

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

## العنوان

أثر الهيكل المالي على اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية  
دراسة حالة مدبغة الجلود - جيجل -

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير  
تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:  
بوجميلة عمر

إعداد الطالبتين:  
- بن الزغدة مفيدة  
- بن بخمة ميادة

### أعضاء لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	الإسم و اللقب
رئيسا	جامعة جيجل	بولعسل محمد
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	بوجميلة عمر
مناقشا	جامعة جيجل	قدام جمال

السنة الجامعية: 2019/2018

**الملخص:**

يعتبر الهيكل المالي من بين المواضيع التي أثارت جدلا حادا في مجال المالي لما له من أهمية بالغة، باعتباره الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها، وتهدف دراستنا إلى إبراز دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية من خلال قدرة المؤسسة على اختيار مزيجها التمويلي المناسب بما يضمن تعظيم قيمتها السوقية.

وبعد تحليل القوائم المالية لمؤسسة دباغة الجلود-جيجل- باستخدام أدوات التحليل المالي متمثلة في مؤشرات التوازن المالي، النسب المالية، إضافة إلى أثر الرفع المالي، أظهرت نتائج الدراسة ضعف أدائها عموما خلال الفترة 2015\_2017.

**الكلمات المفتاحية:**

الهيكل المالي، اتخاذ القرارات المالية، مؤشرات التوازن المالي، أثر الرفع المالي.

**Résumé**

La structure financière est très importante dans le domaine de la finance, c'est pourquoi les études de ce domaine visent à souligner son magnitude dans les décisions des institutions financières.

Après l'analyse des états financiers de la tannerie de jijel en utilisant des outils d'analyse financière qui s'appelle indicateur d'équilibre financier et les ratios financiers, les résultats de Notre étude ont montré une performance globale médiocre, durant la période d'étude (2015-2017).

**Les mots clés**

Structure financière, décision financière, Indicateur d'équilibre financier, les ratios financiers.

الصفحة	المحتويات
I	شكر وتقدير
II	ملخص الدراسة
III	قائمة المحتويات
IV	قائمة الجداول
V	قائمة الأشكال
أ	مقدمة
<b>الفصل الأول: الأسس النظرية للهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية</b>	
6	تمهيد
7	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي
7	المطلب الأول: مفهوم وخصائص الهيكل المالي
8	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على الهيكل المالي
9	المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي
10	المبحث الثاني: مصادر الهيكل المالي
11	المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلية
17	المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجية
22	المطلب الثالث: مصادر التمويل قصيرة الأجل
24	المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي
24	المطلب الأول: النظرية التقليدية للهيكل المالي
26	المطلب الثاني: نظرية انعدام الهيكل المالي
28	المطلب الثالث: نظرية التوازن
31	المطلب الرابع: النظرية متعددة الأشكال
34	خلاصة

	<b>الفصل الثاني: دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية</b>
36	تمهيد
37	المبحث الأول: الاطار المفاهيمي لاتخاذ القرار المالي
37	المطلب الأول: ماهية اتخاذ القرار
40	المطلب الثاني: أساسيات اتخاذ القرار
42	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار
43	المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول اتخاذ القرارات المالية
44	المطلب الأول: ماهية القرارات المالية
45	المطلب الثاني: مراحل اتخاذ القرارات المالية
47	المطلب الثالث: أنواع القرارات المالية
52	المبحث الثالث: تحليل الهيكل المالي واتخاذ القرارات المالية
52	المطلب الأول: التحليل باستخدام مؤشرات التوازن المالي لاتخاذ القرارات المالية
56	المطلب الثاني: التحليل باستخدام النسب المالية لاتخاذ القرارات المالية
61	المطلب الثالث: التحليل بالاعتماد على تكلفة مصادر التمويل لاتخاذ القرارات المالية
69	خلاصة
	<b>الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي واتخاذ القرارات المالية لمؤسسة دباغة الجلود</b>
	<b>- جيجل -</b>
71	تمهيد
72	المبحث الأول: تقديم مؤسسة دباغة الجلود - جيجل -
72	المطلب الأول: تعريف مؤسسة مدبغة الجلود - جيجل -
74	المطلب الثاني: أهداف مؤسسة مدبغة الجلود - جيجل -
75	المطلب الثالث: تحليل الهيكل التنظيمي لمؤسسة مدبغة الجلود - جيجل -
79	المبحث الثاني: عرض القوائم المالية لمؤسسة دباغة الجلود - جيجل -
79	المطلب الأول: عرض الميزانية المالية المختصرة

80	المطلب الثاني: عرض جدول حسابات النتائج
81	المطلب الثالث: عرض جدول تغيرات الأموال الخاصة
83	المبحث الثالث: تحليل الهيكل المالي واتخاذ القرارات المالية لمؤسسة دباغة الجلود
84	المطلب الأول: تحليل الهيكل المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي لاتخاذ القرارات المالية
86	المطلب الثاني: تحليل الهيكل المالي بالاعتماد على النسب المالية وأثر الرفع المالي لاتخاذ القرارات المالية
92	المطلب الثالث: أهمية تحليل الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية لمؤسسة دباغة الجلود- جيجل-
96	خلاصة
98	خاتمة
102	قائمة المراجع
108	الملاحق

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
28	ملخص منظور إمكانية وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة	01
33	تمثيل الفائض التنظيمي وثروة المؤسسة.	02
73	توزيع العمال في مؤسسة دباغة الجلود - جيجل-	03
79	جانب الأصول من الميزانية المالية المختصرة للفترة (2015-2017)	04
80	جانب الخصوم من الميزانية المختصرة للفترة (2015-2017)	05
81	جدول حسابات النتائج للفترة (2015-2017)	06
82	جدول تغير الأموال الخاصة خلا لسنة 2015	07
82	جدول تغير الأموال الخاصة خلا لسنة 2016	08
83	جدول تغير الأموال الخاصة خلا لسنة 2017	09
84	هيكل الموارد التمويلية لمؤسسة دباغة الجلود للفترة (2015-2017)	10
85	مؤشرات التوازن المالي لفترة (2015-2017)	11
87	نسب الهيكل المالي للفترة (2015-2017)	12
89	نسب السيولة للفترة (2015-2017)	13
90	المردودية الاقتصادية للفترة (2015-2017)	14
91	المردودية المالية للفترة (2015-2017)	15
91	قياس أثر الرفع المالي للمؤسسة للفترة (2015-2017)	16

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض في ظل النظرية التقليدية	25
02	استقلالية تكلفة الأموال عن الهيكل المالي	27
03	العلاقة بين الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة الأموال في ظل وجود الضرائب	29
04	الهيكل المالي الأمثل في ظل تكلفة الوكالة	30
05	مؤشرات التوازن المالي كأداة مساعدة في اتخاذ القرارات المالية	56
06	نسب الهيكل المالي كأداة مساعدة في اتخاذ القرارات المالية	59
07	نسب السيولة كأداة مساعدة في اتخاذ القرارات المالية	61
08	الهيكل التنظيمي لمؤسسة دباغة الجلود-جيجل-	78
09	هيكل الموارد التمويلية لمؤسسة دباغة الجلود خلال فترة الدراسة	84
10	مؤشرات التوازن للفترة (2015-2017)	86
11	نسب الهيكل المالي للفترة (2015-2017)	88
12	نسب السيولة للفترة (2015-2017)	89
13	مصادر تمويل المؤسسة للفترة (2015-2017)	93
14	استثمارات المؤسسة للفترة (2015-2017)	94

تتطور المؤسسة الاقتصادية يوما بعد يوم وتتطور بذلك معها أهدافها، وظائفها، أساليب تنظيمها وتسييرها، وذلك مواكبة للتطورات الحاصلة، فالأوضاع الاقتصادية السائدة، المنافسة الشرسية، من قبل المؤسسات الأخرى، تهديدات المحيط الذي أصبح يتسم بمزيد من العدوانية، التكنولوجية الحديثة، كلها تفرض على المؤسسة قيودا إضافية تبني على أساسها استراتيجياتها المستقبلية، وهي بذلك مسؤولة عن تسيير مواردها وإمكانياتها المتاحة بكفاءة وفعالية.

وباعتبار المؤسسة مركزا للقرار فإنها تقوم بإرساء جملة من القرارات المهمة ومن بين هذه القرارات نجد القرارات المالية، ممثلة في قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح إذ تعتبر من أهم العناصر في المؤسسة وتحتل حيزا مهما، على أساسها يتحدد مستقبل المؤسسة الاقتصادية، وعلى إثر هذه القرارات يقوم متخذ القرار باختيار المزيج التمويلي المناسب، بهدف توجيه موارد المؤسسة المالية إلى استخدامات ذات مردودية بما يضمن لها تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل التكاليف، عندئذ نقول بأن المؤسسة بصددها رسم سياستها المالية أي اختيار هيكلها المالي الذي ينسجم مع واقعها ويتماشى وأهدافها المسطرة.

هذا ما جعل من مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية وتصميم هيكلها المالي إحدى المواضيع الأساسية حيث نجد أن للهيكل المالي تأثير مباشر على اتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية، إذ يبين مدى كفاءتها في إيجاد التوليفة المثلى والمفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة وذلك لضمان تحسين أدائها المالي وتعظيم قيمتها السوقية وضبط استراتيجياتها المستقبلية.

**1- إشكالية الدراسة:** ومن هنا يمكن حصر إشكالية الموضوع ورسم معالمه الأساسية في التساؤل الرئيسي التالي:

- كيف يؤثر تحليل الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية على اتخاذ القرارات المالية؟

**2- التساؤلات الفرعية:** تثير إشكاليتنا هذه مجموعة من الأسئلة الفرعية والمتمثلة في:

- ما المقصود بالهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية؟ وما هي أهم مصادر التمويل المتاحة أمامها؟
- كيف يتم تحليل الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؟
- ما طبيعة الهيكل المالي في المؤسسة محل الدراسة وكيف كان تأثيره على اتخاذ القرارات المالية فيها؟

**3- فرضيات الدراسة:** كإجابة عن الأسئلة المطروحة يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- الهيكل المالي توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة والتي تسعى من خلالها إلى تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل درجة مخاطرة.
- يتم تحليل الهيكل المالي للمؤسسة من خلال استخدام مجموعة من النسب و المؤشرات المالية على إثرها تتخذ القرارات الصائبة.
- يتم اتخاذ القرارات المالية في مؤسسة دباغة الجلود لولاية -جيجل- بناء على نتائج تحليل الهيكل المالي.



**4-أسباب اختيار موضوع الدراسة:** إن اختيار هذا الموضوع يرجع إلى عدة أسباب موضوعية منها وذاتية وتتمثل في:

- موضوع البحث يدخل في مجال التخصص.
- اعتبار مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية ودراسة وتقييم تركيبة هيكلها التمويلي من بين المواضيع الحساسة ذات الأهمية البالغة.
- حداثة الموضوع والجدل القائم حول الهياكل المالية في المؤسسات الاقتصادية ودوره في اتخاذ القرارات المالية.
- عجز الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية ومحاولة معالجته بطرق علمية ممنهجة.

#### **5-أهمية الدراسة:**

يعتبر الهيكل المالي من أكثر المواضيع التي لقيت ومازالت تلاقى اهتمام كبير في ميدان التسيير والإدارة المالية في المؤسسة، حيث يؤثر إيجابا على اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية في المؤسسة الاقتصادية خاصة مع النمو الذي تشهده في وقتنا الراهن هذا من الجانب النظري، أما من الجانب التطبيقي فتبرز أهمية هذا الموضوع في دراسة واختيار إلى أي مدى يؤثر الهيكل المالي لمؤسسة دباغة الجلود لولاية جيجل على اتخاذ قراراتها المالية وذلك من خلال تحليل هيكلها المالي باستخدام بعض أدوات التحليل المالي.

**6-أهداف الدراسة:** تتمثل الأهداف المتوخاة من هذا الموضوع أساس في:

- توضيح كيفية تأثير الهيكل المالي للمؤسسة على تكلفة أموالها الكلية والاستفادة من ذلك قصد التحكم في إدارة الأموال واستعمالها بشكل كفؤ وفعال في المستقبل.
  - محاولة الاطلاع على سلامة القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية.
  - التعرف على المؤشرات والنسب المالية المستخدمة في تحليل الهيكل المالي.
  - إبراز دور الهيكل المالي كأداة فعالة لاتخاذ القرارات المالية في المؤسسة محل الدراسة.
- 7-حدود الدراسة:** قصد الإمام بموضوع دراستنا حصرنا الإطار المكاني في دراسة حالة المؤسسة الاقتصادية مدبغة الجلود بولاية جيجل وذلك خلال اطلعنا على القوائم المالية للمؤسسة للسنوات 2015، 2016، 2017 وبخصوص اختيار نهاية هذه الفترة والمحددة بثلاث سنوات يكمن في كون المؤسسة تحوز على القوائم المالية لغاية سنة 2017.

**8- منهج الدراسة:** بناء على طبيعة الموضوع وسعيا لتحقيق الأهداف المرجوة من البحث تم اختيار المنهج الوصفي في الدراسة النظرية الذي يعتمد على تجميع الحقائق و المعلومات من خلال التطرق لمختلف المفاهيم والعناصر المتعلقة بالهيكل المالي وكذا القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية كما سيتم الاستعانة بالمنهج التحليلي في الجانب المتعلق بدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة، أما في الجانب التطبيقي فنستخدم منهج دراسة حالة وذلك من خلال تربص ميداني في مؤسسة دباغة الجلود لولاية جيجل وتحليل هيكلها

المالي وتأثيره على اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسة باستخدام مجموعة من أدوات التحليل المالي بعد الاطلاع على بعض قوائمها المالية.

**9- الدراسات السابقة:** موضوعنا حلقة تكمل سلسلة البحوث السابقة ومحطة جديدة تستند إليها البحوث اللاحقة لهذا وبصدد الإلمام بموضوع البحث تم الاطلاع على عدد من الدراسات الجامعية والبحوث العلمية التي تمت ضمن حقل الهيكل المالي والقرارات المالية ومن أقربها صلة من موضوع بحثنا نذكر ما يلي:

• أنفال حدة خبيزة (2012) وهي مذكرة ماجستير بعنوان: **تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة** و قد طرحت الباحثة الإشكالية التالية: ما طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي واستراتيجية المؤسسة الصناعية وتهدف الدراسة إلى توضيح كل من الهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل مع التعرض لمختلف أبعاده الرئيسية بالإضافة إلى إبراز العلاقة بين الهيكل المالي واستراتيجية المؤسسة حتى تسعى إلى تبين طبيعة الارتباط بين كل من الجانب المالي والجانب الاستراتيجي داخل المؤسسة الصناعية من أجل تحديد الخيارات الاستراتيجية المناسبة لوضعها التنافسي.

وتوصلت الباحثة إلى أن الهيكل المالي عبارة عن مصادر التمويل سواء مملوكة أو مقترضة طويلة الأجل كانت أو قصيرة الأجل إذ توجد عدة عوامل تؤثر في اختيار شكل تمويل المؤسسة يتم المفاضلة بين تلك المصادر من خلال العائد والخطر.

ويكمن الاختلاف بين هذه الدراسة وموضوعنا في أننا سنحاول الإلمام أكثر بمدى تأثير القرارات المالية المتخذة بالهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية.

• بن دادة عمر (2017) وهي مذكرة ماجستير بعنوان: **دور التحليل المالي في تقييم كفاءة القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع الرياض سطيف**، وقد طرح الباحث الإشكالية التالية: إلى أي مدى يمكن استعمال أدوات التحليل المالي في تقييم كفاءة القرارات المالية المتخذة في المؤسسة الاقتصادية. هدفت هذه الدراسة إلى إبراز دور التحليل المالي في تقييم القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية ومدى كفاءة القرارات المتخذة بدءا باكتشاف المشكلة وصولا إلى تقييم القرار المتخذ لاستعمال ما تم التوصل إليه من نتائج في ترشيد القرارات المالية مستقبلا.

توصل الباحث إلى أن عملية تقييم القرارات هدفها تصحيح الانحرافات وهي عملية تتم بصفة مستمرة وبانتظام داخل المؤسسة الاقتصادية وذلك من أجل اتخاذ قرارات مالية صائبة وكفوءة مستقبلا.

اختلفت هذه الدراسة عن دراستنا في كونها ركزت على التحليل المالي ودوره في تقييم وكفاءة القرارات المالية داخل المؤسسة الاقتصادية، أما دراستنا فاقترحت على الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية وأهميته في اتخاذ القرارات المالية بغض النظر عن تقييمها ومدى كفاءتها.

• محمد بوشوشة (2016) وهي أطروحة دكتوراه بعنوان **تأثير السياسات التمويلية على أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية**، دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية.

ارتأى الباحث إلى وضع إشكالية دراسته في الصيغة التالية:

ما هي السياسات التمويلية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية وكيف تؤثر هذه السياسات على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؟ هدفت هذه الدراسة إلى توضيح مختلف سياسات التمويل التي يمكن أن تعتمد عليها المؤسسة الاقتصادية من أجل تمويل نشاطها الاستثماري والاستغلالي في ظل تعدد السياسات المتاحة أمامها وبأني هذا التعدد من تطور المحيط المالي، مما يحتم على المؤسسة ضرورة المفاضلة واختيار المزيج التمويلي الذي يحقق أهدافها.

توصلت هذه الدراسة إلى أن أهم سياسة للتمويل تتمثل في سياسة التمويل الذاتي، سياسة الاستدانة، في حين أن لكل سياسة إيجابيات وسلبيات، كما أن اختيار سياسة التمويل المثلى كان محل جدل العديد من الباحثين والمفكرين خاصة في مجال الإدارة المالية.

تختلف هذه الدراسة عن دراستنا في كونها تناولت تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، أما دراستنا هذه فترتكز على الهيكل المالي ومدى تأثيره على اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية.

**10- هيكل الدراسة:** نظرا لتشعب الموضوع وكثرة العناصر ذات الصلة به من قريب أو بعيد ارتأينا ضبطه وتحديد معالمه بهدف معالجته بطريقة منهجية وعلمية والإمام بمختلف جوانبه تم تقسيمه إلى ثلاثة فصول تناولناها على النحو التالي:

**الفصل الأول بعنوان الأسس النظرية للهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية:** ومن خلاله تم التطرق إلى مفهوم الهيكل المالي وخصائصه، العوامل المحددة والمؤثرة فيه، ومصادره مع إبراز بعض النظريات المفسرة له.

**الفصل الثاني بعنوان دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية:** من خلاله تطرقنا للإطار المفاهيمي لاتخاذ القرار، مفاهيم عامة حول القرارات المالية وأهم هذه الأنواع والمتمثلة في قرارات التمويل، قرارات الاستثمار وقرارات توزيع الأرباح، بالإضافة إلى تحليل الهيكل المالي ودوره في اتخاذ القرارات المالية باستخدام بعض أدوات التحليل المالي.

**الفصل الثالث بعنوان دراسة أثر الهيكل المالي على اتخاذ القرارات المالية في مؤسسة دباغة الجلود جيجل:** ويهدف تبيين دراستنا هذه تم اسقاط الدراسة النظرية على واقع مؤسسة دباغة الجلود -جيجل- كدراسة حالة من خلال تقديم المؤسسة والتعريف بها وعرض قوائمها المالية وتحليل الهيكل المالي ودراسة تأثيره على اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة محل الدراسة.

## تمهيد

يشكل مفهوم الهيكل المالي عنصرا هاما ومحوريا في النشاط المالي للمؤسسة الاقتصادية، وذلك نظرا لتأثيره على مختلف أنشطة المؤسسة، وخاصة من ناحية تأثير هذا الهيكل على القيمة السوقية للمؤسسة الذي يعتبر الهدف الأساسي والأسمى لها (تعظيم القيمة السوقية)، ويقوم الهيكل المالي على دراسة الاحتياجات المالية للمؤسسة، سواء احتياجات مالية طويلة أو قصيرة الأجل، تمويل بالدين وسعيها إلى إيجاد هيكل مالي مناسب وتركيبية مثلى من أجل تحقيق أهدافها المسطرة. وسنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى الأسس النظرية للهيكل المالي في المؤسسة وذلك كما يلي:

**المبحث الأول:** الإطار المفاهيمي للهيكل المالي

**المبحث الثاني:** مصادر الهيكل المالي

**المبحث الثالث:** النظريات المفسرة للهيكل المالي

## المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي

في البداية لابد أن نفرق بين مفهومين شائعين الأول: الهيكل المالي (Financial structure) والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني هيكل رأس المال (capital structure) والذي يقصد به التمويل الدائم للمؤسسة (الأموال الدائمة)، والذي عادة ما يتكون من القروض طويلة الأجل والأموال الخاصة وعلى هذا الأساس، فإن الهيكل المالي هو الأعم وهيكل رأس المال ما هو إلا جزء منه، وسنحاول فيما يلي التطرق للإطار المفاهيمي للهيكل المالي.

