

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

العنوان

دور الهيكل المالي في اتخاذ قرار الاستثمار - دراسة قياسية
لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي DFM -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

تحت إشراف الأستاذ:

- بوميمز فيصل

إعداد الطالبتين:

➤ بوزيد هندا

➤ بوروايح منال

تم تقييمهما من طرف اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيجل	-	الأستاذة سرحان سامية
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	-	الأستاذ بوميمز فيصل
ممتحنا	جامعة جيجل	-	الأستاذ بوجميعة عمر

المعرفة قوة

شكر و عرفان

الشكر لله عز وجل الذي بتوفيق منه أعننا

و شد من عزمنا لإكمال هذا البحث،

تم مصداقا لقول الحبيب المصطفى صلى الله عليه و سلم

"من صنع إليه معروف فقال لفاعله: جزاك الله خيرا فقد أبلغ في الشاء" رواه الترميدي

نتقدم بجزيل الشكر و التقدير إلى الأستاذ الدكتور "بوميمز فيصل"

على كل ما قدمه لنا من توجيهات ومعلومات قيمة ساهمت في إثراء بحثنا،

كما نخص بالشكر والتقدير أيضا الأستاذ الدكتور "قدام جمال" و "بوجميلة عمر"،

شكر خاص لكل الأساتذة الكرام الذي كان لهم الفضل في وصولنا إلى هذا المقام

كما نتقدم بالشكر لكل الأصدقاء الأعزاء وكل من ساعدنا و لو بكلمة طيبة

إلى كل هؤلاء جزاكم الله خيرا

و في الأخير نسأل الله أن يجعلنا و إياهم من الذين آمنوا و عملوا الصالحات

و الذين طوب لهم و حسن مآب إنه على ذلك قدير و بالإجابة جدير.



إهداء

الى من ساندتني في صلاتها و دعائها أجمل أم
أروع امرأة في الوجود جنتي " أمي"..... شكرا لكونك "أمي"
الى من علمني أن الدنيا سلاحها العلم و المعرفة
أعظم و أعز رجل في الكون "أبي".....شكرا لكونك "أبي"
الى الإخوة: عبد الرحمن، نصر الدين، عبد الله و أختي: منال
شكرا لتشجيعكم و تعبكم وصبركم معي
أدامكم و حفظكم الله لي
الى زميلتي و صديقتي " منال" شكرا لك لكل هذه السنوات
الى سندي

و كل من لهم أثر على حياتي

أهدي لكم بحثي المتواضع

한다



إهداء

إلى غاليتي، عزيزتي، صديقتي، إلى نبع الحنان أمي
شكرا على حنانك و عطفك، شكرا على عطائك و مدى صبرك
شكرا لكونك "أمي"
إلى قدوتين ملهمي، بطلي..... إلى نبع الأمان أبي
شكرا لكونك "أبي"
أدامكما الرحمن لي
إلى أخوتي زهيرة، نجاة، سارة، عديلة، و إلى الأهل و الأقارب
إلى صديقتي و رفيقة هذا العمل "هندة" شكرا على عزمتهك و صبرك
إلى صديقاتي اللاتي دعمني معنويا : أمينة، فتيحة
إلى كل من ساعدني و لو بالكلمة الطيبة
أهدي هذا العمل...

منال

فهرس المحتويات



الصفحة	المحتويات
	شكر و تقدير
	الإهداء
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة الملاحق
أ-هـ	مقدمة
الفصل الأول: مدخل الى الهيكل المالي	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي
03	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي
04	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في الهيكل المالي
06	المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي
09	المبحث الثاني: مكونات الهيكل المالي
09	المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل
13	المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل
15	المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل
26	المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي
27	المطلب الأول: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل المالي
31	المطلب الثاني: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي
36	خلاصة
الفصل الثاني: اتخاذ قرار الاستثمار	
37	تمهيد
38	المبحث الأول: ماهية الاستثمار
38	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار
40	المطلب الثاني: أهمية الاستثمارات و أهدافها
42	المطلب الثالث: أنواع الاستثمارات و العوامل المؤثرة عليه

44	المبحث الثاني: قرار الاستثمار
44	المطلب الأول: مفهوم قرار الاستثمار
46	المطلب الثاني: أهمية قرارات الاستثمار
47	المطلب الثالث: أهداف و مبادئ قرارات الاستثمار
48	المطلب الرابع: محددات قرار الاستثمار و أنواعه
50	المبحث الثالث: دور الهيكل المالي في اتخاذ قرار الاستثمار
50	المطلب الأول: مفهوم اتخاذ قرار الاستثمار
52	المطلب الثاني: أهمية و صعوبات اتخاذ قرار الاستثمار
53	المطلب الثالث: مراحل اتخاذ قرار الاستثمار و العوامل المؤثر عليه
56	المطلب الرابع: دور الهيكل المالي في اتخاذ قرار الاستثمار
60	خلاصة
الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية	
62	تمهيد
63	المبحث الأول: التعريف بميدان الدراسة
63	المطلب الأول: التعريف بسوق دبي المالي
64	المطلب الثاني: الأهداف و الهيكل التنظيمي العام لسوق دبي المالي
66	المطلب الثالث: عناصر سوق دبي
69	المبحث الثاني: منهجية الدراسة
70	المطلب الأول: عينة و متغيرات الدراسة
74	المطلب الثاني: التعريف بمتغيرات الدراسة و كيفية قياسها
77	المطلب الثالث: تقدير و اختبار نموذج الدراسة
85	خلاصة
87	خاتمة
91	قائمة المراجع
98	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
33	تمثيل الفائض التنظيمي وثروة المؤسسة	01
57	نسب الهيكل المالي كأداء مساعدة في اتخاذ قرار الاستثمار	02
70	المؤسسات الاقتصادية لعينة الدراسة	03
73	عرض متغيرات الدراسة	04
77	المتوسط الحسابي و الانحراف المعياري و أعلى و أدنى قيمة لمتغيرات الدراسة	05
78	مصفوفة الارتباط	06
80	نتائج تقدير النماذج الثلاثة	07
81	نتائج اختبار المفاضلة بين النموذج التجميعي و الآثار الثابتة	08
81	نتائج اختبار لاغرانج	09
82	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء	10
82	نتائج تجانس تباين الأخطاء	11
83	نموذج الدراسة بعد التصحيح	12

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
09	محددات الهيكل المالي	01
26	مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة	02
27	العلاقة بين نسبة الاستدانة الى الأموال الخاصة حسب نظرية صافي الربح	03
28	العلاقة بين تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة	04
28	العلاقة بين نسبة الاستدانة الى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال	05
30	العلاقة بين الاستدانة الى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال	06
33	الهيكل المثالي الأمثل حسب تكلفة الوكالة	07
54	مراحل اتخاذ قرار الاستثمار	08
65	الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي	09
66	المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي	10
73	تطور متغيرات الدراسة خلال الفترة 2012-2021	11

الصفحة	الملاحق	الرقم
98	بيان المركز المالي لشركة AGILLITY لسنة 2012	01
99	بيان المركز المالي لشركة ARAMEX لسنة 2012	02
100	بيان المركز المالي لشركة DAYAAR لسنة 2012	03
101	بيان المركز المالي لشركة DU لسنة 2012	04
102	بيان المركز المالي لشركة GGCJ لسنة 2012	05
104	اختبار فيشر F-Stat	06
105	اختبار LR Test	07
106	النموذج التجميعي PRM	08
106	نموذج الأثار الثابتة FEM	09
107	نموذج الأثار العشوائية REM	10
108	اختبار لاغرانج	11

مقدمة



يتميز النشاط الاقتصادي بحركية دائمة تديرها الاستثمارات المختلفة، و باعتبارها هذه الأخيرة العامل الأساسي الذي يسمح للمؤسسة الاقتصادية بالبقاء و التطور، فإن المؤسسة الناجعة هي التي تحافظ على قدرتها الانتاجية عن طريق تجديد استثماراتها مما يتطلب منها البحث عن مصادر تمويل احتياجاتها التي تسمح لها بمواجهة نشاطها و تجنبها الوقوع في الأزمات المالية مثل العجز المالي، لذا تعد مسألة التمويل من بين أعقد المشكلات الاستراتيجية التي تواجه تنمية و تطوير المؤسسة فالكيفيات أو الطرق المختلفة التي يحصل بها المستثمرون أو المؤسسات على ما يحتاجون إليه من أموال هي أول ما يفكر به المستثمر أو المؤسسة.

كما يوجد أمام المؤسسة الاقتصادية في وقتنا الراهن، مصادر تمويل متعددة تتباين في خصائصها و تختلف في تكاليف و شروط الحصول عليها مما يضع متخذ القرار أمام مسألة المفاضلة بين المصادر التمويلية المتاحة بطريقة تمكن من تشكيل الهيكل المالي الأمثل الذي يساعد المؤسسة في تحقيق أهدافها و استمراريتها سواء بالإعتماد على مصادر داخلية كالتمويل الذاتي أو مصادر خارجية عن طريق الإقتراض أو الموازنة بينهما مما يضمن تحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة بما يقابل ذلك اتخاذ قرار استثماري مناسب.

هذا ما جعل من مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية و تصميم الهيكل المالي إحدى المواضيع الأساسية حيث نجد أن الهيكل المالي تأثير مباشر على اتخاذ القرارات الاستثمارية، إذ يبين مدى كفاءتها في إيجاد التوليفة المثلى و ذلك بعد إجراء دراسة معمقة و تحليل لمختلف مصادرها المالية المتاحة، و امكانياتها و مواردها المالية، حتى يتسنى لمتخذ القرار اكتشاف نقاط القوة و استغلالها و تحديد مواطن الضعف و تقويتها لاتخاذ قرار استثماري و من ثم تحقيق أهم الأهداف المؤسسة الاقتصادية و المتمثلة في الاستمرارية و تعظيم قيمتها السوقية.

- إشكالية الدراسة: ومن هنا يمكن حصر إشكالية الموضوع و رسم معلمه الأساسية في التساؤل الرئيسي التالي:

كيف يؤثر الهيكل المالي في اتخاذ قرار الاستثمار لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي DFM؟

- التساؤلات الفرعية: تثير إشكالتنا هذه مجموعة من الأسئلة الفرعية التي تتمثل في:

- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% للتمويل الذاتي على قرار الاستثمار لعينة مؤسسات

اقتصادية لسوق دبي المالي؟

- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% للتمويل طويل الأجل على قرار الاستثمار لعينة مؤسسات اقتصادية لسوق دبي المالي؟
- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% للتمويل قصير الأجل على قرار الاستثمار لعينة مؤسسات اقتصادية لسوق دبي المالي؟

● فرضيات الدراسة:

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% للتمويل الذاتي على قرار الاستثمار لعينة مؤسسات اقتصادية في سوق دبي المالي.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% للتمويل طويل الأجل على قرار الاستثمار لعينة مؤسسات اقتصادية في سوق دبي المالي.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% للتمويل قصير الأجل على قرار الاستثمار لعينة مؤسسات اقتصادية في سوق دبي المالي.

- أسباب اختيار موضوع الدراسة : إن اختيار هذا الموضوع لم يكن بمحض الصدفة، وإنما كان نتيجة عدة اعتبارات موضوعية و ذاتية، حيث تتمثل الاعتبارات الموضوعية فيما يلي:

- حداثة الموضوع و الجدول القائم حول الهياكل المالية في المؤسسة الاقتصادية و دوره في اتخاذ قرار الاستثمار.
- عجز الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية و محاولة معالجته بطرق علمية منهجية.
- توسيع دائرة البحث العلمي.

أما عن المبررات الذاتية فهي كما يلي:

- كون الموضوع مرتبط بدراستنا كوننا طلبة الادارة المالية.
- إيماننا منا بأهمية دراسة الموضوع خصوصا في الحياة العملية المستقبلية.

● أهداف الدراسة : تتمثل أهداف الدراسة فيما يلي:

- التعرف على الهيكل المالي و مختلف مكوناته بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية، و على المؤشرات و النسب المالية المستخدمة في تحليل الهيكل المالي.
- محاولة الاطلاع على سلامة القرار الاستثماري و التعرف على خطواته و العوامل المؤثرة فيه.
- إبراز العلاقة بين الهيكل المالي و القرارات الاستثمارية من أجل معرفة الوضعية المالية للمؤسسة محل الدراسة.

● أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في إبراز مدى أهمية الهيكل المالي بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية الذي يضمن سير نشاطها و نموها مما يجعلها في وضعية مالية جيدة تتمتع باستقلالية مالية تساعد في الحصول على مختلف مصادر التمويل سواء داخلية و خارجية، وكذلك إتخاذ القرارات الاستثمارية بكل حرية هذا نظريا، أما من ناحية التطبيقية فتبرز أهمية في دراسة الوضعية المالية في المؤسسات المدرجة في سوق دبي، و كذا العلاقة بين الهيكل المالي و القرارات الاستثمارية في هذا النوع من المؤسسات.

● حدود الدراسة: تجرى الدراسة وفق حدود مكانية و زمنية:

- الحدود المكانية: و تتمثل في الحيز الجغرافي الذي أبحاث فيه الدراسة، بحيث اقتصر على عينة عشوائية من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي.
- الحدود الزمنية: تمثلت الحدود الزمنية للدراسة في 10 سنوات من 2012 الى 2021.

● المنهج المتبع و الأدوات المستعملة:

بناء على طبيعة الموضوع و سعيا لتحقيق الأهداف المرجوة من البحث تم اختيار المنهج الوصفي في الدراسة النظرية الذي يعتمد على تجميع الحقائق و المعلومات من خلال التطرق لمختلف المفاهيم و العناصر المتعلقة بالهيكل المالي و القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية، كما سيتم الاستعانة بالمنهج التحليلي في الجانب المتعلق بدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة، أما في الجانب التطبيقي فالمنهج المتبع دراسة حالة اختيار عينة عشوائية من سوق دبي المالي و تحليل هيكلها المالية و تأثيرها على قرارات الاستثمارية باستخدام مجموعة من أدوات التحليل المالي، الاحصاء الوصفي، و كذا

الإحصاء الاستدلالي من خلال استخدام برنامج EViews V12 لتحليل البيانات المتحصل عليها من خلال القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة.

• الدراسات السابقة

- دراسة Chang et al 2020

The impact of capital leverage on green firms' investment : New evidence regarding the size and age effects of chinese green industries

تبحث هذه الدراسة عن تأثير رأس المال على الاستثمار في الشركات الخضراء ، حيث أجرى هذا التحليل التجريبي باستخدام قاعدة البيانات Panal تضم 412 مؤسسة من الشركات الخضراء في الصناعات مقرها في الصين خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2017، حيث درست العلاقة بين الرافعة المالية و الاستثمار لعينة المختارة حيث توصلت النتائج إلى وجود تأثيرات إيجابية بين الديون قصيرة الأجل و الاستثمار.

- دراسة jadiyappa 2016

Financial liberalisation and capital structuring decision of corporate firms; Evidence from India

تمحورت الدراسة في القرار المالي و هيكل رأس المال لعينة من الشركات في الهند ، حيث هدفت الدراسة إلى تأثير هيكل رأس المال على الرافعة المالية باستخدام برنامج EViews لتحليل العلاقة بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة (هيكل رأس المال، ديون)، و تم التوصل إلى التأثير السلبي لهيكل رأس المال و ديون.

- دراسة Aivazian 2005

The impact of leverage on firm investment : canadian evidence

في هذه الورقة تم دراسة تأثير الرافعة المالية على استثمار الشركة، حيث استخدمت هذه الدراسة مجموعة بيانات مكونة من 863 شركة كندية بين الأعوام 1982 إلى 1999 لتحليل العلاقة بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة (الاستثمار، نسبة الاستدانة) حيث توصلت النتائج إلى ان نسبة الاستدانة لها تأثير سلبي على الاستثمار.

وهي أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية بعنوان " أثر قرار الاستثمار و توزيع الأرباح على الأداء المالي " حيث هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر قرارات الاستثمار و سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة (2000-2018) و ذلك استنادا إلى عينة مكونة من 62 مؤسسة، وقد تم الاعتماد على نماذج الانحدار المتعدد لتقدير أهم المتغيرات الدراسية.

وقد لخصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأداء المالي للمؤسسات المدرجة و كل من قرار الاستثمار، سياسة توزيع الأرباح، حجم و فرص نموها.

• هيكل الدراسة:

من أجل الاجابة على إشكالية الدراسة و الأسئلة الفرعية و التأكد من صحة الفرضيات المطروحة، قمنا بتقسيم الدراسة إلى فصلين نظريين و فصل تطبيقي الفصل الأول تضمن عموميات حول الهيكل المالي تم تقسيمه إلى ثلاث عناصر أساسية هي: مفهوم الهيكل المالي، مكوناته، و العوامل المحددة للهيكل المالي، و النظريات المفسرة للهيكل المالي.

أما الفصل الثاني فتطرقنا إلى قرار الاستثمار، حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث اساسية هي الاستثمار، قرار الاستثمار ومراحل اتخاذ قرار الاستثمار و في الاخير تطرقنا إلى العلاقة بين الهيكل المالي اتخاذ قرار الاستثمار.

أما فيما يخص الدراسة التطبيقية فقد جسدناها في الفصل الثالث بدءا بعرض الإطار العام للدراسة بما يحتويه من تقديم و تحديد لمجتمع و متغيرات الدراسة ثم عرض الأسلوب الإحصائي المتبع، و في الأخير تحليل و تفسير النتائج المتوصل إليها.

الفصل الأول:
الاطار النظري للهيكل المالي



تمهيد

يعد قرار التمويل من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة لما له من أهمية بالغة في التأثير على مختلف نشاطاتها وخاصة على الجانب المالي حيث يعتمد أسلوب التمويل على المصادر المتاحة، و يمكن تعريف هذه المصادر بأنها مجموعة الوسائل و الأساليب و الأدوات التي تستخدمها إدارة المشروع للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية و الجارية، و تكون متمثلة في مصدرين تمويلين أساسيين هما التمويل بالمديونية أي اقتراض الأموال debt financing ، أو التمويل الممتلك أي حقوق الملكية equity financing أو كلاهما، و جذب هذا الموضوع اهتمام الباحثين مما نتج عنه ظهور نظريات حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل.

لهذا تقع على عاتق المدير المالي مسؤولية الاختيار السليم للهيكل المالي المناسب بأفضل الشروط و أن يحدد ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد ممكن و أقل تكلفة ممكنة، لذا سنحاول من خلال هذا الفصل الإلمام بمختلف العناصر المتعلقة بالهيكل المالي من مفاهيم، أسس، خصائص، ومكونات من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: مفهوم الهيكل المالي.

المبحث الثاني: مكونات الهيكل المالي.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي.

المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي.

يشكل مفهوم الهيكل المالي عنصرا هاما و محوريا في النشاط المالي للمؤسسة، لذلك اهتم الباحثون بكيفيات الاختيار بين البدائل التمويلية المتاحة، و محاولة تحديد و تفسير العوامل المحددة و المؤثرة في الهيكل المالي.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي.

عرف موضوع الهيكل المالي بدراسات مالية كبيرة نظرا لأهميته و تأثيره في المؤسسة و لابد في البداية أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، الأول الهيكل المالي Financial Structure و الذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، و الثاني هيكل رأس المال Capital structure و الذي يقصد به التمويل الدائم للمؤسسة و الذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل و الأسهم الممتازة و حق الملكية و يستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، و على هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعتبر جزءا من هيكلها المالي، و يتكون حق الملكية Common equity من الأسهم العادية و فائض رأس المال و الأرباح المحتجزة المجمعة¹.

- الهيكل المالي هو مصطلح تطور في عام 1980 للإشارة إلى مجموعة واسعة من الديون والأوراق المالية ذات الصلة التي يتم جمعها بسداد المستثمرين قيمة شكل من أشكال الأصول المالية أو الدعم الائتماني في كثير من الأحيان يتم استخدام كلا النوعين من التمويل لتحقيق التصنيف الائتماني المطلوب².

- يعرف الهيكل المالي للمؤسسة بأنه هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم و حقوق الملكية في كشف المركز المالي، كما يعرف على أنه الطريقة التي يتم عن طريقها تمويل أصول المؤسسة³.

- يمثل الهيكل المالي إجمالي الخصوم و رأس المال أي أنه يشمل كل أنواع و أشكال التمويل من أموال الملكية و أموال الاقتراض و من مصادر قصيرة الأجل أو من مصادر طويلة الأجل⁴.

نستنتج من التعاريف السابقة أن الهيكل المالي عبارة عن تشكيلية من مجموع مصادر التمويل التي تقوم عليها المؤسسة و تغطي استثماراتها و تمثل الجانب الأيسر في الميزانية.

¹. محمد صالح الحناوي و آخرون- أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 258.

². Frank J. Fabozzi Henry A. Davis Moorad Choudhry, **Introduction to Structured Finance**, John Wiley & Sons, Inc, p 2.

³. عدنان تآيه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة- أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة 01، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2007، ص138.

⁴. محمد صالح الحناوي و آخرون- أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص329.

يتحقق الهيكل المالي المناسب عندما يتحقق التوازن بين العوامل المؤثرة في الهيكل المالي بطريقة مناسبة لذلك يجب أن يتسم الهيكل المالي بالسّمات التالية¹:

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

ب- القدرة على الوفاء بالدين Solvency: يجب ألا يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزامات هذه الإقتراضات، و في نفس الوقت يجنب الملاك (حملة الأسهم العادية) أي مخاطر مالية إضافية.

ج- المرونة Flexibility: بمعنى عدم اتصاف الهيكل المالي للمشروع بالجمود، و إنما يتعين تمييزه بالمقدرة على تعديل مصادر التمويل (أموال الملكية و الاقتراض بأنواعها) تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة الى الأموال و بأقل تكلفة ممكنة.

د- الرقابة Control: يجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة و الرقابة على إدارة المؤسسة.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في الهيكل المالي.

أ- معدل نمو المبيعات²: يعتبر معدل نمو المبيعات في المستقبل مقياساً لمدى التضاعف المحتمل في الإيرادات للسهم الناتج عن الرفع، فيلاحظ أن أسعار بيع الأسهم العادية تكون عادة مرتفعة في حالة المؤسسة التي تتمتع بمعدل مرتفع لنمو المبيعات و الإيرادات، و لهذا يبدو التمويل بالأسهم العادية مفضلاً في مثل هذه الحالة، و الواقع أنه يقع على عاتق المؤسسة الموازنة بين المكاسب الناتجة عن استخدام الرفع المالي و تبين المزايا التي تعود عليها من زيادة حجم الملكية.

ب- درجة استقرار المبيعات³: ترتبط درجة استقرار المبيعات بنسب الإقتراض ارتباطاً مباشراً، فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات و الإيرادات تتمكن المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من المخاطر، و العكس إذا كانت المبيعات و الإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة حيث تجد المؤسسة صعوبة في دفع هذه الالتزامات.

¹. سمير محمد عبد العزيز- اقتصاديات الاستثمار التمويل التحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006، ص216.

². عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص- أساسيات الاستثمار الرأسمالي و تقييم الأداء، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013، ص187.

³. عبد الغفار حنفي- أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص152.

ج- المنافسة¹: إن المقدرة على خدمة الديون تتوقف على ربحية المؤسسة و على حجم المبيعات و على هذا الأساس فإن استقرار هوامش الربح له نفس أهمية استقرار المبيعات، و لا شك أن سهولة تحول شركات أخرى في الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة و كذلك مقدرة هذه الشركات على التوسع في طاقاتها سيؤثران على هوامش الربح لمؤسستنا، فالصناعة التي تتميز بمعدل مرتفع يتوقع أن تكون هوامش ربحية كبيرة و لكن من ناحية أخرى ينتظر أن تضيق هوامش الربح هذه إذا كانت هذه الصناعة تتدرج في مجموعة الصناعات التي يسهل على المؤسسات الجديدة أن تنظم إليها و بالتالي تشارك في سوقها.

د- هيكل رؤوس الأموال²: يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصورة عادية، فالمؤسسة التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة و خاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد الى حد كبير، تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بكثافة، و من ناحية أخرى فإن المؤسسات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم و مخزون و التي تتوقف قيمتها على استمرار تحقيق الشركة للأرباح تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل و أن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل و لكن بدرجة محدودة.

هـ- اتجاهات رجال الإدارة³: أن اتجاهات رجال الإدارة التي لها تأثير مباشر على اختيار وسائل التمويل هي تلك المرتبطة بأحد الأمرين التاليين: الأول هو التحكم و السيطرة على إدارة المؤسسة، و الثاني هو الخطر. فالمؤسسة التي تتشتت فيها ملكية الأسهم العادية و تتوزع على عدد كبير جدا من المساهمين ستقوم عادة في حالة الحاجة الى أصول إضافية بإصدار أسهم عادية حيث أن ذلك سيترتب عليه تأثير ضئيل على السيطرة الحالية على إدارة المؤسسة، و بالإضافة إلى ذلك فإن رجال الإدارة الذين يسهرون على مصالح ملاك الشركة يحاولون عادة تجنب الملاك خطر استخدام قروض زائدة عن الحاجة و ما يترتب على ذلك من خطر التوقف عن دفع التزاماتها الثابتة.

و من ناحية أخرى، فإن ملاك المؤسسات الصغيرة يفضلون تجنب إصدار الأسهم العادية حتى يتسنى لهم السيطرة الكاملة على إدارة الشركة، بالإضافة الى ذلك فإنهم عادة واثقون من مستقبل مؤسساتهم و قدرتها على تحقيق المكاسب و يميلون الى زيادة استخدام القروض فيستفيدون من الرفع المالي، و على كل لا يمكن اعتبار ذلك قاعدة عامة تنطبق على جميع ملاك المؤسسات الصغيرة فقد يكون مالك المؤسسة الصغيرة أكثر تحفظا من إدارة

¹. عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص- أساسيات الاستثمار الرأسمالي و تقييم الأداء، مرجع سبق ذكره، ص 187 و 188.

². منير ابراهيم هندي- الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة 05، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 383.

³. نفس المرجع، ص ص 383، 384.

المؤسسات الكبيرة و بالتالي لا يكون مستعدا لقبول درجة أكبر من الخطر بالحصول على قروض إضافية حيث أنه قد يقنع بما يملكه في المؤسسة و لا يكون لديه دافعا قويا لزيادة حجم أرباحه عن ما يحصل عليه حاليا.

و- **اتجاهات المقرض¹**: بالإضافة الى العوامل السابقة التي تقوم المؤسسة بدراستها و تحليلها لتحديد درجة الرفع المالي فإن اتجاهات و آراء المقرضين تلعب دورا في غاية الأهمية في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة، فيلاحظ في غالبية الأحوال أن المؤسسة تناقش هيكلها المالي مع المقرض المحتمل و تعطي وزنا كبيرا لرأيه، و كثيرا ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الاقتراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحه في المؤسسة، فالهيكل المالي لا يتوقف على اتجاهات إدارة المؤسسة أو ظروفها الداخلية فقط بل أن طرفا خارجيا و هو المقرض يلعب دورا هاما في تحديد هذا الهيكل.

المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي.

هناك اعتبارات متصارعة عند تحديد أساليب تمويل الأصول تختلف باختلاف طبيعة المؤسسة، مركزها المالي و من مؤسسة الى أخرى و ذلك استنادا للظروف السائدة في الاقتصاد و القطاع الذي تعمل المؤسسة فيه، و تتمثل هذه المحددات في²:

- أ- **استقرار مبيعات المؤسسة**: تكون المؤسسة في الجانب الآمن عند استخدامها نسبة مرتفعة من التمويل المقترض (المديونية)، عندما تكون مبيعاتها تتمتع باستقرار نسبي، وعليه فإن المؤسسة التي تعمل ضمن قطاع الخدمات تكون أكثر قدرة على استخدام التمويل المقترض مقارنة بالمؤسسة الصناعية، و السبب في التفاوت في استخدام التمويل المقترض يعود الى استقرار الطلب في الأولى و عدم استقراره في الثانية.
- ب- **الرافعة التشغيلية**: في حالة بقاء العوامل الأخرى ثابتة، أي بقائها دون تغيير فإن المؤسسة ذات الرافعة التشغيلية المتدنية تكون أكثر قدرة على استخدام التمويل المقترض مقارنة بالمؤسسة ذات الرافعة التشغيلية المرتفعة، حيث أن ارتفاع نسبة التكلفة الثابتة من مجموع التكاليف التشغيلية، التي تنجم عن استخدام التكنولوجيا في عمليات الإنتاج يؤدي الى ارتفاع درجة الرافعة المذكورة.

¹. نفس المرجع ، ص384.

². عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة- أساسيات في الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره، ص 200-207.

ج- معدل النمو: المؤسسة التي تنمو بمعدلات عالية، في حال ثبات العوامل الأخرى تعتمد بشكل كبير على التمويل الخارجي، الأمر الذي يدفعها الى استخدام التمويل المقترض بشكل واسع لتمويل مشاريعها التوسيعية مقارنة بالمؤسسة ذات معدلات نمو المنخفضة.

د- الربحية (الدخل): بما أن الهدف الرئيسي للإدارة المالية هو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، فتحليل الأرباح قبل الفوائد و الضرائب و حصة السهم الواحد من الربح من المؤشرات التي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار كأول خطوة على طريق تصميم الهيكل المالي، فكلما كان الدخل المتوقع كبير يتم التمويل عن طريق الاقتراض، و كلما كام منخفضا يكون التمويل عن طريق الملكية.

هـ- الإدارة و السيطرة: إن ميل الإدارة و اتجاهاتها من العوامل المؤثرة التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تخطيط مصادر التمويل، و بما أن الإدارة تميل لإبقاء الرقابة و عدم توسيع نطاقها، فنستخدم نسبة عالية من التمويل المقترض و الأسهم الممتازة عند وجود حاجة الى أموال إضافية، لأن الدائنين و أصحاب الأسهم الممتازة ليس لهما حق التدخل في الإدارة إلا أن في حالة عدم قدرة المؤسسة على دفع الفوائد و الأموال المقترضة قد يدفع المقرضين الى الحجز أو الرهن على الأصول و بذلك تفقد الرقابة الكاملة.

و- المرونة المالية: تشير المرونة المالية هنا الى القدرة التي تتمتع بها المؤسسة على تعديل الخطة التمويلية حسب التغيير الذي قد يحصل في احتياجها الأموال. أي الملائمة بين الظروف المالية السائدة و بين مصادر التمويل المستخدمة فالتمويل المقترض يوفر للمؤسسة مرونة أكبر من ما يوفره التمويل الممتلك و إن المرونة توفر للمؤسسة المزايا التالية:

- تمكينها من الحصول على أكبر عدد من بدائل التمويل في حالات التوسع و الانكماش الاقتصادي.
- زيادة قدرتها على المساومة للحصول على شروط جيدة عند التعامل مع مصادر التمويل المتاحة.
- زيادة قدرتها على التخلص من الأموال الفائضة عند حاجتها في الوقت المناسب.

ز- التوقيت: يجعل هذا العامل المؤسسة على استعداد دائم لاستغلال الظروف المناسبة أي استخدام المصدر المناسب في الوقت المناسب، من خلال متابعة الظروف السائدة في الاقتصاد من حيث تحليل السياسة النقدية و المالية لدراسة تأثيرها في كلفة المال و أيضا متابعة الظروف السائدة في سوق الأوراق المالية.

ح- الملائمة: يقصد بالملائمة هو مدى ملائمة مصادر الأموال المستخدمة مع طبيعة الأصول التي سيتم تحويلها عن طريق هذه المصادر، فالمؤسسة ذات النسبة العالية من الأصول الثابتة من مجموع أصولها، كونها تعد من الضمانات التي تقدمها المؤسسة عند الحصول على الأموال المقترضة، تكون أكثر قدرة على استخدام نسب عالية من التمويل

المقترض (درجة الرفع المالي عالية) حيث تتميز مؤسسة العقارات بنسبة عالية من الرفع المالي عكس مؤسسات الأبحاث التكنولوجية.

