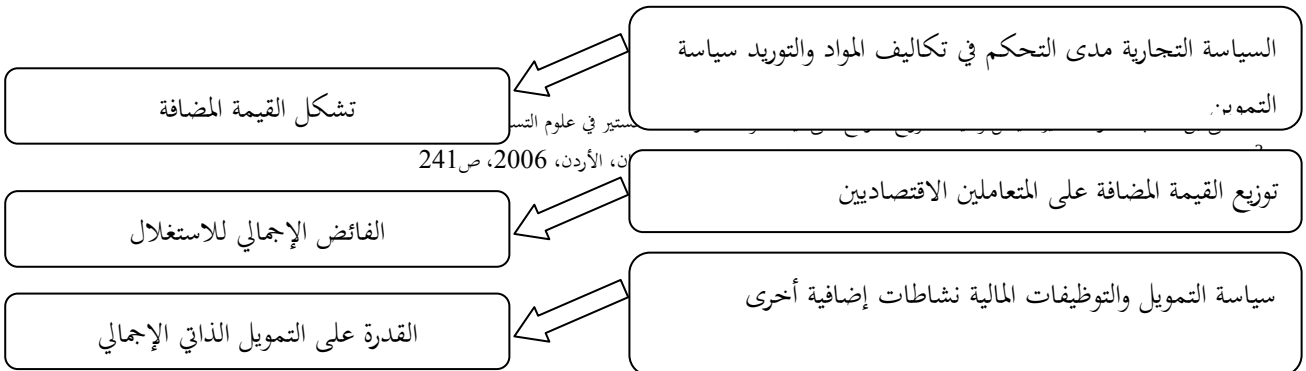
2-محددات التمويل الذاتي :

من أجل تحديد مفهوم دقيق للتمويل الذاتي لا بد من دراسة المكونات الأساسية لهذا التدفق المالي، وذلك حسب منظورين:

* **منظور مباشر**: التمويل الذاتي هو ذلك الرصيد المتبقي بين التدفقات المقبوضة والتدفقات المدفوعة أي استبعاد التدفقات الوهمية المتمثلة في مخصصات الاهتلاكات والمؤونات.

* **منظور غير مباشر**: الذي يظهر التمويل الذاتي في شكل تدفق نقدي "Cash Flow" محقق من طرف المؤسسة.

ويتشكل التمويل الذاتي من خلال المراحل التي سنستعرضها في الشكل التالي[2]:



[2] ستير في علوم التس ن، الأردن، 2006، ص241

المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 241

يتضح من خلال الشكل السابق، كيفية تشكيل التمويل الذاتي وذلك تبعا للمراحل التالية:

*انطلاقا من الإيرادات التجارية المحققة، حيث يغطي رقم الأعمال الاستهلاكيات الوسيطية ليعطي لنا مؤشر القيمة المضافة؛

* مؤشر القيمة المضافة يساعد في تحديد سياسة التموين وعلاقة المؤسسة بمقدمي الخدمات الخارجية بالباطن، وقدرتها على التحكم في استهلاكاتها المباشرة؛

* رصيد القيمة المضافة المحقق سابقا، يذهب لتغطية مصاريف المستخدمين ومصاريف الضرائب والرسوم ليشكل الفائض الإجمالي للاستغلال؛

* يعبر الفائض الإجمالي للاستغلال عن أداء دورة الاستغلال وقدرتها على توليد فوائض مالية تساهم في تغطية المصاريف المالية والمصاريف الاستثنائية والضرائب على الأرباح؛

*القدرة على التمويل الذاتي هو "بمثابة المحصلة النهائية للتدفقات المالية الحقيقية قبل توزيع الأرباح"، وهنا تكمن أهمية تحقيق المؤسسة قدرة على التمويل ذاتي معتبرة تمكنها من تسديد مستحقاتها اتجاه المساهمين، أما الرصيد المتبقي فيمثل الفوائض المالية المعاد استثمارها وهو ما نصطلح عليه التمويل الذاتي[1].

3-مزايا وعيوب التمويل الذاتي:

[1] -إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 242.

❖ **المزايا:**

- التمويل الذاتي يعطي للمؤسسة حرية الحركة وشبه استغلال كلي عن المالكين والغير وذلك عن طريق تخفيض الفوائد الواجبة الدفع على الديون الخارجية؛
- تدعم الأرباح المحتجزة المقدرة الافتراضية للوحدة عن طريق زيادة حقوق الملكية؛[1]
- يفتح المجال اللاستدانة إذ يعتبر التمويل الذاتي الركيزة الأساسية لإعداد مخطط لتمويل وذلك لأن الوسطاء الماليين لا يمنحون اعتمادات مالية إلا عند مستوى تمويل ذاتي يضمن قدرة المؤسسة على السداد ويحقق الفعالية الاقتصادية للنشاط؛
- يعتبر المصدر التمويلي المتاح بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك بالنظر إلى صعوبة وإن لم يكن استحالة حصولها على أموال من مصادر خارجية. [2]

❖ **العيوب:**

- يكون التمويل الذاتي في بعض الأحيان غير كاف لتمويل الاحتياجات التمويلية للمؤسسة وبالتالي فالاعتماد الكلي عليه قصد تحقيق عملية النمو المستقبلي تكون بشكل بطئ ومن ثم عدم التمكن من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة؛
- قد يكون لها تأثير سلبي على قيمة المؤسسة في حالة عدم توزيع الأرباح أي فقدان اهتمام المساهمين بالمؤسسة.[3]

[1] –منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي: مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص 289.

[2] –زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، رسالة ماجستير في التسيير، ورقلة، 2009، ص 20.

[3] – زغود تبر، نفس المرجع، ص 21.

II- الزيادة في رأس المال:

1- مفهوم الزيادة في رأس المال:

تمثل الزيادة في رأس المال مصدر تمويل خارجي تلجأ إليه المؤسسة عندما يستحيل عليها تغطية احتياجاتها التمويلية عن طريق مواردها الداخلية كالتمويل الذاتي، وهو عملية مالية تؤدي إلى زيادة مستوى رأس المال بواسطة الشراكة الخارجية.

وتتخذ سياسة الرفع في رأس المال عدة أساليب تتنوع حسب شكل وأسلوب المساهمة في رأس المال وتتحدد من أجل ذلك مجموعة من الأهداف[1]:

- اختيار فئة المساهمين الممكنيين؛
- وضع كيفيات لتحفيز وجذل المساهمين وجذب المساهمين؛
- تقدير النتائج المحتملة للشراكة على المؤسسة؛
- التوفيق بين إيجابيات وسلبيات مختلف طرق رفع رأس المال.

2-وسائل رفع رأس المال:

هناك عدة وسائل لرفع رأس المال تتمثل في:

أ-رفع رأس المال نقدا و/أو عينا:

تكون المساهمة الخارجية في رأس المال عند إنشاء المؤسسة أما بوضع رأس مال أولى، أو وضع أموال إضافية من أجل الرفع في رأس المال وتتخذ شكلين أساسيين:

✓ **وضع رأس المال بطبيعته:**

وذلك بوضع استثمار مادي أو معنوي تحت تصرف المؤسسة ويتميز بالخصائص التالية:

* يؤدي إلى ارتفاع الأموال الخاصة والأموال الثابتة؛

* يساهم في تخفيف الضغط على الخزينة الناتج عن ارتفاع الأصول المتداولة بسبب نمو النشاط؛

[1] - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 245.

* يحسن مستوى المردودية وذلك بالتقليل من اللجوء إلى الاستدانة.[1]

✓ **زيادة رأس المال نقدا:**

تقوم المؤسسة من أجل زيادة رأس مالها نقد بطرح أسهم جديدة لاكتتاب في السوق المالية، وقد يرغب مساهمو المؤسسة أو مسيروها أيضا في زيادة رأس المال دون إضعاف قدرتهم على رقابة المؤسسة الشيء الذي أدى إلى ظهور شبه الأموال الخاصة.[2]

***أنواع الأسهم**: هناك عدة أصناف للأسهم نذكر من بينها:

أ–الأسهم العادية: Les actions ordinaires:

السهم عبارة عن صك يثبت حق المساهم في أموال الشركة وهو قابل للتداول وفق قواعد القانون التجاري[3]

والسهم العادي هو عبارة عن مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية قيمة سوقية وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم أم القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية أم القيمة السوقية فهي القيمة التي تباع بها الأسهم في السوق المالية وتتحدد وفقا لقوى العرض والطلب[4]

وتمثل الأسهم العادية الرأس المال الأصلي الذي تم تأسيس المشروع بموجبه، ويحصل حامل السهم العادي على الأرباح في حالة تحققها[5].

مزايا وعيوب الأسهم العادية :

❖ **المزايا:**

* الحصول على نصيب من الأرباح؛

* الحصول على نصيب من أصول المؤسسة عند توزيعها في حالة التصفية؛

---

[1] –إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 245.

[2] – زغود تبر، نفس المرجع، ص 245

[3] –مصطفي رشيدي شيحة زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، مصر، 1993، ص 69

[4] –شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، ط2، دار هومة للنشر، الجزائر، 1999، ص 22.

[5] –بسام محمد الأغا، مرجع سابق، ص 50.

* حق التصويت على القرارات المتعلقة بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة، تعديل رأس المال أو تعديل النظام الداخلي للمؤسسة؛

* حق الإطلاع على دفاتر المؤسسة؛

* مصدر تمويل طويل الأجل كون ليس لها أجل استحقاق.

❖ **العيوب:**

* يؤدي التوسع في إصدارها إلى زيادة قاعدة المالكين وقد يؤدي ذلك إلى تأثر سلطة المالكين المسيطرين؛

* توسع قاعدة توزيع الأرباح، وبالتالي تدني العوائد نتيجة لانخفاض الأرباح المحتجزة لإعادة الاستثمار؛

* قد تكون كلفة إصدارها عالية من ناحية الإجراءات؛

* الأرباح الموزعة تخضع للضريبة، الأمر الذي يزيد من كلفتها مقارنة مع الدين[1].

ب-الأسهم الممتازة Preferred stocks:

هي أسهم يتمتع حاملها بنفس حقوق المساهم العادي غير أن المساهم الممتاز له أولوية الحصول على توزيعات الأرباح قبل المساهم العادي، بمعنى أن المشروع يوزع الأرباح أولا على المساهم الممتاز قبل المساهم العادي بالنسبة المحددة على الصك كما يملك صاحبه الأولوية في حالة تصفية المؤسسة.[2]

وتعرف الأسهم الممتازة بأنها شكل من أشكال رأس المال المستثمرة في الشركة وتقدم لمالكيها ميزتين:

1. نسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم؛
2. مركز ممتاز تجاه حملة الأسهم العادية.

[1] – محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 543

[2] – جمال الدين موسى، احمد عبد الله اللحلح، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الطبعة الأول، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص 333

مزايا وعيوب الأسهم الممتازة:

❖ **المزايا:**

* لا يؤدي عدم دفع عوائدها إلى إفلاس الشركة؛

*عوائدها مقتصرة على نسبة معينة، لذا لا تشارك في أية زيادة في الأرباح كما أنها لا تؤدي إلى تأكل يذكر في ربحية الأسهم العادية؛

* بالرغم من عدم وجود تاريخ محدد لإلغاء الأسهم الممتازة إلا أن حق استدعائها يعطي الشركة المصدرة ميزة استبدالها بوسائل دين أقل كلفة إذا انخفضت أسعار الفوائد؛

* تقلل احتمالات تأثر الشركة بالأوضاع الاقتصادية السلبية؛

* تكون لها الأولوية على حملة الأسهم العادية عند التصفية.

❖ **العيوب:**

* أعلى كلفة من الدين لأن عوائدها لا تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة؛

* إمكانية تراكم عوائدها بموجب نص خاص تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية المترتبة على الشركة؛

* دخلها محدود رغم ما تتحمله من مخاطر مقارنة بمخاطر أصحاب المشروع؛

*قد تفرض بعض القيود على الشركة[1]

بحكم جمع الأسهم الممتازة بين صفات الأسهم العادية والدين فإنها تتشابه معها في بعض الجوانب وتختلف معها في جوانب أخرى

[1]- مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص 447.

جدول رقم (1-1): يوضح المقارنة بين الأسهم العادية والممتازة

التشابه	الاختلاف
-كلاهما يمثل أموال الملكية في شركة المساهمة -لا يوجد تاريخ محدد لردهما للمالكين -الشركة ليست ملزمة بدفع عائد ثابت لهما لأن العائد مرتبط بتحقيق الربح -عدم دفع العوائد لحملتها لا يؤدي إلى الإفلاس -العوائد المدفوعة لحملتها لا تخصم من الدخل الخاضع للضريبة	- لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية -هناك حد أقصى لما يمكن أن يحصل عليه حملة الأسهم الممتازة في حين لا يوجد هذا الحد بالنسبة للأسهم العادية -غالبا لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في حين يكون هذا حقا أساسيا لحملة الأسهم العادية

المصدر: مفلح عقل مرجع سابق، ص 455.

***الطرق الأخرى لزيادة رأس المال:**

يمكن إجراء الزيادة في رأس المال بطرق أخرى وهي:

أ- الرفع في رأس المال بضم الاحتياطات:

يتمثل هذا النوع يضم الاحتياطات الموضوعة في شكل أرباح غير موزعة إلى الأموال الخاصة وهذا لا يحدث أي تغيير على الهيكل المالي، فهو مجرد إعادة ترتيب عمودي لموارد المؤسسة لكنه يحسن من صورتها أمام المساهمين.

تكون هذه الطريقة أكثر فعالية في حالة نمو المؤسسة وتكون بتخفيض معدل توزيع الأرباح أو عن طريق طرح أسهم جديدة في شكل أرباح غير موزعة.

ب- الرفع في رأس المال عن طريق تحويل الديون:

في هذه الحالة يتم دمج الديون إلى الأموال الخاصة الدائمة وتسمى هذه العلمية كذلك بتركيز الديون ويتم تحويل الديون على شكلين حسب طبيعة الدين:

*** تحويل الديون قصيرة الأجل:**

تحويل الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة يؤدي إلى تحسين رأس المال العامل الصافي، أي تدعيم الهيكل المالي بزيادة الموارد المالية المخصصة لتمويل الأصول المتداولة.

*** تحويل الديون المتوسطة وطويلة الأجل:**

هذا الشكل لا يغير من تركيبة الهيكل المالي لكنه يؤدي إلى تسحين الاستقلالية المالية بسبب استبعاد آجال الاستحقاق، كما يحسن من مستوى المردودية نتيجة لانخفاض المصاريف المالية[1].

3-مزايا وعيوب الزيادة في رأس المال[2]:

❖ **المزايا:**

-الأموال المتحصل عليها لا تسدد؛

-يتوقف عائد الأموال المتحصل عليها على نتيجة المؤسسة؛

-طاقة الاستدانة تبقى على حالها.

❖ **السلبيات:**

تتمثل أهم هذه السلبيات في أثر الذوبان D'effet de dilution الذي يتجلى في ثلاث مظاهر:

-ذوبان رأس المال: تسمح زيادة رأس المال عن طريق طرح أسهم جديدة للمساهمين الجدد في مقاسمة الاحتياطات مع المساهمين القدامى وهو الأمر الذي يخفض القيمة الدفترية للسهم.

-ذوبان الربح: يؤدي ارتفاع عدد الأسهم بعد زيادة رأس المال إلى انخفاض صافي ربح السهم الواحد.

[1] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 246.

[2] - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 247

-ذوبان السلطة (القدرة على الرقابة): عند ارتفاع عدد أسهم المؤسسة تتقلص نسبة الرقابة الممنوحة لكل مساهم[1].

III- التمويل بتقنية رأس المال المخاطرCapital Risque:

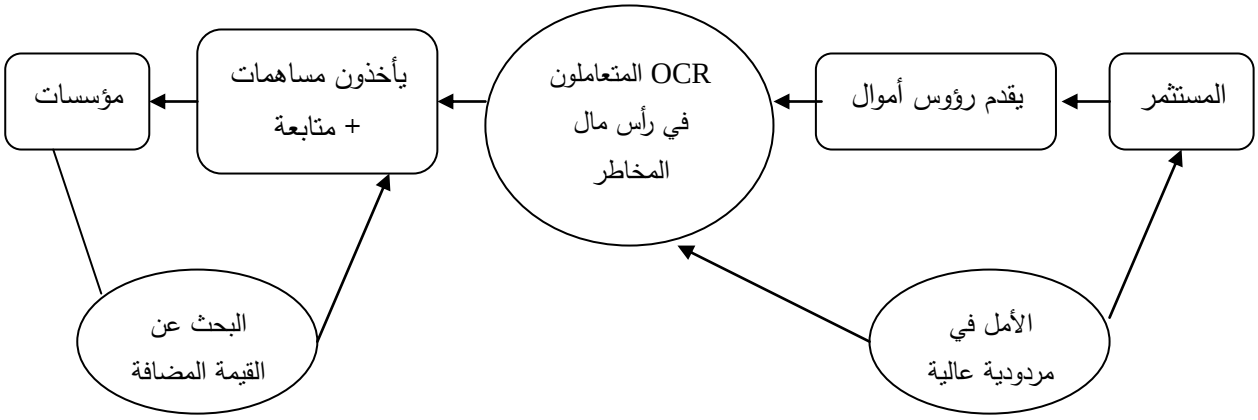
1-المفهوم:

تعد مؤسسات رأس المال المخاطر من أهم المؤسسات المعاصرة في التدعيم الفني والمالي للمشاريع الاستثمارية[2]. وهي عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى "شركات رأس المال المخاطر وهذه التقنية لا تقدم النقد فسحب بل تقوم على أساس المشاركة حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع ومن دون ضمان العائد ولا مبلغه بذلك فهو يخاطر بأمواله.

كما عرفته الجمعية الأوربية "EVCA" "هو كل رأسمال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة" [3]

2- إجراءات التمويل عن طريق شركات رأسمال المخاطر:

الشكل رقم (1-2) : مبدأ وأساس شركات رأس المال المخاطر



المصدر: بريبش السعيد، المرجع السابق، ص 9.

[1] -زعود تبر، مرجع سابق، ص 24، 25.

[2] - دادن عبد الغني، قرار التمويل تحت تأثير تكلفة التمويل،مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد6، 2008، ص 25.

[3] -بريبش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 5، 2007، ص 7-8.

من الشكل يمكننا تلخيص إجراءات التمويل عن طريق شركات رأسمال المخاطر:

المرحلة الأولى من النشاط: تقوم هذه الشركات بتجميع الموارد المالية ومن هنا تظهر قدرة المساهمين ومهارتهم في تجميع الأموال وجذب المستثمرين

المرحلة الثانية (مرحلة البحث): يتمثل هدفها في إدارة الملفات التي تقدم من طرف المشروعات الطالبة لهذا النوع من التمويل.

ثم يتم تصنيف الملفات واختيار المشروعات الأنسب لهذا التمويل وتحديد مرحلة وكيفية تدخلها في المشروعات المستفيدة.

المرحلة الأخيرة: (**ممارسة النشاط التمويلي**): تقوم شركات رأسمال المخاطر بإعادة بيع الاشتراكات للخروج من المشروعات الممولة، لتعيد طرح اشتراكاتها في السوق المالي.

3-أنماط تمويلاتها: [1]

رأسمال المخاطر هو "تمويل برأسمال خاص أي اقتسام المخاطر بين المؤسسات والشركاء الماليين بصفة عامة، وعمليات رأسمال المخاطر تمول المؤسسات الناشئة والتي تنمو بطريقة أسرع من المؤسسات المنشأة من قبل المتعاملين فقط لكن عمليات رأسمال المخاطر تختلف حسب المرحلة الموجودة فيها المؤسسة.

أ- رأسمال الإنشاء Capital Création

يتولى رأسمال الإنشاء تمويل المؤسسات الناشئة التي تحيط بها العديد من المخاطر ولديها أمل كبير في النمو والتطور وتنقسم إلى مرحلتين:

- ✓ **رأسمال ما قبل الإنشاء أو قرب الانطلاق Capital d'amorçage**:

يخصص لتغطية نفقات البحث والتجارب وتطوير النماذج العلمية والنماذج التجارية للسلعة الجديدة. وكذلك تجريب السلعة في السوق معرفة مدى الإقبال عليها وهو تمويل صعب نظرا لخطورة احتمال الفشل لدى مؤسسة ليس لها كيان قانوني في هذه المرحلة.

[1] -بريبش السعيد، نفس المرجع، ص 9.

✓ **رأسمال الانطلاق Capital de démanger**:

يخصص لتمويل المشروعات في مرحلة الإنشاء أو بداية النشاط.

ب–رأسمال التنمية Capital de développement:

يكون المشروع في هذه المرحلة التمويلية قد بلغ مرحلة الإنتاجية أي توليد الإيرادات ولكنه يقابل ضغوطا مالية تجعله يلجأ إلى مصادر تمويل خارجية حتى يتمكن من تحقيق آمال في النمو التوسع.

ويكون هذا النمو داخليا (كزيادة قدراتها الإنتاجية أو زيادة قدرتها التسويقية...الخ) أو خارجيا (كاكتساب مشروع، أو فرع مملوك لمشاريع أخرى، أو تنويع أسواق أو تصريف منتجات...الخ) .

ج–رأسمال تعاقب أو تحويل الملكية Capital Transmission ou succession:

يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكية لرأسمال المشروع أو تحويل المشروع إلى شركة قابضة مالية ترمي إلى شراء عدة مشاريع قائمة وبالتالي خلال هذه المرحلة تهتم هذه المؤسسات بتمويل عمليات تحويل السلطة في المشروع إلى مجموعة جديدة من الملاك تتمثل عادة فيما يلي:

–الفريق الإداري في المشروع في حالة إبداء رغبة المؤسسين في التخلي عن أحد فروعه.

–أحد المساهمين دفعا لتطوير المشروع.

–أحد الورثة الأكثر تحمسا حيث يكون صاحب المشروع قد توفي تاركا العديد من الورثة بعضهم ليست لديه الرغبة في استمرار نشاط المؤسسة.

د–رأسمال التصحيح أو إعادة التدوير Capital retournement:

يخصص رأسمال التصحيح للمشروعات القائمة فعلا ولكنها تمر بصعوبات خاصة وتتوفر لديها الإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها لذلك فهي تحتاج إلى انهاض مالي فتأخذ مؤسسة رأسمال المخاطر بيدها حتى تعيد ترتيب أمورها، وتصبح قادرة على تحقيق أرباح.

4- مزايا وعيوب رأسمال المخاطر:

❖ **المزايا:**

✓ **المشاركة:** أن تكون شركة رأسمال المخاطر تكون شريكة لأصحاب المؤسسة الأصليين وتأخذ نسبة من الأرباح من 15% إلى 30% بالإضافة إلى 2.5% مقابل المصاريف الإدارية سنويا كما تتحمل جزءا من الخسارة في حالة حصولها.

✓ **الانتقاء:** أمام الممول فرصة لاختيار المشروع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر وكذلك ذات أرباح متوقعة وقادرة على رفع قيمة أصولها بينما في حالة القرض تبحث البنوك عن المؤسسات القادرة على السداد وبالتالي فهي تمنح القروض للمؤسسات الكبيرة التي لم تعد تملك طاقات ابتكار

✓ **المرحلية:** من خصائصه أنه يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة فبعد انتهاء أي مرحلة يلجأ المستفيد من جديد إلى الممول.

✓ **التنويع:** يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر بحيث ما يمكن أن تخسره مع مشروع تربحه مع آخر إضافة إلى المشاركة في الخسائر فذلك يقلل منها.

✓ **التنمية والتطوير:** إن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون ويعوض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع.

✓ **توسع قاعدة الملكية:** تستمر الشراكة إلى أن تستوي الشركة فيجذب العديد من المستثمرين ما حققته أو تطرح كأسهم، ويمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة.

❖ **العيوب:**

-الحقوق المتولدة للمخاطرين عن المشاركة (كالمشاركة في القرار والتدخل في توجيه مسار المشروع). تتطلب مبالغ مرتفعة في حالة نجاح المشروع لاسترداد حصص المخاطرين[1]

المطلب الثاني: التمويل عن طريق الاستدانة:

تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة الخارجية بالرغم من ارتفاع مستوى القدرة على التمويل، ويتوقف حجم الاستدانة تبعا لمعدل نمو النشاط تحت قيد تكلفة الإقراض وهدف الاستقلالية المالية[2]. سنحاول في هذا المطلب عرض التمويل بالاستدانة والذي قسم إلى قسمين:

[1] -بريبش السعيد، نفس المرجع، ص 9.

[2] - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 284

I- التمويل عن طريق الاستدانة طويلة الأجل:

1-القروض طويلة ومتوسطة الأجل:

نعني بكلمة القرض تسليف المال لمدة معينة ومقابل سعر فائدة، بحيث يتم الاتفاق على شروط القرض (سعر الفائدة تاريخ الاستحقاق...) بالتفاوض بين المؤسسة المقرضة التي عادة ما تكون مؤسسات مالية بالرغم من أن سعر الفائدة هو نسبة محددة من قيمة القرض إلا أن المؤسسة المقرضة قد تشترط بعض الشروط التي تختلف باختلاف المخاطر كعدم تثبت سعر الفائدة (تقوم سعر الفائدة) أو تشترط دفع الفوائد جملة واحدة عند منح القرض.

يكون التسديد حسب الاتفاق دفعة واحدة عند تاريخ الاستحقاق أو عن طريق دفعات Annuitéعادة ما تكون في نهاية المدة وتعرف بدفعات السداد وتحسب بالعلاقة التالية[1]:

$$M = \sum_{t=1}^{a} \frac{at}{(1+i)^2} \dots\dots\dots\dots\dots (3)$$

حيث:

M: مبلغ القرض

t : السنوات

a: قيمة الدفعة

i: معدل الفائدة

إذا كانت الدفعات متساوية تصبح العبارة مجموعة متوالية هندسية حدها الأول مساوى لأساسها 1/(1+i) ممثلة في العلاقة التالية[2]:

$$\mathrm{M} = \mathrm{A}.\frac{1-\frac{1}{(1+\mathrm{i})^{\mathrm{n}}}}{\mathrm{i}} \Rightarrow \mathrm{A} = \frac{\mathrm{i}}{1-\frac{1}{(1+\mathrm{i})^{\mathrm{n}}}}$$

[1] -Gérand Charreaux, Finance d'entreprise, EMS, Paris, 2003, p13.

[2] -على بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 68.

2- السندات

السند هو دين مقسم إلى أجزاء متساوية القيمة في ذمة المؤسسة المصدرة له يصدر في شكل صك يثبت حقوق حاملها في استفاء ماله والاستفادة من الفوائد المالية المتفق عليها بغض النظر عن النتائج المالية المحققة[1].

يمثل السند مستند مديونية صادر عن المؤسسة من أجل الحصول على مصدر تمويل طويل الأجل حيث يعطي لحامله حق الحصول على عوائد دورية وتتمثل هذه العوائد في سعر الفائدة على القيمة الاسمية وهو قابل للتداول أي له قيمة سوقية مما يعطي لحامله فرصة تحقيق أرباح غير عادية عند ارتفاع قيمته السوقية التي تتحدد وفقا لدرجة المخاطر والظروف الاقتصادية[2] ، يوجد للسندات عدة أنواع منها:

أ-السندات قابلة للتحويل إلى أسهم Les obligation convertibles: وهي السندات التي تعطي لحاملها الحق في استبدالها بأسهم عادية بحيث يتم تحديد طريقة الاستبدال ونسبتها في موعد الإصدار.

ب-السندات بقسيمة الاكتتاب في الاسم Obligations bons souscription d'action (OBSA): هي السندات التي تمنح لحاملها الحق في الاكتتاب في أسهم الشركة من خلال إعطائه قيمة قابلة للتداول في السوق المالي[3]

ج- سندات الدخل: تتناسب هذه السندات إلى حد كبير مع متطلبات البنوك الإسلامية إذ لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المؤسسة أرباح، ومع هذا فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح وذلك من أرباح سنة لاحقة، كما ينص على ضرورة قيام المؤسسة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عندما يحل تاريخ استحقاها.

د-سندات ذات معدل الفائدة المتحرك:

ظهرت في بداية الثمانيات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى ارتفاع أسعار الفائدة في السوق مما ترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات خاصة السندات طويلة الأجل، بشكل ألحق بحملتها خسائر رأسمالية كبيرة وتعالج هذه السندات هذا المشكل، إذ عادة ما يحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يعاد النظر فيه خلال كل نصف سنة يتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.[4]

---

[1] - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 436.

[2] -منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، ط2، الإسكندرية، 2005، ص 59.

[3] -Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Gestion financière, manuel et application ,9ème édition, Dund, Paris, 2000, P362.

[4] -منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدجل تحليلي معاصر، ط 5، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص568.

مزايا وعيوب التمويل عن طريق الاستدانة طويلة ومتوسط الأجل:

❖ **المزايا:**

*يعتبر التمويل عن طريق الديون طويلة الأجل أقل تكلفة من التمويل عن طريق الأموال الخاصة كونها أقل مخاطر وتؤدي إلى الاقتصاد في الضريبة؛

*تكاليف ثابتة ولا تتغير بمستوى الأداء المتمثل في النتيجة؛

*ليس للمقرضين حق التصويت في الجمعية العامة؛

*حق الاستدعاء وهو حق تشترطه المؤسسة عند إصدار السندات؛

*تكلفة التعاقد أقل من تكلفة إصدار السهم.

❖ **العيوب:**

تتمثل في عدة نقاط نذكر منها ما يلي:

*مخطر الإفلاس؛

*المخاطر المالية كانخفاض ربحية السهم DPA؛

*فرض قيود على المؤسسة مثل عدم الحصول على قروض من جهة أخرى أو عدم بيع الأصول...الخ؛

*لا يعتبر متاحا للعديد من المؤسسات مثل PME بسب عدم توفر الضمانات[1].

3-التمويل عن طريق قرض الإيجار:

أ-مفهوم التمويل التأجيري Gredit bail:

أن التمويل التأجيري فكرة حديثة في طرق التمويل، بحيث أدخلت تغير جوهري ومعتبر في طبيعة العلاقة التمويلية بين المؤسسة المقرضة والمؤسسة المقترضة.

بحيث تعددت وتنوعت المفاهيم التي أعطيت لهذه التقنية إما بصفة قانونية أو اقتصادية ولكنها تصب في معنى واحد في نهاية الأمر ومن أهمها ما يلي:

1-هو ذلك التمويل الذي يمكن المؤسسة من الحصول على الخدمات الاقتصادية التي يقدمها أصل ثابت دون أن تقوم بشرائه وهذا عن طريق استئجاره لمدة زمنية معينة مقابل دفعات ايجارية دورية ثابتة، والميزة الأساسية لهذا النوع هي أنه يرفع عبئ التقادم التكنولوجي عن المؤسسة المستأجرة ويحمله للمؤسسة المالكة أو المؤجرة.[1]

[1] -على بن الضب، مرجع سابق، ص 70.

2-هو أسلوب من أساليب التمويل يقوم بمقتضاه الممول (المؤجر) بشراء أصل رأسمالي يتم تحديد ووضع مواصفاته بمعرفة المستأجر الذي يتسلم الأصل من المورد على أن يقوم بأداء قيمة إيجار محددة للمؤجر كل فترة زمنية معينة مقابل استخدام وتشغيل هذا الأصل[2].

3- على هذا الأساس يمكن تعريفه بأنه "طريقة تسمح لإدارة المشروع أو المنظمة بالحصول على معداتها الرأسمالية اللازمة دون أن تضطر إلى دفع القيمة المستحقة إذ يقتصر الأمر على دفع قيمة الإيجار المتفق عليه مقابل استخدام هذه التجهيزات[3].

من خلال ما سبق يمكن أيجاز تعريف التمويل التأجيري في كونه عملية تمويل أصول رأسمالية ليس بهدف قيام المشتري بتملك الأصل أو تمليكها لمستأجر وإنما يهدف إلى إتاحة فرصة للعميل استخدامها مقابل أداء قيمة إيجارية يتفق عليها، وتقوم العملية أساسا بين ثلاثة أو أربع أطراف. ويقوم بموجبها المستأجر وهو مستخدم الأصل الانتاجي بدفع مبالغ دورية للمؤجر يكفي استرجاع قيمة رأس المال مقابل حقه في الحصول على الأصل الإنتاجي واستخدامه

الائتمان الايجاري نشاط تمويلي لشراء معدات وأصول بغرض التأجير أي تشتري المؤسسة المالية (المؤجر) الأصول لشركة (المستأجر) وتؤجر لها مع تحمل المستأجر لكافة التكاليف وللمستأجر الحق في شرائها بعد نهاية العقد بعد دفع القيمة المتبقية عن تكلفة الشراء مع الفوائد والأرباح أو استقرار الإيجار بأجر رمزي (مكافأة).[4]

---

[1] -هشام خالد، البنوك الإسلامية، وعقودها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 37.

[2] -أحمد بوارس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، 2007، ص103.

[3] -فليح خلف، البنوك الإسلامية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص369.

[4] -http://www.kenana.online.com/page/8652: 2011/05/04 تاريخ الاطلاع:

ب-الأطراف المتعاملة بالقرض الإيجاري:

أن تسلسل هذه العملية يتطلب تدخل ثلاث أطراف:

1-المؤجر:

هو مؤسسة القرض الإيجاري التي تقبل بتمويل العملية والتي تتميز بالملكية القانونية للأصل موضوع العقد، هذه المؤسسة تقوم بنشاط مالي مخصص بما أن المستأجر هو الذي يتحمل كل الالتزامات التقنية المتعلقة بالأصل.

2-المستأجر:

المستأجر هو الطرف الذي يسعى للاقتناء والحصول على الأصل بالتفاوض مع المورد حول السعر والتكلفة والمدة...فالمستأجر هو الذي يختار الأصل ويحدد خصوصياته حسب احتياجاته.

3-المورد:

وهو الطرف الذي يسلم الأصل المطلوب من طرف المؤجر وفقا للمعايير والمقاييس المتفق عليها بينه وبين المستأجر أما عن الأصل موضوع الإيجار، يمكن أن يكون أصلا عقاريا أو منقولة معنوية أو مادية[1].

ج-خصائص التمويل التأجيري:

تتميز علمية التمويل التأجيري بعدة خصائص عن باقي عمليات التمويل يمكن تقسيمها إلى نوعين:

***خصائص اقتصادية:** تتمثل في:

-عملية التمويل هذه تقوم بين ثلاث أطراف وهي المؤسسة المؤجرة والمؤسسة الموردة للأجل، حيث تقوم المؤسسة المستأجرة باختيار الأصل الذي ترغب فيه لدى المؤسسة الموردة.

-هذا التمويل عيني وليس نقدي أي لا يمنح بصورة نقدية بل ينصب على تسليم المستأجر الأصل أو الأصول التي أختارها مسبقا مقابل أن يدفع دفعات (أقساط الإيجار) لكن المؤسسة المستأجرة تدفع ثمن هذه الأصول كاملا للمورد.

[1] -بلمقدم مصطفى وآخرون، التمويل عن طريق الإيجار كإستراتيجية لتغيير العمل المصرف: المؤتمر العلمي الرابع حول إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة أبي بكر، الجزائر، يومي 15، 16 مارس 2005، ص7.

-هذا التمويل يمول الأصول أو الآلات الإنتاجية فهو لا يتعلق بتمويل السلع الاستهلاكية أو المعمرة فهو تمويل إنتاجي

***خصائص قانونية** : تتمثل فيما يلي:

-العلاقة التعاقدية بين الطرفين تنشأ بموجب عقد أيجار بينهما حيث يترتب على هذه العلاقة والتزامات وهي التزامات المؤجر بتسليم الأصل محل الاستئجار التزام المستأجر بدفع أقساط الإيجار خلال مدة الإيجار.

-عقد التمويل التأجيري محدد بمدة وعادة تكون متوسطة أو طويلة الأجل نظرا لكونه يهتم بتمويل مشروعات بالأجهزة الانتاجية فهو مرتبط بمدة حياتها أو هناك معايير أخرى مثل ظروف المنشأة الإنتاجية.

-عقد التمويل التأجيري هو عقد مالي يتضمن مختلف الالتزامات المتبادلة بين المؤجر والمستأجر والتي توضح الجانب المالي لعملية التمويل هذه فالربح الذي يحصل عليه المؤجر يتحقق من خلال الأقساط المدفوعة من طرف المستأجر خلال فترة العقد ومجموع هذه الأقساط لابد أن يتجاوز ثمن شراء الأصل المؤجر وإذا لم يتجاوز فإنه من الأفضل هنا بيع الأصل المستأجر ويكون ذلك بدفع القيمة المتبقية أو بيعه في السوق.[1]

II- التمويل عن طريق الاستدانة قصيرة الأجل:

يقصد بها تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة زمنية لا تزيد عن السنة وهناك مصادر للتمويل قصيرة الأجل يمكن إيجازها فيما يلي:

1-الائتمان التجاري Trade credit:

وهو ذلك النوع من التمويل قصير الأجل الذي تحصل عليه المؤسسة من الموردين ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية. وحتى يصبح الائتمان ائتمانا تجاريا فلابد من توافر التالية:

-أن يكون الائتمان قصير الأجل أي أنه يستحق في فترة لا تزيد عن السنة.