### المطلب الأول: مفهوم وخصائص الهيكل المالي

#### 1- تعريف الهيكل المالي

تعددت التعريفات التي تناولت مفهوم الهيكل المالي للمؤسسة نذكر منها:

يعرف بأنه: "هيكل مصادر التمويل وجانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف المركز المالي".<sup>(1)</sup>

كما يعرف بأنه " الهيكل المالي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية، أو اقتراض وأيضاً سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل".<sup>(2)</sup>

كذلك فهو " تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية".<sup>(3)</sup>

من خلال ما سبق نستنتج أن الهيكل المالي توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة الاقتصادية لتمويل استثماراتها ويتكون الهيكل من مجموعة من العناصر التي تشكل جانب الالتزامات أي الخصوم في قائمة الميزانية المالية سواء كان مصدرها، خارجياً من الدائنين أو داخلياً من الملاك.

#### 2- خصائص الهيكل المالي

يتسم الهيكل المالي بمجموعة من الخصائص والسمات أهمها:<sup>(4)</sup>

**الربحية:** يجب أن يعود الهيكل المالي بالنفع على المؤسسة من خلال الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة؛

**القدرة على الوفاء بالدين:** حيث يجب ألا يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالالتزامات، وفي نفس الوقت يجنب الملاك (حملة الأسهم العادية) أي مخاطر إضافية؛

**المرونة:** بمعنى قدرته على مواجهة مختلف التغيرات التي تحدث وتعديل المؤسسة لخططها التمويلية بما يتلائم واحتياجاتها المختلفة وبأقل تكلفة ممكنة؛

(1) عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص138.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص128.

(3) أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، تخصص اقتصاد صناعي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير وعلوم تجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2011-2012، ص03.

(4) سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2006،

الرقابة: يجب أن يتضمن الهيكل المالي مخاطرة أقل من أجل تسهيل الرقابة على إدارة المؤسسة.

### المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على الهيكل المالي

تختلف الهياكل المالية للمؤسسات في مكونات فبعضها يعتمد بشكل رئيسي على الأموال الذاتية لتلبية الاحتياجات المالية، والأخر يعتمد على الأموال المقترضة في حين يختار البعض الآخر أمرا وسطا بين ذلك. (1)

لهذا وجب على المؤسسة أن تأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العوامل التي تؤثر وتساهم في ضبط هيكلها المالي: (2)

#### 1- نمو المبيعات

إذا كانت مبيعات المؤسسة تزداد بمعدلات عالية (10% فما فوق)، فإن ذلك يعتبر مقياسا لمدى التضاعف المحتمل في إيرادات السهم الناتج عن الزيادة في نمو المبيعات، وبالتالي إمكانية تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من عواقب تراجع المبيعات، وعادة ما يلاحظ أن أسعار بيع الأسهم العادية تكون مرتفعة في حالة المؤسسة التي تتمتع بمعدل نمو مرتفع للمبيعات ولهذا يبدو أن التمويل بالأسهم العادية هو الأفضل في مثل هذه الحالة.

#### 2- درجة استقرار المبيعات

هناك علاقة طردية بين درجة استقرار المبيعات ونسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة، فكلما زادت درجة استقرار المبيعات تمكنت المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل خطورة ممكنة والعكس.

#### 3- درجة المنافسة

تعتبر المنافسة من العوامل الرئيسية المؤثرة على الربحية، حيث كلما ارتفع عدد المنافسين انخفضت ربحية المؤسسة، وبالتالي يقل اعتمادها على الاستدانة وتلجأ للأموال الخاصة، لأن خدمة الديون تتوقف على ربحية المؤسسة وعلى حجم مبيعاتها، أي أن هناك علاقة عكسية بين المنافسة ونسبة الاقتراض في المؤسسة.

#### 4- هيكل الأصول

يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بشكل مباشر إذ أن المؤسسات التي تحتوي على نسبة عالية من الأصول الثابتة، والتي تعتبر كضمانات تقدمها المؤسسة عند حصولها على أموال مقترضة تكون أكثر قدرة على الاستفادة من درجات عالية من الاستدانة.

#### 5- اتجاهات رجال الإدارة

يتأثر اختيار مصادر التمويل في المؤسسة باتجاهات الإداريين من خلال وجهتين: الأولى هو التحكم والسيطرة على إدارة المؤسسة، والثاني هو الخطر فالمؤسسات التي تحتوي على عدد كبير جدا من المساهمين،

(1) مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2010، ص155

(2) محمد صالح الحناوي، نهال فريد، مصطفى وسيد العبيقي، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص285.

ستقوم عادة بإصدار أسهم عادية في حالة الحاجة إلى أموال إضافية، مما يترتب عنه تأثير ضئيل على السيطرة الحالية على إدارة المؤسسة بالإضافة إلى أن رجال الإدارة يحرصون على تجنب الملاك خطر استخدام قروض زائدة عن الحاجة، وما يترتب عن ذلك من خطر التوقف عن دفع التزاماتها الثابتة على عكس المؤسسات الصغيرة فيفضلون تجنب إصدار أسهم عادية حتى يتسنى لهم السيطرة الكاملة وهم عادة واثقون من مستقبل المؤسسة وعلى استعداد لزيادة نسب الاقتراض.

## 6- اتجاهات المقرض

يلعب المقرض دورا هاما في تحديد تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة، فنلاحظ في غالبية الأحوال أن المؤسسة تناقش هيكلها المالي مع المقرض وهو من يوافق أولا على نسبة الاقتراض، التي تطلبها المؤسسة وكثيرا ما يرفض المقرض الزيادة غير طبيعية في نسب الاقتراض لأن ذلك يعتبر تهديد لمصالحه في المؤسسة.

## المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي

هناك مجموعة من المبادئ والعوامل التي يجب أن تأخذها المؤسسة بعين الاعتبار عند اختيار نوع التمويل المناسب من بين هذه العوامل ما يلي:

### 1- الملائمة:

مبدأ الملائمة يقتضي بتحويل احتياجات المؤسسة القصيرة الأجل من مصدر قصير الأجل لأن تحويلها بواسطة مصدر طويل الأجل وهدف الربحية قد لا يكون بمستطاع المؤسسة إعادة الأموال للمقرضين عند انتهاء الموسم وتوافر الفوائض النقدية لديها إذا كان التحويل من مصادر طويلة الأجل إما بسبب الحاجة إليها للموسم القادم أو لوجود غرامات على التسديد المبكر، حيث يكون الأمر عكس ذلك في حالة التمويل من مصدر قصير الأجل إذ يصفى الدين بانتهاء الدورة التجارية وتحول المؤسسة موجوداتها من البضائع والديون إلى نقد وبذلك ينخفض مقدار ما تدفعه المؤسسة من فوائد على قروضها .<sup>(1)</sup>

### 2- الخطر:

ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة من منظورين هما: خطر التشغيل، خطر التمويل ويرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على الاقتراض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها، وقد يتعرض للإفلاس إذا كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها.

(1) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص243.

أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها، وعندما تواجه المؤسسة الفشل تتهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم لأنهم آخر من يستوفي حقه عند التصفية. (1)

### 3- السيطرة:

غالبا ما يحرص أصحاب المؤسسات على المحافظة على سيطرتهم على المؤسسة مما يجعلهم يعزفون عن استخدام أموال الملكية لزيادة رأس المال المؤسسة، وفي هذه الحالة فهم يفضلون استخدام أموال الاقتراض بدلا عنها لأن استعمالهم لأموال الملكية سيؤدي إلى إضافة مالكين جدد يشاركون في السيطرة على المؤسسة، ومثل هذا الأمر لا يمكن أن يحدث باستمرار لأن التوسع في الاقتراض قد يؤدي إلى ارتفاع مديونية المؤسسة وعجزها عن القيام بتسديد دينها، وبالتالي إفلاسها لذا يكون من الأفضل التضحية لجزء من رأس المال ودخول بعض الملاك الجدد. (2)

### 4- المرونة:

وتعني قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأحوال، وينتج توافر المرونة للمؤسسة إمكانية استخدام الأموال المتاحة عند الحاجة، وكذلك المفاضلة بين بدائل عديدة عندما تحتاج المؤسسة إلى التوسع إلى التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال التي تستخدمها. (3)

### 5- نمط التدفق النقدي:

المقصود به الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته، فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق النقد لها كآثار سلبية على السيولة، لكن يمكن تفادي هذا الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها ومواعيد دخول النقد إلى المؤسسة. ومن أفضل مصادر التمويل من منظور السيولة رأس المال، فبالإضافة إلى عدم الحاجة إلى إعادته إلى أصحابه كما الاقتراض فإن بالإمكان تعديل الأرباح الموزعة له حسب الظروف. (4)

## المبحث الثاني: مصادر الهيكل المالي

رغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية واختلاف أشكالها، لازال الاهتمام منصبا حول التوليفة التي يتم من خلالها تشكيل هيكل تمويلي يجمع بين أموال الملكية وأموال الاستدانة، ويعد قرار التمويل من بين القرارات المهمة والحساسة التي تهتم المؤسسة بها وتعتبرها أهمية بالغة.

(1) مفلح محمد، عقل، مرجع سابق، ص155.

(2) ياسم محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة ماجستير (غير منشورة)، تخصص: إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005، ص41.

(3) مفلح محمد، عقل، المرجع السابق، 167 .

(4) عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، مرجع سابق، ص201-203.



## المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلية

المصادر الداخلية أو الذاتية للمؤسسة ما هي في الواقع إلا عبارة عن الفائض من الأموال الذي حققته المؤسسة والذي يمكن لها التصرف فيه، فالتمويل الداخلي هو وسيلة جد مهمة وهو أكثر استعمالاً، بحيث يسمح للمؤسسة بتمويل نشاطها بنفسها دون اللجوء إلى أطراف أخرى.

### 1- التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي أهم مصدر من مصادر التمويل الداخلية في المؤسسة الاقتصادية وفيما يلي نتطرق إلى مفهوم ومكونات التمويل الذاتي.

#### 1-1- تعريف التمويل الذاتي:

يعتبر المصدر الوحيد المتولد من العمليات الإنتاجية للمؤسسة وبذلك فهو يساهم بشكل كبير في نمو وتطور المؤسسة، لأنه من جهة يضمن لها تجديد وسائل الإنتاج ومن جهة أخرى فهو يضمن التمويل الجزئي أو الكلي لتوسعات المؤسسة وعلى هذا الأساس فهو يحافظ على وجود المؤسسة وبقائها<sup>(1)</sup>. كما يمكن تعريفه: بأنه "تلك الموارد الجديدة والمتكونة بواسطة النشاط الأساسي للمؤسسة والمحتفظ بها كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية"<sup>(2)</sup>.

ويتحدد مفهوم التمويل الذاتي من خلال منظورين مباشر وغير مباشر<sup>(3)</sup>:

- **المنظور المباشر:** من خلال هذا المنظور يمثل التمويل الذاتي حاصل الفرق بين التدفقات المقبوضة والتدفقات المدفوعة أي يأخذ بعين الاعتبار التدفقات الفعلية دون الوهمية (الاهتلاكات و المؤنات).
- **المنظور غير المباشر:** يظهر التمويل الذاتي هنا كتدفق فعلي تحققه المؤسسة.

#### 1-2- مكونات التمويل الذاتي:

على ضوء ما تقدم يمكن القول أن التمويل الذاتي يتكون من ثلاث مكونات:

##### 1-2-1- الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليها المؤسسات الاقتصادية لتغطية احتياجاتها التمويلية، حيث تعتمد هذه المؤسسات في تمويل جزء لا يستهان به من احتياجاتها المالية على الأرباح المحتجزة التي تمثل الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المؤسسة أو لم يتم تحيينه كاحتياجات المؤسسة وتستعمل المؤسسات الاقتصادية الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في نشاطها<sup>(4)</sup>.

(1) زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص194.

(2) Cohen Elic, *gestion financière de l'entreprise et développement financière*, EDICEF, Paris 1991, P187.

(3) إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص259.

(4) عاطف وليم أندرواس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص50.

وتستعمل الأرباح المحتجزة لتدعيم المركز المالي للمؤسسة حيث تعتبر كعامل ضمان في حالة اللجوء للاقتراض كما تعبر عن مدى تحقيق هذه المؤسسة للأرباح، كما أن توزيع الأرباح أو الاحتفاظ بها خاضع لسياسة المؤسسة. ويحقق التمويل بالأرباح المحتجزة عدة مزايا منها: (1)

- تكلفة الأرباح المحتجزة قليلة إذا ما قورنت بمصادر التمويل الأخرى، ولكن من ناحية عملية يجب التأكد من أن تكلفتها قد تكون أعلى، من غيرها وهي متساوية لتكلفة الفرصة البديلة لاستثمار تلك الأموال في مجالات أخرى؛

- لا تحتاج إلى تقديم ضمانات للحصول عليها أو رهن أصول المؤسسة؛

- تتصف الأرباح المحتجزة بالمرونة من حيث الاستخدام؛

- الحصول عليها لا يحتاج إلى إجراءات أو معاملات مع الأطراف الخارجية لأنها أموال داخلية؛

- لا تمثل التزام يجب تسديده في وقت معين؛

وعليه فإن الأرباح المحتجزة تمثل أفضل وسيلة للتمويل تستعملها المؤسسات الاقتصادية لما تضمن لها من تحقيق استقلالية وتوسيع أنشطتها بعيدا عن ضغوط الأطراف الخارجية.

من جهة أخرى لا يوجد مصدر تمويلي يخلو من العيوب ومن عيوب التمويل بالأرباح المحتجزة ما يلي: (2)

❖ احتجاز أرباح المساهمين يتطلب من المؤسسة أحيانا إصدار أسهم مجانية مما يؤدي إلى ارتفاع كلفة

استخدام هذا المصدر؛

❖ إن الأرباح المحتجزة لا يستحسن استخدامها كمصدر للتمويل المتكرر.

### 1-2-2-المؤونات

يمكن للمؤسسة من ملاحظة احتمال حدوث في المستقبل أي تكاليف، كانت سواء ذات طابع استثنائي أو متعلقة بالاستغلال الجاري، أي تشكل مخصصات (مؤونات) لمواجهة هذه التكاليف المحتملة.

ولا تعتبر المؤونات مصدر تمويل إلا إذا أصبحت غير مبررة حيث أنها تقتطع من الأرباح السنوية وبالتالي فهي تعتبر تكاليف على المؤسسة ما لم تصبح غير مبررة، حيث أن الجزء المتبقي (غير المبرر) تفرض عليه ضريبة والجزء الباقي هو الذي يتم أخذه كمصدر تمويل. (3)

### 1-2-3-الاهتلاكات

هو النقص التدريجي في قيمة الأصول الثابتة نتيجة الاستخدام أو لمرور الزمن عليه. (4)

ويعتبر الإهلاك مصروف (تكلفة) لا يستخدم أموالا حاضرة وإن كان يترتب عليه خصم جزء من الإيرادات واحتجازه لفترة إلى أن يحين وقت إحلال الأصول.

(1) رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص99.

(2) علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص282.

(3) عاشور كتوش، المحاسبة العامة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2009، ص165.

(4) سليمان مصطفى الدلاهمة، مبادئ وأساسيات علم المحاسبة، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص299.

وبالتالي فإن قيمة الأصل تتم استرجاعه خلال دورات مالية متعاقبة والذي يستعمل في تحديد الآلات والمعدات التي امتلكك وبالتالي فإن الإهلاك يعتبر مصدر للتمويل الذاتي للبقاء عن طريق إعادة تجديد الأصل المهلك أو عن طريق تمويل الاستثمارات التوسعية دون تركها عاطلة حتى لحظة الإحلال. (1)

يحتل الإهلاك دورا مهما في التمويل الداخلي للمؤسسة وذلك من خلال أنه ذلك الجزء المحرر من الضريبة والذي لا يدفع لمصلحة الضرائب والذي تستفيد منه المؤسسة، وهو ما يسمح لها بتدعيم السيولة الذاتية وتقوية القدرة على التمويل الذاتي لها، كما يلعب دورا مهما في تحقيق الضمان للمؤسسة من أجل النمو وتوسيع استثماراتها وبالتالي ضمان استمراريتها وعدم توقفها. (2)

### 1-3- مزيا وعيوب التمويل الذاتي

يترتب على التمويل الذاتي باعتباره مصدر من مصادر التمويل الداخلي مجموعة من المزايا والعيوب: (3)

#### 1-3-1- المزايا: هناك عدة مزايا:

- ❖ استقلالية المؤسسة اتجاه المؤسسات المصرفية؛
- ❖ تقوية الاستقلالية المالية للمؤسسة؛
- ❖ إمكانية تحديد الاستثمارات؛
- ❖ في حالة التضخم إذا ما تم إدراج تكلفة التمويل في الأسعار تصبح التكلفة منعدمة.

#### 1-3-2- العيوب

خلافا لما يحتويه التمويل الذاتي من مزايا يمكن أن يكون محل مجموعة من العيوب:

- ❖ رضا المساهمين بسبب تدني أقساط الأرباح الموزعة عليهم.
- ❖ يؤدي التمويل الذاتي في رفع الأسعار مما يقلل من المكانة التنافسية للمؤسسة.

#### 2- الأسهم:

يعتبر التمويل الغداء الذي تحتاجه أي مؤسسة فهو بمثابة الطاقة الضرورية التي تمكنها من القيام بأنشطتها وأهم هذه المصادر الأسهم.

#### 2-1- مفهوم الأسهم:

"هي أداة ملكية لحاملها، يتمتع صاحبها بحق التصويت في الجمعية العمومية وحق الاطلاع على دفاتر المؤسسة والمشاركة في الأرباح والخسائر وحق البيع والتداول وتكون مسؤولية حامل الأسهم محدودة حسب حصته في رأس المال". (4)

(1) جمال الدين كعوش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجستير (غير منشورة)، تخصص:

إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2009-2010، ص73.

(2) محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، تخصص علوم اقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص102.

(3) خميسي شيحة، التسيير المالي، دروس ومسائل محلولة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2010، ص96-97.

(4) مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، ص180.

تتميز الأسهم بالخصائص التالية: (1)

- ❖ تتميز الأسهم بأنها متساوية القيمة؛
- ❖ السهم ورقة مالية قابلة للتداول في سوق المال؛
- ❖ يمكن إصدار الاسهم الممتازة بقرار من الجمعية العامة غير العادية تمنح لصاحبها حق الأولوية في الأرباح أو في أموال الشركة عند التصفية؛
- ❖ تتحدد مسؤولية المساهم بمقدار مساهمته في رأس المال؛
- ❖ السهم غير قابل للتجزئة وقابل للانتقال إلى الغير أو إلى الورقة والأسهم نوعان:

## 2-2- الأسهم العادية

" هو حصة في ملكية إحدى المؤسسات وباعتبار أن حملة الأسهم العادية هم ملاك المؤسسة المصدرة لتلك الأسهم لدى فإنهم لا يحصلون على أية عائد قبل أن تقوم المؤسسة بالوفاء بكل التزاماتها قبل الحكومة والدائنين وحملة الأسهم الممتازة ". (2)

2-2-1- حقوق حملة الاسهم العادية: يتمتع حملة الأسهم العادية بالعديد من الحقوق تتمثل بصفة أساسية فيما يلي: (3)

- **حق التصويت:** يمكن هذا الحق حاصل السهم من التعبير عن رأيه في اختيار المسؤولين عن إدارة المؤسسة، بحيث يخول هذا الحق كامل السهم القيام بالإدلاء بصوته عند انتخاب أعضاء مجلس الإدارة المؤسسة ومجلس الإدارة المنتخب هو الذي يقوم بدوره باختيار مديري المؤسسة الذين يمارسون المهام الإدارية المختلفة.
- **حق المشاركة:** يمكن هذا الحق حاملي الأسهم من الحصول على أنصبتهم في توزيعات أرباح المؤسسة فإضافة إلى حصولهم على نصيب من أصول هذه المؤسسة عند تصفيتها وذلك في حدود ملكية كل منهم من الأسهم بعد قيام المؤسسة بسداد كل التزاماتها الأخرى.
- **حق الاكتتاب:** يعطي هذا الحق حملة الأسهم الاولوية لشراء الأسهم الجديدة العادية التي تصدرها المؤسسة وذلك بنسبة ما يمتلكه، حملة الأسهم القديمة من أسهم.

