

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية

والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسة

دراسة حالة الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: محاسبة و إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

جمال الدين كعواش

إعداد الطلبة:

❖ محمود عميرات

❖ خديجة شلي

لجنة المناقشة:

رئيسا.

العيد صوفان

مقررا.

جمال الدين كعواش

عضوا.

نعمان محصول

السنة الجامعية: 2014-2015م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

دعاء

يا رب إذا أعطيتنا مالا فلا تأخذ سعادتنا وإذا أعطيتنا قوة فلا

تأخذ عقولنا وإذا أعطيتنا تواضعا فلا تأخذ اعتزازنا بكرامتنا.

يا رب لا تدعنا نصاب بالغرور إذا نجحنا ولا باليأس إذا فشلنا.

يا رب علمنا أن التسامح هو أكبر مراتب القوة

وأن حب الانتقام هو أول مظاهر الضعف.

يا رب إذ جردتنا من المال أترك لنا الأمل وإذا جردتنا من النجاح

فاترك لنا قوة العناد حتى نتغلب على الفشل.

يا رب إذا حرمتنا من نعمة الصحبة فاترك لنا

نعمة الإيمان ربنا وتقبل منا دعاءنا.

آمين يا رب العالمين

شكر و تقدير

نحمد الله حمدا كثيرا على توفيقه لنا في إتمام هذا العمل
الذي نتمنى أن ينال رضا الجميع
ونتقدم بأسمى معاني الشكر و التقدير إلى:

الأستاذ المشرف كعواش جمال الدين الذي شرفنا بقبوله
المتابعة و الإشراف على هذه المذكرة
الأستاذة عزيزي و داد التي كانت لنا سندا و عوننا بنصائحها
وتوجيهاتها

أعضاء لجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه لنا من
توجيهات وتصويبات

كل عمال وموظفي الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء

- جيجل -

كل من قدم لنا يد العون من قريب أو بعيد

لهم جزيل الشكر وعظيم الامتنان

محمود خليجة

قائمة المحتويات

قائمة المحتويات

المحتويات	الصفحة
المقدمة العامة.....	أ - خ
الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي للمؤسسة	
تمهيد	09
المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي للمؤسسة	10
المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي	10
المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي	12
المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي	24
المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي للمؤسسة	28
المطلب الأول: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل المالي	28
المطلب الثاني: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي	35
المبحث الثالث: تقييم الهيكل المالي للمؤسسة	40
المطلب الأول: تقييم الهيكل المالي باستعمال مؤشرات التوازن المالي	40
المطلب الثاني: تقييم الهيكل المالي باستعمال النسب المالية	44
خلاصة.....	48
الفصل الثاني: الهيكل المالي كأداة مساعدة على اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة	
تمهيد.....	50
المبحث الأول: مفاهيم أساسية للقرارات المالية في المؤسسة	51
المطلب الأول: مفهوم القرارات المالية	51
المطلب الثاني: أنواع القرارات المالية	52
المطلب الثالث: عوامل رشادة القرارات المالية	53
المبحث الثاني: الهيكل المالي كأداة مساعدة على اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة....	55
المطلب الأول: مفهوم القرار الاستثماري و أهميته	55
المطلب الثاني: أنواع القرار الاستثماري	57
المطلب الثالث: محددات القرار الاستثماري	59
المطلب الرابع: دور الهيكل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة	60
المبحث الثالث: الهيكل المالي كأداة مساعدة على اتخاذ قرارات توزيع الأرباح في المؤسسة	62
المطلب الأول: مفهوم قرار توزيع الأرباح	62

63	المطلب الثاني: أنواع قرار توزيع الأرباح
66	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في قرار توزيع الأرباح.....
68	المطلب الرابع: دور الهيكل المالي في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح في المؤسسة
70 خلاصة
	الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -
72 تمهيد
73	المبحث الأول: تقديم الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -.....
73	المطلب الأول: نشأة وتطور الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -
74	المطلب الثاني: مهام وأهداف الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -.....
75	المطلب الثالث: دراسة الهيكل التنظيمي للشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء- جيجل -..
79	المبحث الثاني: تقييم الهيكل المالي للشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -.....
79	المطلب الأول: تقييم الهيكل المالي للشركة باستخدام مؤشرات التوازن المالي
86	المطلب الثاني: تقييم الهيكل المالي للشركة باستخدام النسب المالية
89	المبحث الثالث: دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية في الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -.....
89	المطلب الأول: دور الهيكل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار في الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -.....
90	المطلب الثاني: دور الهيكل المالي في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح في الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -.....
92 خلاصة
94 الخاتمة العامة
99 قائمة المراجع
106 قائمة الجداول و الأشكال
109 قائمة الملاحق
114 الملخص

المقدمة العامة

المقدمة العامة:

تعتبر المؤسسة الاقتصادية العمود الفقري الذي يقوم عليه الاقتصاد الوطني لأي دولة، حيث أن تطور هذا الأخير مرتبط بقدرة المؤسسة على تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة، غير أن مزاوله المؤسسة لأي نشاط اقتصادي يتولد عنه احتياجات تمويلية تلجأ إلى تغطيتها بالبحث عن مصادر التمويل الملائمة سواء من مصادر داخلية أو خارجية ، فالتمويل يعتبر من المستلزمات الضرورية للتغلب على التحديات المتزايدة التي تواجه المؤسسة كحدة المنافسة والرغبة في التوسع لمواجهة الظروف الطارئة لذلك فهو يعد عنصر أساسي لاستمرار المؤسسة في نظامها ونموها و بالتالي لا يمكن لأي مؤسسة أن تحقق أهدافها أو تطبيق إستراتيجيتها دون هذا العنصر الحيوي.

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

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

هذا ما جعل من مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية وتصميم هيكلها المالي من أهم وأصعب القرارات التي تواجه الإدارة المالية والمتعلقة بالسياسة التمويلية الملائمة التي تضمن التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية، فهو قرار إستراتيجي في المؤسسة والمحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة واختيار أحسنها واستخدامها استخداما أمثل بما يتوافق مع تحقيق أكبر عائد بأقل خطر وتكلفة ممكنة.

وباعتبار المؤسسة مركزا للقرار فإنها تقوم بإرساء جملة من القرارات المالية لغرض المفاضلة بينها حيث تعمل على إحداث نوع من التركيب المالي هدفه توجيه مختلف الموارد المالية إلى استخدامات ذات مردودية.

فقرار اختيار الهيكل المالي يرتبط ارتباطا وثيقا بالقرارات المالية الإستراتيجية الأخرى، بحيث تتحدد على أساسه قرارات الاستثمار وقرارات توزيع الأرباح، فهو يؤثر فيها كما يتأثر بها، كما أن نمو المؤسسة مرتبط بمدى قدرتها على اتخاذ قرارات مالية صحيحة، فلا تستطيع الاستثمار دون وجود مصدر تمويلي كافي، كما أنها لا تستطيع التطوير في نشاطها دون زيادة الاستثمارات وتوسعها، ولا تستطيع توزيع الأرباح دون وجود أرباح كافية تحققها من خلال استثماراتها.

مما سبق يمكن طرح وصياغة إشكالية البحث في التساؤل الرئيسي التالي:

• إلى أي مدى تساعد بنية الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة؟

و للإجابة عن التساؤل الرئيسي نطرح التساؤلات التالية :

- ما المقصود بالهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل؟

- ما هي محددات الهيكل المالي للمؤسسة؟

- هل للهيكل المالي دور في اتخاذ قرارات الاستثمار في الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء- جيجل-؟

- هل للهيكل المالي دور في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح في الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء- جيجل-؟

فرضيات البحث:

لمعالجة إشكالية البحث، تم الاعتماد على الفرضيات التالية:

- تساعد بنية الهيكل المالي للمؤسسة في اختيار الاستثمارات المناسبة؛

- تساعد بنية الهيكل المالي للمؤسسة في اختيار طريقة توزيع الأرباح الملائمة.

أهداف البحث:

تهدف هذه الدراسة إلى بلوغ مجموعة من الأهداف من أهمها:

- التعرف على الهيكل المالي للمؤسسة، وتحديد أهم محدداته؛

- التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة و قياس تكلفة كل مصدر؛

- محاولة معرفة أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي للمؤسسة؛
- استعمال أهم المؤشرات المالية من أجل تقييم الهيكل المالي للمؤسسة؛
- معرفة دور الهيكل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار وقرارات توزيع الأرباح في المؤسسة.

أهمية البحث:

للموضوع الذي سيتم معالجته أهمية بالغة لدى المسيرين وخاصة تلك الفئة التي تشتغل بالوظيفة المالية للمؤسسة، حيث تكمن أهميته في توجيه الأنظار إلى أهمية اتخاذ القرارات المالية في حياة المؤسسة، وفي بقائها ونموها بصفة خاصة، وهذا بإبراز مدى ضرورة التكيف مع الظروف المالية للمؤسسة التي تتسم بالحركية المستمرة، وباعتبار وظيفة التمويل من أهم الوظائف الأساسية داخل المؤسسة، وزيادة أهمية هذه الوظيفة مع نمو المؤسسات وبروز الحاجة إلى الإدارة المالية وذلك لتأثيرها على القرارات المالية الإستراتيجية فنأمل أن يساهم هذا البحث في زيادة الاهتمام العلمي بالجانب المالي والإستراتيجي للمؤسسة.

مبررات اختيار الموضوع:

لم يكن اختيارنا لهذا الموضوع بمحض الصدفة، وإنما كان نتيجة عدة اعتبارات موضوعية وذاتية، حيث تتمثل الاعتبارات الموضوعية فيما يلي:

- أهمية الموضوع بالنسبة لمسيري المؤسسات و خاصة تلك الفئة التي تشتغل بالوظيفة المالية؛
- محاولة إبراز دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة؛
- توسيع دائرة البحث العلمي.

أما عن المبررات الذاتية فهي كما يلي:

- كون الموضوع مرتبط بدراستنا كوننا طلبة المحاسبة والإدارة المالية؛
- إيماننا بأهمية دراسة الموضوع خصوصا في الحياة العملية المستقبلية.

حدود البحث:

نظرا لتشعب الموضوع وكثرة العناصر ذات الصلة به من قريب أو من بعيد، ارتأينا ضبطه وتحديد بعض معالمه بهدف معالجته بأكثر تحليل ودقة، سواء من حيث المحتوى أو من ناحية المكان والزمان حيث ينحصر الإطار المكاني في دراسة حالة الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -، أما الزمان فقد تم دراسة أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسة لمدة ثلاث سنوات خلال الفترة الممتدة من (2012 - 2014)، لاعتماد المؤسسة على النظام المحاسبي المالي في بداية هذه الفترة.

منهج و أدوات البحث:

بغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده والإجابة عن الإشكالية المطروحة اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي الموافق للدراسة النظرية، إضافة لمنهج دراسة الحالة الذي يمكننا من معرفة مدى مساعدة بنية الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية في الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء -جيجل-.

وعن أهم الأدوات المستخدمة في هذا البحث فهي كما يلي:

- المقابلة: أداة من أدوات البحث العلمي لكونها تتيح للباحث الوصول إلى المعلومات من مصدرها الحقيقي والفعلي ومعايشته الأوضاع الداخلية والمهنية في الشركة محل الدراسة؛
- الملاحظة: لا تقل أهمية عن المقابلة وهي تكمل المقابلة وهي تمكن من التأكد من صحة الحقائق ودقتها من خلال معايشة تصرفات المقابليين؛
- الوثائق الداخلية للمؤسسة؛
- المسح المكتبي عن طريق مجموعة من المراجع: الكتب والمجلات، رسائل الماجستير والدكتوراه، الملتقيات والدورات، مواقع الانترنت؛
- اعتماد أدوات التحليل المالي (مؤشرات التوازن والنسب المالية).

الدراسات السابقة:

حسب ما تم الإطلاع عليه حول المواضيع ذات الصلة يمكن إبراز أهم الدراسات التي تناولت جوانب من هذه الدراسة فيما يلي:

1 - دراسة هاجر عدوي لنيل شهادة ماجستير سنة 2011 بعنوان: « محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز - »

وصفت من خلالها الباحثة بأن اختيار هيكل تمويل أمثل يكون بمراعاة عدة عوامل خاصة بالمؤسسة ومحيطها، ويجب أن تكون ضمن إطار سياسة وإستراتيجية عامة ومالية، وتتمثل أهم هذه العوامل في تكلفة الاقتراض، المردودية، هيكل الأصول، معدل النمو وحجم المؤسسة. إضافة لقيامها بدراسة العلاقة الإحصائية بين الهيكل المالي كمتغير تابع ومجموعة العوامل المحددة له كمتغيرات مستقلة لمجمع «سونلغاز» خلال الفترة 2002-2007 قد كشفت عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة الهيكل المالي وهذا يعني أن حجم المؤسسة ومعدل المردودية هما المحددين الرئيسيين للهيكل المالي للمؤسسة.

2 - دراسة رفاع توفيق لنيل شهادة ماجستير سنة 2001 بعنوان: « محددات اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة فندق الأوراسي - »

حيث اهتم الباحث بدراسة المعايير التي يتم على أساسها التوليف بين مختلف مصادر التمويل لاختيار هيكل تمويلي معين بغرض تحقيق تمويل شامل ودائم وخاص بطبيعة نشاط المؤسسة، ومن أهم ما توصلت إليه الدراسة هو أن للمحيط المالي تأثير على السياسة المالية للمؤسسة ومن ثم على اختيارها لهيكل تمويلي معين، إذ في اقتصاديات المديونية تلجأ المؤسسة بشكل واسع إلى الجهاز المصرفي لتمويل استثماراتها وبتكلفة محددة إدارياً، بينما في اقتصاديات الأسواق المالية فإن احتياجات الاستثمارات تغطي بإصدار الأوراق المالية وبتكلفة تحدد وفق شروط السوق، وبإسقاط هذه النتائج على حالة الجزائر، نجد أن السوق المالية الجزائرية سوق ناشئة، لذلك من المهم تخفيف شروط دخول المؤسسات إلى السوق المالية الجزائرية وتنويع القيم المنقولة بهدف إتاحة فرص التنويع فيما يخص مصادر التمويل أمام المؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

3 - دراسة عبد القادر بوعزة لنيل شهادة ماجستير سنة 2004 بعنوان: « التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة - دراسة حالة مجمع صيدال - »

حيث تدور إشكالية هذا البحث حول الكيفية التي تتمكن من خلالها المؤسسة من تحقيق مصفوفة تمويلية مثلى مع تحمل أقل تكلفة ضريبية، أي تحقيق هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية من وجهة نظر ضريبية، ومن بين أهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة، هي أن السعي وراء التحكم في التكلفة الضريبية وتدنيها يؤدي إلى ترشيد الاختيارات التمويلية من أجل بناء هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة وعليه تعتبر الضريبة متغير إستراتيجيا في تحديد القرارات المتعلقة بتمويل المؤسسة.

4 - دراسة عبد الكريم بوحادرة لنيل شهادة ماجستير سنة 2012 بعنوان: « أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم ».

يصف فيها كيفية سعي المؤسسة الاقتصادية إلى تعزيز قيمتها السوقية، وذلك من خلال استغلال بعض المصادر التمويلية في حدود الخطر المقبول والعائد المطلوب، كما ذكر بأن ذلك الهدف لا يمكن تحقيقه إلا من خلال بناء هيكل مالي مثالي، أن تكون عندها تكلفة التمويل في أدنى حدودها وفي المقابل تعظم من قيمتها.

وذكر من خلال دراسته بأن الأرباح المحتجزة من شأنها أن تكون أهم مكون للهيكل المالي، إذ تحكم هذه الأخيرة سياسة توزيعات الأرباح التي تحدد من خلالها نسب كل من الأرباح المحتجزة والموزعة وتعمل المؤسسة من خلال هذه السياسة على تعظيم قيمة أسهمها قدر المستطاع.

هيكل البحث:

لدراسة الموضوع دراسة وافية، تناولنا الموضوع في ثلاثة فصول، تسبقهم في ذلك مقدمة و تليهم خاتمة.

يتناول الفصل الأول مدخل إلى الهيكل المالي للمؤسسة والذي يتضمن ثلاثة مباحث، خصص الأول منه لدراسة الهيكل المالي للمؤسسة بدءا بمفهومه وتحديد مكوناته وأهم محدداته، أما المبحث الثاني فقد خصص لدراسة النظريات المفسرة للهيكل المالي من النظريات التقليدية إلى النظريات الحديثة، أما

المبحث الثالث فقد تم تخصيصه لدراسة تقييم الهيكل المالي وذلك من خلال مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية

أما في الفصل الثاني والمعنون بالهيكل المالي كأداة مساعدة على اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة فقد تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، خصص الأول منه لدراسة القرارات المالية من حيث مفهومها وأنواعها وعوامل رشادتها، في حين خصص المبحث الثاني لدراسة دور الهيكل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار أما المبحث الثالث فخصص لدراسة دور الهيكل المالي في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح.

أما في الفصل الثالث والأخير الذي يحتوي على دراسة الحالة فقد تم خلاله دراسة أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل - ، حيث قسم إلى ثلاثة مباحث، في المبحث الأول تم تقديم الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء، وفي المبحث الثاني تقييم الهيكل المالي لهذه الشركة باستخدام مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية، أما في المبحث الثالث والأخير فقد خصص لدراسة دور الهيكل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار وقرارات توزيع الأرباح لهذه الشركة.

الفصل الأول:

مدخل إلى الهيكل المالي
للمؤسسة

تمهيد:

تسعى المؤسسة لتحقيق الأهداف التي أنشأت من أجلها سواء تعلقت بالربح وتعظيم مداخليها، أو بضمان إستمراريتها وبقائها، وبالتالي لابد عليها مراعاة ودراسة العديد من المتغيرات الإستراتيجية المتواجدة ضمن محيطها الداخلي والخارجي، وتجدر الإشارة إلى أن تحديد الهيكل المالي يعد من بين أهم المواضيع التي حظيت باهتمام متزايد من قبل الدارسين في مجال الإدارة المالية، مما أسفر عن ظهور العديد من الدراسات التي تحاول إبراز المحددات الأساسية في تشكيله، وكذا تركيبة المصادر التمويلية التي تحقق هيكل مالي أمثل.

وباعتبار أن قرار اختيار الهيكل المالي من التحديات التي تواجه المؤسسة نظرا للصعوبات التي تواجهها في إيجاد واختيار المزيج المناسب لمصادر التمويل المختلفة، سنحاول من خلال هذا الفصل الإلمام بمختلف العناصر المتعلقة بالهيكل المالي من خلال المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي للمؤسسة؛
- ✓ المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي للمؤسسة؛
- ✓ المبحث الثالث: تقييم الهيكل المالي للمؤسسة.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي للمؤسسة

لا يقتصر عمل المدراء الماليين على مجرد التعرف على مصادر الأموال، بل أن يحصل عليها بأفضل الشروط وأن يشكل ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة ويعرف هذا المزيج بالهيكل المالي.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي

قد يختلط الأمر عند الحديث عن مفهوم الهيكل المالي بينه وبين مفهوم هيكل رأس المال في المؤسسة "فالهيكل المالي يمثل إجمالي الخصوم؛ أي أنه يشمل كل أنواع وأشكال التمويل من أموال الاقتراض ومن مصادر قصيرة أو طويلة الأجل".⁽¹⁾

أما هيكل رأس المال فيمثل التمويل الدائم للمؤسسة، أي أنه يتكون من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق المساهمين، ومعنى ما سبق أن هيكل رأس المال هو عبارة عن جزء من الهيكل المالي بعد استبعاد عناصر الالتزامات قصيرة الأجل.⁽²⁾

من هنا يمكن القول بأن الهيكل المالي هو تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.⁽³⁾

كما يعرف أيضا بأنه عبارة عن مجموعة القنوات التمويلية إما في شكل أموال قادمة للشركة من مصادر مختلفة سواء من مالكي الشركة (مساهمين) أو من الغير على شكل قروض بكافة أنواعها، وأيضا مجموعة قنوات استخدام الأموال من استثمارات وأصول ثابتة ومستلزمات سلعية وغيرها وبقاء جزء على شكل أصول ثابتة.⁽⁴⁾

(1) : محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 71.

(2) : محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 27.

(3) : منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، ط 5، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 545.

(4) : أبو الفتوح علي فضالة، الهيكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1994، ص 38.

ويعرف أيضا بأنه: " يتكون من جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل." (1)

من التعاريف السابقة للهيكل المالي نستخلص بأنه تركيبة جانب الخصوم في ميزانية المؤسسة الذي يتم الاعتماد عليه في تمويل جانب الأصول.

وينطوي الهيكل المالي على مشكلتين أساسيتين أو على نوعين من القرارات الخاصة: (2)

- يتصل النوع الأول من القرارات بتحديد المزيج الملائم للتمويل القصير والمتوسط والطويل الأجل ويعتبر ذلك من أهم القرارات لما له من أثر على الربحية والسيولة العامة؛

- أما النوع الثاني من القرارات فيدور حول تحديد أيها أكثر منفعة للمؤسسة، وكيفية تسيير هذه الموارد.

وفي ظل هاتين المشكلتين فإن المؤسسات تسعى إلى الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل الذي يعظم الأرباح ويدني المخاطر ومنه تحقيق أقصى قيمة للمؤسسة.

حيث يجب على المؤسسة تحديد الهيكل المالي المناسب الذي يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة واتخاذ القرارات المالية، و يتم ذلك عندما يتحقق التوازن بين كل العوامل المؤثرة في الهيكل المالي بطريقة مناسبة، فالتخطيط السليم للهيكل المالي هو الذي يأخذ في الاعتبار مصالح الملاك ويضفي أيضا قدرا من الاهتمام لمصالح الجماعات الأخرى مثل الموظفين والعملاء والدائنين والمجتمع. لذلك يجب أن يتسم الهيكل المالي المناسب بالسمات التالية: (3)

1 - الربحية: يجب أن يعود الهيكل المالي للمؤسسة بالنفع عليها عن طريق الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة.

2 - القدرة على الوفاء بالدين: يجب ألا يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزامات هذا الاقتراض وفي نفس الوقت يجنب الملاك أي مخاطر مالية إضافية.

(1) : عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 128.

(2) : عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 18.

(3) : سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997، ص 266.

3 - المرونة: بمعنى عدم انصاف الهيكل المالي بالجمود، وإنما يتعين تميزه بالمقدرة على تعديل مصادر الأموال (أموال الملكية و الاقتراض بأنواعها) تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة.

4 - الرقابة: يجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة الشركة.

المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي

يعتبر الهيكل المالي للمؤسسة الصورة التي تعكس مصادر التمويل لمختلف أصولها وتأخذ مصادر التمويل تصنيفات عديدة تختلف من كاتب لآخر، وتبعاً لمعياري الملكية والمدة تقسم مصادر التمويل إلى مصادر تمويل مقترضة قصيرة الأجل وطويلة الأجل، ومصادر تمويل مملوكة.

أولاً: مصادر التمويل المقترضة قصيرة الأجل

يعرف التمويل قصير الأجل على أنه ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالباً لتمويل العمليات التشغيلية (الجارية) التي تقوم بها المؤسسات، أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن سنة واحدة، ويدخل ضمن مفاهيم رأس المال العامل⁽¹⁾.

وتنقسم مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى نوعين أساسيين الأول الائتمان التجاري والثاني الائتمان المصرفي، نوضحها فيما يلي:

1 - الائتمان التجاري:

يعرف بأنه الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد إلى المشتري، عندما يقوم هذا الأخير بشراء بضاعة لغرض إعادة بيعها، ويحتاج المشتري إلى الائتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأس ماله العامل لمقابلة الحاجيات الجارية وعدم مقدرة الحصول على القروض المصرفية، وغيرها من القروض القصيرة

(1) : علي عباس، الإدارة المالية، إثناء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 257.

ذات التكلفة المنخفضة، ومن ناحية أخرى فإن رغبة الدائنين التجاريين في منح هذا النوع من الائتمان يتوقف على مجموعة من العوامل أهمها: (1)

- العوامل الشخصية مثل مركز البائع المالي ومدى رغبته في التخلص من مخزونه السلعي وتقدير البائع لمخاطر الائتمان؛

- تلك العوامل الناشئة عن حالة التجارة والمنافسة مثل الفترة الزمنية التي يحتاجها المشتري لتسويق السلعة وطبيعة السلع المباعة وحالة المنافسة وموقع العملاء والحالة التجارية.