ط- المخاطرة: إن التمويل المقترض (المديونية) قد يكون الأعلى مخاطرة بالمقارنة مع مصادر التمويل الممتلك من وجهة نظر المالكين و ذلك للأسباب التالية:

- لا يمكن للمالكين من الحصول على العوائد (الأرباح) الا بعد حصول المقرضين على الفوائد.

- في حالة عدم قدرة المؤسسة على تسديد الفوائد فإن ذلك يشير الى تدني المركز الائتماني لها و مما يؤدي الى مطالبة المقرضين بتصفية المؤسسة.

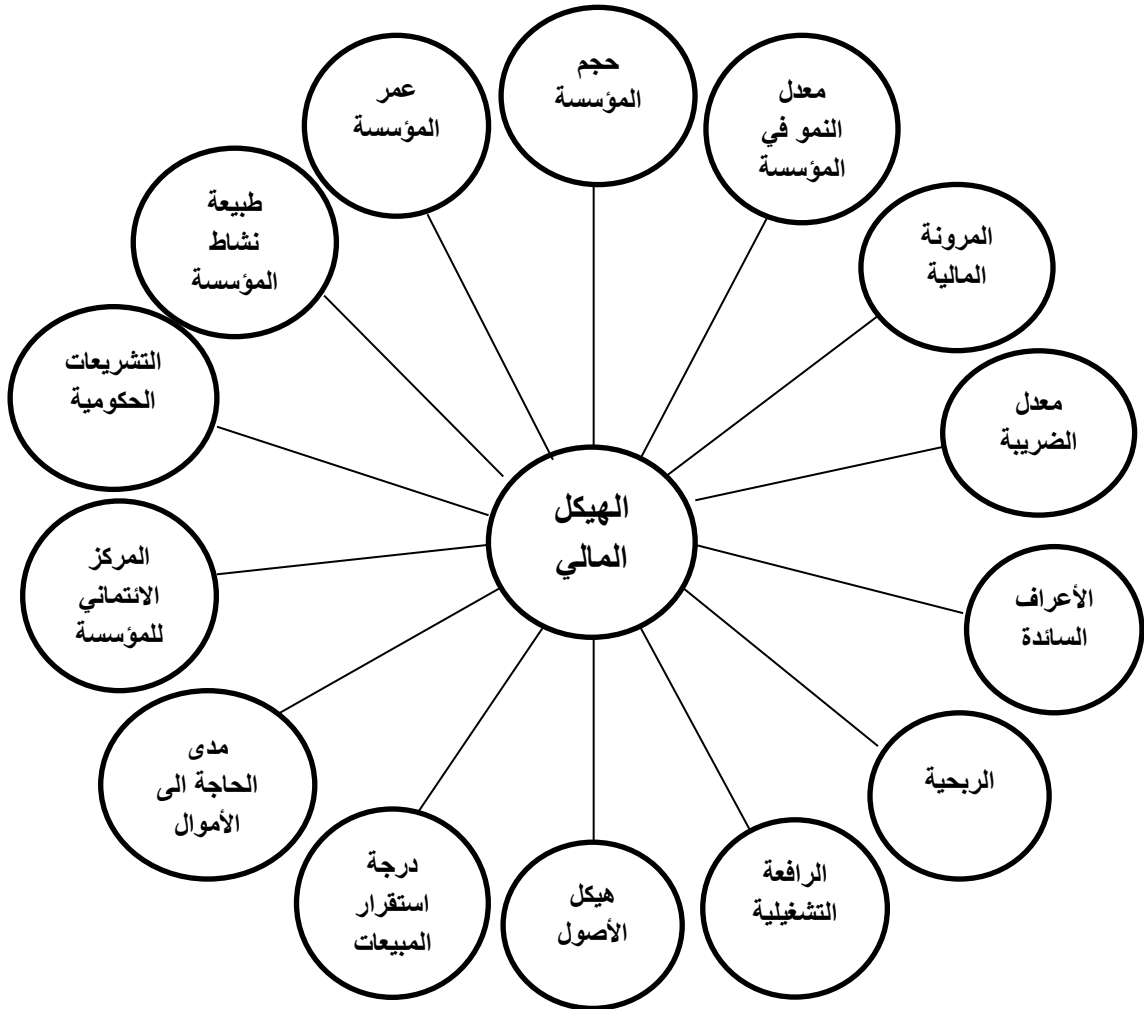
- في حالة تصفية المؤسسة فإن المقرضين لهم الأولوية في الحصول على أموالهم و ما تبقى من أموال يوزع على حملة الأسهم العادية.

ي- المتاجرة بحقوق الملكية: المقصود بهذا العامل هو الاستفادة من التمويل الممتلك (حقوق الملكية) لتوفير الأموال من مصادر التمويل المقترض (المديونية) و ذلك بهدف زيادة الأرباح المتحققة لحملة الأسهم العادية.

ك- التخطيط الضريبي: إن التخطيط الضريبي له تأثير مهم في قرارات الهيكل المالي حيث تسمح القوانين الضريبية بطرح الفوائد على التمويل المقترض (المديونية) من أرباح المؤسسة، أي أن الفوائد تعد من بين التكلفة التي تظهر في قائمة الدخل (قائمة الأرباح و الخسائر) عند حساب الربح الصافي، في حين أن مقسوم الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة و العادية لا يمكن طرحها من الأرباح التشغيلية للمؤسسة.

إضافة الى ما تقدم عن عوامل تأثر في الهيكل المالي للمؤسسة فهناك عوامل أخرى أشارت إليها المراجع النظرية و الدراسات السابقة التي حاولت قياس أثر بعض العوامل أو المحددات في الهيكل المالي، أي نسبة المديونية في الهيكل المالي أو ما يطلق عليه استراتيجيات التمويل وهي:

الشكل رقم (01): محددات الهيكل المالي.



المصدر: عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره، ص 208.

المبحث الثاني: مكونات الهيكل المالي.

إن المصادر التمويلية التي تتاح لمنظمات الأعمال تتمثل في:

المطلب الأول: مصادر تمويل قصيرة الأجل.

تمثل عناصر الخصوم المتداولة مصادر الاقتراض قصيرة الاجل المتاحة أمام المؤسسة، و تلتزم المؤسسة بسداد الالتزامات الناتجة عن استخدام الخصوم المتداولة عادة في الاستثمارات قصيرة الأجل.

أولاً: تعريف التمويل قصير الأجل.

التمويل قصير الأجل هو ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالباً لتمويل العمليات التشغيلية الجارية Current Operarations التي تقوم بها المؤسسات، أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن سنة واحدة و يدخل ضمن مفاهيم رأس المال العامل¹، و يقع التمويل قصير الأجل ضمن صنفين هما²:

- أ- التمويل التلقائي Spontaneous Financing: يشير هذا الصنف الى الأموال التي يمكن الحصول عليها بشكل تلقائي و هي لا تتطلب من الشركة اتفاقات رسمية كثيرة مثل الأموال المستحقة و الحسابات الدائنة.
- ب- التمويل غير التلقائي Non Spontaneous Financing: و هذا الصنف من التمويل قصير الأجل يشير الى مصادر التمويل التي يمكن الحصول عن طريق التفاوض مع الجهات المانحة للأموال و من أمثلة هذه المصادر القروض المصرفية قصيرة الأجل، القروض المضمونة.

ثانياً: أنواع التمويل قصير الأجل:

- أ- الموردون (الحسابات الدائنة) Suppliers: يعبر رصيد الدائنون عن المدفوعات المستحقة على المؤسسة مقابل البضاعة التي تم شرائها من الموردون دون سداد قيمتها و يتميز هذا المصدر التمويلي بالمرونة حيث ترتبط عملية شراء احتياجات المشروع بمستوى المبيعات المتوقعة³، و يطلق على هذا النوع من التمويل " الائتمان التجاري المكتسب " و يشكل هذا المصدر النسبة الأكبر من إجمالي المديونية قصيرة الأجل⁴.

➤ أنواع الائتمان التجاري⁵ Types Of Trade Credit:

- يمكن للمؤسسة أن تحصل على ما تحتاجه من مستلزمات باستخدام واحد من الأساليب التالية لتسديد قيمة تلك المستلزمات و من بين الأساليب المعتمدة:
- الحساب المفتوح Open Account: يتم اعتماد هذا الأسلوب لتسديد قيمة المستلزمات عندما تكون الثقة عالية لدى الطرفين، حيث تظهر هذه المشتريات في السجلات المحاسبية للمؤسسة المشتريّة تحت اسم "الحسابات أو الذمم الدائنة" و هذا النوع من الائتمان الأكثر شيوعاً.

¹. علي عباس- الإدارة المالية، الطبعة 01، إثناء للنشر و التوزيع، عمان، 2008، ص 257.

². عدنان تايه النعيمي و آخرون، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، الطبعة 04، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2011، ص 345.

³. محمد صالح الحناوي و نبال فريد مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي لإدارة المشروعات، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2008، ص 230.

⁴. عدنان تايه النعيمي و آخرون، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 346.

⁵. نفس المرجع، ص 347.

- أوراق الدفع أو الكمبيالات Trade Note Payable: يتم استخدامه عندما تكون الثقة بين المؤسسة غير متوفرة، و يتطلب هذا الأسلوب اجراءات أكثر رسمية من الأسلوب الأول، حيث هذه الأوراق يمكن خصمها من المصارف قبل موعد استحقاقها.

➤ **مزايا الائتمان التجاري Advantage Of Trade Credit:** يتمتع الائتمان التجاري بعدة مزايا أهمها¹:

- التوافر Availability: يقصد به في حالة عزوف المصرف عن منح التمويل أو التشدد في شروط منح الائتمان المعرفي، يتجه العميل نحو الاستفادة من الائتمان التجاري نظرا لسهولة الحصول عليه²؛
- المرونة Flexibility: في حالة زيادة مبيعات المؤسسة يؤدي ذلك الى زيادة مشترياتها من السلع و الخدمات، الأمر الذي يؤدي الى استجابة الائتمان التجاري بشكل تلقائي، و العكس من ذلك يحدث في حالة انخفاض حجم المبيعات؛
- قلة القيود أو عدمها Few No Restriction: إن شروط الائتمان التجاري بشكل عام أبسط من تلك الشروط التي تتطلبها مصادر الأموال الأخرى التي تحتاج الى التفاوض مع الجهات المانحة، التي قد تفرض قيود صارمة على التصرفات المالية للمؤسسة تحد من حرياتها.

ب- المستحقات Receivables: تشير المصروفات المستحقة الى الالتزامات الناتجة عن الخدمات التي حصلت عليها المؤسسة و لكنها لم تقم بسداد تكلفتها و هي تمثل نسبة كبيرة من إجمالي مصادر الاقتراض قصيرة الأجل التي تلجأ إليها المؤسسات حيث تمثل الأموال التي يتم الحصول من هذا المصدر أموالا مجانية ليس لها تكلفة ومن أكثر أنواع المصروفات المستحقة شيوعاً هي الأجور و الضرائب³.

ج- القروض المصرفية Bank Loans: تقدم البنوك التجارية نسبة كبيرة من احتياجات المشروعات المالية وخاصة المشروعات كبيرة الحجم، حيث تشكل القروض المصرفية احدى المصادر المهمة من التمويل قصير الأجل، وتعد الفوائد هي تكلفة هذا النوع من التمويل و التي يمكن أن تحتسب كفائدة بسيطة مخصومة من مبلغ القرض أو كفائدة مضافة على مبلغ القرض⁴، و تنقسم القروض المصرفية الى نوعين⁵:

¹. نفس المرجع السابق، ص 348، 349.

². دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة 01، دار المناهج، عمان، 2006، ص 130.

³. محمد صالح الحناوي ونحال فريد مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي لإدارة المشروعات، مرجع سبق ذكره، ص 231.

⁴. عدنان تايه النعيمي و آخرون، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 182.

⁵. محمد صالح الحناوي ونحال فريد مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي لإدارة المشروعات، مرجع سبق ذكره، ص 232 و 233.

➤ **القروض غير المكفولة بضمان:** في هذا النوع من القروض يتم الاتفاق بين البنك و المؤسسة على فتح اعتماد للمؤسسة، بمعنى أن يسمح البنك للمؤسسة أن تقترض كلما احتاجت الى أموال و لمدة زمنية محددة بشرط ألا تزيد الكمية المقترضة عن مبلغ معين في أي وقت خلال هذه الفترة.

و تضع البنوك عدة شروط عند منحها هذا النوع من القروض أهمها:

- شرط الرصيد المعوض أي ترك التزام للعميل بترك رصيد نسبة مئوية معينة من قيمة الاعتماد في حسابه الجاري لدى البنك.

- شرط قيام العميل بسداد ديونه مرة واحدة على الأقل كل سنة.

- شرط اتباع سياسات مالية معينة طوال فترة القرض الهدف منها حماية مصالح البنك.

➤ **القروض المكفولة بضمان:** في بعض الحالات يقوم البنك بطلب ضمانات معينة يلتزم المشروع بتقديمها قبل حصوله على القرض، و هذه البنوك لا تمنح عملائها القروض المطلوبة بالقيمة للضمان المقدم إنما يحتفظ البنك بجزء من قيمة الضمان لتغطية خطر انخفاض قيمته.

ثالثا: مقارنة بين الائتمان التجاري و الائتمان المصرفي¹:

- أ- يعتبر الائتمان المصرفي أقل تكلفة من الائتمان التجاري.
- ب- يعد الحصول على الائتمان المصرفي بمثابة تقييم للمؤسسة، لأن المصرف لا يمنح الائتمان إلا إذا كان متأكد من قدرة المؤسسة على تسديد خدمة القرض.
- ج- يتمتع الائتمان التجاري بالمرونة مقارنة بالائتمان المصرفي سواء من حيث طريقة التسديد أو من حيث الاستخدام أو التوسع في الائتمان.
- د- لا يطلب مانح الائتمان التجاري أي ضمانات أو اجراءات روتينية مقارنة بالائتمان المصرفي.
- هـ- من الممكن الاستفادة من الائتمان التجاري بصورة غير مباشرة عن طريق تأخير معدل التسديد أو استخدام الأموال المتاحة أو عدم تحمل تكلفة الاقتراض.

¹. دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص139.

المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل.

هناك مصدران رئيسيان للتمويل المتوسط الأجل و هما القروض متوسطة الأجل و التمويل بالاستئجار.

أ- القروض متوسطة الأجل **Term Loans**: تمثل القروض متوسطة الأجل نوعا من القروض التي تلتزم المؤسسة

عند الحصول عليها بسداد كل من أصل القرض و الفائدة المستحقة في تاريخ معين، و عادت تتراوح فترة الاقتراض ما بين ثلاث الى خمسة أعوام و تحصل المؤسسات على هذا النوع من القروض من المؤسسة المالية المختلفة كالبنوك و مؤسسات التأمين¹، و يتميز هذا النوع من الاقتراض بما يلي²:

السرعة: نظرا لأن عملية التمويل تنتج عن مفاوضات مباشرة ما بين المقترض و المقرض فإن الإجراءات الرسمية تكون محدودة للغاية وبالتالي تحصل المؤسسة على احتياجاتها المالية بسرعة.

المرونة: في حالة حدوث أي تغيرات في الظروف الاقتصادية المحيطة بالمؤسسة يمكن الإتفاق مباشرة مع المقترض لتغيير بنود التعاقد و هو أمر يصعب تحقيقه في حالة الأنواع الأخرى من مصادر التمويل طويلة الأجل.

ب- الاستئجار **Leasing**: إن امتلاك الأصل ليس الغاية التي تسعى المؤسسة لتحقيقها بل وسيلة من الوسائل التي

يمكن للمؤسسة من خلالها أن تحصل على خدمات لتحقيق أهدافها التشغيلية، و بالتالي يمكن استبدال وسيلة الإمتلاك بوسيلة الاستئجار حيث يبقى الهدف واحد لكن التغير في حجم التكلفة و درجة المخاطرة.

أولا: تعريف الاستئجار.

هو عقد مكتوب يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبلغ محدد و بمواعيد متفق عليها للمؤجر، و ذلك لقاء انتفاع المستأجر بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر من المؤجر و لفترة زمنية معينة ومعروفة، ومن خلال ما سبق فإن الاستئجار حال الاقتراض أي يؤدي الى ارتفاع المديونية من الناحية العملية³.

¹. محمد صالح الحناوي ونحال فريد مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي لإدارة المشروعات، مرجع سبق ذكره، ص 234.

². نفس المرجع، ص 235.

³. فيصل محمود الشواوة، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة 01، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2013، ص 128.

ثانيا: أشكال الاستئجار¹:

- الاستئجار المباشر **Direct Lease**: حتى تتمكن المؤسسة من خلاله الحصول على منافع الأصل الثابت عن طريق استئجاره مباشرة من المالك و دون أن تضطر الى امتلاكه بنفسها.
- البيع و إعادة الاستئجار **Sale Lease Back**: حيث تقوم المؤسسة التي تمتلك الأصل ببيعه على مؤسسة أخرى في نفس الوقت تقوم بإبرام عقد مع المشتري لإستئجاره و من ثم القيام باستخدام الخدمات التي يقدمها.
- الاستئجار الممول **Leveraged lease**: حيث يكون في عملية الاستئجار ثلاث أطراف تتمثل في: الطرف المؤجر للأصل المشتري، الطرف المستأجر للأصل المؤجر، الطرف الممول للأصل المشتري.

ثالثا: أنواع الاستئجار.

تستطيع المؤسسة المستأجرة اختيار النمط المناسب لاحتياجاتها التشغيلية و ظروفها المالية و ذلك من نوعين أساسيين من أنواع الاستئجار هما:

- أ- الاستئجار التشغيلي **Operating Leases**: يطلق عليه أيضا تأجير الخدمات Service Lease حيث هذا النوع من التأجير يقوم على فكرة الانتفاع من خدمات الأصل المستأجر من دون أن ينتهي هذا الانتفاع بتملك الأصل المستأجر²، و يتميز الاستئجار التشغيلي بالخصائص التالية³:
 - يلتزم مالك الأصل بصيانة و خدمات الأصل المؤجر للغير على أن تدخل تكاليف الصيانة ضمن المدفوعات الثابتة التي يقوم المستأجر بسدادها؛
 - يستمر هذا النوع من الاستئجار لفترة زمنية قصيرة نسبيا تكون عادة أقل من الحياة الإنتاجية للأصول؛
 - تشمل عقود الاستئجار إمكانية إيقاف عملية الاستئجار قبل انتهاء المدة المتفق عليه؛
 - مدة التأجير تكون أقل من الحياة الإنتاجية المتوقعة للأصل المؤجر.

- ب- الاستئجار التمويلي **Finance Lease**: يسمح التأجير التمويلي باستغلال الأصل الاقتصادي طيلة عمره الإنتاجي من طرف المستأجر، كما يتحمل تكاليف الصيانة و التأمينات الخاصة بالأصل المستأجر مقابل قسط

¹. نفس المرجع ، ص128.

². نفس المرجع، ص 129.

³. منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص265.

إيجاري يقل عن القسط الإيجاري للنوع السابق، و بالتالي تستهلك التكلفة الاجمالية للأصل خلال مدة عقد الإيجار إذ يحصل المؤجر على قيمة الأصل مضاف إليها العائد المطلوب¹، و يتميز الاستئجار المالي بالخصائص التالية²:

- تقع الأعباء الخاصة بصيانة و خدمة الأصول المستأجرة على عاتق الشركة التي تقوم بالاستئجار؛
- لا يستطيع المستأجر إيقاف عملية الاستئجار و إنما عليها الاستمرار في سداد أقساط الاستئجار حتى نهاية العقد؛
- يستمر عقد الاستئجار المالي عادة لفترة زمنية طويلة تتفق مع الحياة الانتاجية للأصل و بالتالي يستهلك بالكامل فيحصل مالك الأصل على قيمة الأموال المستثمرة في الأصل.

ج- الاستئجار المقرون برافعة التمويل Leveraged leasing: وهو ذلك النوع من الاستئجار الذي تكون أطرافه ثلاثة هم: المؤجر، المستأجر، والجهة الممولة له، إذ يكون الأصل المملوك من قبل المستأجر ثم يتم شراؤه من قبل المؤجر و اعاده تأجير نفس الأصل الى المستأجر، و يقوم المؤجر الذي يقوم بشراء الاصل المطلوب بتحمل جزء من كلفة الأصل بحدود 30% تقريبا و بمول المبلغ المتبقي من قيمة الأصل بقرض طويل الأجل من مصرف و يكون رهن الأصل في هذه الحالة هو الضمان للقرض³.

المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل.

تحصل الإدارة المالية على احتياجاتها الاستثمارية عن طريق التمويل طويل الأجل سواء كان مقترض أو ممتلك و تفاضل بين هذه المصادر للحصول على التوليفة المثلى.

أولاً: أموال الملكية

تمثل حقوق الملكية المصدر الأول للأموال في المشروعات الجديدة، و في ذات الوقت تشكل المصدر الأساسي للأموال في المؤسسات القائمة و تتمثل في: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، والأرباح المحتجزة.

¹. بوتسطة لامية، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة شركة الخزف الصحي بالميلية جيجل، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص علوم التسيير فرع إدارة اعمال المؤسسات، جامعة محمد الصديق بن يحي قطب تاسوست، الجزائر، 2008-2009، ص 55.

². نحال فريد مصطفى، مبادئ و أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة، الاسكندرية، 2003، ص 266.

³. دريد كامل آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة 02، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2009، ص 413.

التمويل بالأسهم **Equity Financing**: وهو تمويل خارجي تعتمده المؤسسات لزيادة رأس مالها إذ تلجأ إلى طرح الأسهم وهي عبارة عن حصص متساوية من رأس مالها لصالح المكتتبين ويؤكد ذلك على وثيقة تسمى السهم تحمل قيمته الاسمية، مقابل الحصول على عوائد في آخر الدورة إن وزعت، كما يكون لهم الحق في الحصول على جزء من رأس المال المتبقي في حال التصفية، ويمكن تقسيم الأسهم إلى نوعين أساسيين هما الأسهم العادية و الممتازة¹.

أ- التمويل عن طريق الاسهم العادية:

أولاً: تعريف الأسهم العادية **Common stocks**: هو وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية على التداول وغير قابلة لتجزئة من قبل حملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد ولا تلتزم بتوزيع الأرباح الثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات استحقاقها².

تعرف أيضاً على أنها تلك الأسهم التي لا تمتلك أي تفضيلات أو أساسيات أو أسبقيات خاصة سواء في دفع مقسوم الأرباح أو في حالة إفلاس و التصفية، وتعد هذه الأسهم الأساس لهذه المؤسسة في تعظيم قيمتها في سوق الأوراق المالية كما أنها تمثل رأس المال الذي يقدمه المالكين عند تأسيس المؤسسة.

كما أنها هي دليل الاكتتاب يضم وصفا مفصلا للصندوق الاستثماري أو المؤسسة، و في حالة الصندوق يوضح هذا الدليل أهداف الصندوق و كيفية استثمار أمواله و الرسوم و النفقات المرتبطة بإدارته³.

ثانياً: حقوق حملة الأسهم العادية⁴:

يتمتع حملة الأسهم العادية بحقوق تفوق ما يحصل عليه حملة السندات الدائنين الآخرين وهي:

¹. صديقي أحمد و آخرون، تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة، مجلة الاقتصاد و إدارة الأعمال، الحجم 01، عدد 01، 2017، ص80.

². دريد كامل آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص201.

³. جمال عبد الناصر، المعجم الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، 2006، ص30.

⁴. بورية غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة -الأشغال و التركيب الكهربائي فرع سونغاز-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، 2012، ص42 ص43.

- أ- يحق لحملة الأسهم العادية بالإضافة الى المشاركة في الأرباح التصويت و المشاركة في الاجتماعات التي تدعو إليها المؤسسة والتأثير في القرارات المختلفة التي تتخذها الجمعية العمومية أو مجلس الإدارة، وتعتمد درجة تأثير المساهم في السياسات والقرارات و نفوذه على عدد الأسهم التي يملكها لكل سهم صوت واحد.
- ب- الحق في الأرباح الموزعة، يحق لكل مساهم الحصول على حصته من الأرباح الموزعة ويكون توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية بعد توزيعها لحملة الأسهم الممتازة والالتزامات الأخرى.
- ج- يحصل حمله الأسهم على حقوقهم عند تصفية المؤسسة ولكن بعد أن يحصل كافة الدائنين وحملة الأسهم الممتازة على حقوقهم أولاً.
- د- يحق لحملة الأسهم بيع وشراء أسهم المؤسسة في السوق المالي بالسعر الذي يرغبون فيه، وكذلك الأولوية بشراء الأسهم الجديدة التي تصدرها المؤسسة.
- هـ- حق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.

ثالثاً: مزايا و عيوب التمويل بإصدار الأسهم العادية¹:

- أ- مزايا التمويل بإصدار الأسهم العادية:
- لا يمثل إصدار الأسهم العادية التزام على المؤسسة سواء بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها، إذ أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم يكون بعد تحقيقها و اتخاذ القرار بتوزيعها.
 - إن المؤسسة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد، مما يعني عدم وجود التزامات محددة على المؤسسة.
 - إن التمويل بالأسهم العادية يعد توسيع لحقوق الملكية و هذا يخفض من خطر الرافعة المالية و يعطي ضمانات إضافية للدائنين و يعزز من القوة الائتمانية للمؤسسة في السوق المالي.
- ب- عيوب التمويل بإصدار الأسهم العادية:
- يؤدي التمويل بإصدار الأسهم العادية الى توسيع قاعدة الملكية و أحيانا يفتح المجال للسيطرة على قرارات مجلس الإدارة واتجاهاته واحتمال تغيير طريقة إدارة المؤسسة بما يتلاءم مع توجهات الأعضاء الجدد في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال.

¹. دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره ، ص105.

- إن توسيع قاعدة المساهمين يؤدي الى انخفاض عائد السهم الواحد للمستثمرين الحاليين، إضافة الى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المتحققة سابقا (الأرباح المحتجزة) ويؤثر زيادة عدد المساهمين على تخفيض مبالغ الأرباح المحتجزة التي تساهم في توسيع الاستثمارات باعتبارها بمصدر داخلي للتمويل.
- عدم تخفيض العبء الضريبي على المؤسسة عند استخدام التمويل بإصدار الأسهم ذلك لأن قيمة الأرباح الموزعة لا تضاف الى مصاريف المؤسسة.
- إن إصدار الأسهم والإكتتاب بها بواسطة المؤسسات المالية يكون لقاء عمولات ومصاريف تتحملها المؤسسة المصدرة.
- إن ارتفاع نسبة المساهمة حق الملكية في هيكل رأس المال قد يؤدي الى ارتفاع كلفة رأس المال المستثمر وبالتالي انخفاض العائد على رأس المال المدفوع من المساهمين.

ب- التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

أولاً: تعريف الأسهم الممتازة Preferred shares¹: يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات وتظهر الطبيعة الهجينة للسهم الممتاز عندما نحاول تصنيفه بالنسبة للسندات والأسهم العادية، ومثلها مثل السندات لها قيمة إصدار كما أن أرباحها تشبه أيضا دفعات الفائدة، من حيث أنها ثابتة ويتعين دفعها قبل أن يحصل حملة الأسهم العادية على أرباحهم ولكن إذا لم تحقق المؤسسة أرباحا لن تكون ملزمة بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم الممتازة كما هو بالنسبة لحملة الأسهم العادية أي انه يحدد للسهم الممتاز نسبة معينة من الأرباح.

ثانياً: حقوق حملة الأسهم الممتازة²:

- أ- يحصل حملة الأسهم الممتازة على أرباحهم قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الأمر بالنسبة لحقوقهم في حالة تعرض المؤسسة للتصفية و بيع موجوداتها.
- ب- يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت ضد المدراء إذا لم تدفع المؤسسة أرباح الأسهم الممتازة لفترة معينة.

¹ . بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال و التركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مرجع سبق ذكره، 2012 ص26.

² . علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص280.

ثالثا: مزايا و عيوب التمويل بالأسهم الممتازة¹:

أ- مزايا التمويل بالأسهم الممتازة:

- تحقيق عوائد ثابتة.
- لها حق الأولوية عند التصفية.
- عوائدها المقبوضة معفاة من ضريبة الدخل.

ب- عيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

- الدخل المتحقق منها ثابت الى حد بعيد.
- لا يمكن مقاضاة الشركة في حال امتناعها عن التوزيع.

ثالثا: الأسباب التي تدعو الى إصدار الأسهم الممتازة²: توجد مجموعة من الأسباب تدعو المؤسسة في كثير من

الأحيان الى القيام بإصدار الأسهم الممتازة ويمكن استعراض أهمها على النحو التالي:

- أ- ارتفاع حجم الموارد المالية المتاحة.
- ب- الحصول على الفارق الايجابي بين تكلفة التمويل والعائد المتحكم من على الاستثمار.
- ج- الرغبة في الحصول على تمويل إضافي دون التعرض لمخاطر التدخل في الإدارة.

رابعا: تشابه الأسهم الممتازة مع العادية في بعض الأمور و كذلك تختلف في أخرى³:

أ- التشابه مع الأسهم العادية : من حيث:

- كلاهما يمثل أموال الملكية في شركات المساهمة.

- لا يوجد تاريخ محدد لردهما للمالكين.

¹. فبصل محمد الشواوة، مبادئ الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 115.

². نفس المرجع، ص 111.

³. شرابي باية كنز، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير. جامعة الجزائر3، 2013-2014، ص 28.

- المؤسسة ليست ملزمة بدفع عائد ثابت لها لأن العائد مرتبط بتحقيق الربح و لكن هذا ليس ضروري بالنسبة للأسهم الممتازة.

-عدم دفع الفوائد لحملةها لا يؤدي إلى الإفلاس.

-العوائد المدفوعة لحملةها لا تخصم من الدخل الخاضع للضريبة.

ب- الاختلاف مع الأسهم العادية : من حيث:

-حملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية.

-هناك حد أقصى لما يمكن أن يحصل عليه حملة الأسهم الممتازة حيث لا يوجد مثل هذا الحد بالنسبة لحملة الأسهم العادية.

-غالباً لا يكون لحملة الأسهم الممتازة حق في التصويت في حين يكون هذا حقاً أساسياً لحملة الأسهم العادية.

ج- الأرباح المحتجزة:

تعتبر الأرباح المحتجزة من بين أهم المصادر التمويلية التي تندرج ضمن أموال الملكية، فأهميتها بالغة وهذا راجع إلى العديد من الخصائص التي يمكن للمؤسسة أن تستفيد منها.

فالأرباح المحتجزة هي عبارة عن " جزء من حقوق الملكية، الذي تستمده المؤسسة من ممارسة عملياتها المرهجة ممثلاً في الجزء المتبقي من أرباح السنة، وذلك بعد تخصيص الاحتياطات المختلفة، والتوزيعات المقررة"، فالأرباح المحتجزة لا تكون إلا عن طريق تحقيق المؤسسة لأرباح من خلال ممارسة نشاطها، والقرارات المتخذة إزاء هذه الأرباح هو ما يدعى بسياسة توزيعات الأرباح، حيث تحدد نسبة الأرباح التي يتم توزيعها على الملاك، والجزء الذي يتم احتجازه في المؤسسة¹.

وتفضل المؤسسات تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة و ذلك لتجنب زيادة حقوق التصويت و المشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم) أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب على بيع الأوراق المالية (في حال

¹. عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير علوم التسيير، قسم علوم التسيير فرع ادارة مالية، جامعة منتوري قسنطينية، 2011-2012، ص 09-10.

إصدار سندات)¹، لهذا على المؤسسة من خلال تطبيق سياسة توزيع الأرباح مراعاة العديد من الجوانب منها الخاصة بالمؤسسة أو الملاك، وتتمثل فيما يلي²:

- السلامة من الناحية المالية ومدى توفر السيولة لمدفوعات الأرباح؛ خدمة القروض وسداد أقساطها؛ تمويل توسع المؤسسة واحتياجات نموها؛ وضمان استقرار توزيع الأرباح على عدد من السنوات.
- التشريعات القانونية، والتأكد من عدم مخالفتها ومدى سلامة العملية من الناحية القانونية.
- النظام الأساسي للمؤسسة، وكيفية تحديده لعملية توزيعات الأرباح ومدى مراعات.