## 2-2-2 تقييم الأسهم العادية:

توجد العديد من المقاييس التي يمكن استخدامها لتحديد قيمة السهم العادي يمكن توضيحها بإيجازها فيما يلي: (4)

**القيمة الإسمية:** يقصد بها القيمة الأصلية المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة يعتمد عليها في تحديد نسبة الربح لموزع وعادة ما يكون عبارة عن نسبة مئوية.

**القيمة الدفترية:** وهي القيمة التي تعكسها السجلات والدفاتر المحاسبية للمؤسسة وتحسب كما يلي:

(1) الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 437.

(2) أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية، مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة المصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2006، ص 120.

(3) أحمد محمد غنيم، نفس المرجع، ص 121.

(4) دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص 202-203.

**القيمة الدفترية = حقوق الملكية / عدد الأسهم المصدرة.**

**القيمة السوقية:** وهي القيم التي يتم بموجبها تحديد سعر إصدار السهم وبيعه في السوق المالي وعادة ما يصدر السهم بسعر أعلى من القيمة الإسمية، وأقل من القيم السوقية ويسمى بسعر إصدار والفرق بين سعر الإصدار والسعر الإسمي للسهم يسمى علاوة إصدار.

**القيمة التصفوية للسهم:** هي تلك القيم التي يتوقع المساهم الحصول عليها عند تصفية أموال الشركة أي أنها عبارة عن نصيب السهم من قيمة الموجودات بعد التصفية وتسديد حقوق كافة الدائنين وحملة السندات والأسهم الممتازة لأي حاملي الأسهم العادية لا يحصلون على حق الأولوية عند توزيع مبالغ التصفية. (1)

**2-2-3-مزايا وعيوب الأسهم العادية**

تتميز الأسهم العادية بمجموعة من المزايا والعيوب متمثلة في:

**المزايا:** وتتمثل فيما يلي: (2)

❖ لا تشكل كلفة ثابتة على الشركة لأنه لا يستحق عليها عائد إلا إذا تحقق الربح وتقرر توزيعه كله أو جزء منه؛

❖ تعطي الأسهم العادية كمصدر تمويلي المؤسسة مرونة أكثر من التي تقدمها الأوراق المالية الثابتة الكلفة كما تكون أقل خطورة من غيرها؛

❖ تفادي فرض بعض القيود المالية التي قد ترد مع مصادر التمويل الأخرى؛

❖ مصدر تمويلي مناسب عندما تكون المؤسسة قد استخدمت كامل طاقتها الافتراضية؛

❖ قد تكون أكثر سهولة في التسويق من أدوات الدين الأخرى؛

❖ لا تتضمن تاريخ استحقاق محدد الأمر الذي لا يشكل على التدفقات النقدية.

❖ **العيوب:** وتتمثل فيما يلي: (3)

❖ حاملها ليس له الحق في المطالبة بتوزيعات ما لم تحقق أرباحا؛

❖ إن حاملها آخر ما يستوفي حقه في حالة قرار الإدارة توزيع الأرباح؛

❖ في حالة التصفية في حملتها يأتون في ذيل القائمة من حيث حصولهم على صافي التصفية بعد حملة الأسهم الممتازة والسندات.

(1) أحمد محمد غنيم، مرجع سابق، ص 203-204.

(2) دريد كامل آل شبيب، المرجع السابق، ص 203-204.

(3) مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 111.

**2-3- الأسهم الممتازة:** تعتبر عنصر ضمن بنود حقوق الملكية للمؤسسة، حيث تمنح امتيازات إضافية لحاملها، وسبب هذا التفضيل يعود إلى رغبة المؤسسة في حالات الزيادة في رأس المال، أو في حالة تحويل السندات على أسهم ممتازة عند العجز عن الوفاء بالتزاماتها تجاه حاملي السندات. (1)

ويمكن القول أنّ الأسهم الممتازة هي " هجين يحمل خصائص السهم كما يحمل خصائص السند في نفس الوقت بحيث يعطي لحامله الأولوية في توزيعات الأرباح". (2)

**2-3-1- أسباب إصدار الأسهم الممتازة:** هناك مجموعة من الأسباب تدفع المؤسسة لإصدار الأسهم الممتازة وهي: (3)

- ❖ زيادة الموارد المتاحة للمؤسسة من خلال ما يلقاه هذا النوع من الأسهم من إقبال من المستثمرين المحافظين؛
  - ❖ المتاجرة بالملكية لتحسين عائد الاستثمار من خلال الفرق الإيجابي بين كلفة السهم الممتازة وعائد الاستثمار في المؤسسة؛
  - ❖ استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة إذ أن معظم الأسهم الممتازة لا تحمل حقا بالتصويت ولا تشترك في الإدارة لدى يكون باستطاعة المؤسسة الحصول على ما نحتاجه من أموال إضافية دون التدخل في الإدارة.
- 2-1-2- مزايا وعيوب الأسهم الممتازة:** هناك العديد من المزايا والعيوب المترتبة عن التمويل بواسطة الأسهم الممتازة: (4)

**المزايا:** من مزايا الأسهم الممتازة ما يلي:

- ❖ إن عدم دفع عوائد عليها لا يؤدي إلى الإفلاس؛
  - ❖ العوائد المستحقة عليها ثابتة؛
  - ❖ لإصدارها لا يؤدي إلى التدخل في قرارات الإدارة؛
  - ❖ إن حق استدعائها يعطي الحق في استبدالها بوسائل دين أقل تكلفة
  - ❖ تزيد من هامش الأمان تحسن من القدرة الائتمانية للمؤسسة؛
  - ❖ تخفيض نتائج احتمالات تعرض المؤسسة إلى أوضاع اقتصادية سيئة؛
  - ❖ لها حق الأولوية عند التصفية؛
  - ❖ عوائدها المقبوضة معفاة من ضريبة الدخل.
- العيوب:** من عيوب الأسهم الممتازة ما يلي:
- ❖ الدخل المتحقق منها ثابت إلى حد معين؛

(1) إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 439.

(2) علي عباس، مرجع سابق، ص 279.

(3) مفلح محمد عقل، المرجع السابق، ص 114.

(4) فيصل محمود الشواررة، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2013، ص 114، 115.

- ❖ قد يفرض حملة الأسهم الممتازة بعض القيود على المؤسسة؛
- ❖ تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية المترتبة على المؤسسة؛
- ❖ تكون في العادة تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من الاقتراض؛
- ❖ لا يمكن مقاضاة المؤسسة في حالة امتناعها عن التوزيع.

### المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجية

هي تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من مصادر خارجية بموجب شروط وإجراءات لا بد من تنفيذها وتتحدد هذه الشروط في السوق المالي (البورصة)، ويعد التمويل الخارجي مكملًا للتمويل الداخلي في أغلب الأحيان ويمكن تقسيم مصادر التمويل الخارجي إلى قروض طويلة ومتوسطة الأجل والسندات (التمويل السندي) والاستئجار.

#### 1- القروض طويلة الأجل

تحصل المؤسسة على قروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين أو من مؤسسات خارجية، وعن طريق التفاوض المباشر يتم انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم قد يصل تاريخ استحقاقها إلى ثلاثين عاما يتضمن عقد القرض طويل الأجل شروطا تتعلق بالجوانب التالية: (1)

- ❖ الرهونات المرتبطة بالقرض؛
  - ❖ فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد اعباء القرض؛
  - ❖ أوجه الاستخدام التي يخصص لها هذا القرض.
- يتم سداد الفوائد بشكل دوري أما قيمة القرض فقد يتم مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه أو قد يتم على أقساط متساوية في تواريخ معلومة. تنسم هذه القروض بعدة مزايا يصعب تحقيقها من مصادر التمويل الأخرى: (2)

- ❖ تعتبر مصدر تمويلي خارجي طويل الأجل؛
  - ❖ تتميز بالسرعة والمرونة باعتبارها نتاج لمفاوضات مباشرة دون وسيط بين المقرض والمقترض؛
  - ❖ تتصف إجراءاتها بالسهولة والبساطة يمكن المقترض من الحصول على احتياجاته بسرعة.
- إلى جانب المزايا التي تتصف بها التمويل بالاقتراض طويل الأجل فإنه يعاني من بعض العيوب أهمها: (3)
- ❖ قد يؤدي الفصل في سداد الفوائد أو أصل الدين إلى تعريض المؤسسة إلى الإفلاس؛
  - ❖ يؤدي الاقتراض إلى تعريض المؤسسة لنوع من المخاطر يطلق عليها المخاطر المالية؛

(1) عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 387.

(2) نفس المرجع، ص 387.

(3) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الأردن، 2003، ص 569.

- ❖ القروض لها تاريخ استحقاق مما يعني أنه على المؤسسة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستحقاقها في سداد الدين عندما يحل أجله؛
- ❖ فرض قيود على المؤسسة، والتدخل في شؤونها وقراراتها؛
- ❖ لا يعتبر الاقتراض طويل الأجل متاحا للعديد من المؤسسات.

## 2- القروض متوسطة الأجل

يقصد بها تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة الاقتصادية من باقي المتعاملين الاقتصاديين سواء في صورة أموال نقدية أو أصول والتي عادة ما تكون مدة استحقاقها تتراوح بين 2 إلى 7 سنوات، وعادة ما تكون هذه القروض موجهة لشراء وسائل الإنتاج المختلفة أي أنها وسيلة من وسائل الاستثمار التشغيلي للمؤسسة، حيث ينتظر استخدام الربحية المنتظرة من ورائه في تسديده، ويكون البنك في هذه الحالة معرض لخطر تجميد أمواله لفترة زمنية، وبالتالي يواجه احتمال عدم السداد من طرف المؤسسة،<sup>(1)</sup>

وتلجأ المؤسسات الاقتصادية إلى الديون المتوسطة والطويلة الأجل للأسباب التالية:<sup>(2)</sup>

- عدم إمكانية طرح أسهم في البورصة أو عدم كفاية الأرباح المحتجزة؛
- عدم تأثير الاقتراض بنوعيه في السيطرة على إدارة المؤسسة؛
- قد يشكل مصدرا للوفاء بالقروض قصيرة الأجل؛
- يوفر للمؤسسة مرونة للاقتراض قصير الأجل.

## 3- السندات: (التمويل السندي)

تعتبر السندات أحد صور الاقتراض طويل الأجل، ويمثل السند صك مالي تصدره المؤسسة المقترضة للأموال، تتعهد بموجبه بدفع فائدة دورية للمقرض (المستثمر) وأيضا تسديد قيم السند في تاريخ محدد يدعى تاريخ استحقاق السند، يعطي السند لحامله جملة من الحقوق أهمها، المطالبة بعائد سنوي يتمثل في الفائدة التي تلتزم المؤسسة بدفعه له سواء حققت أرباحا أم لم تحقق وتحسب كنسبة ثابتة من القيم الإسمية للسند، ما يحقق للمستثمر استرداد كافة أمواله عند تاريخ استحقاق السند، أيضا تحمل السندات الأولوية في السداد من أموال التصفية في حالة إفلاس المؤسسة قبل حملة الأسهم الممتازة وحملة الأسهم العادية.<sup>(3)</sup>

## 3-1- خصائص السندات: يمكن توضيحها فيما يلي:<sup>(4)</sup>

- يعتبر السند مستند قانوني تتحدد وفقا له التزامات المؤسسة المصدرة له كما تتحدد وفقا له حقوق حملة السندات؛

(1) أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عتابة، 2008، ص42.

(2) مفلح عقل، مرجع سابق، ص41.

(3) عبد المجيد تيموي، هواري معراج، مداخلة بعنوان تهديد هيكل راس المال ودورها في تحديد قيمة المؤسسة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2005، ص03.

(4) أحمد محمد غنيم، مرجع سابق، ص126.



- لابد من وجود وكيل يمثل طرف ثالثا في اتفاق السند وهو يحرص على قيام المؤسسة المصدرة بالوفاء بكامل التزاماتها، واتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة في حالة العكس مقابل حصوله على رسم ثابت.
- يمكن تحويل السندات إلى أسهم عادية وذلك وفقا لمعدل التحويل المتفق عليه مسبقا؛
- يمكن استدعاء السند قبل تاريخ استحقاقه إذا تضمن اتفاق السند ذلك، كما يمكن استدعائه في حالة انخفاض أسعار الفائدة على السندات، او في حالة التخلص من بعض القيود التي يفرضها اتفاق السند على المؤسسة أو لرغبة المؤسسة في تغيير هيكل رأسمالها.

### 3-2-مبررات اللجوء إلى السندات كمصدر للتمويل

هناك العديد من المبررات وراء استخدام التمويل عن طريق السندات نلخصها: (1)

- انخفاض تكلفة إصدار السندات؛
  - الفوائد المترتبة عن السندات تعطي إعفاء ضريبي للمؤسسة باعتبارها من الأعباء الواجبة الخصم من الدخل قبل حساب الضريبة؛
  - استخدام أموال الغير دون إشراكهم في إدارة المؤسسة حيث لا يتمتع حاملها بالحق في التصويت؛
  - زيادة معدل الفائدة على أموال الملكية إذا كان عائد الاستثمار للمؤسسة أكبر من معدل الفائدة على القروض.
- ### 3-3-أنواع السندات: للسندات أنواع متعددة يمكن تقسيمها كما يلي: (2)

#### 3-3-1-السندات المضمونة

وهي السندات المضمونة برهن أصل ثابت كالأرض أو العقار أو الآلات أو برهن أوراق مالية لمؤسسة أخرى وفي حالة الإفلاس، أو عدم قدرة المؤسسة على سداد قيمة الكوبون في الوقت المحدد أو بالكمية والمبالغ المتفق عليها فإن حملة السندات يصرح لهم القانون برفع دعوى قضائية ضد المؤسسة لبيع وتصفية تلك الموجودات المرهونة واستعادة أموالهم إذا أمكن ذلك.

#### 3-3-2-السندات غير المضمونة

وهو عكس سابقه تعتبر سندات أكثر خطورة على حاملها، وتحمل أسعار فائدة أعلى من تلك المضمونة ولحملتها الحق في أولوية الحصول على قيمة سنداتهم الإسمية في حالة تصفية المؤسسة.

#### 3-3-3-السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

هناك عدة طرق لإنهاء المؤسسة التزاماتها اتجاه المقرضين لكن الخيار هنا للمستثمر (المقرض) حيث يمتلك كامل الحرية في استبدال ما يحمله من سندات بأسهم عادية من أسهم المؤسسة وسعر الفائدة على هذه السندات يكون عادة أقل من السندات الأخرى.

#### 3-3-4-السندات القابلة للاستدعاء

(1) أحمد محمد غنيم، مرجع سابق، ص127.

(2) أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص259.

هي سندات تعطي الحق للمؤسسة التي تصدرها برد قيمتها بتاريخ سابق لتاريخ استحقاق السند المحدد مقدما، فإذا استخدمت المؤسسة حقها في استدعاء حاملي هذا النوع من السندات فهي ملزمة بدفع قيمة تفوق القيمة الإسمية للسند ويطلق عليها تعويض الاستدعاء.

### 3-3-5- السندات ذات القسائم الصفرية

وهي من أدوات الدين الحديثة حيث لا تدفع السندات أي فوائد دورية وتباع بخصم عن القيم الإسمية.

### 3-3-6- سندات الدخل

وهي السندات التي تدفع لحاملها الفوائد في حالة اكتساب المؤسسة ما يقابل هذه الفوائد من دخل.

### 3-3-7- سندات بسعر فائدة عائم

وهو يعني إصدار المؤسسة لسندات بسعر فائدة قابل للتعديل.

### 3-4- مزاييا وعيوب السندات

تحقق السندات العديد من المزاييا والعيوب لحملتها أو للمؤسسات المصدرة لها منها: (1)

#### مزاييا السندات:

- ❖ ليس لحملة السندات الحق في التدخل في شؤون المؤسسة وبالتالي إعطاء المزيد من الحرية للمؤسسة في اتخاذ قراراتها؛
  - ❖ ثبات تكلفة السندات بسبب ثبات الفوائد المدفوعة على السندات وبالتالي عدم مشاركة السندات أرباح المؤسسة؛
  - ❖ تمنح السندات للمؤسسة مرونة أكبر في تشكيل هيكلها المالي، من خلال اللجوء إلى مصادر تمويل أخرى مثل القروض المصرفية أو إصدار أسهم عادية؛
  - ❖ تعتبر السندات من الأوراق المالية منخفضة المخاطرة لأن حاملها يتمتع بالأولوية في استرجاع أمواله المستثمرة في حالة التصفية.
- عيوب السندات:** من عيوب التمويل بالسندات ما يلي:

- ❖ لا تعطي السندات لمالكها الحق في التصويت أو التدخل في الشؤون الداخلية للمؤسسة؛
- ❖ السندات عبارة عن التزام طويل الأجل على المؤسسة وبالتالي فقد تتحول هذه المديونية من عامل ربح إلى عبء ثقيل على المؤسسة؛
- ❖ للسندات تاريخ استحقاق حيث يجب على المؤسسة في هذا التاريخ أن تسدد القيمة الإسمية بالإضافة إلى الفوائد مما يؤثر على السيولة وإمكانية تعرضها لعسر مالي؛
- ❖ زيادة المخاطر المالية المترتبة عن المديونية مما يؤدي إلى مطالبة المساهمين بزيادة رسملة أرباح المؤسسة وبالتالي إمكانية انخفاض القيم السوقية للسهم؛

(1) أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص 260، 261.

❖ ثبات الفوائد على السندات وبالتالي فإن تذبذب أرباح المؤسسة من سنة إلى أخرى قد يترتب عليه عدم قدرتها على تسديدها وبالتالي الإفلاس.

#### 4- التمويل عن طريق الاستئجار:

" تشير عملية الاستئجار إلى اتفاق بين مؤسستين، بحيث تقوم المؤسسة المستأجرة باستخدام أحد الأصول المملوكة للمؤسسة الأخرى وذلك لمدة سنة أو أكثر في مقابل التزامها بدفع مبلغ معين، ووفقا لهذا الأسلوب تستطيع المؤسسة المستأجرة أن تستفيد من خدمات الأصل الذي تحتاج إليه لفترة زمنية معينة دون الحاجة إلى شرائه". (1)

#### 4-1- أشكال الاستئجار: ويأخذ الاستئجار شكلين هما: (2)

4-1-1 الاستئجار المباشر: وفيها يتم استئجار الأصل من المؤجر على أن يتم إعادته بحالته إليه في نهاية العقد

4-1-2 الاستئجار مع الاحتفاظ في نهاية مدة التعاقد: وفيها يكون من حق المستأجر شراء الأصل وتملكه في نهاية التعاقد طبقا للأسعار المتفق عليها.

وقد يكون أطراف العقد هما المؤجر للأصل الذي يملك الأصول ويقوم بتأجيره للغير من المؤجر، وقد يضاف إليها طرف ثالث وهو الممول (المؤسسات المالية) التي تقوم بمنح القروض للمؤجر لتمويل عمليات شراء الأصول.

4-2- أنواع الاستئجار: تستطيع المؤسسة المستأجرة اختيار النمط المناسب لاحتياجاتها التشغيلية وظروفها المالية وذلك عن طريق نوعين من الاستئجار هما:

4-2-1- التأجير التشغيلي: ويطلق عليه تأجير الخدمات، حيث يقوم هذا النوع على فكرة الانتفاع من خدمات

الأصل المستأجر دون أن ينتهي هذا النوع بتملك الأصل للمستأجر ومن أهم شروط هذا العقد ما يلي: (3)

- المؤجر يكون هو الجهة المسؤولة عن صيانة وخدمة الأصل للمؤجر؛

- يستمر هذا النوع من الاستئجار لفترة زمنية قصيرة نسبيا عادة ما تكون أقل من الحياة الإنتاجية للأصل؛

- إذا كان الأصل متقادما فمن حق المستأجر أن يعيده للمستأجر؛

- للمستأجر الحق في إلغاء عقد الإيجار التشغيلي؛

- تكون تكلفته في العادة أعلى من تكلفة التأجير التمويلي.

4-2-2- التأجير التمويلي (المالي): يمكن القول بأنه مصدر للأموال يؤدي توقيع عقد التأجير المالي إلى

نتائج متشابهة لعملية الاقتراض، فالمؤسسة تحصل على تدفق نقدي فوري يتمثل في تكلفة الأصل الذي سوف

تحصل عليه دون سداد ثمنه، وفي نفس الوقت تلتزم بدفع أقساط الاستئجار، بمعنى أن المؤسسة تحصل على

تمويل مالي، تقوم بسداده في الفترة المقبلة.

(1) فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، إثناء للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 122، 123.

(2) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2008، ص 235.

(3) محمد الصيرفي، تحديد هيكلك المالي وقراءة قوائمك المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص 17.