ويتخذ الائتمان التجاري شكل الحساب الجاري، أو شكل الكمبيالة أو السند الأذني، وجميع هذه الأشكال تمكن المشتري من أن يحصل من البائع على ما يحتاجه من البضائع بصفة عاجلة مقابل وعد منه بسداد قيمتها في وقت آجل، وتتفاوت شروط هذا الائتمان، من أمثلتها: الدفع نقداً قبل الاستلام، والدفع عند الاستلام، السداد الشهري والسداد الموسمي.... الخ، وعادة ما تكون تكلفة الائتمان التجاري مرتفعة. (2)

أما بالنسبة لتكلفة الائتمان التجاري يعتبر مصدر تمويل مجاني في حالة غياب الخصم النقدي أو في حالة قيام المؤسسة بسداد قيمة مشترياتها خلال فترة الخصم، غير أنه يعد وسيلة تمويل مرتفعة التكلفة إن لم تتمكن المؤسسة من دفع ما عليها خلال فترة الخصم، وتعتمد تكلفة الائتمان التجاري على شروط المورد والتي يميزها بندين أساسيين هما معدل الخصم النقدي الممنوح وفترة التمتع بالخصم النقدي، وعليه فإن تكلفة الائتمان التجاري ترتبط بشكل جوهري بالعقد المبرم بين المورد والذبون، ويمكن إيجاد تكلفة الائتمان التجاري من خلال المعادلة الآتية: (3)

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{1 - \text{نسبة الخصم}} \times \frac{360}{\text{فترة الإئتمان} - \text{فترة الخصم}}$$

(1) : محمد صالح الحناوي، أدوات التحليل و التخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية ، بدون سنة نشر، ص 436، 437.

(2) : المرجع نفسه، ص 437.

(3) : زياد سليم رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، ط 4، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 1997، ص 36.

2 - الائتمان المصرفي:

يعتبر الائتمان المصرفي شكلا مهما من أشكال التمويل المقترضة قصيرة الأجل فهو يتمثل في الأموال التي يتم اقتراضها من المؤسسات المالية المتخصصة لتوضع تحت تصرف المؤسسة لمدة لا تفوق سنة، حيث تلتزم المؤسسة بتسديدها في ظل شروط محددة مسبقا فيما يخص مبلغها، مدتها، ومعدل الفائدة المطبق عليها مع إمكانية فرض ضمانات مادية أو شخصية مقابل ذلك.⁽¹⁾

ويعتبر اختيار البنك من الأمور الرئيسية التي تواجه المؤسسة التي تفكر في استخدام الائتمان المصرفي، ومن المعايير التي يستحسن على المؤسسة استخدامها في اختيار البنك مايلي:⁽²⁾

- لا بد أن يتناسب حجم البنك مع حجم المؤسسة المقترضة، ويرجع ذلك إلى القيود الاقتصادية والقانونية الموجودة على مقدار القرض الممنوح لعميل واحد؛

- على المؤسسة اختيار البنك الذي يتبع سياسات تتماشى مع حاجاته وظروفه نظرا لاختلاف البنوك فيما بينها؛

- يلاحظ أن البنك في حالة درايته وخبرته بعمليات المؤسسة يكون قادرا على مدها بالمشورة المالية ومن ناحية أخرى من غير المرغوب فيه أن يتم التعامل مع بنك له اتصال وثيق بالمؤسسات المنافسة؛

- يجب على المؤسسات أن تتجنب التعامل مع البنوك التي لا تتمتع بعلاقات طيبة مع البنوك الأخرى أو مع البنك المركزي؛

- ينبغي التعامل مع البنوك القوية ذات المركز المالي السليم والمستقر.

هناك العديد من الأسباب التي تشجع على استخدام الائتمان المصرفي، فالقروض المصرفية غالبا ما تكون متوفرة بسهولة أكبر وخاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة، وفي الغالب نجد أن الائتمان المصرفي أقل تكلفة من القروض طويلة الأجل والائتمان التجاري.

وتتمثل تكلفة الائتمان المصرفي في معدل الفائدة الحقيقي الذي تدفعه المؤسسة مقابل حصولها على

(1) : حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 340.

(2) : محمد صالح الحناوي، أدوات التحليل و التخطيط في الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 434.

القروض قصيرة الأجل، ويمكن حساب هذا المعدل وفق الأساليب التالية:⁽¹⁾

- في حالة الفائدة البسيطة:

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{\text{تكلفة القرض}}{\text{أصل قيمة القرض}}$$

حيث أن تكلفة القرض = معدل الفائدة الاسمي × أصل قيمة القرض × مدة القرض

- في حالة الفائدة المخصومة:

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{أصل قيمة القرض - الفائدة المدفوعة}}$$

ثانياً: مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل

تسعى المؤسسات المعاصرة إلى توفير الموارد المالية من مصادر متعددة وبأشكال مختلفة وفقاً للظروف السائدة في الأسواق المالية، وتوجهات إدارتها بشأن تحمل المخاطر من عدمها، وبناء على ما تقدم فإن التمويل المقترض طويل الأجل يعد من مصادر التمويل الأساسية للمؤسسات ومن أهم هذه المصادر: القروض طويلة الأجل، السندات والاستثمار.

1 - القروض طويلة الأجل:

تحصل المؤسسة على القروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية، حيث يتم الحصول على القروض عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلالها انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقاً لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما، ويتم سداد الفوائد بشكل دوري، فيما يتم استهلاك القرض على أقساط متساوية في تواريخ معينة أو قد يتم سداده مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه.⁽²⁾

(1) : مصعب دعاس، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال ، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2012/2011، ص 38.

(2) : دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2007، ص 218.

ويتضمن العقد المبرم شروط تتعلق بالجوانب التالية: (1)

- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ استحقاقه؛

- الرهونات أو الضمانات المرتبطة بالقرض؛

- فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض؛

- أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض.

2 - السندات:

تعتبر السندات أحد صور الاقتراض طويل الأجل، ويمثل السند صك مالي تصدره المؤسسة المقترضة للأموال، تتعهد بموجبه بدفع فائدة دورية للمقرض (المستثمر)، وأيضاً تسديد قيمة السند في تاريخ محدد يدعى تاريخ استحقاق السند، و يعطي السند لحامله جملة من الحقوق أهمها: المطالبة بعائد سنوي يتمثل في الفائدة التي تلتزم المؤسسة بدفعها له سواء حققت أرباحاً أم لم تحقق وتحسب كنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسند، كما يحق للمستثمر استرداد كافة أمواله عند تاريخ استحقاق السند. أيضاً تحمل السندات الأولوية في السداد من أموال التصفية في حالة إفلاس المؤسسة قبل حملة الأسهم الممتازة والأسهم العادية. (2)

وتتمثل تكلفة الاقتراض سواء كانت في صورة سندات تصدرها المؤسسة أو في صورة قروض طويلة الأجل في المعدل الفعلي للفائدة التي تدفعه المؤسسة للمقرض، فعملية الاقتراض يترتب عليها تدفقات داخلية تحصل عليها المؤسسة عند بيع السندات أو التعاقد على القرض، كما يترتب عليها تدفقات خارجية تتمثل في الفوائد التي تدفعها سنوياً، بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الاستحقاق، (3)

(1) : عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2008، ص 386.

(2) : عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، ط 1، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 85، 86.

(3) : محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص 334.

ويمكن حسابها وفق المعادلة التالية: (1)

$$\text{تكلفة الدين قبل الضريبة} = \frac{\text{المبلغ السنوي للفائدة}}{\text{سعر بيع السندات - مصاريف الإصدار}}$$

$$\text{تكلفة الدين بعد الضريبة} = \frac{\text{المبلغ السنوي للفائدة}}{\text{سعر بيع السندات - مصاريف الإصدار}} \times (1 - \text{نسبة الضرائب})$$

3 - الاستئجار:

يعرف الاستئجار بأنه اتفاق بين طرفين وهما المؤجر والمستأجر، يقوم بمقتضاه الطرف الأول بالسماح للطرف الثاني بالحصول على الخدمات التي يؤديها أصل معين وذلك لفترة زمنية معينة مقابل القيام بسداد مبلغ محدد (القيمة الإيجارية) وذلك على مدى فترة زمنية معينة. (2)

تشير عملية الاستئجار إلى اتفاق بين مؤسستين بحيث تقوم المؤسسة المستأجرة باستخدام أحد الأصول المملوكة للمؤسسة الأخرى وذلك لمدة سنة أو أكثر مقابل التزامها بدفع مبلغ معين، وفقا لهذا الأسلوب تستطيع المؤسسة المستأجرة أن تستفيد من خدمات الأصل الذي تحتاج إليه لفترة زمنية معينة ذو الحاجة إلى شرائه. (3)

وأن هدف المؤسسة من وراء عملية الاستئجار هو الانتفاع من الخدمات التي يقدمها هذا الأصل وعند الحديث عن الاستئجار نشير إلى أن هناك تشابه بينه وبين الاقتراض، حيث أن كلا منهما ينجم عنه التزامات تعاقدية ثابتة ولهذا يؤدي الاستئجار من الناحية العملية إلى ارتفاع مديونية المستأجر وزيادة مخاطره المالية.

(1) : حمزة الشميخي، إبراهيم الجزاوي، الإدارة المالية الحديثة: منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 369.

(2) : عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، ط 2، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2006، ص 100.

(3) : نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 129.

و توجد عدة مزايا و عيوب عند استئجار الأصل بدل شراءه منها: (1)

- المزايا:

- توفير النقدية؛

- توفير درجة عالية من المرونة لإدارة المؤسسة؛

- الاستئجار كأسلوب للتمويل هو أقل تكلفة من البدائل الأخرى المتاحة؛

- تقليل التعرض لمخاطر تقادم الأصول.

- العيوب:

- القيود المفروضة على استخدام أصل المستأجر؛

- عدم التمتع بإمكانية تخفيض الضرائب التي تدفعها المؤسسة المستأجرة وذلك بسبب عدم قيامها بطرح الإهلاك الخاص بالأصل الذي كان من الممكن شراؤه وامتلاكه بدلا من تأجيره عند إعداد حساب للأرباح والخسائر؛

- صعوبة القيام بإجراء أي نوع من التحسينات على الأصل المستأجر دون الحصول على موافقة المؤجر؛

- زيادة تكلفة الاستئجار في الأجل الطويل عن تكلفة الشراء.

وتتمثل تكلفة الاستئجار في القيمة الحالية لدفعات الاستئجار المستقبلية، مخصومة بمعدل الفائدة الذي يجب أن تدفعه المؤسسة إلى البنك إذا اقترضت مبلغا مماثلا لقيمة الأصل ولذات الفترة الزمنية. (2)

وتحسب تكلفة الاستئجار على أساس المعدل الذي يسمح بتساوي مجموع التدفقات المدفوعة مع مجموع التدفقات المقبوضة، وفقا للعلاقة التالية:

(1) : عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية ، ط 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 181.

(2) : أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص 54.

$$F_0 = \frac{Li(1-T) + AiT}{(1+r)i} + \frac{Pn}{(1+r)n}$$

حيث أن:

T: معدل الضريبة على أرباح الشركات

F₀: تمثل مبلغ تملك الأصل

Pn: القيمة المتبقية للأصل (قيمة خيار الشراء)

Li: قسط الإيجار لفترة i

Ai: قسط اهتلاك الأصل

ثالثاً: مصادر التمويل الممتلئة

يعتبر التمويل عن طريق أموال الملكية إحدى الطرق الممكنة استخدامها من قبل المؤسسة من أجل تمويل مختلف أنشطتها، وعموماً تتمثل في: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة.

1 - الأسهم العادية:

السهم هو عبارة عن صك يؤكد لحامله ملكية حصة معينة في رأسمال المؤسسة تعادل المبلغ الذي دفعه، تعتبر الأسهم العادية وسيلة من وسائل التمويل طويل الأجل التي يمكن اللجوء إليها خلال حياة المؤسسة، وذلك بطرح أسهم عادية جديدة للاكتتاب، وعند تداول هذه الأسهم في البورصة قد تباع وتشتري بقيمة مخالفة عن القيمة الاسمية أو الدفترية أي بقيمة أخرى تعرف باسم القيمة السوقية وهي القيمة الحقيقية للأسهم لأنها تتغير تبعاً لمعدلات الأرباح التي تحققها المؤسسة وظروف العرض والطلب ونمط تداول الأوراق المالية في البورصة، كل ذلك يعكس درجة وعي المستثمر وكمية المعلومات المتاحة عن المؤسسة وهذا يؤثر في قرار تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية.⁽¹⁾

من مزايا إصدار الأسهم العادية: ⁽²⁾

- لا يمثل إصدار الأسهم العادية التزام على الشركة بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها، إذ أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم يكون بعد أن تحقق الشركة الأرباح و يتخذ القرار بتوزيعها؛

(1) : محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 218.

(2) : دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 205.

- إن المؤسسة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد مما يعطي مرونة للمؤسسة بعدم الدخول في التزامات محددة، بالإضافة إلى انخفاض درجة المخاطر مقارنة بمصادر التمويل الأخرى؛

- إن التمويل بإصدار الأسهم يعد توسع لحقوق الملكية وهذا يخفض من خطر الرافعة المالية، ويعطي ضمانات إضافية للدائنين ويعزز من القدرة الائتمانية للمؤسسة في السوق المالي.

ومن عيوب الأسهم العادية: (1)

- ارتفاع التكلفة التي تتحملها المؤسسة؛

- لا تعتبر توزيعات الأسهم العادية من بين الأعباء المخصصة من النتيجة الخاضعة للضريبة، وهذا ما يفوت على المؤسسة فرصة تحقيق وفورات ضريبية والتي كان من الممكن الحصول عليها عن طريق اللجوء إلى مصادر تمويل أخرى مثل السندات والقروض؛

- تشتت الأصوات في الجمعية العامة خاصة عند دخول مساهمين جدد.

بالنسبة لتكلفة الأسهم العادية فهي تتحدد حسب معدل العائد الذي يطلبه حملتها والمصاريف المصاحبة لإصدار هذا النوع من الأوراق المالية، وتختلف طريقة حسابها من حالة لأخرى حسب السياسة المتبعة من طرف المؤسسة بشأن توزيع الأرباح، ففي حالة توزيع الأرباح بكاملها على المساهمين العاديين تعادل تكلفة السهم العادي معدل الربح للسهم الواحد والتي تحسب على أساس نسبة أرباح السهم الواحد الحالية إلى القيمة الصافية للسهم، وتتمثل هذه الأخيرة في القيمة السوقية مطروحا منها المصاريف المصاحبة لإصدار السهم الواحد، ومنه يمكن صياغة المعادلة التالية: (2)

$$\text{تكلفة السهم العادي} = \frac{\text{الأرباح الحالية للسهم الواحد}}{\text{القيمة الصافية للسهم}}$$

أما في حالة توزيع قسم من الأرباح على المساهمين العاديين واحتجاز القسم الآخر وبما أن هذا القسم سيعاد استثماره من جديد في المؤسسة سيزيد من قيمة المؤسسة ومن معدل ربحيتها أي أنه في كل

(1) : منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 539.

(2) : رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، ط 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص 153.

عام ستعمل هذه الأرباح على زيادة معدل النمو في المؤسسة فإنه يمكن حساب تكلفة الأسهم العادية وفق مايلي:

$$\text{تكلفة السهم العادي} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة الصافية للسهم}} + \text{معدل النمو}$$

2 - الأسهم الممتازة:

يعتبر هذا النوع من الأوراق المالية المهجنة كونها تجمع بين صفات السهم العادي والسندات، وهي تمثل مستند ملكية تسمى أيضا الأولوية أو سهم الأفضلية، وهو يشبه السهم العادي من حيث القيمة الاسمية التي تحدد عند إصداره، ولحامل السهم الممتاز أولوية على حامل السهم العادي في الحصول على نصيبه عند التصفية كما له الحق في التوزيعات السنوية التي تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم وهو يماثل السهم العادي أيضا من حيث أن صاحب السهم الممتاز ليس له الحق في المطالبة بتوزيع الأرباح عند إقرار المؤسسة عدم توزيعها. (1)

من مزايا التمويل بالأسهم الممتازة: (2)

- المؤسسة ليست ملزمة بتوزيع العوائد؛

- ليس لصاحبها حق التصويت في الجمعية العامة؛

- إصدار هذا النوع من الأسهم يؤدي إلى زيادة القدرة الإقتراضية مستقبلا؛

- قرار إصدار هذا النوع من الأسهم قد يتضمن إعطاء المؤسسة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها بقيمة تفوق قيمتها الاسمية.

(1) : مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، ط 1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص

.114

(2) : سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 51، 52.

ومن عيوب التمويل بالأسهم الممتازة: (1)

- يجب أن تباع الأسهم الممتازة على أساس عائد أعلى من عائد السندات أي أن تكلفتها تفوق تكلفة الاقتراض لكون توزيعاتها غير قابلة للخصم، وبالتالي لا تحقق للمؤسسة وفرا ضريبيا؛

- أن المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم الممتازة أكبر من تلك التي يتعرض لها حملة السندات فليس هناك ما يضمن لهم عائدا فوريا، كما أنه في حالات الإفلاس يأتي حملة الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية بعد أصحاب السندات في نصيبهم من أموال التصفية؛

- ليس لحملة الأسهم الممتازة المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها.

وتتمثل تكلفة الأسهم الممتازة في معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة حتى يمكن الحفاظ على الإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير. (2)

وهذا المعدل المطلوب هو في الواقع عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد، مقسوما على صافي قيمة السهم الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع سهم واحد من إصدار جديد للأسهم الممتازة.

وبهذا فإن تكلفة الأسهم الممتازة يمكن حسابها وفق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{حصة السهم من الربح}}{\text{سعر بيع السهم} - \text{تكلفة الإصدار}}$$

3 - الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل للمؤسسة، وتمثل الأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر تمويل عمليات النمو والتوسع، كما تستخدم الأرباح المحتجزة في حالة المؤسسات التي تعاني من المشاكل المالية كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها

(1) : المرجع نفسه، ص 52، 53.

(2) : رضوان وليد العمار، مرجع سبق ذكره، ص 158.

أو المؤسسات التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة، وفي مثل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة.

وتفضل المؤسسات تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم) أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب عن بيع الأوراق المالية (في حالة إصدار سندات).⁽¹⁾

من مزايا الأرباح المحتجزة من وجهة نظر المؤسسة:⁽²⁾

- كلفة الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل قليلة بالمقارنة مع غيرها؛

- لا تحتاج إلى رهن موجوداتها؛

- كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر، زاد استخدامها في تمويل موجوداتها، ما ينعكس بشكل إيجابي على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم.

ومن عيوب الأرباح المحتجزة من وجهة نظر المؤسسة:⁽³⁾

- لا يستحسن استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بشكل متكرر؛

- قد يتعذر على المؤسسات المساهمة المبتدئة الاستفادة من هذا المصدر؛

- يتطلب أحياناً من المؤسسة إصدار أسهم مجانية مقابل احتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من كلفة استخدام هذا المصدر.

وتمثل تكلفة الأرباح المحتجزة في تكلفة الفرصة البديلة وتتمثل في معدل العائد الواجب الحصول عليه جراء استثمار الأرباح المحتجزة بحيث يساوي معدل العائد المتوقع من قبل المستثمرين على الأسهم. ويمكن توضيح تكلفة الأرباح المحتجزة في المعادلة التالية:⁽⁴⁾

(1) : محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص 327.

(2) : علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 282.

(3) : المرجع نفسه.

(4) : نور الدين خبابة، الإدارة المالية، ط 1، دار النهضة العربية، بيروت، 1997، ص 529.

- الحالة 1: مستوى الأرباح على الأسهم ثابت ولا تخضع للضريبة

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{قيمة السهم الواحد}}$$

- الحالة 2: مستوى الأرباح الموزعة على الأسهم ينمو بمعدل ثابت ولا تخضع للضريبة

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{قيمة السهم الواحد}} + \text{معدل النمو}$$

- الحالة 3 : مستوى الأرباح الموزعة على الأسهم ينمو بمعدل ثابت وتخضع للضريبة

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم} (1 - \text{سعر الضريبة})}{\text{قيمة السهم الواحد}} + \text{معدل النمو}$$

المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي

يعتبر قرار اختيار الهيكل المالي من أهم القرارات التي يتوجب على الإدارة اتخاذها كي تضمن المؤسسة نجاحها وإستمراريتها، ومما لا شك فيه أن ترشيد هذا النوع من القرارات متوقف على عدة عوامل داخلية وخارجية منها:

أولاً: المحددات الخارجية للهيكل المالي

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

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

الاستثمارية عند دراستها وتقديرها للهيكل المالي، وعموما فإن الحالة الاقتصادية تتضمن مايلي: (1)

- **الدورات التجارية:** تتسم الدورة التجارية بوجود فترتين: فترة كساد وفترة رواج، ففي ظل فترات الكساد يجب تخفيض حجم القروض في الهيكل المالي، نظرا لانخفاض الربحية بسبب انخفاض معدل العائد على الأصول عن معدل الفائدة على القروض، أما في أوقات الرواج حيث يرتفع معدل العائد على الأصول عن معدل الفائدة على القروض، فإنه يكون من الأفضل زيادة الاعتماد على القروض إلى الحد المناسب، على أن يكون هناك تخطيط يستوعب حدوث أي تقلبات.

- **ظروف أسواق رأس المال:** حيث يرتكز على مدى توافر الأنواع المختلفة من الأموال من عدمه في الأسواق المالية، وكذلك تكلفة هذه الأنواع التي لها تأثير هام عند تحديد نوع الورقة المالية (أسهم ممتازة، عادية، أو سندات) التي يناسبها تمويل معين، ويمتد تأثيرها إلى درجة إمكانية تغيير الهيكل المالي.

- **الوفر الضريبي:** من العوامل التي تشجع المؤسسة على الاقتراض هو ما تحققه من مزايا ضريبية أو ما يعرف بالوفر الضريبي الناتج عن ظهور الفوائد في قائمة الدخل، حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة، وعليه كلما زادت قدرة المؤسسة على تحقيق وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على القروض في التمويل، في المقابل فإن المؤسسة التي لا تدفع أي ضريبة لسبب من الأسباب مثل تمتعها بالإعفاء الضريبي، ففي هذه الحالة فإن المركز الضريبي للمؤسسة لا يشجعها على الاقتراض، لأنها لا تحقق أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبة.

2 - خصائص الصناعة: وتتضمن مايلي: (2)

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

- **درجة حساسية المبيعات للدخل القومي:** إذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاته بالحساسية لتغيرات الدخل القومي، فإنه يتعين عدم التمادي في الاقتراض طويل الأجل، لأنه قد يرجع بنتائج عكسية

(1) : السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، الإدارة المالية و البيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، الإسكندرية، 2001، ص

248، 249.

(2) : المرجع نفسه، ص 250 - 252.

على دخل الملاك، فضلا عن احتمال تعرض المؤسسة لمخاطر عدم السداد ومن ثم يكون التمويل الذاتي والاقتراض قصير الأجل أكثر قبولا لمواجهة حالات التوسع والانكماش.

- **المنافسة:** سهولة دخول مؤسسات أخرى في الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة من شأنه أن يؤثر على هامش الربح لديها حتى وإن كانت تتميز بمعدل نمو مرتفع، فإنه ينتظر أن تضيق تلك الهوامش التي تعتمد عليها المؤسسة في سداد ديونها، مما يجعل من المنافسة عاملا مهما يأخذ في الحسبان عند اتخاذ قرار الاستدانة.

ثانيا: المحددات الداخلية للهيكل المالي

ويقصد بها تلك العوامل المرتبطة بالبيئة الداخلية للمؤسسة، والتي تخضع لسيطرة المؤسسة ونذكر منها:

1 - طبيعة المؤسسة القانونية: يتأثر الهيكل المالي باختلاف طبيعة المؤسسة القانونية، إذ تميل المؤسسات الفردية وشركات الأشخاص إلى عدم الاعتماد على القروض خوفا من مخاطر عدم السداد التي قد تصل إلى الممتلكات الخاصة للملاك وفقا لمبدأ المسؤولية غير المحدودة، أما شركات المساهمة فإنها تكون أكثر قدرة على الاعتماد على القروض طويلة الأجل من غيرها من الأشكال القانونية الأخرى و ذلك بسبب استمرارها وعدم ارتباط بقائها ببقاء الملاك الذين يفضلون الأمان على معيار الدخل.⁽¹⁾

2 - حجم المؤسسة: يعتبر حجم المؤسسة عامل مهم في قدرتها على التوسع في الاقتراض، فالمؤسسات ذات المصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الواسع غالبا ما تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة.⁽²⁾

3 - التحكم أو السيطرة: يؤثر التمويل بالاقتراض على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة ما يمكنه من التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، فالإدارة إذا كانت في حالة سيطرة تصويتية في المؤسسة ولا يسمح لها بشراء أي سهم، فسوف تفضل استخدام القروض في تمويل الاستثمارات الجديدة، لأن إصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على المؤسسة، وفي حالة اتسم الوضع المالي للمؤسسة بالضعف فسوف تصدر

(1) : السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، مرجع سبق ذكره، ص 253.

(2) : سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997، ص 219.

أسهم جديدة خوفا من مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها ومن ثم التعرض إلى الإفلاس الأمر الذي قد يعرض أفراد الإدارة الحالية لفقدان وظائفهم بالمؤسسة، وكذلك تخفيض الاعتماد على القروض قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر الاستحواذ والإستلاء عليها من مستثمرين آخرين، وبالتالي فإن لمعيار السيطرة تأثيراً على شكل الهيكل التمويلي للمؤسسة. (1)

4 - المخاطر المالية: ترتبط هذه المخاطر بقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها، حيث أنه كلما زادت المخاطر المالية (عدم قدرتها على السداد) التي تواجهها المؤسسة قل اعتمادها على التمويل باستخدام الاقتراض.