- مزايا و عيوب التمويل بالأرباح المحتجزة³:

أ- مزايا التمويل بالأرباح المحتجزة:

- أ- كلفة الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل قليلة بالمقارنة مع غيرها؛
- ب- لا تحتاج إلى رهن موجوداتها؛
- ت- كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر، زاد استخدامها في تمويل موجوداتها، ما ينعكس بشكل إيجابي على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم.

ب- عيوب التمويل بالأرباح المحتجزة:

- أ- لا يستحسن استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بشكل متكرر؛
- ب- قد يتعذر على المؤسسات المساهمة المبتدئة الاستفادة من هذا المصدر؛
- ت- يتطلب أحيانا من المؤسسة إصدار أسهم مجانية مقابل احتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من كلفة استخدام هذا المصدر.

¹. محمد صالح الخناوي و آخرون، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص350.

². عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مرجع سبق ذكره، ص 10.

³. علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 282.

ثانيا: أموال الاقتراض.

يعتبر التمويل بالاقتراض من المصادر الأساسية في المؤسسات إذ يشكل أحد بدائل الاستثمار لدى العديد من المستثمرين، ويكون اللجوء إليه عادة عند عدم كفاية الأموال المملوكة لتلبية احتياجات المؤسسة أو تجنباً لتكاليفها، فتكون مجبرة على اللجوء إلى الاقتراض من جهات خارجية، قصد ضمان التمويل الدائم لاستثماراتها، وبالتالي تحقيق أهداف المؤسسة على المدى الطويل وهذا ما يعرف بالاقتراض طويل الأجل ومن أهم الأشكال المنظمة له: السندات، القروض طويلة الأجل¹.

أ- السندات.

أولاً: تعريف السندات:

السند عبارة عن " قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت، وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع فوائد سنوية، ويجب على المؤسسة أن ترفع القيمة الاسمية للسند كاملة عند الاستحقاق ويختلف السند عن القروض بأن يباع إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو المؤسسات أيضاً ويمكن بيع السند إلى شخص آخر أو مؤسسة قبل تاريخ استحقاقه ولكن بسعر أقل من قيمته عند الاستحقاق"².

إذا السندات هي أوراق مالية ذات دخل ثابت و تتمتع بقابلية التداول، وهي تمثل عقداً طويل الأجل تلتزم بموجبه المؤسسة بتسديد دفعات دورية من الفوائد، والتي تمثل تكلفة استخدام الأموال إضافة إلى أصل المبلغ لمن يحمل السند³.

ثانياً: خصائص السندات: تتميز السندات بالعديد من الخصائص أهمها⁴ :

- السند هو عبارة عن دين، تكون له قيمة إسمية ويعطي لحامله الحق في تلقي فائدة ثابتة (تمثل نسبة من القيمة الإسمية للسند) بشكل دوري (سنوي، سداسي) إلى غاية الاستحقاق حيث يتحصل حامله على القيمة الإسمية، وتتراوح مدته من 2 سنة إلى 30 سنة.

¹. صديقي أحمد و آخرون، تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة، ص 80.

². بوربيعة غنية، محددات إختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال و التركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مرجع سبق ذكره، ص30.

³. عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص172.

⁴. عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مرجع سبق ذكره، ص12.

- سعر الفائدة أو العائد المتوقع من السندات يكون في الغالب ثابتا، يمثل نسبة من القيمة الاسمية للسند، كما قد يكون أيضا متغير أو عائم.
- خاصية الاستبدال (Convertibility) وتعطي هذه الخاصية المستثمر حق استبدال السندات إلى أوراق مالية أخرى، والتي عادة تتمثل في الأسهم العادية، اعتمادا على نسبة تحويل معينة.
- خاصية استدعاء السندات (Mechanism Call) وهو حق المؤسسة في إعادة شراء السندات المصدرة من طرفها، مقابل إلزام المؤسسة بتعويض حاملها لتنازلهم عنها قبل حلول تاريخ الاستحقاق، ويحدث ذلك خاصة في الفترات التي تتسم بانخفاض في سعر الفائدة، مما يمكن الشركة من إعادة إصدار أوراق مالية أخرى بسعر فائدة أقل من سابقتها.
- خيارات الشراء المضمون (Warrants) تعتبر من المحفزات التي تربطها المؤسسة بالسند عند إصداره، إذ تعطي الحق لأصحاب السندات المشاركة في حقوق الملكية، ولكن ليس عن طريق استبدال السندات إنما يكون لحاملها الامتياز في الحصول على الأسهم عند إصدار أسهم جديدة من قبل المؤسسة.

ثالثا: أنواع السندات:

تتنوع السندات الى أنواع عديدة أهمها ما يلي¹:

- **السندات العادية bonds**: وهي الإصدارات ذات الطبيعة العامة التي تحدد كلفتها بسعر الفائدة الثابت، مع التزام الجهة المصدرة بتسديد قيمة السند بتاريخ الاستحقاق المعين في شروط الإصدار إضافة الى الفوائد، وقد تكون السندات إسمية أي باسم صاحب السند فهو الذي يستحق الفوائد وقيمة الإطفاء أو قد يكون السند لحامله وبذلك يستحق من يحمل السند حقوقه المنصوص عليها في شهادة الإصدار، وهناك سندات تسمى سندات البيع تعطي لحاملها الحق في إعادة السند الى الجهة المصدرة واستلام مبلغها وتكون الفائدة عليها منخفضة مقارنة بالسندات العادية.
- **السندات المضمونة Mortgage Bonds**: تصدر السندات المضمونة شرط رهن بعض الموجودات في المؤسسة، ولا يحق للمؤسسة المالكة التصرف بهذه الموجودات المرهونة إلا بعد إطفاء قيمة السندات، وقد يكون الضمان بالأصول الثابتة وفي هذه الحالة يحق للمؤسسة المالكة التصرف بجزء من هذه الأصول أو التصرف بمحدود

¹. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 213 ص 214.

المبالغ التي تستهلك من قيمة السندات أو من خلال استبدالها بموجودات أخرى، ومن الممكن إصدار السندات بكفالة مؤسسات أخرى أو بنوك وقد يكون الرهن من الدرجة الأولى إذ لا يجوز استخدامه كضمان لإصدارات جديدة أخرى أو من الدرجة الثانية حيث يمكن استخدامه لأكثر من إصدار.

- **السندات ذات الدخل Income Bonds:** هذا النوع من السندات لا يحق لحاملها الحصول على قيمة الفوائد إلا إذا حققت الشركة الأرباح الكافية لتسديد الفوائد، وعادة تكون أسعار الفائدة لهذا النوع من السندات مرتفعة مقارنة بالسندات العادية لغرض ترغيب المستثمر بشرائها.
- **السندات متقاسمة الأرباح Dividend-sharing bonds:** وهذه الميزة تمنح لغرض تشجيع المستثمرين للإكتتاب بالسندات كونها تمنح المستثمرين في هذا النوع من السندات امتيازاً إضافياً، فبالإضافة إلى الفائدة الثابتة فإنه يشارك حامل السهم العادية بنسبة من الأرباح التي تحققها الشركة وتحدد هذه النسبة في شروط الإصدار.
- **السندات القابلة للاستبدال Convertible Bonds بأسهم عادية:** تتمتع هذه السندات بميزة حق استبدالها بأسهم عادية وعلى أساس رغبة حاملها، ويتم تحديد طريقة الاستبدال ونسبتها وموعدها بشروط الإصدار وتتمتع مثل هذه السندات بمرونة فحاملها يحصل على فوائد ثابتة في فترات الركود، ويمكنه الحصول على حصة من الأرباح في فترات الارتفاع بعد استبدال السندات بأسهم عادية.

ب- القروض طويلة الأجل.

أولاً: تعريف القروض طويلة الأجل.

وهي عبارة عن مجموع المطلوبات أو الديون التي تنشأ في ذمة المؤسسة، والتي تمتد إلى عدة سنوات لتصفيتها وتكون من مصادر متعددة وبأنواع مختلفة وذلك حسب الظروف السائدة في الأسواق المالية ويتم استثمار هذا النوع من الالتزامات في تمويل الاستثمارات طويلة الأجل¹، وتعد إحدى مصادر التمويل المتاحة الطويلة الأجل والتي تمنح مباشرة من الجهاز المصرفي كالمصارف وشركات التأمين أو من مؤسسات خارجية، وبخلاف السندات تمثل القروض وسيلة عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلال انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقاً لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما².

¹ محمد أمين علون، لطفي شعبان، دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة: مؤسسة دباغة الجلود- جيجل- ، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 13، العدد 01، نشرت 2020/07/28، ص 763 .

² دريد كامل آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 218.

ثانيا: شروط القروض طويلة الأجل: ويتضمن عقد القرض شروطا تتعلق بالجوانب التالية¹:

- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ استحقاق.
- الرهونات أو الضمانات المرتبطة بالقرض.
- فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض.
- أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض.

وتتوقف شروط القرض على تقييم المركز المالي وامكانية الطرفين، إن أسباب اختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل يعود إلى الصعوبات التي تواجهها المؤسسة في إصدار أسهم جديدة أو عدم إمكانية الحصول على مصدر تمويل مناسب، وفي بعض الأحيان يشكل هذا النوع من الاقتراض أقل تكلفة من المصادر الأخرى على اعتبار أن الفائدة على القرض والعمولة المدفوعة تخفض من الربح الخاضع للضريبة أي توفر الميزة الضريبية لمثل هذا النوع من مصادر الأموال، مع الإشارة إلى وجود عوامل محددة لمبلغ القرض وخاصة في حالة عدم توفر الضمانات الكافية لتغطية مبلغ القرض أو محدودية قدرة المقترض على تسديد الالتزامات عليه، ويعتمد احتساب كلفة القروض على المبلغ المقترض و سعر الفائدة وفترة الاقتراض .

ثالثا: مقارنة بين مصادر التمويل طويلة الأجل²:

من العرض السابق لمختلف مصادر التمويل نلاحظ الآتي:

- أ- في حين يعتبر حملة الأسهم ملاك المشروع فإن حملة السندات هم مجرد مقرضين للمشروع و بالتالي فإن حقوق حملة السندات ضمن الحقوق الممتازة أي التي يجب دفعها في مواعيد استحقاقها قبل حصول حملة الأسهم (الممتازة و العادية) على حقوقهم.
- ب- يلتزم المشروع بسداد مستحقات حملة السندات سواء حقق أرباح أم لم يحقق لأن التوقف عن السداد معناه إفلاس المشروع، أما بالنسبة لحملة الأسهم فلا يلتزم المشروع بدفع عوائد لهذه الفئة إلا في حالة تحقيق الأرباح (وفي حالة اتخاذ قرار بتوزيع هذه الأرباح).

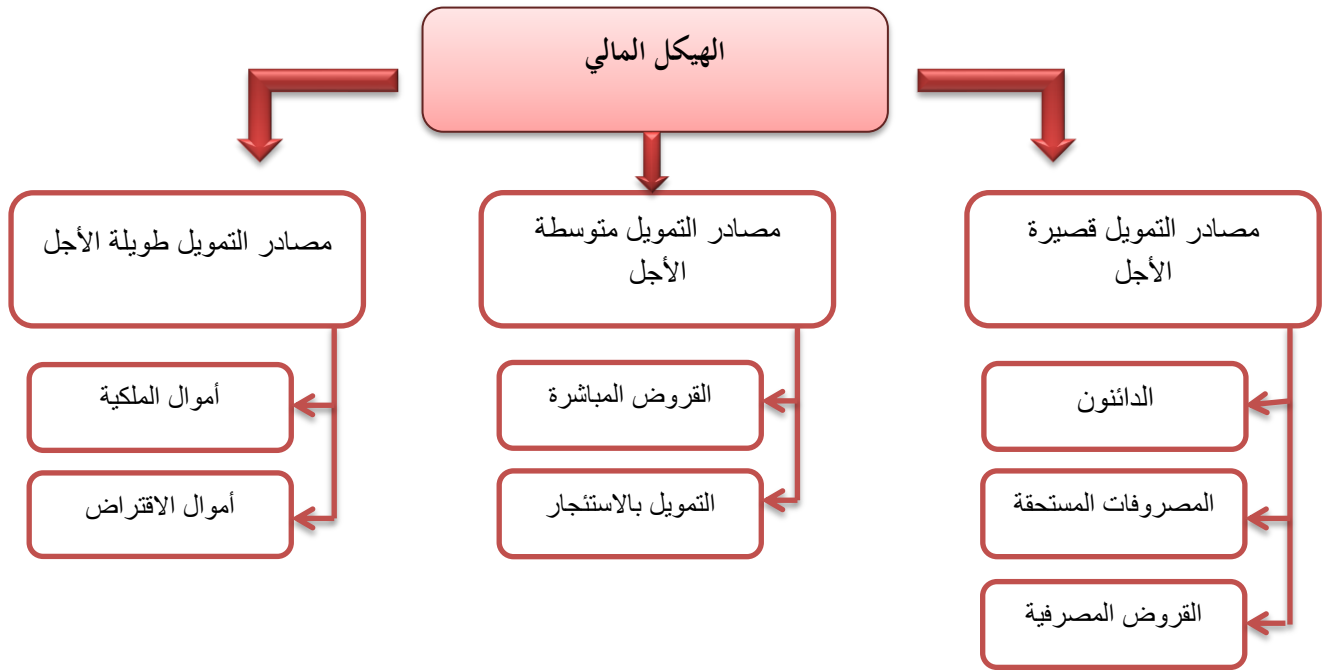
¹ . بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال و التركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مرجع سبق ذكره، ص34.

² . محمد صالح الحناوي و آخرون، أساسيات الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 273 و 274.

- ج- إن التمويل بالاقتراض يعتبر أقل تكلفة بالنسبة للمشروع لأن معدل الفائدة المدفوعة على السندات أقل من نسبة الأرباح المستحقة لحملة الأسهم، لكن في نفس الوقت فإن التمويل بالاقتراض أكثر خطورة بالنسبة للمشروع لأنه يتضمن إلتزامات ثابتة.
- د- لا يتدخل أصحاب السندات في إدارة المشروع و ذلك عكس حملة الأسهم الذين لهم حق التصويت و السيرة.

و يمكن أن نلخص مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة في الشكل التالي:

الشكل (02): مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة



المصدر: من إعداد الطالبتين.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي.

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

المطلب الأول: النظرية التقليدية المفسرة للهيكل المالي.

قامت النظريات الكلاسيكية على فرضيات غير واقعية في مجملها رغم ذلك تعتبر هذه النظريات خاصة نظرية موديكلياني و ميلر 1918 القاعدة الأساسية لدراسة الهيكل المالية في المؤسسات.

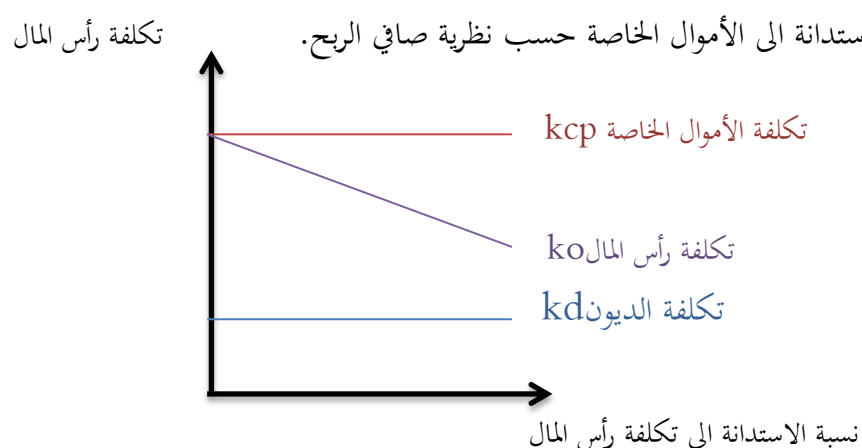
أولاً: نظرية صافي الربح.

يرى مؤيدو صافي الربح أنه يمكن زيادة القيمة السوقية للمؤسسة و تدنية تكلفة الأموال عن طريق زيادة نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، و يقوم هذا المدخل على الفرضيات التالية¹:

- الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر، و بالتالي ثبات تكلفة الأموال الخاصة و الديون.
- معدل العائد الذي يطلبه الملاك أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض، و ذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمون.

ومن خلال ما سبق فإن تكلفة كل من الاقتراض وحقوق الملكية ثابتة لا تتغير بتغيير نسبة الاقتراض، فارتفاع وانخفاض نسبة الاقتراض في هيكل رأس مال المؤسسة، لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه الملاك، كما يرى أصحاب هذا المدخل أن هيكل رأس المال المثالي هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أموال اقتراض فقط.

الشكل (03): العلاقة بين نسبة الاستدانة الى الأموال الخاصة حسب نظرية صافي الربح.



المصدر: محمد صلاح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل الى القيمة و اتخاذ القرار، مرجع سبق

ذكره، ص 316.

¹. محمد صلاح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل الى القيمة و اتخاذ القرار، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص 316.

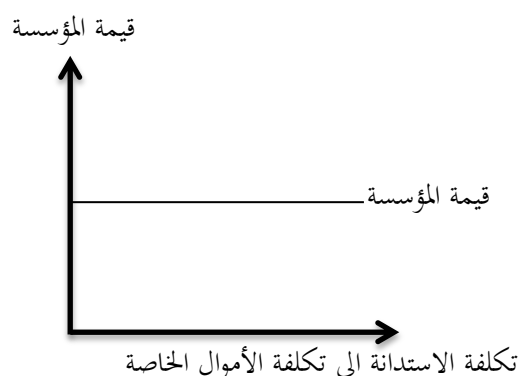
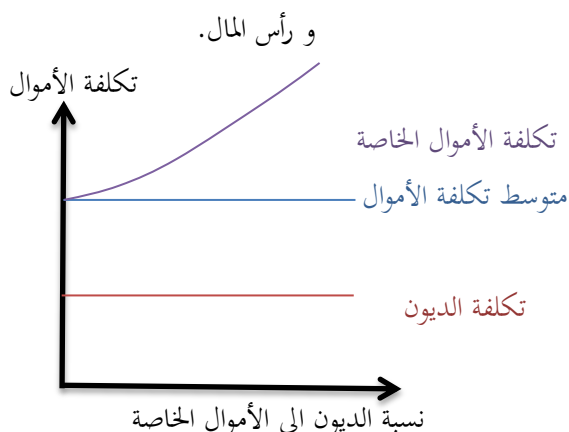
يتضح من خلال الشكل أن تكلفة رأس المال تنخفض كلما زادت نسبة الديون الى الأموال الخاصة و تستمر هذه التكلفة في الانخفاض الى ان تصل الى أدناها و تصبح مساوية الى الديون، و بالتالي فإن أفضل هيكل مالي للمؤسسة حسب هذه النظرية هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة من الديون و لو كانت 100%¹، يعاب على نظرية مدخل صافي أنه يفترض أن الملاك لا يطالبون بعائد إضافة نتيجة الاعتماد المتزايد المؤسسة على الاقتراض و هو اقتراض غير واقعي².

ثانيا: نظرية صافي ربح الاستغلال

مدخل صافي ربح العمليات يعرض وجود تأثير للهيكل المالي (قرار التمويل) على قيمة المؤسسة، حيث يعتقد مؤيدوه أن قيمة المؤسسة المستقلة تماما عن أي تغييرات في الهيكل المالي وإنها مستقلة أيضا على تأثيرات التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل، كما أن هذه الأخيرة لا تتأثر بتغيير نسبة الرفع المالي فهي ثابتة، ويشير المضمون العام لهذا المدخل أن المساهمون سيطلبون بزيادة معدل العائد نتيجة زيادة اعتماد المؤسسة على الديون مما يقود الى ارتفاع تكلفة التمويل الممتلك (ke) يعوضه انخفاض في تكلف الديون (kcd)، وهذا ما يؤدي الى ثبات (wacc) وبذلك فقيمة المؤسسة لا تكون عرضة لأثر تغيير تركيبة الهيكل المالي وتظل ثابتة³.

الشكل (04): العلاقة بين تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة.

الشكل (05): العلاقة بين نسبة الاستدانة الى الاموال الخاصة و رأس المال.



المصدر: منير ابراهيم الهندي، هيكل تمويل الشركات، الطبعة 2، منشأة المعارف، الاسكندرية، ص 104.

¹. عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياص، أساسيات التمويل و الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 193.

². محمد صلاح الخناوي و جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل الى القيمة و اتخاذ القرار، مرجع سبق ذكره، ص 316.

³. نبيلة سهائلة و جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي و أثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)، مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات، جامعة العربي بن مهيدي، أم بواقي، الجزائر، 2017، ص 247.

يتضح من خلال الشكل أن كل من تكلفة الديون وتكلفة رأس المال ثابتة، بينما نجد تكلفة الأموال خاصة تتزايد بزيادة نسبة الاستدانة، وحسب هذه النظرية لا يوجد ما يسمى بالهيكل المالي الأمثل مهما كانت نسبة الاستدانة، فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة مما يترتب عليه بالتبعية قيمة المؤسسة¹.

ثالثا: المدخل التقليدي.

يعكس المدخل التقليدي وجهة نظر كل من المدخلين سابقين حيث يفترض أصحاب هذا المدخل وجود هيكل مال مثالي أي وجود نسبة الاستدانة مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال الى حد أدنى وبالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة الى حدها الأقصى، كذلك يفترض هذا المدخل أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمر يزداد مع زيادة نسبة الاستدانة².

وفق هذا المدخل تتحدث نسبة الديون المثلى التي تجعل من القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها في 03 مراحل³:

المرحلة الاولى: تتصف هذه المرحلة بثبات تكلفة الاموال الملاك مع زيادة نسبة الاقتراض، غير أن زيادة تكلفة الأموال في هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناجمة عن زيادة الاقتراض كذلك من خصائص هذه المرحلة تكلفة الاستدانة تظل ثابتة نتيجة لذلك فإن قيمة المؤسسة سوف ترتفع بزيادة نسبة الرفع المالي نتيجة لانخفاض تكلفة الأموال الكلية للمؤسسة.

المرحلة الثانية: تتصف المرحلة بأن المؤسسة تكون قد استخدمت نسبة من الاقتراض بحيث لا يؤثر الاقتراض على قيمة المؤسسة، نظرا لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على الاقتراض في هذه الحالة والمتمثلة في انخفاض تكلفة الاقتراض سوف يقابلها ارتفاع في تكلفة الأموال.

المرحلة الثالثة: تشهد هذه المرحلة ارتفاعا في نسبة الاقتراض فيما وراء الحدود المقبولة، وهو ما يترتب عليه أن تصبح المزايا التي تحصل عليها المؤسسة من الاعتماد على الاقتراض كمصدر رخيص التكلفة تضع تماما الزيادة التي يطلبها الملاك في صورة معدل عائد على أصولهم.

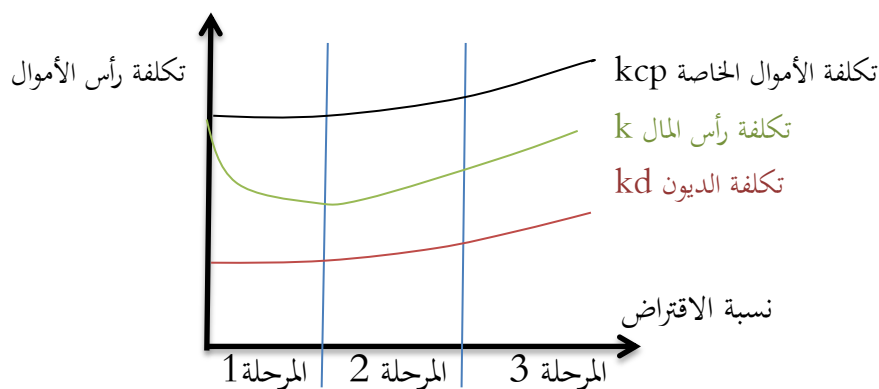
¹ . منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 638 و639.

² . منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، المكتب العربي، الاسكندرية، 2006، ص 103.

³ . محمد صالح الحناوي، حلال ابراهيم العبد، مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 330-332.

ليس هذا فحسب، بل أن هذه الزيادة في العائد الذي يطلبه الملاك تكون أعلى من المزايا الناجمة عن الاعتماد على الاقتراض و هو ما يؤدي الى ارتفاع تكلفة الأموال و من ثم انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة العلاقة بين نسبة الاستدانة و تكلفة رأس المال حسب النظرية التقليدية.

الشكل (06): العلاقة بين الاستدانة الى الأموال الخاصة و تكلفة رأس المال.



المصدر: محمد صالح الحناوي، حلال ابراهيم العبد، مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 334.

رابعاً: نظرية موديكلياني و ميلر

يقوم هذا المدخل على ما يسمى بمدخل أرباح الاستغلال الذي تولد عنه اعمال Miller Mdighini حيث نميز هنا مرحلتين في تصور هذا النموذج:

المرحلة الاولى: دون أثر الضريبة، مع أثر معدوم رافعة الاستدانة.

المرحلة الثانية: الأخذ بعين الاعتبار أقل الضريبة، بفعل خاصية قابلية التخفيض الضريبي للمصاريف الحالية.

1- الهيكل المالي للمؤسسة في ظل غياب الضرائب:

يعود الفضل الى كلا من ميلر موديكلياني في القيام بالمحاولات الأولى للتفسير المقنع للنظرية في مقال أصبح من أشهر الأعمال في النظرية المالية من خلال محاولتهما ووضع نظرية الهياكل المالية عبر أطروحتين متتابعتين، في الأولى حاول البرهنة أنه في غياب الضرائب تصبح النظرية التقليدية غير صحيحة أي أنه لا يوجد هيكل تمويلي أمثل وأن معدل المردودية الاجمالي المطلوب يبقى ثابت مهما كانت مستويات الاستدانة.

يشير كل من موديكلياني وميلر بانه في ظل أسواق كامله فان المؤسسات لها نفس القيمة السوقية بغض النظر عن نسبه الرافعة المالية لها، وكذا مخاطر عدم السداد، ويؤكد على أن القيمة السوقية لأي مؤسسة سواء كانت مقترضة أو

مقرضة مستقلة تماما عن هيكلتها المالية وإن هذه القيمة تتحدد من خلال صافي ربح العمليات الذي تحدثه المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة، بما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاسات لقرارات الاستثمار فيها وبفعالية تلك القرارات و قوتها الايرادية¹.

يعاب على هذا التحليل افتراض أن الرافعة المالية الشخصية تماثل الرافعة المالية للمؤسسة من حيث الآثار، وهو افتراض مشكوك في صحته، ذلك أن عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالفوائد قد تترتب عليه إعلان إفلاسها، غير أن آثار بعد الافلاس لن يمتد الى ثروة المستثمر الخاصة أما عدم قدرة المستثمر على سداد فوائد القروض الذي حصل عليه فقد يترتب إعلان اعتباره المالي، وهو أمر لا يترتب عليه فقط ضياع أمواله المستثمرة في شراء أسهم المؤسسة، بل قد يؤدي الى ضياع جزء من ثروته الخاصة².

2- الهيكل المالي في ظل وجود الضرائب:

لم يكن مودكيليني وميلر بالدراسة التي قامت بها سنة 1958 والتي أوضحت بأن الهيكلة المالية للمؤسسة مستقلة تماما عن قيمتها السوقية بل تجاوز ذلك و درس أثر الهيكلة المالية للمؤسسة في ظل وجود الضرائب و قدم تحليلا جديدا للهيكلة المالية من خلال المقال الذي نشره سنة 1963، أن اعتماد المؤسسة على القروض يترك أثرا ايجابيا على قيمة المؤسسة، أكد مودكيليني وميلر سنة 1963 بأن الديون أثرا ايجابيا على قيمة المؤسسة مهما كانت نسبتها و مستواها في الهيكلة المالية لها، وذلك بسبب ما ... الديون من اقتصاد ضريبي والذي ينشأ بسبب اعتماد المؤسسة على الاستدانة في التمويل، حيث أن زيادة الديون يترتب عليها انخفاضا مستمرا في تكلفة رأس المال، مما يؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، ويشاهد التأثير نظرا لاعتبار الفائدة لمصاريف تتحملها المؤسسة قبل أن تخضع للضريبة، ولذلك فإن قيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تكون أعلى من القيمة السوقية غير مقترضة بمقدار الاقتصاد الضريبي³.

المطلب الثاني: النظريات الحديث المفسرة للهيكل المالي.

جاءت نظرية الحديثة على عكس النظرية التقليدية التي استشهدت أية مخاطر متعلقة باستخدام الديون في هيكل المالي للمؤسسة حيث أنه كلما زادت نسبة الديون فإنه تزداد معه مجموعة من المخاطر واحتمالات الإفلاس تزداد تكاليف الوكالة.

¹. براق محمد، غربي حمزة، مدخل الى السياسة المالية للمؤسسة، الطبعة، دار الكتب و الوثائق القومية، 2014، ص149.

². منير إبراهيم الهندي، الادارة المالية مدخل التحليل المعاصر، مرجع سبق ذكره، ص635.

³. براق محمد، غربي حمزة، مدخل الى السياسة المالية للمؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص164.

أولاً: نظريه التوازن.

تنطلق هذه النظرية من اعمال Myers (1984) و قد عرفت في إعدادها بمرحلتين¹:

- **المرحلة الأولى:** او ما يعرف Trade Off Statique حيث أنه تم ادخال أثر تكلفة إفلاس على نموذج ميلر و مودكيليبي و خلصت الى تحديد معدل الاستدانة الأمثل في هذه الحالة ارتفاع الاستدانة يؤدي الى تحديد الرافعة و ظهور تكلفة الإفلاس التي لها انعكاس سلبي على قيمة المؤسسة.
 - **المرحلة الثانية:** و التي عرفت تعديلا و في هذا النموذج بالأخذ بعين الاعتبار تكلفة الوكالة و هذا كاستجابة للانتقادات الشهيرة التي وجهت الى المرحلة السابقة، فعلاقة الوكالة تقود الى صنفان من التكاليف، تكاليف الأموال الخاصة أي النفقات التي يقوم بها المساهمون من أجل تأمين الانحرافات التي قد يقع فيها المدراء، و تكاليف الوكالة الديون أو النفقات التي يقوم بها المدينون من أجل ردع المساهمين (بما فيها المدراء).
- أ- التأثيرات الناجمة عن وجود تكلفة الإفلاس:

تواجه المؤسسة خطر الإفلاس كلما ظهرت القروض تأخذ البنود المكونة لهيكلها المالي، وخاصة في الحالات التي تكون المؤسسة عاجزة عن أداء مستحقاتها المالية في آجالها، الأمر الذي ينجم عنه تكاليف إضافية تدعى بتكاليف الإفلاس ويعرف Bever تكلفة الإفلاس على أنها عدم قدرة المؤسسة على دفع التزاماتها في آجال استحقاقها، كما يراها الميداني على أنها تمثل أقصى درجات فشل المؤسسة، رغم أن كل من ميدكيليبي و ميلر استبعدا تكلفة الإفلاس في تحليلها وذلك كونها يريان بأنها ضعيلة الى درجة يمكن إهمالها وبالتالي فهي لا تؤثر على الهيكل المالي للمؤسسة، لكن بينت الدراسات اللاحقة أن تكلفة الإفلاس ذات دور بارز في التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة بتأثيرها في التكلفة المتوسطة المرجحة (WACC) ومن ثم التأثير على قيمة المؤسسة، فزيادة تكلفة الإفلاس، يرتفع الإفلاس و ترتفع تكلفة التمويل، الأمر الذي يؤدي الى انخفاض قيمة المؤسسة كما تؤدي الزيادة في الأموال المقترضة الى ارتفاع تكلفة الافلاس. ولقد تعدد الدراسات التي تناولت هذا الموضوع وذلك بغية تحديد دقيق لحجم التكاليف الناتجة عن الإفلاس والذي يعود سببها الى مجموعة العوامل أهمها: استعمال طرق ملتوية لتحقيق الربحية زيادة الى عدم الكفاءة في الأداء، و كل هذا في ظل عدم

¹. إلياس بن ساسي و يوسف كرشبي، التسيير المالي الإدارة المالية، دروس و تطبيقات، ص375.