يتميز الاستئجار المالي بالخصائص التالية: (1)

- المؤجر غير معني بتقديم خدمات الصيانة؛
- العقد المبرم بين الطرفين المؤجر والمستأجر غير قابل للإلغاء؛
- يستمر عقد الاستئجار المالي لمدة زمنية طويلة نسبيا، تتحقق عادة مع الحياة الإنتاجية للأصل؛
- نتيجة لاستعمال المستأجر للأصل فهو ملزم بدفع سلسلة من الدفعات النقدية للمؤجر تعادل في مجموعها تكلفة الأصل والعائد الذي يقبل به المؤجر؛
- ينتهي هذا العقد بتملك المستأجر للأصل.

4-3- مزايا وعيوب الاستئجار: توجد للاستئجار مزايا وعيوب يمكن إيجازها كالآتي: (2)

**مزايا الاستئجار:** من مزايا التمويل عن طريق الاستئجار مايلي:

❖ تقليل التعرض لمخاطر تقادم الأصول؛

❖ يعتبر أقل تكلفة مقارنة بالبدائل الأخرى المتاحة؛

❖ يعمل على توفير السيولة اللازمة للمؤسسة؛

❖ يوفر درجة عالية من المرونة للمؤسسة.

**عيوب الاستئجار:** من عيوب التمويل عن طريق الاستئجار ما يلي:

❖ القيود المفروضة على استخدام الأصل المستأجر؛

❖ ارتفاع تكاليف الاستثمار في الأجل الطويل عن تكلفة الشراء؛

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

❖ عدم التمتع بإمكانية تخفيض الضرائب التي تدفعها المؤسسة المستأجرة وذلك بسبب عدم قيامها بطرح

الإهلاك الخاص بالأصل الذي كان من الممكن شراؤه أو امتلاكه بدلا من استئجاره على حساب

الأرباح والخسائر.

**المطلب الثالث: مصادر التمويل قصير الأجل**

مصادر التمويل قصيرة الأجل هو ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالبا لتمويل العمليات التشغيلية

(الجارية) دورة الاستغلال، التي تقوم بها المؤسسات أي أن هذا التمويل لا يزيد عن السنة الواحدة ويدخل ضمن

مفاهيم رأس المال العامل. (3) وينقسم إلى نوعين: الائتمان التجاري والائتمان المصرفي.

**1- الائتمان التجاري:**

(1) محمد صالح الحناوي، نهال فريد، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص280.

(2) عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، مرجع سابق، ص 281-282.

(3) علي عباس، مرجع سابق، ص257.

يعتبر الائتمان التجاري من مصادر التمويل قصيرة الأجل يمنحه المورد المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة بيعها أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة، حيث يحتاج المشتري إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل. (1)

كما يمكن تعريفه من وجهة نظر الإدارة المالية: " بأنه عبارة عن تسهيلات قصيرة الأجل، يحصل عليها المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها، وأحيانا يحصل عليها بدون كلفة، إذا ما تم منح الائتمان التجاري إلى نوعين رئيسيين هما على التوالي: (2)

**1-1- الائتمان التجاري المجاني:** هو ذلك الائتمان الذي يتم سداده في موعد استحقاقه حسب ما هو متفق عليه ( 30-60 يوم ) حيث يحصل المشتري على الخصم المسموح به عند السداد في تاريخ محدد.

**1-2- الائتمان التجاري المكلف:** هو ذلك الائتمان الذي يعتمد فيه المشتري تأجيل الدفع، فترة تزيد عن تاريخ الاستحقاق ويمكن استخدام هذا النوع من الائتمان التجاري بعد تحليل التكلفة للتأكد من أن كلفة تأجيل الدفع أقل من كلفة الأموال التي تجنب استخدام هذا النوع لأنه مخالف لشروط الائتمان التجاري، وهو ما قد يسيء إلى سمعة المشتري.

كما يتوقف منح الائتمان التجاري على عدة عوامل ومحددات يمكن إيجازها في: (3)

❖ قوة وملاءة المركز المالي للمورد الذي يحدد مقدار الائتمان إحدى الوسائل الاقتصادية لتخفيض تكلفة المخزون وتنشيط المبيعات ونيل رضا المستهلك وكسب العملاء؛

❖ درجة خطر الائتمان التجاري أي درجة احتمال تحول الديون إلى ديون معدومة وهذا الأمر مرتبط بنوعية البضاعة وطبيعة العملاء ودرجة نشاطهم والفترة الزمنية اللازمة لتسويق البضاعة التي تؤثر على تحديد حجم الائتمان وتكرار الحصول عليه؛

❖ طبيعة السلعة المباعة أي مدى كونها بضاعة جديدة أو موسمية فأحيانا تتكدس البضاعة في المخازن إذا كانت العملية المعروضة أكثر من المطلوبة وخاصة في مواسم معينة؛

❖ اشتداد المنافسة في السوق بين الموردون وموقع العملاء فيه لتحقيق عنصر الرضا لدى العملاء إضافة إلى معالجة حالة الكساد السائد في الاقتصاد.

## 2- الائتمان المصرفي:

" يعتبر الائتمان المصرفي ثاني أهم مصادر التمويل قصيرة الأجل، تحصل عليه المؤسسات من البنوك والمؤسسات المالية والمصارف الأخرى، من تزويدها بالأموال اللازمة، على أن يتعهد المدين بسداد تلك الأموال وفوائدها والعمولات المستحقة عليها والمصاريف دفعة واحدة أو على أقساط محددة. (4)

(1) دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 221.

(2) علي عباس، المرجع السابق، ص 261.

(3) دريد كامل آل شبيب، المرجع السابق، ص 223.

(4) نورالدين خبابة، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، بيروت، 1997، ص 469.

ويمكن تقسيم القروض المصرفية إلى قروض مكفولة بضمان قروض غير مكفولة بضمان: (1)

**2-1- القروض المكفولة بضمان:** وهي تلك القروض التي تمنح لقاء المطالبة بتقديم ضمانات وسيطلب البنك من العملاء تقديم هذه الضمانات نتيجة ارتفاع درجة الخطر لهذا النوع من القروض، بهدف تخفيض مقدار الخسائر المحتملة في حالة التعثر عن تسديد الالتزامات.

لكن من الملاحظ أن الإدارة المالية تفضل الحصول على قروض الغير مضمونة، لأن تقديم الضمان يؤدي إلى تقييد حركة المؤسسة في التصرف بأصولها في المستقبل.

**2-2- القروض غير مكفولة بضمان:**

في هذه الحالة يقوم البنك بالموافقة ولمدة معينة من الزمن السماح للمؤسسة بالاقتراض بشرط ألا يزيد المبلغ المقترض عن قيمة محددة وفي أي وقت يطلق على هذا الحد الأقصى بالاعتماد.

### المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي

بدأت الدراسات حول الهيكل المالي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال والتي أصبحت تعرف الآن بالنظرية التقليدية للهيكل المالي، ثم تلتها باقي النظريات حيث تنصب أغلبها حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل، إذ يقصد بأمثلية الهيكل المالي مدى إمكانية اختيار المؤسسة لمصادر تمويل معينة، تجمع بين الأموال الخاصة والديون، بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة وهذا ما سوف يتم توضيحه في هذا المبحث.

**المطلب الأول: النظرية التقليدية للهيكل المالي**

يفترض أصحاب هذه النظرية أن تكلفة الاقتراض (أي سعر الفائدة) تظل ثابتة إلى حد معين من الاقتراض، بعدها تزيد المخاطر المالية مما يستوجب ارتفاع سعر الفائدة، وهذا يعني أنه بعد مستوى معين من الاقتراض ترتفع تكلفة الاقتراض بزيادة معدل الرفع المالي.

ومن ناحية أخرى نجد أيضا أن معدل العائد المطلوب من جانب الملاك سيزيد مع زيادة نسبة الاقتراض وهذا يعني أن هناك علاقة طردية بين نسبة الاقتراض وتكلفة كل من أموال الملكية والاقتراض. (2)

إن جوهر هذا المدخل يشير إلى أن تكلفة الأموال تتخفض تدريجيا مع زيادة حجم الأموال المقترضة إلى أن تصل إلى حد معين بعده تأخذ هذه التكلفة في الارتفاع وعند هذا الحجم من الاقتراض والذي يتحول عند اتجاه تكلفة الأموال نحو الارتفاع تتحدد نسبة الاقتراض المثالية.

وحسب النظرية التقليدية تتحدد نسبة الديون المثلى التي تجعل القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها في ثلاث مراحل نتناولها فيما يأتي: (3)

(1) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سابق، ص291.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص194.

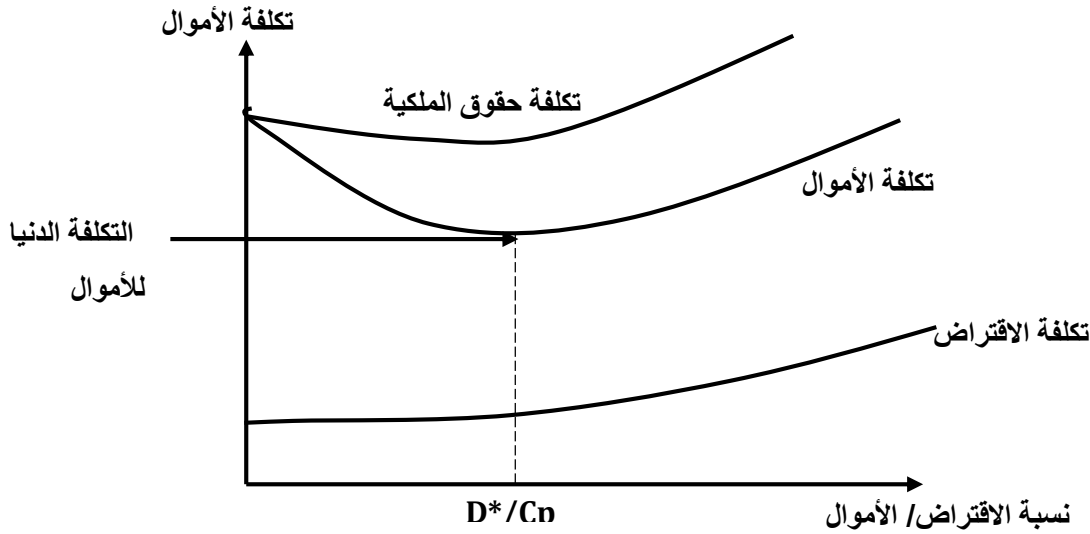
(3) محمد شعبان، نحو إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية علوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009-2010، ص55.

**المرحلة الأولى:** في هذه المرحلة تكون تكلفة أموال الملكية أو ترتفع بنسبة طفيفة مع زيادة القروض، لأن وجهة نظر المساهمين إلى عملية التمويل في هذه المرحلة هي اللجوء إلى الاقتراض كونه أقل تكلفة من أموال الملكية.

**المرحلة الثانية:** بعد بلوغ نسبة (درجة) الرفع المالي إلى حد معين، يظهر ما يسمى بالخطر المالي للقروض (التمويل الخارجي) وهذا ما يدفع المستثمرين إلى إعادة النظر في الرفع المالي، وذلك عن طريق الموازنة بين مزايا التمويل بالاقتراض وخطورتها الممثلة في العسر المالي، وفي هذه المرحلة فإن قيمة المؤسسة تبلغ أقصاها وتكلفة الأموال الكلية تكون أقل ما يمكن وعليه نكون في وضعية هيكل تمويلي أمثل.

**المرحلة الثالثة:** بعد بلوغ الحد المثالي من الرفع المالي فإن استمرار استخدام المؤسسة للقروض يؤدي إلى تخفيض قيمتها السوقية كما يؤدي إلى رفع التكلفة الكلية للأموال، هذا نتيجة شعور المساهمين بدرجة المخاطرة نتيجة اللجوء إلى مصادر تمويل إضافية في شكل قروض بعد نسبة الاستدانة المثالية. ويمكن توضيح ما جاء به المدخل التقليدي من خلال الشكل الآتي:

**الشكل رقم (01):** العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض في ظل النظرية التقليدية



المصدر: محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص342.

يوضح الشكل رقم (01):

- أن تكلفة الأموال تتخفض مع زيادة نسبة الاقتراض إلى أن تصل إلى النقطة  $D^*$  بعدها تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع ويفسر ذلك، أنه بعد النقطة  $D^*$  نجد أنه بالرغم من زيادة نسبة الاقتراض لازالت تساهم في تخفيض تكلفة الأموال باعتبار أن الاقتراض مصدرا رخيصا.

- كما يوضح الشكل: أن تكلفة حقوق الملكية تتزايد بتزايد نسبة الاقتراض.

- ويظهر من الشكل أن نسبة الافتراض المثالية هي عند النقطة  $D^*$  وهي التي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى أقصاها وتصل تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى.

### المطلب الثاني: نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل

تقوم هذه النظرية على ما يسمى بنظرية أرباح الاستغلال التي تولد عنها أعمال كل من: MODIGLIANI و MILLER، وتعتبر هذه النظرية من أبرز الإنجازات في دراسات التمويل وقد أطلق على هذه النظرية أيضا " نظرية السوق المتوازنة"، ويرى هذان الاقتصاديان أنه لا وجود لهيكل مالي أمثل، حيث أن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلهما المالي، ففي ظل تواجد سوق مالية كفوّة وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل وقد بنيت نظريتهما على ما يسمى "بالتحكيم". (1)

وقد جاءت هذه النظرية على شكل مرحلتين: (2)

- **المرحلة الأولى 1958:** دون أثر الضريبة مع أثر معدوم لأثر رافعة الاستدانة، في هذه الحالة يكون الهيكل المالي حيادي في تحديد قيمة المؤسسة.

- **المرحلة الثانية 1963:** مع الأخذ في الاعتبار أثر الضريبة بفعل خاصية قابلية التخفيض الضريبي للمصاريف المالية، حيث يكون للديون دائما أثر إيجابي على قيمة المؤسسة مهما كان مستوى هذه الديون، حينها هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة هو ذلك الهيكل الذي تحصل عليه عند مستوى الاستدانة الأقصى.

### 1- الهيكل المالي للمؤسسة في ظل غياب الضرائب: (1958)

يقوم مدخل: (M-M) على فكرة أساسية وهي أن قيمة المؤسسة لا ترتبط بهيكلها المالي، وأن تكلفة التمويل ثابتة مهما تغير الهيكل المالي، وفي هذا الشأن يشير إلى أن قيمة المؤسسة ترتبط ارتباطا وثيقا بقيمة استثماراتها، بمعنى آخر بالعائد المتوقع من وراء هذه الاستثمارات كما تتوقف على درجة المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، أي أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس قرارات التمويل. (3)

ويقوم هذا المقترح على مجموعة من الافتراضات نوجزها فيما يلي: (4)

- وجود سوق تتمتع بالمنافسة الكاملة وتحكم تصرفات المتعاملين فيها المنطق الاقتصادي الرشيد؛  
- يتمتع المتعاملون في هذه السوق بالمعرفة الجيدة، والكاملة لأوضاع السوق بسبب توفر المعلومات لهم جميعا في الوقت نفسه؛

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

- ليس هناك تكاليف لعقد الصفقات التي تتم في السوق وتنفيذها؛

- يتصور جميع المتعاملين في السوق إلى توقعات متماثلة بخصوص مستقبل أداء الأسهم.

وبعد استعمال البراهين الرياضية خلص هذا المقترح إلى:

(1) أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق، ص 23.

(2) إلياس بن الساسي، يوسف قرشي، مرجع سابق، ص 359.

(3) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 645.

(4) إلياس بن الساسي، يوسف قرشي، المرجع السابق، ص 360.



- إستنتاج مفاده أن المؤسسات المتمثلة في كل أنشطتها وتتمايز في هياكل تمويلها، تتساوى في القيمة السوقية، وبالتالي لن يؤثر الرفع المالي على القيم السوقية للمؤسسات كما ذهبت إلى ذلك النظرية التقليدية؛<sup>(1)</sup>

- الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة والتي تنجم عن زيادة معدل الاقتراض سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر تمويل ذات تكلفة منخفضة نسبياً، لذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة رأس المال ثابتة مهما تغير معدل الاقتراض.<sup>(2)</sup>

وهذا يعني: <sup>(3)</sup>

- القيمة الإجمالية للمؤسسة في السوق مستقلة عن هيكلها المالي؛

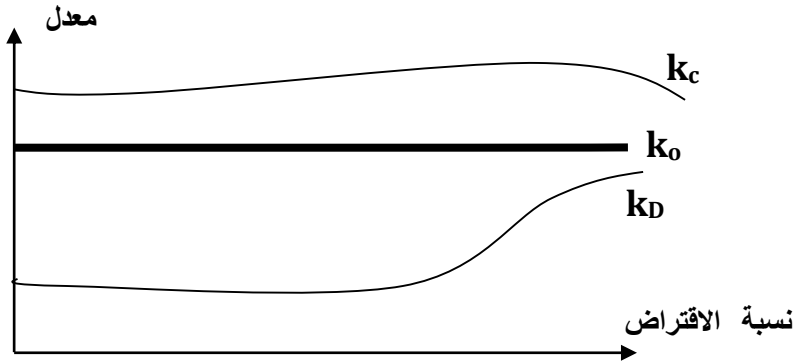
- التكلفة الإجمالية لرأس المال مستقلة عن الهيكل المالي.

وهذا مفاده أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل، يدني التكلفة ويعظم من قيمة المؤسسة، وإنما التكلفة الإجمالية

تبقى ثابتة مهما تغيرت مكونات هذا الهيكل ومهما بلغت درجة الاقتراض.

والمنحنى البياني الموالي يبين ذلك:

**الشكل رقم (02):** استقلالية تكلفة الأموال عن الهيكل المالي



المصدر: جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي، مذكرة مكملة لنيل شهادة

ماجستير، تخصص: إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن

يحي، جيجل، 2009-2010، ص 126.

يلاحظ من خلال الشكل رقم 02 ثبات التكلفة الوسطية المرجحة (تكلفة رأس المال)  $k_o$  بالرغم من

تغير تكلفة الأموال الخاصة  $K_C$  وتكلفة الاستدانة  $K_D$ . وهذا ما يدل على عدم تأثير قيمة المؤسسة مهما كانت

طبيعة الهيكل المالي وبالتالي الاستقلالية في تكلفة رأس المال.

(1) انفال حدة خبيزة، مرجع سابق، ص 42.

(2) الياس بن الساسي، يوسف قريشي، المرجع السابق، ص 360.

(3) نفس المرجع، ص 360.

## 2- الهيكل المالي في ظل وجود الضرائب

في سنة 1963 قاما MODIGLIANI و MILLER بطرح نظرية جديدة تهتم بالهيكل المالي للمؤسسة وتعتمد على الفرضيات التي اعتمدا عليها في تحليلهما سنة 1968 إلا أنها تسقط فرضية عدم وجود الضرائب. يفترض نموذج (MM) لسنة 1963 بأن حضور أموال الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية يعد فرصة لتحقيق وفورات ضريبية بقيم المصروف المالي الناتج عن خدمة الدين مضروباً في معدل الضريبة، وعليه فإن (MM) سنة 1963 قد أسقطا النظرية القائلة بحياد الهيكل المالي عن قيمة المؤسسة. ونتيجة استفادة المؤسسة من هذه الوفورات فإن قيمتها تزداد وتحسب وفق العلاقة التالية: (1)

$$VE = VE' + TD$$

حيث:

$VE$ : تمثل قيمة المؤسسة المستدينة.

$VE'$ : تمثل قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة فقط:

$TD$ : القيم الحالية للوفورات الضريبية.

وعليه عندما تكون هناك ضريبة على أرباح المؤسسة فإن القيم الاقتصادية للمؤسسة المستدينة تساوي القيمة الاقتصادية للمؤسسة غير المستدينة مضافاً إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية المرتبطة بالاقتراض. (2) ويمكن تلخيص النظرية في الجدول التالي:

**الجدول رقم (01): ملخص منظور إمكانية وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة**

لا وجود لهيكل مالي أمثل للمؤسسة	انعدام الضرائب	MODIGLIANI AND MILLER
- قيمة المؤسسة المعتمدة على الاقتراض تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على الاقتراض. - لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال لكن يمكن وضع حد أدنى للاقتراض.	وجود الضرائب	

Source : jean barreau. Jacqueline Delahaye. **Gestion financière**.10<sup>eme</sup> édition .france.2001.p150

### المطلب الثالث: نظرية التوازن

تنطلق هذه النظرية من أعمال (1984) Myers وقد عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها.

المرحلة الأولى: أو ما يعرف بـ trade off statistique حيث تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج موديجليان وميلر.