5 - توجهات الإدارة: إذ يتميز بعض المديرين بدرجة أعلى من المغامرة والجرأة مقارنة بغيرهم حيث يعتمدون إلى استخدام الاقتراض بشكل كبير في محاولة منهم لرفع أرباح المؤسسة، على عكس بعض المدراء الذين يتميزون بالتحفظ ويعتمدون على القروض بشكل حذر. (2)

6 - المرونة المالية والتوقيت: تشير المرونة إلى القدرة على إدخال التعديلات اللازمة في الهيكل المالي ليتماشى مع المتغيرات و الظروف الجديدة، دون أن تتعرض المؤسسة إلى الاضطراب وزيادة التكاليف وضياع الفرص، (3) ويعد التوقيت من العوامل ذات الصلة الوثيقة بالمرونة عند التخطيط للهيكل المالي حيث يشير إلى أهمية حصول المؤسسة على مصادر الأموال اللازمة لها في توقيت يناسبها من حيث التكلفة وشروط الاستدانة. (4)

7 - سيولة الأصول: ترجع أهميته إلى أثره في تحديد استحقاقات الدين، وكذلك نسبة الديون في هيكل التمويل، إذ أنه كلما زادت درجة سيولة الأصول كلما أمكن الاعتماد على القروض بنسبة أكبر لأنه كلما كانت الأصول أقل سيولة كلما كانت أقل مرونة في خدمة القرض، هذا بالإضافة إلى مدى سهولة أو صعوبة رهن الأصل أي إذا كانت الأصول المتاحة للمؤسسة تصلح لاستخدامها كضمان للأصل.

8 - التدفقات النقدية: إن استقرار التدفقات النقدية وفقاً للدورة النقدية للمؤسسة يمكن من التخطيط الجيد لسداد الالتزامات المستحقة للدائنين في مواعيدها، ويرتبط استقرار التدفقات النقدية ارتباطاً وثيقاً بتحديد

(1) : عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 403.

(2) : المرجع نفسه، ص 404.

(3) : عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية : النظرية و التطبيق، ط 2 ، دار المسيرة، عمان، 2008، ص 438.

(4) : عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 405.

المقدار الأمثل من القروض الذي ينتج عنه الوضع الأمثل لحملة الأسهم، هذا يستلزم تحليل التدفق النقدي لمعرفة التدفقات النقدية الخارجة المترتبة على أعباء خدمة القرض و ما مدى قدرة التدفقات الداخلة على تغطيتها ، و ذلك لتجنب الوقوع في دائرة العسر المالي.(1)

9 - الملائمة: ويقصد بها ملائمة أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول، أي يجب أن يكون اختيار مصدر التمويل متماشيا ومتناسبا مع نوع الاستخدام، فمثلا يتم تمويل العمليات طويلة الأجل بمصادر تمويلية طويلة الأجل، ويرجع ذلك إلى ضرورة الموائمة والتنسيق بين الطبيعة الزمنية لطبيعة الأصل وللأموال اللازم الحصول عليها.(2)

المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي للمؤسسة

يعتبر اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة من أهم و أصعب المسائل التي تواجهها ، لذا حظي هذا الموضوع باهتمام الكثير من الباحثين مما نتج عنه ظهور العديد من النظريات ، حيث تنصب أغلبها حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل، والذي يقصد به مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون، بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

المطلب الأول: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل المالي

لقد أثارت مشكلة اختيار الهيكل المالي جدلا حادا في مختلف المدارس التقليدية من خلال وجهات النظر المتناقضة بين كتاب الإدارة المالية، والتي بدأت بالظهور بعد سنة 1952، ومن أبرز هذه النظريات نجد:

أولا: نظرية صافي الربح

حسب نظرية صافي الربح فإنه يمكن زيادة القيمة السوقية للمؤسسة وتدنية تكلفة رأس المال عن

(1) : السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، مرجع سبق ذكره، ص 254، 255.

(2) : المرجع نفسه، ص 255.

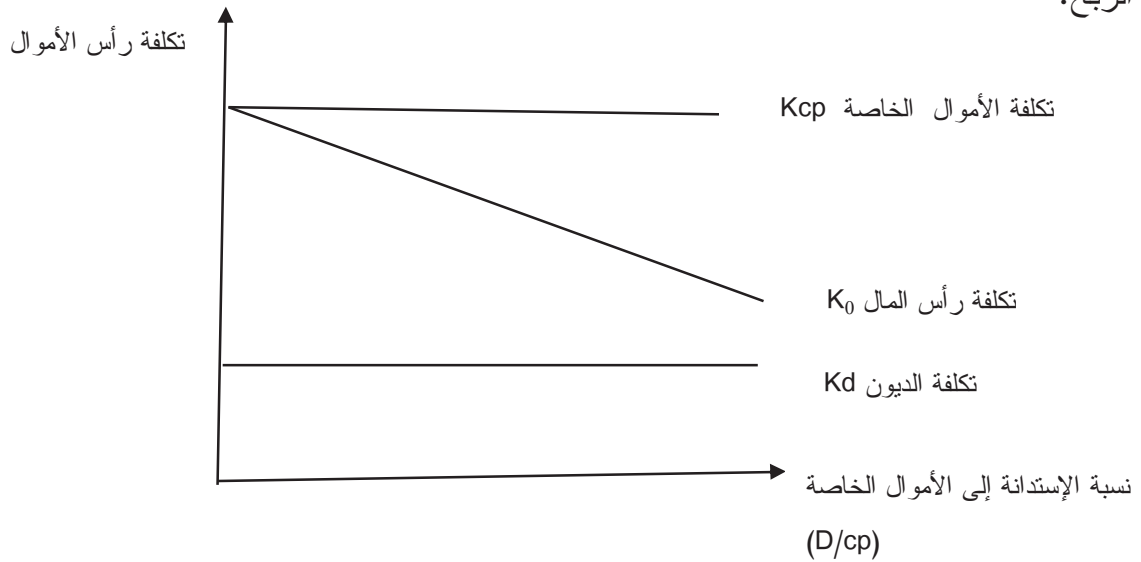
طريق زيادة نسبة الاستدانة كمصدر للتمويل، أي أن هذه النظرية تؤيد وجود هيكل مالي أمثل في المؤسسة،⁽¹⁾ وهي تقوم على الفرضيات التالية:⁽²⁾

- ثبات تكلفة الأموال الخاصة والديون، كون أن الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر؛

- معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض، وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين.

ومن خلال هاتين الفرضيتين تكون كل من تكلفة الأموال K_{cp} وتكلفة الديون K_d ثابتة، وبما أن تكلفة هذه الأخيرة أقل من تكلفة الأموال الخاصة، فإن الزيادة في الاعتماد على الاستدانة يعني الاعتماد على مصادر أقل تكلفة نسبياً، مما يترتب عليه انخفاض تكلفة رأس المال K_0 و بالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة. ويمكن تمثيل العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة في الشكل التالي:

الشكل رقم (01): العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية صافي الربح.



المصدر : محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 431.

(1) : محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 316.

(2) : المرجع نفسه، ص 317.

يتضح من خلال الشكل أن تكلفة رأس المال تنخفض كلما زادت نسبة الديون إلى الأموال الخاصة وتستمر هذه التكلفة في الانخفاض إلى أن تصل إلى أدناها و تصبح مساوية إلى الديون، وبالتالي فإن أفضل هيكل مالي للمؤسسة حسب هذه النظرية هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة من الديون ولو كانت 100 %⁽¹⁾.

ولكن يعاب على هذه النظرية تجاهلها للعلاقة الطردية بين المخاطر التي يتعرض لها المالكين والمقترضين، والزيادة في نسبة الاستدانة.⁽²⁾

ثانياً: نظرية صافي ربح الاستغلال

أو ما تسمى بصافي ربح العمليات، تقوم هذه النظرية على افتراضين أساسيين، مفادهما أن تكلفة رأس المال K_0 تكون ثابتة أياً كانت نسبة الاستدانة في المؤسسة، وأن تكلفة الاستدانة K_d ثابتة هي الأخرى، في حين ترتفع تكلفة الأموال الخاصة مع كل زيادة في معدل الاستدانة.⁽³⁾

وبالتالي فإنه وحسب هذه النظرية فإن الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لزيادة نسبة الاستدانة سيعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاستدانة ناتج عن زيادة الاعتماد على هذا المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبياً، ولهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة رأس المال ثابتة وبالتبعية قيمة المؤسسة، هذا ما يقودنا لاعتبار أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل،⁽⁴⁾ وهو ما يوضحه الشكل التالي:

(1) : عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 193.

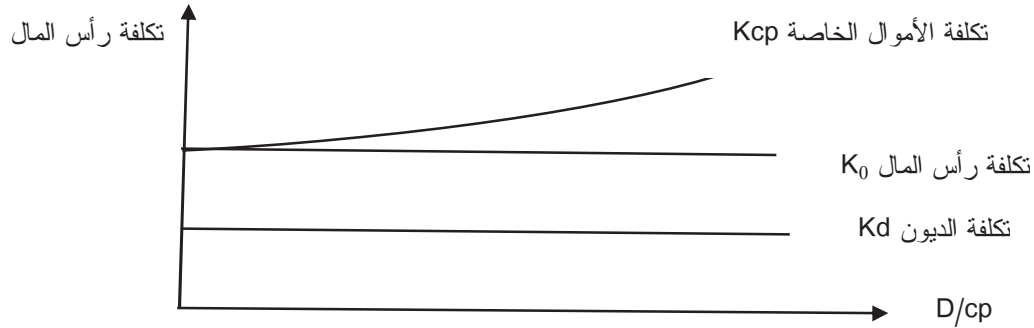
(2) : مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية - دراسة نظرية تحليلية -، مجلة العلوم

الإنسانية، العدد 31، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009، ص 155.

(3) : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 100.

(4) : المرجع نفسه.

الشكل رقم (02): العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية صافي ربح الإستغلال.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص 104.

يتضح من خلال الشكل أن كل من تكلفة الاستدانة K_d وتكلفة رأس المال ثابتة K_0 ، بينما نجد تكلفة الأموال الخاصة K_{cp} تتزايد بزيادة نسبة الاستدانة، وحسب هذه النظرية لا يوجد ما يسمى بالهيكل المالي الأمثل، وبالتالي ستظل تكلفة رأس المال ثابتة، مما يترتب عليه بالتبعية ثبات قيمة المؤسسة.

ثالثاً: النظرية التقليدية

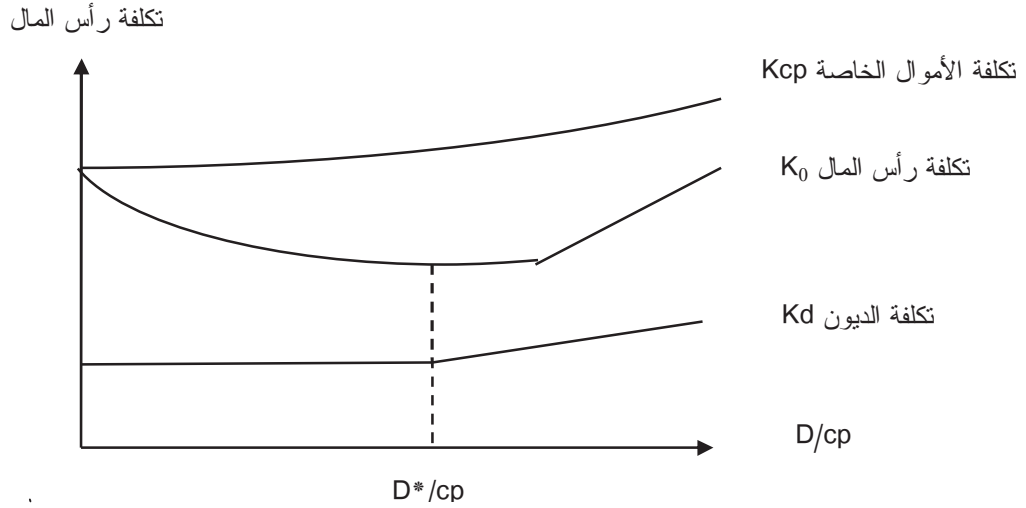
حسب النظرية التقليدية يوجد هيكل مالي أمثل ينشأ عن نقطة استدانة مثلى ويتكون من تشكيلة معينة من الأموال الخاصة والديون، هذه التشكيلة تجعل من تكلفة رأس المال في حدها الأدنى لتكون قيمة المؤسسة في حدها الأقصى.⁽¹⁾

حيث تفترض هذه النظرية أن تكلفة الديون تظل ثابتة لمستويات عالية من نسبة الاستدانة بالهيكل المالي للمؤسسة إلا أن هذه التكلفة تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من نسبة المديونية وأن تكلفة الأموال الخاصة سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الاستدانة وذلك بسبب زيادة درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون، ينتج عن ذلك مجال أمثل تكون فيه تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون ثابتتين ونسبة الأموال الخاصة أكبر من نسبة الديون، وبالتالي ارتفاع نسبة الاستدانة سوف يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال،⁽²⁾ ويتضح ذلك جلياً في الشكل التالي:

(1) : Jacque Teulié et Patric Topsacalian , **Finance** , Librairie , Vuibert , Paris , 1994 , P315 .

(2) : سمية دربال، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011، ص 22.

الشكل رقم (03): العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب النظرية التقليدية



المصدر : محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 334.

رابعاً: نظرية مود يجلياني وميلر Modigliani et Miller

تتفق نظرية مود يجلياني وميلر (M&M) مع نظرية صافي ربح الاستغلال فيما يخص عدم وجود هيكل مالي أمثل، إذ أكدا على أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن الهيكل المالي لها، حيث اعتمد تحليل المفكرين على النظرية التحكيمية، والتي تعني الموازنة بين البدائل المتاحة من الأموال الخاصة والديون من خلال الإيجابيات التي يحققها استعمال الأموال الخاصة وبين التكاليف المدفوعة على الديون.⁽¹⁾

ونميز في هذه النظرية بين حالتين: حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجودها.⁽²⁾

1- حالة عدم وجود الضرائب:

يقوم تحليل (M&M) على مجموعة من الافتراضات أهمها:⁽³⁾

(1) : ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر - ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص 16.

(2) Jean Barreau , Jacqueline Delahye , Gestion Financière , 10^{ème} édition , Dunod , Paris , 2001 , p 157

(3) : عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي : الإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006، ص 109.

- كفاءة تامة للأسواق المالية؛

- المعلومات عن المؤسسات العاملة في السوق متاحة ومجانية؛

- يمكن للمستثمر شراء ما يحتاج من أوراق مالية مهما صغرت الكمية التي يرغب في شراءها؛

- ليس هناك أية ضرائب على الأرباح الناجمة عن التعاملات في السوق؛

- أن المؤسسات يمكن وضعها في فئات، كل فئة تحمل نفس درجة المخاطرة.

وقد استخلص هذا المقترح من خلال استخدامه للبراهين الرياضية، إلى استنتاج مفاده أن المؤسسات المتماثلة في كل أنشطتها وتتمايز في هياكل تمويلها، تتساوى في القيمة السوقية، وبالتالي لن يؤثر الرفع المالي (الاستدانة) على القيمة السوقية للمؤسسات.(1)

كما تشير إلى أن الاقتصاديان (M&M) قاما بإجراء دراسة على مؤسستين متماثلتين ولهما نفس البيانات المالية، إلا أنهما مختلفتان من حيث الهيكل المالي، لكنهما متماثلتين فيما يتعلق بمجموع الديون والأموال الخاصة، أي لهما نفس الحجم من الأصول الاقتصادية.(2)

فيبرهن هذان الاقتصاديان على أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي، وبأنه إذا كان هناك اختلاف في قيمتي المؤسستين محل الدراسة، فإن المساهمين في رأس مال المؤسسة المعتمدة على الاستدانة سيرون أنه من فائدتهم بيع أسهمهم واستبدالها بأسهم المؤسسة الأخرى التي لا تعتمد الاستدانة مما يؤدي بالضرورة في الأخير إلى التماثل في قيمتهما.(3)

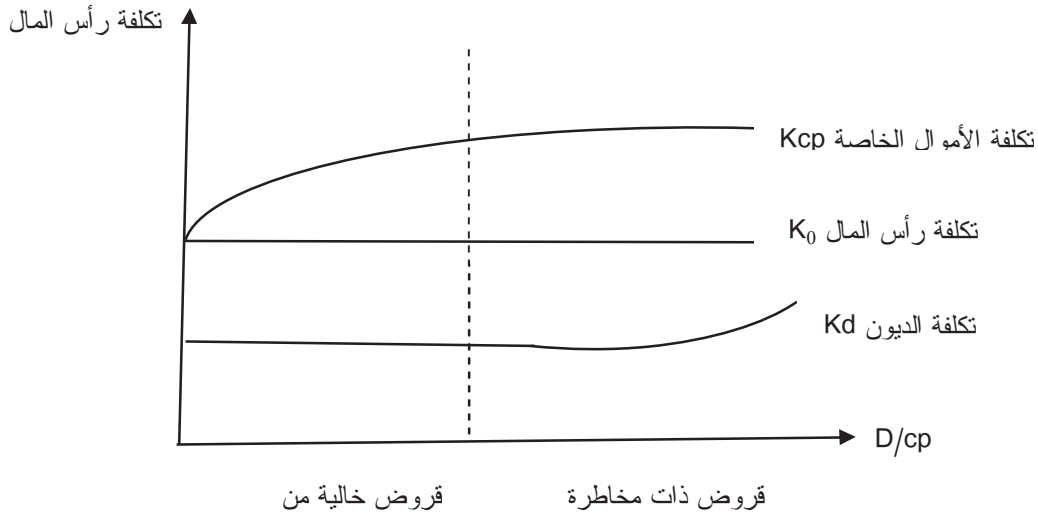
وهذا ما أدى بهما فعلا إلى استخلاص أن الهيكل المالي لا يؤثر في قيمة المؤسسة، كما أن تكلفة رأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي. والشكل التالي يبين ذلك:

(1) : عبد الغني دادن وآخرون، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغربية، سطيف، 25-28 ماي 2003، ص 5.

(2) : Pierre Vernimmen , **Finance d'entreprise** , 3^{eme} édition , Dalloz , Paris , 1998 , p 490 .

(3) : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 204، 205.

الشكل رقم (04): العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الرافعة المالية حسب نظرية (M&M) في ظل غياب الضرائب.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 137.

2 - حالة وجود الضرائب:

أدرك مود وجلياني وميلر في دراستهما سنة 1963 أن إسقاط فرضية عدم وجود ضريبة على دخل المؤسسات من شأنه ألا يحافظ على ما توصلا إليه قبل ذلك، بحيث توصلا إلى أنه وفي حالة وجود الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة تزيد عن القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير مستدينة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاستدانة.⁽¹⁾ وأن الفرق بين قيمتي المؤسستين لا يزيد ولا يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، حيث أنه إذا زاد أو نقص الفرق عن هذه القيمة فإنه يمكن من خلال عملية المراجعة إعادة التوازن بين قيمتهما.⁽²⁾

كما يقترحي المقترح الثاني لـ (M&M) بأن تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مستدينة تساوي تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة مضافا إليها علاوة خطر تتحدد على أساس الفرق بين تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة وتكلفة الاقتراض، بمعدل الضريبة على أرباح الشركات، وكذلك نسبة الرفع المالي في المؤسسة.⁽³⁾

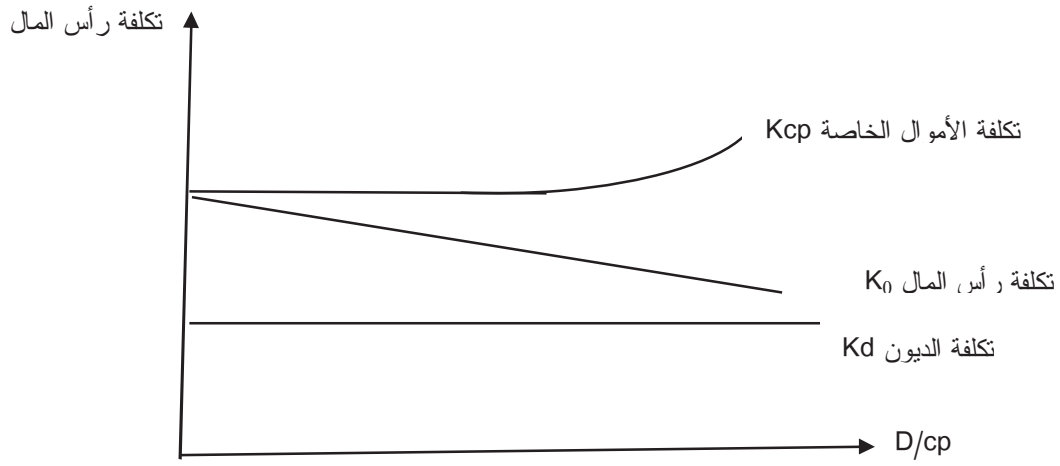
(1) : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 147.

(2) : مليكة زغيب، مرجع سبق ذكره، ص 160.

(3) : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 160.

وبالتالي فإن تكلفة الأموال ترتفع مع زيادة اعتماد المؤسسة على الاستدانة ولكن بصورة أقل مما كانت عليه في حال غياب الضرائب، أي أن قيمة المؤسسة ترتفع كلما اعتمدت المؤسسة أكثر على الاستدانة لأن هذا سيؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال. إذ يمكن تمثيل العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الاستدانة بالشكل التالي:

الشكل رقم (05): العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة و نسبة الرافعة المالية حسب نظرية (M&M) في ظل وجود الضرائب.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 164.

المطلب الثاني: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي

نظرا لاعتماد النظريات التقليدية على جملة من الفروض الغير متماشية مع الواقع، ومع تطور الدراسات في هذا المجال ظهرت العديد من النظريات الحديثة متمثلة أساسا في:

أولا: نظرية التوازن

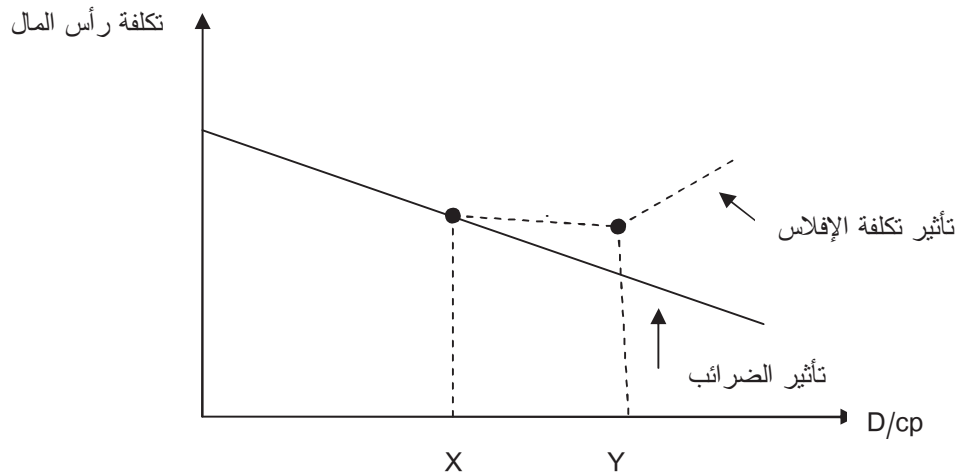
تتعلق هذه النظرية من أعمال Myres (1984) والتي عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها: المرحلة الأولى تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج (M&M)، والمرحلة الثانية التي أخذت بعين الاعتبار تكلفة الوكالة.

1 - تكلفة الإفلاس:

تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وقروض لمخاطر الإفلاس، وهي مخاطر لا تتعرض لها مؤسسة مماثلة غير أن هيكلها يتكون من أموال خاصة فقط، وسببها فشل المؤسسة في سداد قيمة القرض و الفوائد في تواريخ الاستحقاق. والإفلاس هو قيام المؤسسة ببيع أصولها من أجل أداء التزاماتها المترتبة عليها من خلال الحصول على القروض وبالتالي فالقروض ترفع من الخطر المالي للمؤسسة، ويترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف تسمى تكاليف الإفلاس، وهي تتكون من مجموعتين: الأولى تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية ، تكاليف مالية ...)، وتكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أي المصدقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة)⁽¹⁾.

فإذ أخذنا كل من الضريبة وتكلفة الإفلاس فسوف تأخذ تكلفة الأموال اتجاهها آخر، حيث أنه في البداية تأخذ تكلفة الأموال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة x وحينئذ تستمر في الانخفاض لكن بمعدل أقل من ذي قبل، وعندما تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة y تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع .⁽²⁾ وذلك ما يبينه الشكل التالي:

الشكل رقم (06): العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة الأموال في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 175.

(1) : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 246.

(2) : إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، التسيير المالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 379.