المرونة المالية، هذه الأمور تؤدي الى الإعلان عن حالة الإفلاس التي حسب GVP تكون إما بطريقة طوعية أو غير طوعية و التي تتم ضغط الدائنين¹.

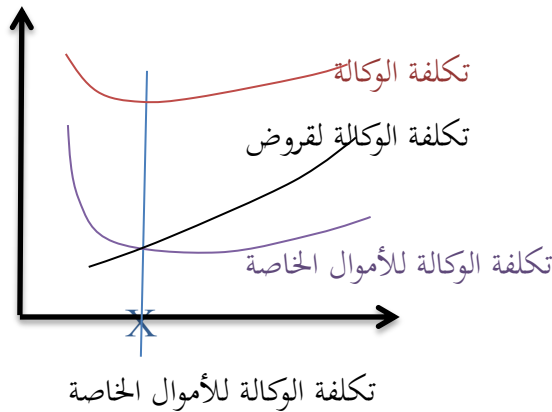
ب- التأثيرات الناجمة عن تكلفة الوكالة:

تنشأ تكلفة الوكالة نتيجة صراعات المحتملة بين الملاك والمقرضين والمسيرين، فهي بالتالي تمثل مصاريف إضافية للمستثمرين والهدف من ورائها هو مراقبة أموالهم المستثمرة في المؤسسة وهذا بالتنازل عن جزء من سلطاتهم، فكل من الموكل و الوكيل يحاول تعظيمه منفعتهم مما يجعل العلاقة التي تربطهما مصدرا للتناقض الأمر الذي خلق تكلفة إضافية.

وسواء نجحت تكلفة الوكالة عن تعارض المساهمين والمسيرين وعن تعارض بين المساهمين و المقترضين فإن العديد من الدراسات أوضحت تكلفة الوكالة تزداد مع زيادة نسبة الاستدانة في المؤسسة ويزداد معها تأثير سلبي على القيمة السوقية للمؤسسة اي ان هذه الاخيرة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة².

الشكل (07): الهيكل المالي الأمثل حسب تكلفة الوكالة.

تكلفة الوكالة



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

و يتضح من خلال الشكل أنه كلما زادت نسبة الاستدانة انخفضت معها تكلفة الوكالة بالنسبة للأموال الخاصة، و بالمقابل ارتفاع في تكلفة الوكالة بالنسبة للديون و بالتالي فإن الهيكل المالي الأمثل يتحدد عند النقطة X و التي يكون عندها مجموع تكاليف الوكالة سواء للديون أو للأموال الخاصة في أدنى حد لها.

¹. عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة دور سياسات توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مرجع سبق ذكره، ص 98.

². نفس المرجع، ص 97.

ثانيا: نظرية الإشارة.

تستند هذه النظرية على فرضية بوجود عدم تماثل للمعلومات بين مختلف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة حيث أن مسيري المؤسسة يمتلكون معلومات خاصة عن خصائص المؤسسة و فرصها الاستثمارية، وهذه المعلومات غير متوفرة لمن هم خارج المؤسسة وسيكون قرار التمويل واختيار هيكل التمويل من بين الاشارات التي سيرسلها المسيريون للأطراف الخارجية من مستثمرين ومقرضين، للإفصاح عن حالة المؤسسة وآفاقها المستقبلية.

و لقد حاول العديد من المفكرين تغيير السلوك التمويلي للمؤسسات في ظل اختلاف مستوى المعلومات بين مستخدمين تلك المعلومات، الخارجين والداخلين حول الفرص الاستثمارية وتوزيعات العائد الحقيقية للشركة، ويعتبر نموذج روس 1997 ونموذج Leland 1977 الأساسي الذي بني عليه هذا المدخل، فنموذج روس 1977 يستخدم نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي في ظل قرار الاستثمار، كمؤشر على نوعية المؤسسة بينما يركز نموذج Pyle وLeland 1977 على تأثير نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي على نسبة الأسهم المملوكة من طرف المسيرين والتي تمثل كمؤشر على نوعية المؤسسة¹.

ثالثا: نظرية الالتقاط التدريجي.

من أجل تحديد الهيكل المالي هناك نظرية ثالثة من بين النظريات الحديثة ظهرت في منتصف الثمانينات، ويتعلق الأمر بنظرية الالتقاط التدريجي للتمويل والتي تحمل في مجملها خصائص مشتركة وهي القيام دائما بتصنيف التمويل في ظروف معينة حسب أفضليتها، وقد بنيت على أساس مجموعة من النماذج²:

- نموذج William son: ظهر هذا النموذج سنة 1988 حيث يفترض ويليام سون أن أطراف العقد المساهمون، مسيريون، مقترضون لديهم رشاد اقتصادية محدودة وأنهم يستطيعون تغيير سلوكهم ليصب في مصالحهم عند انتهاء العقد و بالتالي 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.

¹. حركاتي نبيل، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسبير، المجلد 18، العدد 01، ص 219.

². إلياس بن ساسي و يوسف كرشى، التسبير المالي الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 392-393.

- نموذج ماير 1990: ضمن هذا النموذج وعلى المدى البعيد فإن الفرضية السلوكية للمدراء في تعظيم ثروة المؤسسة والتي تحسب بالعلاقة التالية: $W = E + S$ كما هي مبنية في الميزانية المالية المختصرة التالية:

جدول (01): تمثيل الفائض التنظيمي و ثروة المؤسسة.

الأصول	الخصوم
<ul style="list-style-type: none"> • PNA القيمة الحالية للأصول الموجودة مع الأخذ بعين الاعتبار التدفقات المنتظرة بهذه الأصول. • PVGE + القيمة الحالية للفرص الاستثمارية. • PVTAX- القيمة الحالية للضرائب 	<ul style="list-style-type: none"> • D = الديون. • E = أصول خاصة. • S = القيمة الحالية للفوائض التنظيمية.

المصدر: بن ساسي إلياس و يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 393.

الفائض التنظيمي يعكس القيمة المحينة للتكاليف الناجمة عن الأجور العالية جدا، و التي لا تتمتع بخاصية الديمومة باعتبار ان المقرضين يمكنهم فرض تخفيضها إذا كان سداد الدين أو دفع الفوائد غير المنتظمة.

أما Mayer ينظر الى المؤسسة على أساس أنها تحالف يبحث عن زيادة حجم الأموال الخاصة، والفوائض التنظيمية (أي سلطته على إعادة توزيع العلاوات على المستخدمين) في هذه الحالة الرفع في رأس المال يفضل على الاستدانة اذا كان من الضروري اللجوء الى تمويل خارجي.

- نموذج Majluf & Myerse:

ظهرت أول تطورات نظرية الالتقاط التدريجي على يد Myerse & Majluf بحيث وحسب هذا النموذج يصلح التمويل التسلسلي في حالة كون تكاليف إصدار أسهم جديدة أكبر من تكاليف الاعتماد على الاستدانة بالتالي فإن المؤسسة تمول استثماراتها أولا بالتمويل الذاتي ثم تلجأ الى الاستدانة وفي الأخير تصدر أسهم جديدة.

خلاصة الفصل :

يعتبر موضوع الهيكل المالي من أهم المواضيع التي استأثرت بجزء مهم من الدراسات المالية لما لها من أهمية بالغة في التأثير على المؤسسة، إذ يعرف الهيكل المالي بأنه مجموعة التزامات التي تترتب على المؤسسة مقابل الحصول على مجموعة من الأصول أو مستوى التغيير في اختيار مصادر التمويل والمفاضلة بين البدائل المتاحة أمام المؤسسة، حيث تلجأ الى مصادر الأموال المملوكة والتي تتمثل في الأسهم بنوعيتها العادية والممتازة، والأرباح المحتجزة و قد تلجأ الى مصادر الأموال المقترضة متوسطة و طويلة الآجال و التي تشمل أساسا السندات، القروض البنكية والتمويل التأجيري كما تلجأ إلى الأموال المقترضة قصيرة الأجل والتي تشمل الائتمان التجاري و الائتمان المصرفي.

كما توصلنا إلى أن المؤسسة تمويل احتياجاتها المالية من خلال مصدرين أساسيين وهما الأموال المملوكة و الأموال الاستدانة، حيث يكون الهيكل المالي مثالي عند التوليفة التي تحقق أدنى مستوى تكلفة رأس المال وتجعل قيمة المؤسسة في أعلى مستوياتها، و من أجل ذلك ظهرت العديد من النظريات المفسرة لذلك و نجد النظرية التقليدية و على رأسها نظرية صافي الربح والتقليدي التي تؤيد وجود هيكل مالي مثالي على عكس موديكلياني وميلر و نظرية الاستغلال التي تنفي ذلك.

وبالتالي فالهيكل المالي هو أحد الأدوات المهمة و المساعدة على اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة وهذا ما سنتناوله في الفصل الثاني.

الفصل الثاني:
اتخاذ قرار الاستثمار



تمهيد

يعتبر الاستثمار الدعامة الأساسية التي تعتمد عليها أي مؤسسة من أجل بلوغ هدفها الأسمى الذي أنشئت ألا وهو التوسع و الاستمرار من أجل البقاء، و ذلك يتطلب استخدام تشكيلة من مصادر التمويل حيث تسعى المؤسسة إلى اختيار الهيكل المالي الأمثل في ظل البدائل المتاحة. فقرار التمويل هو أهم قرار مالي تعتمد عليه المؤسسة في مختلف نشاطاتها، إذ أنه محدد مهم لقيمة المؤسسة و الذي من خلاله يتحدد قرار الاستثمار، ومن أجل إبراز دور الهيكل المالي في اتخاذ قرار الاستثمار في المؤسسة تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية الاستثمار

المبحث الثاني: مدخل الى قرار الاستثمار

المبحث الثالث: دور الهيكل المالي في اتخاذ قرار الاستثمار.

المبحث الأول : ماهية الاستثمار .

تعتبر كلمة الاستثمار من المصطلحات الشائعة و الحديثة الاستعمال إلى جانب اعتبار الاستثمار بمثابة ظاهرة اقتصادية نالت انتباه العديد من المفكرين والكتاب الاقتصاديين الذين اختلفوا في تحديد مفهومها و تعريفها، وفي هذا العرض سنحاول التطرق الى أهم التعاريف و المفاهيم التي تناولت ذلك.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار.

أولاً: تعريف الاستثمار.

- لغة : مصدر استثمر و هو الطلب بمعنى طلب الاستثمار، وأصله من الثمر، وهو حمل الشجر، و أنواع المال و الولد: ثمرة القلب، وأثمر الشجر: خرج ثمره، ابن سيده: و ثمر الشجر وأثمر: صار فيه الثمر، وقيل الثامر الذي بلغ أو أن يثمر، والمثمر: الذي فيه الثمر، وقيل: ثمر مثمر لم ينضج، وثامر قد نضج¹.
- اصطلاحاً: تعددت التعاريف المحددة لمفهوم الاستثمار و ذلك لاختلاف وجهات النظر انطلاقاً من تعدد المجالات واليادين التي توجه إليها الأموال المستثمرة إضافة الى اختلاف الجهة التي تقوم بالاستثمار وفي ما يلي أهم التعاريف الخاصة بالاستثمار.

الاستثمار: هو توظيف أو تشغيل المال بقصد تحقيق النماء أي الربح².

الاستثمار: هو الإلتزام بعملية يتوقع منها تحقيق مكاسب مستقبلية، موزعة بمرور الوقت، بهدف خلق قيمة³.

- و عرف الاستثمار على أنه تبادل بعض النفقات الحالية مقابل توقع تحقيق الدخل المستقبلي مصحوباً بعائد مرضي، و بعبارة أخرى يمكن القول أن الاستثمار على أنه التزام بأموال مخصصة لاقتناء أصول ثابتة ملموسة أو غير ملموسة بهدف الحصول على دخل في المستقبل⁴.

¹ . عقبة خضيرة، أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في السوق الأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم الإقتصادية: تخصص أسواق مالية وبورصات، بسكرة، 2022، ص 83.

² . جمال عبد الناصر، المعجم الاقتصادي، مرجع سبق ذكره، ص24.

³ . Barreau Jean & delahye Jacqueline-*Gestion Financière*, 15^{eme} Edition, Dunod, Paris, 2006, p331.

⁴ . k.chiha-*Finance D'Entreprise*, Houma Editions, Alger, 2009, p136.

الاستثمار هو كل نفقة مالية يمكن أن يتولد عنها دخل على المدى الطويل أو القصير، و يقصد به مواجهة نقصان الموارد المالية اللازمة للاستثمارات المختلفة التي تتطلب تمويلا مستقبليا ضخما¹.

الاستثمار هو الزيادة الصافية في رأس المال الحقيقي للمجتمع، أو تكوين رأس المال العيني الجديد الذي يتميز في زيادة الطاقة الإنتاجية، كما عرفه البعض بأنه استعمال فصيلا الإدخار من السلع التي لم تستهلك في عمل أو تفاعل منتج².

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف الاستثمار على أنه توظيف للأموال في أصول مختلفة من أجل الحصول على عوائد مستقبلية خلال فترات زمنية متتالية تسمح بزيادة فعلية في الثروة.

ثانيا: خصائص الاستثمار.

وعلى الرغم من تعدد المفاهيم المتعلقة بالاستثمار و تنوعها إلا أن هذه الأخيرة خصائص مشتركة تجعلها في جوهر واحد ألا وهو³:

● **تكاليف الاستثمار:** و هي كل المبالغ التي يتم إنفاقها للحصول على الاستثمار، و تشمل كافة المصاريف اللازمة لإنشاء المشروع الاستثماري حيث، حيث تنقسم إلى نوعين:

- **التكاليف الاستثمارية:** وهي تلك المصاريف اللازمة لإنشاء المشروع والتي تنفق مع بداية المشروع الى أن تحقق هذا الأخير تدفقات نقدية وتتمثل في تكاليف الأصول الثابتة، أي كل النفقات المتعلقة بشراء الأصول الثابتة والتي تشمل الجزء الأكبر من تكلفة المشروع، بالإضافة إلى التكاليف متعلقة بالدراسات التمهيديّة أي كل النفقات التي تتدفق قبل انطلاق المشروع.

- **تكاليف التشغيل:** تندمج تكاليف التشغيل في المرحلة الثانية للاستثمار، وهي مرحلة التشغيل وذلك بعد إقامته ووضعه في حالة صالحة لمباشرة لعمل، فتظهر مجموعة جديدة من التكاليف اللازمة لاستغلال طاقات المشروع

¹. مرزاق سليمان، دراسات الجدوى الاقتصادية كأداة لاتخاذ القرار الاستثماري، مذكرة لنيل متطلبات ماجستير فرع التخطيط والتنمية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، سنة 2006، ص07.

². محمود حسين الوادي، محمد سمحان و آخريين، دراسات الجدوى الاقتصادية و المالية، الطبعة 01، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2010، ص19 و ص20.

³. سليمان عبد الحكيم، دور جودة المعلومات المحاسبية في ترشيد قرار الاستثمار في ظل النظام المحاسبي و المالي الجديد، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير: قسم علوم التسيير: تخصص المحاسبة، جامعة محمود خيضر، بسكرة، 2020، ص20 و ص21.

المتاحة في العملية الإنتاجية ومن جملة هذه التكاليف نذكر: النقل، التأمين، مصاريف المستخدمين والأجور، مصاريف المواد اللازمة للعملية الإنتاجية.

- **التدفقات النقدية:** وهي كل المبالغ المالية المنتظر تحقيقها في المستقبل على مدى حياة الاستثمار ولا تحسب هذه التدفقات إلا بعد خصم كل المستحقات على الاستثمار مثل الضرائب و الرسوم و المستحقات الأخرى.
- **مدة حياة الاستثمار:** وهي المدة المقدرة لبقاء الاستثمار في حالة عطاء جيد ذي تدفق نقدي موجب، و يمكن الإستناد في تحديد مدة حياة الاستثمار على مدى الحياة المادية بمختلف الوسائل أو التركيز على دورة حياة المنتج.
- **القيمة المتبقية للاستثمار:** عند نهاية مدة الحياة المتوقعة للاستثمار، نقوم بتقدير القيمة المتبقية له بحيث يمثل الجزء الذي لم يستهلك من التكلفة الأولية، و تعتبر هذه القيمة إيرادا إضافيا بالنسبة للمؤسسة وبالتالي يضاف إلى تدفقات الدخل للسنة الأخيرة للاستغلال.
- **المخاطرة¹:** إن تنفيذ الاستثمار ينتج عنه خطر مقابل، يتمثل في ما إذا كان العائد الصافي المتوقع الحصول عليه يغطي كلفة المخاطر المترتبة عن هذا القرار، لذا نجد أن العديد من المستثمرين يفضلون معدل عائد منخفض نسبيا في سبيل التقليل من المخاطر، أي بمعنى آخر التوفيق بين العائد و المخاطرة.

المطلب الثاني: أهمية الاستثمارات و أهدافها.

أولا: أهمية الاستثمارات.

- للاستثمار أهمية كبيرة في نمو المؤسسة و استمراريتها وتتمثل في ما يلي²:
- يعكس الاستثمار إلتزام المؤسسة على المدى الطويل ولديها خطط مستقبلية³.
- يمثل الاستثمار مخاطرة لأن ربحيته تستند إلى دخل إيجابي غير مؤكد⁴.
- يؤدي الاستثمار إلى توسيع الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، و ذلك من خلال إتباع الاستراتيجيات التي تحقق ذلك مما يؤدي الى خلق قيمة مضافة في الاقتصاد.

¹. فريد مقران، التخطيط المالي للمشاريع الاستثمارية دراسة حالة لشركة سوناطراك مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص7.

². نفس المرجع، ص 14.

³. k.chiha-**Finance D'Entreprise**, Op.cit. p 136.

⁴. IBID, p137.

- توسيع مكانة المؤسسة في السوق وتوفير فرص عمل وتقليل نسبة البطالة.
- تحقيق المتطلبات الأساسية للمؤسسة و هذا ما يعكس إشباع احتياجات السكان و تصدير الفائض منها الى الخارج.

ثانيا: أهداف الاستثمار.

عند قيام المؤسسة بعملية الاستثمار لا بد أن تكون هناك أهداف تؤدي بها الى ذلك ويمكن حصر هذه الأهداف في ما يلي¹:

- أ- **تأمين المستقبل:** عادة ما يقوم هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معيناً، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دورياً مع درجة ضعيفة من المخاطرة.
- ب- **تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول:** يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس مال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، و مضافاً إليها العائد المحصل.
- ج- **تحقيق أكبر دخل جاري:** يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.
- د- **حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم:** إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، و عوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.
- هـ- **تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة:** يميل الى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية، و يقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقعاتهم أو تخطئتها.
- و- **حماية الدخل من الضرائب:** يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات و التنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه الى شرائح ضريبية عالية.

¹. سيد سالم عرفة، دراسة جدوى المشروعات، الطبعة 01، دار الراجحة للنشر و التوزيع، عمان، 2011، ص ص 158، 159.

المطلب الثالث: أنواع الاستثمارات والعوامل المؤثرة عليه.

أولاً: أنواع الاستثمارات.

إن استثمار أي مال قد يتخذ أشكالاً عدة، وهذا يعني ونتيجة للتقدم العلمي والتقني أنه توفرت أمام المستثمر عدة مجالات أو فرص استثمارية وما عليه إلا اختيار الفرصة المناسبة، وبصورة عامة يمكن التمييز بين عدة أنواع للاستثمار سنلخصها في الجدول الموالي منها¹:

أ- **الاستثمار الحقيقي و الاستثمار المالي**: يقصد بالاستثمار الحقيقي الاستثمار بالأصول الحقيقية كالاستثمار في المباني والمشروعات وفي المكائن والأراضي، ويعتبر هذا النوع من الاستثمار هو الأساسي في زيادة الدخل القومي.

أما الاستثمار المالي فهو ذلك النوع من الذي يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية (كالأسهم و السندات).

ب- **الاستثمارات طويلة الأجل و الاستثمارات قصيرة الأجل**: غالباً ما يطلق على الاستثمارات قصيرة الأجل بأنها استثمار نقدي أي الاستثمار بالأوراق المالية التي تأخذ شكل أذونات الخزينة، القبولات البنكية أو شهادات الايداع، أما الاستثمار طويل الأجل فهو الاستثمار الرأسمالي ويأخذ شكل الأسهم والسندات لذلك فإن الأفراد عندما يقومون بشراء الأسهم والسندات المطروحة لأول مرة فإنهم يقومون باستثمار حقيقي، أما إذا قام الأفراد بشراء أسهم وسندات مطروحة ومتداولة سابقاً فنشاطهم يعتبر نوعاً من الاستثمار المالي.

ج- **الاستثمار المستقل و الاستثمار المحفز**: الاستثمار المستقل يعتبر الأساس في زيادة الدخل والنتائج القومي ويأتي من خارج دورة الدخل الجاري سواء كان ذلك من قبل قطاع الأعمال، الحكومة أو استثمار أجنبي، أما الاستثمار المحفز يأتي نتيجة لزيادة الدخل أي العلاقة بينها طردية حيث زيادة الدخل لا بد أن يذهب جزء منها للدخار وبالتالي لزيادة الاستثمار، و وصفت العلاقة بين الاستثمار المستقل والمحفز بأنها علاقة تراكمية و دورية و تتصف بالاستمرارية.

د- **الاستثمار المادي و البشري**: الاستثمار المادي يمثل المفهوم التقليدي و هو الاستثمار الحقيقي، أما الاستثمار البشري يتعلق بتنمية الانسان كالاستثمار في التعليم و الصحة و الثقافة و مجالات أخرى وتدريبه.

¹. محمود حسين الوادي و آخرون، دراسات الجدوى الاقتصادية و المالية، الطبعة 1، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2010، ص21،22،23.

هـ - استثمارات ذات مخاطر عالية كاستثمارات التنويع والتوسع، و استثمارات ذات مخاطر قليلة كاستثمارات التحسينات والتجديدات¹.

ثانيا: العوامل المؤثرة على الاستثمار.

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على ارتفاع حجم الاستثمارات في أي بلد من البلدان ومن هذه العوامل²:

- **الاستقرار السياسي:** ويعد من أهم المتغيرات التي تؤثر على الاستثمار إذ أن عدم الاستقرار السياسي يؤثر على حجم الاستثمارات لأن البلد غير مستقر سياسيا يعيش في دوامة من الاضطرابات وانخفاض حجم الطلب وتذبذب الأسعار وقيمة العملة وارتفاع التكاليف بسبب ارتفاع المعادلات التضخم وكلها عوامل ومتغيرات تؤثر على الاستثمارات.
- **الاستقرار الاقتصادي:** أي استقرار استراتيجيات الدولة في ما يتعلق بالأيديولوجية التي يقوم عليها الفكر الاقتصادي للحكومة هل هو تدخلية أو انفتاحية؟ وكذلك ما يتعلق بموقف ميزان المدفوعات ومعدلات التضخم والبطالة وحجم الديون الخارجية، كلها عوامل تؤثر على قرار الاستثمار.
- **سعر صرف العملة:** من أهم العناصر التي تؤثر على حجم وأنواع الاستثمارات أسعار صرف العملات لأن انخفاض وارتفاع أسعار الصرف يؤثر على الرقم القياسي للأسعار وتكاليف الانتاج ومستلزمات الانتاج، على الربح المتوقع فكلما كان سعر الصرف ثابت ومستقر أدى الى ارتفاع معدل الاستثمار.
- **أسعار الفائدة:** تؤثر أسعار الفائدة في حجم الاستثمارات لمختلف القطاعات الاقتصادية فارتفاع أسعار الفائدة مثلا يؤدي الى انخفاض قيمة السندات، وكذلك قد يؤدي الى ارتفاع تكاليف التمويل للمشاريع فسر الفائدة له دور مؤثر على قرار الاستثمار.
- **الدخل القومي ومعدل التبادل التجاري:** للدخل القومي معدل نموه تأثير كبير على الاستثمارات فنمو الدخل القومي معناها زيادة في الطلب الكلي وزيادة في حجم المبيعات و زيادة في الأرباح مما يحفز على الاستثمار.
- **الاستثمارات والسياسات الحكومية:** تلعب السياسة الحكومية دور كبير في التأثير على قرارات المستثمرين كونها تعمل على تبسيط اجراءات الاستثمار وخلق المحفزات للمستثمرين ومنحهم الاعفاءات الضريبية أو التأثير

¹ عبد الستار الصياح و سعود العامري، الادارة المالية أطر نظرية وحالات علمية، الطبعة 3، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، 2007، ص 195.

² دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الادارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 270.

على الاستثمار باتجاه الركود أو الراج، نظرا لما تتمتع به الدولة من إمكانية كبيرة في التأثير على السياسات المالية والنقدية وفي الدخول كمستثمر ومشجع للاستثمارات أو العكس.

- **التضخم:** للتضخم النقدي في اقتصاد بلد ما تأثير كبير على الاقتصاد في ذلك البلد لأن التضخم يؤدي الى ارتفاع الأسعار ومن ثم ارتفاع التكاليف، مما يؤثر على الأرباح والقدرة الشرائية للنقود فكلما انخفض معدل التضخم كلما أدى الى تشجيع الاستثمارات وأنجاز أرضية مناسبة لزيادة حجمها.
- **التطور التكنولوجي¹:** إن التطور التكنولوجي في مجال إنتاجي معين أو أي نشاط اقتصادي معين يعتبر من العوامل المهمة في خلق فرص استثمارية جديدة، حيث أن إنتاج مادة جديدة أو إتباع طرق إنتاجية متطورة تؤدي الى زيادة في الطرق الاستثمارية وبالتالي زيادة قدرة المستثمرين على توسيع حجم الاستثمار أو القيام باستثمارات جديدة .

المبحث الثاني: قرار الاستثمار.

تعتبر قرارات الاستثمار من أهم قرارات الادارة المالية وأعقدها بسبب طبيعتها الاستثمارية ويعتمد نجاح الأفراد و المؤسسات في عالم المال و الأعمال على مدى نجاح هته القرارات الاستثمارية المتخذة في الماضي، الحاضر و المستقبل حيث يترتب على هذا القرار إما تحقيق أرباح أو تحمل تكاليف.

المطلب الأول: مفهوم قرار الاستثمار.

إن عملية اتخاذ القرار الاستثماري تعتبر من أصعب وأهم مراحل العملية الاستثمارية وذلك لأنه يأتي عادة على بديل معين بين عدة بدائل، وقبل التطرق إلى وضع عدة مفاهيم للقرار الاستثماري يجب توضيح مفهوم القرار حيث عرف كما يلي:

" هو عملية اختيار البديل الأفضل من بين عدد من البدائل من حيث قدرته على تحقيق أكبر مجموعة من النتائج المرغوبة وأقل مجموعة من النتائج غير المرغوبة "².

¹ . سليمان عبد الحكيم، دور جودة المعلومات المحاسبية في ترشيد قرار الاستثمار في ظل النظام المحاسبي و المالي الجديد دراسة حالة مؤسسة اقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص ص 20، 21.

² . عقبه خيضر، أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 104.

أولاً: تعريف قرار الاستثمار.

عُرف قرار الاستثمار بأنه "القرار الذي ينطوي عليه تخصيص قدر معلوم من أموال المؤسسة في الوقت الراهن علي مدار فترة زمنية طويلة بهدف تحقيق ربح في المستقبل، وهو يكون عرضة لدرجات مختلفة من الخطر وعدم التأكد"¹.

ويُعرف "على أنه عبارة عن عملية اختيار حل معين من بين حلين أو أكثر من الحلول المتاحة في بيئة العمل أي أنها تنتهي إلى تفضيل حل مناسب من بين عدد من البدائل المتاحة"²، وبالتالي فإن اتخاذ القرار الاستثماري يعني المفاضلة بين الفرص الاستثمارية المختلفة³.

من التعريفات السابقة يتضح أن قرار الاستثمار "هو عبارة عن التضحية بأموال محددة حالياً، بغرض تحقيق أرباح مستقبلاً تعوض المستثمر عن الوقت الذي وُظف فيه أمواله وتحمله للمخاطر المتنوعة التي تنعكس في شكل خسائر".

ثانياً: خصائص قرار الاستثمار:

يتميز قرار الاستثمار بالخصائص التالية⁴:

- أ- أنه قرار غير متكرر حيث أن كل المجالات التطبيقية لدراسة الجدوى كلها لا يتم القيام بها إلا على فترات زمنية متباعدة، و هو قرار استراتيجي يحتاج الى أداة تمد البصر الى المستقبل.
- ب- إن لقرار الاستثمار عدد من المشكلات و الظروف التي من الضروري التغلب عليها مثل ظروف عدم التأكد و تغير قيمة النقود و مشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي، و كلها تحتاج الى أسس و منهجية علمية للتعامل معها.
- ج- يمتد قرار الاستثمار دائماً الى أنشطة مستقبلية و يرتبط غالباً بدرجة معينة من المخاطرة.

¹. هيبات محمد حبيب، أثر إدارة السيولة على قرارات الاستثمار في الشركات الصناعية، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات منح درجة الماجستير في التمويل، كلية الأعمال: قسم التمويل، جامعة عمان العربية، 2012، ص61.

². عقبة خيضر، أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص110.

³. ضياء الدين احمد مصطفى، العوامل المحاسبية المؤثرة على قرار الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة العامة الاردنية، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في ادارة المال والاعمال، كلية الأعمال: قسم المحاسبة، جامعة آل البيت الأردن، 27-12-2006، ص33.

⁴. سعيدة بورديم- القرار الاستثماري و متطلبات الوصول إليه، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية و الانسانية، العدد 11، جوان 2015، ص363.

المطلب الثاني: أهمية قرارات الاستثمار.

يعتبر قرار الاستثماري من القرارات الضرورية في حياة المؤسسة، لما له من مميزات يستدعي عناية خاصة للاعتبارات

التالية¹:

❖ ضخامة حجم الاستثمارات اللازمة سواء في قطاع الانتاج أو في قطاع الخدمات، و سواء التي تقوم بها الدولة أو التي تقوم بها الوحدات الاقتصادية الخاصة، خاصة في ظل الموارد المحدودة التي لا تتحمل أي إسراف أو سوء الاستخدام.

❖ إن القرار الاستثماري يترتب عليه حيس قدر من الأموال في الأصول الثابتة يصعب استردادها و تمثل أعباء ثابتة يصعب تعديلها أو الرجوع عنها، إذا ما تبين عدم سلامة هذا القرار بعد تنفيذه دون أن يصاحب ذلك الكثير من الفقد والخسائر.

❖ إن القرار الاستثماري يتضمن قدرا كبير من مخاطر عدم التأكد، نظرا لأن هذا القرار يتطلب إعداد تقديرات للعوائد المتوقعة منه، وتزداد هذه المخاطر كلما طالت الفترة التي تعد منها هذه التقديرات.

❖ إن العائد المتوقع من القرار الاستثماري يتأثر على فترات زمنية طويلة نسبيا، وهذه العوائد تتعرض للتغيرات المصاحبة للاقتصاد الديناميكي وهذا يتطلب الأخذ في الاعتبار القيمة الزمنية للنقود وتغيير قوتها الشرائية.