(1) محمد شعبان، مرجع سابق، ص 63.

(2) جمال الدين كعواش، مرجع سابق، ص 107.

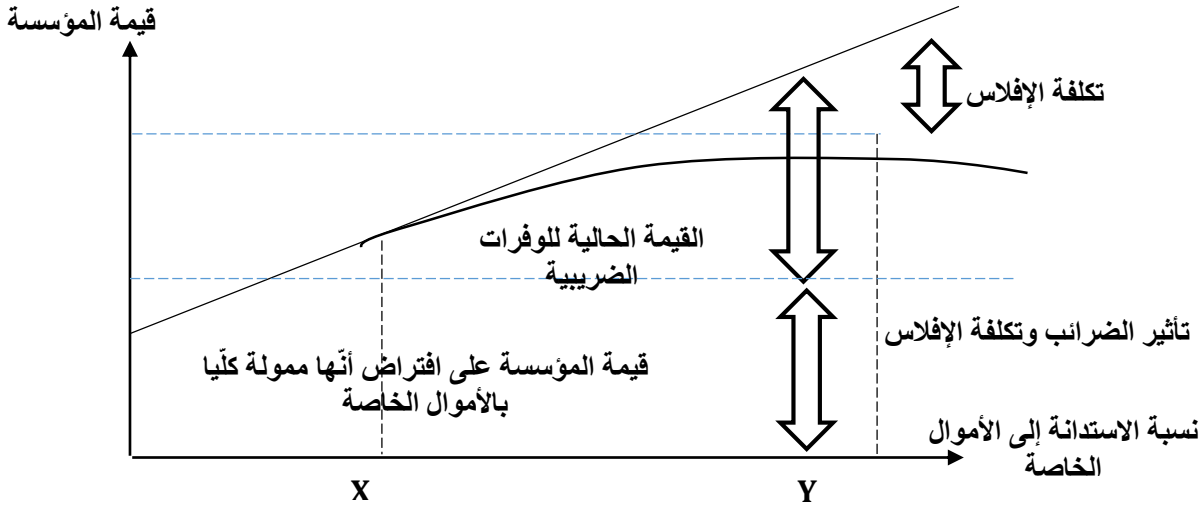
والمرحلة الثانية والتي عرفت تعديلا في هذا النموذج بالأخذ في الاعتبار تكلفة الوكالة، وهذا كاستجابة إلى الانتقادات الشهيرة التي وجهت للمرحلة السابقة. (4)

### 1- تكلفة الإفلاس:

تعرف على أنها إجمالي التكاليف التي تتحملها المؤسسة قبل وبعد إعلان التصفية والتي تساعد على التأثير السلبي على قيمة المؤسسة كونها ترتبط بمعدل العائد على حقوق الملكية. (2) فتمثل المؤسسة جزء من تلك التكاليف مباشرة وهي المصروفات الإدارية والقانونية والانخفاض في قيمة الأصول نتيجة بيعها بأقل من قيمتها الاقتصادية والجزء الآخر هو التكاليف غير المباشر للإفلاس وتتمثل في الخسائر أو الهبوط في الأرباح نتيجة لانخفاض كفاءة عمليات المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس. (3)

أما إذا أخذنا بعين الاعتبار تأثير كل من الضريبة وتكلفة الإفلاس فسوف تأخذ تكلفة الأموال اتجاهها آخر، حيث أنه في البداية تأخذ تكلفة الأموال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة  $X$ ، وحينئذ تستمر في الانخفاض لكن بمعدل أقل من ذي قبل، وعندما تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة  $Y$  تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع، (4) وذلك ما بينه الشكل التالي:

الشكل رقم (03): العلاقة بين نسبة الإستهانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة الأموال في ظل وجود الضرائب.



المصدر: الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل، الأردن، 2006، ص 379.

وتفسير ذلك أنه عندما كانت نسبة الإستهانة أقل من  $x$  لم تكون هناك تكلفة الإفلاس، ومن ثم فإن تكلفة الأموال خضعت فقط لتأثير الضريبة (الوفرات الضريبية) مما ترتب عليه انخفاض مضطر في تلك التكلفة، ولقد بدأت تكلفة الإفلاس في الظهور بعد النقطة  $x$  إلا أن حجم هذه التكاليف كان أقل من الوفرات

(1) الياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 375.

(2) ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم

التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010-2011، ص 32.

(3) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سابق، ص 401.

(4) الياس بن الساسي، المرجع السابق، ص 379.

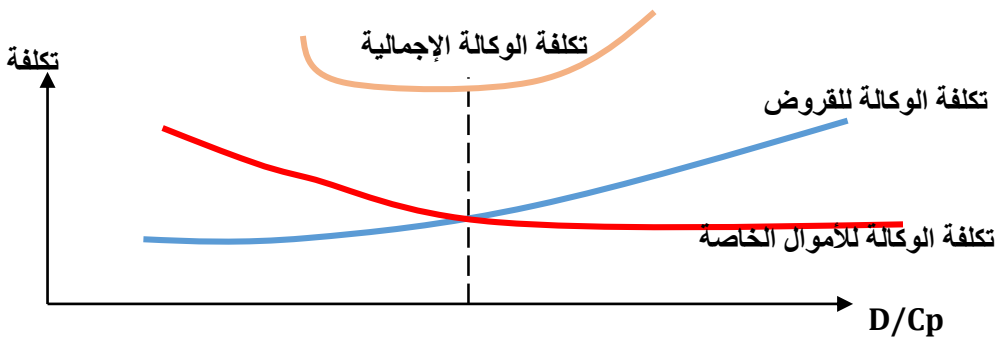
الضريبية التي صاحبت زيادة نسبة الإئستدانة، الأمر الذي أدى إلى انخفاض تكلفة الأموال وإن كان بمعدل أقل إلى أن وصلت نسبة الإئستدانة إلى النقطة  $y$ ، في هذه النقطة فقط ازدادت حدة تكلفة الأموال نحو الارتفاع وعليه يمكن القول بأن النسبة المثالية للإئستدانة إلى الأموال الخاصة لهيكل التمويل الأمثل في ظل وجود تكلفة الإئفلاس تتحدد بالنقطة  $y$  التي عندها كانت تكلفة الأموال في حدها الأدنى.

## 2- تكلفة الوكالة:

علاقة الوكالة هي عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص خر يسمى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه، فيما يتعلق بالمؤسسة، إلا أن علاقة الموكل والوكيل تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر مما يجعل من علاقتهما مصدر للتناقض. إن دحض فرضية التضارب بين مصالح مختلف الأعوان الدين لهم علاقة بحياة المؤسسة يعود إلى النظرية التي تسمى بنظرية الوكالة هدف هذه النظرية هو تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مؤداه أن كل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة. (1)

وتصنف الوكالة بحسب الهيكل المالي المستخدم في تمويل المؤسسة إلى تكلفة الوكالة للأموال الذاتية وتكلفة الوكالة للإئستدانة، وتحاول العديد من المؤسسات الإئستثمار في فرص النمو المتاحة لها باستخدام التمويل الداخلي والتمويل الخارجي وفي حالة ائكتفاء المؤسسة بتمويل تلك الفرص باستخدام التمويل الداخلي والمتمثل في احتجاز الأرباح فإنها تلجأ إلى مصدر التمويل الخارجي المتمثل في إصدار الأسهم، عند ذلك تواجه المؤسسة حالة الصراع المحتملة بين المساهمين أي بين الموكل وبين المسيرين أو الوكيل بسبب عدم تماثل المعلومات، (2) ويمكن تمثيل الهيكل المالي الأمثل حسب الوكالة في الشكل التالي:

الشكل رقم (04): الهيكل المالي الأمثل في ظل تكلفة الوكالة



المصدر: منير إبراهيم، الفكر الحديث في هيكل الشركات، الطبعة الثانية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006،

ص103.

(1) الياس بن الساسي، يوسف قرشي، مرجع سابق، ص381.

(2) براق محمد غربي حمزة، مدخل للسياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الجزائر، 2015، ص175.

ويتضح ومن خلال الشكل رقم (04) أنه كلما زادت نسبة الإقتراض انخفضت معها تكلفة الوكالة بالنسبة للأموال الخاصة، وبالمقابل ارتفاع في تكلفة الوكالة بالنسبة للديون، وبالتالي فإن الهيكل المالي الأمثل يتحدد عند النقطة X والتي تكون عندها مجموع تكاليف الوكالة سواء للديون أو الأموال الخاصة في أدنى حد لها.

#### المطلب الرابع: النظريات متعددة الأشكال

تعرف أيضا بمسمى النظرية الحديثة ظهرت نتيجة للانتقادات التي وجهت لفكرة اللجنة الاقتصادية والمالية (انعدام الضرائب ومتغيرات أساسية أخرى) لفكرة توافر السوق الكاملة أين تتاح المعلومة لكل الأعوان الاقتصاديين، ومن أهم التيارات التي تنطوي تحت هذا المنظور نجد نظرية الإشارة ونظرية الانتقال التدريجي للتمويل.

#### 1- نظرية الإشارة

تفترض نظرية مودجلياني وميلر أن المستثمرين يمتلكون المعلومات نفسها التي يمتلكها المديرون بخصوص المؤسسة، وهو ما يعرف بالمعلومات المتماثلة ولكن في الحقيقة أن المديرون يمتلكون معلومات أفضل من المستثمرين الخارجيين وهذا ما يعرف بالمعلومات غير المتماثلة والتي يكون لديها تأثير كبير في هيكل رأس المال وغالبا ما يفسر الأساس الذي تتخذه الإدارة (على أساس أنها تمتلك معلومات أفضل) على أنه مؤشر للمستثمرين والذي قد يؤثر على أسهم المؤسسة في السوق، وتفترض هذه النظرية أن المؤسسات في الأوقات الطبيعية تستخدم التمويل في الملكية أكثر من التمويل في المديونية. (1)

وبالإتجاه نفسه أشار weston وفقا للافتراضات السابقة والخاصة بمدخل الاقتصاديان السابقان إلى أن، المعلومات متوفرة ومتاحة لكافة المستثمرين أي أنهم في هذه الناحية متساوون بخصوص مستقبل المؤسسة، ولكن غالبا ما تتاح للمديرين كمية أكبر من المعلومات والتي لا تتوفر لدى المستثمرين خارج المؤسسة وتستند فكرة الإشارة إلى فكرتين مهمتين هما: (2)

✓ تكون المعلومات موزعة بشكل غير متساو إذ أن المديرون يمتلكون معلومات غير متوفرة لدى المستثمرين.  
✓ حتى وإن كانت المعلومات نفسها متوفرة ومتاحة للجميع إلا أنها لا تفهم ولا تدرك نفسها.

كما نقترح هذه النظرية نموذجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي فيميز المستثمرون في السوق ويصنفونها: A و B المؤسسات من نوع A لأحسن أداء من المؤسسات من نوع B ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا (critique) للاستدانة  $D^*$  فترى النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد الصنف A لها قدرة على الاستدانة يصل إلى  $D^*$  والعكس بالعكس. (3)

(1) صبيحة قاسم هاشم، نظرية هيكل التمويل الحديثة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 83، جامعة بغداد، العراق، ص 69.

(2) صبيحة قاسم هاشم، مرجع سابق، ص 69.

(3) عبد الوهاب دادان، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي للإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006،

## 2- نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل

تدعى كذلك نظرية أفضلية مصادر التمويل (لنظرية الترتيب السلمي)، وتعتبر من بين لأهم النظريات الحديثة المفسرة للسلوك التمويلي للمؤسسة إذا تتعلق بتصنيف وترتيب مصادر التمويل حسب أفضليتها وقد بنيت على أساس مجموعة من النماذج منها:

**2-1- نموذج mayers et majluf 1984:** يقترح mayers et majluf نموذجا حيث يكون المستثمرون أقل إعلاما من المسيرين حول قيمة المؤسسة، يتم تحديد سعر إصدار الأسهم في السوق حسب متوسط قيمة المؤسسات الأخرى، وبالتالي سيتم المبالغة في تقدير بعض المؤسسات بينما تتعرض أخرى إلى تقييم أقل من الحقيقة وعلى أساس هذا السعر تقرر المؤسسة فيما بعد إصدار الجديد للأسهم على أنه محاولة منها للمبالغة في تقدير قيمتها قصد تعظيم حجم هيكلها المالي، أي بتحصيل مصادر تمويل إضافية وهذا ما ينعكس على سعر أسهمها سلبا ومن أجل تقادي مشكلة الاختيار المضاد ستقوم المؤسسات ذات القيمة العالية برفض المشاريع الاستثمارية ولو بقيمة محدثة صافية إيجابية (VAN) بدلا من إصدار اسهم جديدة، غير أنه يمكن للمؤسسة أن تتفاده مشكلة الكفاية في الاستثمار باللجوء إلى موارد التمويل الأخرى وبذلك وضع هؤلاء الباحثين نظاما تسلسليا هرميا للتمويلات حيث يبين أنه من الأفضل أن تحول بواسطة التمويل الذاتي أولا ثم بواسطة الاستدانة وأخيرا بواسطة الزيادة في رأس المال. (1)

## 2-2- نموذج williamson 1988

يفترض أن مختلف الأطراف الاقتصاديين في المؤسسة لديهم رشادة محدودة (قدرة محدودة على التفكير والحساب) وأنهم يستطيعون تغيير سلوكهم ليصب في مصلحتهم عند انتهاء العقد، وبالتالي فإن مصادر التمويل تعتبر وسيلة لتحقيق أهداف هؤلاء المتعاملين، واختيار مصدر التمويل حسب الباحث يكون حسب خصوصية الأصل المراد تمويله فإذا كان الأمر يتعلق بتمويل أصل خاص تفضل المؤسسة الرفع في رأس المال (عن طريق إصدار أسهم بحيث لا يكون بحجم كبير) على الاستدانة أما إذا كان الاستثمار يتمثل في أصل غير خاص فتلجأ المؤسسة للاستدانة. (2)

## 2-3- نموذج mayers 1990

يقوم هذا النموذج على فرضية أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة أو كما يصطلح على تسميتها بالإنكليزية corporato wealth والتي تحسب بالعلاقة  $W = E + S$  كما هي مبينة في الميزانية المالية المختصرة التالية:

(1) محمد شعبان، مرجع سابق، ص 81.

(2) إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 392-393.

**الجدول رقم (02): تمثيل الفائض التنظيمي وثرؤة المؤسسة.**

الأصول	الخصوم
PVA : القيمة الحالية للأصول الموجودة مع الأخذ في الاعتبار التدفقات النقدية المنتظرة لهذه الأصول.	D : الديون
PVGO+ : القيمة الحالية للفرص الاستثمارية.	E : الأموال الخاصة
PVTAX- : القيمة الحالية للضرائب	S : القيمة الحالية للفوائض التنظيمية.

المصدر: إلياس بن ساسي ن يوسف قريش: "التسيير المالي" دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006 ص 393.

الفائض التنظيمي بعكس القيمة الحالية للتكاليف الناجمة عن الأجور العالية جدا والتي لا تتمتع بخاصة الديمومة باعتبار أن المقرضين يمكنهم فرض تخفيضها إذا كان سداد الدين أو دفع الفوائد غير منتظم وينظر mayers إلى المؤسسة على أنها تحالف يبحث عن زيادة حجم الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية وبالتالي ترتيب مصادر التمويل حسب هذا النموذج يكون كما يلي: التمويل الذاتي، الرفع في رأس المال ثم الإستدانة إذا كان من الضروري اللجوء إلى تحويل خارجي.<sup>(1)</sup>

**خلاصة:**

<sup>(1)</sup> إلياس بن الساسي، مرجع سابق، ص 393.

لقد شكل مفهوم الهيكل المالي محل جدل عميق، حيث أنه ذلك المزيج من الأموال الخاصة والديون الذي تكونه المؤسسة بهدف تحقيق أهدافها المسطرة بأقل تكلفة تمويل ممكنة، أمام مختلف مصادر التمويل المتاحة لدى المؤسسة سواء ممتلكة أو مقترضة، من مصادر تمويل طويلة أو متوسطة، أو قصيرة الأجل والتي لا بد من التوفيق بين هذه المصادر من أجل ممارسة نشاطها، وهذا وإن دل على شيء إنما يدل على مدى كفاءتها في تسيير أنشطتها المختلفة، وبالتالي الوصول إلى هيكل تمويلي مناسب قادر على تحقيق الأهداف.



## تمهيد

تعتبر عملية اتخاذ القرار جوهر النشاط الإنساني ومحور اهتمامه سواء على الصعيد الشخصي أو الوظيفي حيث لا يكاد يخطو خطوة إلا وتتطوي على قرار، ويرجع سر أهمية هذه العملية إلى ارتباطها بحل المشكلات، حيث أصبحت عملية اتخاذ القرار أهم نشاط تقوم به المؤسسة الاقتصادية بمختلف أنواعها، وخاصة القرارات المالية إذ يعتبر هذا النوع من القرارات بمثابة القلب النابض لمختلف قرارات المؤسسة الاقتصادية ، حيث تهدف مثل هذه القرارات إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتتمثل هذه القرارات في كل من قرارات التمويل ، قرارات الاستثمار وقرارات توزيع الأرباح والذي تسعى من خلاله الإدارة المالية لتحقيق هدفها الأساسي والرئيسي وهو تعظيم الثروة.

وفي هذا الإطار قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث رئيسية كل مبحث تدرج تحته عدة مطالب

كالتالي:

**المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لاتخاذ القرار.**

**المبحث الثاني: ماهية القرارات المالية.**

**المبحث الثالث: تحليل الهيكل المالي واتخاذ القرارات المالية.**

## المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لاتخاذ القرار

تعتبر عملية اتخاذ القرار من العمليات الهامة، إذ تمثل قلب الإدارة وجوهرها، وأحد الأنشطة الاستراتيجية داخل المؤسسة الاقتصادية، من خلالها يتم الحكم على الأمور واختيار أولوية الأهداف المسطرة وإيجاد حلول للمشاكل والعراقيل التي تعترض المؤسسة الاقتصادية وسيتم في هذا المبحث الإلمام بكل ما يتعلق باتخاذ القرار من مفهومه وظائفه وكذا العوامل المؤثرة فيه.

### المطلب الأول: ماهية اتخاذ القرار

يعد القرار أمراً ضرورياً في حياة كل شخص ولا يمكن للمؤسسة أن تنمو وتحافظ على بقائها إلا من خلال اتخاذ مجموعة من القرارات التي بتنفيذها تستمر المؤسسة وتحقق أهدافها.

#### 1- مفهوم القرار

لقد تعددت تعريفات القرار إلا أن مضمونها واحد

#### 1-1- تعريف القرار

- يعرف القرار بأنه "الاختيار المدرك بين البدائل المتاحة في موقف معين، أو هو المفاضلة بين حلول بديلة لمواجهة مشكلة معينة واختيار الحل الأمثل من بينها".<sup>(1)</sup>
- ويعرف أيضاً بأنه: " عملية اختيار البديل الذي يتعامل مع المشكلة أو الفرصة".<sup>(2)</sup>
- من خلال هذين التعريفين يمكن القول أن القرار: "هو مسار أو مسلك يختاره متخذ القرار لكونه أفضل وأنسب وسيلة متاحة من بين عدة بدائل من أجل تحقيق الأهداف المرغوبة وإيجاد حل للمشكلة المطروحة.

#### 1-2- خصائص القرار

من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص خصائص القرار على النحو التالي:<sup>(3)</sup>

- هو بديل من بين مجموعة من البدائل؛
- يعبر عن اختيار أحسن البدائل؛
- يهدف إلى تحقيق غاية.

#### 1-3- أنواع القرارات

اختلفت وجهات نظر المختصين حول أنواع القرارات فقد تعددت تصنيفات القرارات منها:

#### 1-3-1- قرارات حسب أهميتها: وصنفت إلى ثلاث أنواع رئيسية:<sup>(4)</sup>

(1) خليل محمد العزاوي، إدارة اتخاذ القرار الإداري، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 21.  
(2) سلمان حسين عبد الطيار، أوس طباح غني، تطوير ميكانيكية استعمال المعلومات المحاسبية في صناعة القرار الاستثماري، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة واسط، العدد 12، 2014، ص 03.  
(3) حسين بلعجوز، المدخل لنظرية القرار، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 99.  
(4) محمد دباس، ماركو إبراهيم، حماية أنظمة المعلومات، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 19.