-أن يأخذ شكل بضاعة بهدف إعادة بيعها فإذا كان شراء البضاعة قد تم للاستعمال الشخصي أصبح الائتمان ائتمانا استهلاكيا.

[1] -الطاهر لطرش تقنيات البنوك، الطبعة الثالثة،، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2001، ص 77 -78.

-عادة ما يكون هذا الائتمان بين منتج البضاعة وتاجر الجملة أو تاجر التجزئة أو بين تاجر الجملة وتاجر التجزئة.

ويأخذ الائتمان التجاري عدة أشكال منها:

أ-حسابات الدائنين: وهي مجموعة الالتزامات التي نشأت على المنظمة نتيجة حصولها على سلع أو خدمات من الغير بالأجل.

ب-أوراق الدفع: وهي الكمبيالات أو السندات التي تتعهد المؤسسة بموجبها بدفع مبلغ معين في تاريخ معين.

ج-التأمينات المقدمة من العملاء: وهي المبالغ النقدية التي تحصلها المؤسسة من العملاء لضمان انجاز تعهداتهم مثل ضمان للأصل تمتلكه وتقدمه لأحد العملاء لاستخدامه.

د-الإيرادات المحصلة مقدما: وهي تلك الإيرادات التي تحصل خلال السنة الحالية ولكنها كانت تمثل إيرادات تخص البنك أو السنوات المالية التالية

هـ-المصروفات المستحقة: وهي المصروفات التي كان يجب دفعها خلال السنة الحالية ولكنها تدفع حتى تاريخ إعداد الحسابات الختامية في نهاية السنة[1].

2-الائتمان المصرفي:

ويقصد به القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك حيث يأتي في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري وذلك من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل ويتميز:

-أنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في حالة فشل المؤسسة من الاستفادة من الخصم[2].

-يعتبر مصدر التمويل الأصول الدائمة للمؤسسة التي تعاني صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر طويلة الأجل.

-يعتبر أكثر مرونة مقارنة بالائتمان التجاري، إذا يأتي في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة.

-لا يتغير بتغير حجم النشاط.

[1] - محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2007، ص 503 إلى 506.

[2] -أويس عطوة الزنط، أسس تقييم المشروعات، المكتبية الأكاديمية، الجزء الثاني، 1992، ص 257.

-يعتبر صعب المنال في الحالات التي يطلب فيها البنك من المؤسسة الاحتفاظ برصيد معوض سداد الفائدة مقدما....الخ.

ويأخذ الائتمان المصرفي أشكال منها:

أ-القروض: مبلغ إجمالي تتحصل عليه المؤسسة مرة واحدة على أن تقوم بسداد قيمته والفوائد المتعلقة به في التواريخ المتفق عليها.

ب-الاعتماد: يمثل تعهد من البنك بوضع مبلغ من المال تحت تصرف المؤسسة حيث لا تحسب الفوائد إلا على المبالغ المحسوبة فعلا[1].

❖ **حدود الاستدانة:**

بالرغم من أهمية الاستدانة في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة إلا أن ذلك مرتبط بعوامل وقيود مالية تفرض عليها المؤسسة التقليل من حجم الاستدانة وأهم هذه العوامل هي:

1-النسب الهيكلية: هي قاعدة تقليدية تستخدم لتثبيت الهيكل المالي تجنبا للمخاطر التي يمكن أن تمس الوضعية المالية في حالة تغيير تركيبة الهيكل المالي.

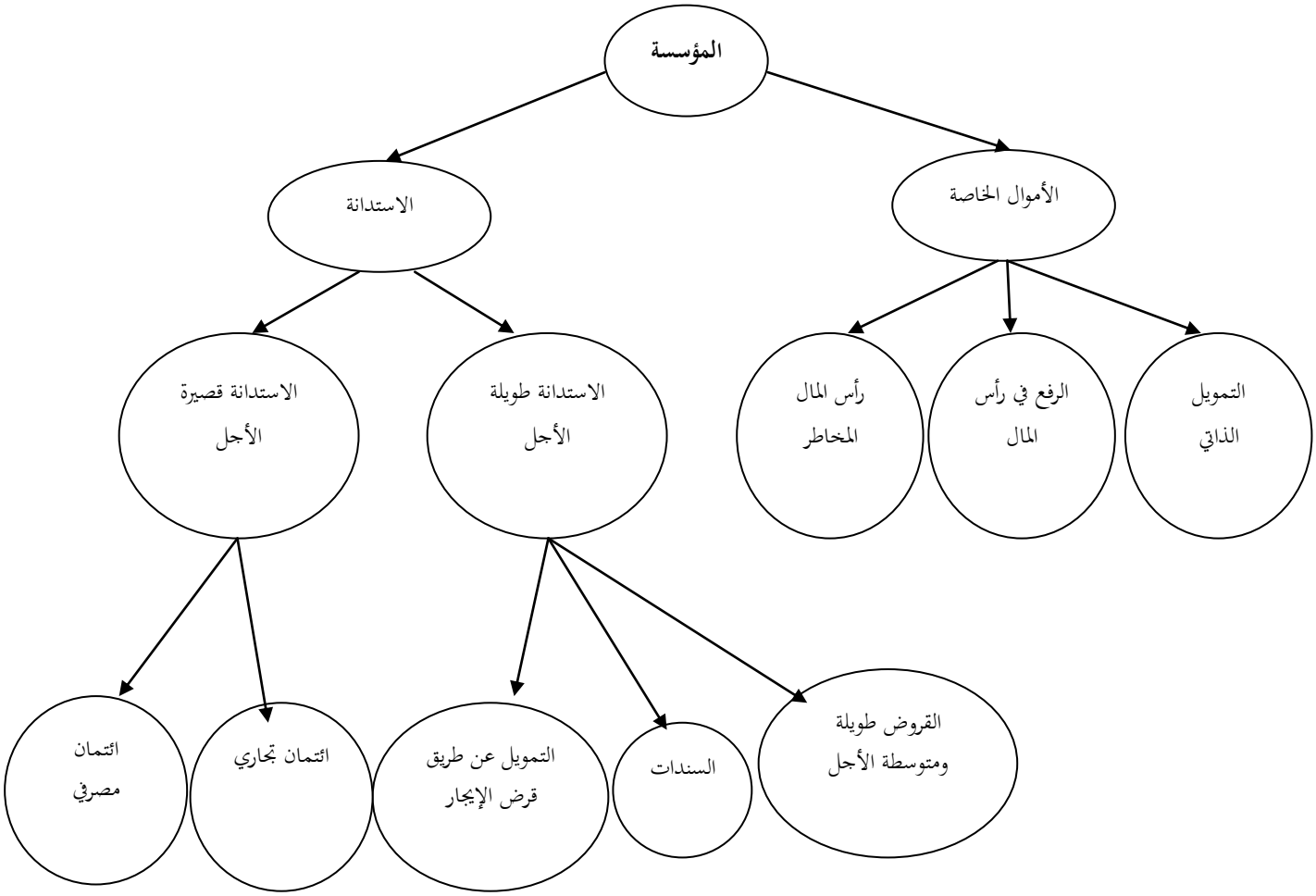
2-تغطية المصاريف المالية: ارتفاع مستوى الاستدانة يؤدي إلى زيادة المصاريف المالية الأمر الذي يؤثر سلبا على النتائج المحققة والتي تسبب تدهورا في القدرة على التمويل الذاتي لذا يتوجب على المسير المالي مراقبة نسبة الاستدانة إلى القدرة على التمويل الذاتي كما يمكن مقارنة المصاريف المالية إلى رقم الأعمال، ومن ثم اتخاذ قرار الاستدانة أو التخفيض منه.

3-مخاطر العسر المالي: يعتبر العسر المالي من أهم المخاطر المالية وأكثرها حدة، والتي يزيد احتمال تحققها عند اللجوء المعتبر إلى الاستدانة، ومن أجل تفادي هذا المخطر، ينبغي إعداد تقديرات للخزينة على المدى القصير والمتوسط والطويل من أجل التحكم في مستوى التدفقات المالية للخزينة.[2]

[1] -عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، 2000، ص 496

[2] - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 251.

شكل رقم (1-3): يوضح مصادر التمويل في المؤسسة



المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على ما سبق

المبحث الثاني: آليات اختيار مصادر التمويل:

بعد تقدير الاحتياجات التمويلية للمؤسسة على المدى القصير والمدى الطويل وحصر جميع مصادر التمويل المتاحة تقوم المؤسسة بعملية المفاضلة بينها بناءا على عدة معايير وقيود لا يمكن تجاهلها من أجل سياسة تمويلية خالية من العيوب والاختلالات.

المطلب الأول: معايير اختيار مصادر التمويل:

توجد أمام متخذ القرار التمويلي مجموعة من المعايير المالية الكمية والتي تتعلق بقيود التوازن المالي والمردودية وسنقتصر في هذه الحالة على معايير:

-المردودية المالية.

-تكلفة مصدر التمويل[1].

I-معيار تكلفة رأس المال Le cout de capital:

ترجع أهمية تحديد تكلفة رأس المال أنها تعتبر بمثابة الحد الأدنى لمعدل المردودية الواجب تحقيقه على الاستثمار كشرط أساسي لقبوله.

تستخدم تكلفة رأس المال كآلية لاتخاذ القرار حيث يمكن الأخذ بمبدأ التكلفة الدنيا لتشكيلية مصادر التمويل.

أولا: تعريف تكلفة رأس المال:

تعني تكلفة مصادر التمويل المختلفة التي تستخدمها الشركة في تمويل استثماراتها[2].

كما تعرف تكلفة رأس المال على أنها تكلفة الموارد المستخدمة من طرف المؤسسة في تمويل احتياجاتها التمويلية.

كما يمكن تعريفها على أنها المتوسط الحسابي المرجع لتكاليف مختلف مصادر التمويل:

$$K_o = K_D \times (1-t) \times \frac{D}{D+cp} + K_{cp} \times \frac{cp}{D+cp}$$

[1] - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 251.

[2] -http://www.najah.edu/file/Bublication/chapter5.pdf/270729748.pdf. 2011/04/10 تاريخ الاطلاع

حيث:

K_o: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

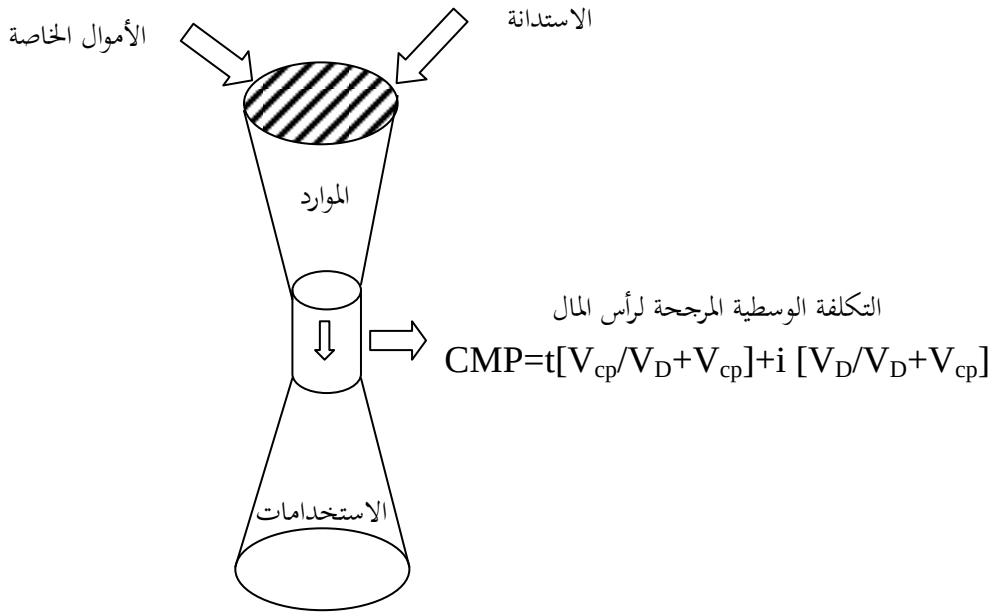
K_D: تكلفة الاستدانة

K_{cp}: تكلفة الأموال الخاصة.

t: معدل الضريبة على أرباح الشركات.[1]

يمكن تمثيل تكلفة رأس المال تمثيلا بيانيا كما هو موضح أدناه.

الشكل رقم(1-4) : تمثيل بياني لتكلفة رأس المال



المصدر: دادن عبد الوهاب، مرجع سابق، ص 107

ثانيا: حساب تكلفة رأس المال: لحساب تكلفة رأس المال يجب أولا تقدير تكلفة كل مصدر تمويل ثم العمل على تحديد التكلفة المرجحة لمختلف مصادر التمويل حيث يعتبر تحديدها عملية معقدة وصعبة بقدر تعدد وتعقد أنماط التمويل إذ أن لكل مورد تكلفته.

يواجه قياس تكلفة التمويل مشاكل تكمن في عنصرين هما:

أ-عنصر عدم التأكد: حيث أن كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة قد لا تدر عوائد مؤكدة وفي مواعيد محددة.

[1] - Jean Barreau et Jacqueline Delahaye et Florence Delahaye, DCEF, Gestion financière (cas Pratique)8ème édition Dunad, Paris, 2006, p85.

ب–تنوع وتباين مصادر التمويل: كل منها يعمل في ظل قوانين مؤقتة [1]

وعموما فإن حساب تكلفة رأس المال سواء كان لكل عنصر من عناصر التمويل والهيكل المالي ككل سوف يحقق لإدارة المؤسسة والإدارة المالية عدد من الفوائد منها:

1–الهيكل المالي يمكن أن يؤثر على أرباح المؤسسة ومن ثم قيمتها؛

2–إن حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل سوف يساعد الإدارة المالية في اتخاذ القرار المتعلق باختيار أنسب تلك المصادر من ناحية التكلفة، حيث يقتضى المنطق المالي عند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر، اختيار المصدر أقل تكلفة؛

3–إن إعداد الموازنة بشكل صحيح يتطلب تقديرا لتكلفة التمويل؛

4–يفيد حساب تكلفة التمويل في تقييم المشروعات التي تستخدم فيها الأموال فإذ تبين أن تكلفة التمويل تزيد على العائد المتوقع أصبحت هذه المشروعات عبئا على إدارة المؤسسة، أما إذا حسبت التكلفة وقدر عائدها بدقة مقدما فإنه يمكن للمؤسسة أن تفادى الدخول في هذه المشروعات الغير المجدية؛

5–يفيد حساب تكلفة التمويل في المفاضلة بين المشروعات ذاتها وتحديد مدلولاتها إضافة إلى دورها في قرارات التسعير والربط بين قيم المؤسسات في الأسواق المالية وبين هياكلها المالية[2].

1)تكلفة الأموال الخاصة:

يضم حساب الأموال الخاصة الأسهم العادية الأسهم الممتازة التمويل الذاتي (الاحتياطيات مخصصات الاهتلاكات والمؤونات).

أ–تكلفة الأسهم العادية:

تتمثل في معدل المردودية المطلوب من المساهمين وتتعدد الطرق المستعملة في حساب هذا المعدل لكن سوف نقتصر على نموذجين هما:

1–نموذج جوردن وشايبرو Le modèle de Gordion et Shoppiro:

[1] – بسام محمد الآغا، نفس المرجع، ص 29.

[2] – شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، رسالةماجستير مالية، غير منشورة، جامعة بومرداس، 2007، ص 54.

حاول كل من جوردن وشابيرو إيجاد تكلفة التمويل بالأسهم العادية مفترضين في ذلك استقرارية الأرباح الموزعة وكذا استمرارية التدفقات النقدية فتوصلا إلى العلاقة التالية[1]:

$$\boxed{K_e = \frac{D_1}{V_0}}$$

حيث:

K_e: تكلفة السهم العادي

D_1: التوزيعات المتوقعة في نهاية العام الأول للإصدار

V_0: القيمة الحالية للسهم العادي

$$V_0=D_1(1+K)^{-1}+\ldots\ldots\ldots+D_n\,(1+K_e)^{-n} \rightarrow (1)$$

وطبقا للفرضية الثانية فإن V_n تكون مساوية لـ V_0

فتصبح المعادلة كما يلي

$$V_0=D_1(1+K_e)^{-1}+\ldots\ldots\ldots+D_n\,(1+K_e)^{-n} \rightarrow (2)$$

حيث $n \leftarrow \alpha$

وبما أن التوزيعات ثابتة (الفرضية الأولى) فإنها تكون مساوية لـ V_n وبالتالي فإن المعادلة (2) تكون:

$$V_0\ limD_1\ \frac{1-(1+k)^{-n}}{K_e} = \frac{D_1}{K_e} \Rightarrow \boxed{K_e = \frac{D_1}{V_0}} \ldots\ldots\ldots(3)$$

وبافتراض أن التوزيعات تنمو بمعدل g: حيث $g<K_e$ فإن التكلفة حسب Gordon et Shappiro تكون كما يلي:

$$V_0 = \frac{D_1}{K_e - g}\left[1 - \left(\frac{1+g}{1+K_e}\right)^{-n}\right]$$

إذا كان $n \leftarrow \alpha$

$$V_0 = \frac{D_1}{K_e - g} \Rightarrow$$

[1] - Abdel fettah Bouri, Gestion financière 2ème édition, Dar El-Safir, Sfax, 2007, p141

فإن

$$\boxed{K_e = \frac{D_1}{V_0} + g} \ldots\ldots(4)$$

وفي حالة إصدار أسهم جديدة وبالمساواة مع القيمة الصافية للسهم فتكون المعادلة (4) كما يلي[1]:

$$\boxed{K_e = \frac{D_1}{(1 - t_{g0})V_0} + g}$$

وعلى الرغم من أهمية نموذج جون في قياس كلفة الأسهم العادية إلى أن هناك انتقادات وجهت إليه تنحصر في: شكل الفروض التي يقوم على أساسها النموذج فهي لست حقيقية تماما لاسيما الافتراض الذي ينص على أن معدل النمو في توزيعات الأرباح الناتج عن استخدام التمويل الممتلك فقط، كما أنه يتجاهل دور التمويل المقترض وعنصر المخاطرة عند قياس كلفة التمويل الممتلك[2].

2-نموذج توازن الأصول المالية (MEDAF) le modale d'équilibre des actifs financières:

يعتبر هذا النموذج من النماذج الرائدة في سوق الأوراق المالية حيث يعتبر من أدوات التحليل التي تأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائدة والمخاطرة الملازمة لهذا السهم عندما يتم الاحتفاظ به كجزء من محفظة استثمارية متنوعة ويقوم هذا النموذج على تحديد معدل العائد المتوقع والمطلوب من قبل المستثمرين في الأوراق المالية. [3]

يمكن حساب العائد المنتظر حسب النموذج كما يلي:

$$E(R_1) = R_F + B_i\,(E(R_m) - R_F)$$

حيث :

R_F: معدل العائد الأصل بدون خطر

$E(R_m)$: معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق

B_i: معامل المخاطرة للورقة المالية[4]

---

[1] - Adelfettah Bouri, Opcit, p141

[2] -بسام محمد الآغا، مرجع سابق، ص 54.

[3] -محمد قاسم خصاونة، **أساسيات الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، 2011، ص 125..

[4]-Abdellah, Boghaba, Analyse et évaluation de projets, 2ème édition Berty édition Alger, 2005, p 128.

ب–تكلفة الأسهم الممتازة:

يحصل حامل السهم الممتاز على عائد ثابت في شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم في الحقيقة هذا العائد هو تكلفة بالنسبة للمؤسسة، ولكنها ليست فعلية بل مجرد تكلفة اسمية، نتيجة لوجود مصاريف الإصدار التي من شأنها أن ترفع التكلفة.[1]

وتكون في هذه الحالة تكلفة الأسهم الممتازة كما يلي: [2]

$$K_{\text{cp}} = \frac{D_p}{V_p(1 - t_{Fe})}$$

حيث:

D_p: نسبة التوزيعات

V_p: القيمة السوقية للسهم

t_{Fe}: تكلفة إصدار الأسهم

ج–تكلفة التمويل الذاتي:

يعتبر التمويل الذاتي أهم مورد داخلي تعتمد عليه المؤسسة في تمويل احتياجاتها المالية، إذ يعبر عن الأرباح المحققة من طرف المؤسسة والتي سوف يعاد استثمارها مستقبلا والموضوعة في شكل احتياطات ومخصصات الاهتلاكات والمؤونات.

إن تكلفة التمويل بالاحتياطات تعد تكلفة ضمنية Implicite (تكلفة الفرصة البديلة Cout d'opportunité) تساوي تكلفة التمويل بالأسهم العادية لأن الاحتياطات هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين:

$$K_0 = \frac{DiV_1}{P_0} + g$$

وبصورة عامة تكلفة الاحتياطات أقل من تكلفة الأسهم العادية ذلك لأن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل وعند احتجازها لا تخضع للضريبة.

[1] –عبد الغفار حنفى، أساسيات التحليل المالي ودراسة الجدوى الدار الجامعية الإسكندرية، 2004، ص 333.

[2] –عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوي الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية،2003، ص 257.

أما مخصصات الاهتلاكات والمؤونات فهي موارد غير مجانية بل وسيلة للتمويل بتكلفة الفرصة البديلة والتي تتمثل في التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس مال المؤسسة.

وهو ما يعني بالتبعية أنه لا ضرورة لدخول الاهتلاكات والمؤونات في عملية حساب تكلفة رأس المال طالما أن المتوسط المرجع يعكس آليا تكلفة ذالك العنصر[1].

2)تكلفة الاستدانة:

أن تكلفة الديون على الشركة هو عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين للقبول بإقراض الشركة [2]

نخص هنا تحديد تكلفة الديون المالية بحيث من غير المجدي دراسة ديون الاستغلال (ديون الموردون...إلخ) نظرا لأن تكلفتها تؤخذ في الحسبان عند حساب تغيرات احتياجات رأس المال العامل للمؤسسة.

تعبر تكلفة الديون عن المعدل الحسابي أو التحين الذي يحقق المساواة بين الأموال المحصلة والمسددة للمقترضين.

أ-تكلفة القروض المصرفية الطويلة والمتوسطة الأجل:

تتمثل تكلفة الاقتراض طويل ومتوسط الأجل في معدل التحين الذي يحقق المساواة بين صافي متحصلات القروض والقيمة الحالية لأقساط تسديد القرض إضافة للمصاريف المالية المسددة بعد الضريبة وهي تعطي بالعلاقة التالية:

$$M = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{R_B + FF(1-t)}{(1+Kj)^t}$$

حيث:

M: أصل القرض

R_B: قسط القرض المسدد في نهاية السنة

Kd: تكلفة القرض

FF: المصاريف المالية قبل الضريبة.

t : معدل الضريبة.

[1] - زغود تبر، نفس المرجع، ص 39.

[2] http://www.najah.edu/file/Bublication/chapter5.pdf/270729748.pdf. 2011/04/10 تاريخ الاطلاع

في حالة تسديد أصل القرض بأقساط (الفائدة +إهتلاك القرض) ثابتة فإن المعادلة العامة تعطي نتيجة مماثلة للعلاقة التالية:

$$K_d=K_{dI}\ (1-t)$$

حيث:

K_{dI} : معدل الفائدة على القرض قبل الضريبة

1-تكلفة السندات:

في حالة عدم وجود علاوة التسديد (القيمة المتحصل عليها والمسددة مساوية للقيمة الأسمية) وبافتراض غياب تكاليف الإصدار فإن تكلفة السند تكون مساوية لمعدل الفائدة الاسمي بعد الضرائب أي[1]:

$$K_d=K_{dI}\ (1-t)$$

حيث:

K_d: تكلفة السند بعد الضريبة

K_{dI} : تكلفة السند قبل الضريبة

t : معدل الضرائب.

أما في حالة وجود علاوة التسديد فإن تكلفة الدين تتمثل في المعادلة التالية

$$K_{\mathrm{d}}=\frac{(1-t)\left(R+\frac{1}{n(P_0-I_{0)}}\right)}{\frac{1}{2}(I_0+P_0)}$$

حيث:

I_0 : القيمة الاسمية للسند

P_0: قيمة إصدار السند (القيمة المسددة)

n: مدة القرض

K_d: تكلفة السند بعد الضريبة

t: معدل الضرائب

R: معدل الفائدة الثابت على السند

[1] – زغود تبر، نفس المرجع، ص 41.

2- تكلفة قرض الإيجار:

وهو المعدل الذي يضمن تساوي مقدار المبالغ المدفوعة مع مقدار المبلغ المتحصل عليه وهو الذي يسحب وفق المعادلة التالية[1]:

$$V_0 = \sum_{i=1}^{n} \frac{(1-t)L_i + A_i(t)}{(1-K_{cb})^i} + \frac{VR_n}{(1+K_{cb})^n}$$

حيث:

V_0 : قيمة الاستثمار الممول بالاعتماد الايجاري

L_i: قيمة الايجار المدفوع في السند السنة i.

A_i: مخصصات الاهتلاك التي كان من الممكن تقيدها في السنة i

$A_{i(t)}$: مقدار الخسارة في تقليص الاهتلاكات من الضرائب

VR_n: قيمة إعادة شراء الأصل في السنة n

t: معدل الضريبة

K_{cb}: تكلفة الاعتماد الايجاري

ب-تكلفة التمويل قصير الأجل:

1-تكلفة الخصم: تتكون تكلفة الخصم من العناصر الأساسية التالية:

*__معدل الفائدة الاسمي__: يحدد من طرف البنك استنادا إلى معدلات مرجعية (معدل السوق النقدية أو معدل القاعدة البنكية EURIBOR مثلا) يضاف إلى ذلك علاوات خاصة بالقرض (علاوة التظهير 0.6%) وأخرى خاصة بالمؤسسة.

*__العمولات__: ممكن أن تخص التكاليف الإدارية لمعالجة الملف أو مقابل الأخطار والخدمات المقدمة (وتكون نسبة من مبلغ القرض).

*__الأيام الإضافية__: **le décompte de jour**: في حالة دفع ورقة تجارية للخصم في يوم j فإن تحصيل المبلغ يكون في يوم J+1 بينما تحسب الفوائد ابتداء من J عوض J+1 هذا اليوم الإضافي يعرف يوم البنك Jour de banque

[1] - زغود تبر، نفس المرجع، ص 41.

وعليه تحدد التكلفة الحقيقة للخصم بالعلاقة التالية :

$$M - FF = \frac{M}{(1+y_d)^{j+3}}$$

حيث $FF = \frac{M.i.(j+1)}{360}$

حيث

FF: المصاريف المالية

i: معدل الفائدة الاسمي

M: مبلغ الورقة التجارية المقدمة للخضم

y_d: معدل الفائدة الحقيقي اليومي للخصم

j: المدة الفاصلة بين تاريخ تظهير الورقة للخصم وتاريخ الاستحقاق

2-تكلفة السحب على المكشوف le découvert:

وتتضمن العناصر التالية[1]:

- **معدل الفائدة الاسمي**: معدل القاعدة البنكية + علاوة خاصة بالقرض+ علاوة خاصة بالمؤسسة

- **العمولات**: الثابتة (متعلقة بمعالجة الملف) والمتغيرة (خاصة بالأخطار).

أما تكلفة السحب على المكشوف الحقيقية فهي تعطي بالعلاقة التالية:

$$M = \frac{M + M\left(tc + \frac{i.j}{360}\right)}{(1+y_d)^j}$$

حيث:

M : مبلغ القرض

t_c : معدل العمولة

i: معدل الفائدة الاسمي

j: عدد أيام التغطية

y_d: معدل الفائدة الحقيقي اليومي للحسب على المكشوف

[1] - زغود تبر، نفس المرجع، ص 41.

بالنسبة للديون المالية القصيرة الأجل تؤخذ بعين الاعتبار عند احتساب تكلفة رأس المال إذا كانت تشكل موارد تمويل دائمة بالنسبة للمؤسسة، وبالتالي تكون لها تكلفة ظاهرة تماثل تكلفة الديون المالية الطويلة الأجل وتقترب قيمتها الأسمية من قيمتها السوقية بما أنها قصيرة الأجل. [1]

ثالثا: العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال:

1)هيكل التكاليف:

كلما كانت التكاليف الثابتة مرتفعة كلما كانت المؤسسة حساسة للظروف الاقتصادية ومن ثمة تكلفة رأسمالها مرتفعة.

2)الحساسية للظروف الاقتصادية الكلية:

توجد هناك بعض القطاعات جد حساسة للظروف الاقتصادية، مثل قطاع النقل أين تكون تكلفة رأس المال مرتفعة على خلاف بعض القطاعات ذات الحساسية الضعيفة.[2]

وتحسب تكلفة رأس المال بالعلاقة التالية:[3]

$$CMP = t.\frac{V_{cp}}{V_D + V_{cp}} + i.\frac{V_D}{V_D + V_{cp}}$$

حيث:

CMP: التكلفة الوسيطية المرجحة (تكلفة رأس المال)

V_{cp}: قيمة الأموال الخاصة

V_D: قيمة الديون

t : تكلفة الأموال الخاصة

i: تكلفة الاستدانة بعد الاقتصاد في الضريبة.

3)خصوصية النشاط:

[1] –زغود تبر، نفس المرجع، ص 42.

[2] - Pierre Vernimmen, Gestion financier 6ème édition Dallez, Paris, 2005, p748.

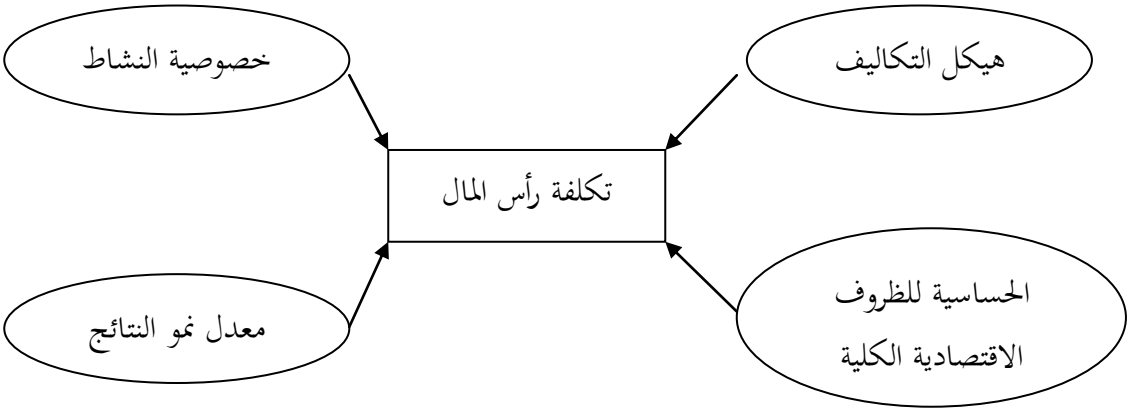
[3] –دادن عبد الوهاب، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية**، مجلة الباحث العدد 4، 2006، جامعة ورقلة ، ص 107- 108.

تكون تكلفة رأس المال مختلفة حسب طبيعة القطاع.

4)معدل نمو النتائج:

يعني زيادة النمو زيادة المخاطر من خلال زيادة الحساسية لتغيرات السوق.[1]

شكل رقم (1-5) : العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على ما سبق

II-معيار المردودية :

بشكل عام المردودية هي عبارة على نسبة النتائج المحققة إلى الوسائل التي ساهمت في تحقيقها.

1-المردودية المالية:

إن معظم المؤسسات الاقتصادية تسعى إلى تعظيم أرباحها وبالتالي تنامي أرباح الأسهم والذي يتحقق من خلال تعظيم المردودية المالية[2] والتي تعطي بالعلاقة التالية:

حيث:

R_F: المردودية المالية

R_{Net}: النتيجة الصافية

[1] - Pierre Vernimmen, Op.cit, p748.

[2] - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 305

Cp: الأموال الخاصة[1]

وتعتبر هذه العلاقة الأبسط والأسهل حسابيا للمردودية المالية إذ تسعى المؤسسة إلى أن تكون نسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة أكبر ما يمكن أي تحقيق نتيجة موجبة بأقل حجم من الأموال الخاصة، وبالتالي يتعاظم الربح على السهم، كما تتعاظم القدرة على التمويل الذاتي. إلا أن نسبة المردودية المالية يمكن حسابها بدلالة كل من نسبة الهيكل المالي (الاستقلالية المالية) والمردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة والضريبة على الربح وهو ما يعرف بعلاقة أثر الرافعة المالية والتي يمكن من خلالها إعادة كتابة علاقة المردودية المالية كالآتي:

المردودية المالية = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية

هذا الشكل يحوي العناصر المتحكمة في مصادر التمويل يمكن استخدامه كآلية لاتخاذ القرار التمويلي، وذاك اعتمادا على حالات أثر الرافعة المالية المتضمنة في المردودية، حيث يمكن إعادة صياغة العلاقات أعلاه كالآتي[2]:

$$R_{cp} = [R_e+(R_e-i) .D/cp]. (1-Is)$$

2-المردودية الاقتصادية La rentabilité économique:

تعرف المردودية الاقتصادية بأنها المردودية المحاسبية للأدوات الصناعية وتحسب بالعلاقة التالية:

$$R_e = \frac{R_{ex}(1-t)}{AE}$$

حيث:

Re: المردودية الاقتصادية AE: الأصل الاقتصادي

Rex: نتيجة الاستغلال t: معدل الضرائب على الأرباح

مكن تحليل المردودية الاقتصادية إلى مركبتين

حيث

$\frac{R_{ex}}{CA}$:معدل الهامش الاقتصادي وهو مؤشر يعين مستوى ربحية المؤسسة

[1] - Pierre Vernimmen, Op.cit, p748.

[2] - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 305

$\frac{CA}{AE}$: معدل دوران الأصول الاقتصادية وهو يقيس قوة المؤسسة على ترجمة أصولها الاقتصادية إلى رقم أعمال[1]

***أثر الرافعة المالية: L'effet de levier:**

1-مفهوم أثر الرافعة المالية:

يفسر أثر الرافعة المالية المردودية المالية بدلالة كل من المردودية الاقتصادية وتكلفة الديون[2] تحدد علاقة أثر الرافعة المالية اعتمادا على العناصر التالية: [3]

Rex: نتيجة الاستغلال cp: الأموال الخاصة

Rnet: النتيجة الصافية D: الاستدانة الصافية

Re: المردودية الاقتصادية i : المصاريف المالية

Rcp: مردودية الأموال الخاصة is: معدل الضريبة على أرباح الشركات

2-حساب أثر الرافعة المالية:

بداية تحدد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الاستغلال

$$R_{Net}= (R_e-ID) (1-IS)$$

وبقسمة طرفي العلاقة على قيمة الأموال الخاصة cp نجد:

$$R_F=R_{Net}/cp= (R_e-ID) (1-IS)/cp$$

$$R_F= R_{Net}/cp+D-ID/(cp+D)(1-IS)/cp/cp+D= R_e-ID/cp+D(1-IS)cp+D/cp$$

$$=R_ecp+D/cp-ID/cp+D^*+D/cp(1-IS)$$

$$=R_ecp +D/cp-iD/cp (1-Is)$$

$$=R_e+R_e^*D/cp-ID/cp(1-IS)$$

$$=R_e(1-IS)+(R_e-i)(1-IS)D/cp$$

نعتبر $K=D/cp$

[1] - Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise 5ème édition, Dalloz, Paris 2002, p324.

[2] - Pierre Vernimmen, Op.cit, p233.

[3] - أسامة عزمي سلام وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، دار الميسرة الأردن، 2008، ص 56.

إذن:

$$RF=R_e+(R_e-i)k(1-IS)$$

حيث:

(R_e-i) : الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الديون

$D/cp=K$: الرافعة المالية وتقيس تركيبة الهيكل المالي

$(R_e-i)K$: أثر الرافعة المالية

من العلاقة الرياضية نجد أن:

مردودية الأموال الخاصة= المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية

هذا يعني أن:

أثر الرافعة المالية = مردودية الأموال الخاصة – المردودية الاقتصادية[1]

3- حالات أثر الرافعة المالية:

يهدف المحلل المالي من خلال حساب أثر الرافعة المالية أي دراسة أثر الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) وأي دراسة من الاستدانة ذات أثر ايجابي على المردودوية المالية، ومتى تكون ذات أثر سلبي في حالات

أ–حالة المؤسسة عديمة الاستدانة: وهي حالة نادرة الحدوث على أرض الواقع وعندما تمول الاحتياجات المالية حصرا بواسطة التمويل الذاتي والرفع في رأس المال

$$D=0 \Rightarrow R_{cp}=R_e.(1-IS)$$

في هذا الحالة لا يوجد أثر للرافعة المالية وبالتالي تتساوى مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح.