❖ تؤدي قرارات الاستثمار الناجحة الى تحسين كل من توقيت شراء الموجودات الثابتة و جودتها، فالمؤسسة التي تستطيع التنبؤ باحتياجاتها من الموجودات الثابتة مقدما تستطيع بالنتيجة توفير أو شراء و تشغيل تلك الموجودات في الوقت الذي يرتفع فيه الطلب على المبيعات والانتاج وبالجودة المطلوبة وبالكمية الملائمة وبالتكاليف المحددة، كما يؤدي التنبؤ الخاطئ باحتياجات المؤسسة من الموجودات الثابتة إلى نتائج خطيرة، ذلك أن الاستثمار دون الحد المطلوب يعني عدم التجديد أو تطوير الموجودات الثابتة وبالتالي عدم استيعاب التطورات التكنولوجية مما يقلل من القدرة التنافسية للمؤسسة، كما يؤدي إلى فقدان المؤسسة لبعض حصتها السوقية نتيجة انخفاض الطاقة

¹. محمد بوهالي و عمر لعيني ، مدى استخدام معيار درجة الضرورة في تقييم قرار الاستثمار في المؤسسة الانتاجية مؤسسة انتاج الأنابيب الصناعيةalfapipe بغرداية، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد 2 جوان 2018 ص 106.

الانتاجية، و بالمقابل فإن الاستثمار فوق الحد المطلوب يعني إضافة طاقة جديدة تنعكس بزيادة الكلفة الثابتة للوحدة الواحدة من المنتج¹.

المطلب الثالث: أهداف و مبادئ قرارات الاستثمار.

أولاً: من بين أهم الأهداف التي يسعى القرار الاستثماري الى تحقيقها ما يلي²:

- أ- تحقيق العائد المناسب و الربحية المناسبة، بحيث يكون ذلك ملائماً لاستمرارية المشروع.
- ب- إيجاد سبل الحفاظ على رأس مال المشروع الأصلي من النقصان و التآكل من خلال عملية الاستثمار.
- ج- التفكير الدائم باختيار البدائل الاستثمارية التي تتضمن استمرار تدفق الدخل وزيادته.
- د- ضمان السيولة اللازمة لمواجهة الظروف والالتزامات المترتبة على القرار الاستثماري.

ثانياً: مبادئ القرار الاستثماري.

تقوم قرارات الاستثمار على مجموعة من المبادئ يمكن توضيحها كما يلي³:

- أ- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية: عند التفكير في استثمار الأموال الفائضة علينا أن نختار العديد من البدائل ومن ثم اتخاذ قرار اختيار المناسب من بين هذه البدائل، و حتى يكون القرار المتخذ مثالي يفضل أن لا يقل عدد البدائل عن ثلاثة، والبدايل قد تكون مشاريع مختلفة ضمن القطاع الواحد أو حسب القطاعات أو في مختلف الأدوات الاستثمارية المتاحة أو حسب المناطق الجغرافية أو حسب الدول بعد أن ازدادت مظاهر العولمة والانفتاح الاقتصادي.
- ب- مبدأ الملائمة: ونقصد بذلك ملائمة نوعية و حجم وتكنولوجيا الاستثمارات لطبيعة المستثمر، أي أن تتلائم هذه الاستثمارات المختارة مع طبيعة المشروع و كفاءته و خبراته لتسهيل مهمة إدارة هذه الاستثمارات.

¹. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية و التطبيقية، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، 2010، ص278

². بن ابراهيم الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية، دكتوراة في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة خيضر محمد، بسكرة، 2013، ص77.

³. دريد كامل آل شبيب، الادارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، 269-270.

ج- مبدأ الخبرة و الكفاءة: لكي ينجح المشروع الاستثماري الذي يتم اختياره من المفضل أن يحمل المستثمر قدر كبير من الكفاءة و الخبرة أو نقوم بالاستعانة بالمستشارين ممن لديهم الخبرة و الكفاءة القادرة على اختيار من بين البدائل المعروضة.

د- مبدأ تنوع المخاطر الاستثمارية: حتى يتم توزيع و تقليل درجة الخطر التي يتحملها المشروع يتطلب الأمر القيام بعملية التنوع لأن تنوع الأدوات الاستثمارية يؤدي الى تخفيض الخطر و في ضوء العلاقة بين العائد والمخاطرة نقوم باختيار الأدوات الاستثمارية الملائمة و التنوع يجب ان يكون محسوب و ايجابي و بمعامل ارتباط سلبى بين الأدوات المختارة.

المطلب الرابع: محددات قرار الاستثمار وأنواعه.

أولاً: محددات قرار الاستثمار.

نود أن ننوه أننا أخذنا بعض المحددات و ليست كلها فقد تصلح هذه المحددات عند استخدام أحد الأساليب الفنية لتقييم المقترحات الاستثمارية و فيما يلي بعض هذه المحددات¹:

أ- اتجاه التوقعات ودرجة المخاطرة: إذا كان التوقع ممتثلاً في التفاؤل أو التشاؤم فلا بد أن تؤثر في قرار الاستثمار وحجمه في حالة التفاؤل سيتشجع المستثمرون على زيادة حجم الاستثمار وتوسع مجالاته و ذلك على عكس الحال عند توقع الانكماش حيث تقل الفرص الاستثمارية ومن ثم حجم الاستثمار.

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

ج- القوانين و التعليمات المالية: و هذه يكون لها أثراً واضحاً في زيادة حجم الاستثمار ومن هذه الأمور القانونية مسألة الضرائب و التي تؤثر بشكل مباشر على قرار الاستثمار وفي تحديد اتجاهاته و طبيعة وحجم العائد المتوقع من تلك الفرص الاستثمارية.

¹. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية و التطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص 500-501.

د- التدفقات النقدية: تؤثر التدفقات النقدية على مختلف أنواعها وأشكالها على القرار الاستثماري و من أمثلة ذلك:

- التدفقات النقدية الداخلة و الخارجة و التي يندرج تحتها ثمن شراء الأصل.
- التدفقات النقدية السنوية المتعلقة بتشغيل و إدارة الأصل الاستثماري.
- التدفقات النقدية المتوقعة في نهاية المدة للأصل الاستثماري.
- التدفقات النقدية المتمثلة في الضرائب.

ثانيا: أنواع قرار الاستثمار.

تصنف القرارات الاستثمارية وفقا للمعايير الآتية¹:

أ- قرار الاستثمار حسب سعر الأداة الاستثمارية: تندرج قرارات الاستثمار ضمن هذا الاطار تحت ثلاث أنواع

هي:

- قرار الشراء: يتخذه المستثمر عندما يكون السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثمارية، مما يولد لدى المستثمر حافز للشراء سعيا لتحقيق مكاسب من خلال ارتفاع السعر السوقي للأداة مستقبلا.
- قرار عدم التداول: يتخذ المستثمر هذا القرار عندما لا يوجد أمل في تحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية وذلك عندما يتساوى السعر السوقي لأداة الاستثمار مع قيمتها.
- قرار البيع: بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما تتساوى قيمة أداة الاستثمار مع قيمتها، تخلق رغبات إضافية لشراء تلك الأداة في مستثمر جديد يرى أن السعر السوقي في تلك اللحظة لا يزال أقل من قيمة أداة الاستثمار مما يتطلب منه عرض سعر جديد يزيد عن قيمة الأداة وهكذا يرتفع السعر و يتولد عنه رغبة لدى غيره في البيع فيكون هناك قرار البيع.

ب- قرار الاستثمار حسب صفة القرار: يمكن التمييز وفق هذا المعيار بين ثلاثة أنواع:

- قرارات تحديد أولويات الاستثمار: حيث يكون المستثمر أمام عملية اختيار البديل الأفضل من بين البدائل المقترحة بناء على العائد والمنفعة المتوقعة والاهتمامات، فيتم ترتيب البدائل وفق تفضيلات المستثمر.

¹. سليمان عبد الحكيم، دور جودة المعلومات المحاسبية في ترشيد قرار الاستثمار في ظل النظام المحاسبي و المالي الجديد دراسة حالة مؤسسة اقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 49.

- قرارات قبول أو رفض الاستثمار: يكون أمام المستثمر بديل واحد لاستثماره إما قبول الاستثمار بعد دراسات تفصيلية أو عدم قبوله و الاحتفاظ بأمواله.
- قرارات الاستثمار المانعة تبادلياً: توجد في هذا النوع العديد من الفرص الاستثمارية، لذا عند اختيار المستثمر فرصة في نشاط معين لا يمكنه اختيار نشاط آخر وعليه يجب الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة نتيجة عدم تنفيذ البديل الآخر.

المبحث الثالث: دور الهيكل المالي في اتخاذ قرار الاستثمار.

إن نجاح القرار الاستثماري يتوقف الى حد كبير على مدى سلامة عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية، و ذلك لأنه يأتي عادة على بديل معين بين عدة بدائل المتاحة، حيث إن لكل بديل عوائده وتكاليفه المتوقعين، وقد تكون الاختلافات بين بديل و آخر في هذين النوعين من التدفقات المالية الكبيرة جداً، مما ينعكس فيما بعد على كفاءة تخصيص الأصول الاستثمارية.

كما أن القرارات الاستثمارية المتخذة يترتب عليها إنفاق مبالغ ضخمة قد تستدعي قيام المؤسسة باقتراضها أو زيادة رأس المال مما يؤثر على الهيكل المالي للمؤسسة، وفي هذا المبحث سنوضح مساهمة الهيكل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة، لما لهذه القرارات من أهمية وخطورة على المؤسسة، فهي تتجه الى تحديد الهيكل الأمثل لحجم الاستثمار داخل المؤسسة. و بالتالي ما يستدعي التمحيص الجيد و الدراسة المبنية على أسس علمية لكل الفرص الاستثمارية المتاحة لاتخاذ القرار الاستثماري الصحيح.

المطلب الأول: مفهوم اتخاذ قرار الاستثمار

تعتبر عملية اتخاذ القرار الاستثمار ذات أهمية بالغة كما تعتبر من المهمات الصعبة، خاصة التعقيدات و التقلبات التي تطرأ على مستوى المؤسسة أو من قبل المستثمرين والمتعاملين الاقتصاديين.

قبل التطرق الى تعريف اتخاذ القرار الاستثمار يجب التوضيح مفهوم اتخاذ القرار حيث عرف كما يلي¹:

"هي عملية منظمة مبنية على الدراسة و التفكير الموضوعي، و التي تحدد طريقة الاستخدام الأفضل في ظل مجموعة من الظروف و المعايير، التي يتم على ضوءها الاختيار".

¹. ابراهيم بن الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الاسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 88-89.

إذا يمكن اعتبار عملية اتخاذ القرار بأنها عملية مبنية على أسس و معايير، للاختبار أو المفاضلة بين عدة بدائل المتاحة قصد تحقيق هدف معين في ظل تعدد الإمكانيات، وهي تعتمد على مجموعة من الخطوات العملية المتتابعة التي يستخدمها متخذ القرار في سبيل الوصول الى اختيار القرار الأنسب و الأفضل.

كما تتحكم في عملية اتخاذ القرار عدة عناصر رئيسية، و هي تعتبر بمثابة الهيكل القاعدي لإتمام عملية القرار و حتى نجاحها، و إضفاء صبغة الموضوعية و العلمية عليها و تتمثل فيما يلي:

- الاختيار بين البدائل المقترحة.
- توافر البديل الذي هو شرط ضروري لعملية اتخاذ القرار.
- الوقت اللازم لاتخاذ القرار.
- الأهداف التي يتم اتخاذ القرار لأجلها.
- الموارد المالية و البشرية المتوفرة لدى المؤسسة.
- البيئة الخارجية التي تحيط بالمؤسسة.

أما اتخاذ قرار الاستثمار فيعرف كما يلي:

" أنه عملية اختيار برنامج عمل من البدائل المتاحة لحل مشكلة ما، وهو اختيار تصريف معين بعد الدراسة والتفكير".

" أنه عبارة عن عملية اختيار حل من بين حلين أو أكثر من الحلول المتاحة في بيئة العمل متخذ قرار الاستثمار".

كما يعرف " بأنه عملية إنسانية و عقلية قابلة للتشديد بقدر ما يتوفر لمتخذي قرار الاستثمار من معلومات دقيقة، سليمة و كافية يستند إليها في إطار المفاضلة بين البدائل المختلفة".

و يمكن القول بصفة عامة أن اتخاذ القرار الاستثمار على أنه عملية اختيار بديل من مختلف البدائل المتاحة حتى يضمن للمؤسسة تحقيق الأهداف المسطرة و بالتالي النجاح و الاستمرارية.

المطلب الثاني: أهمية والصعوبات اتخاذ قرارات الاستثمار.

أولاً: أهمية اتخاذ قرارات الاستثمار.

تكمن أهمية اتخاذ القرار الاستثماري من خلال جانبين وهما الجانب العلمي والجانب العملي¹:

- تُعتبر القرارات وسيلة ناجعة لتطبيق استراتيجيات المؤسسة في تحقيق أهدافها بصورة علمية والقيام بكافة عملياتها الإدارية.

- ينعكس القرار الاستثماري على صورة المؤسسة من خلال تأثيرها بالحيط الاقتصادي والمالي، حيث كلما كان المشروع الاستثماري يلي ما يحتاجه السوق من منتجات أو خدمات ذات جودة عالية وأسعار تنافسية كلما تحسنت صورة المؤسسة التجارية مما يزيد في ربحيتها التي تعطي مصداقية أكثر لها لدى المؤسسات المالية المقرضة.

- يُعتبر اتخاذ القرار من المهام الجوهرية للمدير فقدرتة على اتخاذ القرارات وحقه النظامي في اتخاذها هو الذي يميزه عن غيره من أعضاء المؤسسة، ومن هنا أصبحت عملية اتخاذ القرار محور العملية الإدارية، أصبح مقدار النجاح الذي تحققة أي مؤسسة يتوقف إلى حد بعيد على القدرة والكفاءة القيادية في اتخاذ القرارات السليمة.

ثالثاً: الصعوبات التي تواجه متخذ القرار الاستثماري: من بين أهم الصعوبات التي تواجه متخذ القرار الاستثماري هي²:

- صعوبة تحديد المشكلة تحديداً واضحاً بسبب تعدد وتنوع الأعراض الظاهرة وتشابكها.
- احتمال عدم دقة و وضوح الأهداف المستخدمة كأساس لوضع معايير تقييم القرار الرشيد.
- وجود درجات مختلفة من عدم التأكد غير ممكن استيعابها أو حساباً لكون أن نتائج القرار تكون في المستقبل ويحاول متخذ القرار التنبؤ بهذه النتائج.
- وجود نقص في المعلومات دائماً، يؤدي دوماً إلى عدم الدقة في عمليتي التحليل والاختيار.
- الأثر السلبي للعامل الزمني على مستوى الرشادة في اتخاذ القرار.

¹. عقبة خيضر، أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 113.

². نفس المرجع، ص 113.

- صعوبة الاتفاق على الأهداف و البدائل في عملية اتخاذ القرارات الجماعية نظرا لاختلاف وجهات النظر بين الأشخاص.

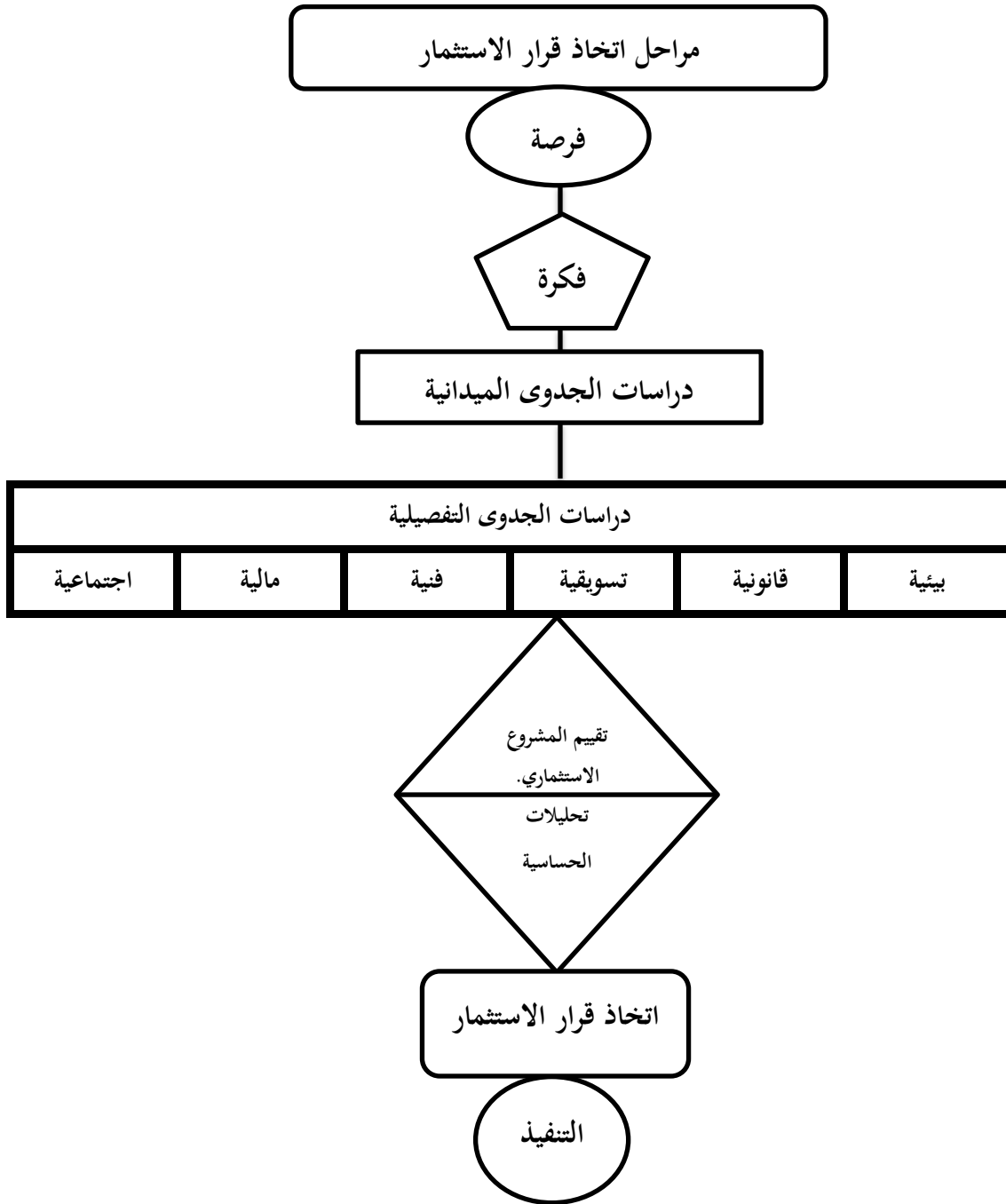
المطلب الثالث: مراحل اتخاذ قرار الاستثمار و العوامل المؤثرة عليه.

أولا: مراحل اتخاذ قرار الاستثمار.

تمر عملية صنع و اتخاذ القرار الاستثماري باستخدام دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، بعدد المراحل تحدد كل مرحلة طبقا لتلك المنهجية، ما إذا كان سيتم الذهاب أو الدخول في المرحلة التي تليها أم لا يمكن التعبير عن تلك المراحل من خلال الشكل التالي¹:

¹. عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص 41.

الشكل رقم (08): مراحل اتخاذ قرار الاستثمار.



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 40.

المرحلة الأولى: تبدأ بوجود فرصة استثمارية تلوح للمستثمر في مجال الاستثمار في أحد الأنشطة الاقتصادية المتنوعة، ويمكن التقاط هذه الفرصة الاستثمارية من مصادر عديدة فقد تكون من مصادر خارجية سواء من الخطة التنموية، متابعة المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية و تحليل قوائم الواردات، بجميع رغبات العملاء و مقترحات منتج الآلات وتصرفات المنافسين أو متابعة التطور التكنولوجي في ظل العولمة، كما قد تكون من مصادر داخلية تخص النشاط الذي يقوم به

المستثمر نفسه فإذا كان لديه مشروع القائم فقد تقفز إليه فرصة استثمارية لها علاقة تكاملية أو تبادلية أو مستقلة عن النشاط القائم مثل البحوث و التطوير و الادارة الهندسية وغيرها حيث تقفز فرصة إقامة مشروع جديد أو إضافة منتج أو خط إنتاجي جديد.

المرحلة الثانية: عندما يجد المستثمر أن هناك جدوى من هذه الفرصة، تخضع هذه الأخيرة للتفكير فتتحول إلى فكرة قابلة للبحث و الدراسة وذلك من خلال تحليل المعلومات التي تم تجميعها من الخارجية و الداخلية و في هذه المرحلة يتحدد الهدف من المشروع بأبعاده المختلفة ويتحول المستثمر الى المرحلة الموالية.

المرحلة الثالثة: في هذه المرحلة يبدأ المستثمر في إجراء دراسة جدوى المبدئية للمشروع و التي يمكن تطلق عليها مرحلة جس الأوضاع، و كأن المستثمر بدأ يشرع في الدخول الى حقل الألغام فتكون دراسة الجدوى المبدئية هي النقطة الفاصلة في استمرار المستثمر الى المرحلة الموالية.

المرحلة الرابعة: وهي الدخول في إجراء دراسات الجدوى التفصيلية التي تنقسم إلى دراسات جدوى بيئية، دراسات الجدوى قانونية، دراسات الجدوى تسويقية، فدراسات الجدوى الفنية، دراسات الجدوى المالية، دراسات الجدوى الاجتماعية، وفي هذه المرحلة لا ينتقل الذي يقوم بدراسات الجدوى الى النوع التالي من الدراسات التفصيلية إلا إذا ثبت جدوى النوع الذي قبله فمثلا لا يمكننا القيام بالجدوى القانونية إلا إذا قمنا بدراسة الجدوى البيئية و هكذا، إذا ثبت دراسة الجدوى التفصيلية في هذه المرحلة فيتم الانتقال الى المرحلة التالية.

المرحلة الخامسة: يتم في هذه المرحلة تطبيق مجموعة من المعايير للحكم على مدى ربحية و جدوى المشروع، يطلق عليها معايير تقييم المشروعات أو الاستثمار. كما نقوم ايضا بتحليلات الحساسية التي تجرى لاختبار قدرة المشروع على استيعاب التغيرات الممكنة مواجهتها عند اتخاذ قرار الاستثمار مثل سعر الفائدة أو أسعار عناصر الانتاج و غيرها، بالإضافة الى إعطاء تقديرات عن الفرص المتاحة الايجابية لتدعيم القرار الاستثماري المتخذ.

المرحلة السادسة: و هي المرحلة ما قبل الأخيرة، حيث تسمح هذه المرحلة بعد المرور بالمرحل السابقة و جمع المعلومات اللازمة و المساعدة لمتخذ قرار الاستثماري بتنفيذه و إقامة المشروع.

المرحلة السابعة: في هذه المرحلة يكون قرار الاستثماري محل التنفيذ و بدء التشغيل، كما يجب توفير جانب من رأس المال يكفي للانطلاق في القرار الاستثماري المختار و المناسب.

ثانياً: العوامل المؤثرة على اتخاذ قرار الاستثمار.

من العوامل المؤثرة على قرار الاستثمار ما يلي¹:

- نوعية الاستثمار الملائم لاستراتيجية المشروع في تحقيق معدلات النمو المطلوبة.
- حجم الأموال اللازمة و مصادر تمويلها التي يجب أن تكون بأقل التكاليف بهدف زيادة ربحية المشروع.
- درجة الخطر الذي تتعرض له التدفقات النقدية في المستقبل وطبيعة هذه المخاطر من حيث كونها مخاطر داخلية أو خارجية، ومدى ارتباط الاستثمار المقترح بالمشاريع الأخرى ودرجة استقلاليتها عنها، وتأثير كل ذلك على درجة الخطر الكلية للمشروع.
- التنبؤ بحجم الإيرادات المتوقعة الحصول عليها مستقبلاً ومدى تغطياتها للالتزامات المالية المترتبة على تنفيذ وتشغيل المشروع وتحقيق العائد المطلوب من قبل المستثمر.
- دراسة البيئة الاقتصادية المحيطة بالمشروع ومدى امكانية تطور واستقرار المشروع وكيفية التعامل مع عناصر البيئة من حيث طبيعة المشاريع المنافسة وقدرتهم الانتاجية ودرجة تأثيرها على السوق، وطبيعة العملاء ونفسياتهم وتطور الذوق العام ومستوى المعيشة ودرجة التطور التكنولوجي.

المطلب الرابع: دور الهيكل المالي في اتخاذ قرار الاستثمار.

تعتبر عملية اتخاذ القرار الاستثماري مهمة ناتجة عن التغيرات السريعة في حياة المؤسسة، و التي ينبغي على متخذ القرار الإلمام بأبجديتها، لأن أي خطأ في عملية اتخاذ هذا القرار ينشأ عنه عبء مالي إضافي على المؤسسة كما أنه يؤثر على نموها و استمراريتها ولتقليل من مستويات المخاطرة وتحقيق الأهداف المسطرة يجب على متخذ القرار الاستثمار توافر المعلومات الكافية عن مدى جدوى هذا الاستثمار، إذ أن هذا القرار يحتاج إلى معلومات لها مواصفات خاصة يتحصل عليها متخذ القرار من عدة مصادر قد يكون الهيكل المالي بالمؤسسة أهم هذه المصادر.

و لكي تستطيع المؤسسة الاستمرار و التوسع في استثماراتها، فهي تواجه مشكلة كيفية الحصول على هيكل مالي يتلائم مع قرار الاستثمار، حيث أن هذا الأخير يحتوي على ارتباط مالي كبير يترتب عليه التضحية بمبالغ ضخمة يتم إنفاقها في استخدام معين، مما يترتب عليه تخطيط هيكل التمويل الأمثل عند اتخاذ هذا القرار، كما يتم تخصيص قدر من

¹. دريد كامل آل شبيب، الادارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص275ص276.

الموارد المالية المتاحة الحالية للحصول على عوائد مغرية في المستقبل، مما يستدعي للمؤسسة ضرورة البحث عن مصادر التمويل بديلة كالاقتراض.

إن تعظيم ثروة أصحاب المؤسسة مرتبط بالقيود المفروضة على المؤسسة و الحدود بالسماح بها للاستدانة من المؤسسات المالية عن طريق مجموعة من النسب الهيكلية، كما أن الأمر مرتبط أيضا بأهداف المؤسسة فإذا كانت هذه الأخيرة تبحث عن الاستقلالية المالية من أجل المحافظة على سلطة المساهمين فإنها ستعطي الأولوية للتمويل الذاتي ثم الديون، حتى لا تزيد من عدد المساهمين، أما إذا كانت المؤسسة تبحث عن المردودية المالية المثلى لأموالها الخاصة فإنها ستلجأ للمزيد من الاستدانة للاستفادة القصوى من الرفع المالي مع عدم تحقيق الأمان المالي نتيجة زيادة درجة المخاطرة المالية¹، وحتى يمكن تحقيق الأمان و الحد من المخاطر المالية يجب تحقيق معدل عائد على الاموال المستثمرة في الأصول يفوق معدل الفائدة التي يتم دفعها للدائنين و إلا وقعت في دائرة العجز المالي، فمن الأهمية أن يشمل الهيكل المالي على مزيج تمويلي متناسق من الناحية المالية مع حجم الاستثمارات في الأصول².

وباعتبار المؤسسة مركز للقرار تقوم باختيار الهيكل التمويلي الأمثل فيجب عليها بشكل خاص أن تتولى مهمة توفير الأموال اللازمة من مصادر التمويل المتاحة بالشكل الذي يحقق أكبر فائدة و أقل تكلفة التمويل، حيث يصنف هذه المصادر حسب معيار الملكية³ كالآتي:

أولاً: التمويل الممتلك.

لتأسيس أي مؤسسة لابد على الإدارة المالية أن تعتمد على المدفوعات النقدية التي يقدمها المالكون لشراء الأصول المطلوبة لبدء نشاط المؤسسة⁴، حيث يقترح Leland & Pyle نموذج توازن تقييم المؤسسة و هيكلها المالي يشير هذا النموذج الى أن المؤسسة تود إعطاء إشارة جيدة في السوق المالي من خلال تركيبة الهيكل المالي، و ذلك عن طريق

¹ . مليكة زغيب و نعيمة غلاب، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة مجمع الصناعي العمومي للحليب و مشتقاته، الملتقى الدولي حول سياسة التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، جامعة بسكرة، يومي 21/22 نوفمبر 2006، ص 08.

² . عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص 251.

³ . صديقي أحمد و آخرون، تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص 79.

⁴ . نفس المرجع، ص 80.

اعتمادها على التمويل الذاتي للمشاريع الاستثمارية و هذا ما يحد من قدرتها على تنويع حافظة أصولها (استثمارات) نتيجة لمحدودية تمويلها الذاتي و يحسب وفق العلاقة التالية ¹:

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

و تظهر نسبة التمويل الذاتي للأصول و ارتفاع مدة النسبة مؤشر إيجابي على وضع المؤسسة، إلا أنه قد لا يكون من مصلحتها دائما و خاصة إذا كانت ربحية الأموال الخاصة أكبر من مبلغ الاستدانة المدفوع على القروض و هو الوضع الطبيعي للاستثمار، بمعنى لا بد من وجود تمويل خارجي لأنه يساعد على رفع ربحية الأموال الخاصة و لكن في حدود لا يؤثر فيها على الاستغلال المالي للمؤسسة أي لا بد من التوازن بين الجهتين بحيث يمكن الاستفادة من الأموال المقترضة مع تقليص أعباء الدين ².

ثانيا: التمويل المقترض.

يعتبر التمويل بالاقتراض من المصادر الأساسية في المؤسسة إذ يشكل أحد بدائل الاستثمار لدى العديد من المستثمرين، و يكون اللجوء إليه عادة عند عدم كفاية الأموال المملوكة لتبليه احتياجات المؤسسة أو تجنبها لتكاليفها فتكون مجبرة على اللجوء الى الاقتراض من جهات خارجية قصد ضمان التمويل لاتخاذ المؤسسة القرارات المالية المناسبة و خاصة قرارات الاستثمار ³.

ومن أجل التفصيل أكثر في نسبة حضور كل من أموال الاستدانة مقارنة مع حضور أموال المملوكة في الهيكل التمويلي للمؤسسة نقوم بتصنيف أموال الاستدانة الى ديون طويلة ، ديون متوسطة و ديون قصيرة كالآتي ⁴:

- نسبة المديونية طويلة و متوسطة الأجل : تستخدم هذه النسبة من أجل التفصيل في نسبة المديونية العامة ، و هي تقيس مدى استخدام المؤسسة للديون متوسطة و طويلة الأجل مقارنة بأموال الملكية، من الواجب أن تتراوح هذه النسبة بين 0.3 و 0.35 من أموال المملوكة و تحسب كما يلي :

¹. شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2016، ص78.

². بورعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، دراسة حالة مؤسسة الأشغال و التركيب الكهربائي، فرع سونلغاز، مرجع سبق ذكره، ص15.

³. صديقي أحمد و آخرون، تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة ، مرجع سبق ذكره، ص80.

⁴. شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية ، مرجع سبق ذكره، ص125.

نسبة المديونية طويلة و متوسطة الأجل = الديون الطويلة و متوسطة الأجل / أموال الملكية

- نسبة المديونية قصيرة الأجل: تقيس مدى وزن الديون قصيرة الأجل مقارنة بأموال الملكية في المؤسسة وقد حدد لها حد أقصى لا يتجاوز 0.65 من أموال الملكية و تحسب كما يلي:

نسبة المديونية قصيرة الأجل = ديون قصيرة الأجل / أموال الملكية

تقوم المؤسسة بحساب هاتين النسبتين السابقتين و التفصيل فيهما من أجل معرفة مدى استخدام المؤسسة لأموال الاستدانة في الهيكل التمويلي مقارنة بالأموال الملكية و ذلك بهدف تحديد الجهة التي تحقق أكبر عائد و بأقل التكلفة و بالتالي تسمح للمؤسسة بمعرفة وضعيتها المالية تمكنها من اتخاذ القرار الاستثماري.

بناء على ما سبق يمكن الاستنتاج ما يلي:

جدول رقم (02): نسب الهيكل المالي كأداء مساعدة في اتخاذ قرار الاستثمار

نسب الهيكل المالي كأداء مساعدة في اتخاذ قرار الاستثمار	
نسبة التمويل الذاتي	نسبة التمويل المقترض
ارتفاع هذه النسبة يمنح المؤسسة إمكانية و حرية اتخاذ القرار الاستثماري الاعتماد على مواردها الذاتية أما انخفاضها فيقتضي اتخاذ قرارات اللجوء والبحث عن مصادر تمويلية خارجية.	نسبة التمويل المقترض مقيدة من اتخاذ القرار الاستثماري وذلك بسبب عجزها، و إمكانية مطالبة مقترضيهما بحقوقهم و هو ما يجعل المؤسسة تقع في مشكلة يقتضي منها دراسة و تحليل الهيكل المالي و اختيار التوليفة المثلى التي تسمح بتحقيق أكبر عائد و أقل تكلفة تمويل.