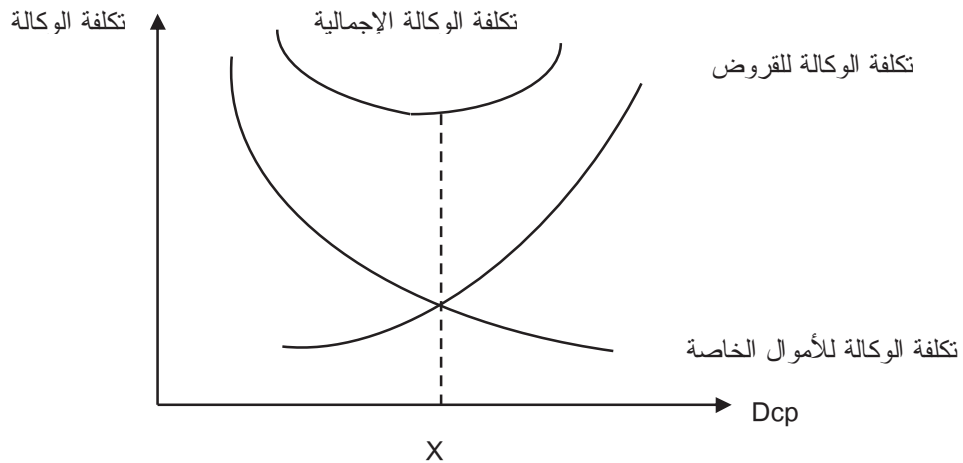
2 - تكلفة الوكالة :

تنشأ تكلفة الوكالة نتيجة الصراعات المحتملة بين الملاك والمقرضين والمسيرين، فهي بالتالي تمثل مصاريف إضافية للمستثمرين، والهدف من ورائها هو مراقبة أموالهم المستثمرة في المؤسسة ويتم هذا عن طريق توكيل طرف ينوب عنهم من أجل متابعة قرارات المؤسسة، وهذا بالتنازل عن جزء من سلطاتهم، فكل من الموكل والوكيل يحاول تعظيم منفعته، مما يجعل العلاقة التي تربطهما مصدرا للتناقض الأمر الذي يخلق تكلفة إضافية.⁽¹⁾

وسواء نجمت تكلفة الوكالة عن تعارض المساهمين والمسيرين، أو عن تعارض بين المساهمين والمقرضين، فإن العديد من الدراسات أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد مع زيادة نسبة الاستدانة في المؤسسة، ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمؤسسة، أي أن هذه الأخيرة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

ويمكن تمثيل الهيكل المالي الأمثل حسب تكلفة الوكالة في الشكل التالي:

الشكل رقم (07): الهيكل المالي الأمثل في ظل تكلفة الوكالة.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 257.

(1) : عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للمساهم، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012/2011، ص 97.

ويتضح من خلال الشكل أنه كلما زادت نسبة الاستدانة انخفضت معها تكلفة الوكالة بالنسبة للأموال الخاصة، وبالمقابل ارتفاع في تكلفة الوكالة بالنسبة للديون، وبالتالي فإن الهيكل المالي الأمثل يتحدد عند النقطة × والتي تكون عندها مجموع تكاليف الوكالة سواء للديون أو للأموال الخاصة في أدنى حد لها.

ثانياً: نظرية الإشارة

تستند هذه النظرية على مفهوم عدم تماثل المعلومات التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية، فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مدراء المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة تتميز عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء، وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة. هذه المؤشرات متعددة من بينها هيكل رأس المال، سياسة مكافأة رأس المال أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة.⁽¹⁾

وقد بنيت هذه النظرية على أساس نموذجين أساسيين هما:

1 - نموذج Ross:

قدم Ross نموذج سنة 1977 فيما يتعلق باستخدام الهيكل المالي كإشارة عن المعلومات الداخلية للمؤسسة، بحيث وحسب هذا النموذج يستخدم المسكرون نسبة الاستدانة كمؤشر على ارتفاع أداء المؤسسة إذ كلما ارتفعت نسبة الاستدانة دل هذا على قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها وبالتالي فهي الأحسن أداء.

2 - نموذج Pyle, Leland:

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

(1) : إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 391، 392.

ثالثاً: نظرية الالتقاط التدريجي

ظهرت هذه النظرية في منتصف الثمانينات، إذ تتعلق بتصنيف وترتيب مصادر التمويل حسب أفضليتها، وقد بنيت على أساس مجموعة من النماذج منها:

1 - نموذج Myers et Majluf:

ظهرت أول تطورات نظرية الالتقاط التدريجي على يد (Myers et Majluf (1984 بحيث وحسب هذا النموذج يصلح التمويل التسلسلي في حال كون تكاليف إصدار أسهم جديدة أكبر من تكاليف الاعتماد على الاستدانة، وبالتالي فإن المؤسسة تمويل استثماراتها أولاً بالتمويل الذاتي، ثم تلجأ للاستدانة، وفي الأخير تصدر أسهم جديدة.⁽¹⁾

2 - نموذج Williamson:

ظهر سنة 1988 ويقوم على افتراض أن مختلف الأطراف الاقتصاديين في المؤسسة (مساهمون، مسيرون، مقترضون) لديهم رشادة اقتصادية محدودة، وأنهم يستطيعون تغيير سلوكهم ليصب في مصلحتهم عند انتهاء العقد، وبالتالي فإن مصادر التمويل تعتبر وسيلة لتحقيق أهداف هؤلاء المتعاملين بحيث وحسب الباحث يتم اختيار مصدر التمويل حسب خصوصية الأصل المراد تمويله، فإذا كان الأمر يتعلق بتمويل أصل خاص تفضل المؤسسة الرفع في رأس المال على الاستدانة، أما إذا كان الاستثمار يتمثل في أصل غير خاص فتلجأ المؤسسة للاستدانة.⁽²⁾

3 - نموذج Myers 1990:

يقوم على فرضية أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة، ويتحقق هذا من خلال زيادة الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية، وبالتالي فإن الرفع في رأس المال يفضل على الاستدانة إذا كان من الصعب اللجوء إلى هذه الأخيرة، إذن حسب نموذج Myers ترتيب مصادر التمويل كما يلي:
التمويل الذاتي، الرفع في رأس المال، ثم الاستدانة كحل أخير.⁽³⁾

(1) : سمية دربال، مرجع سبق ذكره، ص 25.

(2) : إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 430، 431.

(3) : يوسف قريشي، محددات سياسة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005، ص 169.

المبحث الثالث: تقييم الهيكل المالي للمؤسسة

إن الاختلاف في مصادر تمويل المؤسسة سيؤدي إلى العديد من النتائج على أداء المؤسسة والتي من أهمها الوضع المالي للمؤسسة وبالتالي فإن اختيار الهيكل المالي وحده غير كاف وإنما يجب تقييمه من أجل الحكم عليه، ويتم ذلك من خلال العديد من الأدوات منها: مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية.

المطلب الأول: تقييم الهيكل المالي باستعمال مؤشرات التوازن المالي

تعتمد مؤشرات التوازن المالي على ثلاثة عناصر أساسية هي: رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل والخزينة الصافية.

أولاً: رأس المال العامل (FRNG)

يعبر رأس المال العامل عن ذلك الفائض الناتج بعد تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة، والذي يسمح للمؤسسة بمتابعة نشاطها بصورة طبيعية دون صعوبات أو ضغوطات مالية على مستوى الخزينة. فتحقيق رأس مال عامل موجب داخل المؤسسة يؤكد امتلاكها لهامش أمان يساعدها على مواجهة الصعوبات وضمن استمرار توازن هيكلها المالي.⁽¹⁾

ويمكن حساب رأس المال العامل بطريقتين هما:

- من أعلى الميزانية :

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول الثابتة}$$

- من أسفل الميزانية :

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأصول المتداولة (الجارية)} - \text{الخصوم الجارية}$$

(1): Patrice Vizzavona , **Gestion Financière**, 9^{ème} édition , Berti édition , Alger , 2004 , P280.

وهناك أنواع من رأس المال العامل، يمكن تلخيص أهمها فيما يلي: (1)

1 - رأس المال العامل الإجمالي: هو مجموع عناصر الأصول التي يتكلف بها نشاط استغلال المؤسسة وهي مجموعة الأصول التي تدور في مدة سنة أو أقل، تشمل مجموعة الأصول المتداولة، وحسب العلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الإجمالي} = \text{مجموع الأصول المتداولة}$$

2 - رأس المال العامل الخاص: هو المقدار الإضافي من الأموال الخاصة عن تمويل الأصول الثابتة ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الخاص} = \text{الأموال الخاصة} - \text{الأصول الثابتة}$$

الهدف من دراسة رأس المال العامل الخاص، هو البحث عن استقلالية المؤسسة اتجاه الغير، ومدى تمكنها من تمويل استثماراتها بأموالها الذاتية.

3 - رأس المال العامل الخارجي (الأجنبي): هو جزء من الديون الخارجية التي تمويل رأس المال العامل الإجمالي، أو الأصول المتداولة (الجارية)، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الأجنبي} = \text{مجموع الخصوم غير الجارية (الديون طويلة و متوسطة الأجل)}$$

وبعلاقة أخرى:

$$\text{رأس المال العامل الأجنبي} = \text{رأس المال العامل الصافي} - \text{رأس المال العامل الخاص}$$

(1) ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1998، ص 46، 47.

والهدف من دراسة رأس المال العامل الأجنبي تحديد مدى التزام المؤسسة بعودها اتجاه الغير وإظهار نسبة المبالغ الخارجية التي مولت أصولها، هذا بدوره يحدد لنا ارتباط المؤسسة بالغير .

- التفسير المالي لرأس المال العامل: هنا يمكن أن تحصل ثلاث حالات أساسية هي: (1)

- رأس المال العامل موجب ($FRNG > 0$): في هذه الحالة نجد أن الأصول الثابتة مولت بالكامل بالأموال الدائمة، وبقي جزء من الأموال الدائمة لتمويل نسبة معينة من الأصول المتداولة (الجارية) وهذا ما يشكل هامش أمان (يتمثل في رأس المال العامل) وتوازن في الهيكل المالي للمؤسسة، إلا أن قيمة رأس المال العامل لا يجب أن تكون كبيرة جدا، وهذا من أجل عدم تجميد الأموال الدائمة التي تتميز بتكلفة عالية في أصول متداولة لا تنتج عنها عوائد.
- رأس المال العامل سالب ($FRNG < 0$): في هذه الحالة تكون الأموال الدائمة غير قادرة على تمويل كل الاحتياجات المالية غير الجارية ، حيث يلبي جزء منها فقط، مما يضطر المؤسسة إلى استخدام الخصوم الجارية في تمويل الجزء المتبقي من الأصول غير الجارية، وهذه حالة من اللاتوازن المالي، وكلما زادت قيمة العجز تعقدت الوضعية المالية للمؤسسة أكثر.
- رأس المال العامل معدوم ($FRNG = 0$): وهي حالة نادرة جدا وتمثل حالة التوافق التام في هيكل الموارد والاستخدامات (الخصوم/ الأصول)، وتمثل الوضع الأمثل للتوازن المالي حيث تتساوى تماما الأصول الثابتة مع الأموال الدائمة، والأصول الجارية مع الخصوم الجارية وهذا يعني حالة التوازن الأمثل.

ثانيا : احتياجات رأس المال العامل (BFR) (2)

تعرف احتياجات رأس المال العامل بأنها رأس المال العامل الأمثل ويقاس قدرة المؤسسة على تغطية أصولها الجارية ما عدا أموال الخزينة باستخدام الخصوم الجارية ما عدا خصوم الخزينة.

(1) : إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 83.

(2) : ميلود بوشنقي، مليكة زغيب، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 52.

ويتولد الاحتياج المالي عندما لا تستطيع المؤسسة تغطية هذه الأصول الجارية (ماعدًا أموال الخزينة) باستخدام الخصوم الجارية (ماعدًا خصوم الخزينة)، ويمكن حساب الاحتياجات لرأس المال العامل بالعلاقة التالية:

$$\text{احتياجات رأس المال العامل} = [\text{الأصول الجارية} - \text{أموال الخزينة}] - [\text{الخصوم الجارية} - \text{خصوم الخزينة}]$$

- التفسير المالي لاحتياجات رأس المال العامل: هناك ثلاث حالات رئيسية وهي: (1)

- احتياجات رأس المال العامل موجبة ($BFR > 0$): وهذا يدل على أن المؤسسة بحاجة إلى مصادر أخرى تزيد مدتها عن السنة، وذلك لتغطية احتياجات الدورة، وتقدر قيمة تلك المصادر قيمة احتياجات رأس المال العامل، مما يتطلب وجود رأس مال عامل موجب لتغطية هذا العجز. احتياجات رأس المال العامل سالبة ($BFR < 0$): هذا يعني أن المؤسسة قد غطت احتياجات دورتها، ولا تحتاج إلى موارد أخرى، ونقول أن الحالة المالية للمؤسسة جيدة.
- احتياجات رأس المال العامل معدومة ($BFR = 0$): عندما تكون موارد الدورة تغطي احتياجات الدورة، هنا يتحقق توازن المؤسسة مع الاستغلال الأمثل للموارد.

ثالثًا: الخزينة الصافية (TN)

تعرف الخزينة الصافية على أنها مجموع الأموال التي توجد تحت تصرف المؤسسة خلال الدورة الاستغلالية، وهي تشمل صافي القيم الجاهزة أي ما تستطيع التصرف فيه فعلا من مبالغ سائلة خلال دورة الاستغلال. (2)

ويمكن حساب الخزينة الصافية بطريقتين:

$$\text{الخزينة الصافية} = \text{أصول الخزينة} - \text{خصوم الخزينة}$$

(1) : ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 50.

(2) : Pierre Ramage , **Analyse et Diagnostic Financière**, Edition d'organisation , Paris , 2001 , P 75 .

أو:

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

- حالات الخزينة الصافية: يمكن أن نميز ثلاث حالات للخزينة هي: (1)

- **الخزينة الصافية موجبة ($TN > 0$):** هذا يعني أن رأس المال العامل كافي لتمويل احتياجات رأس المال العامل، وخلق فائض يوجه للخزينة، ما يعني وجود سيولة وتوازن مالي، غير أن هذا الفائض لا يجب أن يكون كبيراً لأنه يعني تجميد للأموال، مما قد يؤثر سلباً على مردودية المؤسسة (لأن الأموال تستثمر ولا تجمد).
- **الخزينة الصافية سالبة ($TN < 0$):** هذا يعني أن رأس المال العامل غير قادر على تمويل احتياجات رأس المال العامل، وتعتبر من أخطر الوضعيات التي يمكن أن تكون عليها الخزينة وهذا لأنها من الممكن أن تكون سبب في إفلاس المؤسسة لقاء عدم قدرتها نهائياً على الدفع اتجاه دائئها .
- **الخزينة الصافية معدومة ($TN = 0$):** هذا يعني أن رأس المال العامل مساوي تماماً للاحتياجات في رأس المال العامل، وبالتالي التوازن المالي في حده الأدنى، فلا وجود لتجميد للأموال.

المطلب الثاني: تقييم الهيكل المالي باستعمال النسب المالية

تشكل النسب المالية جانبا هاما في عملية التحليل المالي، وهي أداة مهمة جدا لتحليل المركز المالي والائتماني و التنافسي للمؤسسة.

وتشمل النسب المالية جوانب متعددة لنشاط المؤسسة من حيث السيولة والنشاط، بالإضافة إلى مدى اعتماد المؤسسة على مواردها الذاتية أو الأجنبية، لكننا سنهتم هنا بمجموعة من النسب المالية ذات العلاقة بموضوع الهيكل المالي للمؤسسة، والتي نلخصها فيما يلي:

(1) : إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 86.

أولاً: نسب الهيكل المالي

تعتبر هذه المجموعة من النسب على الهيكل المالي للمؤسسة ومكوناته ومدى اعتمادها على المصادر المختلفة للتمويل سواء الداخلية أو الخارجية، ومن أهم هذه النسب نجد: (1)

1 - نسبة التمويل الدائم: تعبر هذه النسبة عن مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة للمؤسسة وتحسب بالعلاقة التالية:

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

حتى تكون هذه النسبة كمؤشر إيجابي للمؤسسة، فإنه يجب أن تكون قيمتها تساوي الواحد على الأقل أي قيمة الأموال الدائمة مساوية لقيمة الأصول الثابتة، وهو ما يجعل رأس المال العامل معدوماً.

2 - نسبة التمويل الذاتي: توضح هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على إمكانياتها الخاصة، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الذاتي} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

وكلما كانت هذه النسبة أكبر من الواحد، كان ذلك مؤشراً على الاستقلالية المالية للمؤسسة في تمويل استثماراتها.

3 - نسبة الاستقلالية المالية: تقيس هذه النسبة درجة استقلالية المؤسسة عن دائنيها، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$$

(1) : مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 45، 46.

يجب أن تكون هذه النسبة محصورة بين 1 و 2، فإذا تساوت مع العدد 2 أو زادت عنه فهذا يعني أن الأموال الخاصة تساوي ضعف الديون أو أكثر مما يجعل لها قدرة كافية للتسديد أو الاقتراض أما إذا كانت تساوي الواحد أو أقل فهذا يعني تساوي الطرفين ويجعل المؤسسة في وضعية مشبعة بالديون.

4 - نسبة التمويل الخارجي (نسبة المديونية): تعبر هذه النسبة عن مدى اعتماد المؤسسة على الأموال الخارجية في عملية التمويل، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الخصوم}}$$

وكما قلت هذه النسبة عن 0.5 زادت ثقة الممولين في قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها، والعكس في حالة الارتفاع يمكن أن لا تستطيع المؤسسة تسديد جزء من ديونها، وبالتالي تتعرض للإفلاس.

ثانياً: نسب السيولة

يقيس هذا النوع من النسب المالية نقدية المؤسسة ومدى قدرة هذه الأخيرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، وتقاس سيولة المؤسسة من خلال النسب المالية التالية: (1)

1 - نسبة السيولة العامة: تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على تسديد ديونها قصيرة الأجل (الخصوم الجارية) باستعمال كل الأصول المتداولة (الجارية) و تحسب كما يلي:

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الخصوم الجارية}}$$

يجب أن تكون هذه النسبة أكبر من 1 لكي تتمكن المؤسسة من تسديد ديونها، أما إذا كانت أقل من 1 فهذا يعني أن المؤسسة في وضعية حرجة و عليها أن تراجع هيكلها المالي بزيادة الديون الطويلة أو تخفيض ديونها القصيرة و زيادة أصولها المتداولة.

(1) : المرجع نفسه، ص 47 ، 48.

2 - نسبة السيولة المخفضة: وتسمى أيضا السيولة المختصرة، تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على تسديد ما عليها من التزامات جارية باستعمال أصولها الجارية ما عدا المخزونات، وذلك نظرا لصعوبة تحويلها إلى نقدية ، فهي تحتاج لمدة أطول لتتحول إلى سيولة ، وتحسب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة السيولة المخفضة} = \frac{\text{الأصول الجارية-المخزونات}}{\text{الخصوم الجارية}}$$

لا يجب أن تكون هذه النسبة كبيرة جدا، لأنها تعتبر تجميدا للسيولة التي كان من المفروض أن يتم استثمارها من أجل الحصول على عوائد، لذا قد حدد لها حد أدنى بـ 0.3 و حد أقصى بـ 0.5⁽¹⁾.

3 - نسبة السيولة الجاهزة: تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على تسديد ما عليها من التزامات جارية بالاعتماد على أموال الخزينة فقط، وتحسب بالطريقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة الجاهزة} = \frac{\text{أموال الخزينة}}{\text{الخصوم الجارية}}$$

وتتراوح الحدود المثلى لهذه النسبة بين 0.2 و 0.3، وإذا كانت مرتفعة معناه وجود أموال مجمدة كان من الممكن توظيفها في استخدامات أخرى وتعطي أكثر مردودية.

(1) : ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 56.

خلاصة :

لقيام المؤسسة بنشاطها على أحسن وجه يجب أن تتوفر فيها بعض الشروط، ويعتبر الهيكل المالي من بين أهم الشروط المؤثرة على نشاطها، فهو الصورة التي تعكس المصادر التمويلية للمؤسسة، حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت مصادر تمويل مقترضة قصيرة وطويلة الأجل ومصادر تمويل مملوكة.

إن المفاضلة بين هذه المصادر المختلفة والمتنوعة لا يكون بطريقة عشوائية وإنما يكون قرار محكم بمعايير أو محددات سواء كانت داخلية أو خارجية، بغية الوصول إلى هيكل مالي مناسب يوازن بين العائد والمخاطرة ويكون بأدنى تكلفة بهدف تعظيم قيمة المؤسسة.

ومن أجل اختيار التوليفة المثلى من مصادر التمويل ظهرت العديد من النظريات من أبرزها النظريات التقليدية وعلى رأسها نظرية صافي الربح والنظرية التقليدية التي تؤيد وجود هيكل مالي أمثل ونظرية صافي ربح الاستغلال ونظرية مود يجلياني وميلر التي تنفي وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة ومن بين النظريات الحديثة نجد نظرية التوازن التي مؤداها أنه في ظل تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة يتحدد قرار التمويل الملائم للمؤسسة عن طريق تحديد نسبة الاقتراض اللازمة لتمويل الاحتياجات، وكذا نظرية الإشارة التي تقضي بعدم تماثل المعلومات وفي ظلها المؤسسات تعطي إشارات للمستثمرين تكون مبهمة قصد جذبهم و بالتالي زيادة الثقة من قبلهم لتوفر في الأخير لهذه المؤسسات مصادر تمويل خارجية (الاقتراض)، في حين ترى نظرية الالتقاط التدريجي أن أولوية مصادر التمويل تكون وفق مايلي: التمويل الذاتي، الاقتراض و أخيرا الرفع في رأس المال.

كما أن الاختلاف في مصادر التمويل سيؤدي إلى العديد من النتائج على أداء المؤسسة والتي من أهمها الوضع المالي للمؤسسة، لذلك لا بد من تقييم هيكلها المالي باستخدام مجموعة من الأدوات على غرار مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية، والتي تساعد في تقييم و الحكم على مدى صحة ودقة المؤسسة في اختيار التوليفة المثلى من مصادر التمويل.

وبالتالي فالهيكل المالي هو أحد أكثر الأدوات المهمة والمساعدة على اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة وهذا ما سنتناوله في الفصل الثاني.

الفصل الثاني:

الهيكل المالي كأداة مساعدة
على اتخاذ القرارات المالية في
المؤسسة

تمهيد:

تعد القرارات المالية إحدى أهم المواضيع في الإدارة المالية، إذ أن هذه القرارات ذات تأثير كبير على بقاء المؤسسة واستمراريتها، فالمؤسسة تواجه تحدي كبير متمثل في إيجاد مصادر تمويل كافية ومناسبة لتغطية احتياجاتها المالية المتزايدة، فقرار التمويل أو ما يعرف بقرار اختيار الهيكل المالي المناسب هو أهم قرار مالي تعتمد عليه المؤسسة في مختلف نشاطاتها، إذ أنه محدد مهم لقيمة المؤسسة، والذي من خلاله تتحدد باقي القرارات المالية الأخرى وهي قرارات الاستثمار وقرارات توزيع الأرباح.

ومن أجل إبراز دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة، تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: مفاهيم أساسية للقرارات المالية في المؤسسة؛
- ✓ المبحث الثاني: الهيكل المالي كأداة مساعدة على اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة؛
- ✓ المبحث الثالث: الهيكل المالي كأداة مساعدة على اتخاذ قرارات توزيع الأرباح في المؤسسة.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية للقرارات المالية في المؤسسة

تعتبر وظيفة اتخاذ القرارات جوهر العملية الإدارية لأي تخصص وظيفي في المؤسسة وعلى مستوى الإدارة المالية، فإن جوهر عملها وفق المنهج الحديث كونها إدارة قائمة على اتخاذ القرارات المالية، ومضمونها يدور حول تحقيق هدف إستراتيجي متمثل في تعظيم القيمة السوقية للسهم أو تعظيم ثروة الملاك.

وعلى الرغم من عدم وجود شكل للقرار المالي الذي تلجأ إليه الإدارة المالية إلا أن مضمونه عادة يكون متماثل في غالبية المؤسسات، حيث تتوزع هذه القرارات بين قرارات الاستثمار، وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح.

المطلب الأول: مفهوم القرارات المالية

قبل أن نتطرق إلى تعريف القرار المالي يجب التعرف أولاً على معنى القرار، فقد تعددت التعاريف الخاصة بالقرار إلا أنها تصب في قالب واحد، ففي إطار المؤسسات يعرف القرار بأنه: " الاختيار المدرك والواعي لبدائل معين من مجموعة من البدائل، بشرط أن يقوم على أساس علمي في اختيار المشروع المناسب ".⁽¹⁾

كما يعرف أيضاً بأنه: "أي سلوك أو تصرف واعي ومنطقي يمثل الحل والتصرف أو البديل الذي يتم اختياره على أساس المفاضلة بين عدة بدائل وحلول ممكنة ومتاحة لحل المشكلة، ويعد هذا البديل الأكثر كفاية وفعالية بين تلك البدائل الممكنة المتاحة لمتخذ القرار".⁽²⁾

وكما يعرف أيضاً بأنه: "اختيار أنسب البدائل المتاحة بعد دراسة النتائج المتوقعة من كل بديل في تحقيق الأهداف المطلوبة".⁽³⁾

(1) : مؤيد فضل، تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 261.

(2) : حسين حريم وآخرون، أساسيات الإدارة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 140.

(3) : خليل محمد حسن الشماع، مبادئ إدارة الأعمال، دار الكتب للطباعة والنشر، بغداد، 1980، ص 101.