- **قرارات استراتيجية:** وهي القرارات التي ترتبط بالأهداف والخطط الرئيسية وعادة ما تتخذ من قبل المستوى الإداري الأعلى في المؤسسة تتسم بقدر عالي من التأكد وتتعلق بالمستقبل البعيد.
- **قرارات تنظيمية:** وهي القرارات الوظيفية التي يتم اتخاذها على مستوى الإدارة الوسطى في المؤسسة، تهدف إلى وضع القرارات الاستراتيجية موضع التنفيذ ويطلق عليها أيضا مصطلح القرارات التكتيكية.
- **قرارات تشغيلية:** تتعلق بالتوزيع الداخلي للموارد وترجمة الأهداف والخطط إلى مهام وأعمال قصيرة المدى، وعادة ما تكون هذه القرارات متكررة وتتعلق بالأعمال الروتينية وهي من اختصاص الإدارة التنفيذية في المؤسسة.

### 1-3-2-قرارات حسب البرمجة: وتقسم حسب هذا التصنيف إلى نوعين: (1)

- **القرارات المبرمجة:** وهي القرارات المخططة سلفا، روتينية متكررة محددة باستخدام قواعد معروفة مسبقا، يزداد هذا النوع من القرارات في مستويات الإدارة الدنيا والوسطى ويقل في مستوى الإدارة العليا.
- **القرارات غير المبرمجة:** وهي قرارات لها مواقف جديدة وغير محددة ومختلفة تتضمن قدرا كبيرا من ظروف عدم التأكد والمخاطرة، بشأن النتائج المتوقعة منها، تتطلب مهارات وقدرات خاصة لصنعها وتقديم حلول مبتكرة.

### 1-3-3- حسب النمط القيادي: وتصنف كما يلي: (2)

- **القرارات الفردية:** وهي القرارات التي تتخذ من قبل المدير متخذ القرار دون مشاركة الموظفين يعني ذلك تحديد المشكلة وتحديد البدائل الممكنة واختيار أحدهم تتم بجهود فردية وتتمثل أهم العوامل التي تستوجب اتخاذ القرارات بصورة فردية ما يلي: قصر الوقت المتاح لاتخاذ القرار التنظيمي، هيمنة النمط الأوتوقراطي على المؤسسة، توفر المعلومات المطلوبة في يد متخذ القرار، سرية المعلومات المستخدمة في اتخاذ القرار.
- **القرارات الجماعية:** هي القرارات التي تتخذ بمشاركة الموظفين في المؤسسة، تكمن أهمية هذا النوع من القرارات في أنها تعد ضرورية في بيئة القرار التي تتسم بعدم التأكد إضافة إلى كسب تأييد الجماعة للقرار وقبوله، ومن العوامل التي تستوجب اتخاذ القرارات بصورة جماعية ما يلي:
  - توفر المعلومات المطلوبة لدى الجماعة؛
  - ضرورة تفهم وقبول القرار من قبل الجماعة؛
  - هيمنة النمط الديمقراطي؛
  - بيئة القرار تتسم بعدم التأكد وبالتالي الحاجة إلى الإبداع والابتكار؛أفراد الجماعة مؤهلين للمشاركة في عملية اتخاذ القرار.

(1) نبيل محمد مرسي، المهارات والوظائف الإدارية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 220.

(2) حسين أحمد الطراونة، محمد ياسين موسى، اتخاذ القرارات التنظيمية في منظمات الأعمال، دار الأيام للنشر والتوزيع عمان، 2014 ص 277.

## 2- مفهوم اتخاذ القرار

تعد عملية اتخاذ القرارات من الموضوعات الهامة والتي تعددت وجهات النظر في ضبط مفهوم لها وذلك تبعاً لاختلاف اجتهادات الكتاب والباحثين.

### 2-1- تعريف اتخاذ القرار: يمكن تعريفها كما يلي:

عملية اتخاذ القرار هي: "عملية عقلانية رشيدة تتبلور في الاختيار بين بدائل متعددة ذات مواصفات تتناسب مع الإمكانيات المتاحة والأهداف المطلوبة".<sup>(1)</sup>

كما تعرف أيضاً على أنها: "تلك العملية المبنية على الدراسة والتفكير الموضوعي الواعي للوصول إلى قرار وهو الاختيار ما بين البدائل المتاحة".<sup>(2)</sup>

مما سبق يمكن إعطاء تعريف إجرائي بسيط لاتخاذ القرار على أنها "عملية اختيار بديل واحد من بين البدائل المتاحة لتحقيق هدف معين، خلال فترة زمنية معينة في ظل الظروف البيئية المحيطة بالمؤسسة سواء الداخلية أو الخارجية والموارد المتاحة لها، عبر سلسلة من الخطوات تتضمن تحديد وتشخيص المشكلة وطرح الحلول.

### 2-2- خصائص اتخاذ القرار: تتصف عملية اتخاذ القرار بخصائص وصفات متعددة من بينها:<sup>(3)</sup>

- عملية قابلة للتشديد ويمكن الوصول إلى حد من المعقولية والرشد في القرار؛
- تتأثر بعوامل سيكولوجية نابغة من شخصية متخذ القرار سواء كان من داخل المؤسسة أو خارجها؛
- تعتبر امتداد واستمرار لقرارات أخرى ولا تتخذ بمعزل عن بقية القرارات فهي حلقة من سلسلة القرارات؛
- تتصف بالشمولية والعمومية؛
- تقوم على الجهود الجماعية المشتركة؛
- مقيدة وتتصف أحياناً بالبطء أحياناً بسبب تعقد المشاكل؛
- عملية ديناميكية مستمرة إذ تنتقل من مرحلة إلى أخرى وصولاً لحل المشكلة؛
- عملية معقدة وصعبة لأنها تتطلب نشاطات متعددة تتطلب مهارات وقدرات لإنجازها.

### 2-3- أهمية عملية اتخاذ القرار

لا يمكن أداء نشاط مهم ما لم تخذ بصدده قرار، فاتخاذ القرارات هي أساس عمل المدير، والتي يمكن من خلالها إنجاز كل أنشطة ووظائف المؤسسة، وتحديد مستقبلها، وتكمن أهمية اتخاذ القرار في:<sup>(4)</sup>

- اتخاذ القرارات عملية مستمرة: يمارس الإنسان اتخاذ القرارات طوال حياته اليومية وهو ملزم بذلك منذ قيامه من نومه إلى غاية رجوعه للنوم على اتخاذ مجموعة من القرارات، كما أنه قد يصادف قرارات مصيرية في حياته وحاسمة.

(1) محمد الصيرفي، القرار الإداري ونظم دعمه، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 11.

(2) علي حسين، نظرية القرارات الإدارية، دار زهران للنشر والتوزيع الأردن، 2008 ص 18.

(3) سهيل عبيدات، إدارة الوقت وعملية اتخاذ القرارات والاتصال للقيادة الفعالة، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2007، ص 80.

(4) أحمد ماهر، اتخاذ القرار بين العلم والابتكار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 34.

- **اتخاذ القرار أداة المدير في عمله:** إن اتخاذ القرارات هي أداة المدير في عمله اليومي، التي بواسطتها يمارس العمل الإداري، حيث يقرر ما يجب عمله؟ ومن يقوم به؟ ومتى يتم القيام به؟.... إلخ. وكلما ارتفعت قدرات المدير في اتخاذ القرار كلما ارتفع مستوى أدائه الإداري.
- **القرارات الاستراتيجية تحدد مستقبل المؤسسة:** ترتبط القرارات بالمدى الطويل في المستقبل ومثل هذه القرارات يكون لها تأثير كبير على نجاح المؤسسة أو فشلها.
- **اتخاذ القرارات أساس لإدارة وظائف المؤسسة:** إن الدور الإداري في وظائف المؤسسة يحتوي على مجموعة من القرارات الخاصة بإدارة الجوانب المختلفة لهذه الوظائف فكل وظيفة من وظائف المؤسسة (الإنتاج، التسويق، الموارد البشرية، التمويل) تنطوي على مجموعة من القرارات الخاصة بها وعليه فهذه القرارات تعتبر كأساس رئيسي للسير الحسن لهذه الوظائف.
- **اتخاذ القرارات جوهر العملية الإدارية:** يرى البعض أن اتخاذ القرارات هو جوهر وظيفة التخطيط نظراً لأن العديد من نشاطات وظيفة التخطيط ينطوي على سلسلة من القرارات، ولكن من المؤكد أن اتخاذ القرارات هو جوهر كل الوظائف الإدارية الأخرى من تنظيم وتوجيه ورقابة وأن كل هذه الوظائف تنطوي على مجموعة من القرارات الهامة والحاسمة.

#### المطلب الثاني: أساسيات اتخاذ القرار

إن اتخاذ القرار هو نشاط معقد وهو جوهر الأداء السليم لمختلف المدراء في مختلف مستوياتهم داخل المؤسسة الاقتصادية، من أجل مواصلة أنشطتها المختلفة بكفاءة وفعالية، والسعي لبلوغ أهدافها المسطرة وسيتم في هذا المطلب تناول أساسيات اتخاذ القرار على النحو التالي:

#### 1-1- ظروف ومسؤولية اتخاذ القرار

يجب على متخذ القرار أن يراعي الظروف التي قد يمر بها عند اتخاذ القرارات، كذلك فإنه توجد جهة مسؤولة عن صنع وتنفيذ هذه القرارات في مختلف المستويات الإدارية للمؤسسة.

#### 1-1-1- ظروف اتخاذ القرارات

تتعدد الظروف التي يتم في ظلها اتخاذ القرار حيث يمكن التمييز بين الحالات الثلاث: (1)

**1-1-1-1- ظروف التأكد:** بمعنى توافر المعلومات التي تمكن من التنبؤ بنتائج كل بديل مسبقاً وقبل التنفيذ ويكون باستطاعة متخذ القرار اختيار البديل الأفضل.

**1-1-1-2- ظروف الخطر أو المخاطرة:** بمعنى نقص التأكد التام فيما يتعلق بنتائج البدائل المختلفة ولكن مع وجود احتمالات لكل حدث من الأحداث.

**1-1-1-3- ظروف عدم التأكد:** توجد حالة عدم التأكد عندما لا يستطيع المدير إعطاء احتمالات للناتج المرتبطة بالبدائل المختلفة لحل مشكلة ما، وذلك لعدم وجود تجارب أو أي بيانات سابقة.

(1) نبيل محمد مرسي، مرجع سابق، ص 231.

**1-2-1- مسؤولية اتخاذ القرارات:** تختلف طبيعة القرارات المتخذة من حيث نوعها، قد تكون متكررة أو غير متكررة، كما تختلف من حيث الفترة الزمنية التي يتم من خلالها اتخاذ القرار، وهذه الاختلافات تحدد أفضلية اتخاذ القرارات من طرف فرد واحد أو جماعة من الأفراد وهي كما يلي: (1)

### 1-2-1- الأسلوب الفردي في اتخاذ القرار

يعود هذا الأسلوب إلى ظاهرة المالك الواحد للمؤسسة متى كانت هذه الأخيرة صغيرة، ويأخذ على عاتقه مهمة اتخاذ القرار إما ثقة في قدرته وسلامة قراراته وبتكلفة منخفضة، وإما خوفا على سلطته، ومع التقدم السريع واعتماد عملية اتخاذ القرار على الحقائق العملية، أصبح للفنيين قدرة أفضل من غيرها للقيام بالعملية وهنا بدأت نظرية الأسلوب الفردي بالتراجع إلا أنه ما يزال لهذا الأسلوب ما يبرره ومن بين هذه الظروف نجد:

- إذا كانت القرارات خطيرة وتتطلب قدرا من السرعة؛
- إذا كانت القرارات طارئة ومقيدة بفترة زمنية قصيرة تمنع مشاركة الآخرين؛
- عدم توفر جماعة متخصصة يمكنها المشاركة سواء من حيث كفاءتهم أو خبرتهم لتحقيق الفعالية المطلوبة.

ومنه فالأسلوب الذي ساد خلال فترة من الزمن، قد تراجع دوره إلى حدود الظروف المذكورة أنفا، وما سوى ذلك فإن الأسلوب الجماعي هو السائد.

### 1-2-2-1- الأسلوب الجماعي في اتخاذ القرار

ويعني مساهمة العديد من الأفراد في اتخاذ القرار، يعملون كفريق واحد لإنجاز مهمة موحدة، قد تكون هذه المجموعة في مكان واحد أو في أماكن مختلفة، كما قد تكون دائمة لإيجاد الحلول لأي مشكلة، تطرأ في المؤسسة أو يتم إنشاؤها لحل مشكلة محددة، وفيما يلي عرض للفوائد التي يمكن جنيها من إتباع هذا الأسلوب:

- توفر القرارات الجماعية بقدر أكبر من المعلومات عند تحديد الأهداف، وذلك بدمج معارف الأفراد وأحيانا خلق معارف جديدة تساهم في زيادة عدد البدائل المتاحة لاتخاذ القرار؛
  - تساعد القرارات الجماعية على توزيع مخاطر فشل القرار على عدد من الأفراد وهذا ما يدفعهم إلى تحمل المسؤولية اتجاه قراراتهم وذلك بفهم أعمق للمشكلات؛
  - تتنوع وتتعدد الأفكار بسبب الاستفادة من الآراء المتخصصة في كل المجالات التي تتطلب اتخاذ القرار؛
  - تنمية المرؤوسين المشاركين في عملية اتخاذ القرار وتدريبهم على القيام بالعملية يحفزهم للعمل ويجعلهم يساعدون على الترويج لهذه القرارات ويساعدون في التنفيذ.
- على الرغم من كل هذه النقاط الإيجابية إلا أن هذا الأسلوب لا يخلو من النقاط السلبية للعمل الجماعي من بينها:

(1) إسمهان خلفي، دور نظم المعلومات في اتخاذ القرارات، رسالة ماجستير (غير منشورة) تخصص إدارة أعمال قسم العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لحضر باتنة، الجزائر، 2008/2009، ص 16.

- شتت مسؤولية اتخاذ القرار بين أفراد الجماعة؛
- ارتفاع التكلفة الزمنية للقرارات الجماعية وعدم ملاءمتها كحالات الطوارئ؛
- ابتعاد القرارات الجماعية عن الدقة والموضوعية حيث أنها قد توفق بين الآراء المعارضة أو أن نتائجها تتأثر بآراء الأعضاء الأكثر نفوذاً.

## 2- معوقات اتخاذ القرار

- غالبا ما يواجه متخذ القرار العديد من العوائق والتحديات التي تعرقل عملية اتخاذ القرار السليم من أهمها: (1)
- نقص البيانات والمعلومات المتاحة عند اتخاذ القرار؛
  - صعوبة تحديد المشكلة المراد معالجتها، لا سيما إذا اتسمت هذه المشكلة بتداخل المتغيرات المختلفة التي يتعذر معها تحديد الأسباب الأساسية التي ساهمت بها؛
  - صعوبة تحديد الأهداف المراد إنجازها؛
  - إن عدم القدرة على تحديد البدائل بدقة من ناحية، وكذلك عدم القدرة على تحديد المنافع أو العيوب التي ترتبط بكل بديل من البدائل المتوفرة يعد أيضا من المعوقات التي تواجه متخذي القرارات؛
  - عدم توفر الوقت اللازم لمتخذ القرارات في إطار عملية اتخاذ عملية القرار التي غالبا ما يكون عامل الوقت المتاح حاسما في اتخاذها.

## المطلب الثالث: العوامل المؤثر في اتخاذ القرار

في الحقيقة فإن هناك عوامل متعددة تؤثر على عملية اتخاذ القرار في مراحلها المختلفة قد تعيق صدور القرار بالصورة الصحيحة أو قد تؤدي إلى التأخر في صدوره أو قد يلقي العديد من المعارضة سواء من طرف المنفذين لتعارض القرارات مع مصالحهم أو من المتعاملين مع المؤسسة لعدم تحقيقها لغاياتهم ومصالحهم ومن هذه العوامل: (2)

### 1- العوامل الداخلية

تتصف هذه العوامل بإمكانية السيطرة عليها أو على الأقل التحكم بها، فهي تقع داخل حدود المؤسسة وتتعلق بما يلي:

#### 1-1 سياسة المؤسسة وحجمها ومدى نموها وسلامة بنائها:

تختلف سياسة المؤسسات حسب أهدافها إما أن تهدف إلى تحقيق أعلى الأرباح، أو أعلى المبيعات، وبالتالي التوسع في السوق أو قد يكون شأنها تخفيض التكلفة ولا بد أن لا تخرج القرارات المتخذة في هذا الإطار عن سياسة المؤسسة، كما يعتبر حجم المؤسسة ومدى نموها من العوامل المؤثرة على اتخاذ القرارات وكلما كان حجمها أكبر فرض عليه اتخاذ قرارات بطرق أكثر حداثة واستخدام أدوات متطورة، أما

(1) مصطفى يوسف السبسي، دور المعلومات المالية المستقبلية للشركات في اتخاذ القرارات، رسالة ماجستير (غير منشورة) تخصص محاسبة، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، سوريا، 2011 ص 71.

(2) خلفي إسمهان، مرجع سابق، ص 43.

بالنسبة للنمط التنظيمي السائد فيها فقد يكون مركزيا يحقق فعالية أكبر باستخدام قرارات مركزية أو يحققها في ظل اللامركزية أو الجمع بينهما حسب حرية المؤسسة وتصبح هذه العوامل عوائقا إذا لم تستطيع المؤسسة توفير متطلبات الوضع الجيد.

### 1-2- الإمكانات المادية:

يقال إن عملية اتخاذ القرارات مصيدة المديرين، لذلك فعلى متخذي القرارات استغلال الموارد المالية بعقلانية ورشادة، من أجل تحقيق الفعالية، لقد زادت أهمية هذا العنصر اليوم وزادت درجة الاهتمام به بسبب المخاطر التي يقع فيها متخذي القرارات وما ينجر عن ذلك من آثار سلبية على المؤسسة ككل.

### 1-3- مدى وفرة المعلومات:

يعد توفر المعلومات عاملا حاسما في فعالية اتخاذ القرار ليس المعلومة فحسب بل كميتها ونوعيتها وتوقيتها ويرجع ذلك إلى جودة القرارات بتوفر هذه المعلومات إذن فجودة القرارات مرهون بتوفر المعلومات اللازمة والضرورية الكافية.

### 1-4- نوعية القوى البشرية المتاحة:

يتعلق الأمر بالمدرين ومساعدتهم والمرؤوسين وكل من يمسه القرار، ولهم تأثير بالغ على اتخاذ القرارات داخل المؤسسة فمثلا قلة تركيز المدير وضعف مخزونه المعرفي ووجهة نظره اتجاه التغيرات المتسارعة في البيئة المحيطة به تعد من العوامل التي تؤثر على أي قرار يتخذه، أما بالنسبة للمرؤوسين فإنه توجد عوامل كثيرة تؤثر على مستوى أدائهم انطلاقا من الرضا النفسي والاجتماعي وهي عوامل يمكن للمؤسسة التحكم فيها من خلال الاهتمام بالجوانب الاجتماعية للعمال وتشجيعهم وإشراكهم في اتخاذ القرارات.

### 2- العوامل الخارجية:

كما توجد في البيئة الخارجية للمؤسسة فرص توجد كذلك تهديدات وتعتبر العوائق الناتجة عن هذه التهديدات أكثر تأثيرا على فعالية القرارات المتخذة نظرا لعدم قدرة المؤسسة على التحكم فيها وتتمثل هذه العوامل في عدم ملائمة الاتجاهات السياسية للبلد أو الظروف الاجتماعية السائدة فيه أو الظروف الاقتصادية المتعلقة بالمنافسة والاحتكار، والضغوط المفروضة على المؤسسة من العملاء أو الموردين، وفي الظروف التكنولوجية المتغيرة والمتطورة ويمكن للمؤسسة في هذه الحالة القدرة على التنبؤ أو محاولة تجنب هذه الظروف، بالاعتماد على الوسائل الملائمة لزيادة فعالية اتخاذ القرار.

### المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول القرارات المالية

تعد القرارات المالية من أهم القرارات التي تعتمد عليها المؤسسة في مختلف نشاطاتها، إذ تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتتمثل هذه القرارات في كل من قرارات التمويل، قرارات الاستثمار وقرارات توزيع الأرباح.



## المطلب الأول: ماهية القرارات المالية

يعتبر القرار المالي جوهر ولب وظيفة الإدارة المالية ومن العمليات المهمة في المؤسسة الاقتصادية خصوصا وأنها قرارات استراتيجية ومصيرية.

### 1- مفهوم القرارات المالية

#### 1-1- تعريف القرارات المالية

يعرف القرار المالي على أنه: القرار الذي يشمل عدة قرارات كالاختيار بين إعادة استثمار السيولة الفائضة وتوزيع الأرباح والاختيار بين التمويل الداخلي (التمويل الذاتي) والتمويل الخارجي.<sup>(1)</sup>

وبتعريف آخر: "القرار المالي هو كل قرار يوازن بين الحصول على الأموال وامتلاك الأصول".<sup>(2)</sup>

من خلال ما سبق يمكن تعريف القرارات المالية على أنها: "عملية مفاضلة واختيار بين عدة مصادر التمويل المتاحة ومدى قدرة المؤسسة على تسيير مواردها بطريقة مثلى من أجل تحقيق أهدافها المسطرة".