المصدر: شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية ، مرجع سبق ذكره، ص 128.

خلاصة الفصل الثاني

من خلال ما سبق يمكننا القول أن جميع المؤسسات لا يمكنها الاستغناء عن القرارات الاستثمارية لأنها سبب من أسباب بقائها و استمرارها، كما تعتبر هذه القرارات من أهم أو اعقد القرارات التي تتخذها المؤسسة كون أنها تعتمد على التنبؤات مع مراعاة أن يكون قرار الاستثمار متماشيا مع أهداف المؤسسة ونشاطها، وللقرارات الاستثمارية أهمية بالغة نابعة من كون أنها إحدى الوسائل اللازمة لاستمرارية المؤسسة لما تحققه من زيادة في الطاقة الانتاجية واستغلال الموارد و زيادة ثروة التي تعتبر من أهم الأهداف التي تسعى إليها المؤسسة والمستثمرون.

كما تم التعرف على ماهية اتخاذ القرار الاستثمار على أنه عملية اختيار بديل من بين عدة بدائل متاحة لحل مشكلة وتحقيق أهداف المؤسسة في ظل الامكانيات و الظروف المتخذ القرار، و تمر هذه العملية عبر مراحل بداية من فكرة مرورا بدراسات جدوى تفصيلية وصولا إلى اختيار القرار المناسب و تنفيذه، كما أن نجاح هذا القرار يتوقف على صحة و سلامة القرار الاستثماري المتخذ بما يناسب الموارد المتاحة للمؤسسة للحصول على عوائد ايجابية مقابل ذلك ضرورة البحث عن الهيكل المالي يتلائم مع قرار الاستثمار و إمكانية تنفيذه.

الفصل الثالث:
الدراسة التطبيقية



تمهيد

في هذا الفصل سيتم إسقاط ما تم التعرض له في الجانب النظري على أرض الواقع و تحقيقاً لأهداف الدراسة في معرفة أثر الهيكل المالي على اتخاذ قرار الاستثمار في المؤسسة، ثم اختيار سوق دبي المالي - الإمارات - ، نظراً لوصوله سريعاً إلى مكانة رائدة على المستوى الإقليمي كما له تحديات مستقبلية لعرضها كحالة تطبيقية من خلال دراسة عينة من الشركات المدرجة في هذا السوق و تقييم هيكلها المالي باستخدام مؤشرات مالية تمكنا من معرفة وضعيتها المالية، و كيفية مساهمة هذا الأخير في اتخاذ قرار الإستثمار في الشركات المدرجة محل الدراسة.

و لهذا تم تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: التعريف بميدان الدراسة

المبحث الثاني: عرض النموذج

المبحث الثالث: المقارنة و التحليل.

المبحث الأول: التعريف بميدان الدراسة

لأخذ نظرة شاملة عن سوق دبي المالي سوف نقوم بتقسيم هذا المبحث الى ثلاث مطالب، تطور و تعريف سوق دبي المالي في المطلب الأول، ثم نتطرق في المطلب الثاني أهداف و الهيكل التنظيمي لسوق وفي الاخير عناصر المكونة لسوق دبي المالي.

المطلب الأول: التعريف بسوق دبي المالي.

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة، بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000، و بدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000، و في 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأس مال قدره 8 مليارات درهم، مقسمة إلى 8 مليارات سهم، و تم طرح 20% من رأس المال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام، و فد شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا و متميزا فاق كل التوقعات، حيث وصل المبلغ المكتتب به ما يقارب 201 مليار درهم، و في 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في سوق برمز تداول¹(DFM).

يعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، و السندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية و الهيئات و المؤسسات العامة في الدولة، و كذلك الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق، و يعتبر سوق دبي المالي:

- أول سوق مالي في الامارات العربية المتحدة.
- أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الاسلامية.
- يخضع سوق دبي المالي لرقابة و التنظيم من قبل هيئة الأوراق المالية و السلع في الامارات العربية المتحدة.
- أول سوق مالي يعزز عملياته.
- أول سوق مالي يطرح للإكتتاب العام في الشرق الأوسط.

¹ . <http://www.dfm.ae/docs/default-source/guides>

المطلب الثاني: الأهداف و الهيكل التنظيمي العام لسوق دبي المالي.

أولاً: أهداف سوق دبي المالي.

تتمثل أهداف سوق دبي المالي فيما يلي¹:

- خلق سوق استثمارية للأوراق المالية بما يحقق المصلحة للإقتصاد الوطني.
- تنظيم عملية بيع و شراء الأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من الممارسات غير عادلة و المحضورة.
- التسيير والسرعة في تسييل الأموال المستثمرة في الأسواق المالية مع ضمان تفاعل العرض والطلب من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم و العادل بين مختلف فئات المستثمرين.
- تنظيم عملية تحويل و نقل ملكية الأوراق المالية من خلال إدارة الإبداع والتسوية والتقاص والتسوية ونظمها الالكترونية الحديثة التي تتولى العملية بشكل سريع.
- ترخيص قواعد السلوك المهني و الانضباط بين الوسطاء و غيرهم من العاملين في السوق بهدف رفع كفاءتهم العلمية والعملية و تحقيق أعلى مستويات الاستقامة توفير التدريب الملائم.
- جمع البيانات و الإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل بها وإعداد التقارير على تلك البيانات و المعلومات.

ثانياً : الهيكل التنظيمي العام لسوق دبي المالي.

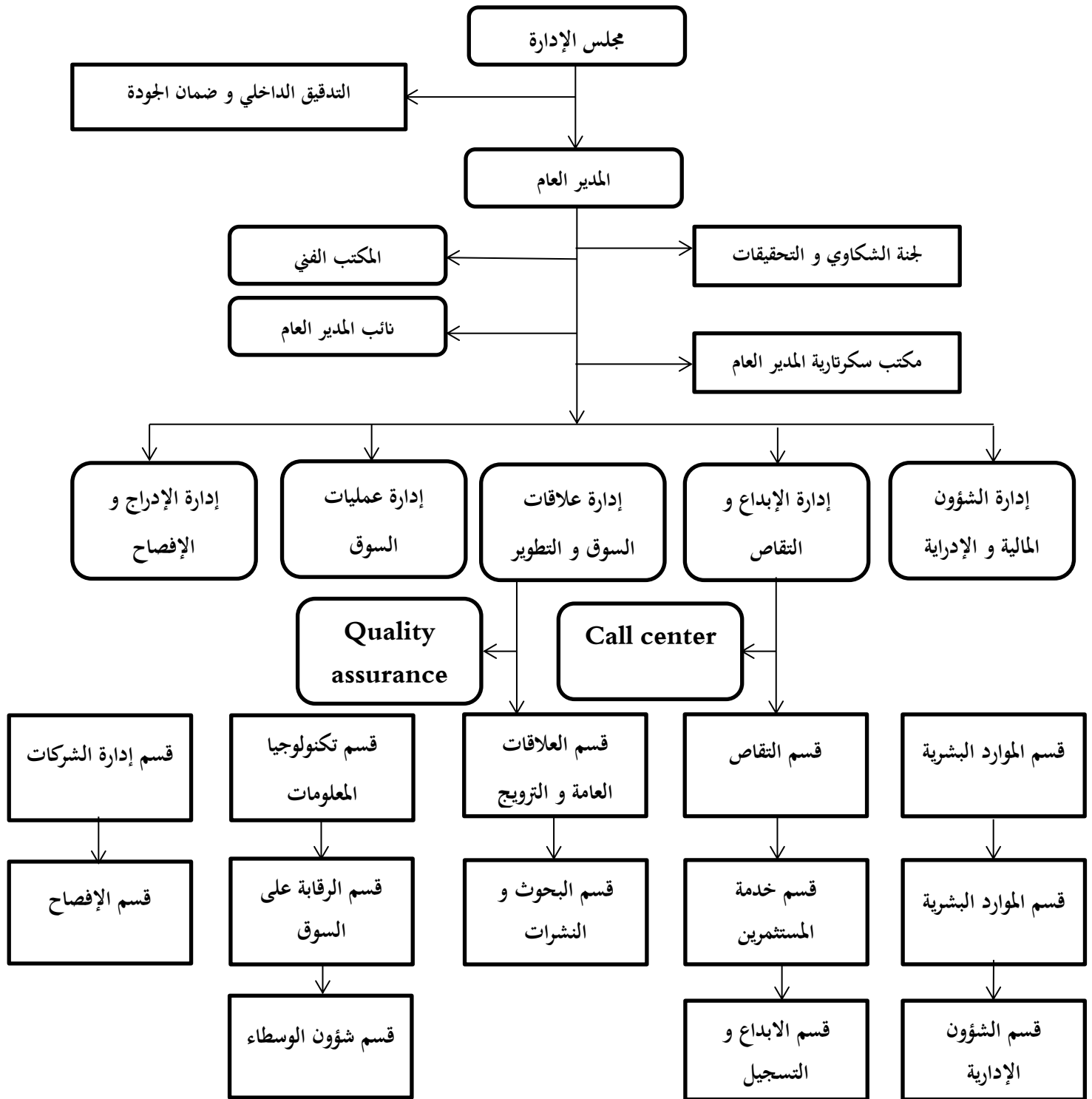
أجرى سوق دبي المالي في عام 2010 مجموعة من التغييرات على هيكله التنظيمي بهدف مواكبة الاحتياجات المتنامية للمتعاملين في السوق، و الارتقاء بخدماته وفق أفضل الممارسات العالمية، و يمتلك سوق دبي المالي نسبة 80 % من أسهم السوق، في حين يمتلك الجمهور 20 % من أسهمه.

يتكون سوق دبي المالي باعتباره شركة مساهمة مدرجة من مجلس إدارة المؤلف من ستة أعضاء من بينهم رئيس مجلس الادارة و نائب له و أربعة أعضاء آخرين كما يوجد لجان منبثقة عن هذا المجلس، و هو ما يساهم في زيادة الشفافية و الكفاءة في كافة الأعمال السوق، من حيث الامتثال للشريعة والرقابة الداخلية والتدقيق وضمان الجودة، كما يشمل سوق دبي المالي على خمس دوائر رئيسية تعمل على تحقيق الأهداف الاستراتيجية للشركة وهي: دائرة الشؤون المالية و الإدارية، دائرة الايداع والتسوية، دائرة علاقات السوق والتطوير، دائرة الادراج والإفصاح².

1. <http://www.sahny.com/about-dfm/dfm.org-stuate>

2. <http://www.dfm.ae/show-TRread.php?t:26424>

الشكل (09): الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي.

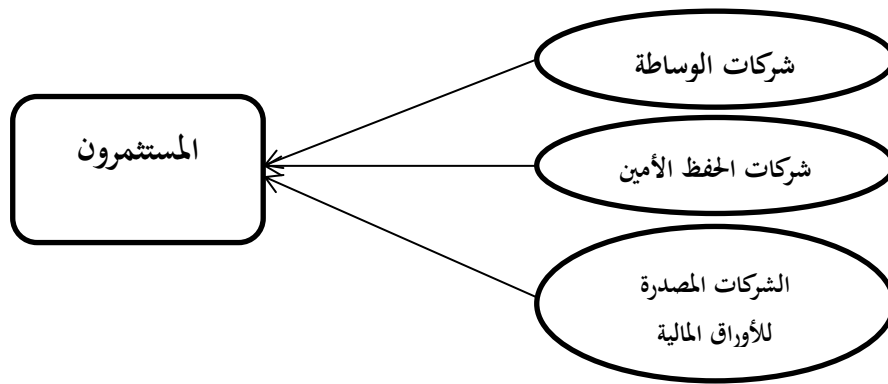


المصدر: <http://www.dfm.ae/page/default.aspx?c=8022008/05/13>.

المطلب الثالث: عناصر سوق دبي المالي

يعد سوق دبي المالي بورصة اقليمية رائدة تطبق أفضل الممارسات العالمية وتخضع تنظيميا لهيئة الأوراق المالية و السلع في الامارات العربية المتحدة، حيث يتم اختبار المتعاملين مع السوق و خاصة شركات الوساطة و شركات الحفظ الأمين المعتمدة وفق معايير صارمة من شأنها حماية حقوق المستثمرين، حيث تشمل قائمة المتعاملين المعتمدين في السوق المستثمرين و الشركات المدرجة و الوسطاء و المؤسسات الحفظ الأمين و جميعهم يلعبون دورا رئيسيا ضمن هيكل السوق المالي¹.

الشكل(10): المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي.



المصدر: www.dfm.ae

- **المستثمرون:** يتوزع الاستثمار في سوق دبي المالي بين الاستثمار طويل الأجل و المضاربات سواء كان فردا أو مؤسسة، فالمستثمر الذي يشتري أوراقا مالية و يحتفظ بها لمدة طويلة بهدف الحصول على أرباح نقدية أو عينية يسمى مستثمرا طويل الأجل، و يجب على هذا المستثمر الإلمام بالمعلومات الأساسية عن الشركات المدرجة التي ترغب في الاستثمار بها.
- **الشركات المصدرة للأوراق المالية:** تعد الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي المالي و ناسداك دبي عصب النمو الاقتصادي، و ذلك لاضطلاعها بالمشاريع الكبرى التي تعجز عنها قدرات الأفراد العاديين بسبب قدرتها على تجميع رؤوس الأموال الضخمة، فهناك عدة أنواع من الشركات المساهمة كالشركة المساهمة العامة المحدودة و الشركة ذات المسؤولية المحدودة و شركة التوصية بالأسهم.
- **شركات الوساطة:** الوسيط هو شركة مرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية و السلع للقيام بأعمال الوساطة في السوق، و عقب تكامل العمليات مع ناسداك دبي في العام 2010، أصبح بمقدور المستثمرين الاعتماد على

¹ . عياشي بلقيس دنيا زاد و محفوظ عيار، أهمية الإنترام بالضوابط الشرعية في الحد من الأزمات المالية - دراسة تطبيقية لسوق دبي المالي-، مجلة إدارة الأعمال و الدراسات الاقتصادية، جامعة الجزائر، المجلد الرابع، العدد 02، ص125 ص126.

الشركات الوساطة المشتركة لتداول الأوراق المالية في البورصتين باستخدام نفس رقم المستثمر لسوق و يكون المستثمر على علاقة مباشرة مع الوسيط.

- **شركات الحفظ الأمين:** تعيين غالبية المؤسسات الاستثمارية و بعض المستثمرين الأفراد أحد بنوك الحفظ الأمين لتابعة و خدمة استثماراتهم في أسواق المال المختلفة، و قد اعتمد سوق دبي المالي عدة شركات حفظ الأمين مرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية و السلع، تشمل مهام شركات الحفظ الأمين ما يلي:
 - الحفظ: حفظ الأوراق المالية الخاصة بالعملاء و تنظيم و حفظ سجلات دقيقة.
 - الإدارة: إدارة حساب العملاء.
 - التسليم: تسليم الأوراق المالية الى الوسيط المالي المشتري و استلام الأوراق المالية من الوسيط المالي البائع، وذلك نيابة عن العملاء.
 - الإرسال: إرسال تقارير دورية للعملاء من محافظ الأوراق المالية والحسابات النقدية الخاصة بهم.
 - الأخطار: إخطار عملائهم بكافة الإجراءات المتخذة من قبل الشركات المساهمة العامة و المتعلقة بالفوائد و الأرباح و الحقوق العائدة للأوراق المالية الخاصة بهم.
 - القبض: قبض الفوائد و الأرباح و الحقوق العائدة للأوراق المالية الخاصة بعملائهم.
 - التصويت: التصويت نيابة عن عملائهم في اجتماعات الجمعية العمومية العادية و غير العادية للشركات المساهمة العامة، وذلك حسب اتفاقيات الحفظ الأمين الموقعة مع كل عميل.

ثانيا : مؤشرات سوق دبي مالي

أ- مؤشر سوق دبي المالي العام DFMGI:

المؤشر العام لسوق دبي المالي العام هو مؤشر القيمة السوقية المرجحة المعدل و هو مشابه لترجيح الرسملة مع فارق رئيسي واحد: و هو أن الأسهم الأعلى سعرا تتجاوز النسبة المئوية لوزن مؤشر الأسهم الاجمالي و يتم توزيع الوزن الزائد بالتساوي بين الأسهم التي تقل عن هذا السقف، أطلق سنة 3 ديسمبر 2006 يهدف الى تكرار أداء الشركات المدرجة في السوق دبي المالي.

يحتسب هذا مؤشر في الوقت الفعلي و ينشر خلال ساعات التداول، و يحتسب أيضا على أساس آخر أسعار تداول الأسهم كما يتم تحديثه لكل عملية تداول وفق الصيغة التالية:

$$1000 * \left(\frac{pi * si * fffi}{pi * fffi} \right)$$

حيث:

P: سعر السهم؛

I: الأسهم المكونة للمؤشر (i=1 إلى n)؛

S: الأسهم القائمة؛

FFF: معامل التعويم الحر؛

1000 القيمة الأساسية للمؤشر؛

خضع هذا المؤشر للمراجعة عن طريق لجنة سياسة مؤشر سوق دبي المالي مرة واحدة على الأقل كل عام. و يتمثل الغرض من هذه المراجعة أية تغييرات تطرأ على هذه القواعد في ضمان استقلالية و موضوعية القواعد التي تحكم هذا المؤشر. و في حالة إجراء أية تغييرات على قواعد المؤشر يجرى بلاغ السوق بهذا القرار عبر الموقع الرسمي لسوق دبي المالي من خلال توجيه إشعار مسبق بفترة ثلاثة أشهر، و في حالة عدم إمكانية توجيه الإشعار خلال هذه الفترة يتولى السوق إخطار السوق في أقرب وقت ممكن قبل تنفيذ في القواعد.

في حالة قرر السوق دبي إنهاء حساب المؤشر بشكل دائم فعليه توجيه إخطار مدته ثلاثة أشهر على الأقل الى السوق أو في المواقف التي يكون فيها الإشعار الزمني غير ممكن، يوفر سوق دبي المالي فترة إشعار قدر الإمكان خلال الظروف المعنية¹.

ب- مؤشر سوق دبي المالي الإسلامي DFMSI:

يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية على مستوى العالمي مند عام 2007، يحرص السوق على تلبية احتياجات المستثمرين في دول العالم الاسلامي وخارجها.

ومن هذا المنطلق فقد قام السوق بتوفير أداة معيارية ترصد أداة الأسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية من خلال إطلاق مؤشر إسلامي يعد من نوعه بين الأسواق المالية في الدولة، فيما يلي نبذة عن المعلومات الرئيسية المتعلقة بالمؤشر²:

- تم إطلاق المؤشر في 27 أكتوبر للعام 2019.
- تم اعتماد تاريخ 31 ديسمبر 2009 لتحديد القيمة السوقية الأساسية لذلك المؤشر.
- تم استخدام نقطة قياس مقدارها 1000 نقطة كبداية لقراءته في ذلك اليوم.

1. <http://www.dfm.ae/docs/default-source/defaultdocement-library>, p2-6.

2. <http://www.dfm.ae/ar/sharia>

- يتم مراجعته و اعتماد أسهم الشركات المشمولة فيه بشكل ربع سنوي، وذلك بالتزامن مع الإعلان عن قائمة الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي يتم إعدادها وفقا لمعيار سوق دبي المالي، و تملك و تداول الأسهم، و يتم اعتمادها من قبل هيئة الفتوى و الرقابة الشرعية لسوق.

ج- مؤشر حوكمة الشركات و المسؤولية الاجتماعية و البيئية UAEESG:

اهتم مؤشر حوكمة الشركات و المسؤولية الاجتماعية و البيئية بدعم المستثمرين في اجراء المقارنة المرجعية لأداء الاستثمار في مجالات حوكمة الشركات و المسؤولية الاجتماعية و البيئية ، و يستخدم المستثمرين هذا المؤشر على نطاق واسع لمعرفة الشركات المسؤولة بيئيا و اجتماعيا و التي تخضع الى حوكمة جيدة مما يساعدهم على رصد فرص استثمارية جذابة. بالاشتراك مع ستاندارد آند يور للخدمات المالية و مؤسسة التمويل الدولية أعد معهد حوكمة الشركات أول مؤشر لعوامل حوكمة الشركات و المسؤولية الاجتماعية و البيئية في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا و يستخدم هذا المؤشر كنظام للتقييم على أساس مجموع الدرجات لتحديد أعلى الشركات من حيث الأداء في مجالات الحوكمة والمسؤولية الاجتماعية و البيئية.

يؤدي الاشتراك في مؤشر حوكمة الشركات و المسؤولية الاجتماعية و البيئية إلى رفع مستوى شهرة الشركات بالنسبة لأصحاب المصلحة و المستثمرين و تمييزها و ممارستها على المستوى الشعبي. كما تتم تشجيع الشركات المدرجة على توكيد بياناتها المتعلقة بمسائل الحوكمة الشركات و المسؤولية الاجتماعية و البيئية بالاستعانة بجهات خارجية للتوكيد، فهذا الأخير الذي تنفذه الجهات الخارجية يمكن أن يزيد من ثقة المستثمرين ووكالات التصنيف مسائل حوكمة الشركات والمسؤولية الاجتماعية و البيئية في جودة و استدامة بيانات الأداء مما يزيد من احتمال التعويل على هذه البيانات واستخدامها في اتخاذ القرارات¹.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة

قمنا في هذا المبحث باستعراض المنهجية المتبعة في هذه الدراسة لإستقصاء دور الهيكل المالي في اتخاذ قرار الاستثمار في المؤسسات المدرجة في بورصة دبي، و ذلك بالتعريف بمجتمع الدراسة وعينتها والأدوات المستخدمة و تحديد أساليب جمع البيانات و توضيح النماذج الرياضية التي سيتم استخدامها في التحليل، و التعريف بمتغيرات الدراسة وطرق قياسها وأهم الأساليب الاحصائية المستخدمة في تحليل البيانات.

1. <http://www.dfm.ae/esg.Porting-guide.ar> , p9-22.

المطلب الأول: عينة و متغيرات الدراسة

أولاً: مجتمع و عينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من عينة مؤسسات اقتصادية مدرجة في سوق دبي المالي (DFM) حيث تم الاعتماد على 05 مؤسسات من أصل 50 كما تم استبعاد المؤسسات التي لم تتوفر فيها بيانات كافية تغطي فترة الدراسة الممتدة من 2012 الى 2021، وقد تم الحصول على البيانات لغاية استخدامها في التحليل الإحصائي من خلال التقارير السنوية (الميزانية، قائمة الدخل، وقائمة التدفق النقدي) للمؤسسات الصناعية عينة الدراسة و ذلك وفق شروط هي¹:

- المؤسسات مدرجة في مؤشر DFM و لم تقم بعمليات الاستحواذ أو الاندماج؛
- الإفصاح المحاسبي للمؤسسات حيث تبدأ سنتها المالية من 1 جانفي و تنتهي في 31 ديسمبر؛
- المؤسسات المدروسة ليست مؤسسات تأمين أو قابضة؛
- توفر كافة المعلومات حول متغيرات الدراسة لدى المؤسسات قيد الدراسة.

جدول رقم(03): المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة.

عدد المؤسسات	ترميز المؤسسة	اسم المؤسسة	البلد
01	AGLTY	أجيلتي	الكويت
02	ARAMEX	أرامكس	دبي
03	DEYAAR	ديار للتطوير	دبي
04	DU	دو للاتصالات	دبي
05	GGCJ	غولف الخليجية للاستثمارات	دبي

المصدر: من إعداد الطالبتين.

ثانياً: بيانات الدراسة

تم جمع بيانات الدراسة بالاعتماد على الكتب و الدراسات السابقة وقواعد البيانات العالمية إضافة الى التقارير السنوية الصادرة عن بورصة دبي للأوراق المالية (dfm)، أما البيانات المستخدمة في التحليل الإحصائي تم الحصول عليها من خلال التقارير السنوية المتمثلة في الميزانية و قائمة الدخل للمؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي.

1. ar.wikipedia.org/wiki/سوق_دبي_المالي

كما اعتمدت هذه الدراسة أسلوب (Panel Data Analysis)، الذي يضم كل من خصائص البيانات القطاعية و السلاسل الزمنية حيث يوفر هذا النوع من التحليل كم أكبر من المعلومات و تقدمها وفق ترتيب الأحداث، ويساهم أيضا هذا الأسلوب في التقليل من بعض المشاكل كمشكلة الارتباط المتعدد و يعطي تقديرات أكثر كفاءة¹.

ثالثا: نموذج الدراسة

لاختبار دور الهيكل المالي في اتخاذ قرار الاستثمار للمؤسسات الاقتصادية، تعتمد هذه الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد وهو عبارة عن علاقة متعددة ما بين متغير تابع واحد وعدة متغيرات مستقلة، و يكون على النحو التالي²:

$$y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1t}X_{1it} + \beta_{2t}X_{2it} + \dots + \beta_{kt}X_{kit} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

i: يمثل عدد المؤسسات محل الدراسة؛ t: يمثل الزمن؛

Y_{it} : المتغير التابع؛

α_{it} : ثابت النموذج؛

X_{it} : المتغيرات المستقلة؛

β_{it} : معاملات الانحدار؛

ε_{it} : الأخطاء العشوائية

رابعا: متغيرات الدراسة

يحتوي نموذج الدراسة على المتغيرات التابعة و المتغيرات المستقلة و المتغيرات الضابطة.

أ- المتغير التابع

يمثل المتغير التابع للدراسة في قرار الاستثمار (INV)، وقد اعتمدت الدراسات السابقة في دراسته على العديد من المقاييس منها: صافي الاستثمارات في الفترة t على صافي الأصول الثابتة في الفترة t-1 الذي تم اعتماده في دراسة كريمة

¹ . كريمة بوكرومة، أثر قرارات الاستثمار و توزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2000-2018)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية: تخصص مالية، جامعة

العربي بن مهدي، أم بواقي، 2019، ص 239.

² . حسام علي داود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق، الطبعة 01، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2013، ص 156.

بوكرومة (2019)، في حين استخدمنا الفرق بين الاستثمارات في الفترة t و الفترة $t-1$ على الاستثمار في الفترة $t-1$ الذي تم استخدامه في دراسة (Kai Chang 2020).

$$INV_t = \frac{(INVT_t - INVT_{t-1})}{INVT_{t-1}}$$

$INVT_t$: الاستثمار في الفترة t .

$INVT_{t-1}$: الاستثمار في الفترة $t-1$.

ب- المتغيرات المستقلة

النسب المالية التي يمكن استخدامها للإشارة إلى الهيكل المالي هي:

- التمويل الذاتي CAP : لقد اعتمدنا في هذه الدراسة على إجمالي الأموال الخاصة إلى إجمالي الأصول و ذلك وفق العلاقة التالية:

التمويل الذاتي = الأموال الخاصة / إجمالي الأصول.

- الديون القصيرة SD : تم اعتماد الدراسة (Kai Chang) في حساب الديون القصيرة من خلال القانون التالي:

الديون القصيرة = الديون القصيرة / إجمالي الديون

- الديون الطويلة LD : تم اعتماد دراسة (Nemiraja Jadiyppa) في حساب الديون الطويلة من خلال القانون التالي:

الديون الطويلة = الديون الطويلة / إجمالي الديون

ج- المتغيرات الضابطة

- فرص النمو ($GROW$): قامت عدة دراسات بقياس فرص النمو من خلال صافي المبيعات أو معدل نمو الأصول ففي دراسة (شرابي بأية كنزة) قامت بقياسه من خلال تغير الأصول على إجمالي الأصول، و في دراستنا سنطبق القانون المعتمد في دراسة (دعاس مصعب).

$$\text{فرص النمو} = \frac{\text{الايادات في السنة } n - \text{الايادات في السنة } n-1}{\text{الايادات في السنة } n-1}$$

الايادات في السنة $n-1$

خامسا: عرض متغيرات الدراسة

بعد تحديد متغيرات الدراسة نقوم بعرض متغيرات الدراسة المتحصل عليها باستعمال البرنامج الإحصائي

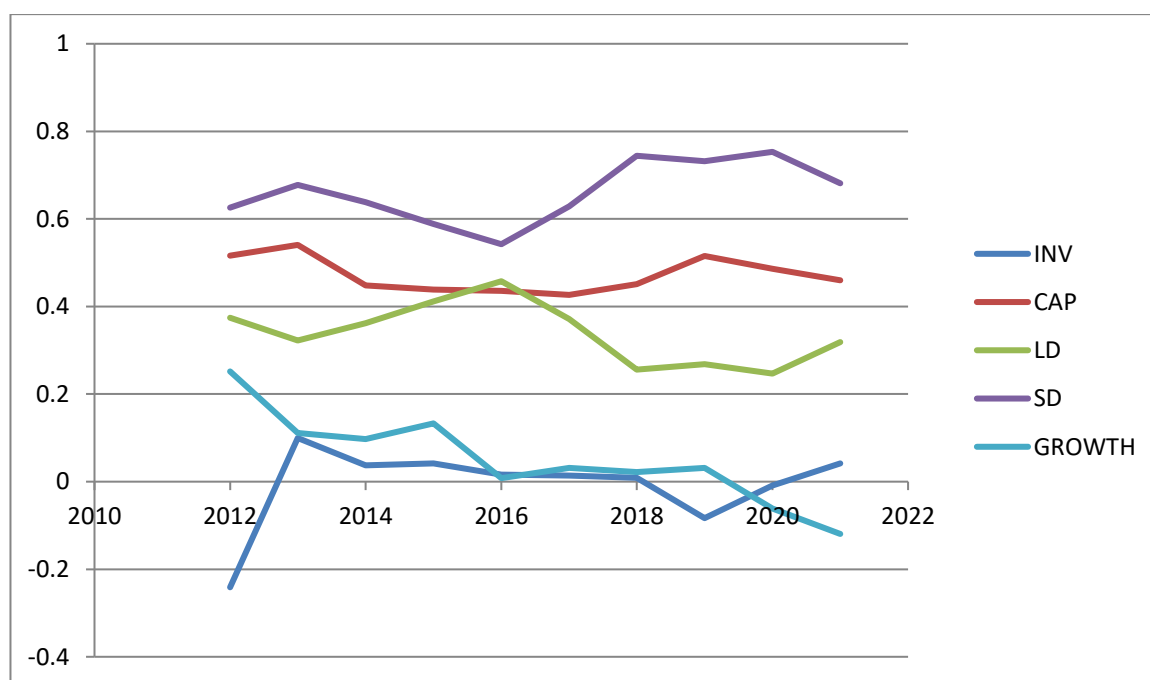
. EVIEWS V12

الجدول (04): عرض متغيرات الدراسة

	INV	CAP	SD	LD	GROWTH
2012	-0,241289	0,515877	0,626041	0,373959	0,251695
2013	0,099560	0,540698	0,677473	0,322527	0,111456
2014	0,037177	0,447905	0,638241	0,361759	0,097323
2015	0,041840	0,438455	0,588139	0,411861	0,133249
2016	0,015983	0,435812	0,542276	0,457724	0,008068
2017	0,013884	0,426526	0,628353	0,371647	0,031576
2018	0,008486	0,450774	0,744389	0,255611	0,021820
2019	-0,083243	0,515707	0,731625	0,268375	0,031505
2020	-0,009012	0,486019	0,753195	0,246805	-0,061585
2021	0,041635	0,459929	0,681352	0,31848	-0,119449

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات EViews V12.

الشكل رقم(11): تطور متغيرات الدراسة خلال الفترة 2012-2021



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات EViews V12.

من خلال الشكل نلاحظ أن نسبة الاستثمار في المؤسسات حققت قيمة حدية أعلى خلال سنة 2016 بما يقابل ارتفاع نسبة الديون طويلة الأجل و انخفاض الديون قصيرة الأجل، بينما في السنوات الأخيرة (2018-2021) سجلت انخفاض حاد في نسبة الاستثمار مع انخفاض في الديون طويلة الأجل و ارتفاع الديون قصيرة الأجل.