وبالتالي فاتخاذ القرار هو عملية اختيار بديل واحد من بين بدلين أو أكثر لتحقيق هدف أو مجموعة من الأهداف خلال فترة زمنية معينة في ضوء معطيات كل من البيئة الداخلية والخارجية والموارد المتاحة للمنظمة.

ومن بين هذه القرارات نجد القرار المالي وهو كل قرار يوازن بين الحصول على الأموال وامتلاك أصول (طبيعية، مالية)، بحيث تهدف القرارات المالية إلى تمويل الاستثمارات مع تحقيق أعلى ربح وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.(1)

وتتميز هذه القرارات بأنها ذات أبعاد متعددة (بعد قانوني، محاسبي و مالي، اقتصادي) يتجلى البعد القانوني من خلال طبيعة وهيكل تمويل المؤسسة، بمعنى القيود التي تفرضها الأطراف الممولة لها سواء بحكم امتلاك حصة في رأس المال أو بموجب عقد إقراض، أما البعد المحاسبي والمالي فيتجلى من خلال الاختيارات المحاسبية للمؤسسة وأساليب بث المعلومات المالية وكذا سياسة التمويل الذاتي، بينما يتمثل البعد الاقتصادي في تأثير هذه القرارات المالية على قيمة المؤسسة.(2)

المطلب الثاني: أنواع القرارات المالية

تنقسم القرارات المالية إلى قرارات تمويلية تظهر في الجانب الأيسر من الميزانية والمعروف بالهيكل المالي، وقرارات الاستثمار وقرارات توزيع الأرباح، وهذه القرارات المالية تهدف إلى تعظيم قيمة المؤسسة، فالتوليفة الجيدة بين قرارات التمويل، قرارات الاستثمار، وقرارات توزيع الأرباح تساهم في تحقيق أهداف المؤسسة، بحيث أن هناك ارتباط وثيق بين مختلف هذه القرارات.

فقرار التمويل يحدد مصادر التمويل وكيفية المزج بين هذه المصادر من حيث الكم والنوع والمصدر،(3) فيجب على المسير المالي قبل اتخاذ القرار التمويلي وبعده أن يتأكد من أن الأموال المطلوبة يمكن توفيرها:(4)

(1) : Pierre conso ,Farouk Hemici , **Gestion Financière de l'entreprise** , 9^{eme} edition , Dunod , Paris , 1999 , P 438 .

(2) : عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص 44.

(3) : مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 393.

(4) : حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، ط 2 ، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 48.

- في الوقت المناسب؛

- خلال فترات زمنية مناسبة؛

- بأقل تكلفة ممكنة؛

- استثمارها في المجالات الأكثر فائدة.

ويعنى القرار التمويلي باختيار المزيج المناسب لمصادر التمويل المختلفة سواء بالأموال الخاصة أو الأموال المقترضة بما يقود إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم من خلال انعكاساته في أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، أي ما يطلق عليه اختيار الهيكل المالي الأمثل.⁽¹⁾

أما قرار الاستثمار فيهدف إلى تحديد حجم الأموال التي ستستثمر، ونوع الأصول التي يتم الاستثمار فيها، بحيث يترتب عن هذا القرار مجموعة من الأخطار، بسبب عدم معرفة النتائج المستقبلية لهذا النوع من القرارات.⁽²⁾

وفيما يخص قرار توزيع الأرباح فهو يتعلق بالجزء من الأرباح و الذي تقوم المؤسسة بتوزيعه على المساهمين أو تقوم بإعادة استثماره، وهو متعلق بالقرارين السابقين فكما كانا جيدين، أمكن للمؤسسة تحقيق أرباح أعلى وبالتالي توزيعات أكثر.⁽³⁾

المطلب الثالث: عوامل رشادة القرارات المالية

عند القيام بعملية اتخاذ القرارات المالية توجد عوامل من المفيد جدا أخذها في الحسبان حتى تتم هذه العملية بطريقة رشيدة، ومن هذه العوامل نجد:⁽⁴⁾

(1) : عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، ط 1، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2007، ص 136.

(2) : سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مذكرة ماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011، ص 31.

(3) : إلياس بوجعادة، مليكة زغيب، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، على الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/%A8.pdf> ، بتاريخ: 2015/03/25 ، الساعة: 13:00.

(4) : جميل أحمد توفيق، إدارة الأعمال : مدخل وظيفي، دار النهضة العربية، بيروت، 1986، ص 125، 126.

- 1- تنطوي عملية اتخاذ القرارات المالية على عناصر ملموسة وهذا يتطلب بالضرورة مرونة ذهنية تمكن من أخذ هذه العناصر جميعها في الحسبان؛
- 2- يجب أن يؤدي كل قرار مالي إلى نتيجة تسهم في تحقيق الهدف ومن الأمور الحيوية في القرار هي أن يكون عمليا و قابلا للتطبيق؛
- 3- معظم القرارات المالية لا يمكنها أن تتفق مع أو ترضي كل شخص يهتم بالقرار المالي فإن التحدي الرئيسي الذي يواجه المدير المالي هو العمل على شرح القرار المالي؛
- 4- أن اتخاذ القرارات و اختيار البدائل لا يتم عشوائيا و إنما يكون وفق أسس ومعايير تؤدي إلى اختيار أنسب بديل للاحتياجات المالية؛
- 5- استخدام المنطق والتفكير المنهجي الصحيح و الدراسة العلمية في عملية اتخاذ القرار المالي؛
- 6- اتخاذ القرارات المالية عملية إجرائية، فعلى الرغم من أن عملية الاختيار هي جوهر اتخاذ القرارات المالية إلا أن هناك عدد من الخطوات التفصيلية التي تسبقها مثل تحديد وتعريف احتياجات المنشأة المالية؛
- 7- تستلزم عملية اتخاذ القرارات المالية الفعالة وقتا كافيا، فمن المفيد عادة تقليب الأفكار والاحتمالات المختلفة حتى يمكن إعطاء الموضوع تفكيراً كافياً؛
- 8- الاعتراف بحتمية التغيير فالقرارات المالية تجلب معها التغيير ويجب على المدير المالي ألا يخشى التغيير فالأشياء لا تبقى ساكنة بل هي دائمة الحركة وهذه الحركة قد تكون بناءة أو هدامة، ويحاول المدير المالي عن طريق قيامه بعملية اتخاذ القرارات المالية المحافظة على الحركة الإنشائية البناءة؛
- 9- وضع نظام لمتابعة كل قرار مالي وأهميته لا تقتصر على التأكد من تنفيذ القرار بل أيضا لتقييم نتائج القرار

المبحث الثاني: الهيكل المالي كأداة مساعدة على اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

سنوضح في هذا المبحث كيفية مساهمة الهيكل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة، لما لهذه القرارات من أهمية وخطورة على المؤسسة، فهي تتجه إلى تحديد الهيكل الأمثل لحجم الاستثمار داخل المؤسسة، سواء من ناحية الكم أو النوع، ما يترتب عليها من انعكاسات إيجابية أو سلبية وهو سبب يستدعي التمهيد الجيد والدراسة المستفيضة المبنية على أسس علمية لكل الفرص الاستثمارية المتاحة لاتخاذ القرار الاستثماري الصائب والصحيح .

المطلب الأول: مفهوم القرار الاستثماري وأهميته

تعتبر قرارات الاستثمار من أهم وأخطر القرارات المالية التي يتم اتخاذها على مستوى المؤسسة ومن قبل المستثمرين ومختلف المتعاملين الاقتصاديين.

أولاً: مفهوم القرار الاستثماري

يقصد بقرار الاستثمار تخصيص وتوظيف قدر معين من الأموال بغية تحديد أهداف محددة عن طريق ممارسة نشاط معين محدد، حيث يتطلب ذلك إنفاق حالي لجلب إيرادات مستقبلية.⁽¹⁾ ويعرف أيضا بأنه: "القرار المتعلق بكيفية استخدام المنظمة لأموالها في اقتناء مختلف الأصول بحيث يتحقق التوازن بين الاستثمارات".⁽²⁾

وكما يعرف أيضا بأنه: "محصلة جهود متضافرة من أطراف عديدة في المشروع وتستند هذه القرارات على دراسات يطلق عليها دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع".⁽³⁾

وتتمثل قرارات الاستثمار أساسا في اختيار هيكل الاستثمار الأمثل سواء من ناحية المقدار أو من ناحية التكوين بالشكل الذي يزيد من فاعلية أداء العملية الاستثمارية وبالتالي الزيادة في مردودية الاستثمار

(1) : أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية : مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية، المنصورة، 2006، ص 145.

(2) : محمد الصيرفي، إدارة المال و تحليل هيكله ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 82، 83.

(3) : محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 222.

وهذا بعد أن تتم عملية تحديد مخاطر هذا الاستثمار مع التأكيد أن هناك عددا كبيرا من أوجه الاستثمار لهذه الأموال سواء داخل المؤسسة أو خارجها. (1)

كما يمكن القول أن القرار الاستثماري الرشيد يستند على مبدأ الرشادة الاقتصادية وهو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل أو أكثر أخذا في الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة. (2)

بصفة عامة فإن قرارات الاستثمار ونظرا لأن عوائد المستقبل غير معروفة بدرجة من الدقة والضمان، فإن هذه القرارات لا بد وأن تتعرض لدرجة ما من المخاطر، فكلما زادت الرغبة في تحقيق عائد أكبر كلما زادت درجة المخاطر، لذلك ينبغي تقييم قرارات الاستثمار في ضوء متغيرين رئيسيين هما: (3)

- العائد المتوقع؛

- المخاطرة المحتملة.

ثانيا: أهمية القرار الاستثماري

يعتبر قرار الاستثمار من القرارات المهمة في حياة المؤسسة ويستدعي عناية خاصة للاعتبارات التالية: (4)

- إن اتخاذ قرارات الاستثمار في الأصول الثابتة يقلل من المرونة التي تتمتع بها المؤسسة في اتخاذ القرارات المستقبلية لأن نتائج القرارات الرأسمالية تمتد لأجال طويلة نسبيا؛

- يؤدي التنبؤ الخاطئ باحتياجات المؤسسة من الأصول الثابتة إلى نتائج خطيرة ذلك أن الاستثمار دون الحد المطلوب يعني عدم تجديد أو تطوير الأصول الثابتة وبالتالي عدم استيعاب التطورات التكنولوجية مما يقلل من القدرة التنافسية للمؤسسة كما قد يؤدي إلى فقدان المؤسسة لبعض حصتها السوقية نتيجة

(1) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، ط 2، مرجع سبق ذكره، ص 14.

(2) : عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 37.

(3) : حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 70.

(4) : أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية و التطبيقية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 278.

انخفاض الطاقة الإنتاجية، وبالمقابل فإن الاستثمار فوق الحد المطلوب يعني إضافة طاقة فائضة تنعكس بزيادة التكلفة الثابتة للوحدة الواحدة من المنتج؛

- يتطلب اتخاذ قرارات الاستثمار إجراء دراسات معمقة ومنتشعبة تنطوي على دراسات جدوى اقتصادية وتحليل القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة وهذا يتطلب جهود بشرية ومادية وإدارية، وقد يتم اللجوء إلى مكاتب استشارية متخصصة لإجراء مثل هذه الدراسات؛

- تؤدي قرارات الاستثمار الناجحة إلى تحسين كل من توقيت شراء الأصول الثابتة وجودتها، فالمؤسسة التي تستطيع التنبؤ باحتياجاتها من الأصول الثابتة مقدما تستطيع بالنتيجة توفير أو شراء وتشغيل تلك الأصول في الوقت الذي يرتفع فيه الطلب على المبيعات والإنتاج بالجودة المطلوبة والكمية الملائمة والتكاليف المحددة؛

- يترتب على اتخاذ قرارات الاستثمار إنفاق مبالغ كبيرة والدخول في تعاقدات طويلة الأجل والتزامات مالية اتجاه مؤسسات التمويل لذلك على المؤسسة أن تضع الخطط اللازمة للحصول على مصادر التمويل اللازم قبل مدة كافية والبحث عن مصادر تمويل بشروط ملائمة وبتكاليف اقتراض مناسبة.

المطلب الثاني: أنواع القرار الاستثماري

يعتبر القرار الاستثماري خطوة أولية لاختيار البدائل المتاحة بغية تحقيق أكبر عائد ممكن وبأدنى مخاطرة، ويمكن تصنيف هذه القرارات حسب البعد الزمني أو حسب الهدف.

أولاً: التصنيف حسب البعد الزمني

تنقسم قرارات الاستثمار في ضوء البعد الزمني إلى قرارات استثمارية قصيرة الأجل وقرارات استثمارية طويلة الأجل كما يلي: (1)

1- القرارات الاستثمارية قصيرة الأجل:

تدور هذه المجموعة من القرارات حول الاستثمار في الموجودات المتداولة والتي تمثل جزءاً مهماً من حركة الاستثمار الداخلي في المؤسسة، بل إن الجزء الأكبر من مسؤوليات الوظيفة المالية سوف

(1) : حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 47.

ينحصر في تحديد حجم الاستثمار في الموجودات المتداولة وعناصرها الرئيسية مثل النقديات والمخزون السلعي لارتباط هذا الجزء بحركة دورة الاستغلال وبقدرة المؤسسة في تحقيق و تعظيم عوائدها وفي تحديد وضمان السيولة المطلوبة، لذلك فالقرار الجيد هو القرار الذي يضمن الحجم الاقتصادي الأمثل لحجم الاستثمار في الموجودات المتداولة.

2- القرارات الاستثمارية طويلة الأجل:

تهتم هذه القرارات بالإنفاق الاستثماري الطويل الأجل والتمثل بالاستثمار في الموجودات الثابتة والمعروف عن هذا النوع من القرارات أنه يعتبر من أخطر القرارات المالية لكونه يرتبط بنوع من الاستثمار يتصف بكبر المبالغ التي يتطلبها ويضمن عوائد سنوية لفترات طويلة في المستقبل إضافة إلى أن هذا النوع من الاستثمار يرسم حدود العملية الإنتاجية في المؤسسة وليس من السهولة التخلص منه عند الانتهاء من العملية الاستثمارية.

ثانيا: التصنيف حسب الهدف

يمكن تقسيم قرارات الاستثمار حسب الهدف إلى قرارات استثمارية إحلالية، وقرارات استثمارية إبتكارية أو تطويرية، وقرارات استثمارية توسعية كالآتي:⁽¹⁾

1- القرارات الاستثمارية الإحلالية:

وهي قرارات تهدف إلى إحلال المعدات الجديدة بدل القديمة نتيجة إهلاك الآلات أو بسبب التقادم التكنولوجي، ويتخذ قرار الإحلال عند المقارنة بين التكاليف المستقبلية في حالة الاستمرار في استخدام الآلة القديمة والتكاليف عند استخدام الآلة الجديدة وتنخفض درجة الخطر على مثل هذا النوع من الاستثمارات لعدم تغير طبيعة المنتج.

2- القرارات الاستثمارية الإبتكارية أو التطويرية:

وهي القرارات التي تعتمد على التغيرات التكنولوجية لتلبية أذواق المستهلكين أو لمواكبة التطور التكنولوجي وزيادة القدرة على المنافسة، وتتعرض مثل هذه القرارات إلى ارتفاع درجة الخطر نتيجة لتغير طبيعة المنتج نفسه.

(1): دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 272.

3- القرارات الاستثمارية التوسعية:

وتهدف هذه القرارات إلى توسيع الطاقة الإنتاجية للمشروع نظرا لحصول المشروع على أسواق جديدة و يكون القرار الاستثماري على أساس جدوى القيام بتوسيع الطاقة الإنتاجية من خلال المقارنة بين الدخل الناتج من الإيراد الإضافي والتكاليف الإضافية طول حياة المشروع الاستثماري الإضافي، وتتنخفض درجة الخطر فيها نسبيا إذا لم يحصل أي تغيير في طبيعة السلعة المنتجة.

المطلب الثالث: محددات القرار الاستثماري

يمكن تلخيص أهم محددات القرار الاستثماري في النقاط التالية:⁽¹⁾

1- التطور التكنولوجي:

فالتطور التكنولوجي من شأنه أن يؤدي إلى فتح طرق استثمارية جديدة وبالتالي زيادة قدرة المؤسسة على توسيع حجم الاستثمار أو القيام باستثمارات جديدة.

2- اتجاه التوقعات ودرجة المخاطرة:

فإذا كان التوقع ممتثلا في التفاؤل أو التشاؤم فإنه بالتالي لابد أن تؤثر في قرار الاستثمار وحجمه ففي حالة التفاؤل ستتشجع المؤسسة على زيادة حجم الاستثمار وتوسيع مجالاته وعلى عكس ذلك فعند توقع الانكماش تقل الفرص الاستثمارية ومن ثم حجم الاستثمار.

3- حجم وطبيعة السوق الاستثماري:

أوضحت الدراسات أن اتساع حجم السوق يعتبر من أحد عوامل زيادة الكفاءة في استخدام الموارد الاقتصادية المتاحة وتحقيق الوفورات الاقتصادية ومن ثم زيادة الاستثمار، بالإضافة إلى أن المناخ الاستثماري الذي يتضمن العوامل الأساسية والضرورية لخلق البيئة التي تسمح بالمشاركة والاستثمار في مجالات التنمية الاقتصادية سوف تؤدي أيضا إلى خلق الفرص الاستثمارية وزيادتها.

(1) : محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 501، 502.

4- الأرباح:

يمكن أن يتأثر قرار الاستثمار بالأرباح من خلال زاويتين أساسيتين حيث أن المستثمر يسعى دائما إلى الاستثمار في المشاريع الأكثر ربحية من بين مجموعة فرص الاستثمار الممكنة والمتاحة من جهة ومن جهة أخرى قد تكون المؤسسة غير قادرة على اقتراض الأموال التي تحتاج إليها في نشاطها الاستثماري أو قد تكون غير راغبة في ذلك فتتجه إلى استغلال أموالها الخاصة لتمويل مشروعاتها الاستثمارية والتي تشكل الأرباح المحتجزة جزءا مهما منها، وهذا يعني أن هذا المصدر لأموال الاستثمار يتطلب بطبيعة الحال أن تحقق المؤسسة أرباحا مقبولة ليحتجز جزء منها يكون مصدرا هاما للأموال القابلة للاستثمار وهو ما يجعل الاستثمار دالة للأرباح كلما زادت هذه الأخيرة كلما كان ذلك أمرا مشجعا على زيادة الاستثمار لضمان نمو المؤسسة.

5- التشريعات الضريبية:

إن التشريعات الضريبية والقوانين المتعلقة بالاستثمار تعمل على توجيه الاستثمارات في مسارات محددة بما يتماشى والسياسة العامة للدولة، فقد تلجأ بعض الدول إلى منح إعفاءات ضريبية لمدة معينة للمشروعات التي تقام في مناطق نائية تشجيعا لامتداد العمران إليها والعمل على تحقيق نوع من التوازن الجهوي بين مختلف مناطق الدولة. كما تشير إلى أن للتعريف الجمركية دورا متزايدا في توجيه عمليات الاستثمار لأنها تؤثر على حجم الاستثمارات ونوعية النشاط الاستثماري ولهذا فعلى المستثمر ضرورة التعرف على المجالات التي تحظى بالإعفاءات أو التخفيضات الجمركية وفي نفس الوقت معرفة التشريعات الضريبية التي تحكم أرباح المشروعات حتى يستغل المزايا والتحفيزات في زيادة فرص نمو وازدهار مشروعاته وترشيد قراراته الاستثمارية.

المطلب الرابع: دور الهيكل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

يعتبر اتخاذ القرار الاستثماري من أهم القرارات في حياة المؤسسة كونها تؤثر على نموها وبقائها، ومن المستحيل اتخاذ مثل هذا القرار دون توافر معلومات كافية لدى متخذ القرار عن مدى جدوى هذا الاستثمار، هذا القرار يحتاج إلى معلومات لها مواصفات خاصة يتحصل عليها متخذ القرار من عدة مصادر قد يكون الهيكل المالي بالمؤسسة أهم هذه المصادر.

فمن أهم التحديات التي تواجهها المؤسسة اليوم هو كيفية إيجاد هيكل مالي أمثل يتلاءم وقرارات الاستثمار، لذا يجب أن يكون هذا الأخير مخطط تخطيطاً مسبقاً، ففي ظل هيكل مالي غير مخطط لا يمكن الجزم أن المؤسسة لن تنجح في المجال وهذا على الأقل في المدى القصير، ولتفادي المشاكل الممكن حصولها في المدى الطويل عليها أن تعد تخطيطاً مسبقاً لهيكلها المالي يضمن بذلك استخداماً أمثلاً لمواردها.

فمن الأهمية أن يشمل الهيكل المالي على مزيج تمويلي متناسق من الناحية المالية مع حجم الاستثمارات في الأصول، فأموال الاستدانة مثلاً تحفز المساهمين على خوض مشاريع تتميز بمخاطرة عالية والتي لا يمكن القيام بها عن طريق أموال الملكية، وبما أن تعظيم ثروة أصحاب المؤسسة مرتبط بأهداف المؤسسة، فإذا كانت هذه الأخيرة تبحث عن الاستقلالية المالية والأمان فإنها ستعطي الأولوية للتمويل الذاتي ثم الديون أي تعتمد على مصادر التمويل الذاتية بشكل كبير وعلى الديون بشكل محدود غير أنه لا يساعد على تحقيق مستوى رفيع من الربحية، أما إذا كانت المؤسسة تبحث عن المردودية المالية المثلى لأموالها الخاصة فإنها ستلجأ للمزيد من الاستدانة للاستفادة القصوى من الرفع المالي.⁽¹⁾ مع عدم تحقيق الأمان المالي نتيجة زيادة درجة المخاطر المالية، وحتى يمكن تحقيق الأمان والحد من المخاطر المالية يجب تحقيق معدل عائد على الأموال المستثمرة في الأصول يفوق معدل الفائدة التي يتم دفعها للدائنين وإلا وقعت المؤسسة في دائرة العجز المالي.⁽²⁾

وعليه فباعتبار المؤسسة مركز للقرار تقوم باختيار هيكل تمويلها المناسب الذي يتوافق قدر الإمكان مع مشاريعها الاستثمارية، مع مراعاة القاعدة الذهبية التي يبنى عليها التمويل من منظور مصادر التمويل حيث أن مصادر التمويل قصيرة الأجل تمول رأس المال العامل (الأصول المتداولة) فما عدا الجزء الثابت منها، ومصادر التمويل طويلة الأجل تمول الأصول الثابتة والجزء الثابت من الأصول المتداولة مع مراعاة تكلفة الحصول على كل مصدر تمويلي،⁽³⁾ وذلك بالموازنة بين نسبة التمويل عن طريق الديون والتمويل عن طريق أموال الملكية في ظل العائد المطلوب والمخاطرة الممكن قبولها مما يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة.

(1) : مليكة زغيب، نعيمة غلاب، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، جامعة بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2006، ص 8.

(2) : أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 25.

(3) : عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 251.

المبحث الثالث: الهيكل المالي كأداة مساعدة على اتخاذ قرارات توزيع الأرباح في المؤسسة

سنوضح في هذا المبحث كيفية مساهمة الهيكل المالي في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح في المؤسسة أو ما تعرف أيضا بمقسوم الأرباح، فهي تعد من أبرز القرارات المالية الإستراتيجية التي يتخذها المسير المالي ويعطيه أهمية خاصة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها في مشاريع مجدية.

المطلب الأول: مفهوم قرار توزيع الأرباح

تقوم سياسة توزيع الأرباح على أساس اتخاذ قرار بالمفاضلة بين بديلين أحدهما توزيع الأرباح والآخر احتجاز هذه الأرباح بغية إعادة استثمارها مرة ثانية داخل المؤسسة.

ويقصد بقرار توزيع الأرباح قيام المؤسسة بتوزيع هذه الأرباح على المساهمين و ذلك إما في شكل نقدي أو في شكل أسهم.⁽¹⁾

وكما يعرف أيضا على أنه كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة.⁽²⁾

وبالتالي فقرارات توزيع الأرباح تعتبر النهج الذي تتبعه المؤسسة من حيث التوزيع للأرباح واحتجاز تلك الأرباح لإعادة استثمارها، وتتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم سعر السهم.

ويؤثر قرار توزيع الأرباح تأثيرا كبيرا وفعالا على العديد من المجالات المالية بالمؤسسة حيث يؤثر على تدفق الأموال وسيولتها وتكلفتها وعلى الهيكل المالي للمؤسسة، بالإضافة إلى تأثيره على اتجاهات المستثمرين مستقبلا نحو عمليات الاستثمار المختلفة.⁽³⁾

(1) : أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 207.

(2) : عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 390.

(3) : أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 207.

كما يتضح أهمية قرار توزيع الأرباح أيضا من دوره في تعظيم مساهمته في زيادة ثروة المساهمين حيث يسعى قرار التوزيع الأمثل بصفة أساسية إلى إحداث التوازن بين كل من التوزيعات الحالية والنمو المستقبلي الذي يعظم سعر سهم المؤسسة وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين.⁽¹⁾

المطلب الثاني: أنواع قرار توزيع الأرباح

سنحاول في هذا المطلب التعرض لأهم أنواع سياسات توزيع الأرباح، فهناك عدة بدائل وخيارات أمام المؤسسة يمكن أن تتبناها في توزيعات الأرباح، بحيث يمكن أن تكون هذه التوزيعات في شكل نقدي أو في شكل أسهم.