#### 1-2- خصائص القرارات المالية: تتميز القرارات المالية بالخصائص المالية التالية:<sup>(3)</sup>

- القرارات المالية تتغلغل في جميع أوجه نشاط المؤسسة وبالتالي تشكل نوع من التشابك مع كل الوظائف ومنه وجود علاقة ترابط في كل قرار مالي بين جميع وظائف المؤسسة؛
- القرارات المالية مصيرية لكونها تمثل رهان ومخاطر لإدارة المؤسسة؛
- تكون على المستوى المتوسط والطويل ومنه صعوبة إجراء تصحيح للأخطاء مالم تجري دراسة منظمة وبطريقة علمية لكل قرار مالي أي الحذر والاستغلال العقلاني الرشيد للموارد المالية المتاحة.

#### 2- أهمية القرارات المالية: للقرارات المالية أهمية كبيرة من خلال الأدوار التي تؤديها والمتمثلة في:<sup>(4)</sup>

- تعتبر القرارات المالية المتخذة ترجمة للسياسات والاستراتيجيات التي تتبناها المؤسسة؛
- تهدف القرارات المالية إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة؛
- تهدف القرارات المالية إلى تمويل الاستثمارات مع تحقيق أقصى أرباح ممكنة.

#### 3- أهداف القرارات المالية: تهدف القرارات المالية إلى:<sup>(5)</sup>

(1) محمود جمام، أميرة دباش، أثر قائمة التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 04 كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2015، ص 71.

(2) بن دادة عمر، دور التحليل المالي في تقييم كفاءة القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل الجزائر 2016-2017 ص 93.

(3) عزيز لوجاني، دور المراجعة المحاسبية الداخلية في تحسين عملية اتخاذ القرار المالي، رسالة ماجستير (غير منشورة)، تخصص محاسبة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، 2012-2013، ص 10.

(4) بن دادة عمر، المرجع السابق، ص 93.

(5) محمد بشير بن عمر، دور حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية لتحسين الأداء المالي للمؤسسة، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2017، ص 100،99.

**3-1- هدف تعظيم الربح:** إن الهدف العام لأي مؤسسة هو تعظيم الربح أي تحقيق أعلى ربح ممكن ومازال هذا الهدف يحتل مكانة رئيسية في الفكر الاقتصادي.

ويرتبط مفهوم تعظيم الربح ارتباطا وثيقا بالمالك ويحتل مكانا بارزا في اسلوب تقييم أداء الإدارة وبناء عليه فإن تعظيم الربح كهدف يسعى اصحاب رأس المال إلى تحقيقه يصبح المرشد الرئيسي للإدارة في اتخاذ القرارات.

**3-2- هدف تعظيم القيمة وتعظيم ثروة ملاك المؤسسة:** إن تعظيم قيمة المؤسسة أو تعظيم ثروة الملاك هو أفضل معيار للحكم على القرارات الاستثمارية من وجهة نظر المستثمر والملاك.

ومما لا شك فيه أن تعظيم ثروة المؤسسة وزيادة القيمة السوقية للأسهم يعكس الاستخدام الفعال للموارد الاقتصادية القومية ويؤدي إلى تنشيط النظام الاقتصادي ككل وتعظيم الثروة القومية للمجتمع، ويعد تعظيم الثروة كهدف للإدارة المالية أكثر فعالية مقارنة بهدف تعظيم الربح.

**3-3- هدف تعظيم العائد الاجتماعي:** إن المؤسسات يجب أن تأخذ بعين الاعتبار تأثير سياستها وأنشطتها على كافة فئات المجتمع الذي تمارس نشاطها فيه، بل إنه يصعب على تلك المؤسسات وتجاهل واجباتها ودورها في خدمة المجتمع.

### المطلب الثاني: مراحل اتخاذ القرار المالي

تشمل عملية اتخاذ القرار المالي على العديد من المراحل التي يمر بها المديرين حتى يتمكنوا من الوصول إلى الحل الأفضل واتخاذ القرار المناسب وتتمثل هذه المراحل في: (1)

#### 1- تشخيص واكتشاف المشكلة

أو ما يسمى بمرحلة البحوث والدراسات لاكتشاف المشكلة ففي مجال الإدارة المالية يتم الاستقصاء المنظم عن المعلومات التي يحتويها التنظيم الرسمي بحيث يمكن من تحسين نوعية القرارات المالية وذلك من خلال إجراء مقارنات لقوائم الدخل لعدة سنوات ماضية وكذلك التكاليف، الأرباح، الاصول والخصوم للكشف عن التغيرات وشكلها بالزيادة أو النقصان وقد تستخدم بهذا الشأن مختلف الأساليب لجمع المعلومات لقياس درجة التقلب أو الثبات في تدفقات الأموال وتغيرات القيمة وقد تمتد البحوث لجمع المعلومات المالية.

#### 2- البحث عن البدائل

إن البديل هو الوسيلة الموجودة أمام الإدارة لحل المشكلة القائمة وتحقيق الأهداف المطلوبة واتخاذ القرار المالي المناسب ولذلك يجب أن يتصف البديل بقدرته على تحقيق بعض النتائج التي يسعى متخذ القرار للوصول إليها وتتطلب عملية تحديد البدائل:

• القدرة على الابتكار لإيجاد الحلول المناسبة؛

(1) بن دادة عمر، مرجع سابق، ص ص 93، 94.

• الاعتماد على التجارب والسجلات السابقة ومعلومات وخبرات الآخرين حتى يمكن الإمام بجميع المعلومات والنواحي المتعلقة بالمشكلة وبكل الحلول الممكنة.

فإذا كان القرار المالي يتعلق بالتمويل فيمكن أن تكون البدائل في التمويل الداخلي أو الاقتراض أو طرح الأسهم، أما إذا كان قراراً استثمارياً فيمكن الاعتماد على الاستثمار قصير الأجل، كالاستثمار في الموجودات المتداولة مثل: النقد والذمم المالية المدينة، أو الاعتماد على الاستثمار طويل الأجل والمتمثل في الاستثمار في الموجودات الثابتة وهو أصعب البدائل لارتباطه بنوع من الاستثمار يتصف بكبر المبالغ وطول الفترة الزمنية، وقد يكون في الاعتماد على الاستثمارات الاستراتيجية المرتبطة بالاستثمار الاستراتيجي.

### 3- مقارنة البدائل وتقييمها:

وذلك عن طريق تقدير النتائج المتوقعة الإيجابية والسلبية لكل بديل ووضع معايير محددة، تقوم على أساس نتائج كل بديل واستبعاد البدائل التي لا تتطابق مع الحد الأدنى من المعايير الموضوعية التي لا تحقق مستوى الرضا، ومن المعايير التي يمكن استخدامها في المقارنة بين البدائل، المعايير المالية، الفنية، الإدارية، والتي تتعلق بالربحية، التكاليف، معدلات الفائدة، ودوران رأس المال.

### 4- اختيار البديل المناسب (القرار):

وفي هذه المرحلة يترجم المسيرون الماليون جهودهم السابقة إلى اختيار أفضل البدائل والذي يحقق أكبر قدر من الفوائد والمزايا المحتملة ويقص السلبيات والعيوب إلى أقل ما يمكن ويجب أن يعتمد القرار الخاص باختيار أحد البدائل على ما يلي:

- تحقيق الأهداف الجوهرية الصادرة من أجلها؛
- توفير الوقت والجهد والتكلفة بالمقارنة مع الخيارات الأخرى؛
- الملائمة والإمكانات المتاحة؛
- تقليل الآثار السلبية عند التطبيق؛
- الاهتمام بدراسة عنصر المخاطرة في مراحل التنفيذ المختلفة مسبقاً.

### 5- تطبيق القرار:

يعتقد بعض متخذي القرار أن دورهم ينتهي بمجرد اختيار البديل المناسب للحل، ولكن هذا الاعتقاد خاطئ ذلك بأن البديل الذي تم اختياره لحل المشكلة يتطلب التنفيذ عن طريق تعاون الآخرين ومتابعة التنفيذ، للتأكد من سلامة التنفيذ وصحة القرار.

### 6- متابعة التطبيق والرقابة وتقييم القرار:

تهتم الخطوة الأخيرة في اتخاذ القرار المالي بمتابعة عمليات التطبيق وتقييم النتائج أولاً بأول حيث تبين الرقابة على التنفيذ مدى جودة القرار ودوره في حل المشكلة موضوع القرار هذا إلى جانب أن المتابعة تظهر مدى الانحراف عن المخطط سعياً إلى الدقة والسرعة في معالجة الانحرافات السلبية والتعرف على أسبابها حتى لا تتفاقم ويصعب مواجهتها.

### المطلب الثالث: أنواع القرارات المالية

تعتبر القرارات المالية من أعقد وأصعب القرارات وأكثرها مخاطرة، نظرا لحساسيتها يتم من خلال اتخاذها اكتشاف نقاط القوة والضعف، وهي على ثلاثة أنواع أهمها.

**1- قرار التمويل:** يعتبر قرار التمويل من أعقد وأصعب المسائل التي تواجه المسير المالي في المؤسسة الاقتصادية إذ تقع على عاتقه، مهمة تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة بأقل التكاليف الممكنة.

**1-1- تعريف التمويل:** " تتمثل عملية التمويل في البحث والحصول على الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف المسطرة".<sup>(1)</sup>

**1-2- تعريف قرار التمويل:** يعرف بأنه: " القرار الذي يتعلق بأنواع مصادر الأموال وكيفية الحصول عليها والموازنة بين أنواعها المختلفة في سبيل الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل".<sup>(2)</sup>

**1-3- أنواع قرارات التمويل:** يوجد نوعين من قرارات التمويل في المؤسسة وهما:<sup>(3)</sup>

- قرارات تهتم بتحديد المزيج الملائم للتمويل القصير والطويل الأجل، وهو من أهم القرارات التي تؤثر على الربحية والسيولة.

- قرارات تعنى بتحديد أيها أكثر نفعية للمؤسسة، القروض القصيرة الأجل أو طويلة الأجل من خلال الدراسة المعمقة للبدائل المتاحة وتكلفة كل بديل والآثار المترتبة عليه في الأجل الطويل.

**1-4- المبادئ التي يجب مراعاتها عند اتخاذ قرار التمويل.**

على متخذ قرار التمويل أن يأخذ بعين الاعتبار المبادئ التالية:<sup>(4)</sup>

- **ضرورة الموازنة بين المخاطرة والعائد:** حيث لا يجب السعي إلى ضرورة المبادرة بمخاطر مالية جديدة مالم يكن هناك عائد إضافي متوقع من هذه العملية؛
- **العبرة بالتدفقات النقدية وليس بالأرباح المحاسبية:** بمعنى أن المدير المالي المحترف يجب أن يهتم بتوقيت الحصول على الأموال وتوقيت استثمارها وتوقيت الحصول على عوائدها، وتوقيت توزيعها كعائد على حملة الأسهم أو الملاك، حيث يجب إدراك حقيقة أن التدفقات النقدية وليس الأرباح هي التي يتم الحصول عليها بواسطة المؤسسة ويمكن إعادة استثمارها وفي المقابل تظهر الأرباح المحاسبية عند تحقيقها وليس عند مجرد الحصول على الأموال.

(1) مفيدة يحيوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مقال بمجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002، ص 18.

(2) محمد جمام، أميرة دباش، مرجع سابق، ص 71.

(3) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سابق، ص 21.

(4) جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله للحلح، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية الإسكندرية، 2007 ص ص، 40،

• **الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود:** من المبادئ الأساسية للتمويل أن النقود لها قيمة زمنية مصاحبة لها، فالدينار الذي يمكن الحصول عليه الآن أعلى قيمة من نفس الدينار الذي يمكن الحصول عليه العام القادم، لذلك من الأفضل السعي للحصول على الأموال كلما كان ذلك ممكناً؛

• **كفاءة اسواق رأس المال:** بما أن هدف التمويل هو تعظيم ثروة الملاك أو حملة الأسهم، حيث لا يمكن قياس هذه الثروة إلا من خلال كفاءة الأسواق المالية والسوق الكفو هو ذلك السوق الذي تعكس فيه قيمة الأصول والسندات في أي لحظة مقدار المعلومات المتاحة لدى الجمهور .

• **التأثيرات الضريبية:** بحيث يجب على المسير المالي الأخذ بعين الاعتبار التأثيرات الضريبية على أي قرار مالي، ومعنى هذا أن جميع التدفقات النقدية يجب أن تحسب بعد خصم الضرائب.

**2- قرار الاستثمار:** يعتبر قرار الاستثمار من أهم وأخطر القرارات على مستوى المؤسسة، كونها تهدف إلى تحديد الهيكل الأمثل لحجم الاستثمار إذ تؤثر هذه القرارات على بقاء واستمرار ونمو المؤسسة الاقتصادية.

**2-1 الاستثمار:** اهتم العديد من الباحثين في المجال الاقتصادي بدراسة الاستثمار باعتباره من أهم الأنشطة داخل المؤسسة.

**2-1-1-1 تعريف الاستثمار:** هو استخدام رأس المال في تمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي بحيث يكون الاستثمار مقبولاً إذا تطابق مع المعايير المعمول بها أو حقق الأرباح المنتظرة. (1)

**2-1-1-2 خصائص الاستثمار:** تتمثل خصائص الاستثمار في: (2)

- **مدة استرجاع الاستثمار:** تتمثل في مدة أو وقت استرجاع المؤسسة أموالها المستثمرة سواء في مدة طويلة أو مدة قصيرة وذلك حسب البيئة المحيطة بالاستثمار.

- **مردودية الاستثمار:** في هذه الحالة لا يمكن اتخاذ قرار الاستثمار إلا إذا اتضح للمؤسسة أو صاحب الاستثمار على أساس الدراسات السابقة أنه هناك إيرادات مستقبلية أكبر من التكلفة الأولية للاستثمار يعني هناك مردودية.

- **المخاطر المستقبلية:** يعتبر الخطر من أهم خصائص الاستثمار حيث لا يمكن اتخاذ قرار الاستثمار من قبل المستثمر بصفة دقيقة إلا إذا قدر أو تتبأ بالمخاطر الممكن التعرض لها في المستقبل.

**2-2-2 قرار الاستثمار:** يعتبر قرار الاستثمار من أهم القرارات التي تنفذها الإدارة داخل المؤسسة إذ تعتبر قرارات استراتيجية ومصيرية.

**2-2-1-2 تعريف قرار الاستثمار:** هو "قرار متعلق بكيفية استخدام الموارد المتاحة للمؤسسة لاقتناء مختلف أنواع موجوداتها". (3)

(2) إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 355.

(2) بن عميروش مديحة، اختيار وتقييم المشاريع الاستثمارية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، 2014، 2015، ص 09.

(3) مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 30.

ويقصد به كذلك: " تخصيص وتوظيف قدر معين من الأموال بغية تحديد أهداف محددة عن طريق ممارسة نشاط معين محدد حيث يتطلب ذلك اتفاق حالي لجلب إيرادات مستقبلية." (1)

ويقوم القرار الاستثماري الناجح على ثلاث مقومات أساسية هي: (2)

← تبني استراتيجية ملائمة للاستثمار؛

← الاسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار؛

← مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة.

**2-2-2- خصائص القرار الاستثماري:** من أهم خصائص القرار الاستثماري ما يلي: (3)

- أنه قرار غير متكرر حيث أن كل المجالات التطبيقية لدراسات الجدوى كلها لا يتم القيام إلا على فترات زمنية متباعدة؛

- القرار الاستثماري هو قرار استراتيجي يحتاج إلى أداة تمد البصر إلى المستقبل؛

- القرار الاستثماري يترتب عليه تكاليف ثابتة متفرقة ليس من السهل تعديلها أو الرجوع فيها؛

- يحيط بالقرار الاستثماري عدد من المشكلات والظروف التي من الضروري التغلب عليها مثل ظروف عدم التأكد، ومشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي؛

- يمتد القرار الاستثماري دائماً إلى أنشطة مستقبلية وبالتالي يرتبط غالباً بدرجة عالية من المخاطر.

**2-2-3- أنواع قرارات الاستثمار**

يمكن تقسيم القرارات الاستثمارية كما يلي:

**التقسيم الأول:** تتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه المستثمرون على طبيعة العلاقة بين سعر أداة الاستثمار وقيمتها ومن هذا المنطق توجد ثلاثة أقسام هي: (4)

• **قرار الشراء:** يتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الاداة الاستثمارية متمثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي مما يولد لديه حافز لشراء تلك الاداة من أجل تحقيق مكاسب رأسمالية.

• **قرار عدم التداول:** يتخذه المستثمر عندما يشعر بان قيمة الاداة الاستثمارية تساوي سعرها السوقي وفي هذه الحالة يصبح السوق في حالة توازن فيكون القرار المتخذ في هذه الحالة هو عدم التداول.

• **قرار البيع:** يتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الاداة الاستثمارية نقل عن سعرها السوقي، مما يؤدي إلى تحفيز المستثمر على اتخاذ قرار البيع.

**التقسيم الثاني:** تقسم قرارات الاستثمار في ضوء البعد الزمني للعوائد المتوقع تحقيقها إلى ما يلي: (5)

(1) أحمد محمد غنيم، مرجع سابق، ص 30.

(2) محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الإعمار العلمي للنشر والتوزيع، عمان 2014، ص 250.

(3) عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، دار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 39.

(4) بشرى فاضل، خضير الطائي، منى جبار محمد، انعكاس الإبلاغ المالي على رأس المال الفكري على قرارات الاستثمار، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 23، العدد 95 جامعة بغداد - العراق 2017 ص ص 454، 455.

(5) بن دادة عمر، مرجع سابق، ص 107.

• **قرارات استثمارية قصيرة الأجل:** تتمحور هذه المجموعة من القرارات حول إدارة رأس المال العامل الذي يتضمن الاستثمار في الموجودات المتداولة التي تشكل جزءا مهما من حركة الاستثمار الداخلي للمؤسسة مثل النقد، الذمم المدينة، المخزون السلعي لارتباط هذا الجزء بقدرة المؤسسة على تحقيق وتعظيم عوائدها وفي تحديد وضمان السيولة المطلوبة؛ فالقرار المالي السليم هو الذي يتضمن الحجم الاقتصادي الامثل لحجم الاستثمارات في الموجودات المتداولة.

• **القرارات الاستثمارية طويلة الأجل:** تهتم هذه المجموعة من القرارات بالإنفاق الاستثماري طويل الأجل والتمثل بالاستثمار في الموجودات الثابتة والمعروف عن هذه النوع من القرارات المالية أنه أصعبها، لارتباطه بنوع من الاستثمار يتصف بكبر المبالغ التي يحتويها ويضمن عوائد سنوية لفترات طويلة في المستقبل.

#### 2-2-4- العوامل المؤثرة على اتخاذ قرارات الاستثمار:

تتأثر قرارات الاستثمار بعدة عوامل من بينها: (1)

- نوعية الاستثمار الملائم لاستراتيجية المشروع في تحقيق معدلات النمو المطلوبة؛
- حجم الأموال اللازمة ومصادر 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؛
- مدى ارتباط الاستثمار المقترح بالمشاريع الأخرى ودرجة استقلاليته عنها وتأثير ذلك على درجة الخطر الكلية للمشروع؛
- التنبؤ بحجم الإيرادات المتوقع الحصول عليها مستقبلا ومدى تغطيتها للالتزامات المالية المترتبة على تنفيذ وتشغيل المشروع وتحقيق العائد المطلوب من قبل المستثمر؛
- دراسة البيئة الاقتصادية المحيطة بالمشروع ومدى إمكانية تطور واستقرار المشروع وكيفية التعامل مع عناصر البيئة.

**3- قرار توزيع الأرباح:** يعتبر قرار توزيع الأرباح من أهم سياسات الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية وذلك لعلاقاته المباشرة بالمساهمين ولانعكاساته على سعر أسهم المؤسسة في السوق المالية.

**3-1- تعريف قرار توزيع الأرباح:** يتعلق بالجزء من الأرباح الذي سيوزع على المساهمين والجزء الذي سيعاد استثماره، وهذا القرار ينتج عن القرارين السابقين، وكلما كان قرار الاستثمار وقرار التمويل جيدان كلما أمكن للمؤسسة توقع ارباحها بانتظام. (2)

(1) دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص ص 275، 276.

(2) مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر يومي 14 و15 أبريل 2009، ص 03.