نستنتج مما سبق ان اعتماد المؤسسات على الديون طويلة الأجل تحقق المردودية الكافية لإعادة الاستثمار في الأصول المتاحة لديها على عكس الديون قصيرة الأجل التي تحقق مردودية ضعيفة لا تسمح لها بإعادة الاستثمار في الأصول.

المطلب الثاني: التعريف بمتغيرات النموذج و كيفية قياسها

لتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام برنامج Eviews v12 لتحليل البيانات من خلال نموذج (Panel Data Analysis)، بغرض تحديد أسلوب التحليل الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة و (Panel Data) هو عبارة عن سلاسل زمنية لبيانات مقطعية حيث يأخذ بعين الاعتبار أثر العوامل الفردية و عامل الزمن عند تقديره لمعادلات الانحدار، و يقوم على ثلاث نماذج أساسية لتحليل البيانات تتمثل في نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)، ونموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effect Model)، ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect Model)¹ ولتحديد النموذج الأمثل سنقوم بعدة اختبارات.

وتستخدم هذه الاختبارات لدراسة معنوية النموذج مثل F-Test لقياس صلاحية النموذج بشكل عام، و T-Test لقياس الأهمية الاحصائية لمعاملات التقدير لمتغيرات الدراسة وذلك لمعرفة مدى قدرة المتغيرات المختارة على تفسير الظاهرة محل الدراسة².

أولاً: تعيين النموذج

$$y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it}CAP_{it} + \beta_{it}SD_{it} + \beta_{it}LD_{it} + \beta_{it}TRADE_{it} + \beta_{it}GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

i: يمثل عدد المؤسسات محل الدراسة؛

t: يمثل الزمن لفترة الدراسة (2012-2021)؛

Y_{it} : قرار الاستثمار؛

1. كريمة بوكرومة، أثر قرارات الاستثمار و توزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2000-

2018)، مرجع سبق ذكره، ص 276

2. نفس المرجع، 278

α_{it} : الثابت النموذج؛

CAP_{it} : التمويل الذاتي؛

SD_{it} : الديون القصيرة؛

LD_{it} : الديون الطويلة؛

$GROWTH_{it}$: النمو؛

ε_{it} : الأخطاء العشوائية.

ثانيا: الاختبارات المستعملة

• اختبار احصائية فيشر (F-Stat):

يستخدم اختبار فيشر F-Teste لإختبار بين نموذج الإنحدار التجميعي و نموذج الأثار الثابتة، حيث تكون قيمة **F-Stat** معنوية كلما كان النموذج أحسن و العكس كلما ساء النموذج، و يمكن صياغة الفرضيتين كما يلي¹:

- H_0 : النموذج الحالي غير مناسب لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع من جهة و المتغيرات المستقلة من جهة أخرى، بمعنى نموذج PRM هو الملائم.

- H_1 : النموذج الحالي مناسب لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع من جهة و المتغيرات المستقلة المفسرة من جهة أخرى، بمعنى نموذج FEM هو الملائم وإجراء هذا الاختبار نقوم بحساب إحصائية فيشر كما يلي:

$$F = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PRM}^2)/(N - 1)}{(1 - R_{FEM}^2)/(NT - N - K)}$$

• اختبار Breusch-Pagan

يعد إختبار (BP) أحد أكثر الاختبارات شيوعا للتغايرية، الذي يعتمد على معامل لاغرونج LM حيث تتم المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج الأثار العشوائية (REM) و تعطى صيغته كالتالي²:

$$LM = \frac{NT}{2(N-1)} \left[1 - \frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T \varepsilon_{it})}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}} \right]$$

¹ . حسين علي يحيى و سحر فتح الله، الإقتصاد القياسي، دار البيزوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2018، ص161.

² . وليد بوتاح، دراسة مقارنة لدوال الاستثمار في البلدان المغاربية باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد الكمي، جامعة الجزائر، 2007، ص65.

من المعادلة نلاحظ أنه إذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار LM أكبر من القيمة الجدولية لـ $x^2(1)$ فإن هذا يعني أنه لا يمكن رفض الفرضية الصفرية القائلة بأن النموذج التجميعي هو الأفضل من النموذج الأثار العشوائية.

● اختبار معنوية المعالم **Student (T)**: يستخدم لاختبار (T) لتقييم معنوية تأثير المتغيرات المستقلة

x_1, x_2, \dots, x_k في المتغير التابع Y_i في نموذج الانحدار المتعدد، ولاختبار (T) تعتمد على نوعين من الفرضيات¹:

$$- \text{الفرضية الصفرية } H_0: \beta_i = 0$$

$$- \text{الفرضية البديلة } H_1: \beta_i \neq 0$$

● معامل التحديد **R^2 (R-Squared)**: هو النسبة بين مجموع مربعات الانحدار و مجموع المربعات الكلي فكلما زاد عدد المتغيرات التفسيرية في النموذج زاد مجموع مربعات الانحدار وبالتالي تزداد قيمة معامل التحديد تبعاً لذلك، أي هو مقياس يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع، ويحسب وفق العلاقة التالية²:

$$R^2 = 1 - \frac{SSR}{TSS}$$

كما يتصف معامل التحديد R^2 بالخصائص التالية³:

$$0 \leq R^2 \leq 1 \text{ إذا كان:}$$

- $R^2 = 1$ توجد علاقة معنوية تامة بين المتغير التابع و المستقل؛
- $R^2 = 0$ لا توجد علاقة معنوية بين المتغير التابع و المستقل؛
- $0 < R^2 < 1$ وجود علاقة معنوية غير تامة بين المتغير التابع و المستقل.

● الإرتباط الذاتي للأخطاء:

تؤثر مشكلة الإرتباط الذاتي ما بين المتبقيات العشوائية على كفاءة التقدير مما يسبب تشوهاً في تقدير المعالم أو اتجاهاتها، وبالتالي فإن الإعتماد عليها في إتخاذ سياسات إقتصادية معينة تكون مظللة ولا يعتد بها وذلك بسبب تشوه النموذج المقدر، وللكشف عن المشكلة لغرض معالجتها والتخلص منها يستخدم ما يعرف بإختبار Durbin Watson (DW).

و يعتمد هذا الإختبار على قيمتين، إحدهما محسوبة تعتمد على قيم البواقي العشوائية والقيمة الأخرى هي القيمة الجدولية و يقوم هذا الاختبار على فرضيتين هما⁴:

1 . جلال جلاطو، جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الثانية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009، ص34.

2 . حسين علي ينجيت و سحر فتح الله، الإقتصاد القياسي، مرجع سبق ذكره، ص161.

3 . جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، مرجع سبق ذكره ، ص82.

4 . حسين علي ينجيت و سحر فتح الله، الإقتصاد القياسي، مرجع سبق ذكره، ص198.

- الفرضية الصفرية H_0 : وتنص على انعدام الارتباط الذاتي أي:

$$H_0 : p=0$$

- الفرضية البديلة H_1 : تنص على وجود ارتباط ذاتي أي:

$$H_1 : p \neq 0$$

اختبار تجانس تباين الأخطاء:

و يكون عند عدم تجانس في تباين الأخطاء و فرضياته تتمثل في¹:

- الفرضية الصفرية H_0 : وجود تجانس في تباين الأخطاء.

- الفرضية البديلة H_1 : عدم وجود تجانس في تباين الأخطاء.

المطلب الثالث: تقدير و اختبار نموذج الدراسة

بعد أن حددنا عينة و متغيرات الدراسة و كذلك النموذج الذي نهدف من خلاله الى تفسير دور الهيكل المالي في اتخاذ قرار الاستثمار لعينة مؤسسات اقتصادية مدرجة في سوق دبي للتداول، ندرج فيما يلي نتائج تقدير معادلة الانحدار باستخدام برنامج بانل و المفاضلة بين النماذج لاختيار الأسلوب المناسب لبيانات الدراسة حيث تكون نتائج تقدير معاملات الدراسة أكثر كفاءة وفعالية، كما نعرض في هذا المطلب نتائج التحليل الوصفي و الارتباط بين المتغيرات مع ملخص لأهم النتائج والتوصيات.

أولاً: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

نتطرق في هذا الجزء الى أهم الإحصاءات التي تضم المتوسطات الحسابية و الانحرافات المعيارية و أدنى وأعلى قيمة للبيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة.

الجدول رقم(05): المتوسط الحسابي و الانحراف المعياري و أعلى و أدنى قيمة لمتغيرات الدراسة

Variables	Mean	Std-Div	Max	Min
INV	0.201004	0.835032	5.655779	-0.427200
CAP	0,528644	0,166664	0,784044	0,188737
SD	0.672989	0.122884	0.864932	0.380170
LD	0.325986	0.123328	0.619712	0.135050
SIZE	1758007	12430929	87899951	7,099066
TRADE	1,721983	1,251791	7,174753	0,570427
GROWTH	0.007274	0.323777	0.937751	-0.754042

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات EViews V12.

(INV): نسبة الاستثمار. (CAP): التمويل الذاتي. (SD): نسبة الديون القصيرة.

(LD): نسبة الديون الطويلة. (TRADE): نسبة السيولة. (GROWTH): فرص النمو.

¹ . جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، مرجع سبق ذكره ، ص82

- يبين الجدول رقم (05) أن متوسط الإستثمارات بلغت حوالي (0.201) و بانحراف معياري قدره (0.835) وتعتبر هذه النسبة مرتفعة عموماً نظراً للاستقرار المالي و الاقتصادي للشركات، وقد تدل على قوة أداء و إدارة استثمار المؤسسات الاقتصادية لسوق دبي لموجوداتها لتحقيق الأرباح، في حين بلغت القيمة العظمى (5.656) أما القيمة الدنيا (-0.427).
- قدر المتوسط الحسابي للتمويل الذاتي بـ(0,528644) وانحراف معياري (0,1667)، أما القيمة العظمى (0,7840) والقيمة الدنيا (0,1887).
- فيما يخص الديون القصيرة بلغ المتوسط (0.673) و انحراف معياري (0.123)، في حين بلغت القيمة العظمى (0.8649) و القيمة الدنيا (0.380).
- وقدر المتوسط الحسابي للديون الطويلة (0.3259) بانحراف معياري (0.1233) أما القيمة العظمى (0.619) و القيمة الدنيا (0.135).
- أما الحجم فقدر المتوسط الحسابي بـ(1758007) وانحراف معياري (12430929)، أما القيمة العظمى (87899951) والقيمة الدنيا (7,09906).
- فيما يخص السيولة بلغ المتوسط الحسابي (1,721983) وانحراف معياري (1,251791)، في حين بلغت القيمة العظمى (7,174753) والقيمة الدنيا (0,570427).
- وقدر المتوسط الحسابي للنمو (0.0072) وبلغ الانحراف المعياري (0.3237)، أما القيمة العظمى بلغت (0.9377) و القيمة الدنيا (-0.754).

ثانياً: المصفوفة:

تهدف الى قياس قوة العلاقة التي تربط بين كل من المتغير التابع و المتغيرات المستقلة، بالإضافة الى معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات ان كانت طردية أو عكسية مما يسمح بإعطاء نظرة أولية حول تأثير العلاقة بين المتغيرات. ويوضح الجدول أدناه نتائج الارتباط بين المتغيرات المستقلة (CAP, SD, LD, SIZE, TRADE, GROWTH) و المتغير التابع (INV).

الجدول (06): مصفوفة الارتباط

Covariance Analysis: Ordinary
Date: 06/15/22 Time: 12:36
Sample: 2012 2021
Included observations: 50

	INV	CAP	SD	LD	SIZE	TRADE	GROWTH
INV	1						
CAP	0,1719	1					
SD	0,1095	0,0735	1				

LD	-0.1070	-0.072	-0,999	1			
SIZE	-0,0601	0.0570	0,1208	-0,119	1		
TRADE	0,2141	0,6025	-0,244	0,2483	0,0820	1	
GROWTH	-0,2131	0,1947	-0,071	0,0692	-0,017	0,2534	1

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات EViews V12.

يلاحظ من خلال الجدول (06) أن الارتباط بين المتغير التابع المتمثل في قرار الاستثمار (INV) و المتغير المستقل المتمثل في التمويل الذاتي قدر بنسبة (17,19%) ما يدل على وجود علاقة طردية و ضعيفة، بينما قدر الارتباط بين المتغير التابع قرار الاستثمار (INV) والمتغير المستقل الديون قصيرة الأجل (SD) بنسبة (10.95%) يدل على وجود علاقة طردية و ضعيفة، وقدر الارتباط بين المتغير التابع (INVT) والديون طويلة الأجل (LD) قدر بنسبة (-10,7%) و هذا يدل على وجود علاقة عكسية.

كما كشفت نتائج معامل الارتباط بين المتغير التابع (INV) و المتغيرات الضابطة (SIZE, TRADE, GROWTH) أخذ عدة قيم على الترتيب (-21,31% / 21,41% / -6,01%) وهذا يدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرين (INV) و (TRADE) على عكس العلاقة بين (INVT) و (SIZE, GROWTH) فهي علاقة عكسية.

أما معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة أخذ عدة قيم يمكن توضيحها كما يلي:

- أشارت النتائج الى أن الارتباط بين المتغير المستقل (CAP) والمتغيرات (SD, LD, SIZE, TRADE, GROWTH) حيث قدرت بنسب التالية على التوالي: - / 7,35% (7,35% / 19,47% / 60,25% / 5,7% / 7,2% حيث كان وجود علاقة طردية بين (CAP) و (SIZE ، TRADE, GROWTH) على عكس (CAP) و (SD, LD) فكانت علاقة عكسية.
- و أوضحت النتائج أن الارتباط بين المتغير المستقل (SD) والمتغيرات (LD , TRADE, GROWTH) عن وجود علاقة عكسية قدرت بنسب التالية على التوالي (-7.1%، -24.4%، -99.9%) ، بينما المتغير (SD) و (SIZE) وجود علاقة طردية قدرت بالنسبة (12.08%).
- كما أوضحت نتائج أن الارتباط بين المتغير (LD) و المتغيرات (TRADE, GROWTH) عن وجود علاقة طردية حيث قدرت (6,92% / 24,83%) على التوالي في حين كانت علاقة عكسية بين (LD) و (SIZE) قدرت بنسبة (-11.9%).
- كذلك أشارت النتائج الى أن الارتباط بين (SIZE) و بين (TRADE) عن وجود علاقة طردية حيث قدرت كالآتي: (8.20%) على عكس العلاقة بين (SIZE) و (GROWTH) حيث قدرت بنسبة (-1.7%)
- و أوضحت النتائج أن الارتباط بين المتغير (TRADE) و المتغير (GROWTH) عن وجود علاقة طردية قدرت ب (25,34%).

ثالثاً: تقدير نماذج Panel الساكنة

النتائج الموضحة في الجدول التالي عبارة عن نتائج تقدير إحصائي لنموذج الإنحدار التجميعي ونموذج الأثر الثابتة و الأثر العشوائية لمعرفة دور الهيكل المالي في اتخاذ قرار الإستثمار لعينة مؤسسات اقتصادية مدرجة في سوق دبي للتداول حسب ما يظهره الملحق رقم.

الجدول رقم (07): نتائج تقدير النماذج الثلاثة

	PRM	FEM	REM
C	-6,454286 (0,7581)	11,02996 (0,6059)	-6,45286 (0,7480)
CAP	1,108466 (0,1329)	3,985582 (0,0284)	1,108466 (0,1174)
LD	5,724274 (0,7845)	-13,28919 (0,5388)	5,724274 (0,7754)
SD	6,252634 (0,7661)	-12,77508 (0,5562)	6,252634 (0,7563)
GROWTH	-0,644123 (0,0909)	-0,869676 (0,028)	-0,644123 (0,0782)
F	1,293085	1,701157	1,293085
R ²	0,287021	0,127335	0,287021
Obs	50	50	50
F-Stat		1,994877 (0,1133)	
BP		0,001801 (0,9662)	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات EViews V12.

أ- المفاضلة بين النماذج:

- المفاضلة بين النموذج التجميعي (PRM) ونموذج الأثر الثابتة (FEM): من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة (F-Stat) المحسوبة تساوي (1,994877) وهي أصغر من القيمة الجدولية الإحصائية F عند درجة الحرية (4,41) و مستوى المعنوية 5% والتي تساوي 2,59.

كما أن القيمة الإحتمالية تساوي (0,1133) و هي أكبر من القيمة المعنوية (0,05) وبالتالي فإننا نقبل الفرضية الصفرية التي مفادها أن النموذج التجميعي هو الملائم، ونرفض الفرضية البديلة أي النموذج التجميعي ملائم من نموذج الأثار الثابتة.

ويظهر الجدول التالي نتائج الإختبار

الجدول(08): نتائج اختبار المفاضلة بين النموذج التجميعي و الأثار الثابتة.

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: FEM
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.994877	(4,41)	0.1133
Cross-section Chi-square	8.891495	4	0.0639

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات EViews V12.

- المفاضلة بين النموذج التجميعي (PRM) ونموذج الأثار العشوائية (REM): من خلال الجدول (09) نلاحظ القيمة الإحصائية BP المحسوبة تساوي (0,001801) و هي أقل من القيمة الجدولية الإحصائية كاي مربع عند درجة حرية (1) ومستوى المعنوية (5%) و التي تساوي (3,84) لهذا فإننا نقبل الفرضية الصفرية التي مفادها أن النموذج التجميعي هو الملائم، ونرفض الفرضية البديلة أي أن النموذج التجميعي ملائم من نموذج الأثار العشوائية.

الجدول(09): نتائج اختبار لاغرانج.

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	0.001801 (0.9662)	0.226866 (0.6339)	0.228667 (0.6325)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات EViews V12.

- ب- اختبار معنوية معالم النموذج (PRM): يهدف هذا الاختبار لدراسة الدلالة الإحصائية لمتغيرات الدراسة، كما يمكن الحكم على معنوية المعالم من خلال مستوى الدلالة الإحصائية (prob) بحيث تكون المعالم ذات معنوية إذا كانت قيمة (prob) أقل تماما من مستوى المعنوية (5%).

من خلال الجدول رقم (05) نلاحظ أن قيم الدلالة الإحصائية (prob) في نموذج التجميعي (PRM) لكل من الثابت (C) والديون الطويلة (LD) و الديون القصيرة (SD) المقدرة كما يلي: (0,032)، (0,032)، (0,034)، أقل تماما من (0,05) وهذا يدل على معنوية القيم المحسوبة. كما توضح النتائج عن عدم معنوية التمويل الذاتي (CAP) والنمو (GROWTH) حيث قدرت القيم على التوالي: (0,459) و (0,550).

ج- المعنوية الكلية للنموذج (PRM): نلاحظ من الجدول رقم (07) أن احصائية (Fisher) المحسوبة في نموذج التجميعي (PRM) والتي تساوي (1,293085) أقل من القيمة الجدولية التي تساوي (2.42) عند درجة حرية 5% كما أن قيمة الدلالة الإحصائية Prob(F-Statistic) التي تساوي (0,287021) أكبر تماما من (0.05) إذن ترفض الفرضية الصفرية، أي أن النموذج المقدر غير معنوي وكل المعالم المقدرة لا تختلف عن الصفر.

د- جودة النموذج: نلاحظ من خلال الجدول رقم (07) أن معامل التحديد (R^2) الخاص بالنموذج التجميعي (PRM) قد بلغت (0,287021)، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما قيمته 28,7% من التغير الحاصل في المتغير التابع.

هـ- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء: توجد عدة اختبارات تمكنا من معرفة ما إذا كان هناك ارتباط ذاتي للأخطاء أم لا، حيث أشهر هذه الإختبارات Wooldridge Test حيث يعتبر الارتباط الذاتي من أهم المشاكل التي تواجه القياسيين في تقديرهم للنماذج، بحيث يستعمل إحصائية Wooldridge Test لمعرفة ما إذا كانت القيمة المحسوبة تقع داخل مجال إستقلالية الأخطاء أو خارجها. والجدول الموالي يوضح إختبار لنموذج التجميعي (PRM):

الجدول رقم (10): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

	Wooldridge Test	Prob
PRM	6,9205	0,0022

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات RStudio.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة الدلالة الإحصائية Prop(0,0022) أقل من القيمة المعنوية (0.05) أي يتم رفض الفرضية الصفرية التي مفادها عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء العشوائية الخاصة بالنموذج التجميعي مما يستدعي عملية تصحيح النموذج.

هـ- اختبار تجانس تباين الأخطاء: في خطوة أخيرة من أجل التأكد من تجانس التباين سنقوم بإجراء إختبار LRT حيث نقبل فرضية العدم التي تنص على تجانس تباين الأخطاء العشوائية إذا كانت قيمة P(Value) أكبر من 0.05 في حين تقبل الفرضية البديلة أي عدم وجود تجانس إذا كانت قيمة P(Value) أقل من 0.05 بعد إجراء الإختبار كانت النتائج كالتالي:

الجدول رقم(11): نتائج تجانس تباين الأخطاء

	LRT	DF	Prob
PRM	101,7212	5	0,000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على مخرجات EViews V12.

من خلال نتائج الجدول(11) نلاحظ أن القيمة P-Value التي تساوي (0.0000) هي أقل من 0.05 وبالتالي هناك مشكلة عدم تجانس التباين في نموذج الدراسة، وعليه الجدول الموالي يوضح تصحيح حالة عدم التجانس. بعد التأكد من مشكلتي الارتباط الذاتي و عدم تجانس الأخطاء في النموذج التجميعي نقوم بتصحيح هذا الأخير كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول (12): نموذج الدراسة بعد التصحيح.

Dependent Variable: INV				
Method: Panel EGLS (Cross-section SUR)				
Date: 06/17/22 Time: 21:40				
Sample: 2012 2021				
Periods included: 10				
Cross-sections included: 5				
Total panel (balanced) observations: 50				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.213691	3.463255	-1.216685	0.2301
CAP	0.707558	0.269920	2.621359	0.0119
LD	3.846515	3.445214	1.116481	0.2701
SD	4.035638	3.525725	1.144626	0.2584
GROWTH	-0.211645	0.142178	-1.488591	0.1436
Weighted Statistics				
Root MSE	0.856889	R-squared	0.193971	
Mean dependent var	0.436100	Adjusted R-squared	0.122324	
S.D. dependent var	0.974566	S.E. of regression	0.903241	
Sum squared resid	36.71297	F-statistic	2.707313	
Durbin-Watson stat	1.651236	Prob(F-statistic)	0.041919	
Unweighted Statistics				
R-squared	0.061645	Mean dependent var	0.201004	
Sum squared resid	32.06042	Durbin-Watson stat	1.831742	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على مخرجات EViews V12.

رابعاً: مناقشة النتائج

من خلال تحليل نموذج الانحدار الخطي الذي يتضمن المتغيرات المفسرة للقرار الاستثمار للمؤسسات محل الدراسة باستخدام بيانات Panel و بالإعتماد على برنامج EViews V12 توصلنا إلى ما يلي:

- ✓ أن الهيكل المالي يؤثر على قرار الاستثمار للمؤسسات محل الدراسة، فمن خلال نموذج النهائي المتحصل عليه الذي يقدم نتيجة أن هذا النموذج يفسر من التغيرات الكلية لقرار الاستثمار، أي أن المتغيرات المستقلة في الهيكل المالي والمعبر عنه بالتمويل الذاتي (CAP)، نسبة الديون طويلة (LD)، نسبة الديون القصيرة (SD)، النمو (GROWTH) تفسر ما قيمة (19,39%) من قرار الاستثمار للمؤسسات محل الدراسة خلال فترة الدراسة، أما النسبة المتبقية (81,61%) فترجع إلى عوامل أخرى لم يتضمنها النموذج.
- ✓ تلجأ المؤسسات محل الدراسة إلى التمويل بالأموال الخاصة أولاً كون هذه المؤسسات ضخمة و تحقق أرباح كبيرة وهذه الأرباح لا توزع، حيث كلما زادت الأموال الخاصة بوحدة واحدة فإن الاستثمار زاد بمقدار (0.7) وحدة، وهذا ما يثبت عن وجود علاقة طردية.
- ✓ تشير نتائج النموذج النهائي عن وجود علاقة طردية بين الديون الطويلة الأجل و قرار الاستثمار، حيث أن زيادة الديون طويلة الأجل بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع الاستثمار بمقدار (3.84) في واقع الأمر أنه كلما زادت الديون طويلة الأجل (LD) بوحدة واحدة هذا سيؤدي زيادة فرص الاستثمار (INV) وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل. لذا يمكن القول أن التغير في الهيكل الديون يمكن أن يزيد من الاستثمار، غير أن دراستنا لم تتوصل لنفس النتيجة فهي غير منطقية و لا تتوافق مع الفكر المالي، كما يمكن القول أنه لا يوجد ارتباط معنوي بين ديون طويلة و الاستثمار و يرجع ذلك كون أن هذه المؤسسات مشبعة ذاتياً أي أن الأموال المملوكة تكفي لتمويل احتياجاتها الاستثمارية و بالتالي لا تلجأ إلى الاستدانة، وهذا عكس ما توصل إليه jadiyappa 2016.
- ✓ أثبتت النتائج كذلك عن عدم وجود علاقة معنوية احصائياً بين كل من الديون القصيرة الأجل (SD) و قرار الاستثمار (INV) أي عندما ترتفع الديون القصيرة الأجل بوحدة واحدة هذا سيؤدي إلى انخفاض فرص الاستثمار بمقدار (4,03) وحدة، غير أن هذه النتيجة لا تتوافق مع الفكر المالي ففي الواقع الأمر أنه كلما زادت الديون القصيرة (SD) يترتب عليه زيادة فرص الاستثمار (INV)، هذا راجع كون المؤسسات محل الدراسة تحقق مردودية أقل مقارنة بأموالها الخاصة و هذا عند لجوئها للقروض قصيرة الأجل و هذا عكس ما توصل إليه Chang et al 2020.

خامساً: اختبار الفرضيات

بعد إتمامنا للدراسة من مختلف جوانبها، و استعراض عناصر الموضوع بشقيه النظري و التطبيقي تم اختيار الفرضيات المعتمدة في بداية الدراسة، و قد توصلنا إلى ما يلي:

الفرضية الأولى: و تنص هذه الفرضية على أن يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% للتمويل الذاتي على قرار الاستثمار لعينة مؤسسات اقتصادية في سوق دبي المالي و من خلال الجدول رقم (12) نلاحظ أن هذه الفرضية صحيحة.

الفرضية الثانية: و التي تنص على وجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% للتمويل الذاتي على قرار الاستثمار لعينة مؤسسات اقتصادية في سوق دبي المالي و من خلال الجدول (12) يتبين أن الفرضية غير صحيحة.

الفرضية الثالثة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% للتمويل قصير الأجل على قرار الاستثمار لعينة مؤسسات اقتصادية في سوق دبي المالي و يلاحظ من خلال الجدول (12) إلى أن الفرضية خاطئة.

خلاصة الفصل :

لقد حاولنا في هذا الفصل تقديم دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على اتخاذ قرار الاستثمار للمؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي ، حيث قمنا بدراسة العلاقة بين المتغير التابع و المتمثل في قرار الاستثمار معبر عنه بالرمز (INV) و بعض المتغيرات المستقلة كالتمويل بالأموال الخاصة (CAP)، نسبة الديون الطويلة الأجل (LD)، نسبة الديون قصيرة الأجل (SD) و النمو (GROWTH).

ومن خلال استخدام المتغيرات المناسبة للدراسة و عرض و مناقشة النتائج توصلنا إلى أن النموذج التجميعي PRM هو الأفضل في حالة التمويل بالأموال الخاصة، كما تبين لنا عن وجود علاقة ذات معنوية إحصائية بين التمويل بالأموال الخاصة و قرار الاستثمار على عكس الديون الطويلة الأجل و الديون القصيرة الأجل.

خاتمة



يعتبر موضوع الهيكل المالي من بين المواضيع ذات التنظير و البحث التي أثارت جدلا حادا في مجال المالية، و على ضوء ما ورد في هذه الدراسة نكون قد وقفنا على أثر الهيكل المالي في اتخاذ قرار الاستثمار بالمؤسسة الاقتصادية، إذ تلجأ هذه الأخيرة إلى تمويل نشاطاتها من خلال التوازن بين مختلف المصادر المتاحة سواء كانت هذه المصادر مملوكة (أموال خاصة) أو مقترضة (ديون طويلة ، ديون قصيرة)، حيث تختار لهيكل المالي الأمثل الذي من شأنه يوضح الرؤية أمام متخذ قرار الاستثمار إذ يعتبر أنه قرار استراتيجي مهم يتطلب اتخاذه دراسة جيدة معمقة لأن هذا القرار نتائجه غير أكيدة و مرتبطة بالمستقبل هذا ما يجعله أخطر و أهم القرارات المالية.

و انصبت إشكالية الدراسة الخاصة بموضوعنا حول كيفية تأثير الهيكل المالي في اتخاذ قرار الاستثمار لعينة مؤسسات اقتصادية من سوق دبي المالي، و ذلك من خلال تحليل الهيكل المالي باستخدام مجموعة من أدوات التحليل المالي، و قد توصلنا إلى مجموعة من النتائج و اقتراحات و آفاق البحث كما يلي:

أولا : نتائج الدراسة

أ- النتائج النظرية للدراسة:

من خلال دراستنا للجانب النظري توصلنا إلى النتائج التالية :

- الهيكل المالي عبارة عن مزيج من مختلف المصادر المتاحة أمام المؤسسة لتمويل مختلف احتياجاتها.
- يعتبر الهيكل المالي من أبرز المواضيع التي لاقى اهتماما واسعا، وهو ما نتج عنه عدة نظريات مفسرة له.
- للمؤسسة الاقتصادية عدة مصادر لتمويل احتياجاتها، حيث تختار الهيكل المالي الذي يتناسب مع واقعها و المحيط الذي تنشأ فيه، بما يحقق أعلى عائد و أقل تكلفة.
- يعتبر قرار الاستثمار أهم العناصر الأساسية في المؤسسة، يتطلب دراسة معمقة فكلما كان القرار الاستثماري المتخذ رشيدا كلما أدى هذا إلى وصول المؤسسة إلى الأهداف المراد تحقيقها.
- يتخذ القرار الاستثماري بعد اختيار الهيكل المالي الأمثل الذي يحقق أقصى عائد و بأقل تكلفة في ظل المصادر المتاحة.

ب- النتائج التطبيقية للدراسة:

- من خلال دراستنا لأثر الهيكل المالي في اتخاذ قرار الاستثمار لعينة عشوائية لسوق دبي المالي توصلنا إلى النتائج التالية:
- تساهم المتغيرات المستقلة للنموذج المدروس في تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع بنسبة (19.39%).
 - وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التمويل بالأموال الخاصة و قرار الاستثمار و هي علاقة طردية.
 - عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين ديون طويلة الأجل و قرار الاستثمار.
 - عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين ديون قصيرة الأجل و قرار الاستثمار.
 - وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين النمو و قرار الاستثمار و هي علاقة موجبة.

ثانيا: التوصيات

- بناء على ما تقدم ذكره من نتائج يمكن أن نقدم بعض توصيات و الاقتراحات التي يمكن أن تساعد و تساهم إلى حد ما في تفسير تأثير الهيكل المالي على اتخاذ قرار الاستثمار و هي كالتالي:
- ✓ يجب على المؤسسات أن تقوم باختيار مصادر التمويل بشكل جيد و مدروس بما يسمح بتحقيق عائد أقصى و كذلك تخفيض التكاليف و المخاطر.
 - ✓ ضرورة إتباع وسائل حديثة لتقييم أي من المصادر التمويلية التي يمكن أن تحقق نتيجة إيجابية من خلال اتخاذ قرار الاستثمار الجيد.
 - ✓ التعمق أكثر في تحليل آثار مصادر التمويل على اتخاذ قرار الاستثمار.
 - ✓ ضرورة التنوع في مصادر التمويل للسماح للمؤسسة و المسير من اتخاذ قرار الاستثمار الجيد و جعل عدة خيارات لمتخذ القرار لأجل استغلالها بشكل جيد بما يتوافق و أهداف المؤسسة.