ب– حالة المؤسسة المستدينة: تعد الاستدانة أهم مصادر التمويل كما أنها تساهم في تسحين مستويات المردودية الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق نمو للقدرة على التمويل الذاتي والتي تعتبر أهم وسائل التمويل.

[1] -Goerg Depallens et Jean Pierre Jobard, Gestion financière de l'Enterprise 10 édition sirey, Paris, 1990, p351.

لكن من الضروري مراقبة مستويات الاستدانة.

***حالة المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الفائدة (R_e>i):**

عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة تكون أثر الرافعة المالية موجب :

$$(R_e-i)>0 \Rightarrow R_{cp}-R_e = (R_e-i).\ D/cp >0$$

ومنه يمكن تحسين مردودية الأموال الخاصة بزيادة الرافعة المالية D/cp أي زيادة اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة

***حالة المردودية الاقتصادية تساوي معدل الفائدة: (R_e=i):**

هذه الوضعية تؤدي إلى تحديد أثر الرافعة المالية وحينها تتوحد دلالة كل من مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية، وهي نفس حالة انعدام الاستدانة.

***حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة: (R_e<i):** [1]

عند تحقق هذه الحالة يكون أثر الرافعة سالبا:

$$(R_e-i)<0 \Rightarrow R_{cp}-R_e = (R_e-i).\ D/cp <0$$

وتنخفض مردودية الأموال الخاصة بزيادة اللجوء إلى الاستدانة وذلك بسبب ارتفاع المصاريف المالية، وهي حالة أثر الرافعة سالب[2].

المطلب الثاني: القيود المتحكمة في اختيار مصادر التمويل:

يخضع متخذ قرارات التمويل إلى مجموعة من القيود عند اختياره لمورد مالي معين، لأن ذلك يحدث آثارا سلبية تؤثر على تحقيق أهداف أخرى، فاتخاذ القرار التمويلي دون النظر إلى قيد المردودية مثلا من شأنه أن يضخم المصاريف المالية ويعكس ذلك على نتائج المؤسسة لذا لا بد من حصر كل قيود والتقيد بها من أجل سياسة تمويلية خالية من العيوب.

[1] – إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 275-276.
[2] – إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 301-302.

I –القيود الكلاسيكية:

هي من أسس التحليل المالي الكلاسيكي، ورغم أن هذا التحليل تم تجاوزه إلا أن مجموعة من قواعده ظلت ثابتة، وتمثل أساسا للكثير من القرارات المالية.

1–قاعدة التوازن المالي الأدني:

محتواه أن الاستخدامات المستقرة يجب أن تمول بالموارد الدائمة كما يتوجب أن تمول استخدامات الاستغلال بموارد الاستغلال.

الإخلال بهذه القاعدة عند اتخاذ القرار التمويلي يؤدي إلى عدة مشاكل أهمها عجز مفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأس المال العامل.

2–قاعدة الاستدانة العظمي (الاستقلالية المالية):

مفادها أن مجموع الديون المالية يجب أن لا يفوق الأموال الخاصة.

يمكن التعبير عن هذه القاعدة باستخدام نسبة الاستقلالية المالية والتي يمكن أن تأخذ عدة أشكال كالآتي:

الاستقلالية المالية= الأموال الخاصة / الديون المالية

الالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أكبر من الواحد

الاستقلالية المالية = الديون المالية/ الأموال الخاصة

الالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أقل من الواحد

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة/ الموارد الدائمة

من أجل التقيد بقاعدة الاستدانة العظمي يجب ألا يؤثر قرار التمويل على هذه النسبة أي يجب ألا تتعدي النصف قبل اتخاذ القرار أو بعده.

إن الهدف من هذه القاعدة هو جعل المؤسسة تمتع بالاستقلالية المالية أي يجب ألا يفوق مجموع ديونها حجم الأموال الخاصة، فإذا كان قرار الاستدانة يجعل أموال المقرضين أعلى من مساهمة المالكين، فإن هذا القرار

غير عقلاني من منظور الاستقلالية المالية، ويجب أن يعوض بقرار آخر وليكن فتح رأس المال للمساهمة أو التنازل عن بعض الاستثمارات أو التخلي عن بعض النشاطات ....الخ.

3- قاعدة القدرة على السداد:

تقوم هذه القاعدة على أن الديون المالية يجب ألا تفوق ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة المقدرة.

تستخدم النسبة التالية لمساعدة متخذ القرار المالي على مراقبة والتقيد بهذه القاعدة

القدرة على السداد = الديون المالية / القدرة على التمويل الذاتي

ويمكن أن تترجم هذه القاعدة على أن المؤسسة تستطيع تغطية مجمل ديونها باستخدام قدرتها على التمويل الذاتي.

عدم الالتزام بهذه القاعدة يعني الاستمرار في الاستدانة بغض النظر عن مستوى القدرة التمويلية الذاتية، وذلك مؤشر عن زيادة احتمال عدم القدرة على السداد، وبالتالي التوقف عن دفع الديون في آجال استحقاقها، وبالتالي ارتفاع احتمال الإفلاس.

كما تعتبر هذه النسبة مؤشر للمقرضين يساعد على منح قرض للمؤسسة أولا ذلك لأن ملف القرض يحوي على المعطيات المالية التي تساعد المقرض على حساب نسبة القدرة على السداد ومن ثم اتخاذ قراره[1].

4-قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي

يعني يجب أن تمول جزء من الاستثمارات ذاتيا (في حدود الثلث) وأن يغطي الباقي عن طريق الاستدانة.

تهدف هذه القاعدة إلى تنويع مصادر التمويل وذلك عن طريق التمويل الذاتي في حدود الثلث والاستدانة في حدود الثلثين[1].

[1] - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 303.

فإذا مولت المؤسسة استثمارا كليا بواسطة قرض فإن ذلك يزيد من احتمالات تحقق مجموعة من المخاطر كتضخم مصاريف الاستدانة مقارنة بمردودية المشروع، وإذا مول المشروع كليا بموارد ذاتية فإن ذلك قد يفوت فرص الاستفادة من الوفورات الضريبية المحققة بواسطة الاستدانة.

II–قيود أخرى:

إلى جانب القيود المذكورة سابقا توجد مجموعة من القيود تفرض على المسؤول المالي مسار محدد منها:

1–الشكل القانوني للمؤسسة:

تختلف الطبيعة القانونية للمؤسسات فقد تكون مؤسسة خاصة أو مؤسسة عمومية، كما قد تكون شركة أموال، أو ضمن شركات الأشخاص وفي كل شكل قانوني هناك مصدر للتمويل يتوافق مع الأسس القانونية له. يختلف مصدر التمويل حسب الطبيعة القانونية

2–حجم المؤسسة:

إن حجم المؤسسة أثر في اختيار مصادر التمويل. فكلما زاد حجم المؤسسة كلما أدى إلى تنويع مصادر التمويل وكلما قل حجمها كلما قلص من إمكانية التنويع

3–حالة السوق المالي:

إن السوق المالي يؤثر على إمكانية تنويع مصادر تمويل المؤسسة، فإذا كانت السوق غير مشجعة للإصدار أي أن الأوراق المالية تفقد قيمتها أكثر مما تزداد فمن الأفضل البحث عن موارد بديلة وأهمها الاعتماد على النظام البنكي والائتمان التجاري أما إذا كانت السوق في حالة طبيعية فأمام المسير المالي مصادر تمويل متنوعة سواء داخل السوق أو خارجه.

خلاصة:

من خلال هذا حاولنا حصر جميع مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة سواء كانت أموال خاصة (التمويل الذاتي، الرفع في رأس المال، رأس المخاطر) أو أموال استدانة إذا خلصنا أن التمويل الذاتي يمثل أفضل نمط تمويل إذا تم ترشيد استعماله كما يمكن للمؤسسة اللجوء إلى زيادة رأس المال بطرح أسهم جديدة للاكتتاب الأمر الذي يتيح لها تحصيل أموال بصفة نهائية والمحافظة على طاقتها للاستدانة، كما يمكن أن تلجأ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمويل برأس المال عن طريق شركات رأس المال المخاطر كبديل مستحدث للتمويل. وأخير تناولنا اللجوء إلى الاستدانة كمصدر للتمويل.

[1] – إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 304.

وكخطوة أخيرة خلصنا أن المؤسسة تقوم بالمفاضلة بين مصادر التمويل وفق منها معيار التكلفة ومعيار المردودية كما يجب على المؤسسة أن تراعي بعض القيود والقواعد التي تفرضها البيئة المالية التي تنشط فيها.

الفصل الثاني

الأسس النظرية للهيكل المالي

تمهيـد:

بعدما تطرقنا في الفصل السابق إلى مختلف مصادر التمويل في المؤسسة وتكاليفها وتعتبر قضية اختيار هيكل التمويل من أكثر القضايا إلحاحا حيث أنه على مدار ما يقارب أربعين عاما هناك جدل قائم بين الماليين حول ما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل من عدمه وما إذا كان هيكل التمويل يؤثر على قيمة المؤسسة.

وبالتالي فإن الموضوع الجوهري لهذا الفصل هو كالتالي: ما هو الهيكل المالي؟ وما هي العوامل المحددة له؟ وهل يوجد هيكل مالي أمثل؟ والواقع أن النظريات المتعلقة باختيار ومحددات الهيكل المالي عرفت أربع 4 مقاربات والتي سوف نتناولها في هذا الفصل:

1. المنظور التقليدي والذي يقوم على نظرية الربح الصافي؛
2. نموذج Modiglion et Miller التي تفترض عدم وجود هيكل مالي أمثل؛
3. نظرية التوازن التي تفترض وجود هيكل مالي أمثل من خلال تكلفة الإفلاس والوكالة؛
4. النظرية الحديثة للمشروع: وتقوم على أساس نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل التي تفترض وجود تسلسل بين مصادر التمويل.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهيكل المالي:

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي:

I–مفهوم الهيكل المالي:

يعرف الهيكل المالي على أنه: "توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها ويتكون الهيكل المالي للمؤسسة من عناصر التي تشكل جانب الخصوم في ميزانية المؤسسة سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل سوا كانت أموال دين أو حقوق ملكية[1] وفي البداية لابد أن تعرف بين مصطلحين هامين الأول يتعلق بالهيكل المالي والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة والثاني هيكل رأس المال ويقصد به التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من : القروض طويلة الأجل، والأسهم الممتازة وحقوق الملكية التي تتكون بدورها من الأسهم العادية والاحتياطات، والأرباح المحتجزة، حيث يستعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل".[2]

كما يترجم الهيكل المالي (أو البنية المالية) للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها. فتختلف تكلفة التمويل من مورد مالي إلى آخر حسب الطبيعة، فإذا كان مصدر التمويل هو الاستدانة فإن المؤسسة في وضع مخاطرة بينما إذا كان مصدر التمويل هو الأموال الخاصة فإن الأمر يختلف تماما حيث أن المؤسسة في هذه الحالة أماما ما يعرف باسم تكلفة الأموال الخاصة.[3]

يقصد بالهيكل المالي "كيفية قيام المؤسسة بتمويل مختلف أصولها من موارد داخلية أو خارجية وهو يختلف عن هيكل رأس المال الذي يمثل التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من قروض طويلة الأجل والأموال الخاصة وتستبعد القروض قصيرة الأجل ومن هنا فهيكل رأسمال الشركة هو جزء من هيكلها المالي [4].

---

[1] –محمد صالح الحناوي، فهال فريد مصطفى، **الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال**، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2008، 360.

[2] – مفيدة يحياوي، **تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية**، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 3، أكتوبر، 2002، ص40.

[3] – عاطف وليم أندراوس، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات** ، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص 401.

[4] – دادن عبد الوهاب، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 4، 2007، ص 107.

المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي Determinants of finical structure:

وتمثل المتغيرات الآتية أهم محددات الهيكل المالي:

1-هيكل الأصول Asset structure:

المؤسسة التي تمتلك أصولا يمكن تقديمها كضمان للمقرضين يكون لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال المقرضة أي أن هناك علاقة بين هيكل الأصول والطاقة الاستيعابية للدين فعندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة فإن هذا يعني بدوره أن أرباح المؤسسة شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات. وهنا يكون الاقتراض عاملا لزيادة التقلب وعدم الاستقرار في الأرباح المتاحة للمساهمين وهذا يجعل المؤسسات التمويلية تتردد في إقراض مثل هذه المؤسسة إلا ضمن حدود ضيقة لئلا تساهم في زيادة خطر تقلب أرباح المؤسسة وتجعل نتائجها سلبية .

كما أن نسبة الاقتراض تزداد كلما زادت نسبة الأصول الثابتة لأنها كثر الأصول ملائمة لتقديمها كضمان وقدرتها على تحقيق أعلى ربحية من الموجودات، نظرا لاتجاه أصحاب الملكية للاستثمار في مشاريع ذات مخاطرة مرتفعة نسبيا لأن ذلك يدفع بالدائنين لطلب رهن أصول المشروع لصالحهم وحمايتهم في حالة فشل المشروع، ويقل تمويل المدينين لمشاريع لا تحتوي على أصول قابلة للرهن، وبالتالي تقل تكلفة الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين أصحاب الملكية والدائنين وبالتالي سيقل فائض الأموال لدى المؤسسة نتيجة لتسديد القروض والذي يمكن أن يستخدمه المديرون لصالحهم الخاص.

2-درجة التخصص: Specialization degree :

كلما اتجهت المؤسسة نحو التخصص ارتفعت تكلفة الإفلاس، وذاك بالمقارنة مع مؤسسات أخرى تتبع سياسة التنويع فيصبح من المتوقع أن تميل المؤسسة التي تعمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض لتخفيض درجة المخاطرة في هيكل رأس المال[1].

[1] – سليمان شلاش، علي البقوم وسالم العون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال الأردنية، 2004، ص 13على خط: Web2.aabu.edu.jo/nara/momar/suportfile/1414.doc.

3-استقرار المبيعات Saler stability:

هناك علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح الشركة والتمويل بالدين فكلما كانت المبيعات وأرباح الشركة أكثر استقرار استفادت المؤسسة من رافعة التمويل، وحققت مخاطرة أقل مما لو كانت متقلبة. وأن الأرباح والمبيعات تزيد من الطاقة الاستيعابية للاقتراض، وتحمل نسب مديونية عالية في المؤسسة.

4-موقف المؤسسات التمويلية اتجاه الخطر:

إن الترتيب الائتماني للشركة ومقدرتها على الاقتراض بشروط قياسية تعتمد في أهم وجوهها على نسبة الدين في هياكل تمويل المؤسسة. وكلما احتاجت المؤسسة إلى تمويل جديد فإن موضوعي هيكل تمويل المؤسسة ومزيج التمويل المناسب يتصدر المناقشات والمفاوضات بين المؤسسة والقطاع المصرفي أو مؤسسات التمويل.

5-السيولة: Liquidity :

تعبر السيولة على قدرة المؤسسة في مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل وذلك من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى "سيولة المؤسسة" ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية، أي من خلال تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسارة لها "سيولة الأصل".

إن السيولة ذات تأثير مزدوج على هيكل رأس المال حيث يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة ونسبة الدين علاقة موجبة أو سالبة فالمؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية لها القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل الأمر الذي يسهل عيها الاقتراض وهنا تتوقع العلاقة الموحية بينهما. أما من ناحية أخرى وفي ظل عدم تماثل المعلومات المتوافرة للمؤسسات والأسواق المالية، فقد تستخدم المؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية تلك السيولة من اجل تمويل استثماراتها، وفي هذه الحالة تقل نسبة الديون لديها الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الديون.

6-التشريعات الضريبية والإعفاءات والوفرات:

إن معظم الدراسات أشارت أن المؤسسات ذات الإعفاءات الضريبية المرتفعة مقارنة مع دخلها تحتوي على نسب مديونية منخفضة مقارنة مع المؤسسات الأخرى المتشابهة، وأن قرار المؤسسة التمويلي يعتمد على مقدار الإعفاءات الضريبية حيث أن عملية قيام المؤسسة بالاقتراض لتمويل مشاريعها له فوائد ضريبية مقارنة مع قيام المؤسسة بإصدار أسهم جديدة وذلك لأن الربح على الأسهم يدفع بعد الضرائب.

وتبين وجود علاقة موجبة بين نسبة الاهتلاك ونسبة المديونية.

7- الربحية Profitability:

هي الهدف الأساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرين ويتحقق هذا الهدف من خلال قرارين مهمين هما: قرار الاستثمار، وقرار التمويل.

قرار التمويل هو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة لتمويل الاستثماراتها.

ووفق افتراض تسلسل مصادر التمويل فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل، ثم تم تتبعها القروض، وأخيرا إصدار سندات جديدة وبناء عليه، يصبح من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتميز بارتفاع معدلات إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة ولدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة وبناءا عليه نتوقع وجود علاقة عكسية بين الربحية الديون والسبب في ذلك أن المؤسسات التي تتمتع بربحية متدينة وتواجه فرصا استثمارية جيدة، دون شك ستلجأ إلى التمويل الخارجي وستبدأ بالديون قبل إصدار حقوق الملكية ووفقا لمبدأ التدريج في استخدام مصادر التمويل وهذا من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع مستوى الديون في المؤسسة على الجانب الآخر، فإن المؤسسات التي تتمتع بربحية مرتفعة تواجه فرصا استثمارية جيدة فإنها تستخدم أرباحها في تمويل الاستثمارات الأمر الذي يجعل نسبة الديون لها متدينة.

8-الحجم Size :

إن المؤسسات صغير الحجم تتحمل تكلفة أكبر من المؤسسات الكبيرة في حالة اتجاهها للاقتراض طويل الأجل، وتزداد هذه التكلفة في حالة اتجاه المؤسسات الصغيرة لإصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريعها لذلك تتجه هذه المؤسسات للاقتراض قصير الأجل وبالتالي تكون عرضة لارتفاع تكاليف الوكالة والتصفية عندما تتعرض للمشاكل المالية وارتفاع عنصر المخاطرة الزائد نسبيا، وعليه فمن المتوقع أن يكون هناك علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومخاطر الإفلاس فالمؤسسات الكبيرة التي عادة ما يتم نشاطها بقدر من التنويع تتعرض إلى المخاطرة بدرجة أقل ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال. وأضافت الدراسات إلى أن العلاقة موجبة بيم الحجم ونسبة الرفع المالي.

9-معدل النمو: Growth rote:

إن المؤسسات الفردية أو المساهمة المحدودة، والتي تعتمد على أموال الملكية في تمويل استثماراتها عادة ما تلجأ إلى الاقتراض لتمويل استثماراتها دون اللجوء إلى أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفتها وإن الجمع بين أموال الملكية والاقتراض من شأنه أن يرفع من تكلفة الوكالة.

وهناك من يعتقد أن المؤسسات التي تعتمد على التمويل بالدين الذي يحمل درجة من المخاطرة قد تضطر إلى العزوف عن الدخول في الاستثمارات إضافة إلى ذلك فإن الاستثمارات المرتقبة هي أصول رأسمالية شأنها زيادة قيمة المؤسسة في المدة الطويل، لكنها لا تدر دخلا في الوقت الحاضر، كما أنه لا يمكن استخدامها كنوع من الضمان وأن قيمتها معرضة للانخفاض في حالة المؤسسة تواجه خطر الإفلاس الأمر الذي يجعل من علاقتها سالبة مع نسبة الديون.

ومما ذكر سابقا يمكن صياغة العوامل المحددة للهيكل المالي بالنموذج الرياضي التالي من خلال معادلة الانحدار المتعدد، كما يلي:

$$\tilde{Y}=\alpha+B_1X+B_2Z+B_3W+B_4G+U$$

حيث أن :

Y: تمثل الهيكل المالي للمؤسسة وهو المتغير التابع

X: تمثل نسبة السيولة (العامل المستقل)

Z : تمثل نسبة الربحية (العامل المستقل)

W: تمثل نسبة المديونية السابقة (العامل المستقل)

G: تمثل نسبة النمو (العامل المستقل)

U: تمثل المتغيرات العشوائية غير داخلية في النموذج[1]

[1] –سليمان شلاش، على البقوم وسالم العون، مرجع سابق، ص 17.

المبحث الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي :

المطلب الأول : النظريات التقليدية للهيكل المالي :

إن التطور الذي عرفته وسائل التمويل يعود إلى الخاصية الإستراتيجية للهياكل المالية إذ تعكس هذه الأخيرة طبيعة الإستراتيجية المالية التي تسمح للمؤسسة بمباشرة نشاطها أو بعبارة أخرى الحيازة على أصولها و هنا تعددت العناصر التي تشملها هذه الهياكل و التي يمكن تلخيصها في مكونين رئيسيين هما الديون و الأموال الخاصة .

من بين المشاكل الأكثر إلحاحا في مجال مالية المؤسسة هي تلك التي تتعلق بالتساؤل المحوري التالي : ماهو أثر الهياكل المالية على قيمة المؤسسة ؟ ففي واقع الأمران مشكلة اختبار هياكل رأس المال قد أثار جدلا حادا بين الماليين منذ قرابة سنة فقد ذهب الكلاسيك لأسباب بوجود مستوى أمثل للاستدانة وهو المنظور الذي نحاول التعرض إلى أهم خصائصه

I–نظرية الربح الصافي :

1– المفهوم : قبل سنة 1958، وهو تاريخ نشر نموذج Modigliani et Miller و حسب المنظور التقليدي يوجد معدل أمثل للاستدانة في هيكل تمويل المؤسسة، فللاستدانة حسب وجهة نظر المساهمين خاصيتين متضادتين، فمن جهة، فهي تمثل بالنسبة لهم إلزامية سداد بشكل منتظم فوائد القروض الأمر الذي من شأنه أن يولد فقدان مكافئات رأس المال إذا كانت النتيجة المحققة غير كافية؛و من جهة أخرى، الفرق بين ما يمكن أن يدره استثمار ممول بواسطة قرض، و كلفة رأس المال المقترض يكون في صالح المساهمين.

فإذا كان الربح المنتظر كبير حتى ولو كانت المؤسسة مستدينة، فإن ذلك من شأنه أن يزيد في ثروة المساهمين، يوجد إذا نقطة حيادية للمردودية التي تفصل بين مجالين، مجال تؤدي فيه الاستدانة إلى زيادة ثروة المساهمين، و أخرى يكون لها الأثر العكسي (إذا كانت الأرباح غير كافية).[1]

حسب النظرية التقليدية يوجد هناك هيكل مالي أمثل الذي يسمح للمؤسسة بتعظيم قيمتها هذه النظرية تم التعديل عليها عن طريق نظرية أثر الرافعة المالية و نظرية الربح الصافي.

[1] إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص347-348.

فحسب النظرية التقليدية فإنه بفضل الاستعمال المجدي لأثر الرفع الذي تتميز به الإستدانة و الذي من خلاله تستطيع المؤسسة التقليدية تذنية التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال أي تدنية تكلفة تمويلها أما حسب نظرية الربح الصافي فإن كل مصدر تمويل يولد تكلفة خاصة به و بشكل مستقل عن الهيكل المالي الكلي للمؤسسة.

في مثل هذه الظروف، وإذا كانت مختلف مصادر التمويل المتاحة تولد تكاليف غير متعادلة فعلى المؤسسة البحث عن تعظيم حصة المصدر الأقل تكلفة من أجل تقليل تكلفة تمويلها الإجمالية، فلا يوجد إذا هيكل مالي أمثل إلا إذا كان التمويل يتم بالمصادر الأقل تكلفة، فحتى وإن لم تستطع المؤسسة الوصول إلى هذه النقطة من التوازن عليها إعتماد سلوك يسعى نحو الأمثلية كلما كان ذلك ممكنا بتدعيم حصة المصادر ذات التكلفة المنخفضة.[1]

فروض نظرية الربح الصافي: تقوم هذه النظرية على الفروض الأتية:

- معدل المردوية المطلوب من قبل المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة) Kcp ومعدل الفائدة على السندات والقروض Kd تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسبة الاستدانة؛
- معدل المردودية الذي يطلبه المساهمون Kcp يكون أكبر من معدل الفائدة على الديون Kd وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطرة التي يتعرض لها المساهمون؛
- حجم الأصول الاقتصادية ثابت لا يتغير وهذا يعني أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها الهيكل المالي ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع المؤسسة من تغيير الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ونظرا لأن حجم الأصول الاقتصادية ثابت هذا يعني أن نتيجة الاستغلال ثابتة لا تتغير؛
- عدم وجود ضرائب أو تكلفة الإفلاس (إفتراض أن الديون خالية من الخطر).[2]
- فإذا كان Kd يختلف عن Kcp، فالسلوك العقلاني يكمن في الرفع من المصدر الأقل كلفة في التمويل، في حين أنه عموما تكون تكلفة الدين Kd اقل من تكلفة الأموال الخاصة Kcp نتيجة إمكانيات التخفيض الضريبي الذي تتيحه المصاريف المالية على الاستدانة، ففي هذه الحالة التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال K0 تكون دالة متناقصة للمعدل L = D/CP.

هذا التحليل يمكن عرضه على أساس مجرد امتداد لطرق حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال الذي يمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:

[1] إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص348.

[2] حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، دار الوراق للنشر، عمان الأردن، 2004، ص761.

$$K_0 = (D / D+Cp)Kd + (Cp/ D+Cp)Kcp$$

حيث:

K_0: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (تكلفة الأموال).

Kd: تكلفة الديون.

Kcp: تكلفة الأموال الخاصة.

بضرب المقدار 1/Cp في البسط والمقام نحصل على:

$$K_0 = Kd(D/Cp/D/Cp+Cp/Cp) + Kcp(Cp/Cp/D/Cp+Cp/Cp)$$

ومنه:

$$K_0 = Kd(D/Cp/1+D/Cp) + Kcp(1/1+D/Cp)$$

ولدينا L = D/Cp ، فنحصل على:

$$K0 = Kd(L/1+L) + Kcp(1/1+L)$$

بحيث Kd و Kcp ثابتين، و K0 تمثل دالة متناقصة لـ L اذا كان Kd < Kcp.

3- نظرية الربح الصافي كمفسر للهياكل التمويلية:

تحدد هذه النظرية علاقات متباينة بين التكلفة الإجمالية للتمويل والهيكل المالي حسب معدل المردودية التي وصلت إليه المؤسسة.[1]

أ- سلوك المقرضين:

بالنسبة لهذه النظرية ثقل الاستدانة المؤسسة التي تقاس بالعلاقة L=D/CP يقود المقرضين إلى الرفع من مطالبهم مما يثقل تكلفة الاستدانة بالنسبة للمؤسسة؛

فبصفة عامة تكلفة الاستدانة i يفترض أنها تتغير حسب قيمة L عبر مرحلتين:

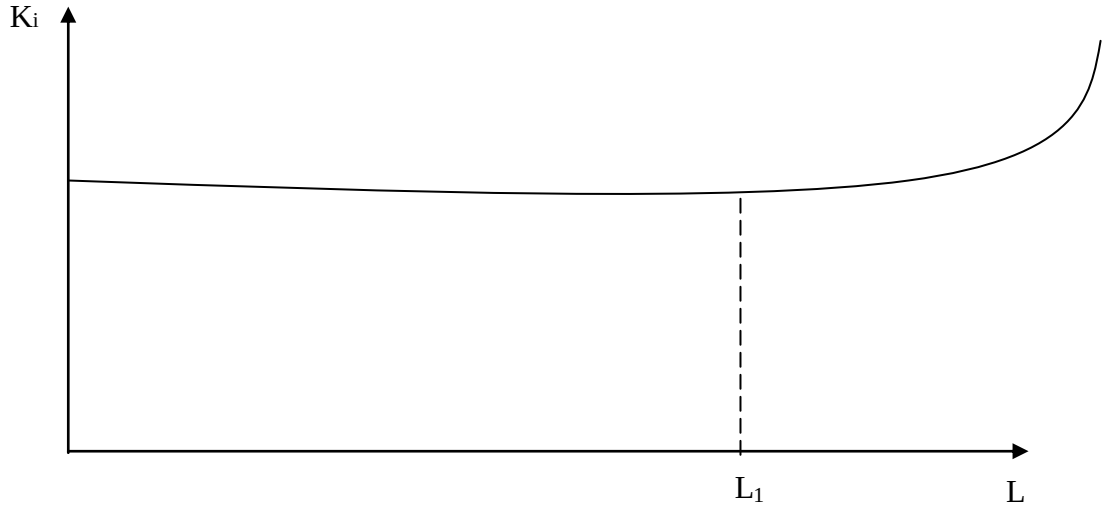
1- من اجل 0< L<L1 أي أنه بالنسبة لمستويات الاستدانة المنخفضة Kd يبقى ثابت؛

[1] إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص349.

2- من اجلL>L1 ، يبدأ المقرضين يشعرون بتفاقم المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة بفعل ثقل مديونيتها، فيطلبون مكافئة متزايدة؛

في هذه الحالة L1 لا يمثل المؤشر الذي يحدد حدود الاستدانة وإنما يمثل عتبة دخول المؤسسة إلى مستوى مخاطرة، ففي هده الحالة يمكن تمثيل العلاقةKd=Kd (L) كما يلي[1]:

الشكل رقم (2-1): منحنى يبين سلوك المقرضين



المصدر: إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص350.

ب- سلوك المساهمين:

تقترح هده النظرية تحليلا لسلوك المساهمين مشابها لتحليل سلوك المقرضين، فالمساهمين في المؤسسة يقابلون الارتفاع في L بتقدير أعلى لمعدل المكافئة المنتظر من المؤسسة، أي تكلفة الأموال الخاصة Kcp.

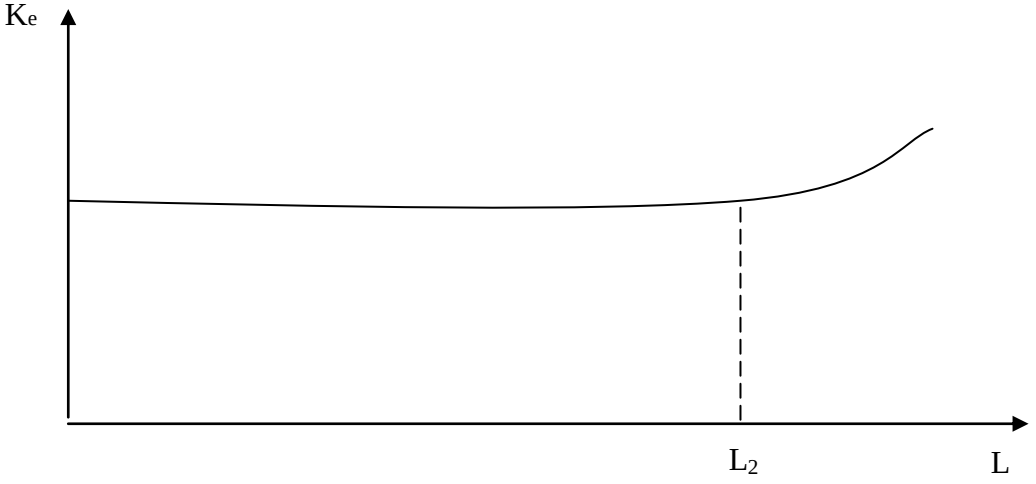
فحسب تمثيل أول تعرف تكلفة الأموال الخاصة تغيرات كتلك التي تتعرض لها تكلفة الاستدانة فالعلاقةKcp=Kcp(L) تكون ثابتة من اجل كل القيم لـ L اقل من حد معين L2.

فأي تجاوز لـ L2 يؤدي إلى زيادة في Kcp ، في مثل هده الحالة يمكن تمثيل العلاقة

Kcp=Kcp(L) في الشكل التالي:

[1] إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص350.

الشكل رقم (2–2): منحنى يبين سلوك المساهمين

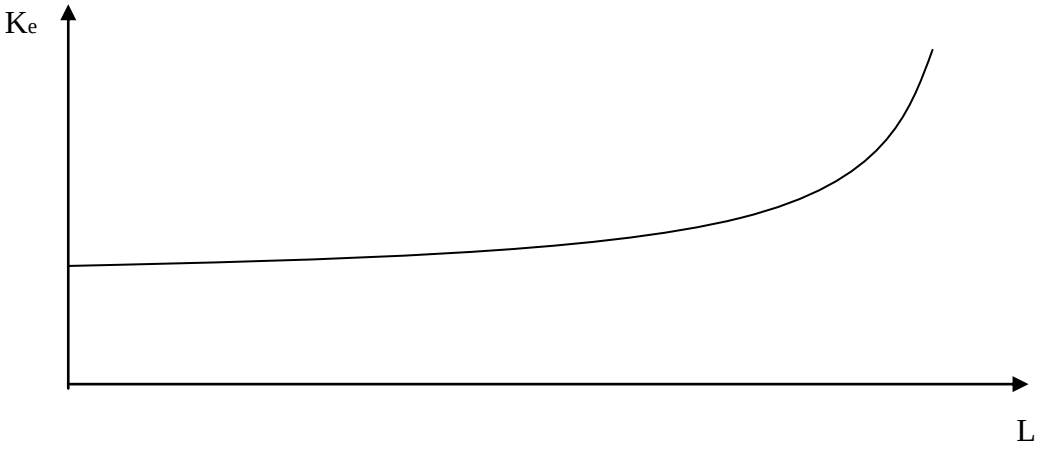


المصدر: إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص351

وحسب تمثيل ثاني، تصبح Kcp تمثل علاقة متزايدة من اجل كل قيم L .

و المنحنى التالي يمثل العلاقة الطردية بين تكلفة الأموال الخاصة ومستوى الاستدانة في المؤسسة[1].

الشكل رقم (2–3): منحنى يبين العلاقة الطردية بين تكلفة الأموال الخاصة و مستوى الاستدانة



المصدر: إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص351.

و أخيرا وحسب تمثيل ثالث لدالة تكلفة الأموال الخاصة، فإنها تعرف ثلاث مجالات للتغير:

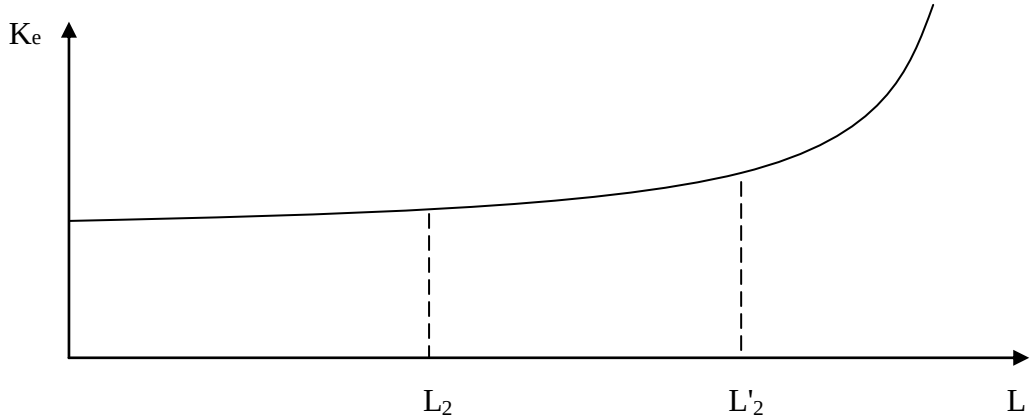
- من اجل0<L<L2، تمثل مستويات منخفضة للاستدانة، وبالتالي تبقى الأموال الخاصة ثابتة ومنه (L)=0 K'cp؛

[1] إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص351.

- من اجل L2<L<L'2 يبدأ المساهمين في رد فعلهم اتجاه إرتفاع نسبة الاستدانة فيطالبون بمكافئة إضافية تتزايد بمعدل ثابت، فيصبح لدينا K'cp(L)=a بحيث a>0؛
- و أخيرا من اجل L>L'2 ، يعتقد المساهمين انه تم تجاوز عتبة حرجة فيبدؤون بالرفع من مطالبهم بدون توقف كلما ارتفع المعدل L ، فيصبح لدين K'cp= K'cp(L) بحيث K">0 ؛

ومنه يكون لدينا الشكل التالي لـ Kcp [1] :

الشكل رقم (2-4): منحنى يبين سلوك الاستدانة و تكلفة الأموال الخاصة



المصدر: إلياس بن ساسي،مرجع سابق، ص352.