أولا : سياسة توزيع الأرباح النقدية

توجد لدى المؤسسة خيارات في دفع توزيعاتها النقدية نذكر منها:

1- سياسة توزيع الأرباح بنسبة ثابتة:

أحد أنواع سياسات توزيع الأرباح تتضمن استخدام نسبة دفع ثابتة، وتؤثر نسبة الدفع للتوزيع النسبة المئوية من كل دينار من الربح الذي يتم تحقيقه يمكن توزيعه على حملة الأسهم العادية على شكل نقدي ويتم حساب مقدار التوزيع (أو المقسوم) المذكور عن طريق قسمة التوزيع النقدي لكل سهم على حصة السهم الواحد من الربح، ومع هذا النوع من سياسة التوزيع تقوم المؤسسة باعتماد نسبة مئوية محددة يتم دفعها إلى المالكين في كل فترة من فترات التوزيع.

وما يعاب على هذه السياسة هو أن المؤسسة إذا ما حققت أرباح منخفضة في فترة من الفترات وعند التزامها بنسبة ثابتة لتوزيع الأرباح، فإن حصة السهم الواحد من الأرباح التي سيتم توزيعها ستكون صغيرة جدا، أو قد تحقق المؤسسة خسائر في إحدى الفترات وتتوقف عن توزيع الأرباح، وبما أن الأرباح الموزعة تعتبر مؤشرا لحالة المؤسسة مستقبلا من وجهة نظر المستثمرين فإن سعر سهم المؤسسة سوف يتأثر سلبيا ويتعرض للانخفاض في السوق المالي.⁽²⁾

(1) : المرجع نفسه، ص 208.

(2) : عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد النعيمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009، ص 483.

2- سياسة توزيع أرباح منتظمة:

يتم وفقا لهذه السياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت على المساهمين وذلك بصرف النظر عن مستوى الأرباح الذي تحققه المؤسسة كل سنة.

وفي ضوء ذلك فإن هذا المبلغ النقدي الثابت يعتبر مبلغا مستقرا من توزيعات السهم الواحد ولا يختلف من فترة زمنية إلى فترة زمنية أخرى، وبالتالي فإن معظم المؤسسات ترفض خفض توزيعات أرباحها حتى في أوقات المحن المالية التي تتعرض لها.⁽¹⁾

وتوجد العديد من الأسباب التي تدفع المؤسسات نحو اتخاذ قرار تنفيذ سياسة توزيع أرباح منتظمة منها:

- تزود حملة الأسهم بمعلومات إيجابية عن مستقبل المؤسسة؛⁽²⁾

- تزداد درجة التأكد في حالة إتباع هذه السياسة عنها في ظل التوزيعات النقدية المتقلبة؛

- وعلى الرغم من أنه لا توجد أدلة علمية على وجود علاقة بين كل من توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم إلا أن البعض يعتقد أنه يترتب على إتباع سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت ارتفاع أسعار الأسهم.⁽³⁾

3- سياسة توزيع أرباح منتظمة مع دفعات مميزة:

تعتمد بعض المؤسسات هذا النوع من سياسة التوزيع النقدي، حيث تقوم بدفع توزيع منتظم قليل يتبعه توزيع إضافي غير اعتيادي في حالة تحقيق المؤسسة لأرباح تزيد عن الحدود الطبيعية، ويطلق على هذا التوزيع الإضافي بالتوزيع المميز، وبموجب هذه السياسة تقوم المؤسسة بتجنب إعطاء آمال غير صحيحة لحملة الأسهم، وتعتمد هذه السياسة في المؤسسات التي تواجه تقلبات دورية في أرباحها، وعن طريق قيام المؤسسة بدفع توزيع نقدي منتظم قليل في كل فترة من فترات التوزيع، فإنها بذلك تعطي المالكين الدخل الضروري والمستقر وبناء الثقة بمستقبلها، وبالنسبة للتوزيع غير الاعتيادي أو المميز فإنه يجعل من المالكين يشاركون المؤسسة أرباحا في الفترات الجيدة، وأن المؤسسة التي تعتمد هذا النوع من سياسة

(1) : أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 217.

(2) : فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط 3، دار حامد للنشر و التوزيع، عمان، 2010، ص 314.

(3) : أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 218.

التوزيع يجب أن تزيد من أرباحها المنتظمة في الفترات التي تزداد فيها الأرباح، وأن التوزيع الإضافي أو المميز يجب أن لا يكون حدثا اعتياديا وإن كان ذلك فإنه سيفقد معناه.⁽¹⁾

ثانيا: سياسة توزيع الأرباح في شكل أسهم

رغم أن الشائع في توزيع الأرباح هو الشكل النقدي، إلا أن المؤسسة تستطيع أن توزع أرباحها في شكل أسهم، وهي تمثل توزيعات إضافية على المساهمين الحاليين للمؤسسة وذلك طبقا للحصة الحالية لكل منهم، وعادة ما تتم توزيعات هذه الأسهم في صورة نسبة مئوية من قيمة الأسهم التي يمتلكها المساهم .
ومما هو جدير بالذكر في هذا الصدد أن المساهمين لا يحصلون على أشياء لها قيمة حقيقية نظرا لأن ملكيتهم النسبية في المؤسسة و ثروتهم فيها لا تتغير.⁽²⁾

وتحقق المؤسسات من توزيعات الأسهم على مساهميها العديد من الفوائد والمزايا من أهمها أنها تعد بديلا للتوزيعات النقدية، وبالتالي تحافظ المؤسسات باستخدامها على النقدية لديها، كما تمكنها أيضا هذه التوزيعات من توزيع قاعدة الملكية فيها، كما أن توزيعات الأسهم لا تخضع للضرائب وهذه ميزة كبيرة للمساهمين وذلك على عكس توزيعات الأرباح النقدية فهي تدر دخلا وتخضع للضرائب في نفس السنة.
وعلى الرغم من المزايا السابقة إلا أن لتوزيعات الأسهم عيب أساسي يتمثل في تحمل المؤسسة تكلفة أكثر عند إدارتها و ذلك مقارنة بالتوزيعات النقدية.⁽³⁾

وهذا وتوجد عدة حقائق أساسية تتعلق بتوزيعات الأسهم يمكن توضيحها فيما يلي:⁽⁴⁾

1- تؤدي توزيعات الأسهم إلى زيادة عدد الأسهم الحالية للمساهمين، في حين تظل إجمالي حقوق الملكية ثابتة؛

2- تؤدي توزيعات الأسهم إلى انخفاض ربحية السهم الواحد بالنسبة إلى عدد الأسهم الجديدة المصدرة؛

3- تظل الحقوق النسبية للمساهمين في صافي حقوق ملكية المؤسسة وأرباحها ثابتة بدون تغيير مع

(1) : المرجع نفسه، ص 219، 220.

(2) : دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2010، ص 224.

(3) : أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 221.

(4) : المرجع نفسه، ص 222.

توزيعات الأسهم؛

4- تؤدي توزيعات الأسهم إلى انخفاض سعر السهم في السوق بالنسبة لعدد الأسهم الجديدة المصدرة مع بقاء ثروة المساهمين ثابتة بدون تغيير.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في قرار توزيع الأرباح

تتأثر المؤسسة بمجموعة من العوامل التي تحدد سياسة توزيع الأرباح، ومن أهم هذه العوامل نجد: (1)

أولاً: القيود القانونية

بهدف حماية مجموعة المقرضين الذين أقرضوا المؤسسة ووفروا مصادر التمويل، تقوم المؤسسات التشريعية بوضع قيود على المؤسسة بحيث لا تفوق المبالغ المخصصة للتوزيع (على حملة الأسهم) مجموع أرباح السنة والأرباح المحتجزة، ولكن القانون يسمح بالمقابل أن تكون توزيعات الأرباح أكبر من أرباح السنة لوحدها.

أما إذا كانت على المؤسسة التزامات ومطلوبات مستحقة أو تتعرض لمشاكل مالية قد تقودها إلى الإفلاس، فإن الكثير من التشريعات القانونية في معظم الدول تمنع مثل هذه المؤسسات من توزيع أرباح، وبالمقابل تسعى بعض المؤسسات لحماية المالكين من ضريبة الدخل الواجبة الدفع في حالة توزيعها أرباح نقدية، فإذا تبين للجهات القانونية والضريبية أن مؤسسة معينة تماطل في دفع الأرباح للمالكين لهذا الغرض فإنها تكون عرضة للمساءلة القانونية والغرامة.

ثانياً: القيود التعاقدية

إن قدرة المؤسسات على توزيع الأرباح تقيدتها الشروط التعاقدية بين المؤسسة والجهات المقرضة من خلال العقد، فعلى سبيل المثال تمنع بعض الاتفاقيات التعاقدية المؤسسة المقرضة من توزيع الأرباح النقدية إلا بعد تحقيق مستوى معين من الأرباح، أو قد يتم تحديد مبالغ محددة يسمح بتوزيعها أو قد تكون تلك الأرباح خاضعة لنسبة محددة وليس مبالغ من الأرباح، ومن الطبيعي أن يكون الهدف الأساسي من

(1) : أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 273-275.

هذه القيود التعاقدية هو حماية المقرضين وعدم إضعاف قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها المالية اتجاههم .

ثالثًا: القيود الداخلية

إن المتطلبات المالية للمؤسسة مرتبطة بشكل مباشر بمعدل النمو المتوقع و كذلك بحجم الموجودات المطلوب شراؤها في المستقبل، وعند اتخاذ قرارات الموازنة الرأسمالية يجب أن تحدد المؤسسة مدى قدرتها في الحصول على التمويل من المصادر الخارجية، فعلى سبيل المثال فإن المؤسسات الكبيرة والتي وصلت إلى مرحلة النضج من دورة حياتها تستطيع أن تحصل على مصادر تمويل خارجية بمبالغ أكبر وبشكل أسرع من المؤسسات الصغيرة أو الجديدة، كما أن المؤسسات التي تمر بمرحلة نمو سريعة ستكون بحاجة أكثر للاعتماد على مصادر تمويل داخلية و يقصد به الأرباح المحتجزة وهذا بدوره يؤثر على حجم المبالغ المخصصة للتوزيع على حملة الأسهم، ذلك أنها من المحتمل أن تكون تلك المبالغ قليلة في حين أن المؤسسات الكبيرة والعريقة تستطيع توزيع مبالغ كبيرة من الأرباح بسبب قدرتها على تمويل عملياتها من مصادر خارجية وبشروط ميسرة.

رابعًا: اعتبارات المالكين

يجب أن تضع المؤسسة اعتبارها أن تصب سياسة توزيع الأرباح في صالح المالكين، ومن ضمن الاعتبارات التي تقوم المؤسسات بتحليلها هي الوضع الضريبي للمالكين، فإذا كان غالبية المالكين وحملة الأسهم من أصحاب الدخل العالية (بحيث يخضعون لمعدلات ضريبية مرتفعة) فإنه من المحتمل أن تراعي سياسة توزيع الأرباح ذلك، وتقلل من نسبة توزيع الأرباح بحيث يتم تأجيل المحاسبة الضريبية لحملة الأسهم لهذه الأرباح لحين بيعها، والعكس صحيح فيما لو كانت غالبية حملة الأسهم من أصحاب الدخل المتدنية فإن المؤسسة سوف تسعى لزيادة نسبة توزيع الأرباح.

ومن الاعتبارات الأخرى المتعلقة بالمالكين، هو مدى توفر الفرص الاستثمارية فالمؤسسة يجب أن لا تحتفظ بالأرباح وتوظيفها في الاستثمارات إذا كان من المتوقع أن تحقق معدلات عائد أقل مما يمكن أن يحققه المالكون أنفسهم بجهودهم الذاتية وبنفس مستويات المخاطرة.

ويعتبر التحكم بحجم حق الملكية أحد الاعتبارات المهمة التي تضعها الإدارة المالية نصب عينها في إعداد سياسة توزيع الأرباح، فإذا رغبت المؤسسة توزيع نسب كبيرة من الأرباح وكانت أمامها مشروعات وفرص استثمارية واعدة سيكون عليها البحث عن مصادر تمويل خارجية مثل إصدار أسهم عادية جديدة، وهذا الأمر سيترتب عليه زيادة حجم الملكية من جهة وإضعاف قوة المالكين القدماء والذين كانوا يتمتعون بسلطات رقابية أكبر وكانت حصتهم أعلى بالأرباح المحققة.

خامسا: اعتبارات سوقية

يضع المسؤولون في الإدارة المالية سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة وفقا لطبيعة الاستجابة المتوقعة لحملة الأسهم، ذلك أن حملة الأسهم يتخذون قراراتهم في شراء الأسهم بناء على معايير منها طبيعة سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، والمؤسسات عموما تختلف في نظرهم وفقا لسياسة توزيع الأرباح فهناك مؤسسات تقوم بتوزيع نسبة ثابتة أو متزايدة من الأرباح، في حين أن هناك مؤسسات تتبع سياسة توزيع أرباح متقلبة، كما ينظر البعض إلى أن المؤسسة التي تعتمد على سياسة توزيع أرباح ثابتة أقل مخاطرة، ذلك أن التدفقات النقدية المستقبلية يمكن التنبؤ بها وبالتالي مخاطرتها متدنية وهذا ينعكس على تخفيض معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية وتقييم الأسهم وبالتالي زيادة قيمة السهم وارتفاع ثروة المساهمين.

المطلب الرابع: دور الهيكل المالي في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح في المؤسسة

يعتبر تحقيق الربح أحد أهم أهداف المؤسسة ومؤشر من مؤشرات نجاحها، وتختلف عملية التصرف في هذه الأرباح من مؤسسة إلى أخرى أو حتى في المؤسسة ذاتها خلال دوراتها المتعاقبة، وهذا يرجع أساسا إلى اختلاف سياسة توزيعات الأرباح المنتهجة من قبلها.⁽¹⁾

في الواقع لا يكون قرار توزيع الأرباح مستقل تماما وإنما يشترك ويرتبط بشكل كبير مع قرارات الهيكل المالي وقرارات الاستثمار ويعود أساسا هذا الارتباط إلى حالة عدم تماثل المعلومات السائدة، والذي ينتج عنه تأثير سلبي على قيمة السهم في ظل اعتماد المؤسسة على إصدار أسهم جديدة في تمويل استثماراتها أو التذبذب في توزيعات الأرباح .

(1) : عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص 390.

وقرار التوزيع يتم أثناء عملية التخطيط حيث يتم الوضع في الحسبان للفرص الاستثمارية المتاحة والتدفقات النقدية التشغيلية، وبالتالي فإن قرار الإدارة بشأن التوزيعات إنما يبعث إشارات إيجابية توحى بالتحكم في القرارات التمويلية في المؤسسة، فالقرارات المتخذة من المؤسسة بشأن التوزيعات تكون مرهونة بشكل كبير بالقرارات المتخذة في الماضي والسياسات المنتهجة من قبل والآفاق والتطلعات المستقبلية لها.

فغالبا ما تجد المؤسسة نفسها أمام أحد الخيارين إما توزيع الأرباح على المساهمين أو احتجاز تلك الأرباح لإعادة استثماره لذا فسياسة التوزيعات تكون مرهونة بالعائد على الفرص الاستثمارية المتاحة وبالتالي حاجات المؤسسة التمويلية ففي حال كون العائد المتوقع من الفرص الاستثمارية أعلى من العائد المطلوب من المالكين فإن المؤسسة والمستثمرين يفضلون احتجاز أكبر قدر من الأرباح وهذا من أجل تمويل هذه الفرص الاستثمارية التي سينتج عنها عائد أعلى ، أي أن توزيع الأرباح لا يكون إلا بعد نفاذ كل الفرص الاستثمارية المربحة .

وبالتالي فتركيبية الهيكل المالي للمؤسسة لها تأثير بالغ على سياسة إدارتها في توزيع الأرباح، فإذا كان للمؤسسة هيكل مالي مستهدف فلا يمكنها تجاوز هذا الهدف، مما قد يحد من سياسة التوزيع أو من ناحية القدرة على الاستدانة، فلو كانت نسبة الرفع المالي (الاستدانة) منخفضة فإن المؤسسة يمكنها اللجوء للتمويل الخارجي، وحين بلوغها النسبة الحرجة من الاستدانة عندها يجب عليها الاعتماد على التمويل الذاتي وهو ما سوف يؤثر على التوزيعات المدفوعة.⁽¹⁾

كما يمكن للمؤسسة إذا كان لديها طاقة للاستدانة غير مستخدمة وتتمتع بمركز مالي قوي يمكنها من الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بسرعة وبشروط ملائمة، مثل هذه المؤسسة يمكنها أن تجري توزيعات بنسبة كبيرة من الأرباح المحققة حتى لو كانت تعاني من نقص في السيولة.⁽²⁾

وعليه يمكن القول أنه يتاح للمؤسسة مصدرين لتمويل عملية توزيع أرباحها، أولها التمويل الذاتي وثانيهما التمويل الخارجي، فإذا كانت الأموال الذاتية كافية لتغطية مطالب الاستثمار فلا حاجة أصلا للحصول على الأموال الخارجية كاتجاه لتمويل عملية التوزيع.

فقرار التوزيع الأمثل يسعى بصفة أساسية إلى إحداث التوازن بين كل من التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية التي تعظم سعر سهم المؤسسة و بالتالي تعظيم ثروة المساهمين.

(1) : علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009/2008، ص 127.

(2) : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 335.

خلاصة:

إن جوهر العملية الإدارية هو اتخاذ القرارات، أما جوهر الإدارة المالية هو اتخاذ القرارات المالية وهو الغاية من وجودها، وتشتمل القرارات المالية على قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح.

فقرار الاستثمار يهتم بتحديد مبلغ الأموال الواجب استثمارها وكذا اختيار نوع الأصول موضوع هذه الاستثمارات، فهو قرار إستراتيجي ومهم يتطلب اتخاذه دراسة جيدة ومعقدة لأن هذا القرار نتائجه غير أكيدة ومرتبطة بالمستقبل هذا ما يجعله أخطر وأهم القرارات المالية.

كما يصاحب قرار الاستثمار نوعا آخر من القرارات وهي قرارات توزيع الأرباح وتتعلق بالمقدار من الأرباح المحققة الذي سيتم توزيعه على المساهمين والجزء الذي سيعاد استثماره فهذه القرارات المالية متكاملة ويؤثر إحداها على الآخر، إذ أن قرار اختيار الهيكل المالي يحدد لنا حجم ونوع قرار الاستثمار وهذا الأخير يحدد لنا سياسة توزيع الأرباح المتبعة من خلال النتائج التي يأتي بها.

فأحيانا يصبح أمام المؤسسة هيكله أموالها بالأمر الصعب والشائك، لما له من تداعيات ونتائج يجعلها في مفترق الطرق و ذلك بسبب تباين نظرات الأطراف المساهمة.

فالقرار المالي الإيجابي يتوقف على قدرة المؤسسة في تشكيل التوليفة المثلى للهيكل المالي ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة والرفع من معدل النمو وبالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام.

ومن هذا المنطلق يمكن اعتبار أن الهيكل المالي أحد أهم العوامل المحددة والمساعدة على اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة، ومن أجل التأكد من ذلك فقد أسقطنا دراستنا على الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل - وهو ما تضمنه الفصل الثالث.

الفصل الثالث:

أثر الهيكل المالي على القرارات

المالية في الشركة الجزائرية

لإنتاج الكهرباء - جيجل - -

تمهيد:

محاولة لتطبيق الجانب النظري على أرض الواقع وتحقيقا لأهداف الدراسة في معرفة أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسة، تم اختيار الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل - باعتبارها مؤسسة عمومية اقتصادية لها وزنها في الاقتصاد الجزائري و لها تحديات مستقبلية لعرضها كحالة تطبيقية للفترة (2012-2014)، وذلك من خلال تقييم هيكلها المالي باستخدام مؤشرات مالية تمكننا من معرفة وضعيتها المالية، وكيفية مساهمة هذا الأخير في اتخاذ قرارات الاستثمار وقرارات توزيع الأرباح في الشركة محل الدراسة، ويتم عرض ذلك من خلال المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: تقديم الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -
- ✓ المبحث الثاني: تقييم الهيكل المالي للشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -
- ✓ المبحث الثالث: دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية في الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -

المبحث الأول: تقديم الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -

في هذا المبحث تم تقديم الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل - من خلال إبراز نشأتها وتطورها و عرض مختلف أهدافها المسطرة مع إعطاء شرح مفصل عن هيكلها التنظيمي .

المطلب الأول: نشأة و تطور الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -

تم إنشاء شركة " سونلغاز " بموجب الأمر الرئاسي رقم 59-69 المؤرخ في 28 جويلية عام 1969 و التي تأسست خلال حقبة الاستعمار حيث حلت محل مؤسسة الكهرباء و غاز الجزائر EGA .

وفي يوم 5 فيفري 2002 تحولت شركة " سونلغاز " في إطار إصلاحات إعادة الهيكلة المالية إلى شركة مساهمة موضوعها إنتاج و نقل و توزيع الكهرباء و الغاز و ظلت على هذه الصيغة القانونية إلى غاية سنة 2004 حيث أصبحت عبارة عن مجمع يضم في بداية الأمر ثلاث مؤسسات (شركة مساهمة) انبثقت عن تقسيمها وهي :

- الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء (S.P.E) ؛
- الشركة الجزائرية لتسيير شبكة نقل الكهرباء (G.R.T.E) ؛
- الشركة الجزائرية لتسيير شبكة نقل الغاز (G.R.T.G).

ثم تلتها فروع أخرى (شركات مساهمة أخرى) تابعة لنفس المجمع إلى غاية سنة 2009 .

أما بالنسبة للشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء -جيجل- تعتبر من وحدات توليد الكهرباء التابعة لقطب إنتاج الكهرباء - شرق - و يعود تأسيسها إلى سنة 1984 ، حيث أمضي فيها عقد الشراكة مع الشركة الروسية " Techno export " المتخصصة في نفس المجال، وقد بدأت هذه الأخيرة أشغال التعمير والبناء في سنة 1985 ، وقد تم إدخال هذه التجهيزات الخاصة بالإنتاج سنة 1988 ، حيث قدرت تكلفة الإنشاء بـ 317500000 دج .

أما مجال نشاط الشركة فيتمثل في إنتاج منتج واحد و هو الكهرباء ، وتقوم بتسويقه لعميل واحد هو الشركة الجزائرية لتسيير شبكة نقل الكهرباء (G.R.T.E) ، مع العلم أنها تنتج كذلك مادة البخار عن طريق معالجة مياه البحر، ولكنها لا تقوم بتسويقها بل تستعملها كمادة أولية لتشغيل و تحريك آلات ومعدات توليد الكهرباء و تقدر الطاقة الإنتاجية للكهرباء بـ 6381 ميغا واط سنويا .

أما فيما يخص المجال الجغرافي فتقع هذه الشركة على بعد 15 كلم شرق مدينة جيجل بمحاذاة البحر و الطريق الوطني رقم 43 ، يحدها من الشرق ميناء جن جن ، كما تتربع على مساحة إجمالية تقدر بـ 28 هكتار مغطاة ، تضم بناية إدارية و ورشات الإنتاج و حظيرة العتاد القديم و طرق داخلية و أجزاء محطة .

المطلب الثاني: مهام و أهداف الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -

باعتبار الشركة من أهم و وحدات إنتاج الكهرباء الكبرى المتواجدة على مستوى القطر الوطني، فهي تقوم بمجموعة من المهام و تسعى إلى تحقيق مجموعة من الأهداف .

أولاً: مهام الشركة

تقوم وحدة إنتاج الكهرباء بمجموعة من المهام نذكر منها :

- ضمان إنتاج الطاقة الكهربائية بفعالية و أداء جيد و هذا من خلال حجم الإنتاج الذي عرف تطورا مستمرا منذ نشأتها مما سمح لها بتغطية جزء كبير من الاحتياجات المحلية و الوطنية بالإضافة إلى كونها تقوم بتصدير جزء من إنتاجها ؛

- تخطيط و تنفيذ البرامج السنوية لأشغال الصيانة الكبرى لشركة توزيع الكهرباء و تأمين تموينها و ضمان التسيير (من حيث التوصيل و الصيانة) بالإضافة لتطوير شبكات ضغط الكهرباء العالي والمتوسط و المنخفض ؛

- تشرف هذه المديرية على الدراسات و البحوث التطبيقية و التجارب الكفيلة بتحسين جودة و نجاعة و أمن المنشآت الكهربائية ، و تقوم بدراسات حول تلاؤم الأشغال مع البيئة كما تقوم بدراسات من أجل الاستعمال العقلاني للطاقة و إدخال أشكال جديدة منها ؛

- ترسم إستراتيجية تسيير الموارد البشرية و تطبيقها، و تتكفل بوضع برنامج لتطوير الموارد البشرية و تسهر على تطبيقه، كما تسعى لترقية التحاور و التشاور في مجال العلاقات المهنية والاجتماعية وظروف العمل، و تضع مبادئ لتسيير علاقات الشغل في الشركة و تطرحها للنقاش و المصادقة في إطار القانون.