ثالثاً: أفاق الدراسة

في الختام يمكن القول أن هذه الدراسة كغيرها من الدراسات تحتاج إلى بحوث و دراسات أخرى للتعمق فيها، لذلك نقترح بعض المواضيع يمكن أن تكون مجالات لبحوث مستقبلية، نذكر منها:

- تأثير الهيكل المالي على السيولة في المؤسسة الاقتصادية
- تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية
- أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة الاقتصادية

قائمة المراجع



- الكتب باللغة العربية

- 1- الحناوي محمد صالح و آخرون- أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 2- الحناوي محمد صالح ونحال فريد مصطفى،- الإدارة المالية التحليل المالي لإدارة المشروعات-، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2008.
- 3- الحناوي محمد صلاح و العبد جلال إبراهيم ، -الإدارة المالية مدخل الى القيمة و اتخاذ القرار-، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
- 4- آل شبيب دريد كامل ، -مبادئ الإدارة المالية-، الطبعة 01، دار المناهج، عمان، 2006.
- 5- آل شبيب دريد كامل ، -الإدارة المالية المعاصرة-، الطبعة 02، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2009.
- 6- الشواوة فيصل محمود ، -مبادئ الإدارة المالية-، الطبعة 01، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2013.
- 7- الصياح عبد الستار و العامري سعود ، -الادارة المالية أطر نظرية وحالات علمية-، الطبعة 3، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، 2007.
- 8- العلي أسعد حميد ، - الإدارة المالية الأسس العلمية و التطبيقية -، دار وائل للنشر و التوزيع ، عمان ، 2010.
- 9- الوادي محمود حسين ، محمد سمحان و آخرون، -دراسات الجدوى الاقتصادية و المالية-، الطبعة 1، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2010.
- 10- بن ساسي إلياس و كرشي يوسف ، التسيير المالي الإدارة المالية، دروس و تطبيقات، الطبعة 1، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، 2006 .
- 11- براق محمد، غربي حمزة، -مدخل الى السياسة المالية للمؤسسة-، الطبعة 1، دار الكتب و الوثائق القومية، اسكندرية، 2014.

- 12- بوراس أحمد،-تمويل المنشآت الاقتصادية-دار العلوم للنشر و التوزيع، الجزائر،2008.
- 13- تآيه النعيمي عدنان و ياسين كاسب الخرشة- أساسيات في الإدارة المالية-، الطبعة 01، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان،2007.
- 14- تايه النعيمي عدنان و آخرون، -الإدارة المالية النظرية و التطبيق-، الطبعة04، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، عمان،2011.
- 15- حنفي عبد الغفار - أساسيات التمويل و الإدارة المالية-، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004.
- 16- حنفي عبد الغفار و رسمية زكى قرياقص- أساسيات الاستثمار الرأسمالي و تقييم الأداء-، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013.
- 17- حسين علي يخيت و سحر فتح الله، -الاقتصاد القياسي-، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2018.
- 18- حسام علي داود، خالد محمد السواعي، -الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق-، الطبعة 01، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 19- سمير محمد عبد العزيز- اقتصاديات الاستثمار التمويل التحليل المالي-، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006.
- 20- عبد الناصر جمال ، -المعجم الاقتصادي-، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، 2006.
- 21- عرفة سالم ، -دراسة جدوى المشروعات-، الطبعة 01، دار الراية للنشر و التوزيع، عمان، 2011.
- 22- عباس علي - الإدارة المالية-، الطبعة01، إثراء للنشر و التوزيع، عمان، 2008.
- 23- عبد الحميد عبد المطلب، -دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية-، الدار الجامعية، الاسكندرية،1997.
- 24- فريد نihal مصطفى، -مبادئ و أساسيات الإدارة المالية-، الدار الجامعية الجديدة، الاسكندرية، 2003.

25- هندي منير ابراهيم - الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر-، الطبعة 05، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.

26- هندي منير ابراهيم ، -الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات-، الطبعة 2، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2005.

- الكتب باللغة الأجنبية

- 27- Frank J. Fabozzi Henry A. Davis Moorad Choudhry, **Introduction to Structured Finance**, John Wiley & Sons, Inc.
- 28- 27-Barreau Jean & delahye Jacqueline-**Gestion Financière**, 15 eme Edition, Dunod, Paris, 2006.
- 29- 28-k.chiha-**Finance D'Entreprise**, Houma Editions, Alger, 2009 .

ثانيا : المجالات و الملتقيات

30- بورديمة سعيدة - القرار الاستثماري و متطلبات الوصول إليه، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية و الانسانية، العدد 11، جوان 2015.

31- بوهالي محمد و لعبني عمر ، -مدى استخدام معيار درجة الضرورة في تقييم قرار الاستثمار في المؤسسة الانتاجية مؤسسة انتاج الأنايب الصناعية **alfapipe**-، بغرداية، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد 2 جوان 2018.

32- حركاتي نبيل، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسبير، المجلد 18، العدد 01، 2018.

33- سهائلة نبيلة و بوكثير جبار ، -عناصر الهيكل المالي و أثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال الجزائري(1999-2014)-، مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات، جامعة العربي بن مهيدي، أم بواقي، الجزائر، 2017.

- 34- علون محمد لمين ، شعبان لطفي ، دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة :مؤسسة دباغة الجلود- جيجل- ، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 13، العدد01، جويلية 2020.
- 34- عياشي بلقيس دنيا زاد و عيار محفوظ ، -أهمية الإلتزام بالضوابط الشرعية في الحد من الأزمات المالية دراسة تطبيقية لسوق دبي المالي-، مجلة إدارة الأعمال و الدراسات الإقتصادية، جامعة الجزائر، المجلد الرابع، العدد 02، 2018.
- 35- صديقي أحمد و أخرون، تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة، مجلة الاقتصاد و إدارة الأعمال، الحجم 01، عدد 01، 2017.
- 36- زغيب مليكة و غلاب نعيمة ، -تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة مجمع الصناعي العمومي للحليب و مشتقاته، الملتقى الدولي حول سياسة التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية-، جامعة بسكرة، نوفمبر 2006.

ثالثا: الرسائل و المذكرات الجامعية

- 37- الغالي بن ابراهيم ا، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الاسلامية، دكتوراة في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة خيضر محمد، بسكرة، 2013.
- 38- بوحادرة عبد الكريم ، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير علوم التسيير، قسم علوم التسيير فرع ادارة مالية، جامعة منتوري قسنطينية، 2012.
- 39- بوكرومة كريمة ،- أثر قرارات الاستثمار و توزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2000-2018)-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية: تخصص مالية، جامعة العربي بن مهيدي، أم بواقي، 2019.

- 40- بوتاح وليد ، -دراسة مقارنة لدوال الاستثمار في البلدان المغاربية باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية-، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد الكمي، جامعة الجزائر، 2007.
- 41- بوتسطة لامية، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة شركة الخزف الصحي بالميلية جيجل، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص علوم التسيير فرع إدارة اعمال المؤسسات، جامعة محمد الصديق بن يحيى قطب تاسوست، الجزائر، 2009.
- 42- بوريعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة -الأشغال و التركيب الكهربائي فرع سونلغاز-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، 2012.
- 43- خضيرة عقبة ، -أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في السوق الأوراق المالية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم الإقتصادية: تخصص أسواق مالية وبورصات، بسكرة، 2022.
- 44- سليمان عبد الحكيم، دور جودة المعلومات المحاسبية في ترشيد قرار الاستثمار في ظل النظام المحاسبي و المالي الجديد، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراة علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير: قسم علوم التسيير: تخصص المحاسبة، جامعة محمود خيضر، بسكرة، 2020.
- 45- شرابي باية كنزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير. جامعة الجزائر3، 2014.

- 46- ضياء الدين احمد مصطفى، العوامل المحاسبية المؤثرة على قرار الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة العامة الاردنية، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في ادارة المال والاعمال، كلية الأعمال: قسم المحاسبة، جامعة آل البيت الأردن، 2006.
- 47- مرزاق سليمان، دراسات الجدوى الاقتصادية كأداة لاتخاذ القرار الاستثماري، مذكرة لنيل متطلبات ماجستير فرع التخطيط والتنمية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، سنة 2006.
- 48- مفران فريد ، التخطيط المالي للمشاريع الاستثمارية دراسة حالة لشركة سوناطراك مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 49- هيبات محمد حبيب، -أثر إدارة السيولة على قرارات الاستثمار في الشركات الصناعية-، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات منح درجة الماجستير في التمويل، كلية الأعمال: قسم التمويل، جامعة عمان العربية، 2012.

الملاحق



الملحق (01): بيان المركز المالي لشركة AGILLITY لسنة 2012

Agility Public Warehousing Company K.S.C. And Subsidiaries Annual Report 2012

CONSOLIDATED STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

As at 31 December 2012

	Notes	2012 KD 000's	2011 KD 000's
ASSETS			
Non-current assets			
Property, plant and equipment	4	189,729	202,031
Projects in progress	5	18,898	21,098
Investment properties	6	214,590	218,114
Intangible assets	7	40,647	8,820
Goodwill	8,9	248,118	241,833
Financial assets at fair value through profit or loss	10	119,506	100,701
Financial assets available for sale	11	24,055	31,995
Other non-current assets		39,004	43,879
Loan to an associate	10	28,138	27,837
Total non-current assets		922,685	896,308
Current assets			
Inventories	12	13,792	10,661
Trade receivables	13	274,062	279,284
Other current assets	14	78,827	94,027
Bank balances and cash	15	143,458	119,695
Total current assets		510,139	503,667
TOTAL ASSETS		1,432,824	1,399,975
EQUITY AND LIABILITIES			
EQUITY			
Share capital	16	104,684	104,684
Share premium	16	152,650	152,650
Statutory reserve	16	52,342	52,342
Treasury shares	17	(45,038)	(41,741)
Treasury shares reserve		44,366	44,366
Foreign currency translation reserve		(18,428)	(20,623)
Hedging reserve		(17,037)	(16,926)
Investment revaluation reserve		15	15
Retained earnings		621,488	617,006
Equity attributable to equity holders of the Parent Company		895,042	891,773
Non-controlling interests		14,860	7,319
Total equity		909,902	899,092
LIABILITIES			
Non-current liabilities			
Interest bearing loans	18	42,678	24,484
Provision for employees' end of service benefits	19	20,085	18,074
Other non-current liabilities	20	34,000	35,078
Total non-current liabilities		96,763	77,636
Current liabilities			
Trade and other payables	21	381,759	377,379
Interest bearing loans	18	36,654	38,339
Dividends payable		7,746	7,529
Total current liabilities		426,159	423,247
Total liabilities		522,922	500,883
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES		1,432,824	1,399,975



Tarek Abdul Aziz Sultan
Chairman and Managing Director

The attached notes 1 to 33 form part of these consolidated financial statements.

الملحق (02): بيان المركز المالي لشركة ARAMEX لسنة 2014

البيانات
بيان المركز المالي الموحد
في ٣١ ديسمبر ٢٠١٤

٢٠١٣	٢٠١٤	إيضاحات
ألف درهم	ألف درهم	
الموجودات		
الموجودات غير المتداولة		
0٤١,٥٧٧	٥٣٠,٦٦٦	٤
٩٧٣,٦٦٩	١,٠٨٧,٦٤٦	٥
٢٣,٩١٢	٢٢,٨٣٩	٦
٤٩,٧١٨	٤٧,٥٤٨	١٠, ٩
٢,٣٨٢	٢,٣٦٥	١١
٦٨٠١	٦,٨٠١	
١,٥٩٨,٠١٩	١,٧٠٨,٨١٥	
الموجودات المتداولة		
٦٠٣,٩٠١	٦٦٦,٦٧٧	١٢
١٣٦,٩٣٠	١٩١,٧٦٦	١٣
٦٥٦,٩٧٣	٦١٩,٩٩١	١٤
١,٣٨٧,٨٠٣	١,٤٩٨,٤٣٤	
٢,٦٨٥,٨٢٢	٣,٢٠٧,٢٤٩	
إجمالي الموجودات		
حقوق الملكية والمطلوبات		
حقوق الملكية		
١,٤٦٤,١٠٠	١,٤٦٤,١٠٠	١٥
١٤٥,٣٥٤	١٧٠,٦٣٢	١٦
(٩٠,٥٧٩)	(١٥١,٤٢١)	١٦
(١٥,٧١٢)	(٢٨,٣٦٨)	١٦
١٠	٢,٠٥٦	١٧
٥٨٦,٩٥٣	٧٠٨,٠٠١	١٨
٢,٠٨٩,٩٧٥	٢,١٦٥,١٠٠	
٣٦,٨٧٠	٢٤,٤٧٦	
٢,١٢٦,٨٤٥	٢,١٨٩,٥٧٦	
المطلوبات غير المتداولة		
١٢٨,٠٩٥	٩٧,٣٨٦	١٩
١٠٣,٠٦٦	١١٧,٧١٧	٢٠
-	٨,٣٣٦	٢٤
١,٤٢٥	٢,٠٩٣	١١
٢٣٢,٥٨٦	٢٢٥,٤٣٢	
المطلوبات المتداولة		
١٦٣,١٥٩	١٧٨,٥٨٧	٢١
-	١٢,٩٢٢	٢٢
٤٩,٣٠٢	٥٣,٩٣٩	١٩
٤١٣,٩٣٠	٥٤٦,٧٩٣	٢٣
٦٣٦,٣٩١	٧٩٢,٢٤١	
٨٥٨,٩٧٧	١,٠١٧,٦٧٣	
٢,٦٨٥,٨٢٢	٣,٢٠٧,٢٤٩	
إجمالي حقوق الملكية والمطلوبات		

الملحق (03): بيان المركز المالي لشركة DAYAAR لسنة 2012

شركة ديار للتطوير (ش.م.ع)
بيان
الدخل الموحد

شركة ديار للتطوير (ش.م.ع)
الميزانية
العمومية الموحد

كما في 31 ديسمبر		إيضاح
٢٠١٢	٢٠١١	
ألف درهم	ألف درهم	
٨٠٥,٨٨	٥٥٢,٢٥	٢١
(٧٠٦٩٤)	(٣٥٢,٢٢)	٢٢
٩٨,٩٥٧	١٩٩,٠٣	
٧٦٦	٤٤٣	٢٣
(١٠٦,٨٧)	(١٥,٧٥٣)	٢٤
(٩٧٥٣٤)	٧٧٣	٢٥
(٩٩,٢٤٨)	٩٣,٩٤٨	
(٤٦,٧٦٩)	(٦٤٤٠)	٢٦
١٨٨,٢٧٧	٩٤٧٧	٢٦
٤٤٤٠٠	(٥٤,٩٢٨)	
(٨٧٣)	٧٣	٢٧
٤٤٣١٧	٣٩,٦٤٣	
(٣,٦٩٤)	(١,٢٨)	
٣٧,٧٢٣	٣٨,٣٥٥	
٣٧,٧٢٣	٣٨,٣٥٥	
-	-	
٣٧,٧٢٣	٣٨,٣٥٥	

الأرباح / الخسائر لكل سهم العائدة إلى مساهمي الشركة
كلل الفترة - الأساسي والمخفض للسهم

كما في 31 ديسمبر		إيضاح
٢٠١٢	٢٠١١	
ألف درهم	ألف درهم	
٤١٦٧	٣٥٥٠٠	٥
٤٢٨,٨٨	٤٢٠,٧٧	٦
٢,٧٤٢٠	٢,٧٣,٨٨	٧
٣٥٠٧	٢,٥١٧	٩
٣,٦٨٩٩	٣,٥١٤	١
(٣,٩٤٠١)	-	٢
٣,٨٩٩٠٤٦	٤,٥٣٩٠٤٦	
٢,٤٦٧٠٧	١,٩٦,٧٨	١٠
٤,٨٥٠	٦,٧٨	١١
١٨,٨٩٨	٢,٥٨٤٠	١٢
٢,٩٥,٧٣	٢,٧٤,٣٣	١٣
٢٣,٩٥٨	٢,٧٣,٧٩	١٤
٢,٨٠٥٢١	٥,٢٨,٧٨	١٥
٦,٧٩٤,٦٧	٦,٥٦٨,٣٢٤	
٥,٧٧٨٠٠	٥,٧٧٨٠٠	١٦
١٧٢,٢٥٦	١٧٢,٦٧	١٥
(٢,٢٢٨)	(٧,٥١٢)	١٦
١٧٢	١٧٢	١٧
(٢,٠١,٧٦)	(٢,٢٠,٧٦)	١٨
٣,٨٦٤,٤٦٦	٣,٩٠٤,٨٦٦	
١٨٠٠	٤٤٨,٨٢	١٩
١٩٩,٦٧	١٤٤٠	٢٠
٢,٩٢,٧٨	-	٢١
٤,٩٩٧٥	٢,٥٠,٨٩	٢٢
٧,٥٩٤	٨,٥٠٢	٢٣
٦,٧٨٩٠٤	٥,٩٦,٨٣٨	٢٤
٧٩٧,٥٤٨	٤٣٨,٦٨	٢٥
٨٩٥,٧٣٥	٦٤٤,٥٩	٢٦
٤٨٨,٥٥٠	٨٩,٣٠	٢٧
٦,٩٥٤	٨١٧٧	٢٨
٤٤,٤٣	١٥,٣٥١	٢٩
٢,٦٥,٧٧٧	٢,٦٦,٢٧٥	٣٠
٢,٩٣,٣,٦٨١	٢,٦٦,٤,٤٣٣	
٦,٧٩٤,٦٧	٦,٥٦٨,٣٢٤	

لما علمت هذه البيانات المالية الموحدة من قبل مجلس الإدارة بتاريخ ٥ فبراير ٢٠١٣ ووضعتها بالتالي عليه.

سعيد القطامي
الرئيس التنفيذي

عبد الله علي عبد الغامري
رئيس مجلس الإدارة

الملحق (04): بيان المركز المالي لشركة DU لسنة 2012

du annual report 2012

Statement of financial position

As at 31 December	Note	2012 AED 000	2011 AED 000
Non current assets			
Property, plant and equipment	6	7,590,768	6,903,496
IT software	7.1	330,734	371,667
Telecommunications licence fee	7.2	81,778	88,003
Indefeasible right of use	7.3	199,658	164,282
Goodwill	7.4	549,050	549,050
Total non-current assets		8,751,988	8,076,498
Current assets			
Deferred fees	7.5	2,749	604
Inventories		24,547	52,262
Accounts receivable	9	1,109,872	881,600
Other receivables	10	334,146	275,494
Due from related parties	8.1	171,021	180,792
Prepayments		209,212	211,551
Cash and cash equivalents	11	2,688,644	2,376,371
Short term investments	11	630,000	-
Total current assets		5,170,191	3,978,674
Current liabilities			
Accounts payable and accruals	14	3,954,965	3,426,184
Due to related parties	8.1	48,544	34,598
Current portion of long term borrowings	12	328,613	192,952
Total current liabilities		4,332,122	3,653,734
Net current assets		838,069	324,940
Non-current liabilities			
Employee benefits	15	122,682	103,326
Long term borrowings	12	1,844,118	2,079,176
Provisions	13	95,638	-
Total non-current liabilities		2,062,438	2,182,502
Net assets		7,527,619	6,218,936
Represented by:			
Share capital	16	4,571,429	4,571,429
Share premium	17	393,504	393,504
Share based payment reserve	18	86,780	71,924
Statutory reserve	19	465,581	267,627
Proposed dividend		1,371,429	685,714
Retained earnings		638,896	228,738
Shareholders' equity		7,527,619	6,218,936

Consolidated financial statements were approved by the Board of Directors on 29 January 2013 and signed on its behalf by:


Osman Sulzan
Chief Executive Officer

The notes set out on pages 52 to 82 form an integral part of these consolidated financial statements. The independent auditors' report is set out on page 46 and 47.

Consolidated statement of comprehensive income

For the year ended 31 December	Note	2012 AED 000	2011 AED 000
Revenue	29	9,841,516	8,854,683
Cost of sales		(2,944,133)	(2,953,912)
Gross profit		6,897,383	5,900,771
General and administrative expenses	20	(4,087,547)	(4,061,649)
Finance income	22	49,137	61,073
Finance expense	22	(69,542)	(113,627)
Other income	23	34,071	25,578
Profit before Royalty		2,823,502	1,812,146
Royalty	24	(843,961)	(714,556)
Profit for the year		1,979,541	1,097,590
Profit and comprehensive income attributable to shareholders of the Company		1,979,541	1,097,590
Earnings per share (AED)	25	0.43	0.24

The notes set out on pages 52 to 82 form an integral part of these consolidated financial statements. The independent auditors' report is set out on page 46 and 47.

GULF GENERAL INVESTMENTS CO. (P.S.C.) AND SUBSIDIARIES

3

Consolidated statement of financial position
At 31 December 2012

	Notes	2012 AED '000	2011 AED '000
ASSETS			
Non-current assets			
Property, plant and equipment	5	835,041	911,880
Investment properties	6	2,082,591	2,194,259
Goodwill	7	34,220	36,724
Investments in associates	8	158,953	242,537
Held-to-maturity investments	9	6,800	6,800
Available-for-sale investments	9	195,433	326,555
Notes receivable-post dated cheques	10	305,896	273,662
Total non-current assets		3,618,934	3,992,417
Current assets			
Development properties	11	706,086	992,034
Inventories	12	233,241	201,797
Due from related parties	13	186,650	232,796
Re-insurance contract assets		112,575	107,355
Trade and other receivables	14	916,819	883,273
Held for trading investments	9	456,222	425,678
Bank balances and cash	15	368,668	359,870
Total current assets		2,980,261	3,202,803
Total Assets		6,599,195	7,195,220

The accompanying notes form an integral part of these consolidated financial statements.

GULF GENERAL INVESTMENTS CO. (P.S.C.) AND SUBSIDIARIES

4

Consolidated statement of financial position
At 31 December 2012 (continued)

	Notes	2012 AED '000	2011 AED '000
EQUITY AND LIABILITIES			
Capital and reserves			
Share capital	16	1,791,333	1,791,333
Reserves	17	37,747	569,303
Cumulative change in fair value		(151,703)	(61,902)
Accumulated losses		(796,455)	(1,000,331)
Equity attributable to Owners of the parent			
		880,922	1,298,403
Non-controlling interests		364,587	339,646
Net equity			
		1,245,509	1,638,049
Non-current liabilities			
Provision for employees' end of service indemnity	18	33,632	32,741
Finance lease	19	47,755	61,227
Long term portion of bank loans	20	2,692,891	695,038
Trade and other payables	21	257,040	257,040
Due to related parties		-	2,489
Total non-current liabilities			
		3,031,318	1,048,535
Current liabilities			
Due to related parties	13	271,095	259,084
Insurance contract liabilities		247,322	236,384
Trade and other payables	21	835,841	1,116,382
Advance received from customers	22	236,103	115,213
Finance lease	19	17,243	22,412
Current portion of bank loans	20	270,224	1,543,980
Short term bank borrowings	20	444,540	1,215,181
Total current liabilities			
		2,322,368	4,508,636
Total Liabilities			
		5,353,686	5,557,171
Total Equity and Liabilities			
		6,599,195	7,195,220



Majid Al Sari
Vice Chairman



Mohammed Al Sari
Managing Director

The accompanying notes form an integral part of these consolidated financial statements.

الملحق (06)

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: FEM

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.994877	(4,41)	0.1133
Cross-section Chi-square	8.891495	4	0.0639

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: INV

Method: Panel Least Squares

Date: 06/15/22 Time: 12:49

Sample: 2012 2021

Periods included: 10

Cross-sections included: 5

Total panel (balanced) observations: 50

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.454286	20.82833	-0.309880	0.7581
CAP	1.108466	0.724358	1.530273	0.1329
LD	5.724274	20.80944	0.275081	0.7845
SD	6.252634	20.88943	0.299320	0.7661
GROWTH	-0.644123	0.372808	-1.727760	0.0909
Root MSE	0.782871	R-squared		0.103091
Mean dependent var	0.201004	Adjusted R-squared		0.023366
S.D. dependent var	0.835032	S.E. of regression		0.825218
Akaike info criterion	2.548302	Sum squared resid		30.64433
Schwarz criterion	2.739504	Log likelihood		-58.70754
Hannan-Quinn criter.	2.621113	F-statistic		1.293085
Durbin-Watson stat	1.570403	Prob(F-statistic)		0.287021

الملحق (07)

Panel Cross-section Heteroskedasticity LR Test

Equation: PRM

Specification: INV C CAP LD SD GROWTH

Null hypothesis: Residuals are homoskedastic

	Value	df	Probability
Likelihood ratio	101.7212	5	0.0000

LR test summary:

	Value	df
Restricted LogL	-58.70754	45
Unrestricted LogL	-7.846969	45

Unrestricted Test Equation:

Dependent Variable: INV

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 06/15/22 Time: 12:58

Sample: 2012 2021

Periods included: 10

Cross-sections included: 5

Total panel (balanced) observations: 50

Iterate weights to convergence

Convergence achieved after 12 weight iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.501017	3.894133	-0.642253	0.5240
CAP	0.097922	0.261185	0.374915	0.7095
LD	2.257541	3.895371	0.579545	0.5651
SD	2.590375	3.924243	0.660096	0.5126
GROWTH	-0.200495	0.156167	-1.283847	0.2058

Weighted Statistics

Root MSE	0.826823	R-squared	0.087892
Mean dependent var	0.241793	Adjusted R-squared	0.006816
S.D. dependent var	0.850474	S.E. of regression	0.871548
Akaike info criterion	0.513879	Sum squared resid	34.18181
Schwarz criterion	0.705081	Log likelihood	-7.846969
Hannan-Quinn criter.	0.586690	F-statistic	1.084067
Durbin-Watson stat	1.465128	Prob(F-statistic)	0.375753

Unweighted Statistics

R-squared	-0.000445	Mean dependent var	0.201004
Sum squared resid	34.18184	Durbin-Watson stat	1.721057

الملحق (08)

Dependent Variable: INV
 Method: Panel Least Squares
 Date: 06/19/22 Time: 12:31
 Sample: 2012 2021
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 5
 Total panel (balanced) observations: 50

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.454286	20.82833	-0.309880	0.7581
CAP	1.108466	0.724358	1.530273	0.1329
LD	5.724274	20.80944	0.275081	0.7845
SD	6.252634	20.88943	0.299320	0.7661
GROWTH	-0.644123	0.372808	-1.727760	0.0909
Root MSE	0.782871	R-squared		0.103091
Mean dependent var	0.201004	Adjusted R-squared		0.023366
S.D. dependent var	0.835032	S.E. of regression		0.825218
Akaike info criterion	2.548302	Sum squared resid		30.64433
Schwarz criterion	2.739504	Log likelihood		-58.70754
Hannan-Quinn criter.	2.621113	F-statistic		1.293085
Durbin-Watson stat	1.570403	Prob(F-statistic)		0.287021

الملحق (09):

Dependent Variable: INV
 Method: Panel Least Squares
 Date: 06/15/22 Time: 12:45
 Sample: 2012 2021
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 5
 Total panel (balanced) observations: 50

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.02996	21.21360	0.519948	0.6059
CAP	3.985582	1.754711	2.271361	0.0284
LD	-13.28919	21.43765	-0.619900	0.5388
SD	-12.77508	21.53226	-0.593299	0.5562
GROWTH	-0.869676	0.383849	-2.265671	0.0288

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	0.716267	R-squared	0.249211
Mean dependent var	0.201004	Adjusted R-squared	0.102716
S.D. dependent var	0.835032	S.E. of regression	0.790984
Akaike info criterion	2.530472	Sum squared resid	25.65190
Schwarz criterion	2.874636	Log likelihood	-54.26180
Hannan-Quinn criter.	2.661532	F-statistic	1.701157

Durbin-Watson stat 1.759680 Prob(F-statistic) 0.127335

الملحق (10)

Dependent Variable: INV
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 06/15/22 Time: 12:48
 Sample: 2012 2021
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 5
 Total panel (balanced) observations: 50
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.454286	19.96428	-0.323292	0.7480
CAP	1.108466	0.694309	1.596503	0.1174
LD	5.724274	19.94617	0.286986	0.7754
SD	6.252634	20.02284	0.312275	0.7563
GROWTH	-0.644123	0.357342	-1.802538	0.0782

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		1.39E-05	0.0000
Idiosyncratic random		0.790984	1.0000

Weighted Statistics			
Root MSE	0.782871	R-squared	0.103091
Mean dependent var	0.201004	Adjusted R-squared	0.023366
S.D. dependent var	0.835032	S.E. of regression	0.825218
Sum squared resid	30.64433	F-statistic	1.293085
Durbin-Watson stat	1.570403	Prob(F-statistic)	0.287021

Unweighted Statistics			
R-squared	0.103091	Mean dependent var	0.201004
Sum squared resid	30.64433	Durbin-Watson stat	1.570403

الملحق (11)

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided
(all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	0.001801 (0.9662)	0.226866 (0.6339)	0.228667 (0.6325)
Honda	0.042437 (0.4831)	-0.476304 (0.6831)	-0.306791 (0.6205)
King-Wu	0.042437 (0.4831)	-0.476304 (0.6831)	-0.228896 (0.5905)
Standardized Honda	0.687676 (0.2458)	-0.306218 (0.6203)	-3.270206 (0.9995)
Standardized King-Wu	0.687676 (0.2458)	-0.306218 (0.6203)	-3.007354 (0.9987)
Gourieroux, et al.	--	--	0.001801 (0.7329)

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر الهيكل المالي على قرار الاستثمار لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي خلال فترة 2012-2021 باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد باستخدام بيانات البانل لدراسة العلاقة بين قرار الاستثمار كمتغير التابع و المتغيرات المستقلة للهيكل المالي، و ذلك بتقديم و توضيح كيفية الاختبار و التوفيق بين النماذج الثلاث: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج الآثار الثابتة و نموذج الآثار العشوائية، و تم الاعتماد في ذلك على معامل التحديد، اختبار فيشر المقيد، بروش باقن، اختبار هوسمان في اختيار أفضل نموذج جزئي من النموذج العام، و من أجل تحقيق هدف الدراسة تم تقسيمها إلى قسمين نظريين تناولنا فيه مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي و قرار الاستثمار، و قسم تطبيقي تطرقنا فيه أثر الهيكل المالي على اتخاذ قرار الاستثمار لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي.

وبعد الدراسة التطبيقية توصلنا إلى وجود علاقة طردية ذات معنوية إحصائية بين التمويل بالأموال الخاصة و اتخاذ قرار الاستثمار، ووجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين النمو و اتخاذ قرار الاستثمار، على عكس العلاقة بين الديون القصيرة الأجل ، الديون الطويلة الأجل فهي لا تفسر التغيرات الحاصلة على قرار الاستثمار المتخذ في المؤسسات محل الدراسة خلال فترة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، مصادر التمويل، قرار الاستثمار.

This study aims to know the impact of the financial structure on the investment decision of a sample of institutions listed on the Dubai Financial Market during the period 2012-2021 using a multiple linear regression model using panel data to study the relationship between the investment decision as a dependent variable and the independent variables of the financial structure, by presenting and clarifying How to test and reconcile the three models: the cumulative regression model, the fixed effects model and the random effects model, and it was based on the coefficient of determination, the constrained Fisher test, the Brusch-Bachn test, and the Haussmann test to choose the best partial model from the general model. In

order to achieve the goal of the study, it was divided into two theoretical parts, in which we dealt with basic concepts about the financial structure and the investment decision, and an applied part, in which they discussed the impact of the financial structure on making the investment decision for a sample of institutions listed on the Dubai Financial Market.

After the applied study, we concluded that there is a direct statistically significant relationship between financing with private funds and making an investment decision, and the existence of a statistically significant relationship between growth and making an investment decision, in contrast to the relationship between short-term debt and long-term debt, as it does not explain the changes in the decision. The investment made in the institutions under study during the study period

Keywords: financial structure, sources of financing, investment decision