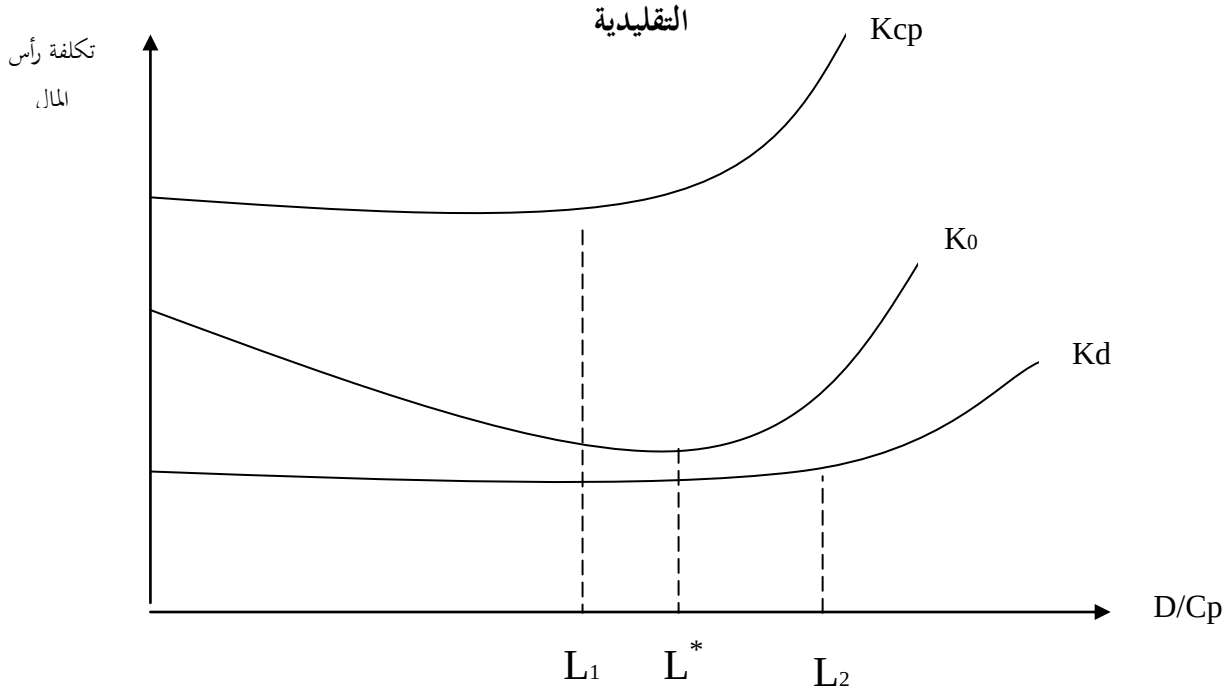
❖ **تطور تكلفة رأس المال:**

بعد استعراضنا لتحليل تغيرات تكلفة الأموال الخاصة والديون عند إرتفاع نسبة الاستدانة، قامت النظرية التقليدية بتحليل العلاقة بين مختلف توليفات (الأموال الخاصة والديون) الممكنة للتمويل وتكلفة رأس المال.

فإذا أخدنا مثلا التمثيل الأول لعلاقة تكلفة الأموال الخاصة فإن دالة تكلفة رأس المال تأخذ الشكل التالي:

[1] إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص352.

الشكل رقم (2–5): منحنى يبين العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاستدانة حسب النظرية التقليدية



المصدر: زغود تبر، مرجع سابق، ص63.

من خلال الشكل نستنتج أنه:

- من اجل 0<L<L1: حيث أن تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون تظل ثابتتين، وبما أن Kd < Kcp فإن إرتفاع نسبة الاستدانة سوف يؤدي إلى إنخفاض تكلفة رأس المال وإرتفاع قيمة المؤسسة في هذه الحالة تكون تكلفة رأس المال دالة متناقصة بالنسبة لـ L وبالتالي هذه المرحلة تتفق مع ما توصلت إليه نظرية الربح الصافي؛
- من اجل L1<L<L* : بعد L1 تعرف تكلفة الأموال الخاصة Kcp ارتفاع متزايد وذلك بسبب ارتفاع المخاطر المالية التي يتحملها المساهمون والناجمة عن إرتفاع نسبة الاستدانة، إلا أن تكلفة الديون تظل ثابتة (L<L2) وأقل من تكلفة الأموال الخاصة وبالتالي تستمر تكلفة رأس المال نحو الإنخفاض عند ارتفاع نسبة الاستدانة لكن بشكل بطيء مقارنة بالمرحلة السابقة، ذلك لأن الإنخفاض في تكلفة رأس المال الناجم عن زيادة الاستدانة يفوق الارتفاع في تكلفة رأس المال الناجم عن ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة؛
- من اجل L = L*: في هذه الحالة يتساوى تأثير تكلفة الأموال الخاصة والديون على تكلفة رأس المال مما يولد تكلفة دنيا لهذه الأخيرة وقيمة قصوى للمؤسسة؛[1]

[1] زغود تبر، مرجع سبق ذكره، ص64.

- من اجل القيم $L1<L<L^*$: في هذا المجال تعرف تكلفة رأس المال ارتفاع ذلك لأن ارتفاع نسبة الاستدانة لم يعد كافيا لتحقيق تخفيض في تكلفة الأموال يعوض الإرتفاع في تلك التكلفة الناجم عن ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة؛
- من أجل $L>L2$: تستمر تكلفة رأس المال في الارتفاع بسبب ارتفاع كل من تكلفة الأموال الخاصة والديون مما يؤثر سلبا على القيمة السوقية للمؤسسة بالانخفاض.

هذا التحليل لتكلفة رأس المال يسمح بتحديد هيكل مالي أمثل وعتبة محددة بـ $L= L^*$

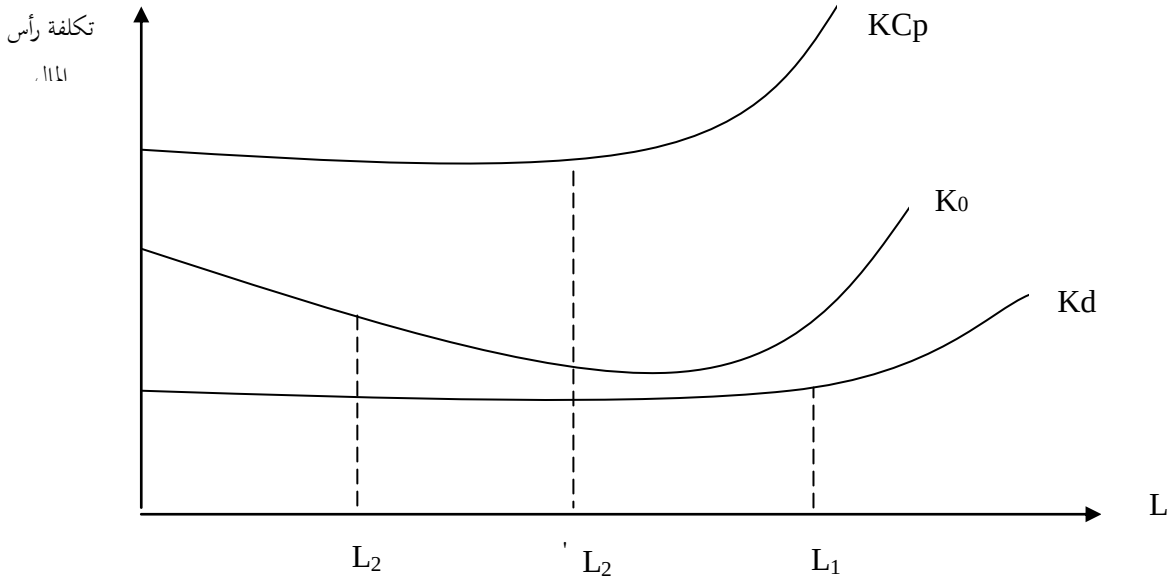
والتي تكون عندها تكلفة رأس المال في حدها الأدنى وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى. أما إذا أخدنا تمثيل تكلفة الأموال الخاصة فإننا سوف نحصل على نتائج مختلفة قليلا ذلك لأن منحنى تكلفة رأس المال لا يسمح بتحديد نسبة مثلى للاستدانة وبالمقابل يسمح بتحديد مجال أمثل بالنسبة لسلسلة من التكلفة الإجمالية الدنيا palier de cout global minimal.

فحسب هدا التحليل فإن منحنى تكلفة رأس المال يعرف تغيرات متباينة على ثلاث مجالات:

- $L<L2$: تكون تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون ثابتتين، وبما أن $Kd<KCp$ وبالتالي ارتفاع نسبة الاستدانة L سوف يؤدي الى انخفاض تكلفة رأس المال؛
- $L2<L<L'2$: ترتفع تكلفة الأموال الخاصة Kcp بمعدل ثابت يؤدي إلى إرتفاع تكلفة الأموال، إلا أن ارتفاع هذه الأخيرة يعادل الوفورات المترتبة على زيادة نسبة الاستدانة (المصدر الأقل تكلفة) مما يجعل تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة ثابتتين؛
- $L>L'2$: الارتفاع المطرد لتكلفة الأموال الخاصة Kcp ثم لتكلفة الديون Kd يؤدي الى ارتفاع تكلفة الأموال K0 وإنخفاض قيمة المؤسسة؛

في هذه الحالة يكون لدينا تمثيل دالة تكلفة رأي المال $K0 = K0(L)$ بمنحنى على شكل الحرف " u " الذي لا يعرف توفيقة مثلى، ولكن مجال تمويل امثل التي تسمى "مجال الاستدانة الأمثل".

الشكل رقم (2–6): منحنى يبين الهيكل التمويلي الأمثل



المصدر : زغود تبر، مرجع سابق، ص65.

المطلب الثاني: النظريات الحديثة في تفسير الهيكل المالي:

I– نموذج Modigliani et Miller انعدام هيكل التمويل الأمثل:

تعتبر هذه النظرية من أبرز الانجازات في أدبيات التمويل إذ تنفي هذه النظرية أي علاقة للهيكل المالي بالقيمة السوقية للمؤسسة، وذلك يعني أن القرار التمويلي لا يرتبط بإنخفاض القيمة السوقية للمؤسسة أو ارتفاعها، وإنما يحدده القرار الاستثماري فقط.

وقد جاءت هذه النظرية على شكل مقترحين ظهر أولهما عام 1952 وظهر الثاني في عام 1963.[1]

يجيب الاقتصاديان "مود يقلياني وميلر" على السؤال حول أمثلية الهيكل المالي ب "لا"، أي لا يوجد هيكل مالي أمثل حيث يريان بأن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي، ففي ظل سوق مالية كفء وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل وقد بنيت النظرية على ما يسمى بالمراجحة أو التحكيم (Arbitrage) والواقع أن هذه النظرية استندت إلى جملة من الفروض الغير واقعية وهي:

[1] مليكة زغيب، نعيمة غلاب، **دراسة السلوك المالي للمؤسسات الصناعية**، على الخط eco.asu.edu.jo/ecofaculty/wp-content/uploads/2011/04/65.doc، تاريخ الاطلاع 2011/05/24.

- أسواق رأس المال هي أسواق كاملة: المعلومة مجانية ومتاحة، ليس هناك ضريبة، وليس هناك تكلفة المعاملة coûts de transactions، مع افتراض أن للمستثمرين سلوك عقلاني؛
- توقعات متماثلة بالنسبة للمستثمرين؛
- استبعاد خطر الإفلاس؛
- يمكن تصنيف كل المؤسسات إلى " فئات مخاطرة متعادلة " أين تكون أسعار الفائدة ثابتة؛
- يمكن للأفراد و مؤسسات الإقراض و الاقتراض دون حدود، بمعدلات دون مخاطرة؛
- المؤسسات تقوم بتوزيع كل أرباحها، من اجل تفادي تأثر سياسة توزيع مكافآت رأس المال مع هيكل رأس المال.[1]

ويعتبر كل من "مود يقلياني وميلر" أن قيمة المؤسسة يكشف عنها برسملة أرباحها خلال عدة فترات بمعدل استحداث يتعلق بقطاع نشاطها.

وأدى الافتراض السابق إلى ضرورة التمييز بين حالتين:

أولا: حالة غياب الضرائب: تكتب في هذه الحالة الصيغة العامة لأثر الرافعة كما يلي:

$$Rf = Re + (Re - i) * D/CP \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(01)$$

حيث:

Rf: معدل مردودية الأموال الخاصة المفروض من قبل المساهمين وبالتالي فهي عبارة عن تكلفة الأموال الخاصة.

فعلما أن

$$CMP = Rf[Cp/(Cp +D)] + i [D/(Cp + D)] \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(02)$$

وبما أن CMP هي تكلفة رأس المال، فإنه يمكننا تعويض Rf بقيمتها حسب العلاقة (01) في العلاقة (02) فنحصل على المعادلة:

$$CMP = Re$$

[1] دادن عبد الوهاب، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد04، 2006، ص109.

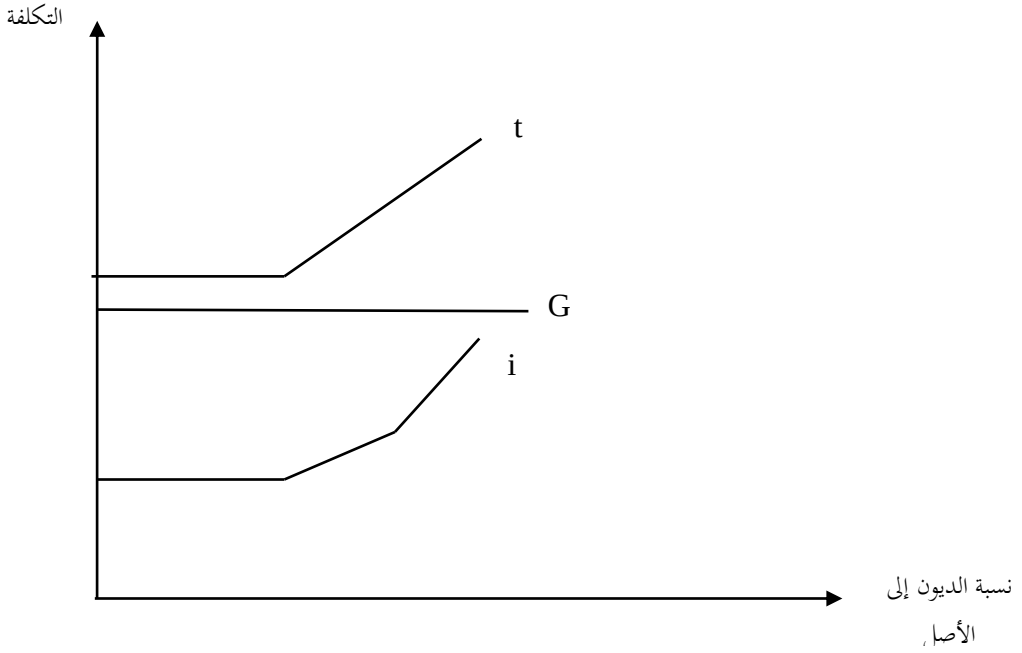
وعليه فإن تكلفة رأس المال عبارة عن معدل المردودية الاقتصادية الأدنى المفروض، فهي إذا مستقلة عن هيكلها المالي فتوصل الباحثان إلى أن زيادة الديون في هيكل التمويل يؤدي إلى:

- إنخفاض تكلفة الأموال المرجحة بسبب رخص تكلفة القروض؛
- زيادة تكلفة الملكية (الأموال الخاصة) تكون بالقدر الذي تتلاشى معه ميزة رخص تكلفة القروض حيث تظل تكلفة الأموال المرجحة في التحليل النهائي ثابتة.

ومن لا تتأثر قيمة المؤسسة بتغير حجم الديون في ظل إفتراضات السوق التام، وهذا ما أدى بهما إلى استخلاص النتيجة "لا يؤثر الهيكل المالي للمؤسسة في قيمتها، كما أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي".

والمنحنى البياني التالي يبين ذلك:

الشكل رقم (2-7): منحنى يبين استقلالية تكلفة رأس المال على الهيكل المالي



المصدر : دادن عبد الوهاب، مرجع سابق، ص110.

الاقتصاديان قاما بإجراء دراسة على مؤسستين متماثلتين ولهما نفس البيانات المالية إلا أنهما مختلفتين من حيث الهيكل المالي بمعنى إحداهما تستدين والأخرى لا تستدين كما أنهما تختلفان من حيث قيمة الأموال الخاصة، لكنهما على حد سواء فيما يتعلق بمجموع كل من الديون والأموال الخاصة أي لهما نفس الحجم من الأصول الاقتصادية.

فيبرهن هذا الاقتصاديان على أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي بأنه "إذا كان هناك إختلاف في قيمتي المؤسستين محال الدراسة، فإن المساهمين في رأس مال المؤسسة المعتمدة على الاستدانة سيرون أنه من فائدتهم بيع أسهم واستبدالها بأسهم المؤسسة الغير مستدينة مما يؤدي بالضرورة إلى التماثل في قيمتها.

وأكثرلا تفصيلا إذا كان هناك إختلاف بين قيمة المؤسستين فإن عملية التحكيم كفيلة بإعادة التوازن بينهما، حيث يشيران إلى أن المكاسب التي حققها مستثمر ما من أسهم المؤسسة الأولى سوف تدفع غيره من المستثمرين إلى ان يحذو حذوه، مما يترتب على ذلك زيادة المعروض من أسهم المؤسسة الأخرى وزيادة الطلب على أسهم المؤسسة الأخرى، وهو ما يؤدي إلى إنخفاض القيمة السوقثية الثانية وارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة الأولى.

ويستمر هذا الوضع إلى أن تتوازن القيمتان وإذا حدث وارتفعت القيمة السوقية للمؤسسة الأولى عن الثانية سوف تبدأ عملية المراجحة العكسية.

ثانيا: حالة وجود الضرائب: يضيفان في هذه المرة فكرة حساب التدفقات النقدية التي سيستفيد منها الاشخاص الممولين أو المقرضون لكلتى المؤسستين والجدول التالي يوضح ذلك:[1]

الجدول رقم (2–1): المقارنة بين مؤسستين متماثلتين في جميع البيانات ما عدا الهيكل المالي

العناصر	المؤسسة المستدينة E1	المؤسسة غير المستدينة E2
النتيجة الاقتصادية	R	R
المصاريف المالية (الفوائد)	0	Di
النتيجة قبل الضريبة IS ذات المعدل Q	R(1-Q)	(R-Di) (1-Q)
ربح المساهمين	R(1-Q)	(R-Di) (1-Q)
ربح المقرضين	0	DQ/[R(1-Q)]+DiQ

المصدر: دادن عبد الوهاب، مرجع سابق، ص110.

فإذا كانت المؤسسة تستعمل الاستدانة بشكل دائم فإنها تستفيد من الوفورات الضريبية يجب أن تلحقها بقيمة أصولها الاقتصادية في هذه الحالة الربح بعد الضريبة يصبح R(1-Q)

[1] دادن عبد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص110.

فعندما تكون هناك ضريبة على أرباح الشركات فإن القيمة الاقتصادية للمؤسسة المستدينة يساوي إلى القيمة الاقتصادية للمؤسسة غير المستدينة مضافا إليه القيمة الحالية للوفورات الضريبية المرتبطة بالاستدانة.

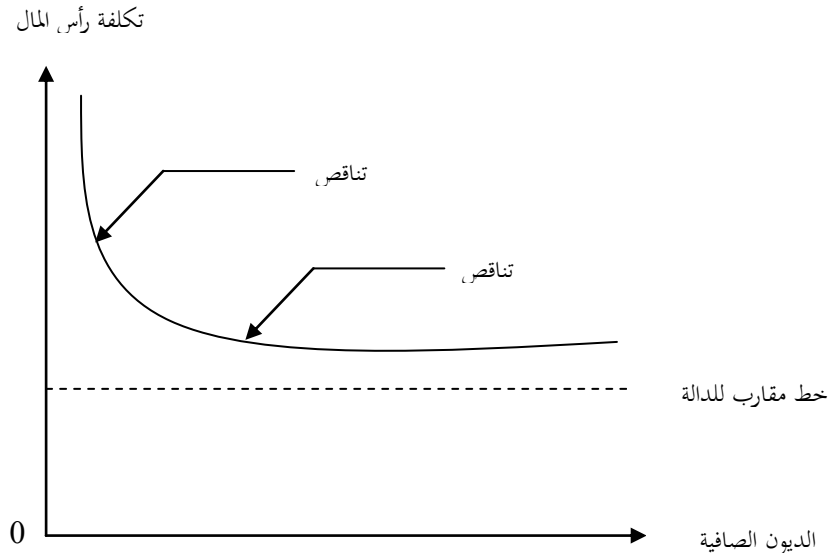
بالنسبة للمؤسسة المستدينة الربح بعد الضريبة وقبل التكاليف المالية هو: R(1-Q)+DiQ

حيث: DiQ: تمثل الوفورات الضريبية المحققة بفعل الاستدانة.[1]

وعليه فإن قيمة المؤسسة المعتمدة على الاستدانة تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على الاستدانة.

غير أنه في الواقع لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال فعلى عكس هذه الأخيرة فإنه يمكن وضع حد أدنى معين لحجم الديون والدالة الممثلة أدناه لتكلفة رأس المال تتغير بدلالة حجم الديون والشكل التالي يفسر ذلك:

الشكل رقم (2-8): منحنى بياني يوضح دالة تكلفة رأس المال المتناقصة



المصدر: دادن عبد الوهاب، مرجع سابق، ص111.

يتضح أن تكلفة رأس المال هي دالة متناقصة حيث ترتفع كلما قل حجم الديون إذ أن جزئها الأكبر يكمن في تكلفة الأموال الخاصة والعكس صحيح.[2]

[1] إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص370.
[2] دادن عبد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص111.

انطلق "مود قيلياني وميلر" من الفرضيات السابقة إلى البرهنة على الاقتراحين التاليين:

- قيمة المؤسسة تتحدد بشكل مستقل عن هيكلها المالي؛
- المساهمون في مؤسسة مستديمة يطلبون معدل مردودية رأس مال معادل لمعدل التحيين مضافا إليه علاوة الخطر.

أ- استقلالية هيكل التمويل عن قيمة المؤسسة:

ففي واقع الأمر أن قيمة مؤسسة مستدينة لا يمكن لها أن تكون اكبر من قيمة مؤسسة غير مستدينة لأن ذلك من شأنه أن يخلق فرصا أمام الاستدانة وهو ما لا يتوافق مع فرضية السوق الكاملة.

ب- معدل مردودية راس مال لمؤسسة مستدينة:

بالنسبة "لمود قلياني وميلر" معدل مردودية السهم لمؤسسة مستدينة Ka يكون مساويا لمعدل التحيين R مضافا إليه علاوة الخطر (R-r)D/C يتطور بصورة خطية مع معدل الاستدانة للمؤسسة:

$$Ka = R + (R - r)\ D/C$$

حيث:

R: معدل التحيين.

r: معدل الفائدة بدون خطر.

ويتعلق الأمر بتكلفة راس المال للسهم أو بعبارة اخرى المعدل المطلوب من قبل المساهمين لتوظيف أموالهم في مؤسسة مستدينة.[1]

1- الانتقادات الموجهة للنظرية:

الانتقادات الموجهة إلى تحليل كلا من Modigliani و Miller بالرغم من تعددها فإنها تتمحور حول مسألة " الواقعية " للنموذج.

- الحرية الكاملة في السوق المالية من الأمور صعبة التحقق للأسباب التالية:

[1] إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص372.

أ- عرض الأموال غير مرن؛

ب- عدم توافر المعلومات لكافة المتعاملين؛

- هذه النظرية تساوي بين الفرد والمؤسسة من حيث المقدرة على الاقتراض وبنفس الشروط ولا يوجد دليل مؤيد لذلك حيث يتوقف معدل الفائدة على عدة عوامل كالظروف المالية والمركز المالي للمقترض ومدة القرض؛
- هذه النظرية تشير إلى إمكانية إحداث التوازن بين القيم السوقية للأفراد والمؤسسات المتماثلة من حيث درجة المخاطرة إلا أن هذا الرأي رد عليه للأسباب التالية:

أ- اختلاف معدلات الفائدة على القروض الممنوحة للأفراد والمؤسسات؛

ب- عدم وجود معاملات مالية بدون قيود؛

ج- اختلاف أسعار الفائدة على القروض بالنسبة للمؤسسة الواحدة من وقت لأخر وفقا لحجم القرض والضمانات المقدمة ومجال الاستخدام والمركز المالي للمؤسسة؛[1]

II- نظرية التوازن وجود Trade-Off هيكل مالي أمثل:

تفترض هذه النظرية وجود معدل تمويل أمثل (نسبة مستهدفة) للاستدانة ينشأ نتيجة لمحصلة التوازن بين التأثير الايجابي والسلبي للديون وقد عرفت هذه النظرية مرحلتين حيث تم الأخذ في المرحلة الأولى محصلة التوازن بين الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس أما في المرحلة الثانية فقد تم إدخال تكلفة الوكالة على النموذج السابق.

أولا: تكلفة الإفلاس:

1- مفهوم تكلفة الإفلاس:

يؤدي عجز المؤسسة عن سداد التزاماتها في تواريخ استحقاقها (الفوائد، أصل القرض) بالدائنين إلى اتخاذ إجراءات قانونية من شأنها أن تؤدي إلى إعلان إفلاس المؤسسة كل هذا يخص المؤسسة التي تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة والاستدانة، أما المؤسسة التي تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة فقط غير ملزمة أصلا بإرجاع قيمة الأسهم وحتى دفع التوزيعات إذا لم تقرر هي ذلك، ومن ثم لا تكون عرضة لمثل هذه الإجراءات القانونية.[2]

[1] مصطفى البيك، لطيفة فرجاني، **تكلفة وتركيب رأس المال**، على الخط
http://najah.edu/file/punlications/chapiter5.pdf.1270729748. 2011/05/23

[2] زغود تبر، مرجع سبق ذكره، ص83.

تتمثل تكلفة الإفلاس في مختلف التكاليف التي قد تتحملها المؤسسة عند الإفلاس سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة[1].

- **التكاليف المباشرة:** وتشمل إنخفاض قيمة الأصول نتيجة لتدهور قيمتها السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية لها كأتعاب المحامين، تعويضات التسريح للعمال، مصاريف الإجراءات الإدارية.
- **التكاليف الغير مباشرة:** تشمل الإنخفاض المتوقع للمبيعات والذي يرجع إلى شكوك العملاء ومدى وثوقهم بالمؤسسة كمورد دائم مثل عدم إمكانية الحصول على تمويلات (حتى وإن كانت المشاريع ذات مردودية).[2]

2- تأثير تكلفة الإفلاس:

يدرك المقرضون جيدا أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الافلاس في حالة حدوثه إذ قد لا تكتفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل، ولكي يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر إذا وقعت فإنهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس.

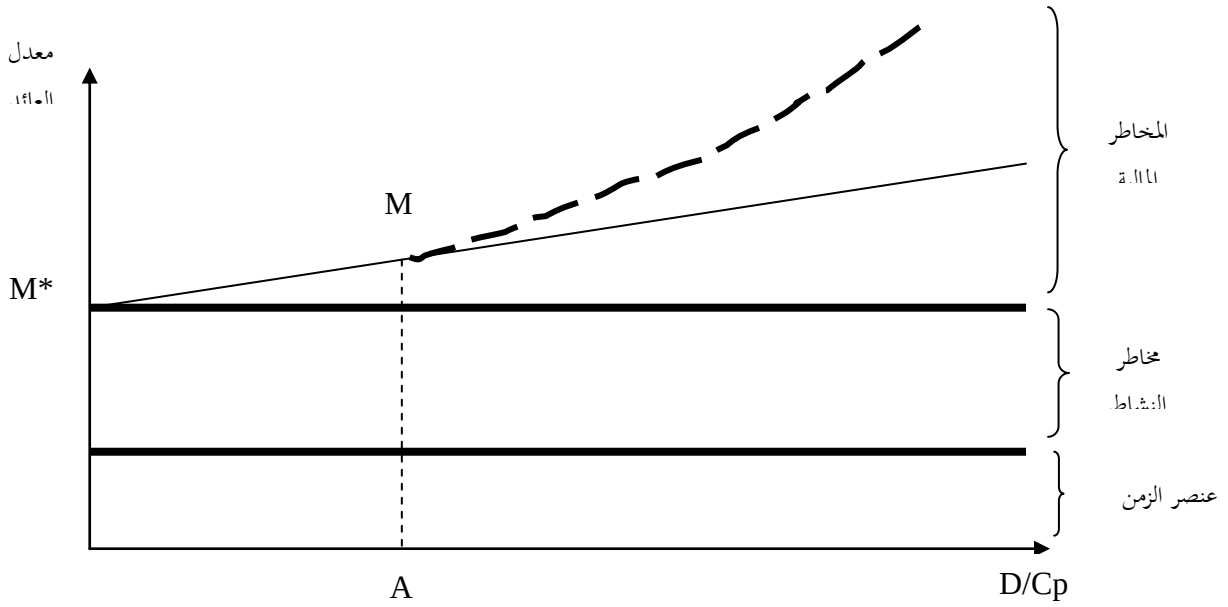
إن قيام المقرضين بنقل تكلفة الإفلاس إلى ملاك المؤسسة يعني أنهم أي الملاك أصبحوا يتحملون وحدهم مخاطر الإفلاس غير أنهم لن يستطيعوا التخلص منها لأن مخاطر الإفلاس التي تزداد مع زيادة نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة لا يمكن التخلص منها بالتنويع رغم أن الإفلاس يعتبر أساسا من بين المخاطر ذات الصبغة الخاصة أي المخاطر غير المنتظمة وهذا يعني وجود علاقة غير مباشرة بين نسبة الإستدانة في الهيكل المالي ومعدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة).

---

[1] داد عبد الوهاب، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية -نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص 130 .

[2] بن الضب علي، مرجع سبق ذكره، ص107.

الشكل رقم (2–9): العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة ومعدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين



المصدر: زغود تبر، مرجع سابق، ص54.

يتضح من خلال الشكل أنه في حالة اعتماد المؤسسة كليا على الأموال الخاصة في تمويل أصولها الاقتصادية فإن معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة) هو M* يكفي لتعويضهم عن عنصر الزمن ومخاطر الاستثمار (النشاط).

أما في حالة اللجوء إلى الاستدانة لتمويل جزء من الأصول فإن معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع كل زيادة في نسبة الاستدانة بالهيكل المالي بسبب إرتفاع المخاطر المالية وذلك في علاقة خطية إلى غاية النسبة A.

أما إذا تخطت نسبة الاستدانة النقطة A وهي النقطة التي تبدأ فيها مخاطر الإفلاس بالظهور سوف يقوم الدائنون بنقل هذه المخاطر إلى المساهمين (رفع معدلات الفائدة على الديون) مما يؤدي إلى ارتفاع معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين بمعدل أعلى من الزيادة في نسبة الاستدانة حيث تصبح العلاقة بينهما غير خطية.

ثانيا–نظرية تكلفة الوكالة:

كان في السابق ينظر إلى المؤسسة على أنها علبة سوداء تقوم بتحويل مدخالات إلى مخرجات وهي عبارة عن جزء من الكل الذي يمثله السوق الذي يتصف بالكفاءة في تخصيص الموارد.

1–مفهوم الوكالة:

نقصد بالوكالة لغة التفويض أو الاعتماد أما اصطلاحا فهي تفويض حق من حقوق الملكية من المالك (الموكل) لشخص أخر (الموكل إليه) كحق الاستعمال أو التصرف. فوقا لنظرية الوكالة الإدارة عبارة عن وكيل من المساهم، هذا الوكيل انتهازي وذو رشادة محدود على عكس ما كان يعتقد سابقا بأنه دو رشادة غير محدودة، قد يهدف هذا الوكيل إلى تعظيم منفعته على حساب الموكل وذلك من خلال:

- الحصول على أكبر قدر ممكن من الحوافز والمكافئات؛
- رفض مشاريع استشمارية ذات مردودية ومخاطر مرتفعتين خشية احتمال الفشل وخسارة سمعته؛
- تحسين الأجور والمرتبات؛
- تقديم خدمات للمجتمع نتيجة الشعور بالمسؤولية.

هناك العديد من العوامل التي زادت أهمية هذه النظرية أهمها:

- شكل المؤسسة (انفصال المسير عن التسيير والمترجم في شركات المساهمة وانتشارها نتيجة نمو الأسواق المالية)؛
- امتلاك أسهم المؤسسات لعدد كبير من المساهمين وانتشارهم لما يزيد عملية الرقابة صعوبة وتعقيبا مع وجود عوائق تقف أمام نشاط محافظ الحسابات (مثل الأوراق المالية المهجنة، تقيمها وتسجيلها....)؛
- محدودية الأضرار الناجمة عن سوء التسيير بفضل التنويع الجيد للمحافظ المالية، حيث تترجم هذه الأضرار كمخاطر غير نظامية يمكن تجنبها عن طريق التنويع الجيد[1].

2–أشكال تكلفة الوكالة:

تتخذ تكلفة الوكالة شكلين رئيسيين يختلفان حسب الأطراف المعنية، فإما أن تكون بين الإدارة والمساهمين فتسمى بتكلفة الوكالة لحقوق الملكية أو أن تكون بين المساهمين والدائمين وتسمى بتكلفة الوكالة للاقتراض.

[1]–على بن الضب، مرجع سبق ذكره،ص 111.

أ- تكلفة الوكالة لحقوق الملكية:

في إطار علاقة الوكالة يظهر أن الإدارة في المؤسسة تكون وكيلة عن المساهين أي تعمل على تحقيق أهدافهم ومصالحيهم المتمثلة أساسا في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي تعظيم ثروتهم إلا أنه واقعيا قد لا يكون الأمر كذلك إذ تعمل الإدارة أحيانا على تحقيق مصالحهم الذاتية وفقا لمبدأ يسعى إلى تحقيق أهدافه الشخصية وهذا نتيجة لـ:

*انفصال الإدارة عن الملكية خاصة في المؤسسات الكبيرة والتي تأخذ شكل شركات مساهمة؛

* ونتيجة لضخامة بعض شركات المساهمة فإن أسهمها تكون منتشرة ومملوكة لدى عدد كبير من المستثمرين لا يعرف بعضهم البعض مما يصعب عليهم تكوين مواقف جماعية تجاه الإدارة ومراقبة تصرفاتها؛

* إتابع معظم المستثمرين المساهمين لإستراتيجية تنويع محفظة أوراقهم المالية يقلل حجم الأضرار الناجمة عن سوء الإدارة مما يقلل الدافع لديهم لمراقبة تصرفاتها.

ومما يزيد من الشك في عدم حفاظ الإدارة على مصالح المساهمين هو عملها على تحقيق ما يلي:

***الرغبة في استمرارية وبقاء المؤسسة:** في سبيل تحقيق هذا الهدف قد تتخذ بعض القرارات ضمانا للاستمرارية وتفاديا للفشل رغم أنها لا تكن الأفضل في تأثيرها على ثروة المساهمين، كما قد تميل الإدارة كذلك إلى الحد من إجراء توزيعات على المساهمين في الوقت الذي قد يكون لتلك التوزيعات أثرا ايجابيا على القيمة السوقية لأسهمهم أي على ثروتهم؛

* **الرغبة في الحصول على أكبر مكافآت وحوافز ممكنة:** قد يحدث وأن تشعر الإدارة (الوكيل) بأنها لا تستفيد من العوائد الكلية لنشاطها رغم أنها تتحمل المسؤولة شخصيا فتعمل على تمويل ثروة غر مالية لصالحها في شكل مكافآت وحوافز وعوائد إضافية بالإضافة إل توقع اختيار الإدارة لاقتراحات استثمارية تتميز بقصر عمرها الافتراضي حتى لو كانت قليلة الربحية وذلك لإظهار كفاءتها بسرعة أكبر لينعكس ذلك ايجابيا على المكافأت والحوافز التي قد تحصل عليها؛

***الرغبة في تحقيق سمعة جيدة:** وبالإضافة إلى الأهداف التي قد تسعى الإدارة إلى تحقيقها نجد رغبتها في تكوين سمعة جيدة وميزة طيبة بين أفراد المجتمع كإقامة حملات لحماية البيئة وتوجيه جز من الأرباح للمساهمة في خدمة البيئة لتحسين صورتها وتعزيز مكانتها ولو كان ذلك على حساب المساهمين وما لذلك من انعكاس على ثروتهم ولو في المدى القصير كما أنه سيصعب على المساهمين اتخاذ إجراءات ضدها لمونها مؤيدة اجتماعيا؛

* **الرغبة في السيطرة:** نعني بالسيطرة الحصول على أكبر نسبة من أسهم المؤسسة مما يسمح بحرية أكبر وسلطة أكبر في اتخاذ القرارات ولتحقيق ذلك تتخذ الإدارة عدة أساليب كالاتفاق مع أطراف أخرى للحصول عل قروض واستخدامها في شراء ما يملكه المساهمون من أسهم لتتحول بذبك ملكية المؤسسة لعدد محدود من المساهمين، كما يمكن أن تستخدم تلك القروض في زيادة حصة المساهمين في رأس المال من خلال إجراء توزيعات على المساهمين لتعزيز بذلك سيطرة أعضاء الإدارة في الجمعية العامة.