ثانيا: أهداف الشركة

إن الشركة من خلال قيامها بالمهام المذكورة سابقا هي تسعى إلى تحقيق مجموعة من الأهداف نجد منها :

- تحقيق الربح لضمان استمرار الوحدة في الوجود و ضمان رفع رأسمالها ، و بالتالي توسيع نشاطها للسمود أمام الشركات الأخرى المحتمل دخولها لمجال إنتاج الكهرباء ؛

- تحقيق متطلبات المجتمع من خلال توفيرها لأهم مظاهر الحضارة في وقتنا الحالي (الكهرباء) و التي أصبحت من ضروريات الحياة العصرية في المدن و حتى الأرياف ؛

- الحد من نسبة البطالة على المستوى المحلي خاصة وعلى المستوى الوطني عامة، و ذلك بتوفيرها لمناصب شغل دائمة و أخرى مؤقتة وتحسين المستوى المعيشي للعمال من خلال مستوى الأجور الممنوحة لهم؛

- تحسين نوعية الإنتاج و ذلك بإنتاجه لأقل تكلفة و أعلى جودة و ضمان خدمات إنتاج و توزيع الكهرباء والسهر على تلبية احتياجات القطاع الأسري و الصناعي على حد سواء.

المطلب الثالث: دراسة الهيكل التنظيمي للشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -

من أجل السير الحسن للشركة و اتخاذ قراراتها بمصداقية بما تتماشى مع متطلباتها اعتمدت هيكل تنظيميا يتماشى مع حجمها وتعدد وحداتها ، وهو في تعديل مستمر كلما دعت الضرورة إلى ذلك و يمكن توضيحه فيما يلي :

الشكل رقم (08) : مخطط الهيكل التنظيمي للشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -



المصدر : الوثائق الداخلية لمصلحة المحاسبة و المالية للشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -

وفيما يلي شرح للهيكل التنظيمي للشركة :

1- المدير:

يقوم المدير بتنفيذ القرارات الإستراتيجية المحددة من طرف المديرية العامة على مستوى المجمع، وينسق الجهود بين رؤساء المصالح و الأقسام الفرعية و يوجه و ينظم أعمالهم ، كما يشرف على تنسيق الأعمال التسييرية والتقنية والإدارية والمالية للشركة ، وهو مسؤول عن طبيعة النتائج المحققة داخل الشركة .

2 - الأمانة:

على مستواها يتم تسجيل المراسلات الصادرة و الواردة و الاحتفاظ بالأرشيف المتعلق بها و يقوم العاملون على مستوى الأمانة بطباعة محاضر الاجتماعات و تحرير التقارير الخاصة بها و توزيع البريد

على مختلف المصالح .

3 - مساعد التسيير:

و هو الذي يساعد المدير في أداء مهامه حيث يستشار عند الحاجة في المسائل التي تخص التسيير الداخلي و اتخاذ القرارات المهمة ، حيث يعتبر المشرف المباشر لقسم الصيانة و الاستغلال و يتحمل أيضا مسؤولية التسيير في المجال التقني كما يسير مرؤوسيه .

4 - نظام المعلومات:

مهمتها القيام بإعداد البرمجيات اللازمة لتسهيل كيفية تسيير مختلف المصالح حيث تقوم أيضا بمعالجة المشكلات المتعلقة بأجهزة الكمبيوتر أو البرمجيات.

5 - خلية النظافة والأمن:

يحرس على حفظ أمن و سلامة المنشآت المختلفة داخل الشركة و حماية التجهيزات من التلف و السرقة، و يسهر على تفادي الحوادث المهنية و الوقاية منها.

6 - قسم الاستغلال:

من خلالها تتم إدارة و مراقبة ورشات الإنتاج و الإشراف عليها و تحضير برنامج التجارب و التحليل و مراقبة التجهيزات لتحسين أدائها ، و مراقبة تقارير الاستغلال اليومية و النظر في الإختلالات و إعداد التقارير النهائية لنشاط الاستغلال .

7 - قسم الصيانة:

منها يتم الإشراف على جميع نشاطات الإنجاز و الدراسات في مجال الصيانة و التنسيق بين هذه الأنشطة و إعداد البرامج السنوية لأشغال الصيانة و تحضير الأشغال الكبرى و الإشراف عليها .

8 - مصلحة الموارد البشرية:

وهي المصلحة المعنية بجميع شؤون الموارد البشرية في الشركة وذلك من خلال إعداد التقارير الشهرية و الفصلية حول نشاطهم و تقييم أدائهم ، ووضع و تنفيذ مخططات التدريب ، كما تحاول توفير أحسن الطرق في العمل من علاقات و تقدير الاحتياجات السنوية للعمال .

9 - شعبة الوسائل:

وتختص هذه الشعبة بتمويل الشركة لجميع المستلزمات الضرورية لمختلف نشاطاتها (الأدوات المكتبية، قطع الغيار....) ، وتقديم طلبات الشراء ، و الاحتفاظ بملفات الموردين كما يقوم بإبرام العقود مع المتعاملين المحليين و الأجانب .

10 - مصلحة المحاسبة و المالية:

يسهر على تنظيم هذه المصلحة:

- رئيس مصلحة المحاسبة و المالية ؛

- المكلف بالدراسات المالية و المحاسبية ؛

- محاسب رئيسي ؛

- عون رئيسي للتسديد ؛

- محاسب ؛

- أمين الصندوق.

وتنقسم هذه المصلحة إلى القسمين التاليين:

- قسم المحاسبة : يقوم هذا القسم بالمهام التالية:

- استلام الفواتير من شعبة التمويل ؛

- فحص كل المستندات (فواتير ، طلبات الصكوك الخ) ؛

- قيد العمليات المحاسبية يدويا ثم إدخالها في ملفات خاصة داخل الكمبيوتر؛

- إعداد الجداول المالية التي تحتوي على مدا خيل و مصاريف المؤسسة لمدة معينة ؛

- متابعة الوضعية المالية للوحدة و حساباتها البنكية و البريدية .

- قسم مراقبة التسيير: و هنا يتم مراقبة مصاريف المحطة عبر الدفاتر المحاسبية المستخرجة عن طريق الكمبيوتر، و بذلك يمكن ملاحظة مايلي:

- زيادة و انخفاض المصاريف ؛

- أسباب ارتفاع التكاليف في حالة وقوعه ؛

- تكلفة الإنتاج و التغيرات الحاصلة فيه ؛

- مستويات التمويل عبر فصول السنة و تغيراتها.

كما تربط مصلحة المحاسبة و المالية علاقات داخلية و خارجية مع المؤسسة حيث العلاقات الداخلية تتمثل في التعاملات التي تقوم بها هذه المصلحة مع جميع المصالح داخل المؤسسة و تعتبر مركز عبور في بعض العمليات.

أما العلاقات الخارجية فتتمثل في التعاملات التي تقوم بها هذه المصلحة خارج المؤسسة (الموردون من داخل و خارج الوطن، مع الميناء عند استيراد السلع، مع البنوك.... الخ).

المبحث الثاني: تقييم الهيكل المالي للشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -

إن الاختلاف في مصادر التمويل في الشركة يؤدي إلى العديد من النتائج من أهمها الوضع المالي فالصحة المالية لأي شركة تقاس بمدى قدرتها على مواجهة التزاماتها بتواريخ استحقاقها، وبمدى إمكانيتها على خلق عوائد مالية تساعد في تطوير نشاطها وتوسيعه بما يضمن لها البقاء في عالم الأعمال، لذلك لا بد من تقييم هيكلها المالي والحكم عليه ويتم ذلك من خلال العديد من الأدوات منها مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية.

المطلب الأول: تقييم الهيكل المالي للشركة باستخدام مؤشرات التوازن المالي

قبل أن نتطرق إلى مؤشرات التوازن المالي لهذه الشركة نقوم بعرض ميزانياتها المالية للسنوات التالية: 2012 ، 2013 ، 2014.

الجدول رقم (01): الميزانية المالية لسنة 2012

الوحدة : 1000 دج

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
	الأموال الدائمة:		الأصول غير الجارية:
80701954	- رؤوس الأموال الخاصة :	375	التثبيات المعنوية
35000000	رأس المال الصادر	233487807	التثبيات العينية
35570943	العلاوات و الاحتياطات	103338066	التثبيات الجارية إنجازها
7683823	فارق إعادة التقييم	686574	التثبيات المالية
3064256	النتيجة الصافية		
-617068	ترحيل من جديد		
11825403	- الخصوم غير الجارية :		
2800219	القروض والديون المالية		
5320957	الضرائب (المؤجلة و المرصود لها)		
3704227	المؤونات والمنتجات المدرجة في الحسابات سلفا		
92527357	مجموع الأموال الدائمة	337511822	مجموع الأصول غير الجارية
	الخصوم الجارية :		الأصول الجارية :
19653073	الموردون والحسابات الملحقة	6158977	الزبائن
49615	الضرائب	20635481	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ
271813381	الديون الأخرى	365454	المدينون الآخرون
4010615	خزينة الخصوم	15617561	الضرائب
		7764746	الخزينة
295526684	مجموع الخصوم الجارية	50542219	مجموع الأصول الجارية
388054041	المجموع العام للخصوم	388054041	المجموع العام للأصول

المصدر: مصلحة المحاسبة والمالية.

الجدول رقم (02): الميزانية المالية لسنة 2013

الوحدة: 1000 دج

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
	الأموال الدائمة:		الأصول غير الجارية:
80910512	- رؤوس الأموال الخاصة:	13437	التثبيات المعنوية
35000000	رأس المال الصادر	267220808	التثبيات العينية
38018131	العلاوات والاحتياطات	215184792	التثبيات الجارية إنجازها
7683823	فارق إعادة التقييم	2047279	التثبيات المالية
178073	النتيجة الصافية		
30485	ترحيل من جديد		
11287883	- الخصوم غير الجارية:		
2100219	القروض والديون المالية		
5751934	الضرائب (المؤجلة والمرصود لها)		
3435729	المؤونات و المنتوجات المدرجة في الحسابات سلفا		
92198395	مجموع الأموال الدائمة	484466316	مجموع الأصول غير الجارية
	الخصوم الجارية :		الأصول الجارية:
32831369	الموردون والحسابات الملحقة	12969853	الزبائن
161888	الضرائب	2129244	مخزونات و منتجات قيد التنفيذ
443042280	الديون الأخرى	50542696	المدينون الآخرون
8698653	خزينة الخصوم	15417398	الضرائب
		11407077	الخزينة
484734190	مجموع الخصوم الجارية	92466269	مجموع الأصول الجارية
576932585	المجموع العام للخصوم	576932585	المجموع العام للأصول

المصدر: مصلحة المحاسبة والمالية.

الوحدة: 1000 دج

الجدول رقم (03): الميزانية المالية لسنة 2014

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
	الأموال الدائمة:		الأصول غير الجارية:
129899893	- رؤوس الأموال الخاصة :	6871	التثبيتات المعنوية
35000000	رأس المال الصادر	320336700	التثبيتات العينية
47548671	الأموال الخاصة الأخرى	461822080	التثبيتات الجارية إنجازها
38226690	العلاوات و الاحتياطات	1084457	التثبيتات المالية
7683823	فارق إعادة التقييم		
5781573	النتيجة الصافية		
-4340865	ترحيل من جديد		
12201304	- الخصوم غير الجارية :		
1400229	القروض و الديون المالية		
7587954	الضرائب(المؤجلة و المرصود لها)		
75	الديون الأخرى غير الجارية		
3213045	المؤونات و المنتوجات المدرجة في الحسابات سلفا		
142101197	مجموع الأموال الدائمة	783250108	مجموع الأصول غير الجارية
	الخصوم الجارية :		الأصول الجارية :
39400155	الموردون و الحسابات الملحقة	14682054	الزبائن
53323	الضرائب	2230004	مخزونات و منتجات قيد التنفيذ
650096503	الديون الأخرى	19396699	المدينون الآخرون
6486826	خزينة الخصوم	12819765	الضرائب
		5759374	الخزينة
696036807	مجموع الخصوم الجارية	54887896	مجموع الأصول الجارية
838138004	المجموع العام للخصوم	838138004	المجموع العام للأصول

المصدر: مصلحة المحاسبة والمالية.

الفصل الثالث أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -

انطلاقاً من الميزانيات المالية السابقة، يمكننا إدراج الميزانيات المالية المختصرة بالشكل التالي:

الجدول رقم (04): الميزانية المالية المختصرة لسنة 2012

الوحدة: 1000 دج

الأصول	المبالغ	%	الخصوم	المبالغ	%
الأصول غير الجارية	337511822	86.98	الأموال الدائمة:	92527357	23.84
			- رؤوس	80701954	20.80
			الأموال الخاصة		
الأصول الجارية	50542219	13.02	- الخصوم غير	11825403	3.04
			الجارية		
			الخصوم الجارية	295526684	76.16
المجموع	388054041	100	المجموع	388054041	100

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانية المالية لسنة 2012.

الجدول رقم (05): الميزانية المالية المختصرة لسنة 2013

الوحدة: 1000 دج

الأصول	المبالغ	%	الخصوم	المبالغ	%
الأصول غير	484466316	83.97	الأموال الدائمة:	92198395	15.98
الجارية			- رؤوس الأموال	80910512	14.02
			الخاصة		
الأصول الجارية	92466269	16.03	- الخصوم غير	11287883	1.96
			الجارية		
			الخصوم الجارية	484734190	84.02
المجموع	576932585	100	المجموع	576932585	100

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانية المالية لسنة 2013.

الفصل الثالث أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -

الجدول رقم (06): الميزانية المالية المختصرة لسنة 2014 الوحدة: 1000 دج

الأصول	المبالغ	%	الخصوم	المبالغ	%
الأصول غير الجارية	783250108	93.45	الأموال الدائمة:	142101197	16.95
			- رؤوس الأموال الخاصة	129899893	15.50
الأصول الجارية	5488796	6.55	- الخصوم غير الجارية	12201304	1.45
			الخصوم الجارية	696036807	83.05
المجموع	838138004	100	المجموع	838138004	100

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانية المالية لسنة 2014.

من مؤشرات التوازن المالي:

- رأس المال العامل (FRNG) = الأموال الدائمة - الأصول غير الجارية؛
- احتياجات رأس المال العامل (BFR) = (الأصول الجارية - أصول الخزينة) - (الخصوم الجارية - خصوم الخزينة) ؛
- الخزينة الصافية (TN) = أصول الخزينة - خصوم الخزينة .

الجدول رقم (07): مؤشرات التوازن المالي للسنوات : 2012، 2013، 2014

الوحدة: 1000 دج

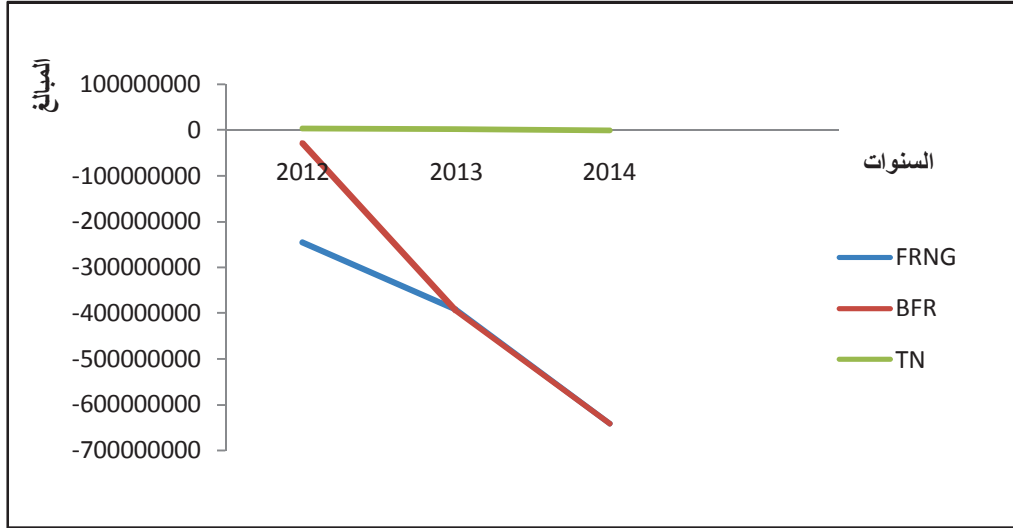
المؤشرات	السنوات	2012	2013	2014
رأس المال العامل (FRNG)		-244984465	-392267921	-64148911
احتياجات رأس المال العامل (BFR)		-248738596	-394976345	-640421459
الخزينة الصافية (TN)		3754131	2708424	-727452

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانية المالية للسنوات: 2012، 2013، 2014.

ولتوضيح تطور مؤشرات التوازن المالي للشركة، يمكننا تلخيص الجدول السابق من خلال الشكل

التالي:

الشكل رقم (09): تطور مؤشرات التوازن المالي



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مؤشرات التوازن المالي للشركة.

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن رأس المال العامل لهذه الشركة سالب خلال السنوات الثلاثة 2012، 2013، 2014، ويتناقص من سنة إلى أخرى، وهذا يعني أن الشركة غير قادرة على تمويل كل احتياجاتها المالية غير الجارية بواسطة أموالها الدائمة، حيث يلبي جزء منها فقط، وهذا ما يضطر بالشركة إلى استخدام الخصوم الجارية في تمويل الجزء المتبقي من الأصول غير الجارية، وهذا الأمر قد يكون مفروض على الشركة و هذه حالة من اللاتوازن المالي، وكلما زادت قيمة العجز تعقدت الوضعية المالية للشركة أكثر.

أما بالنسبة لاحتياجات رأس المال العامل أو ما تعرف برأس المال العامل الأمثل فقد كانت هي الأخرى سالبة خلال سنوات الدراسة، وهذا يدل على أن الشركة قادرة على تغطية أصولها الجارية ما عدا أموال الخزينة باستخدام الخصوم الجارية ما عدا خصوم الخزينة، أي أن الشركة لا تحتاج إلى موارد أخرى، ويمكن القول أن الحالة المالية لهذه الشركة جيدة.

بالإضافة إلى ذلك نجد أن الخزينة الصافية موحية خلال السنتين 2012 و 2013 وهذا يعني أن الشركة قادرة على تسديد التزاماتها قصيرة الأجل دون أي إشكال، ما يعني وجود سيولة وتوازن مالي

الفصل الثالث أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -

لهذه الشركة، في حين كان بإمكانها توظيف هذه السيولة والحصول على عوائد (تكلفة الفرصة البديلة) في حين كانت الخزينة الصافية لهذه الشركة سالبة سنة 2014، ما يعني أن الشركة واجهت مشكل في سيولتها.

المطلب الثاني: تقييم الهيكل المالي للشركة باستخدام النسب المالية

تسمح النسب المالية بمراقبة التطور المالي للشركة خلال فترة الدراسة، إضافة إلى إمكانية رسم سياسة مالية مستقبلية للسنوات المقبلة، وسيقتصر تحليلنا على مجموعة من النسب المالية التي تتلاءم وطبيعة الدراسة والتمثلة أساسا في:

أولا: نسب الهيكل المالي

- نسبة التمويل الدائم = الأموال الدائمة / الأصول غير الجارية؛
- نسبة التمويل الذاتي = الأموال الخاصة / الأصول غير الجارية؛
- نسبة الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الديون؛
- نسبة التمويل الخارجي (نسبة المديونية) = مجموع الديون / مجموع الخصوم.

الجدول رقم (08): نسب الهيكل المالي للسنوات: 2012، 2013، 2014

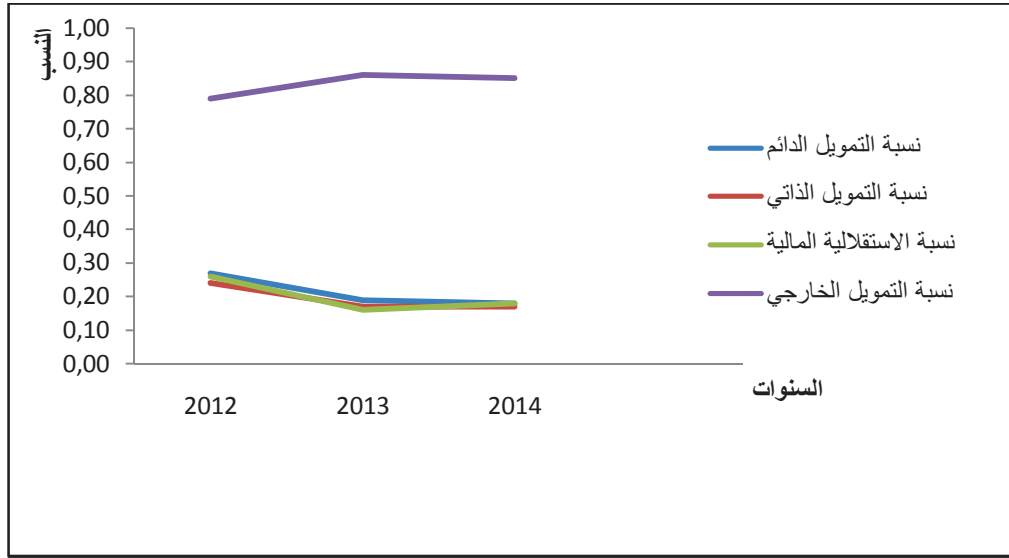
الوحدة: دج

النسب	السنوات	2012	2013	2014
نسب التمويل الدائم		0.27	0.19	0.18
نسب التمويل الذاتي		0.24	0.17	0.17
نسبة الاستقلالية المالية		0.26	0.16	0.18
نسب التمويل الخارجي (نسبة المديونية)		0.79	0.86	0.85

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانية المالية للسنوات: 2012، 2013، 2014.

بغية توضيح أكثر لنسب الهيكل المالي للشركة يمكننا تلخيص الجدول السابق من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (10): تطور نسب الهيكل المالي



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على نسب الهيكل المالي للشركة.

تهدف نسب الهيكل المالي لقياس مدى وجود توازن بين استخدام الأموال الخاصة والديون في الهيكل المالي.

فمن خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن نسبة التمويل الدائم كانت خلال السنوات الثلاثة بـ 0.27 دج، 0.19 دج، 0.18 دج على التوالي وهي في انخفاض بشكل مستمر وهذا يعني أن الأموال الدائمة لم تغطي سوى جزء صغير جدا من الأصول غير الجارية.

أما نسبة التمويل الذاتي فكانت بـ 0.24 دج سنة 2012، و 0.17 دج في سنتي 2013 و 2014 وهذا يدل على أن الشركة تعتمد بشكل صغير جدا في تمويل استثماراتها على إمكانياتها الخاصة، وهي أقل من الواحد وهذا مؤشر على أن الشركة غير مستقلة ماليا في تمويل استثماراتها.

أما نسبة التمويل الخارجي فكانت موجبة ومرتفعة خلال السنوات الثلاثة بـ 0.79 دج، 0.86 دج 0.85 دج على التوالي، وهذا يدل على أن الشركة تعتمد بشكل كبير على الأموال الخارجية في عملية تمويلها، وهذا أمر سلبي وخطير على الشركة.

ثانيا: نسب السيولة

- نسبة السيولة العامة = الأصول الجارية / الخصوم الجارية؛
- نسبة السيولة المخفضة = الأصول الجارية - المخزونات / الخصوم الجارية؛
- نسبة السيولة الجاهزة = أموال الخزينة / الخصوم الجارية.

الجدول رقم (09): نسب السيولة للسنوات: 2012 ، 2013 ، 2014

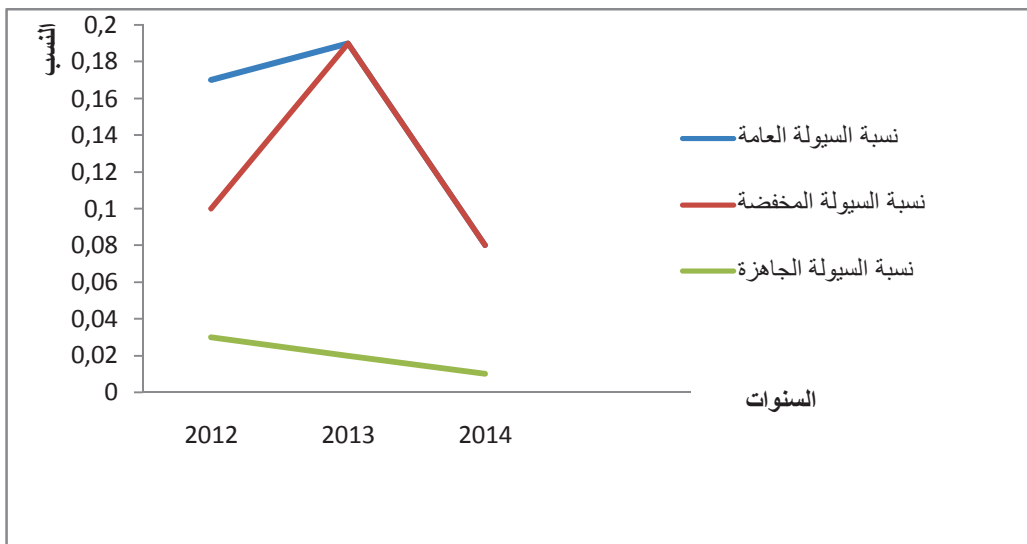
الوحدة: دج

النسب	السنوات	2012	2013	2014
نسبة السيولة العامة		0.17	0.19	0.08
نسبة السيولة المخفضة		0.10	0.19	0.08
نسبة السيولة الجاهزة		0.03	0.02	0.01

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانية المالية للسنوات: 2012، 2013، 2014.