ومن أجل توقيف هذه الرغبات المتزايدة والتأكد من الأداء الجيد للإدارة في سبيل تحقيق مصالح المساهمين لابد لها (الإدارة) من اتخاذ بعض الإجراءات وإتباع مجموعة من الأساليب حتى لو تطلب الأمر تحمل تكلفة مقابل ذلك والتي يطلق عليها "بتكلفة الوكالة لحقوق الملكية"

وعموما تتمثل الأدوات والأساليب التي يمكن للمساهمين إتباعها لإقناع الإدارة بتحقيق أهدافهم فيما يلي[1]:

1-الحوافز المالية: والذي يقوم على ضرورة منح تعويضات وكافات مالي مناسبة للإدارة لتشجيعها على تحقيق أهداف المساهمين.

2-كفاءة سوق العمل: تعتبر من الأدوات التي تحفز الإدارة على أداء مهامها بصورة جيدة أن هذا من شأنه أن يهدد استمرارها في المؤسسة، إذا أن كل مسير يتوقف أدائه على أداء المسيرين الآخرين كما أن تدني مستوى أي منهم يتم بتعويض بآخر من المستوى العالي وبالتالي يتم تحديد قيمة كل مسير في سوق العمل على مستوى أدائه.

3-تهديد الإدارة بفصلها: أي الاستغناء عن خدماتها إذ تراجعت قيمة ثروتهم وذلك بتجميع عدد كاف من المساهمين بغية عزل الإدارة الحالية وإحلالها بالآخر وهذا ما يحث الإدارة على بذل المزيد من الجهد لإرضاء المساهمين.

4-التهديد بالسيطرة على المؤسسة: ونعني بالسيطرة سعى مستثمر أو مجموعة مستثمرين بشراء نسبة من أسهم المؤسسة بما يمكنها من السيطرة والتحكم فيها. وإذا ما حدث ذلك فإنه يتوقع فصل الإدارة الحالية عن موقعها أو على الأقل فقدانها للحرية التي تتمتع بها.

والتكاليف التي يمكن أن يتحملها المساهمون مقابل إتباع هذه الأساليب تتمثل في:

[1] -منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 22.

1-تكاليف المراقبة:هي التكاليف التي يتحملها الموكل من أجل متابعة والتحقق أن تسيير الوكيل (الإدارة) يسري مع هدف تعظيم منفعته أي التكاليف التي تنجم عن تتبع الوكيل من أجل دفعة للعميل على تحقيق مصلحة موكله.

2-تكاليف البرهنة: هي المصاريف التي يتحملها الوكيل من أجل البرهنة للموكل على أدائه الجيد من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل على حسن تسييره[1].

3-التكاليف الباقية: وهي التكاليف التي تظهر من خلال الفرق بين التكلفة الحدية للمراقبة والعائد الحدي للموكل فإن كانت هذه الأخيرة تقل عن التكلفة الحدية للمراقبة فإنه يستحيل إجراء مراقبة شاملة لإدارة وتسيير الوكيل[2].

ب-تكلفة الوكالة للاقتراض:

هناك احتمالات كبيرة أن يحدث تناقص وتضارب بين مصالح كل من المساهمين والإدارة وفي الوقت ذاته قد يحدث تعارض بين المساهمين والدائنين إذ قد تعمل الإدارة بصفتها وكيلا عن المساهمين على تفضيل القرارات التي ترفع من القيمة السوقية لأسهمهم ولو حساب رفع مخاطر الدائنين وبما أن العلاقة التي تنشأ بين الدائن سواء كان بنكا أو مؤسسة وإدارة المؤسسة تخضع لمبدأ عدم التناظر أو وجود تباين في المعلومة بينهما من حيث المستوى والنوعية طوال فترة القرض فإنه أثناء هذه الفترة قد يجد الدائن نفسه في وضع استحالة التحقق التام من الجهود التي تبذل من قبل المؤسسة (الوكيل) في هذه الحالة قد يتعرض المقرض لمخاطر عدم التأكد إذ يمكن أن تقوم المؤسسة بتحويل رؤوس الأموال المقترضة لغايات أكثر مخاطرة مما تم تقديره بشكل يعظم قيمة الاستثمار على حساب المخاطرة[3]. تستند أمثلية الهيكل المالي حسب هذه النظرية إلى 3 متغيرات:

1-الهدف: تعظيم القيمة الإجمالية لمؤسسة.

3-الإمكانيات المستعملة: تدينة صراع تضارب المصالح وتدينة التكاليف بالاستدانة بطريقة مثلي

2-القيود: الأخذ في الحسابات تكاليف الوكالة للأموال الخاصة والديون.

---

[1] -يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،غير منشورة، 2005، ص155.

[2] - دادن عبد الوهاب، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على الخط: تاريخ الإطلاع:
www.ao.academy.org/docs/topeyurm.mail184009.doc ; 2011/05/02

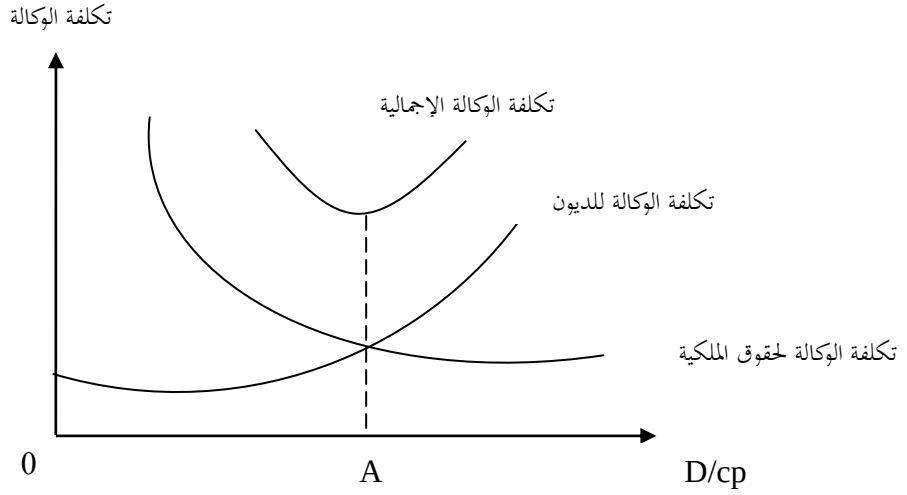
[3] -يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 155.

تحاول هذه النظرية تفسير سلوك المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة، ومحاولة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل، وذلك استنادا إلى فرضيتين.

1.ليس بالضرورة أن تكون أهداف المسيرين والملاك متطابقة.

2.عدم تساوي المتعاملين في الحصول على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها[1].

الشكل رقم (2-10): الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية تكلفة الوكالة



المصدر: زغود تبر، مرجع سابق، ص 98

يتضح من خلال الشكل أن ارتفاع نسبة الاستدانة بالهيكل المالي تؤدي من جهة إلى انخفاض تكلفة الوكالة لحقوق الملكية ومن جهة أخرى إل ارتفاع تكاليف الوكالة للديون من ثم يمكن الوصول إلى نسبة الاستدانة المثلي بالهيكل المالي حينما يصل مجموع الوكالة سواء للديون أو لحقوق الملكية إلى أدنى حد لها (النقطة A)

تتمثل خصوصية نظرية الوكالة في رفضها تطابق المصالح بين أطراف المؤسسة (المساهمين الميسرين والمقرضين) ومحاولة إيجاد خصائص العقود المثلي بين هذه الأطراف المتناقضة وذلك عن طريق قرارات مالية مناسبة فالهيكل المالي الأمثل حسب هذه النظرية هو نتاج المزج بين مختلف مصادر التمويل التي تسمح بحل التعارض في المصالح (تخفيض تكاليف الوكالة) إلا أن أهم ما يعاب على هذه النظرية إهمالها لتأثير الوفورات الضريبية وتكاليف الإفلاس الناجمة عن الاستدانة عند تحديد الهيكل المالي الأمثل.

تقتضى هذه النظرية أن الهيكل المالي الأمثل (نسبة الاستدانة المثلي) يتحدد بالمراجعة بين المزايا الحدية للوفرات الضريبية الناجم عن التمويل بالديون (التي تعتبر دالة متزايدة لنسبة الديون بالهيكل المالي بمعدل متناقص)

[1] -نفس المرجع، ص 383.

والتكاليف الحدية للوكالة المصاحبة لتمويل بالديون (التي هي الأخرى دالة متزايدة لنسبة الديون للهيكل المالي بمعدل متزايد) والتكاليف الحدية للإفلاس المصاحبة لتمويل بالديون أو محصلة للتوازن بين التأثير الايجابي على القيمة السوقية للمؤسسة الذي تحدثه الوفورات الضريبية والتأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

III–النظرية الحديثة للمشروع La théorie moderne de la firme :

تعتبر من النظريات الحديثة المفسرة للهياكل التمويلية والتي ظهرت في منتصف السبعينيات من القرن العرين وهي تقوم على أساس نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي.

أولا: نظرية الإشارة La théorie du signal

تقوم هذه النظرية على فرضية انعدام التناظر في المعلومة L'asymétrie de l'information التي تتميز بها الأسواق المالي. إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات (المسيرين) ليست بالصورة معلومات حقيقية كما تؤكد هذه النظرية على أن مسيري المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار إشارات هي صعوبة نشرها من طرف المؤسسات ضعيفة الأداء،[1] إذن تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما:

*نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات: حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين.

وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى جميع فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

تكون الإشارة المستعملة بأشكال عديدة إذ يمكن أن تكون صورة أو وصفا لتكلفة رأس المال سياسة توزيع الأرباح أو أيضا اللجوء إلى مالية معقدة (Complexes) وإلى شروط (Clauses) خاصة في مختلف أشكال التركيب المالي.

تقترح هذه النظرية نموذجا حاولت التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي. فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين A و B المؤسسات A أحسن أداء من المؤسسات من النوع B ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا (Critique) للاستدانة D فترى النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد (الصنف A) لها القدرة على الاستدانة يصب إلى D.

[1] – زغود تبر، ص 98-99.

الواقع أن المستثمر بطبيعته أبعد من أن يكون ساذجا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك وعليه لا بد من الإشارة إلى أنه[1]:

-يتساءل المستثمر أولا عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة؛

-يحاول فهم صور الفريق المدير للمؤسسة وسياسته في الاتصال؛

-يراعي مراقبة وحكم السلطات البورصية في حالة نشر معلومات غير صحيحة.

ولتوضيح هذه النظرية حول أمثلية الهيكل المالي نفترض أننا أمام وضعين:

الأول: أن مسيري المؤسسة على ثقة بأن مستقبل المؤسسة (ج) يبشر بنتائج جيدة.

الثاني: أن المسيرين على ثقة بأن مستقبل المؤسسة (ب) يبدوا سيئا وأن المؤسسة (ج) اكتشفت منتجا جديدا وحصلت على براءة اختراع وأرادت الاحتفاظ بهذا المنتج سرا ولأطول فترة ممكنة بهدف تأخير دخول منافسين إلى السوق حتى يتم بناء مصنع جديد لانتاج المنتج الأمر الذي يتطلب زيادة رأس المال إضافي ، فكيف يمكن لإدارة المؤسسة زيادة رأس المال؟

إذا لجأت هذه المؤسسة إلى زيادة رأس المال عن طريق بيع وإصدار أسهم، حيث يترتب على إنتاج المنتج تدفق نقدي مناسب مما يؤدي إلى زيادة في سعر السهم وبالتالي زياد ة الطلب عليه. ويرى المساهمون الماليون وكذلك الإدارة أنه بالرغم من هذا المستوى من الأداء إلا أنه لا يتساوي مع النتائج السابقة لزيادة عدد الأسهم. مما يقود إلى نتيجة معينة مفادها أنه في حالة المؤسسة التي يبشر مستقبلها بنتائج جيدة فإنه يجب عليها تجنب بيع أسهم جديدة والبحث عن طريقة أخرى لزيادة رأي المال من خلال القروض بحيث يتم هذا بالقرب من هيكل رأس المال الأمثل، مما يؤدي إلى تعظيم قيمة السهم من ناحية وتدنية التكلفة المرجحة المتوسطة للأموال من ناحية أخرى.

نأتي بعد ذلك للمؤسسة (ب) حيث وجد المسيرون حدوث انخفاض في الطلب على منتجاتها لأن المؤسسة المنافسة استخدمت معدات متطورة مما أدى تطوير وتحسين مستوى الجودة مما يتطلب من المؤسسات (ب) تطوير التسهيلات الإنتاجية بتكلفة عالية بهدف المحافظة على مستوى المبيعات، حيث يترتب على ذلك انخفاض العائد على الاستثمار ولكنه أفضل مقارنة بحالة عدم التطوير. فكيف توفر المؤسسة الأموال اللازمة لزيادة هيكل رأس المال؟

[1] -دادن عبد الوهاب، نفس المرجع السابق، ص 112.

الوضع السابق عكس الوضع الخاص بالمؤسسة (ج) حيث أنه بالنسبة للمؤسسة (ب) فإن استخدام القروض في ظل هذه الظروف يؤدي بها إلي الإفلاس.

لذلك يمكن القول بأنه على المؤسسات المتوقع لها متقبل غير مناسب اللجوء إلى زيادة رأس المال عن طريق إصدار وبيع أسهم جديدة لتجنب حدوث إفلاس ومشاركة المستثمرين الجدد في أي خسائر متوقعة. ومنه تفضل المؤسسة المتوقع أن يكون لها مستقبلا جيد لتمويل عن طريق القروض في حين أن الشركات المتوقع أن يكون لها مستقبلا سيئا تفضل التمويل عن طريق الرفع في الأموال الخاصة.

تشير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الحدية للأموال حيث يتضح أن التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة تقفز وتزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل.

ثانيا: نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل La théorie de financement Hénan chique pceking ordre theary

تعد نظريات التمويل التسلسلي من بين النظريات الحديثة التي تحاول شرح السلوك التمويلي للمؤسسة والتي ظهرت في منتصف الثمانينات كمن القرن العشرين وبشكل متزامن مع نظرية الوكالة[1]. في مقال (1984) Mayers et majluf الذي لقي اهتماما من الكونغرس الأمريكي سمح باندفاع البحث في الهيكل المالي، ثم في هذا المقال اقتراح نموذج بسبط وبديهي انطلاقا من الواقع العملي يتمثل في ترتيب المؤسسة لسبل تمويلها كما يلي:

1. التمويل الذاتي؛
2. الديون؛
3. في حالات استثنائية التمويل بالأسهم[2].

1-نموذج (1988) Willianson:

يفترض willianson أن أطراف التعاقد (المساهمون، المسيرون والمدينون) لهم رشادة محدودة وهم في واقع المر انتهازيون. فانطلاقا من الأطراف التي تم التعاقد معها تستطيع الأطراف الأخرى تغيير سلوكها ليصب في نهاية الأمر في مصلحتهم مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه، فعندما يتعلق المر بتمويل استثمار في شكل أصل خاص يكون محل عقد غير تام بين المؤسسة وحاملي رؤوس الأموال حتى يمكن ذلك من إجراء تكييف لهذا العقد

[1] -دادن عبد الوهاب، مرجع سابق، 113.
[2] -على بن الضب، مرجع سابق، 118.

فاللجوء إلى الرفع من رأس المال (عن طريق إصدار أسهم بحيث لا يكون بحجم كبير) يبدو أكثر فعالية من الاستدانة من أجل القيام بالتعديلات فمثلا إذا كان الاستثمار الخاص هو مشروع بحث يكون ذلك مقبولا أكثر من قبل المساهمين أكثر منه من قبل المقترضين انطلاقا من أنه لا يولد المردودية المنتظرة في المواعيد المقدرة.

المقابل فإن الاستدانة لا تسمح بالقيام بهذه التعديلات القبلية باعتبار أن الفوائد يجب أن تدفع حسب مخطط الدفع المستهدف تسديد أثل القرض يسدد في مواعيد الاستحقاق وبالتالي إذا كان الاستثمار خاصا فالمقرضون يضعون في الحسبان هذه المخاطرة وهو ما يدفعهم بالمطالبة بتكاليف تمويل عالية.

أما إذا تعلق الأم بتمويل أصل غير خاص تكون الاستدانة أكثر بساطة من المصادر الأخرى واحتمالات القيام بتعديلات قبلية قليلة باعتبار أن الاستثمار سيولد عوائد بشكل منتظم وبالتالي حسب Willianson فإن درجة الخصوصية تظل المحور الذي يفسر نمط التمويل وبالتالي الهيكل المالي.

2-نموذج (1990) Mayers:

ضمن نموذج Myers وعلى المدى البعيد فإن الفرضية السلوكية للمدراء هي تعظيم ثروة المؤسسة أو كما يصطلح عليها بالانجليزية "Corporate wealth" والتي تحسب بالعلاقة:

$$w=E+S$$

حيث: E: الأموال الخاصة

S: القيمة الحالية للفوائض التنظيمية.

الفائض التنظيمي يعكس القيمة المعينة للتكاليف الناجمة عن الأجور العالية جدا والتي لا تتمتع بخاصية الديمومة باعتبار أن المقترضين يمكنهم فرض تخفيضها إذا كان سداد الدين أو دفع الفوائد ير منتظم

أما Myers فينظر إلى المؤسسة على أساس أنها تحالف يبحث عن زيادة حجم الموال الخاصة والفوائض التنظيمية (أي سلطته على إعادة توزيع العلاوات على المستخدمين) في هذه الحال الرفع في رأس المال يفضل على الاستدانة إذا كان من الضروري اللجوء إلى مصدر للتمويل الخارجي.

وعليه من أجل تمويل استثمارات تفضل المؤسسة الاحتفاظ بالأرباح بدلا من اللجوء إلى الرفع في رأس المال الذي يفرض ضمنيا توظيف مكافئات رأس المال إضافية وبالتالي تفضل التمويل الذاتي عن الرفع في رأس المال.[1]

خلاصة:

حاولت الإشارة من خلال هذا الفصل إلى بعض التعاريف المقدمة حول الهيكل المالي والعوامل المحددة له. كما خلصنا إلى أن هناك جدل حول وجود هيكل مالي أمثل يعظم من قيمة المؤسسة أم؟ فبينما يرى

[1] – إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 394.

التقليديون وجود هيكل مالي أمثل تنخفض عند تكلفة الأموال وتصل قيمة المؤسسة إلى أقصاها إلا أنه بعد ذلك تضاربت الآراء ووجهات النظر حول أمثلية الهيكل المالي فحسب موغلياني وملير فإنه لا يوجد هيكل تمويلي أمثل بينما حسب نظرية التوازن فإن الهيكل المالي الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة وبعد ذلك ظهرت نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل التي لا تفترض وجود هيكل تمويل أمثل كما هو الحالة بالنسبة لنظرية التوازن وإنما المؤسسة تتبع ترتيب لمصادر تمويل محددة وفق ما تقتضيه الضرورة، حيث هذا الترتيب يتم التسعير عنه بكل مختلف حسب المؤسسات تبعا للهدف الذي يسعى المسيرون إلى تحقيقه.

الفصل الثالث:

دراسة مقارنة بين الهياكل التمويلية للمؤسسات الكبيرة، الصغيرة والمتوسطة

تمهيـد :

تعتبر المؤسسة الاقتصادية العمود الفقري الذي يقوم عليه الاقتصاد الوطني لأي دولة لما لها من دور على الاقتصاد الوطني لتحقيق معدلات نمو مرتفعة امتصاص البطالة وخلق التوازن الجهوي وغيرها من المزايا لذلك أولتها عديد الدول أهمية بالغة سواءا كانت كبيرة أو صغيرة وعلى غرار ذلك نأتي من خلال هذا الفصل من دراستنا لتسليط الضوء على عينة من هذه المؤسسات والمتمثلة في المؤسسات الكبيرة الصغيرة والمتوسطة وذلك بغية مقارنة هياكلها التمويلية.

تضمن الفصل محاور أساسية تمثلت في تحديد عينة الدراسة وطريقة اختيارها وخصائصها وبعد ذلك تم دراسة الوضعية المالية للمؤسسات محل الدراسة من خلال حساب بعض النسب المالية التي تساعد على عملية التحليل وفي الأخير قمنا باختبار نموذج الدراسة باستعمال الأساليب الإحصائية.

المبحث الأول: العينة وحدود الدراسة:

قمنا باختيار عينة من هذا المجتمع سنسقط عليها محاور دراستنا وفيما يلي رسم لمعالمها من اختيار للعينة وتحديد خصائصها وكذا حدود ومتغيرات الدراسة.

المطلب الأول: اختيار العينة وخصائصها:

تتمثل العينة المدروسة في مجموعة مؤسسات كبيرة، صغيرة ومتوسطة تنشط على المستوى المحلي والوطني.

I- تقديم العينة :

تشمل الدراسة الحالية عينة من المؤسسات الكبيرة والتي أمكن الحصول على بياناتها من المواقع الالكترونية لهذه المؤسسات إضافة إلى الزيارات الميدانية لبعض المؤسسات (المؤسسات البترولية بحاسي مسعود) تستثني الدراسة الحالة المؤسسات المالية مثل البنوك وشركات التأمين نظرا لخصوصية الهياكل التمويلية لهذه المؤسسات.

إضافة إلى عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي أمكن الحصول على بياتها من خلال توزيع استمارة بياناتها تتعلق بالقوائم المالية والمحاسبية للمؤسسات على مكاتب محاسبين خواص إلا أن هذا لم يكن بالسهل إذ لم يتم تجميع البيانات اللازمة إلا بعد استخدامنا للعلاقات الشخصية والعائلية. وتعهدنا لمسيريها أن استعمال هذه البيانات لا يمس بمبدأ السرية التي تفرضها عليهم مهنتهم على اعتبار أنه لا يتم اخذ اسم المؤسسة.

اختيار عينة الدراسة تم بناءا على عدة معايير منها:

-أن لا تكون مؤسسة مالية (بنك، شركة تأمين)؛

-توفر المعلومات اللازمة (3 سنوات متتالية) ؛

-أن تكون السنة المالية المعتمدة من N/1/1 إلى N/12/31؛

-أن تكو العينة منوعة مؤسسات كبيرة، صغيرة ومتوسطة.

وبالتالي تم تشكيل عينة مكونة من 17 مؤسسة (8 مؤسسات كبيرة) و (9 مؤسسات صغيرة ومتوسطة)

II- خصائص العينة:

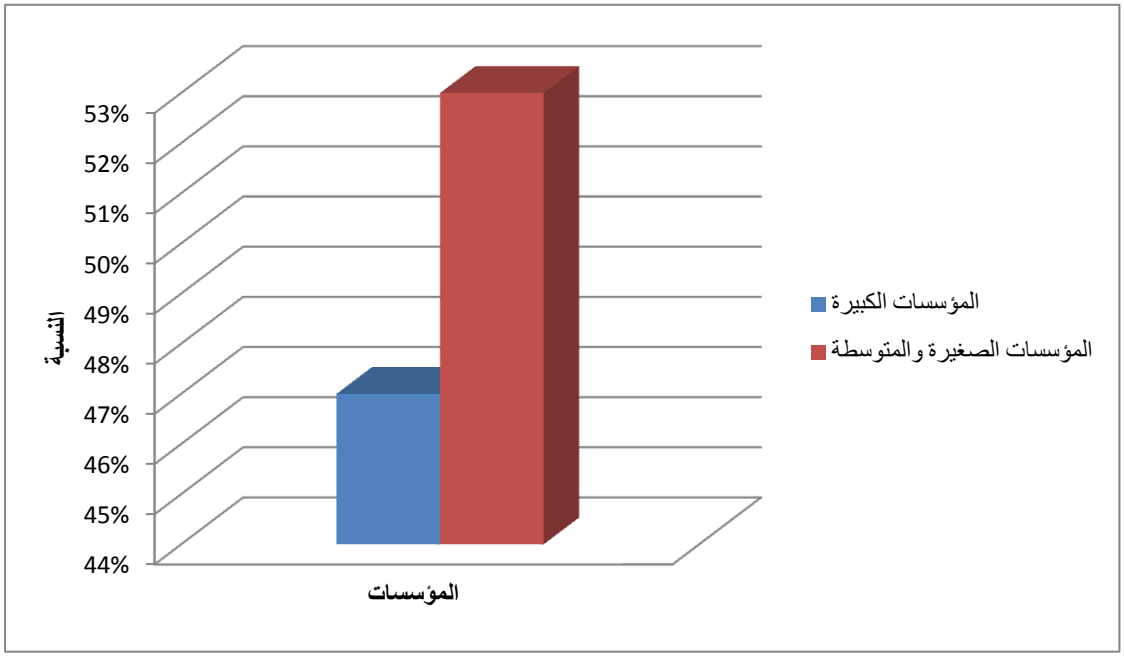
تتنوع مؤسسات العينة المدروسة كما يلي:

الجدول رقم (3-1): توزيع مؤسسات قيد الدراسة

	عدد المؤسسات	النسبة
المؤسسات الكبيرة	8 مؤسسات	%47
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	9 مؤسسات	%53
المجموع	17	%100

المصدر: من إعداد الطالبة

الشكل رقم (3-1): توزيع المؤسسات حسب الحجم



المصدر: من إعداد الطالبة

يتبين من خلال الجدول أن العينة مكونة من 47% من المؤسسات الكبيرة و 53%من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الثاني: حدود الدراسة:

تتمثل الحدود التي أحاطت بدراستنا في الحدود المكانية والزمانية وكذلك متغيرات الدراسة التي سنوردها كما يلي:

I- الحدود المكانية والزمانية:

شملت الدراسة التي قمنا بها مؤسسات صغيرة ومتوسطة تنشط على مستوى ولاية ورقلة والولايات المجاورة الأغواط الوادي، أما عينة الدراسة بالنسبة للمؤسسات الكبيرة كانت منوعة جغرافيا. وقد امتد المجال الزمني للدراسة 3 سنوات من سنة 2007 إلى 2009.

II–الحدود المتعلقة ببيانات الدراسة:

بما أنه تم الاعتماد في الدراسة على معيطات محاسبية لمؤسسات خاصة فإن ذلك يستدعي إعادة النظر في هذه البيانات وهذا يعود لمصداقية هذه البيانات وصحتها وذلك لاعتبار انتشار ظاهرة التهرب الضريبي في الجزائر، ويظهر ذلك من خلال تضخيم بعض الحسابات كسحاب الاهتلاكات هذا بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أما بالنسبة للمؤسسات الكبيرة التي أمكن الحصول على بياناتها من خلال المواقع الالكترونية نعتقد أن هذه المعلومات المنشورة بالمواقع تتمتع بمصداقية مقبولة بحيث سيتم أخذ معطياتها المحاسبية بالشكل الذي تظهر به في سجلاتها المحاسبية بسبب خضوع هذه المؤسسات لعامل الرقابة (الجمعية العامة، محافظ الحسابات)

المطلب الثالث: تحديد متغيرات الدراسة:

إذا ما جئنا لمطابقة ما تم دراسته مع واقع وخصوصيات المؤسسات في الجزائر فإننا سنضطر إلى استبعاد عدد من المتغيرات ومن بين المتغيرات التي تم استبعادها من الدراسة الوفرات الضريبية للفوائد، تكلفة الوكالة لصعوبة تقدير مكوناتها والمتمثلة في تكلفة الوكالة للأموال الخاصة وتكلفة الوكالة للإقراض. ونظرا لندرة حالات إعلان إفلاس المؤسسات الصغير والمتوسطة سيتم استبعادنا للمتغيرات التي تقيس مخاطر الإفلاس وكذا تكلفة الإفلاس.

وبالتالي فإن دراستنا ستقتصر على استخدام مجموعة من النسب التي من شأنها أن تساعدنا في التحليل وتتمثل هذه النسب فيما يلي:

الجدول رقم (3–3): تحديد متغيرات الدراسة

النسبة	الاختصار	طريقة الحساب
هيكلة الأصول الثابتة	نسب الهيكلة الأصول	الأصول الثابتة/ إجمالي الأصول
هيكلة الأصول المتداولة		الأصول المتداولة / إجمالي الأصول
نسبة الأموال الخاصة	نسب هيكلة الخصوم	رأس المال الخاص / مجموع الأصول

نسبة الديون طويلة الأجل		ديون طويلة الأجل/ مجموع الخصوم الأصول
نسبة الديون قصيرة الأجل		الديون قصيرة/ مجموع خصوم الأصول
نسبة التمويل الدائم	نسب التمويل	الأموال الدائمة / الأصول الثابتة
نسبة التمويل الخاص		الأموال الخاصة/ الأموال التابعة
نسبة الاستقلالية		الأموال الخاصة / الديون
نسبة التمويل الخارجي		مجموع الديون/ مجموع الأصول
نسبة السيولة العامة	نسب السيولة	الأصول المتداولة / إجمالي الديون قصيرة الأجل
نسبة السيولة الجاهزة		القيم الجاهزة / الديون قصيرة الأجل
نسبة السيولة المختصرة		إجمالي القيم الجاهزة / الديون قصيرة الأجل
المردودية المالية	نسب المردودية	النتيجة الصافية / الأموال الخاصة
المردودية الاقتصادية		نتيجة الاستغلال / إجمال الأصول

المبحث الثاني: دراسة الوضعية المالية للعينة:

سنقوم من خلال هذا المبحث إلى دراسة الوضعية المالية للعينة المدروسة من خلال تحليل الهيكل المالي واختبار النموذج باستعمال الأساليب الإحصائية

المطلب الأول: تحليل الهيكل المالي:

سنتطرق إلى أهم النسب التي تساعد على تحليل الوضعية المالية للعينة والتي يمكن حصرها فيما يلي

I-نسب الهيكل المالي:

1-نسبة هيكلة الأصول:

هذه النسبة تقيس لنا درجة السيولة التي تتمتع بها موجودات المؤسسة.

أولا: هيكلة الأصول الثابتة: يمكن قياس هذه النسبة من خلال العلاقة التالية:

هيكلة الأصول الثابتة = الأصول الثابتة / إجمالي الأصول

والجدول التالي يبين نسب هيكلة الأصول الثابتة المقاسة في العين وتطورها خلال سنوات الدراسة

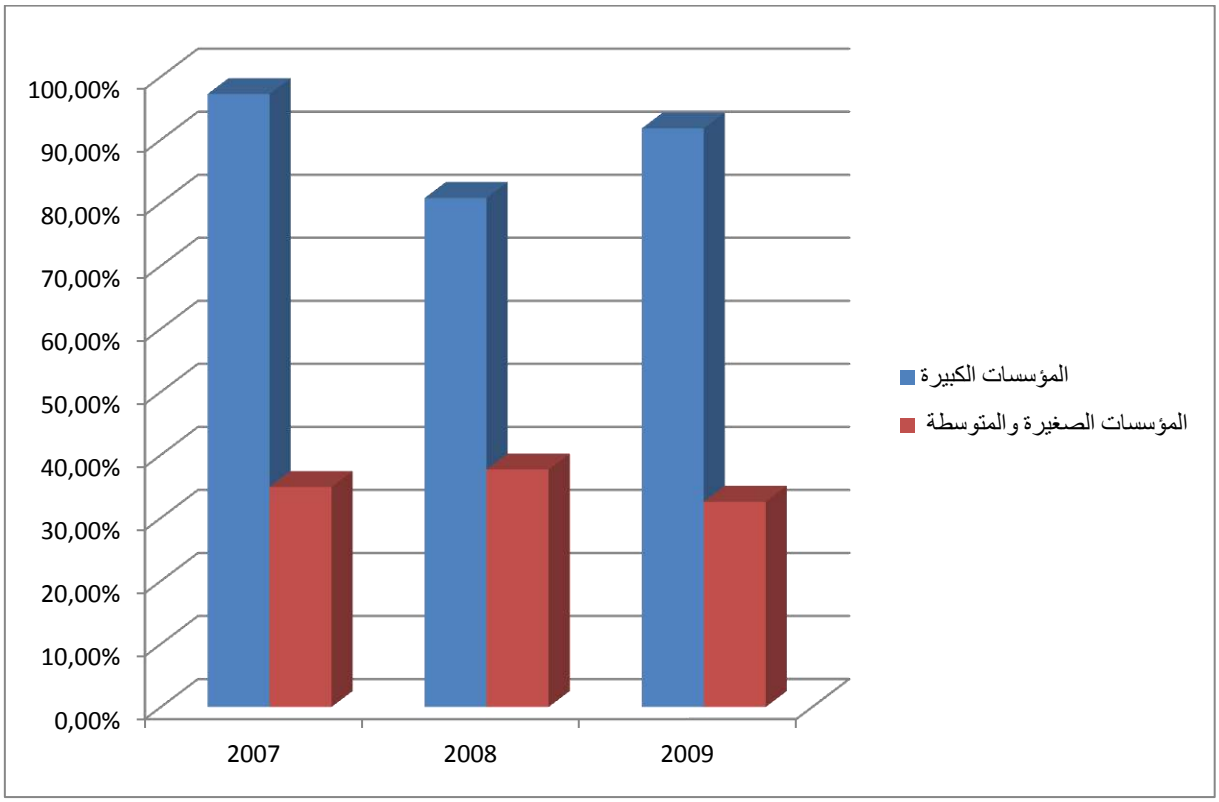
الجدول رقم (3-4) يمثل هيكلة الأصول الثابتة خلال 2007-2009

	2007	2008	2009
المؤسسات الكبيرة	%97.24	%80.75	%91.79
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	%34.90	%37.68	%32.55

المصدر: من إعداد الطالبة

نلاحظ من خلال الجدول أن الأصول الثابتة على مجموع الأصول غير ثابت في العينة حيث بلغ متوسط هذه النسبة في المؤسسات الكبيرة 89% أما في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بلغ هذا المتوسط 34% فهي تقل عن نظريتها بـ 55%.

الشكل رقم (3-2): تطور نسبة هيكلة الأصول الثابتة خلال 2007-2009.



المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الجدول السابق

نلاحظ من خلال الشكل أن المؤسسات الكبيرة تحقق نسبة هيكلية الأصول الثابتة أعلى من المؤسسات الصغيرة سنة 2007 بفارق 63% إلا أن هذا الفارق تقلص سنة 2008 بفارق 43%. وفي سنة 2009 تزايد هذا الفارق إلى 59%.

حيث تمثل هذه النسبة أقل من نصف مجموع الأصول في المؤسسات الصغيرة ويرجع هذا لعدم اهتمام هذه المؤسسات بالسياسة الاستثمارية أي أنها لا تقوم بتجديد استثماراتها وهذه الحالة ليست في صالح المؤسسات وخاصة أنها في ظل منافسة.

ثانيا هيكلة الأصول المتداولة: يمكن قياس هذه النسبة من خلال العلاقة :

هيكلة الأصول المتداولة = الأصل المتداولة / إجمالي الأصول

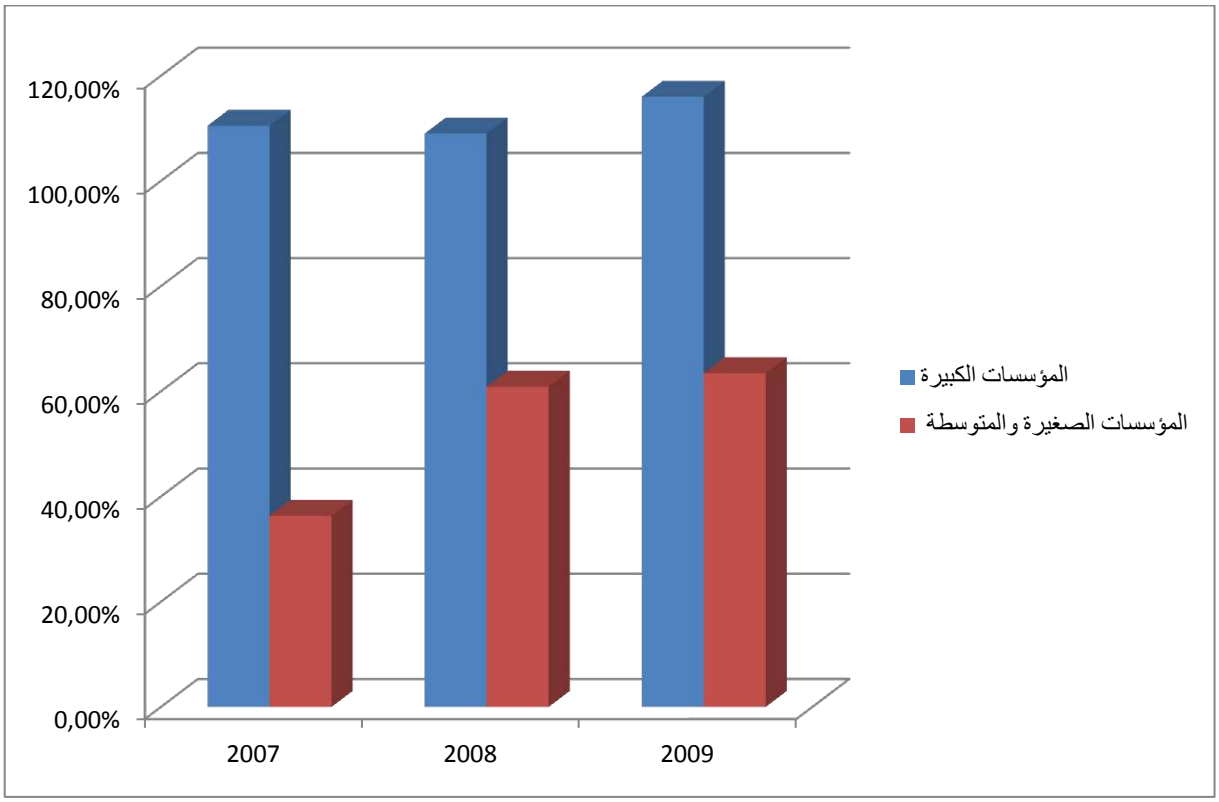
الجدول رقم (3-5): يمثل هيكلة الأول المتداولة خلال 2007-2009

	2007	2008	2009
المؤسسات الكبيرة	%110.5	%109	%116
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	%63.33	%60.88	%63.44

المصدر: من إعداد الطالبة

من خلال نلاحظ أن متوسط نسبة هيكلة الأصول المتداولة في المؤسسات الكبيرة تقدر بـ111% وهي نسبة جيدة إذ ما قارنها بالنسبة المحققة في المؤسسات الصغيرة والتي قدرت بـ 62%

الشكل رقم (3-3): تطور نسبة هيكلة الأصول المتداولة خلال 2007-2009



المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الجدول السابق

من خلال الشكل نلاحظ أن المؤسسات الكبيرة تتمتع بهيكلة الأصول المتداولة أكثر من المؤسسات الصغيرة بحيث كانت تقدر بـ 110% سنة 2007 ثم تناقصت إلى 109% ثم تزايدت بمقدار 7%

في حين أنه في المؤسسات الصغيرة كانت تقدر بـ 63% ثم تراجعت 60% سنة 2008 ثم استقرت عند 63% سنة 2009 وهذا دليل على وجود سيولة بكميات كافية.

2- هيكلة الخصوم:

تعبر هذه النسبة عن أهمية الاستدانة من خلال مقارنة الأموال الخاصة

أولا: نسبة الأموال الخاصة: يمكن حسابها من خلال

نسبة الأموال الخاصة= رأس المال الخاص / مجموع الخصوم

والجدول التالي يبين نسب الأموال الخاصة المقاسة في العينة وتطورها خلال سنوات الدراسة

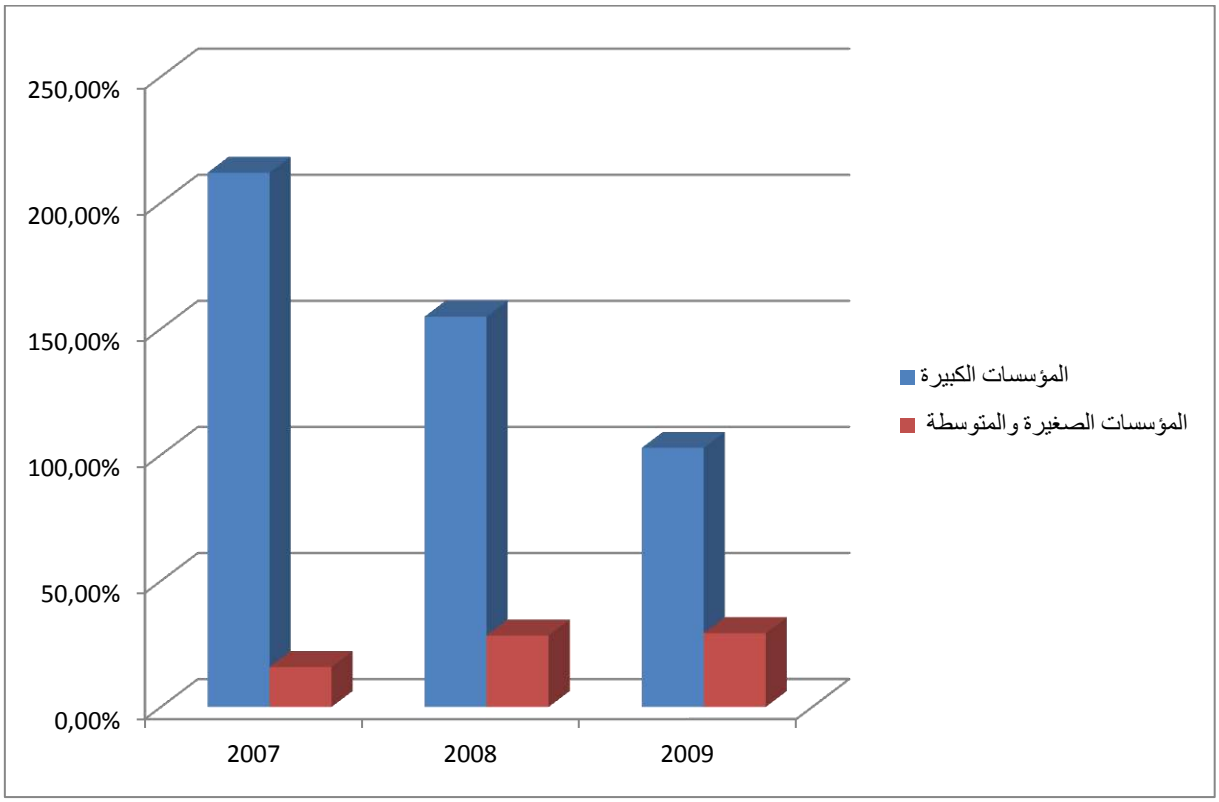
الجدول رقم (3-6): يمثل نسبة الأموال الخاصة خلال 2007-2009

	2007	2008	2009
المؤسسات الكبيرة	%211.92	%154.83	%102.78
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	%15.86	%28.36	%29.26

المصدر: من إعداد الطالبة

من خلال الجدول نلاحظ أن متوسط نسبة الأموال الخاصة في المؤسسات الكبيرة قدرت بـ155% في حين أن هذه النسبة قدرت بـ 24% في المؤسسات الصغيرة وهي نسبة ضعيفة وهذا دليل على ضعف رأسمال هذه المؤسسات.

الشكل رقم (3-4): تطور نسبة الأموال الخاصة للعينة خلال 2007-2009



المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الجدول السابق

نلاحظ من خلال الشكل أن متوسط نسبة الأموال الخاصة في المؤسسات الكبيرة أعلى من نسبتها في المؤسسات الصغيرة حيث نلاحظ أن هذه النسبة تتناقص في المؤسسات الكبيرة فخلال سنة 2007 كانت تقدر بـ 211% وهي نسبة جيدة إذا قارنها بالنسبة المسجلة في المؤسسات الصغيرة خلال نفس السنة والتي تقدر بـ 15% وفي سنة 2008 تناقصت إلى 154% فحين أنها في المؤسسات الصغيرة ارتفعت إلى 28% وفي سنة 2009 شهدت انخفاض كبير حيث وصلت إلى 102%.

أما في نظرتها فقد شهد ارتفاع إلى 29% وهي في تزايد مستمر.

ثانيا: نسبة الديون طويلة الأجل:

يمكن حساب هذه النسبة من خلال

نسبة الديون طويلة الأجل = ديون طويلة الأجل / مجموع الخصوم

والجدول التالي يبين نسبة الديون طويلة الأجل المقاسة في العينة وتطروها خلال سنوات الدراسة

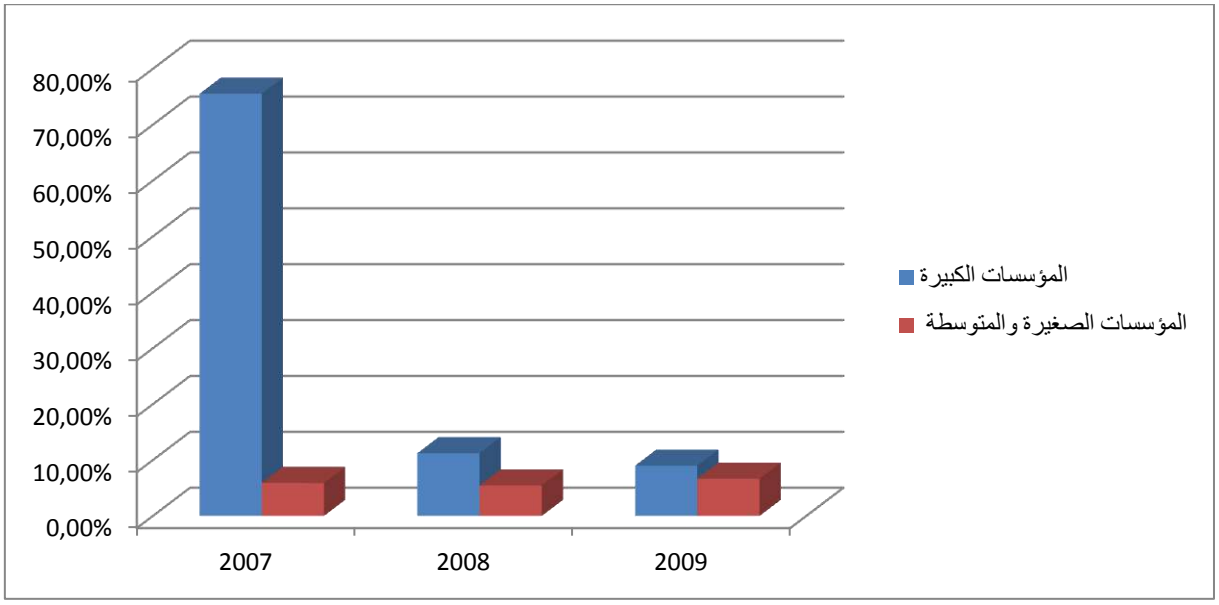
الجدول رقم (3-7): يمثل نسبة الديون طويلة الأجل خلال 2007-2009

	2007	2008	2009
المؤسسات الكبيرة	%7.55	%11.22	%9.00
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	%5.90	%5.46	%6.65

المصدر: من إعداد الطالبة

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة الديون طويلة الأجل متغيرة من سنة إلى أخرى حيث قدر هذا المتوسط لهذه النسبة في المؤسسات الكبيرة قدر بـ 9% فحين أن نفس النسبة في المؤسسات الصغيرة قدرت بـ 5%.

الشكل رقم (3-5): يمثل تطور نسبة الديون الطويلة خلال 2007-2009



المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الجدول السابق

نلاحظ أن نسبة الديون الطويلة الأجل في المؤسسات الكبيرة أعلى من نسبة الديون في المؤسسات الصغيرة والنسبة كانت متزايدة بشكل ملحوظ في المؤسسات الكبيرة حيث كانت سنة 2007 تقدر بـ 7% تم ارتفعت إلى 11% ثم شهت انخفاض طفيف سنة 2007 قدر بـ 2%.

أما في المؤسسات الصغيرة فكانت هذه النسبة ضعيفة حيث قدرت سنة 2007 بـ 5.90% ثم انخفضت قليلا إلى 5.46%ثم ارتفعت إلى 6.65 سنة 2009وهذا دليل على أن المؤسسات الكبيرة تعتمد على القروض طويلة الأجل.

ثالثا: نسبة الديون قصيرة الأجل:

يمكن حسابها من خلال العلاقة التالية:

نسبة الديون قصيرة الأجل = ديون قصيرة الأجل / مجموع الخصوم

والجدول التالي يبين نسبة الديون قصيرة الأجل المقاسة في العينة وتطورها خلال سنوات الدراسة

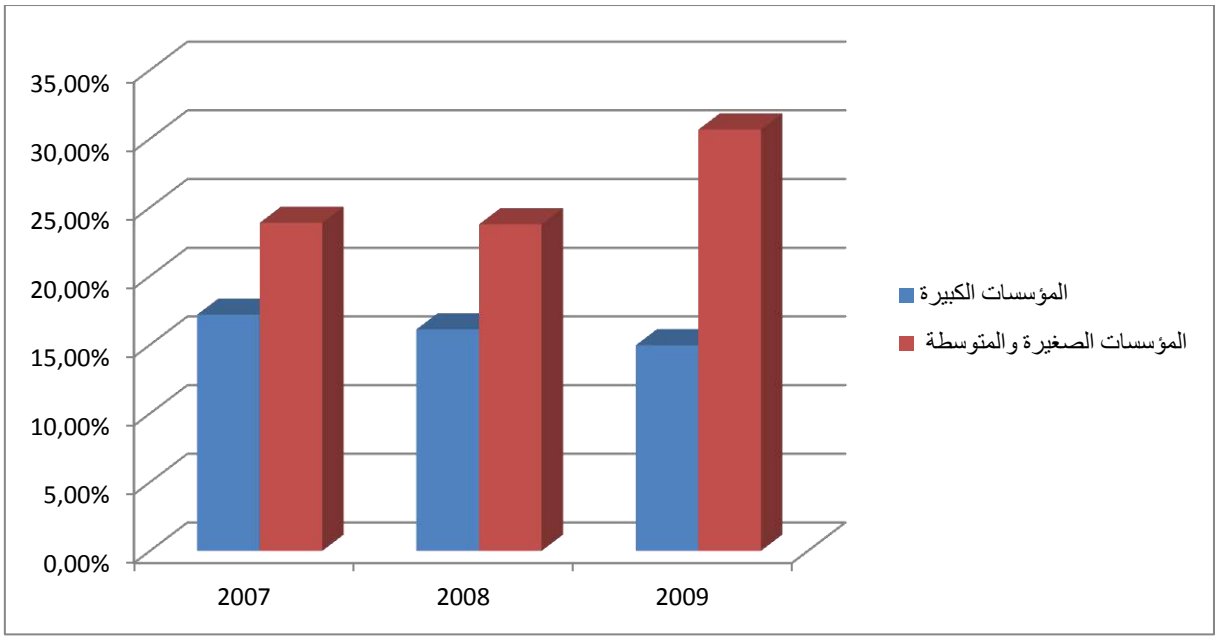
الجدول رقم (3-8): تطور نسبة الديون قصيرة الأجل خلال 2007-2009

	2007	2008	2009
المؤسسات الكبيرة	%17.19	%16.12	%14.96
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	%23.88	%23.77	%30.66

المصدر: من إعداد الطالبة

من خلال الجدول أعلاه يتبين أن نسبة الديون قصيرة الأجل متفاوتة بين المؤسسات الصغيرة والمؤسسات الكبيرة بحيث قدر متوسط نسبة الديون القصيرة في المؤسسات الكبيرة 15% وهي نسبة قليلة مقارنة بالنسبة المحققة في المؤسسات الصغيرة والتي بلغ متوسطها 25%.

الشكل رقم (3-6): تطور نسبة الديون قصيرة الأجل خلال 2007-2009



المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الجدول السابق

نلاحظ من خلال الشكل أن نسبة الديون قصيرة الأجل غير ثابتة في كلا المجموعتين حيث أن هذه النسبة كانت متناقصة في المؤسسات الكبيرة كانت تقدر بـ 17% ثم انخفضت إلى 16% ثم تراجع إلى 14%.

على عكس المؤسسات الصغيرة فقد كانت هذه النسبة متزايدة من سنة إلى أخرى حيث قدرت سنة 2007 بـ 23% وشهدت ارتفاعا خلال سنة 2009. وصل إلى 30% ويلاحظ أن هذه النسبة مرتفعة في المؤسسات الصغيرة ومتزايدة والأمر يرهق السير الحسن للمؤسسات ويجعلها في خطر دائم.

3- نسب التمويل:

تمكننا هذه النسب من دراسة وتحليل النسب التمويلية أي اكتشاف مدى مساهمة كل مصدر تمويلي في تمويل الأصول بصفة عامة والأصول الثابتة بصفة خاصة.

أ-نسبة التمويل الدائم:

يمكن كتابة هذه النسبة كما يلي:

نسبة التمويل الدائم = الأموال الدائمة / الأصول الثابتة

وتشير هذه النسبة إلى تغطية الاستثمارات الصافية بالأموال الدائمة فهذه النسبة تعتبر صياغة أخرى لرأس المال العامل أو ما يسمى بهامش الأمان. والجدول التالي يسين نسبة التمويل الدائم المقاسة في العينة وتطورها خلال سنوات الدراسة

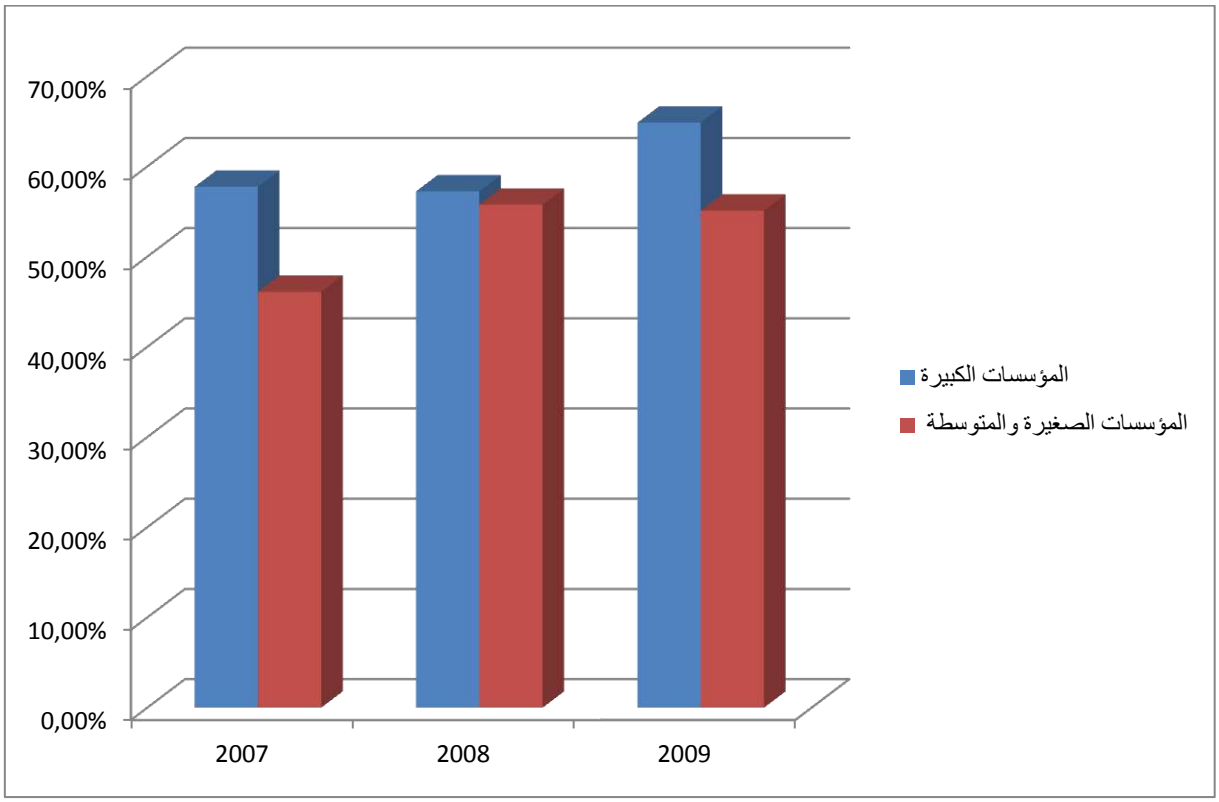
الجدول رقم (3-9): تطور نسبة التمويل الدائم **خلال 2007-2009**

	2007	2008	2009
المؤسسات الكبيرة	%57.75	%57.25	%64.87
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	%46.11	%55.77	%55.11

المصدر: من إعداد الطالبة

من خلال الجدول نلاحظ أن نسبة التمويل الدائم أقل من الواحد في العينة خلال السنوات الثلاث، حيث بلغ متوسط نسبة التمويل الدائم في المؤسسات الكبيرة 59% وفي المؤسسات الصغيرة بلغ 52%وهي نسب ضعيفة

الشكل رقم (3-7): تطور نسبة التمويل الدائم **خلال 2007-2009**



المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الجدول السابق

نلاحظ أن نسبة التمويل الدائم ي المجموعتين كانت متقاربة رغم وجود اختلاف طفيف سنة 2007 قدر بـ 9% ثم تماثل في النسب خلال 2008 عند 55% وسنة 2009 شهدت اختلافا بسيط وبالتالي يمكن القول أن الأموال الدائمة لا تغطي إجمالي الأصول الثابتة دون لجوء هذه المؤسسات إلى الديون قصيرة الأجل بالإضافة إلى أن الديون طويلة الأجل لا تمول جزء من الأصول المتداولة.

ب- التمويل الخاص:

وتعني مدى قدرة المؤسسة على تغطية أصولها الثابتة بالأموال الخاصة ويمكن قياس هذه النسبة من خلال العلاقة

نسبة التمويل الخاص = الأموال الخاصة / الأصول الثابتة

والجدول التالي يبين نسب التمويل الخاص المقاسة في العينة وتطورها خلال سنوات الدراسة

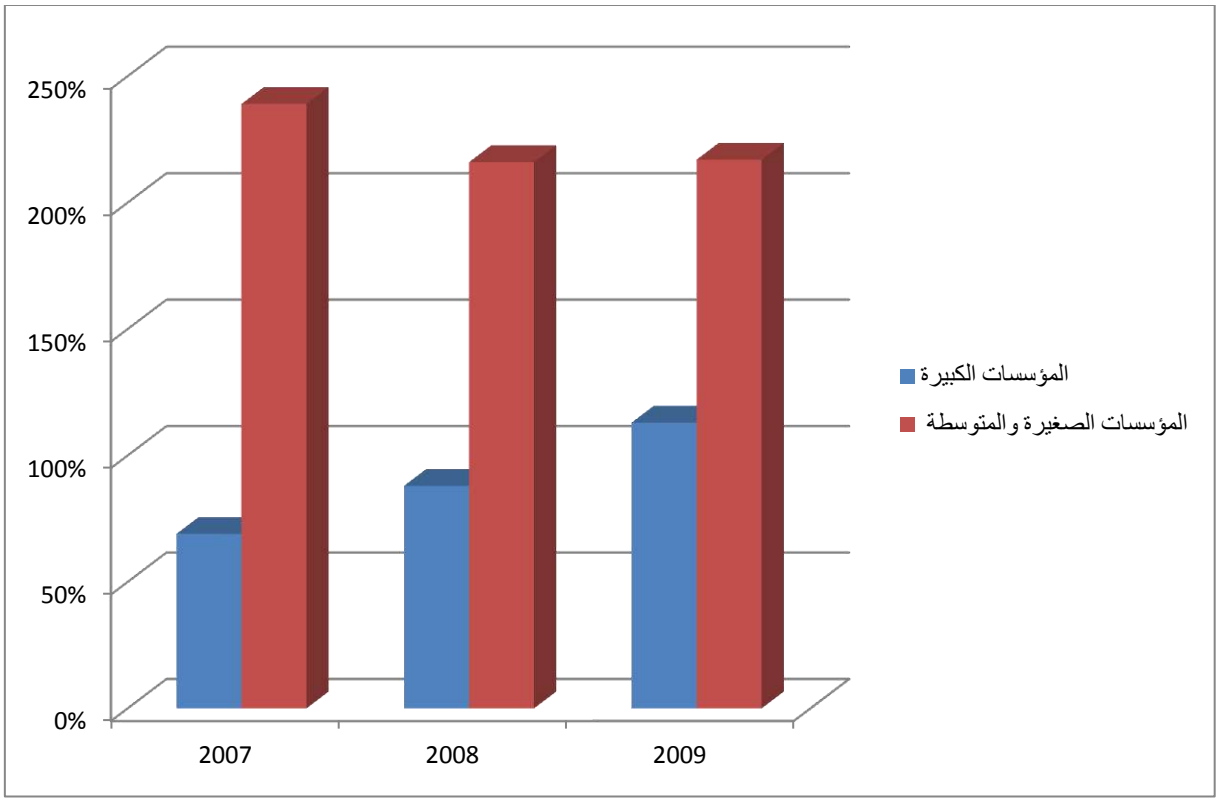
الجدول رقم (3-10): تطور نسبة التمويل الخاص **خلال 2007-2009**

	2007	2008	2009
المؤسسات الكبيرة	%69	%88	%113
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	%239	%216	%217

المصدر: من إعداد الطالبة

يتبين أن نسبة التمويل الذاتي في المؤسسات الكبيرة متزايد من سنة إلى أخرى حيث سنة 2007 حققت ما يعادل 69% ثم ارتفعت سنة 2008 إلى 88% لتتزايد سنة 2009 إلى 113% ورغم هذا التزايد في النسب خلال الثلاث سنوات إلا أنها تبقى ضعيفة مقارنة بالنسب المحققة في المؤسسات الصغيرة في سنة 2007 كانت تقدر بـ 239% وفي 2008 قدرت بـ 216% وفي 2009 كانت تقدر بـ 217%

الشكل رقم (3-8): تطور نسبة التمويل الخاص **خلال 2007-2009**



المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الجدول السابق

المؤسسات الكبيرة تقوم بتمويل ما يقارب 90% من أصولها بأموالها الداخلية و 10% من الأموال الخارجية. والمؤسسات الصغيرة تعتمد على التمويل الذاتي أكثر من المؤسسات الكبيرة.

ج-نسبة الاستقلالية المالية:

تشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة وبالتالي درجة استقلاليتها فكلما كانت هذه النسبة كبيرة استطاعت أن تتعامل مرونة مع الدائنين في شكل اقتراض وتسديد للديون أما إذا كانت النسبة الصغيرة فهذا يعني أنها في وضعية مثقلة بالديون ولا تستطيع الحصول على الموارد التي تحتاجها وتكتب نسبة الاستقلالية المالية كما يلي

نسبة الاستقلالية المالية= الأموال الخاصة / الديون

. والجدول التالي يبين نسبة الاستقلالية المالية المقاسة في العينة وتطورها خلال سنوات الدراسة

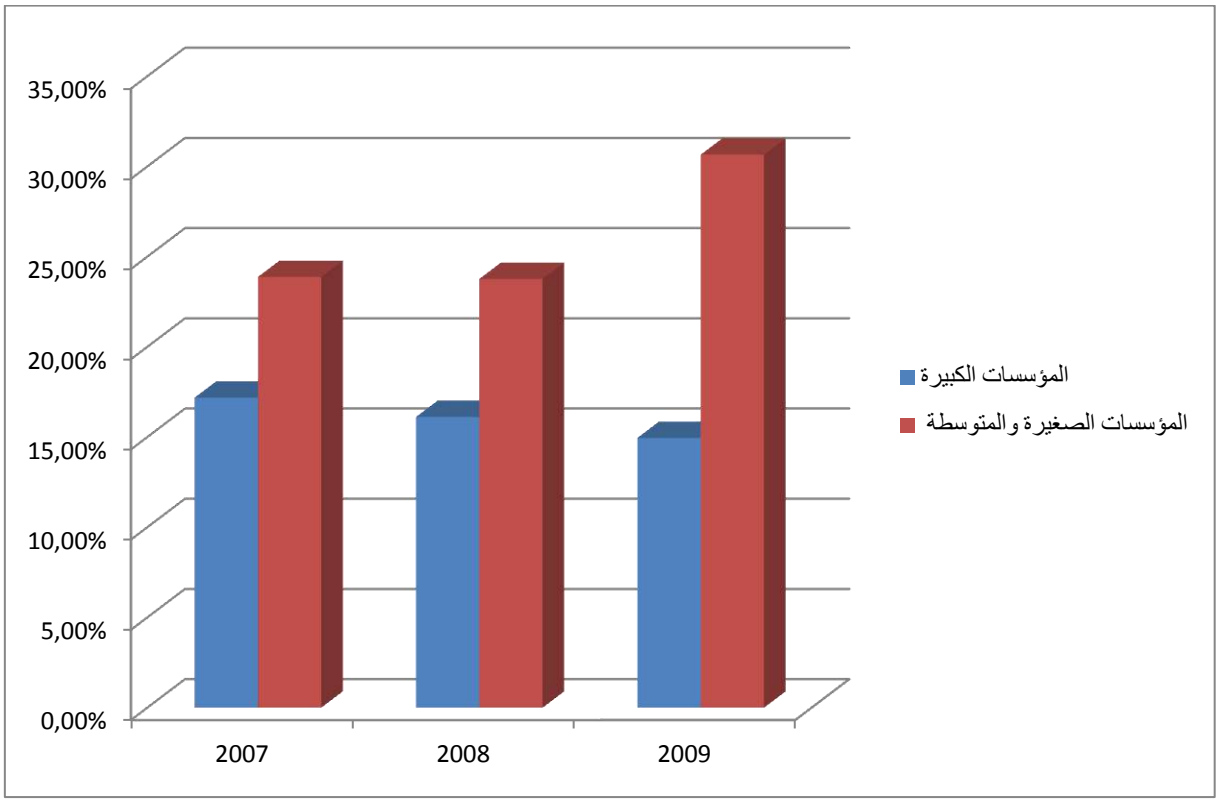
الجدول رقم (3-11): تطور نسبة الاستقلالية المالية خلال 2007-2009

	2007	2008	2009
المؤسسات الكبيرة	%44	%42	%24
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	%139	%148	171%

المصدر: من إعداد الطالبة

بلغ متوسط نسبة الاستقلالية المالية في المؤسسات الكبيرة 36% وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بالمؤسسات الصغيرة أين بلغت هذه النسبة 152% مما يعني أن المؤسسات الصغيرة تتمتع باستقلالية مالية أكثر من المؤسسات الكبيرة

الشكل رقم (3-9): تطور نسبة الاستقلالية المالية خلال 2007-2009



المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الجدول السابق

يلاحظ أن المؤسسات الصغيرة تحقق الاستقلالية المالية أعلى من المؤسسات الكبيرة بحيث أن هذه الاستقلالية تتزايد ففي سنة 2007 قدرت بـ (139%) ثم تزايدت نسبة 2008 إلى 148% لتصل سنة 2009 إلى 171%. أما في المؤسسات الكبيرة فهذه النسبة متناقصة من سنة إلى أخرى وهذا راجع إلى تناقص الأموال الخاصة بمقابل زيادة وتيرة الديون.

د-نسبة التمويل الخارجي:

وتسمى أيضا نسبة القدرة على السداد وتبين مستوى تغطية موجودات المؤسسة بأموال خارجية، فكلما كانت هذه النسبة الصغيرة كانت أموال الدائنين مضمونة وتكتب نسبة التمويل الخارجي كما يلي:

نسبة التمويل الخارجي= مجموع الديون / مجموع الأصول

والجدول التالي يبين نسبة التمويل الخارجي المقاسة في العينة وتطورها خلال سنوات الدارسة.

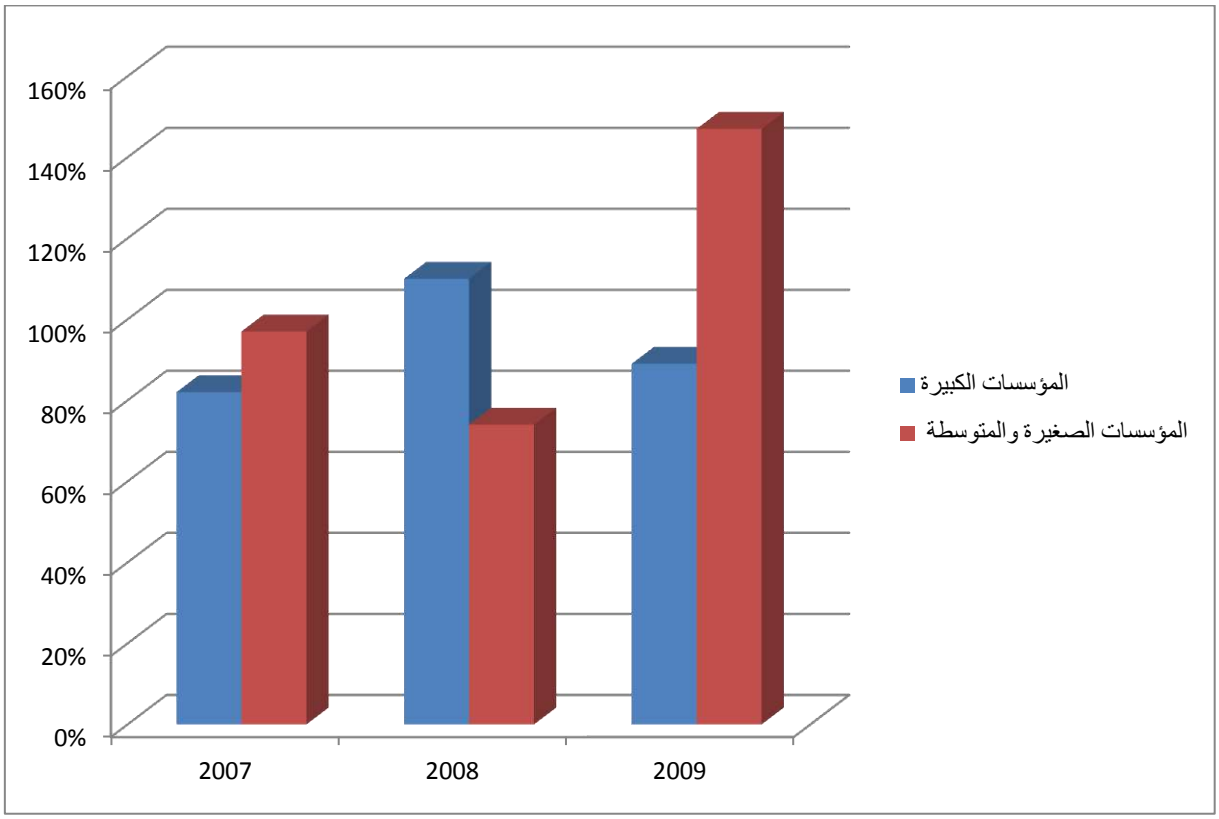
الجدول رقم (3-12): تطور نسبة التمويل الخارجي **خلال 2007-2009**

	2007	2008	2009
المؤسسات الكبيرة	%83	%110	%89
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	%97	%74	%147

المصدر: من إعداد الطالبة

من خلال الجدول يلاحظ أن نسبة التمويل الخارجي أكبر من 50% في المؤسسات الكبيرة والصغيرة مما يعني أن هذه المؤسسات قادرة على تسديد التزاماتها.

الشكل رقم (3-10): تطور نسبة التمويل الخارجي **خلال 2007-2009**



المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الجدول السابق

كانت نسبة القدر على السداد مرتفعة في (2007) قدرت بنسبة 83% ثم ارتفعت سنة 2008 بنسبة 27% تم تراجعت نحو الانخفاض بمقدار 21% أما في المؤسسات الصغيرة التي تتمتع بقدرة كبيرة على التمويل الذاتي وبالتالي تمتلك قدرة كبيرة على تسديد ديونها قدرت بـ 106% كمتوسط خلال الثلاث سنوات وهي نسبة جيدة.

II- نسب السيولة:

يقصد بها قدرة المؤسسة الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل

1-نسبة السيولة العامة:

تستخدم لمعرفة قدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها الجارية بسرعة وبدون صعوبة وتحسب كما يلي:

نسبة السيولة العامة = الأصول المتداولة / إجمالي الديون قصيرة الأجل

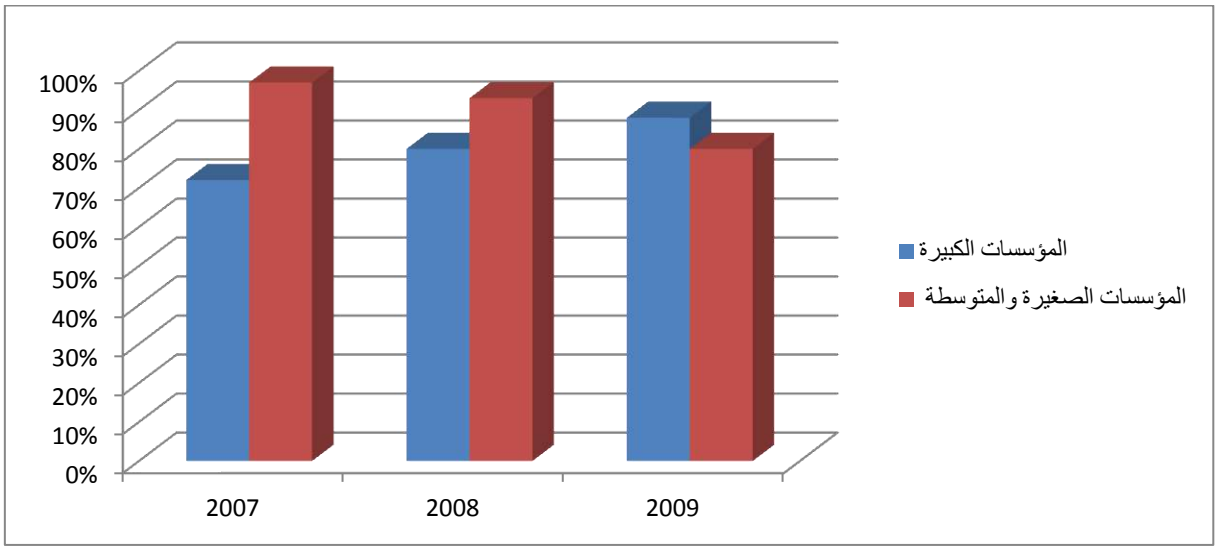
الجدول رقم (3-13): تطور نسبة السيولة العامة خلال 2007-2009

	2007	2008	2009
المؤسسات الكبيرة	%72	%80	%88
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	%97	%93	%80

المصدر: من إعداد الطالبة

من خلال الجدول نلاحظ أن متوسط النسب السيولة العامة في المؤسسات الكبيرة بلغ 80% وفي المؤسسات الصغيرة 90% وبالتالي فهي أقل من الواحد وهذا دليل على عدم وجود أس المال العامل موجب وبتفسير أخر أن المؤسسات لم تستطع تغطية الديون قصيرة الأجل بالأصول المتداولة خلال الثلاث سنوات

الشكل رقم (3-11): تطور نسبة السيولة العامة **خلال 2007-2009**



المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الجدول السابق

نلاحظ من خلال الشكل أن المؤسسات الصغيرة تتمتع بسيولة عامة أكثر من المؤسسات الكبيرة سنة 2007 بفارق كبير يقدر بـ 25% إلى أن هذا الفارق تقلص إلى 13% سنة 2008.