ولتوضيح تطور نسب السيولة للشركة، يمكننا تلخيص الجدول السابق من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (11): تطور نسب السيولة



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على نسب السيولة للشركة.

تهدف نسب السيولة إلى قياس نقدية الشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.

فمن خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن نسبة السيولة العامة كانت خلال السنوات الثلاثة 0.17 دج، 0.19 دج، 0.08 دج على التوالي، أي أن كل 1 دج خصوم جارية يقابله 0.17 دج أصول جارية للتسديد سنة 2012، و0.19 دج أصول جارية للتسديد سنة 2013، و0.08 دج أصول جارية للتسديد سنة 2014، وهي نسبة أقل من الواحد ما يعني أن الشركة في وضعية حرجة وعليها أن تراجع هيكلها المالي بزيادة الديون طويلة الأجل أو تخفيض ديونها قصيرة الأجل وزيادة أصولها المتداولة.

أما نسبة السيولة المخفضة فتعني أن كل 1 دج كخصوم جارية يقابله 0.10 دج كأصول جارية للتسديد ما عدا المخزونات في سنة 2012، و0.19 دج كأصول جارية للتسديد ما عدا المخزونات في سنة 2013، و0.08 دج كأصول جارية للتسديد ما عدا المخزونات في سنة 2014، وهي نسب ضعيفة يجب على الشركة تحسينها، غير أنها لا يجب أن تكون كبيرة جدا لأنها تعتبر تجميدا للسيولة.

أما نسبة السيولة الجاهزة فكانت متقاربة خلال السنوات الثلاثة 2012، 2013، 2014، أي أن أموال الخزينة غطت سوى 3 % من الخصوم الجارية سنة 2012، و2 % من الخصوم الجارية سنة 2013، و1 % من الخصوم الجارية سنة 2014.

المبحث الثالث: دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية في الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -

سنعرض في هذا المبحث دور الهيكل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار وقرارات توزيع الأرباح في الشركة محل الدراسة.

المطلب الأول: دور الهيكل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار في الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -

من خلال إجابات رئيس مصلحة المحاسبة والمالية للشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل - على أسئلة المقابلة (انظر الملحق رقم 05)، ومن خلال النتائج المتوصل إليها من عملية تقييم الهيكل المالي للشركة نجد أن بنية الهيكل المالي ساعدت في اختيار الاستثمارات المناسبة، حيث قامت هذه الشركة باستثمارات عديدة ومتنوعة واعتمدت في عملية تمويلها على الأموال الخارجية (الديون) بنسبة أكبر من الأموال الخاصة، وذلك بالرغم من المخاطر المالية الناتجة عن هذه الديون، إذ كانت الأموال

الدائمة غير كافية لتمويل الاستثمارات لذلك لجأت الشركة إلى الديون قصيرة الأجل وهذا الأمر كان مفروضا عليها. وهذا ما يتطابق مع ما تم تقديمه لنا من معلومات متعلقة بالهيكل المالي للشركة خلال المقابلة مع رئيس مصلحة المحاسبة والمالية وإجابته على السؤال رقم (04)، حيث بلغت قيمة استثمارات الشركة في سنة 2012 بـ 337511822000 دج، وشهدت ارتفاعا خلال سنتي 2013 و 2014 حيث بلغت قيمتها بـ 484466316000 دج و 783250108000 دج على التوالي، وكانت هذه الاستثمارات متمثلة أساسا في: (1)

- دراسة إعادة تهيئة محطة توليد الكهرباء (تجديد وسائل الإنتاج) بـ 100000000 دج؛
- إصلاحات كبرى للمولد رقم (01) و المولد رقم (02) بقيمة 1207944000 دج؛
- تعويض محرك مضخة التغذية بمياه البحر بـ 15000000 دج؛
- إعادة التهيئة الشاملة بـ 200891000 دج؛
- الحصول على (02) محولات كهربائية بقيمة 10000000 دج؛
- إعادة تهيئة المولد رقم (03) بقيمة 910000000 دج ، وغيرها من الاستثمارات الأخرى.

وعليه يمكن القول أن بنية الهيكل المالي للشركة ساعدت في اختيار الاستثمارات المناسبة.

المطلب الثاني: دور الهيكل المالي في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح في الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -

من خلال إجابات رئيس مصلحة المحاسبة والمالية للشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل - على أسئلة المقابلة (انظر الملحق رقم 05)، ساعدت بنية الهيكل المالي للشركة في اختيار طريقة توزيع الأرباح الملائمة، فبناء على ما تم تقديمه لنا من معلومات متعلقة بالهيكل المالي للشركة، نجد أنها قد حققت أرباح خلال السنوات الثلاثة، إذ حققت سنة 2012 ربح قدره 3064256000 دج، وانخفض سنة 2013 إلى 178073000 دج، ثم عاود الارتفاع في سنة 2014 ليصبح 5781573000 دج، ومن خلال النتائج المتوصل إليها من عملية تقييم الهيكل المالي للشركة نجد أنها حققت خزينة صافية موجبة في سنتي 2012 و 2013 وهذا يدل على وجود سيولة غير أنها ليست كبيرة، ما يعني أن الشركة لا تقوم بتجميد

(1) : مقابلة مع رئيس مصلحة المحاسبة والمالية للشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -، يوم 2015/05/04 ، الساعة: 09:25

أموالها بل تعمل على توظيفها لتحقيق عوائد مستقبلية، وهو ما يتطابق مع جواب السؤال رقم (05) من مقابلة رئيس مصلحة المحاسبة والمالية، فالشركة لا تولي اهتماما كبيرا لتوزيع الأرباح بل تعمل على احتجازها وإعادة استثمارها للحصول على عوائد أعلى، فالجزء الأكبر من أرباح هذه الشركة يترك في الاحتياطات لتمويل الاستثمارات الجديدة، وهذا دليل على وجود فرص استثمارية تتوقع منها الشركة خلق أرباح أفضل من الأرباح الحالية وهذا في مصلحة الشركة، وجزء تخصصه للعمال كمكافآت تمنح حسب حجم الربح المحقق وتختلف من فرع إلى آخر حسب ميزانية الربح المحقق من كل فرع.

وعليه نستطيع القول أن بنية الهيكل المالي للشركة ساعدت في اختيار طريقة توزيع الأرباح الملائمة.

اختبار الفرضيات:

بناء على المعلومات المتوصل إليها توصلنا إلى:

1 - بالنسبة للفرضية الأولى والتي تدور حول مساعدة بنية الهيكل المالي في اختيار الاستثمارات المناسبة للمؤسسة، توصلنا إلى صحة هذه الفرضية فالمؤسسة قامت باستثمارات عديدة ومتنوعة واعتمدت في عملية تمويلها على الديون بالدرجة الأولى والأموال الخاصة بالدرجة الثانية، وقد بلغت قيمة هذه الاستثمارات خلال السنوات الثلاثة 2012، 2013، 2014 بـ 337511822000 دج، 484466316000 دج 783250108000 دج على التوالي؛

2 - بالنسبة للفرضية الثانية والتي تدور حول مساعدة بنية الهيكل المالي في اختيار طريقة توزيع الأرباح الملائمة للمؤسسة، توصلنا إلى صحة هذه الفرضية فالمؤسسة تتصرف في أرباحها المحققة حيث تولي اهتمامها الكبير للأرباح المحتجزة بغية إعادة استثمارها في الدرجة الأولى وذلك لوجود فرص استثمارية مربحة وهذا في مصلحة المؤسسة، في حين توزع الجزء الباقي من الأرباح على عمالها كمكافآت في الدرجة الثانية.

خلاصة:

الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء-جيجل- كغيرها من المؤسسات الاقتصادية تسعى لتحسين وضعيتها المالية وتحقيق الربح لضمان استمرارها في الوجود وضمان رفع رأسمالها وتوسيع نشاطها، فمن خلال تقييمنا لهيكلها المالي للسنوات الثلاثة (2012، 2013، 2014) بناء على المؤشرات المالية التي تطرقنا إليها في الجانب النظري (مؤشرات التوازن المالي ، النسب المالية)، اتضح لنا أن أموالها الدائمة غير قادرة على تمويل احتياجاتها المالية غير الجارية، وهذه حالة من اللاتوازن المالي، في حين خصومها الجارية غطت أصولها الجارية، وحققت خزينة صافية موجبة خلال سنتي 2012، و2013 وسالبة في سنة 2014، واعتمدت في عملية تمويلها على الديون بشكل كبير أكثر منه على الأموال الخاصة.

وعن مساعدة بنية الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية لهذه الشركة نجد أنها ساعدت في اختيار الاستثمارات المناسبة، وفي اختيار طريقة توزيع الأرباح الملائمة.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة:

يعتبر الهيكل المالي أداة هامة ضمن السياسة المالية التي تسعى من خلالها المؤسسة إلى تحقيق أهدافها التي تتمحور أساسا حول مسعى تعظيم العائد من جهة وتخفيض التكاليف والمخاطر من جهة أخرى فهو الصورة التي تعكس المصادر التمويلية للمؤسسة، حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية سواء كانت مصادر تمويل مقترضة قصيرة الأجل متمثلة في الائتمان التجاري والائتمان المصرفي، ومصادر تمويل مقترضة طويلة الأجل متمثلة في القروض طويلة الأجل والسندات، والاستئجار، إضافة إلى مصادر التمويل المملوكة مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة.

إن الاختلاف في مصادر التمويل بين المؤسسات يكون نتيجة لمحددات داخلية ومحددات خارجية وهي محدثات يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد أنواع الأموال المستخدمة في تمويل المؤسسة فالمحددات الخارجية تتمثل في الحالة الاقتصادية وتتضمن الدورات التجارية، ظروف أسواق رأس المال الوفير الضريبي إضافة إلى خصائص الصناعة مثل التقلبات الموسمية، درجة حساسية المبيعات للدخل القومي والمنافسة أما المحددات الداخلية فتتمثل أساسا في طبيعة المؤسسة القانونية، حجم المؤسسة، التحكم أو السيطرة، المخاطر المالية، توجهات الإدارة، المرونة المالية والتوقيت، سيولة الأصول، التدفقات النقدية والملائمة.

من أجل اختيار التوليفة المثلى من مصادر التمويل ظهرت العديد من النظريات من أبرزها النظريات التقليدية وعلى رأسها نظرية صافي الربح و النظرية التقليدية التي تؤيد وجود هيكل مالي أمثل، ونظرية صافي ربح الاستغلال ونظرية مود جلياني وميلر التي تنفي وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة ومن بين النظريات الحديثة نجد نظرية التوازن التي مؤداها أنه في ظل تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة يتحدد قرار التمويل الملائم للمؤسسة عن طريق تحديد نسبة الاقتراض اللازمة لتمويل الاحتياجات، وكذا نظرية الإشارة التي تقضي بعدم تماثل المعلومات وفي ظلها المؤسسات تعطي إشارات للمستثمرين تكون مبهمه قصد جذبهم وبالتالي زيادة الثقة من قبلهم لتوفر في الأخير لهذه المؤسسات مصادر تمويل خارجية (الاقتراض) في حين ترى نظرية الالتقاط التدريجي أن أولوية مصادر التمويل تكون وفق مايلي: التمويل الذاتي الاقتراض، وأخيرا الرفع في رأس المال.

يؤدي الاختلاف في مصادر التمويل إلى نتائج متباينة واختلاف في الأداء من مؤسسة إلى أخرى وبالتالي فالهيكل المالي وحده غير كاف وإنما يجب تقييمه باستخدام مجموعة من الأدوات على غرار مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية التي تساعد في تقييم والحكم على مدى صحة ودقة المؤسسة في اختيار التوليفة المثلى من مصادر التمويل .

وباعتبار المؤسسة مركزا للقرار فإنها تقوم باتخاذ جملة من القرارات المالية منها قرارات الاستثمار وقرارات توزيع الأرباح لغرض المفاضلة بينها ، فقرار الاستثمار يهتم بتحديد مبلغ الأموال الواجب استثمارها وكذا اختيار نوع الأصول موضوع هذه الاستثمارات، فهو قرار إستراتيجي ومهم يتطلب اتخاذ دراسة جيدة ومعقدة لأن هذا القرار نتائجه غير أكيدة ومرتبطة بالمستقبل هذا ما يجعله أخطر وأهم القرارات المالية، أما قرار توزيع الأرباح فيتعلق بالمقدار من الأرباح المحققة الذي سيتم توزيعه على المساهمين والجزء الذي سيعاد استثماره فهذه القرارات المالية متكاملة ويؤثر إحداها على الآخر، إذ أن قرار اختيار الهيكل المالي يحدد لنا حجم و نوع قرار الاستثمار، وهذا الأخير يحدد لنا سياسة توزيع الأرباح المتبعة من خلال النتائج التي يأتي بها.

فالقرار المالي الإيجابي والصحيح يتوقف على قدرة المؤسسة في بناء وتشكيل التوليفة المثلى للهيكل المالي ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة والرفع من معدل النمو وبالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام.

نتائج البحث:

أسفرت هذه الدراسة على مجموعة من النتائج، يمكن تقسيمها إلى نتائج نظرية و أخرى تطبيقية فيمايلي:

- النتائج النظرية:

- الهيكل المالي هو عبارة عن مزيج من مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة لتمويل حاجاتها الاستثمارية، ومهما تنوعت فيمكن تقسيمها إلى مصادر تمويل مقترضة قصيرة الأجل والتي تتمثل في كل من الائتمان التجاري والائتمان المصرفي، ومصادر تمويل مقترضة طويلة الأجل والتي تتمثل في القروض طويلة الأجل والسندات والاستئجار، ومصادر تمويل ممتلئة متمثلة أساسا في الأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة؛

الخاتمة العامة

- نكون بصدد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة عندما يتم اختيار الهيكل المالي الذي يتناسب مع واقع المؤسسة والمحيط الذي تنشأ فيه بما يحقق لها أعلى عائد وأقل مخاطرة؛

- تعتبر القرارات المالية من أهم العناصر في المؤسسة، إذ على أساسها يتحدد مستقبل هذه الأخيرة فكلما كان القرار المالي المتخذ رشيدا كلما أدى هذا إلى الوصول إلى الأهداف المراد تحقيقها من طرف المؤسسة كما أن هذه القرارات متكاملة ويؤثر إحداها على الآخر، إذ أن قرار اختيار الهيكل المالي يحدد لنا حجم ونوع قرار الاستثمار الذي سنتخذه، وهذا الأخير يحدد لنا سياسة توزيع الأرباح المتبعة من خلال النتائج والأرباح التي يحققها؛

- يعتبر قرار الاستثمار قرارا إستراتيجيا ومهما يتطلب اتخاذه دراسة جيدة ومعقدة، لأن هذا القرار نتائجه غير أكيدة مرتبطة بالمستقبل، هذا ما يجعله أخطر و أهم القرارات المالية؛

- أصبح قرار توزيع الأرباح من أهم المعلومات التي ترفع من سعر سهم المؤسسة في السوق المالي والعكس في حال قررت المؤسسة عدم توزيع أرباحها، بحيث يفقد قرار توزيع الأرباح معناه في حال عدم تقسيم رأس المال بين العديد من المساهمين، وفي حال المؤسسات العمومية يكون هناك مساهم واحد هو الدولة فإن سياسة توزيع الأرباح تستبدل بسياسة المكافأة.

- النتائج التطبيقية:

- تعتمد الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء بشكل كبير على الأموال الخارجية في عملية تمويلها وهذا لا يؤدي بالضرورة إلى فشل الشركة وهشاشة هيكلتها المالية؛

- تعاني الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء من خلل في أعلى ميزانيتها وهذا بسبب قلة الأموال الدائمة مقارنة بالاستخدامات غير الجارية؛

- حققت الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء خزينة صافية موجبة خلال سنتي 2012 و 2013 و خزينة سالبة سنة 2014؛

- ساعدت بنية الهيكل المالي للشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء في اختيار الاستثمارات المناسبة؛

- ساعدت بنية الهيكل المالي للشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء في اختيار طريقة توزيع الأرباح الملائمة.

التوصيات والاقتراحات:

بناء على ما تقدم يمكن أن نخلص إلى جملة من التوصيات، يمكن إيجازها فيما يلي:

- على الشركة جلب أموال دائمة إضافية أو تخفيض ديونها قصيرة الأجل؛
- على الشركة الاحتفاظ بسيولة نقدية للمحافظة على مركزها المالي؛
- تفادي تكلفة الفرصة الضائعة من خلال تحقيق الشركة لخزينة صافية موجبة، والعمل على إعادة استثمار تلك الأموال بدل تجميدها؛
- تنويع مصادر التمويل وتقليل الاعتماد على الاستدانة بالدرجة الأولى رغم استفادتها من الوفورات الضريبية وذلك لضمان استقلاليتها المالية؛
- أن تكون الشركة على معرفة تامة بالاحتياجات المالية الخاصة باستثماراتها المستقبلية في المدى الطويل؛
- إن القرارات المالية قرارات ملزمة للشركة لذا وجب الحذر الشديد عند اتخاذها؛
- التركيز على دراسة كل الجوانب المؤثرة على القرارات المالية في الشركة قبل اتخاذها؛
- تجنب توزيع الأرباح إذا لم تحقق الشركة أرباحا كافية.

آفاق البحث:

- بعد معالجة إشكالية أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسة، اتضحت لنا مجموعة من المواضيع التي يمكن أن تكون موضوع دراسة مستقبلية للمهتمين في هذا المجال وهي:
- أثر الهيكل المالي على ربحية المؤسسة؛
 - تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة؛
 - أثر تكلفة مصادر التمويل على قرار الاستثمار في المؤسسة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ - الكتب:

- 1 - الحناوي محمد صالح، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، بدون سنة نشر.
- 2 - الحناوي محمد صالح، إبراهيم جلال العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 3- الحناوي محمد صالح، فريد نهال مصطفى، الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 4 - الحناوي محمد صالح وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 5 - الزبيدي حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 6 - الزبيدي حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، ط 2، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 7 - آل شبيب دريد كامل، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2010.
- 8- آل شبيب دريد كامل، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 9 - الشميخي حمزة، الجزاوي إبراهيم، الإدارة المالية الحديثة: منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
- 10 - الصيرفي محمد، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 11 - العلي أسعد حميد، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

- 12 - بن ساسي إلياس، قريشي يوسف، التسيير المالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 13- بوراس أحمد، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
- 14 - بوشنقير ميلود، زغيب مليكة، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 15 - تايه النعيمي عدنان، التميمي أرشد فؤاد، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009.
- 16 - تايه النعيمي عدنان، كاسب الخرشة ياسين، أساسيات في الإدارة المالية، ط 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 17 - تايه النعيمي عدنان وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، ط 2، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 18- توفيق جميل أحمد، إدارة الأعمال: مدخل وظيفي، دار النهضة العربية ، بيروت ، 1986.
- 19 - جمعة السعيد فرحات، جاد الرب عبد السميع، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، الإسكندرية، 2001.
- 20 - حريم حسين و آخرون، أساسيات الإدارة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان ، 1998.
- 21 - حسن الشماع خليل محمد، مبادئ إدارة الأعمال، دار الكتب للطباعة والنشر، بغداد، 1980.
- 22 - حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 23 - حنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية زكي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 24 - حنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية زكي، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 25 - خباية نور الدين، الإدارة المالية، ط 1، دار النهضة العربية، بيروت، 1997.
- 26 - دادبي عدون ناصر، تقنيات مراقبة التسيير، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1998.
- 27 - رمضان زياد سليم، أساسيات في الإدارة، ط 4، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1997.

- 28 - سليم حداد فايز، الإدارة المالية، ط 3، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 29 - طه عبد الرحيم عاطف جابر، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 30 - عباس علي، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 31 - عبد الحميد عبد المطلب، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 32 - عبد العزيز سمير محمد، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997.
- 33 - عبد العزيز سمير محمد، التمويل وإصلاحات خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997.
- 34 - عبد الهادي محمد سعيد، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 35 - عقل مفلح محمد، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، ط 1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 36 - غنيم أحمد محمد، الإدارة المالية: مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية، المنصورة، 2006.
- 37 - فريد نهال مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 38 - فضالة علي أبو الفتوح، الهياكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1994.
- 39 - فضل مؤيد، تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 40 - كراجة عبد الحليم وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، ط 2، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 41 - لسوس مبارك، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.

42 - هندي منير إبراهيم، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، ط 5، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.

43 - هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.

44 - هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005.

45 - وليد العمار رضوان، أساسيات في الإدارة المالية، ط 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 1997.

46 - وليم أندراوس عاطف، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.

47 - يوسف أحمد عبد الوهاب، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، ط 1، دار حامد للنشر والتوزيع، 2008.

ب - الأطروحات و الرسائل الجامعية:

1 - العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر -، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.

2 - بن الضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008 / 2009.

3 - بوحادرة عبد الكريم، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011 / 2012.

4 - دربال سمية، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011 / 2012.

5 - دعاس مصعب، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2011 / 2012.

6 - قريشي يوسف، محددات سياسة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.

7 - لزغم سمية، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011 / 2012.

ج - المجالات:

1 - دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006.

2 - زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية - دراسة نظرية تحليلية -، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 31، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009.

د - الملتقيات والدورات:

1 - دادن عبد الغني وآخرون، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة والرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف، 25 - 28 ماي 2003.

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

ثانيا: المراجع باللغة الفرنسية

1- Barreau Jean , delahye Jacqueline , Gestion Financière , 10^{eme} edition , Dunod , Paris , 2001 .

2 – Conso pierre , Hemic Farouk , **Gestion Financière de l' Enterprise** , 9^{eme} edition , Dunod , paris , 1999 .

3 – Ramage pierre , **Analyse et diagnostic Financière** , édition d'organisation , paris , 2001 .

4 – Teulié Jacque et Topsacalian Patric , **Finance** , librairie Vuibert , paris , 1994

5 – Vernimmen pierre , **Finance d'entreprise** , 3^{eme} édition , Dalloz , paris , 1998

6 – Vizzavona patrice , **Gestion Financière** , 9^{eme} édition , Berti édition , Alger , 2004 .

ثالثا : مواقع الانترنت

1 - بوجعادة إلياس، زغيب مليكة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، على الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03pdf>

بتاريخ: 2015/03/25، الساعة: 13:00.

قائمة الجداول و الأشكال

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجداول
80	الميزانية المالية لسنة 2012	01
81	الميزانية المالية لسنة 2013	02
82	الميزانية المالية لسنة 2014	03
83	الميزانية المالية المختصرة لسنة 2012	04
83	الميزانية المالية المختصرة لسنة 2013	05
84	الميزانية المالية المختصرة لسنة 2014	06
84	مؤشرات التوازن المالي للسنوات: 2012، 2013، 2014	07
86	نسب الهيكل المالي للسنوات: 2012، 2013، 2014	08
88	نسب السيولة للسنوات: 2012، 2013، 2014	09

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
29	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية صافي الربح	01
31	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية صافي ربح الاستغلال	02
32	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب النظرية التقليدية	03
34	العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الرافعة المالية حسب نظرية (M&M) في ظل غياب الضرائب	04
35	العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الرافعة المالية حسب نظرية (M&M) في ظل وجود الضرائب	05
36	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة و تكلفة الأموال في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس	06
37	الهيكل المالي الأمثل في ظل تكلفة الوكالة	07
76	مخطط الهيكل التنظيمي للشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل -	08
85	تطور مؤشرات التوازن المالي	09
87	تطور نسب الهيكل المالي	10
88	تطور نسب السيولة	11

قائمة الملاحق

الملخص:

يعتبر قرار اختيار الهيكل المالي المناسب أهم قرار مالي تعتمد عليه المؤسسة في مختلف نشاطاتها، فمن خلاله تتحدد باقي القرارات المالية (قرارات الاستثمار، وقرارات توزيع الأرباح)، فهو يحدد حجم ونوع قرار الاستثمار، وهذا الأخير يحدد سياسة توزيع الأرباح المتبعة من خلال النتائج التي يأتي بها. ولتحقيق هدف دراستنا في معرفة أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسة قمنا بدراسة حالة الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء - جيجل - للفترة (2012-2014).

وقد خلصت الدراسة إلى أن بنية الهيكل المالي للشركة ساعدت في اختيار الاستثمارات المناسبة، وفي اختيار طريقة توزيع الأرباح الملائمة.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، قرارات الاستثمار، قرارات توزيع الأرباح.

Abstract:

The decision of choosing an appropriate financial structure is considered as the most important financial decision. The enterprise depends on it in their different activities. This decision indicates the other financial decisions such as: decisions of exploit and decisions of benefits' distribution. Also, it shows the shape and the kind of exploit's decision which shows the strategy of benefits' distribution that is followed by its results .to realize the object of our study of the knowledge about the influence of the financial structure on financial decisions in the enterprise, we study the situation of the Algerian Society of electricity's production – Jijel – in(2012-2014). The study sums up that the form of the financial structure of society helps in choosing the appropriate exploits; and also in choosing the method of distribution the suitable benefits.

Key words: Financial structure, decisions of exploit, decisions of benefits' distribution.