وفي سنة 2009 نجد أن نسبة السيولة العامة في المؤسسات الكبير أصبحت أكبر من السيولة العامة في المؤسسات الصغيرة وذلك بفارق 8% ويعود ذلك إلى ارتفاع نسبة الديون قصيرة الأجل في المؤسسات الصغيرة مما أضعف سيولتها العامة سنة 2009.

2- نسبة السيولة المختصرة:

تحسب من خلال إجمالي القيم الجاهزة + القيم غير جاهزة / الديون قصيرة الأجل.

والجدول التالي يبين نسبة السيولة المختصرة المقاسة في العينة وتطورها خلال سنوات الدراسة

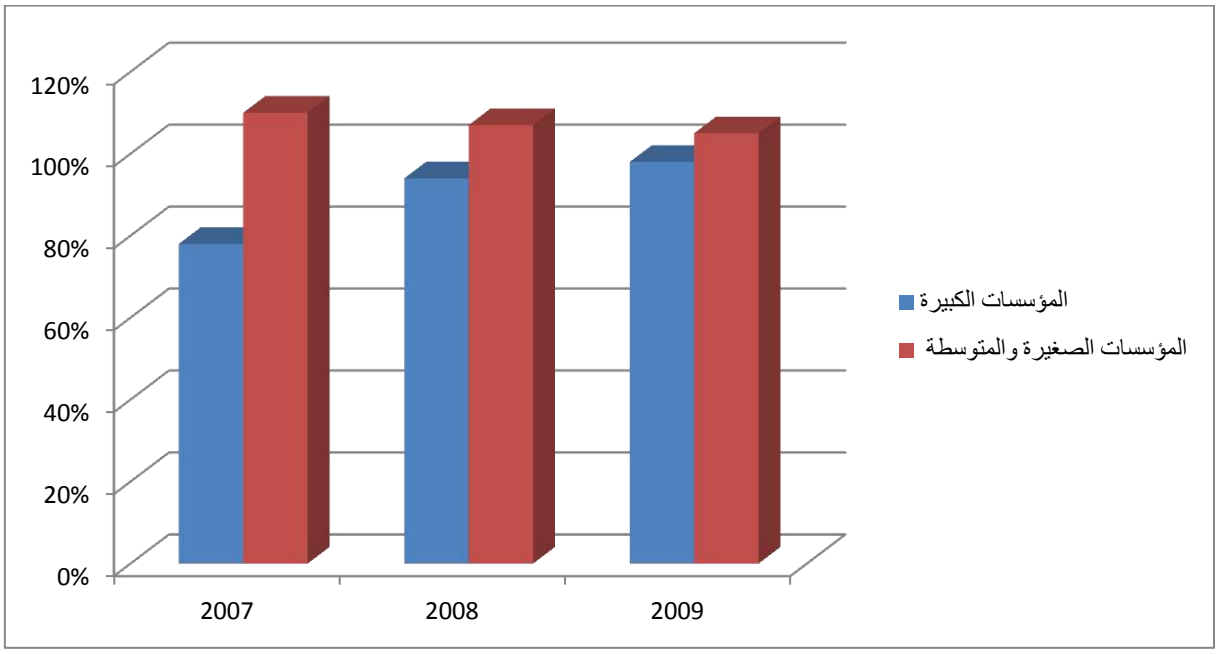
الجدول رقم (3-14): تطور نسبة السيولة المختصرة خلال 2007-2009

	2007	2008	2009
المؤسسات الكبيرة	%78	%94	%98
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	%110	%107	%105

المصدر: من إعداد الطالبة

من خلال الجدول نلاحظ أن نسبة السيولة المختصرة المتحصل عليها في العينة أكبر من 50% خلال الثلاث سنوات مما يدل على أن القيم الجاهزة والقيم الجاهزة والقيم غير جاهزة تغطي مجموع الديون قصيرة الأجل مع وجود فائض خلال سنوات الدراسة

الشكل رقم (3-12): تطور نسبة السيولة المختصرة خلال 2007-2009



المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الجدول السابق

من خلال الشكل نلاحظ أن المؤسسات الصغيرة حققت نسب سيولة مختصرة خلال سنوات الدراسة أعلى من نسب السيولة المختصرة في المؤسسات الكبيرة حيث أن متوسط النسب في المؤسسات الصغيرة بلغ 107% على عكس نظيرتها في المؤسسات الكبيرة التي بلغت فيها هذه النسبة 90% مما يعني أن القيم الجاهزة وغير جاهزة في المؤسسات الصغيرة تغطي الديون قصيرة الأجل بنسب كبيرة بينما في المؤسسات الكبيرة تغطيها بنسب ضئيلة.

3-السيولة الجاهزة:

تحسب من خلال نسبة القيم الجاهزة / الديون قصيرة الأجل

والجدول التالي يبين نسبة السيولة الجاهزة المقاسة في العينة وتطورها خلال سنوات الدراسة

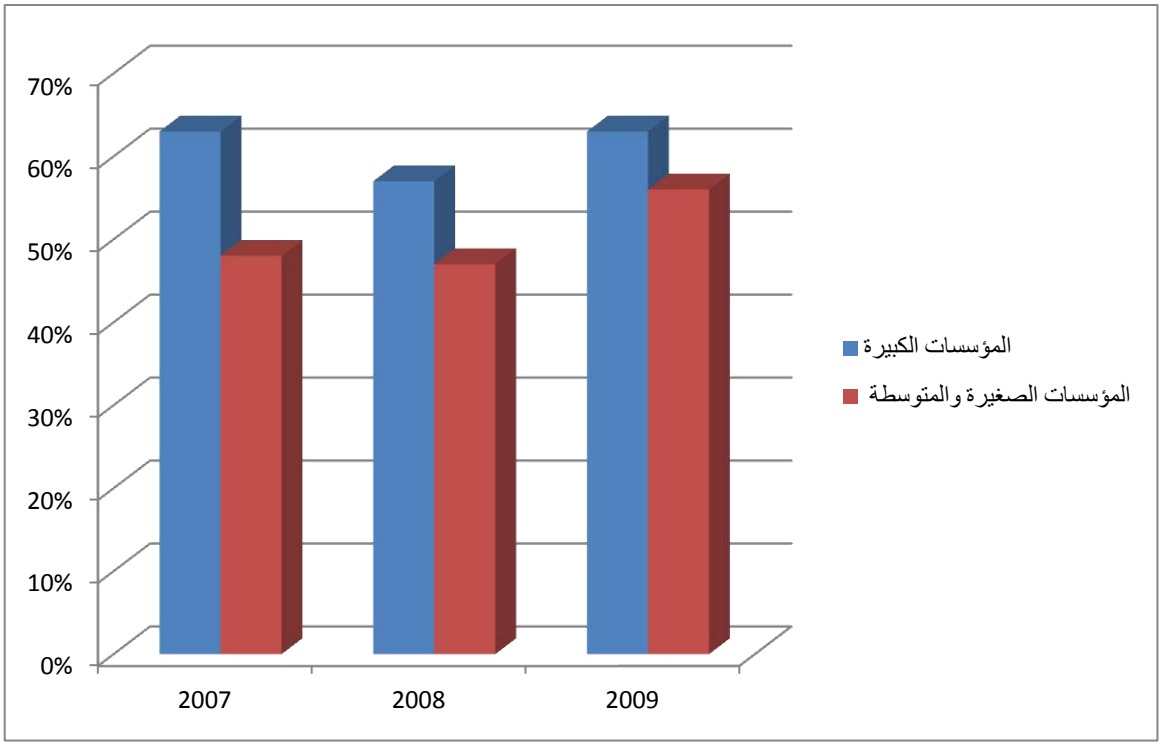
الجدول رقم (3-15): تطور نسبة السيولة الجاهزة:خلال 2007-2009

	2007	2008	2009
المؤسسات الكبيرة	%63	%57	%63
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	%48	%47	%56

المصدر: من إعداد الطالبة

من خلال الجدول نلاحظ أن متوسط نسب السيولة الجاهزة في المؤسسات الكبيرة بلغ 61% خلال سنوات الدراسة في حين أن هذه النسبة بلغت 50% في المؤسسات الصغيرة، مما يعني أنه تقل نسبة السيولة الجاهزة في المؤسسات الصغيرة بـ 11% عن نظيرتها في المؤسسات الكبيرة.

الشكل رقم (3-13): تطور نسبة السيولة الجاهزة: خلال 2007-2009



المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الجدول السابق

نلاحظ من خلال الشكل أن المؤسسات الكبيرة تحقق نسبة السيولة الجاهزة أكثر منها في المؤسسات الصغيرة حيث نلاحظ أن هذه النسبة كانت تقدر بـ 63% خلال سنة 2007 لتنخفض سنة 2008 إلى 57% ثم ارتفعت بنسبة 6% لتصل إلى 63%سنة 2009 بينما في المؤسسات الصغيرة كانت تقدر بـ 48% سنة 2007 وهي نسبة ضعيفة لتنخفض سنة 2008 إلى 47% ثم تزايدت سنة 2009 في حدود 56% وهذا يعني أن المؤسسات الكبيرة قادرة على تسديد ديونها قصيرة الأجل بالاعتماد على السيولة الموجودة حاليا تحت تصرفها.

III-نسب المردودية:

يمكن قياس نسب المردودية المالية والاقتصادية من الحكم على كفاءة وفعالية إدارة المؤسسة في تحقيق الأرباح كما يمكن الاسترشاد بها الاتخاذ القرارات التمويلية لذلك نجد مؤشرات المردودية المالية والاقتصادية محط اهتمام كل من المستثمرين المسيرين والمقرضين.

1-المردودية المالية:

تجسد المردودية المالية مدى مساهمة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع أموالها الخاصة لذلك فإنه يتم حسابها من خلال نسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة.

والجدول التالي يبين نسبة المردودية المالية المقاسة في العينة وتطورها خلال سنوات الدراسة.

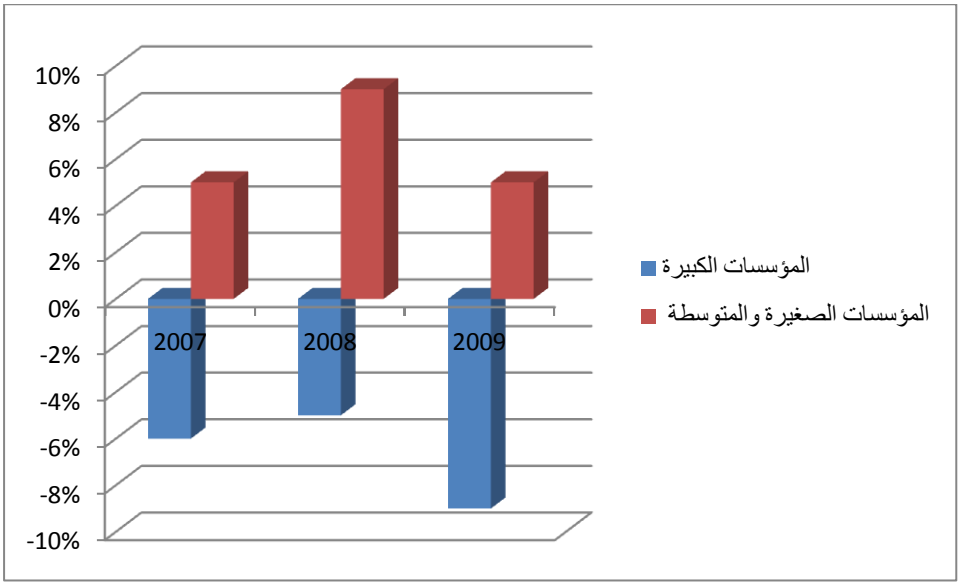
الجدول رقم (3-16): تطور نسبة المردودية المالية خلال 2007-2009

	2007	2008	2009
المؤسسات الكبيرة	%4.83	%4.62	%3.57
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	%11.69	%13.27	%9.77

المصدر: من إعداد الطالبة

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا أن مردودية الأموال الخاصة المحققة خلال السنوات الثلاث موجبة وهذا يعود إلى النتيجة الايجابية التي تحصلت عليها المؤسسات.

الشكل رقم (3-14): تطور نسبة المردودية المالية **خلال 2007-2009**



المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الجدول السابق

بلغت المردودية المالية للمؤسسات الكبيرة 4% كتوسط خلال السنوات الثلاث وهي نسبة ضعيفة إذ أن كل وحدة مستثمرة من أموال المؤسسة تولد ربحا لأصحابها يقدر بـ 0.04 دج.

أما من الجانب التطوري فقد كانت في ارتفاع خلال السنتين الأولين إلا أنها وصلت إلى أدنى قيمة لها خلال سنة 2009 حيث بلغت 3% وهي نسبة جد متدينة إلا أنها كانت مرتفعة خلال سنة 2007 بنسبة تقدر سنة 11%

وهي أعلى من مثيلتها في المؤسسات الكبيرة خلال نفس الفترة، فقد كانت تقدر بـ 11.69% ثم ارتفعت إلى 13.27% سنة 2008 وقد عرفت انخفاضا سنة 2009 ويعود ذلك إلى تأثيرها بتآكل الأموال الخاصة لبعض المؤسسات نتيجة الخسائر المتتالية

2-المردودية الاقتصادية:

تعتبر المردودية الاقتصادية عن العلاقة بين النتيجة الاقتصادية المتمثلة في نتيجة الاستغلال ومجموع الأموال المستخدمة في تحقيق هذه النتيجة المتمثلة في الأصول الإجمالية للمؤسسة أو الأصول الثابتة مضافا إليها احتياج رأس المال العامل.

وفي دراستنا اعتمدنا في حساب المردودية الاقتصادية على نسبة نتيجة الاستغلال إلى إجمالي الأصول.

و يبين الجدول التالي نسب المردودية الاقتصادية المقاسة في المؤسسات وتطورها خلال سنوات الدراسة.

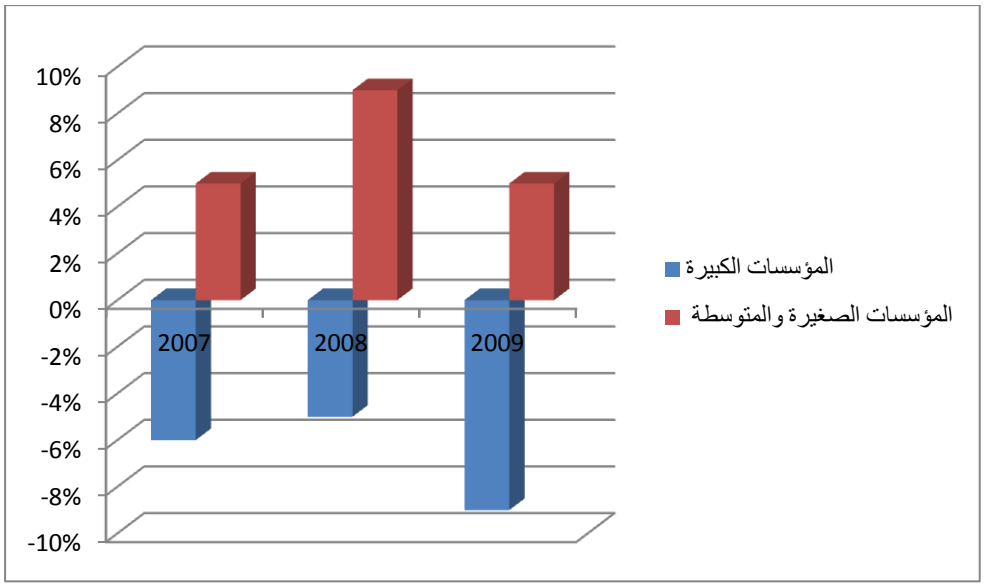
الجدول رقم (3-17): تطور نسبة المردودية الاقتصادية خلال 2007-2009

	2007	2008	2009
المؤسسات الكبيرة	%11.44	%9.86	%98
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	%6.09	%4.63	%105

المصدر: من إعداد الطالبة

من خلال الجدول يتضح أن المردودية الاقتصادية المحققة خلال سنوات الدراسة كانت موجبة في المؤسسات الكبيرة والصغيرة على السواء.

الشكل رقم (3-15): تطور المردودية الاقتصادية خلال 2007-2009



المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الجدول السابق

بلغت المردودية الاقتصادية خلال سنوات الدراسة 4.98% كمتوسط للمؤسسات الصغيرة، وهي نسبة يمكن أن نقول عنها بأنها ضعيفة جدا، ومن خلال الشكل أعلاه نلاحظ أنها كانت متذبذبة خلال الثلاث سنوات، إذ كانت تقدر بـ 6% سنة 2007 لتنخفض بعد ذلك إلى 4.63% في السنة الموالية إلا أنها شهدت أقل نسبة لها سنة 2009 أين وصلت إلى 4.23%.

في حين بلغت هذه النسبة 11.15% كمتوسط للمؤسسات الكبيرة وهي نسبة حسنة إذا ما قرانها بالنتيجة المحققة في المؤسسات الصغيرة. حيث كانت تقدر بـ 11.14% سنة 2007 لتنخفض سنة 2008 إلى 9.86% لتعود إلى ارتفاعها بنسبة 12.46% سنة 2006.

***دراسة آثر الرفع المالي:**

بعد قياس كل من المردودية المالية والاقتصادية ودراسة تطوراتها فإنه سيتم دراسة العلاقة بينهما من خلال أثر الرفع المالي.

والجدول التالي يبين تطور أثر الرفع المالي خلال سنوات الدراسة.

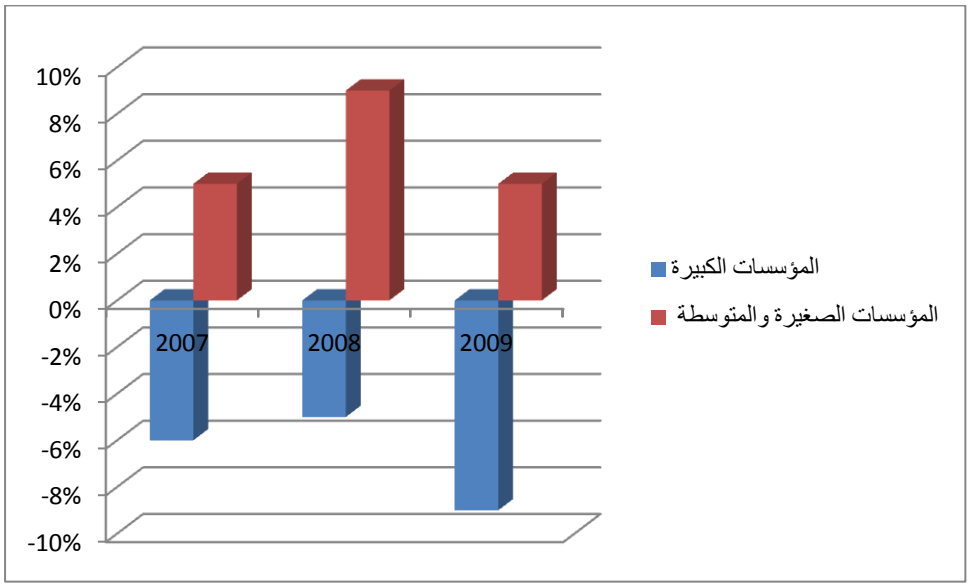
الجدول رقم (3-18): تطور نسبة المردودية الاقتصادية خلال 2007-2009

	2007	2008	2009
المؤسسات الكبيرة	%6-	%5-	%9-
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	%5	%9	%5

المصدر: من إعداد الطالبة

من خلال الجدول نلاحظ أن أثر الرفع المال كان بنسب سالبة خلال السنوات الدراسة في المؤسسات الكبيرة بينما كان بنسبة موجبة في المؤسسات الصغيرة .

الشكل رقم (3-16): تطور أثر الرفع المالي للعينة خلال 2007-2009



المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الجدول السابق

من خلال الشكل تبين أن أثر الرفع المالي ينمو بنفس وتيرة نمو المردودية المالية وهذا دليل على التأثير الكبير لأثر الرفع المالي بالمردودية المالية، كما يبلغ أقل من 1% بالنسبة للمؤسسات الكبيرة وهي نسبة جد ضعيفة نزرا للانخفاض الكبير في المردودية المالية، وبالتالي فإن الاستدانة تؤدي دورا ايجابيا أي أن مديونية المؤسسة تؤثر بالإيجاب على مردوديتها، فكلما زادت النسبة (الديون/ الأموال الخاصة) كلما زادت المردودية المالية. إلا أنه يجب العمل على التوافق بين المردودية والاستقلالية حيث وجدنا سابقا أن هذه الأخيرة في تراجع مستمر وبالتالي يمكن القول أن المؤسسات الكبيرة قد أهملت هدف الاستقلالية على حساب تنمية المردودية نلاحظ أن أثر الرفع كان بقيم سالبة وهذا دليل على الانعكاس السلبي لنسبة الاستدانة على المردودية المالية للمؤسسة مما أدى إلى

تدهورها خاصة سنة 2009 وهذا يفسر زيادة لجوء هذه المؤسسات للاستدانة خاصة الطويلة الأجل مما جعل استقلاليتها في تراجع مستمر وبنسب عالية، وكذلك نجد متوسط أثر الرفع المالي موجبا ويتطور بنفس وتيرة المردودية المالية في المؤسسات كما أنه يعبر عن الأثر الايجابي للاستدانة على مردودية الأموال الخاصة.

المطلب الثاني: اختبار النموذج باستعمال الأساليب الإحصائية:

تساعد الأساليب (الاحصائية) الكمية القياسية في قياس العلاقات بين مختلف التغيرات ومن بين هذه الأساليب نجد الانحدار الخطي الذي يهدف إلى كتابة هذه العلاقات على شكل معادلات خطية مقدرة متغيرات مستقلة ومتغير تابع لها.

$$y=\alpha+B_1X+B_2W+\ldots\ldots+\mu$$

حيث:

y = تمثيل الهيكل المالي (المتغيرات التابع).

x: تمثل نسبة السيولة.

w: تمثل نسبة المردودية.

μ:المتغيرات الغير داخلة في النمو النموذج.

وفي دراستنا هذه نحاول استخدام هذا الأسلوب الإحصائي في قياس العلاقة بين الهيكل المالي ومختلف المتغيرات الأخرى المتمثلة في نسبة السيولة نسب المردودية.

يعتبر الهيكل المالي المتغير التابع للدراسة الحالية والذي سوف يتم قياسه من خلال مؤشر:

إجمالي الديون / ديون طويلة ومتوسطة وقصير الأجل إلى إجمالي الأصول

حيث تم استبعاد المؤشرات التي تعتمد في حسابها على الأموال الخاصة وذلك بسبب عدم دقة التصريحات بقيمة الأموال الخاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إضافة إلى وجود حساب الأموال الخاصة سالب لبعض المؤسسات الكبيرة.

جدول رقم (3-19): متوسطات قيم المتغيرات خلال سنوات الدراسة

	نسب الهيكلة		نسب السيولة			نسب المردودية	
	المؤسسات	إجمالي الديون	السيولة العامة	السيولة الجاهزة	السيولة المختصرة	المردودية المالية	المردودية الاقتصادية
مؤسسات كبيرة	1	74%	58%	22%	85%	2%	21%
	2	121%	86%	19%	19%	2%	5%
	3	107%	84%	46%	19%	3%	6%
	4	62%	97%	89%	157%	4%	5%
	5	110%	60%	88%	149%	5%	13%
	6	105%	96%	103%	111%	7%	12%
	7	97%	83%	76%	82%	5%	15%
	8	68%	67%	84%	63%	6%	9%
مؤسسات صغيرة والمتوسطة	1	160%	24%	15%	40%	20%	5%
	2	62%	153%	14%	111%	13%	5%
	3	33%	85%	88%	139%	1%	2%
	4	189%	27%	74%	139%	4%	2%
	5	61%	150%	16%	75%	16%	4%
	6	36%	75%	60%	179%	16%	9%
	7	58%	112%	84%	128%	11%	4%
	8	84%	108%	75%	102%	14%	7%
	9	93%	73%	112%	98%	7%	3%

المصدر: من إعداد الطالبة من خلال معطيات الدراسة

I–بالنسبة للمؤسسات الكبيرة:

1–اختبار القوة الإحصائية للنموذج الأول:

يتم اختيار القوة الإحصائية لنماذج الانحدار من خلال عدة نقاط:

اختبار معنوية المعالم المقدرة من خلال اختبار (T. student) اختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار Ficher)

*** اختبار معنوية المعالم المقدرة:**

يساعد اختبار Student في معرفة ما إذا كانت المعالم المقدرة (α,β) تختلف معنويا عن الصفر وليكن لدينا:

$$\alpha = \frac{\sum y_s(x_1) - n\bar{y}1(\overline{x_1})}{\sum(x_1)^2 - n(\overline{x_1})^2}$$

$$B = \overline{y_1} - \alpha(\overline{x_1})$$

حيث يمثل:

n: هي عدد المؤسسات=8

y_1: هي متوسط قيم نسبة السيولة العامة

X_1: متوسط معدلات السيولة العامة

وبالاعتماد على برنامج Eviews 3.1 كانت لدينا نتائج التقدير التالية

الجدول رقم (3-20): اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الأول

المتغير التابع y1 عدد المشاهدات 8			
المتغيرات	المعاملات	T المحسوبة	الاحتمالي
y1	72.45	1.68	0.14
x2	0.184	0.31	0.76
معامل التحديد 0.16	متوسط المتغير النابع 93		
معامل التحديد المصحح 0.147-			

المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على برنامج Eviews

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة المعادلة الخطية لنسبة إجمالي الديون بدلالة السيولة العامة

Y1=78.45796376+0.01843681298*x1

ولاختبار مدى معنوية هذه المقدرات نختبر الفرضين التاليين لقبول أو رفض أحدهما:

H_0 :B=0

H_1 : B≠0

و من أجل ذلك لدينا إحصائيا t المحسوبة[1] = 0.31 وهي أقل من 5 % ومنه نرفض الفرضية H_0 أي أن المعامل المقر للسيولة العامة يختلف معنويا عن الصفر (لها معنوية إحصائية)

***-اختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار Fisher)**

[1] -أنظر الملحق رقم (1)

يساعد اختبار Fisher في اختبار الفرضيتين التاليتين

$$H_0 : \alpha = B = 0$$

$$H_1 : \alpha \neq B \neq 0$$

ومن أجل هذا لدينا الإحصائية المحسوبة (F=0.10) وهي أكبر من 0.05 ومنه ترفض الفرضية H0 أي أن المعامل النموذج تختلف معنويا عن الصفر ويؤكد ذلك قيمة Prob(Fist)=0.76

***تفسير النتائج:**

لدينا من المعادلة (1) يمكن تفسير بما أن B>0 فإن هناك علاقة طردية بين إجمالي الديون والسيولة العامة.

-قيمة B هو المتغير المقدر في إجمالي الديون عندما يزيد معدل السيولة العامة يزيد إجمالي الديون بـ 0.18.

2- اختبار القوة الإحصائية للنموذج الثاني :

***اختبار معنوية المعالم المقدرة:**

ليكن لدينا

$$\alpha = \frac{\sum y_1(x_2) - n\overline{y}_1(\overline{x_2})}{\sum (x_2)^2 - n(\overline{x_2})^2}$$

$$B = \overline{y_1} - \alpha(\overline{x_2})$$

حيث يمثل:

n: عدد المؤسسات 8

y_1: هي متوسط قيم إجمالي الديون

X_2: متوسط معدلات السيولة الجاهزة

ولاختبار مدى معنوية هذه المعتقدات تعتبر الفرضيتين التاليتين لقبول أو رفض إحداها:

$$H_0 = B = 0$$

$$H_1 = B \neq 0$$

واعتماد على برنامج Eviews كانت لدينا نتائج التقدير التالية

الجدول رقم (3-21): اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الثاني

المتغير التابع y1 عدد المشاهدات 8			
المتغيرات	المعاملات	T المحسوبة	الاحتمالي
y_1	102.54	5.23	0.002
x_2	-0.144	-0.53	0.61
معامل التحديد 0.045		متوسط المتغير التابع 93	
معامل التحديد المصحح 0.113-			

المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على برنامج Eviews-1

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة المعادلة الخطية لنسبة إجمالي الديون بدلالة السيولة الجاهزة

$$Y_1=102.5440169-0.1448807115*x_2$$

ولاختبار مدى معنوية هذه المقدرات نختبر الفرضين التاليين لقبول أو رفض أحدهما:

$$H_0 : B=0$$

$$H_1 : B\neq 0$$

و من أجل ذلك لدينا إحصائيا t المحسوبة = 0.53- وهي أقل من 5% ومنه نقبل الفر ضية H_0 أي أن المعا لم المقدر للسيولة الجاهزة لا يختلف معنويا عن الصفر.

وتؤكد هذه النتيجة قيمة الاحتمالي المساوية لـ 0.61 (أكبر من 0.05) وهذا يدل على وجود علاقة خطية بين السيولة الجاهزة وإجمالي الديون ويمكن أن نثبت ذلك من خلال قيمة معامل التحديد ضعيفة جدا (R2=0.04) أي أن هذه المعادلة تفسر 4% من التغيرات التي في نسبة الديون.

3- اختبار القوة الإحصائية للنموذج الثالث:

***اختبار معنوية المعالم المقدرة:**

ليكن لدينا:

$$\alpha = \frac{\sum y_1(x_3) - n\bar{y}_1(\overline{x_3})}{\sum(x_3)^2 - n(\overline{x_3})^2}$$

$$B = \overline{y_1} - \alpha(\overline{x_3})$$

حيث يمثل:

n: عدد المؤسسات =8

y_1: هي متوسط قيم إجمالي الديون

X_3: متوسط معدلات السيولة المختصرة

ولاختبار مدى معنوية هذه المعتقدات تعتبر الفرضيتين التاليتين لقبول أو رفض إحداها:

$H_0 = B=0$

$H_1 = B\neq0$

واعتماد على برنامج Eviews كانت لدينا نتائج التقدير التالية

الجدول رقم (3-22): اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الثالث

المتغير التابع y1 عدد المشاهدات 8			
المتغيرات	المعاملات	T المحسوبة	الاحتمالي
y_1	106.70	6.68	0.0005
x_3	-0.16	-1.010	0.35
معامل التحديد 0.145		متوسط المتغير التابع 93.000	
معامل التحديد المصحح 0.0029			

المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على برنامج Eviews3-1

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة المعادلة الخطية لنسبة إجمالي الديون بدلالة السيولة الجاهزة

$$\boxed{y_1=106.7033074-0.1600386264*x_3}$$

ولاختبار مدى معنوية هذه المقدرات نختبر الفرضين التاليين لقبول أو رفض أحدهما:

$H_0 :B=0$

$H_1 : B\neq0$

و من أجل ذلك لدينا إحصائيا t المحسوبة = 1.01- وهي أقل من 5% ومنه نقبل الفرضية H_0 أي أن المعامل المقدر للسيولة المختصرة لا يختلف معنويا عن الصفر.

وتؤكد هذه النتيجة قيمة الاحتمالي المساوية لـ 0.35 أكبر من (0.05)

وهذا يدل على عدم وجود علاقة خطية بين السيولة المختصرة ونسبة الديون.

4- اختبار القوة الإحصائية للنموذج الرابع:

*** اختبار معنوية المعالم المقدرة:**

ليكن لدينا:

$$\alpha = \frac{\sum y_1(x_4) - n\bar{y}_1(\overline{x_4})}{\sum(x_4)^2 - n(\overline{x_4})^2}$$

$$B = \overline{y_1} - \alpha(\overline{x_4})$$

حيث يمثل:

n: عدد المؤسسات 8

y_1: هي متوسط قيم إجمالي الديون

X_4: متوسط معدلات المردودية المالية

ولاختبار مدى معنوية هذه المعتقدات تعتبر الفرضيتين التاليتين لقبول أو رفض إحداها:

$$H_0 = B=0$$

$$H_1 = B\neq 0$$

واعتماد على برنامج Eviews كانت لدينا نتائج التقدير التالية

الجدول رقم (3-23): اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الرابع

المتغير التابع y1 عدد المشاهدات 8			
المتغيرات	المعاملات	T المحسوبة	الاحتمالي
y_1	97.52	4.36	0.0047
x_4	-1.06	-0.21	0.83
معامل التحديد 0.0078		متوسط المتغير التابع 93.000	
معامل التحديد المصحح 0.157-			

المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على برنامج Eviews3-1

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة المعادلة الخطية كما يلي:

$$y_1=97.5212766-1.063829787*x_4$$

ولاختبار مدى معنوية هذه المقدرات نختبر الفرضين التاليين لقبول أو رفض أحدهما:

$$H_0 : B=0$$

$$H_1 : B\neq 0$$

و من أجل ذلك لدينا إحصائيا t المحسوبة = 0.21- وهي أقل من 5% ومنه نقبل الفرضية H_0 أي أن المعامل المقدر للمردودية المالية لا يختلف معنويا عن الصفر.

وهذا ما تؤكده نتيجة قيمة الاحتمالي المساوية لـ 0.83 أكبر من (0.05) وهذا دليل على عدم وجود علاقة خطية بين المردودية وإجمالي الديون، ويمكن أن نثبت ذلك من خلال قيمة معامل التحديد الضعيفة جدا. (R2=0.007) أن هذه المعادلة تفسر 0.7% فقط من تغيرات التي تحصل في الديون.

5-اختبار القوة الإحصائية للنموذج الخامس:

***اختبار معنوية المعالم المقدرة:**

ليكن لدينا:

$$\alpha = \frac{\sum y_1(x_5) - n\overline{y}_1(\overline{x_5})}{\sum(x_5)^2 - n(\overline{x_5})^2}$$

$$B = \overline{y_1} - \alpha(\overline{x_5})$$

حيث يمثل:

n: عدد المؤسسات 8

y_1: هي متوسط قيم إجمالي الديون

X_5: متوسط معدلات المردودية الاقتصادية

ولاختبار مدى معنوية هذه المعتقدات تعتبر الفرضيتين التاليتين لقبول أو رفض إحداها:

$$H_0 = B=0$$

$$H_1 = B\neq 0$$

واعتماد على برنامج Eviews كانت لدينا نتائج التقدير التالية

الجدول رقم (3-24): اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الخامس

المتغير التابع y1 عدد المشاهدات 8			
المتغيرات	المعاملات	T المحسوبة	الاحتمالي
y_1	99.30	2.265	0.0019
x_5	-0.58	-0.37	0.72
معامل التحديد 0.0022		متوسط المتغير التابع 93.00000	
معامل التحديد المصحح -0.14			

المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على برنامج Eviews

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة المعادلة الخطية كما يلي:

$$y_1=99.30925508-0.5869074492*x_5$$

من خلال الجدول أعلاه نجد إحصائيا t المحسوبة = 0.37- وهي أقل من 5% ومنه نقبل الفرضية H_0 أي أن المعامل المقدر للمردودية الاقتصادية لا يختلف معنويا عن الصفر. و تؤكد هذا قيمة الاحتمالي المساوية لـ 0.72 أكبر من (0.05)

وهذا يدل على وجود علاقة خطية بين نسبة المردودية الاقتصادية وإجمالي الديون

II–بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

1– اختبار القوة الإحصائية للنموذج الأول:

وليكن لدينا:

$$\alpha = \frac{\sum y_s(x_1) - n\bar{y}1(\overline{x_1})}{\sum(x_1)^2 - n(\overline{x_1})^2}$$

$$B = \overline{y_1} - \alpha(\overline{x_1})$$

حيث يمثل:

n: هي عدد المؤسسات الصغيرة 9

y_1: هي متوسط قيم إجمالي الديون

X_1: متوسط معدلات السيولة العامة

ولاختبار مدى معنوية هذه المقدرات نختبر الفرضين التاليين لقبول أو رفض أحدهما:

$$H_0 : B=0$$

$$H_1 : B\neq 0$$

وبالاعتماد على برنامج Eviews كانت لدينا نتائج التقدير التالية

الجدول رقم (3-25): اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الأول

المتغير التابع y1 عدد المشاهدات 8			
المتغيرات	المعاملات	T المحسوبة	الاحتمالي
y1	159.76	5.11	0.0014
x2	-0.82	-2.61	0.03
معامل التحديد 0.49	متوسط المتغير التابع 86.22		
معامل التحديد المصحح 0.42			

المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على برنامج Eviews3.1

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة المعادلة الخطية كما يلي:

Y1=159.767266 - 0.8202049497*x1

و من أجل ذلك لدينا إحصائيا t المحسوبة[1] = 2.61- وهي أقل من 5% ومنه تقبل الفضية H_0 أي أن المعامل المقدر للسيولة العامة لايختلف معنويا عن الصفر وتؤكد هذه النتيجة قيمة الاحتمال المساوية لـ 0.03 (أقل من 0.05)

وهذا يدل على عدم وجود خطية بين السيولة العامة وإجمالي الديون.

2- اختبار القوة الإحصائية للنموذج الثاني :

*** اختبار معنوية المعالم المقدرة:**

ليكن لدينا

$$\alpha = \frac{\sum y_1(x_2) - n\bar{y}_1(\overline{x_2})}{\sum(x_2)^2 - n(\overline{x_2})^2}$$

$$B = \overline{y_1} - \alpha(\overline{x_2})$$

[1] أنظر الملحق رقم (2)

حيث يمثل:

X_2: متوسط معدلات السيولة الجاهزة

ولاختبار مدى معنوية هذه المعتقدات تعتبر الفرضيتين التاليتين لقبول أو رفض إحداها:

$$H_0 = B=0$$
$$H_1 = B\neq 0$$

الجدول رقم (3–26): اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الثاني

المتغير التابع y1 عدد المشاهدات 9			
المتغيرات	المعاملات	T المحسوبة	الاحتمالي
y_1	94.74	2.45	0.043
x_2	-0.14	-0.25	0.80
معامل التحديد 0.009		متوسط المتغير التابع 86.22	
معامل التحديد المصحح -0.13			

المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على برنامج Eviews

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة المعادلة الخطية التالية:

$$\boxed{Y_1=94.74357733-0.1425505502*x_2}$$

من خلال الجدول أعلاه نجد إحصائيا t المحسوبة = -0.25 وهي أقل من 5% ومنه نقبل الفرضية H_0 أي أن المعامل المقدر للسيولة الجاهزة لا يختلف معنويا عن الصفر. وتؤكد هذه النتيجة قيمة الاحتمالي المساوية لـ 0.80 (أكبر من 0.05)

وهذا يدل على عدم وجود علاقة خطية بين نسبة السيولة الجاهزة وإجمالي الديون.

ويظهر ذلك من خلال معادل التحديد والضعيف جدا (R_2=0.009) أي أن هذه المعادلة تفسر 0.09 % من التغيرات التي تطرأ على الديون.

3- اختبار القوة الإحصائية للنموذج الثالث:

ليكن لدينا:

$$\alpha = \frac{\sum y_1(x_3) - n\bar{y}_1(\overline{x_3})}{\sum(x_3)^2 - n(\overline{x_3})^2}$$

$$B = \overline{y_1} - \alpha(\overline{x_3})$$

حيث يمثل:

n: عدد المؤسسات α

y_1: هي متوسط قيم إجمالي الديون

X_3: متوسط معدلات السيولة المختصرة

ولاختبار مدى معنوية هذه المعتقدات تعتبر الفرضيتين التاليتين لقبول أو رفض إحداها:

$$H_0 = B=0$$

$$H_1 = B\neq 0$$

واعتماد على برنامج Eviews كانت لدينا نتائج التقدير التالية

الجدول رقم (3-27): اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الثالث

المتغير التابع y1 عدد المشاهدات 9			
المتغيرات	المعاملات	T المحسوبة	الاحتمالي
y_1	145.66	2.63	0.033
x_3	-0.52	-1.13	0.29
معامل التحديد 0.15		متوسط المتغير التابع 86.22	
معامل التحديد المصحح 0.03			

المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على برنامج Eviews

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة المعادلة الخطية كما يلي

$y_1=145.6565277-0.5290887731*x_3$

من خلال الجدول نجد t المحسوبة = 1.13- وهي أقل من 5% ومنه نقبل الفرضية H_0 أي المعامل المقدر للسيولة المختصرة لا يختلف معنويا عن الصفر.وتؤكد هذه النتيجة قيمة الاحتمالي المساوية لـ 0.29 (أكبر من 0.05). وهذا دليل على عدم وجود علاقة خطية بين السيولة المختصرة وإجمالي الديون.

4- اختبار القوة الإحصائية للنموذج الرابع:

ليكن لدينا:

$$\alpha = \frac{\sum y_1(x_4) - n\bar{y}_1(\overline{x_4})}{\sum(x_4)^2 - n(\overline{x_4})^2}$$

$$B = \overline{y_1} - \alpha(\overline{x_4})$$

حيث يمثل:

X_4: متوسط معدلات المردودية المالية

ولاختبار مدى معنوية هذه المعتقدات تعتبر الفرضيتين التاليتين لقبول أو رفض إحداها:

$H_0 = B=0$

$H_1 = B\neq0$

واعتماد على برنامج Eviews كانت لدينا نتائج التقدير التالية

الجدول رقم (3-28): اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الرابع

المتغير التابع y1 عدد المشاهدات 9			
المتغيرات	المعاملات	T المحسوبة	الاحتمالي
y_1	85.58	2.03	0.081
y_4	0.056	0.017	0.98
معامل التحديد 0.00004		متوسط المتغير التابع 86.22	
معامل التحديد المصحح 0.142-			

المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على برنامج Eviews

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة المعادلة الخطية كما يلي:

$$y_1=85.58441558+0.05627705628*x_4$$

من خلال الجدول نجد إحصائيا t المحسوبة =0.017 وهي أكبر من 5% ومنه نرفض الفرضية H_0 أي أن المعامل المقدر للمردودية المالية يختلف معنويا عن الصفر.

***اختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار Fisher)**

يساعد اختبار Fisher في اختبار الفرضيتين التاليتين

$$H_0 : \alpha = B = 0$$

$$H_1 : \alpha \neq B \neq 0$$

ومن أجل هذا لدينا الإحصائية المحسوبة (F=0.0002) وهي أقل من 0.05 ومنه نقبل الفرضية H_0 أي أن المعامل النموذج لا تختلف معنويا عن الصفر ويؤكد ذلك قيمة Prob(Fist)=0.0004

***تفسير النتائج:**

لدينا من المعادلة المقدر لإجمالي الديون بدلالة المردودية المالية من الشكل:

$$y_1=85.58441558+0.05627705628*x_4$$

بما أن B>0 فإن هناك علاقة طردية بين إجمالي الديون والمردودية المالية.

5- اختبار القوة الإحصائية للنموذج الخامس:

***اختبار معنوية المعالم المقدرة:**

ليكن لدينا:

$$\alpha = \frac{\sum y_1(x_5) - n\overline{y}_1(\overline{x_5})}{\sum(x_5)^2 - n(\overline{x_5})^2}$$

$$B = \overline{y_1} - \alpha(\overline{x_5})$$

حيث يمثل:

X_5: متوسط معدلات المردودية الاقتصادية

ولاختبار مدى معنوية هذه المعتقدات تعتبر الفرضيتين التاليتين لقبول أو رفض إحداها:

$$H_0 = B = 0$$

$$H_1 = B \neq 0$$

واعتماد على برنامج Eviews كانت لدينا نتائج التقدير التالية

الجدول رقم (3–29): اختبار معنوية المعالم المقدرة للنموذج الخامس

المتغير التابع y1 عدد المشاهدات 9			
المتغيرات	المعاملات	T المحسوبة	الاحتمالي
y_1	120.11	2.81	0.025
x_5	-7.43	-0.88	0.40
معامل التحديد 0.09	متوسط المتغير التابع 86.22		
معامل التحديد المصحح 0.028-			

المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على برنامج Eviews

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة المعادلة الخطية كما يلي:

$$y_1=120.1131579-7.439473684*x_5$$

من خلال الجدول أعلاه نجد إحصائيا t المحسوبة = 0.88- وهي أقل من 5% ومنه نقبل الفرضية H_0 أي أن المعامل المقدر للمردودية الاقتصادية لا يختلف معنويا عن الصفر.

وهذا دليل على عدم وجود علاقة خطية بين المردودية الاقتصادية وإجمالي الديون.

III– المقارنة بين نتائج المؤسسات الكبيرة ونتائج المؤسسات الغيرة والمتوسطة :

الجدول رقم (3–30): نتائج تحليل Eviews لنموذج الدراسة بالمؤسسات الكبيرة

المتغير التابع y1 عدد المشاهدات 8			
المتغيرات	المعاملات	T المحسوبة	الاحتمالي
y_1	86.47	0.75	0.52
x_1	0.22	0.18	0.86
x_2	-0.80	-0.29	0.79
x_3	0.020	0.030	0.97
x_4	11.51	0.30	0.78
x_5	-0.80	-0.18	0.87
معامل التحديد 0.199		متوسط المتغير التابع 93.0000	
معامل التحديد المصحح 1.80-			

المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على برنامج Eviews

الجدول رقم (3-31): نتائج تحليل Eviews لنموذج الدراسة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المتغير التابع y1 عدد المشاهدات 9			
المتغيرات	المعاملات	T المحسوبة	الاحتمالي
y_1	235.51	1.50	0.22
x_1	-0.85	-2.21	0.11
x_2	-0.33	-0.42	0.70
x_3	-0.26	-0.29	0.78
x_4	0.67	0.06	0.95
x_5	-6.65	-0.30	0.77
معامل التحديد 0.70	متوسط المتغير التابع 86.22		
معامل التحديد المصحح0.21			

المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على برنامج Eviews

كشفت نتائج التحليل لنموذج الدراسة بالمؤسسات الكبيرة كما يوضحها الجدول (3-30) بالنسبة لقياس المتغير التابع (معامل إجمالي الديون) عن اختيار المتغيرات المستقلة ذات دلالة إحصائية في تفسير التابع.

-تشير النتائج إلى عدم وجود علاقة خطية قوية بين نسبة كل من السيولة الجاهزة، السيولة المختصر، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية.

كذلك أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين السيولة العامة، (عند مستوى ثقة 95%) والمتغير التابع (إجمالي الديون).

وتساهم المتغيرات المستقلة الخمس السابقة في تفسير 20% من المتغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (إجمالي الديون) وهو ما يشير إليه معامل التحديد للنموذج R^2.

أما فيما يخص نموذج الدراسات بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فقد كشفت نتائج التحليل كما يوضحها الجدول رقم (3-31) أنه بالنسبة لقياس المتغير التابع (إجمال الديون) عن أن المتغيرات المستقلة ذات دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع.

تشير النتائج إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين كل من المتغير المردودية المالية (عند مستوى ثقة 95%) وبين معدل إجمالي الديون.

وأظهرت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من المتغيرات السيولة العامة، السيولة الجاهزة، السيولة المختصرة، المردودية الاقتصادية وبين المتغير التابع (إجمال الديون).

وتساهم هذه المتغيرات المستقلة في تفسير 70.56% من المتغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (إجمالي الديون) وهو ما يشير إليه معامل التحديد R^2.

خلاصة:

من أجل دراسة الهياكل التمويلية للمؤسسات الكبيرة والصغيرة والمتوسطة قمنا بدراسة مقارنة للهياكل التمويلية لهذه المؤسسات لاستنباط الخصوصية التي تيمز المؤسسات الكبيرة عن غيرها من المؤسسات الصغيرة وما مدى تأثير ذلك على تطبيق القرارات واستخدام النسب المالية فيها ومن أجل ذلك تم اختيار العينة المشكلة من المؤسسات الكبيرة الصغيرة والموسطة وقمنا بدراسة الوضعية المالية لهذه المؤسسات لتتم المقارنة من حيث درجة السيولة المردودية الاستقلالية وكذا التمويل الدائم والخاص.

وقد استنبطنا مجموعة من النتائج تتمثل في:

-تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن الكبيرة ببعض الخصائص اعتمدناها بنسبة كبيرة على التمويل الذاتي، بالرغم من الجهود المبذولة من طرف الدولة لدعم هذا القطاع إلا أنه مازال يعاني من محدودية التمويل ؛

- تميز المؤسسات الصغيرة بالاستقلالية المالية أكثر من المؤسسات الكبيرة؛

-اعتماد المؤسسات الصغيرة عل القروض قصيرة الأجل على عكس المؤسسات الكبيرة التي تعتمد على القروض طويلة الأجل؛

-كما تبين من نتائج التحليل في المؤسسات الكبيرة وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين السيولة العامة وإجمالي الديون، وأن المتغيرات المستقلة في هذا النموذج تفسر 20% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع.

- كما أسفرت نتائج التحليل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية وإجمالي الديون، كما أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر 70% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع.

خاتمة

خاتمـة:

حاولنا من خلال دراستنا إلى إبراز أهمية التمويل في المؤسسات الكبيرة والصغيرة والمتوسطة على اعتبار أن مسألة التمويل من بين أعقد المشكلات التي تواجه تنمية وتطوير المؤسسة خاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ولما يحتله التمويل من أهمية في الوقت الحاضر في تفعيل وتوسيع النشاط الاقتصادي وبهدف بلوغ وتحقيق المزيج التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العوائد والمخاطر الناتجة عنه. والعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة.

ولإبراز هذه الأهمية ميدانيا تمحورت دراستنا حول الإشكالية التالية

*كيف يمكن تقييم وتحليل الهياكل التمويلي بالنسبة للمؤسسات الكبيرة، الصغيرة والمتوسطة ؟

وقصد الإجابة عن هذه الإشكالية تم تقسيم الدارس على ثلاث فصول تضمن الفصل الأول مصادر تمويل المؤسسة وآليات اختبار هذه المصادر أما الفصل الثاني فتضمن الإطار النظري للهيكل المالي والنظريات المفسرة للهيكل المالي لنقوم ضمن الفصل الثالث بدراسة مقارنة للهياكل التمويلية في المؤسسات الكبيرة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخلال هذه الفصول تم استنتاج بعض النتائج سواءا كانت نظرية أو تطبيقية منها ما يلي:

-تختلف مصادر التمويل في المؤسسات الكبيرة، الصغيرة والموسطة ويتوقف الاختيار بين هذه المصادر على جملة من المعايير معايير المردودية والتكلفة معايير أخرى كما أن هناك قيود تحكم عملية اختيار مصادر التمويل قيود كلاسيكية وقيود أخرى.

كما عرفنا الهيكل المالي على أنه الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصول المؤسسة كما وجدنا أن الهيكل المالي يتأثر بجملة من العوامل منها: هيكل الأصول، درجة التخصص، السيولة، الربحية، الحجم، معدل النمو.

كما تم التطرق لأهم النظريات المفسرة للهياكل التمويلية في المؤسسة النظرية التقليدية التي تقر بوجود هيكل مالي أمثل، فيما جاءت نظرية مود بلقاني وميلر بحيث يجيب الاقتصاديات بـ "لا" حول أمثلية الهيكل المالي، ونظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل من أجل دراسة الهياكل التمويلية للمؤسسات الكبيرة الصغيرة والمتوسطة قمنا بدراسة مقارنة لهياكلها التمويلية لاستنباط الخصوصية التي تيمز هذه المؤسسات عن بعضها وما مدى تأثير ذلك على تطبيق القرارات واستخدام النسب المالية فيها. ومن أجل عملية التقييم هذه قمنا باختيار عينة من المؤسسات الكبيرة التي كانت منوعة جغرافيا وعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة انطلاقا

من مكاتب محاسبية بمدينة ورقلة الوادي، الأغواط، وقد قمنا بدراسة الوضعية المالية لهذه المؤسسات باستخدام بعض النسب المالية لتتم المقارنة من حيث نسب الهيكلة، المردودية، السيولة.

وقد استنبطنا مجموعة من النتائج تتمثل في:

-تميز المؤسسات الصغيرة عن الكبيرة ببعض الخصائص منها ضعف رأس مال هذه الأخيرة؛

- رغم تعدد مصادر التمويل وتنوعها أمام المؤسسات الكبير إلا أن هذا يعتبر من العقبات التي تواجه المستثمرين عند إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذ أنه غالبا ما يلجأون إلى الادخارات الخاصة والعائلية كما أن عدم وجود سوق مالية متطورة وصعوبة لجوء هذه المؤسسات غليها زاد من تعقيد هذا المشكل.

وبدراسة الهياكل التمويلية لهذه العينة تبين أن:

-التمويل الذاتي يشكل الحصة الأكبر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمؤسسات الكبيرة تعتمد على الاستدانة في تمويل عملياتها وهذا ما ينفي الفرضية الأولى إذ تعتمد المؤسسات الصغيرة على التمويل الذاتي والمؤسسات الكبيرة على الاستدانة؛

-يعمل التمويل الذاتي على تدعيم الأموال الخاصة وبالتالي تحسين المردودة المالية بحيث كانت أكبر في المؤسسات الصغيرة التي تحقق تمويلا ذاتيا أكبر حيث قدرت في المؤسسات (ذات نسبة تمويل ذاتي 224% كمتوسط) نسبة 11% في حين بلغت في المؤسسات الكبيرة (ذات تمويل 90 % كمتوسط) نسبة 4% فعلي هذه المؤسسات العمل على تحسين مردوديتها من هلال تدعيم تمويلها الذاتي؛

- ارتفاع نسبة القدرة على السداد في المؤسسات الصغير نتيجة اعتمادها على التمويل الذاتي مما يجعل هذه المؤسسات تتمتع باستقلالية المالية على عكس المؤسسات الكبيرة التي تعتمد على الاستدانة مما يقلل من استقلاليتها المالية.

بعد النتائج المتوصل إليها نتقدم بمجموعة من التوصيات:

- من أجل تحقيق مردودية عالية ينبغي على المؤسسة الأخذ بعين الاعتبار تكلفة مصادر التمويل بهدف تكوين هيكل مالي أمثل؛
- محاولة الاستفادة من أدوات التشخيص المالي الحديثة لمحاولة استدراك ومعالجة الإختلالات؛
- يجب على المؤسسة عدم المبالغة في الاستدانة لما يترتب على ذلك من مخاطر من شأنها التأثير على مردوديتها

وفي الأخير يتبين لنا أن هذا الموضوع يعد من المواضيع الهامة يمكن دراسته من خلال عد جوانب فيمكننا أن نضع أفاقا لبحثنا منها ما يلي:

-دراسة الموضوع بتطبيقه على بيئة ذات سوق مالية متطورة لإمكانية تطبيق الآليات المستبعدة من هذه الدراسة؛

-زيادة حجم العينة لاستخلاص نتائج أكثر دقة.

مراجع

قائمـة المراجع

1- باللغة العربية:

1-1- الكتـب:

1- أحمد بوارس، **تمويل المنشآت الاقتصادية**، طبعة 2007، دار العلوم للنشر والتوزيع.

2- أسامة عزمي سلام وآخرون، **الإدارة المالية: النظرية والتطبيق**، طبعة 2008، دار الميسرة الأردن

3- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي: الإدارة المالية**، ط1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006

4- أويس عطوة الزنط، **أسس تقييم المشروعات**، المكتبية الأكاديمية، الجزء الثاني، 1992.

5- جمال الدين موسى، احمد عبد الله الصلح، **الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات**، الطبعة الأول، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.

6- حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار الوراق للنشر، عمان الأردن، 2004.

7- شمعون شمعون، **البورصة وبورصة الجزائري**، ط2، 1999، دار هومة للنشر، الجزائر.

8- الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، الطبعة الثالثة، 2001، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر.

9- عاطف وليم أندراوس، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات** ، طبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.

10- عبد الغفار حنفى، **أساسيات التحليل المالي ودراسة الجدوى** الدار الجامعية الإسكندرية، 2004.

11- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أساسيات الاستثمار والتمويل**، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، 2000.

12- عبد المطلب عبد الحميد، **دراسات الجدوي الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية**، الطبعة الأولى، 2003، الدار الجامعية، الإسكندرية.

13- فليح خلف، البنوك الإسلامية، طبعة 2006، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

14- محمد الصيرفي، **إدارة المال وتحليل هيكله**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.

15- محمد صالح الحناوي، فهال فريد مصطفى، **الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال**، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2008.

16- محمد قاسم خصاونة، **أساسيات الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، 2011، دار الفكر للنشر والتوزيع.

17- مصطفي رشدي شيحة زينب حسن عوض الله، **الاقتصاد والبنوك وبروات الأوراق المالية**، المطبعة الحديثة، 1993، مصر.

18- مفلح عقل، **مقدمة في الإدارة المالية**، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009.

19- منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية، مدجل تحليلي معاصر**، ط 5، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.

20- منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، منشأة المعارف، ط2، 2005، الإسكندرية.

21- منير شاكر محمد وآخرون، **التحليل المالي: مدخل صناعة القرارات**، الطبعة الثانية، 2005، دار وائل للنشر، عمان.

22- هشام خالد، **البنوك الإسلامية، وعقودها**، الطبعة الأولى، 2007، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية.

1-2- المذكـرات والأطروحات:

23- بسام محمد الأغا، **أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار**، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة، غير منشورة.

24- داد عبد الوهاب، **دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية - نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية-** أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص 130

25- زغود تبر، **محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية**، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير، ورقلة، 2009.

26- شعبان محمد، **نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية**، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة ماجستير مالية، غير منشورة، جامعة بومرداس، 2007.

27- على بن الضب، **دراسة تأثير الهيكل وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، غير منشورة، 2009.

28- يوسف قريشي، **سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،غير منشورة، 2005.

1-3-المقالات:

29- بريبش السعيد، **رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة الباحث، العدد 5، 2007، جامعة ورقلة.

30- دادن عبد الوهاب، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية**، مجلة الباحث العدد 4، 2006، جامعة ورقلة .

31- مفيدة يحياوي، **تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية**، مجلة العلوم الإنسانية العدد 3، جامعة محمد خيضر بسكرة، أكتوبر، 2002.

32- دادن عبد الغني، **قرار التمويل تحت تأثير تكلفة التمويل**،مجلة الباحث العدد6، 2008، جامعة ورقلة.

1-4-الملتقيات:

33- بلمقدم مصطفى وآخرون، **التمويل عن طريق الإيجار كإستراتيجية لتغيير العمل المصرف**، المؤتمر العلمي الرابع، جامعة فيلادلفيا، 2005.

1-5-المواقع الالكترونية

34- دادن عبد الوهاب، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على الخط: تاريخ الإطلاع: www.ao.academy.org/docs/topeyurm.mail184009.doc ; 2011/05/02

35- سليمان شلاش، علي البقوم وسالم العون، **العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال الأردنية**، 2004، على خط: Web2.aabu.edu.jo/nara/momar/suportfile/1414.doc.

36- مصطفى البيك، لطيفة فرجاني، تكلفة وتركيب رأس المال، على الخط http://najah.edu/file/punlications/chapiter5.pdf.1270729748. 2011/05/23

37- مليكة زغيب، نعيمة غلاب، **دراسة السلوك المالي للمؤسسات الصناعية**، على الخط http://www.najah.edu/file/Bublication/chapter5.pdf/270729748.pdf. 2011/04/10

38- eco.asu.edu.jo/ecofaculty/wp-content/uploads/2011/04/65.doc? .2011/05/24

39- http://www.kenana.online.com/page/8652: 2011/05/04

40- http://www.najah.edu/file/Bublication/chapter5.pdf/270729748.pdf. 2011/04/10

2-باللغة الأجنبية :

41- Abdel fettah Bouri, **Gestion financière** 2ème édition, Dar El-Safir, Sfax, 2007.

42- Abdellah, Boughaba, **Analyse et évaluation de projets**, 2ème édition Berty édition Alger, 2005.

43- Bétrice et Francis Grand Guillot, **Analyse financière**, 5ème édition, Gualime éditeur Paris, 2008.

44- Elie- Cohen, **Gestion financier de l'entreprise et développement financière,** Edition UREF, Paris, 1991.
45- Gérand Charreaux, **Finance d'entreprise, EMS**, Paris, 2003.
46- Goerg Depallens et Jean Pierre Jobard, **Gestion financière de l'Enterprise 10 édition sirey**, Paris, 1990, p351.
47- Jean Barreau et Jacqueline Delahaye et Florence Delahaye, DCEF, **Gestion financière (cas Pratique)**8ème édition Dunad, Paris, 2006, p85.
48- Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, **Gestion financière, manuel et application** ,9ème édition, 2000 Dund, Paris, 362.
49- Jonat Han Berk- Petre Femarzo, **Finance d'entreprise**, pearsone Eduction, France 2008, p449-450.
50- Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise** 5ème édition, Dalloz, Paris 2002, p324.
51- Pierre Vernimmen, **Gestion financier** 6ème édition Dallez, Paris, 2005, p748.

الملاحق

الملحق رقم (1): نتائج مخرجات EVIEWS3.1 بالنسبة للمؤسسات الكبيرة

نموذج 8 مؤسسات:

X1: السيولية العامة — X4: المردودية المالية

X2: السيولة الجاهزة — X5: المردودية الاقتصادية

Y1: إجمالي الديون — X3: السيولة المختصرة

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 06/16/11 Time: 20:30
Sample: 1 8
Included observations: 8

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	86.47191	114.3851	0.755972	0.5286
X1	0.222044	1.186662	0.187117	0.8688
X2	-0.809017	2.788627	-0.290113	0.7990
X3	0.023838	0.748690	0.031839	0.9775
X4	11.51811	37.88024	0.304066	0.7898
X5	-0.807885	4.486336	-0.180077	0.8737

R-squared	0.199375	Mean dependent var	93.00000
Adjusted R-squared	-1.802188	S.D. dependent var	21.96100
S.E. of regression	36.76214	Akaike info criterion	10.16052
Sum squared resid	2702.910	Schwarz criterion	10.22010
Log likelihood	-34.64208	F-statistic	0.099610
Durbin-Watson stat	2.182146	Prob(F-statistic)	0.982251

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 06/16/11 Time: 23:09
Sample: 1 8
Included observations: 8

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	78.45796	46.44225	1.689366	0.1421
X1	0.184368	0.579291	0.318265	0.7611

R-squared	0.016602	Mean dependent var	93.00000
Adjusted R-squared	-0.147298	S.D. dependent var	21.96100
S.E. of regression	23.52287	Akaike info criterion	9.366141
Sum squared resid	3319.952	Schwarz criterion	9.386002
Log likelihood	-35.46456	F-statistic	0.101293
Durbin-Watson stat	2.419764	Prob(F-statistic)	0.761070

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 06/16/11 Time: 23:19
Sample: 1 8
Included observations: 8

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	102.5440	19.59852	5.232232	0.0020
X2	-0.144881	0.270270	-0.536060	0.6112

R-squared	0.045704	Mean dependent var	93.00000
Adjusted R-squared	-0.113345	S.D. dependent var	21.96100
S.E. of regression	23.17219	Akaike info criterion	9.336101
Sum squared resid	3221.702	Schwarz criterion	9.355961
Log likelihood	-35.34440	F-statistic	0.287360
Durbin-Watson stat	2.169145	Prob(F-statistic)	0.611198

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 06/16/11 Time: 23:21
Sample: 1 8
Included observations: 8

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	106.7033	15.62512	6.828960	0.0005
X3	-0.160039	0.158434	-1.010129	0.3514

R-squared	0.145343	Mean dependent var	93.00000
Adjusted R-squared	0.002900	S.D. dependent var	21.96100
S.E. of regression	21.92913	Akaike info criterion	9.225827
Sum squared resid	2885.322	Schwarz criterion	9.245688
Log likelihood	-34.90331	F-statistic	1.020361
Durbin-Watson stat	1.920308	Prob(F-statistic)	0.351420

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 06/16/11 Time: 23:22
Sample: 1 8
Included observations: 8

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	97.52128	22.33489	4.366319	0.0047
X4	-1.063830	4.873873	-0.218272	0.8345

R-squared	0.007878	Mean dependent var	93.00000
Adjusted R-squared	-0.157476	S.D. dependent var	21.96100
S.E. of regression	23.62698	Akaike info criterion	9.374973
Sum squared resid	3349.404	Schwarz criterion	9.394834
Log likelihood	-35.49989	F-statistic	0.047643
Durbin-Watson stat	2.270625	Prob(F-statistic)	0.834452

View | Procs | Objects | Print | Name | Freeze | Estimate | Forecast | Stats | Resids

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 06/16/11 Time: 23:24
Sample: 1 8
Included observations: 8

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	99.30926	18.85915	5.265839	0.0019
X5	-0.586907	1.575705	-0.372473	0.7223

R-squared	0.022600	Mean dependent var	93.00000
Adjusted R-squared	-0.140300	S.D. dependent var	21.96100
S.E. of regression	23.45102	Akaike info criterion	9.360023
Sum squared resid	3299.702	Schwarz criterion	9.379883
Log likelihood	-35.44009	F-statistic	0.138736
Durbin-Watson stat	2.296306	Prob(F-statistic)	0.722343

الملحق (2): نتائج مخرجات EVIEWS3.1 بالنسبة للمؤسسات الصغيرة

نموذج 9 مؤسسات:

Y1: إجمالي الديون

X1: السيولية العامة

X2: السيولة الجاهزة

X3: السيولة المختصرة

X4: المردودية المالية

X5: المردودية الاقتصادية

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 06/16/11 Time: 20:15
Sample: 1 9
Included observations: 9

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	235.5144	156.1663	1.508100	0.2286
X1	-0.854793	0.386235	-2.213145	0.1138
X2	-0.333801	0.789908	-0.422583	0.7011
X3	-0.266892	0.891031	-0.299532	0.7841
X4	0.671577	10.24508	0.065551	0.9519
X5	-6.656080	21.65088	-0.307428	0.7786

R-squared	0.705675	Mean dependent var	86.22222
Adjusted R-squared	0.215134	S.D. dependent var	54.11972
S.E. of regression	47.94610	Akaike info criterion	10.81275
Sum squared resid	6896.486	Schwarz criterion	10.94424
Log likelihood	-42.65739	F-statistic	1.438565
Durbin-Watson stat	3.051332	Prob(F-statistic)	0.406404

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 06/16/11 Time: 22:31
Sample: 1 9
Included observations: 9

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	159.7673	31.24465	5.113428	0.0014
X1	-0.820205	0.313141	-2.619280	0.0344

R-squared	0.494972	Mean dependent var	86.22222
Adjusted R-squared	0.422826	S.D. dependent var	54.11972
S.E. of regression	41.11584	Akaike info criterion	10.46379
Sum squared resid	11833.58	Schwarz criterion	10.50762
Log likelihood	-45.08707	F-statistic	6.860626
Durbin-Watson stat	2.608605	Prob(F-statistic)	0.034445

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 06/16/11 Time: 22:32
Sample: 1 9
Included observations: 9

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	94.74358	38.60949	2.453894	0.0439
X2	-0.142551	0.560389	-0.254378	0.8065

R-squared	0.009159	Mean dependent var	86.22222
Adjusted R-squared	-0.132389	S.D. dependent var	54.11972
S.E. of regression	57.59084	Akaike info criterion	11.13773
Sum squared resid	23216.94	Schwarz criterion	11.18156
Log likelihood	-48.11980	F-statistic	0.064708
Durbin-Watson stat	2.328918	Prob(F-statistic)	0.806514

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 06/16/11 Time: 22:34
Sample: 1 9
Included observations: 9

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	145.6565	55.18659	2.639346	0.0335
X3	-0.529089	0.465267	-1.137173	0.2929

R-squared	0.155931	Mean dependent var	86.22222
Adjusted R-squared	0.035350	S.D. dependent var	54.11972
S.E. of regression	53.15455	Akaike info criterion	10.97741
Sum squared resid	19777.84	Schwarz criterion	11.02124
Log likelihood	-47.39837	F-statistic	1.293163
Durbin-Watson stat	2.806799	Prob(F-statistic)	0.292890

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 06/16/11 Time: 22:36
Sample: 1 9
Included observations: 9

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	85.58442	42.04520	2.035534	0.0812
X4	0.056277	3.296607	0.017071	0.9869

R-squared	0.000042	Mean dependent var	86.22222
Adjusted R-squared	-0.142810	S.D. dependent var	54.11972
S.E. of regression	57.85521	Akaike info criterion	11.14689
Sum squared resid	23430.58	Schwarz criterion	11.19072
Log likelihood	-48.16102	F-statistic	0.000291
Durbin-Watson stat	2.264002	Prob(F-statistic)	0.986856

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 06/16/11 Time: 22:38
Sample: 1 9
Included observations: 9

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	120.1132	42.61514	2.818556	0.0258
X5	-7.439474	8.448264	-0.880592	0.4078

R-squared	0.099730	Mean dependent var	86.22222
Adjusted R-squared	-0.028880	S.D. dependent var	54.11972
S.E. of regression	54.89566	Akaike info criterion	11.04188
Sum squared resid	21094.73	Schwarz criterion	11.08570
Log likelihood	-47.68844	F-statistic	0.775442
Durbin-Watson stat	2.489496	Prob(F-statistic)	0.407754

الفهـرس

الإهداء	II
تشكـرات	III
ملخـص	IV
قائمة المحتويات	V
قائمة الجداول	VII
قائمة الأشكال	IX
مقدمـة	أ
الفصل الأول مصادر التمويل في المؤسسة وتكاليفها	
تمهيد	2
المبحث الأول: مصادر التمويل في المؤسسة	3
المطلب الأول: الأموال الخاصة	3
I- التمويل الذاتي L'auto financement	3
II- الزيادة في رأس المال	7
III- التمويل بتقنية رأس المال المخاطرCapital Risque	13
المطلب الثاني: التمويل عن طريق الاستدانة	16
I- التمويل عن طريق الاستدانة طويلة الأجل:	17
II- التمويل عن طريق الاستدانة قصيرة الأجل:	22
المبحث الثاني: آليات اختيار مصادر التمويل	26
المطلب الأول: معايير اختبار مصادر التمويل	26
I-معيار تكلفة رأس المال Le cout de capital	26
II-معيار المردودية	37
المطلب الثاني: القيود المتحكمة في اختيار مصادر التمويل	41
I –القيود الكلاسيكية	42
II-قيود أخرى	44
خلاصة	45

الفصل الثاني:الأسس النظرية للهيكل المالي	
تمهيد	47
المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهيكل المالي	48
المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي	48
I-مفهوم الهيكل المالي	48
المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي	49
المبحث الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي	53
المطلب الأول : النظريات التقليدية للهيكل المالي	53
I- نظرية الربح الصافي	53
المطلب الثاني: النظريات الحديثة في تفسير الهيكل المالي	61
I- نموذج Modigliani et Miller انعدام هيكل التمويل الأمثل	61
II- نظرية التوازن وجود Trade-Off هيكل مالي أمثل	67
III- النظرية الحديثة للمشروع La théorie moderne de la firme	77
خلاصة	80
الفصل الثالث: دراسة مقارنة للهياكل التمويلية بين المؤسسات الكبيرة، الصغيرة والمتوسطة	
تمهيد	82
المبحث الأول: العينة وحدود الدراسة	83
المطلب الأول: اختيار العينة وخصائصها	83
I- تقديم العينة	83
II- خصائص العينة	84
المطلب الثاني: حدود الدراسة	85
I- الحدود المكانية والزمانية	85
II-الحدود المتعلقة ببيانات الدراسة	85
المطلب الثالث: تحديد متغيرات الدراسة	85
المبحث الثاني: دراسة الوضعية المالية للعينة	87
المطلب الأول: تحليل الهيكل المالي	87
I-نسب الهيكل المالي	87
II- نسب السيولة	100

III-نسب المردودية	104
المطلب الثاني: قياس العلاقة بين الهيكل المالي ومختلف الآليات الأخرى	108
I-بالنسبة للمؤسسات الكبيرة	109
II-بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	117
III- المقارنة بين نتائج المؤسسات الكبيرة ونتائج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	124
خلاصة	127
خاتمـة	129
المراجـع	132
الملاحـق	137