**3-2-2- اشكال قرار توزيع الارباح:** تختلف اشكال التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة، وذلك حسب ظروف كل واحدة من هذه المؤسسات، ولعل اهمها تتمثل في: (1)

**3-2-1- التوزيعات النقدية:** وتتمثل في النقد المدفوع من صافي الدخل، وبالتالي فهو يمثل أي دفع مباشر من قبل المؤسسة لحملة الأسهم، وغالبا ما تقوم المؤسسة بدفع هذه التوزيعات بشكل مباشر ومنظم للمساهمين.

**3-2-2- التوزيعات في صورة أسهم:** يعتمد هذا الشكل غير النقدي للتوزيعات على دفع أسهم للمساهمين وذلك بدلا من التوزيعات النقدية، إذ لا يكون لهذا الشكل من التوزيعات قيمة حقيقة ولعل من اهم النتائج المرجوة من انتهاج هذه السياسة هو إحداث تغيير في الهيكل المالي للمؤسسة.

**3-2-3- تجزئة الأسهم:** يقوم هذا الشكل من التوزيعات على مبدأ تقسيم الفطيرة إلى اجزاء صغيرة دون المساس بالمركز الأساسي للمساهمين، وتتم هذه العملية في حال تسعير أسهم المؤسسة في السوق بأسعار عالية جدا، مما يفرض ضرورة العمل على تخفيض الأسعار السوقية لهذه الأسهم ويتم هذا من خلال اللجوء إلى تجزئة الأسهم، وتتم عملية تجزئة الأسهم في زيادة عدد الاسهم العادية التي يمتلكها كل مساهم.

**3-2-4- إعادة شراء الأسهم:** شاع في السنوات الأخيرة استخدام هذا الاسلوب بشكل كبير فمعظم المؤسسات تتجه إلى شراء جزء من اسهمها التي سبق وأصدرتها وهذا من أجل تحويل جزء أو كل التدفقات النقدية المتاحة إلى المساهمين، على أن يتم الاحتفاظ بهذه الأسهم على مستوى المؤسسة فيشكل اسهم خزينة بغية إعادة بيعها في حال حاجة المؤسسة إلى تمويل إضافي، مع إمكانية حذفها نهائيا عندما يكون الأمر متعلق بتخفيض رأس المال.

**3-3- العوامل المؤثرة في قرار توزيع الأرباح:** توجد العديد من العوامل التي تؤثر في قرار توزيع الأرباح يتمثل أهمها فيما يلي: (2)

- القيود المفروضة على توزيع الأرباح: من أهم هذه القيود إلزام المؤسسات بتكوين احتياطات من الأرباح لتدعيم رأس المال أو لمقابلة احتياجات السيولة.

- مدى توفر الفرص الاستثمارية: ومعنى ذلك أنه كلما زاد عدد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة فإن ذلك يشجعها نحو تخصيص مقدار العائد لتدبير الأموال اللازمة لاستغلال هذه الفرص سعيا وراء تحقيق الفائدة للمساهمين في المدى الطويل، وكلما قل عدد الفرص المتاحة فإن هذا يشجعها على زيادة مقدار العائد الموزع على المساهمين.

- مدى توفر الفرص الاستثمارية: ومعنى ذلك أنه كلما زاد عدد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة فإن ذلك يشجعها نحو تخصيص مقدار العائد لتدبير الأموال اللازمة لاستغلال هذه الفرص سعيا وراء تحقيق

(1) عبد الكريم بوحادة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، رسالة ماجستير (غير منشورة)، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011، 2012، ص ص 114، 115.

(2) أحمد محمد غنيم، مرجع سابق ص ص 2012، 2015.



الفائدة للمساهمين في المدى الطويل، وكلما قل عدد الفرص المتاحة فإن هذا يشجعها على زيادة مقدار العائد الموزع على المساهمين.

- **المرحلة التي تمر بها المؤسسة في حياتها:** عادة ما تقوم المؤسسات التي تمر بمرحلة النمو وخاصة إذا كان هذا النمو سريعاً باحتجاز معظم أرباحها، بينما غالباً ما تقوم المؤسسات التي وصلت إلى مرحلة النضج بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها.

- **مدى توافر النقدية بالمؤسسة:** نظراً لأن العائد الذي يتم توزيعه على المساهمين يكون نقدياً في أغلب الأحيان، لذا فإنه إذا توفرت النقدية اللازمة بالمؤسسة فإن ذلك يؤدي إلى زيادة توزيعات الأرباح، بينما ينخفض مقدار العائد الذي يتم توزيعه على المساهمين في حالة عدم كفاية هذه الموارد النقدية بسبب توجيه الجزء الأكبر من أرباح المؤسسة إلى الأرباح المحتجزة.

- **مدى توافر مصادر تمويل متاحة من خارج المؤسسة:** يمكن للمؤسسات الكبيرة والمتوسطة الحجم اللجوء إلى أسواق رأس المال لتدبير احتياجاتها المالية، مما يمكنها من اتخاذ قرارات متحررة لتوزيع الأرباح على عكس المؤسسات الصغيرة أو الجديدة فإنها تلجأ للتمويل الداخلي نظراً لمحدودية قدرتها على التعامل مع أسواق رأس المال لتدبير الأموال المطلوبة لها، مما ينعكس على توزيعات الأرباح ويجعلها مقيدة بحدود معينة.

- **معدلات الضرائب على دخول المساهمين:** يعتبر العائد الذي يتم توزيعه على المساهمين أحد عناصر الدخل، عند تحديد الوعاء الضريبي، لهم وبالتالي كلما كان معدل الضرائب على دخول المساهمين مرتفعاً، ينخفض صافي هذا العائد بدرجة أكبر وينخفض بدرجة أقل كلما كان معدل الضرائب على دخولهم منخفضاً.

### المبحث الثالث: تحليل الهيكل المالي واتخاذ القرارات المالية.

تلجأ المؤسسة عادة إلى مصادر تمويل مختلفة لتمويل احتياجاتها وتصنف هذه المصادر وفق معايير مختلفة كمصدر الأموال، ودرجة الاستحقاق وطبيعة الملكية وليس من السهل على المؤسسة المفاضلة بينهما واختبار مصدر تمويلي مناسب، وعليه ينبغي على المؤسسة أن تقوم بدراسة المزايا والقيود التي يترتب عن هذا الاختيار بالموازنة بين العائد والخطر.

#### المطلب الأول: التحليل باستخدام مؤشرات التوازن المالي لاتخاذ القرارات المالية

تتضمن مؤشرات التوازن ثلاث عناصر أساسية هي رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل والخزينة الصافية.

1- **رأس المال العامل (FRNG):** سوف يتم التطرق لمختلف تفاصيله من خلال:

1-1- **تعريف رأس المال العامل:** يعبر رأس المال العامل عن ذلك الفائض الناتج بعد تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة والذي يسمح للمؤسسة بمتابعة نشاطها بصورة طبيعية دون صعوبات أو ضغوطات مالية

على مستوى الخزينة فتحقيق رأس مال عامل موجب داخل المؤسسة يؤكد امتلاكها لهامش أمان يساعدها على مواجهة الصعوبات وضمان استمرار توازن هيكلها المالي (1) ويتم حسابها بطريقتين: (2)  
أعلى الميزانية:

رأس المال العامل = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة.

أسفل الميزانية:

رأس المال العامل = الأصول المتداولة (الجارية) - الخصوم الجارية.

1-2-2- أنواع رأس المال العامل وطرق حسابه: يمكن تلخيص أهم أنواع رأس المال العامل كما يلي: (3)  
1-2-1- رأس المال العامل الإجمالي: يعرف على أنه مجموع الأصول المتداولة، ويتعلق بحجم النشاط الاستقلالي من قيم الاستغلال، القيم غير محققة والقيم الجاهزة ويحسب كالاتي:

رأس المال العامل الإجمالي = مجموع الأصول المتداولة.

1-2-2- رأس مال العامل الخاص: هو ذلك الجزء من الأموال الخاصة المستعمل في تمويل جزء من الأصول المتداولة بعد تمويل الأصول الثابتة ويحسب كما يلي:

رأس المال العامل الخاص: الأموال الخاصة - الأصول الثابتة.

1-2-3- رأس المال العامل الأجنبي (الخارجي): يبين قيمة الموارد المالية الأجنبية في المؤسسة والمتمثلة في إجمالي الديون وهنا لا ينظر إلى الديون بالمفهوم السلبي لها، بل كموارد ضرورية لتنشيط عملية الاستغلال ويهدف هذا المؤشر إلى تحديد مدى ارتباط المؤسسة بالغير ومقدار اعتمادها على الديون يحسب كما يلي: (4)

رأس المال العامل الأجنبي = مجموع الديون (الديون طويلة الأجل + الديون قصيرة الأجل).

1-3-3- الحالات الممكنة لرأس المال العامل: ويكون على ثلاث حالات وهي: (5)  
1-3-1- رأس المال العامل الموجب  $FRNG > 0$ : يعني ذلك أن المؤسسة متوازنة ماليا على المدى الطويل حيث تمكنت المؤسسة حسب هذا المؤشر من تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام مواردها طويلة المدى، وحققت فائض مالي يمكن استخدامه في تمويل الاحتياجات المالية المتبقية.

(1) Patrice vizzavona, *gestion financières*, 9<sup>ème</sup> édition BERTI éditions, Alger, 2004, p280.

(2) خميسي شبيحة، مرجع سابق، ص 70.

(3) زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، مرجع سابق، ص 50.

(4) مبارك لسوس، مرجع سابق، ص 39.

(5) إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 83.

**1-3-2- رأس المال العامل المدموم  $FRNG=0$ :** يعني ذلك أن المؤسسة في حالة التوازن الأمثل على المدى الطويل، لكن دون تحقيق فائض حيث نجحت المؤسسة فقط في تمويل احتياجاتها طويلة المدى دون تحقيق فائض ولا وجود عجز.

**1-3-3- رأس المال العامل السالب  $FRNG < 0$ :** يشير على أن المؤسسة عجزت عن تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية الثابتة باستخدام مواردها المالية الدائمة وحققت بذلك عجز في تمويل هذه الاحتياجات وبالتالي بحاجة إلى مصادر تمويل إضافية أو بحاجة إلى تقليص استثماراتها إلى الحد الذي يتوافق مع مواردها المالية الدائمة.

**2- الإحتياج في رأس المال العامل  $BFR$ :** يتم معالجته من خلال تعريفه وحالاته:

**2-1- تعريف الإحتياج في رأس المال العامل  $BFR$ :** يمكن تعريفه على أنه رأس المال العامل الأمثل، أي ذلك الجزء من الأموال الدائمة الممول لجزء من الأصول المتداولة والذي يضمن للمؤسسة توازنها المالي الضروري ويمكن حسابه بالعلاقة التالية: (1)

الإحتياج في رأس المال العامل = (الأصول المتداولة - النقدية) - (ديون قصيرة الأجل - السلفات المصرفية)

وقد تم استبعاد النقدية لأنها لا تعتبر من احتياجات الدورة كما أن السلفات المصرفية أيضا عبارة عن ديون سائلة مدتها قصيرة جدا، ولا تدخل ضمن موارد الدورة لأنها تقتصر غالبا في نهاية الدورة للتسوية.

**2-2- الحالات الممكنة للإحتياج في رأس المال العامل:** يمكن توقع ثلاث حالات أهمها: (2)

**2-2-1- إحتياج في رأس المال العامل سالب  $BFR < 0$ :** ويعاب على المسيرين في هذه الحالة عدم استخدام لموارد المالية المتاحة الفائضة في دورة الاستغلال لتوسيع نشاط المؤسسة كسندات توظيف إضافية تدر أموالا على المؤسسة مثلا.

**2-2-2- إحتياج رأس المال العامل مدموم  $BFR = 0$ :** ويدل ذلك على تساوي الإحتياجات مع الموارد المتاحة ومن خلاله يتحقق التوازن للمؤسسة ودليل الاستغلال الأمثل للموارد.

**2-2-3- إحتياج رأس المال موجب:  $BFR > 0$ :** ويعاب على المسيرين أنهم لم يبحثوا على موارد مالية، مادام ضمان التسديد موجودا، والمتمثل في كبر بعض المخزونات أو بعض الحقوق، خاصة وأن بعض الموارد المالية منخفض أو حتى منعدم التكلفة ويساهم بشكل بارز في زيادة حركية وسرعة نشاط دورة الاستغلال.

**3- الخزينة الصافية:** وتعرف كما يلي:

(1) زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، مرجع سابق ص 52.

(2) مبارك لسوس، مرجع سابق، ص 34.

**3-1- تعريف الخزينة الصافية (TN):** تعرف على أنها مجموع الأموال الجاهزة، التي توجد تحت تصرف المؤسسة لمدة دورة الاستغلال أي مجموع الأموال السائلة التي تستطيع المؤسسة استخدامها فوراً وتحسب بإحدى العلاقتين: (1)

الخزينة الصافية = خزينة الأصول - خزينة الخصوم.

أو: الخزينة الصافية = رأس مال العامل - احتياجات رأس المال العامل.

**3-2- الحالات الممكنة للخزينة:** ويمكن التمييز بين ثلاث حالات كما يلي: (2)

**3-2-1- الخزينة الموجبة  $TN > 0$ :** (رأس المال العامل < احتياجات رأس المال العامل): يدل على أن رأس المال قادر على تمويل احتياجات الدورة، وهناك فائض يضاف إلى الخزينة كما أن المؤسسة تقوم بتجميد قسط أو جزء من أموالها لتغطية هذا الاحتياج وهو في غير صالحها ينبغي عليها أن تعمل على استعمال هذه الأموال في تسديد ديونها القصيرة الأجل أو تحويلها إلى استثمارات.

**3-2-2- الخزينة سالبة (رأس المال العامل > احتياجات رأس المال العامل):** هذا يعني أن موارد المؤسسة غير كافية لتغطية كل احتياجاتها، وبالتالي فالمؤسسة في حالة عجز لذا يجب أن تحصل حقوقها أو تطلب قروضاً من البنك أو تتنازل عن بعض استثماراتها، التي تؤثر على طاقتها وسياستها الإنتاجية أو بعض من مواردها.

**3-2-3- الخزينة صفرية (متلى):** (رأس المال العامل = احتياجات رأس المال العامل): وهذا يعني أن المؤسسة محافظة على توازنها المالي ولكن من الصعب الوصول إلى هذه الوضعية، والخزينة المتلى هي التي تحقق السير العادي للمؤسسة، ولا توقعها في مشكلة الخلل والتوفيق بين رأس المال الآمل واحتياجات رأس المال العامل.

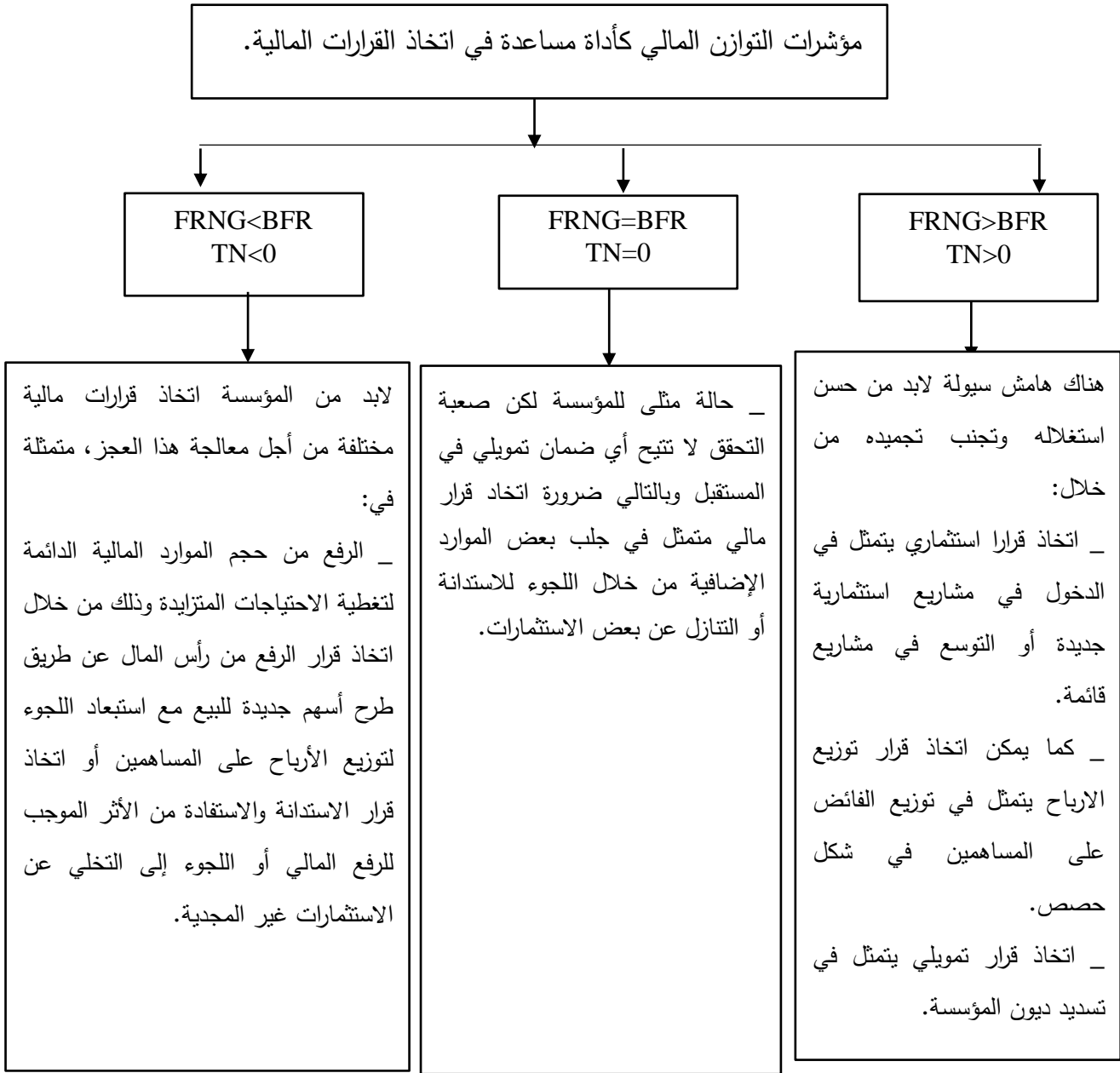
و بخصوص دور مؤشرات التوازن المالي في اتخاذ القرارات المالية فسناحاول إبراز ذلك من خلال الشكل التالي بالاعتماد على العلاقة الرياضية التالية:

الخزينة الصافية = رأس المال العامل - احتياجات رأس المال العامل.

(1) زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، المرجع السابق ص، 53.

(2) باديس بن يحيى بوخلوه، الامتلية في تسيير خزينة المؤسسة، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان 2013، ص 37.

الشكل رقم (05): مؤشرات التوازن المالي كأداة مساعدة في اتخاذ القرارات المالية



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التفسيرات المالية لمؤشرات التوازن المالي.

**المطلب الثاني: التحليل باستخدام النسب المالية لاتخاذ القرارات المالية**

تتميز هذه النسب بكثرتها وتنوعها ومن خلال هذا المطلب نحاول الاقتصار على أهم النسب المالية

ذات العلاقة بموضوع الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية كما يلي:

**1-نسب الهيكل المالي:** تدعى نسب الرفع حيث تقيس المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في اعتمادها على

أموال الغير في تمويل احتياجاتها، وتعتبر هذه النسب في غاية الأهمية بحيث تقيس درجة الخطر المالي

الذي يواجه المؤسسة ويمكن قياسها بالنسب التالية: (1)

(1) أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق، ص 37.

**1-1- نسبة التمويل الدائم:** تشير هذه النسبة إلى مستوى تغطية الاستثمارات الصافية بالأموال الدائمة وهي تعتبر صياغة أخرى لرأس المال العامل أو ما يسمى بهامش الأمان وتحسب حسب العلاقة التالية:

نسبة التمويل الدائم = الأموال الدائمة / الأصول الثابتة

إذا كانت هذه النسبة أقل من الواحد الصحيح فهذا يدل على أن جزءاً من الأصول الثابتة مغطى بقروض قصيرة الأجل وتكون المؤسسة في هذه الحالة قد أخذت بشروط الملائمة بين استحقاقية الخصوم وسيولة الأصول.

**1-2- نسبة التمويل الخاص (الذاتي):** تعتبر هذه النسبة مكملة للنسبة الأولى وتحسب بالعلاقة التالية:

نسبة التمويل الذاتي = الأموال الخاصة / الأصول الثابتة.

تقيس هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة وإذا ساوت الواحد فإن رأس المال العامل الخاص يكون معدوماً أي أن الأصول الثابتة مغطاة بالأموال الخاصة أما الديون طويلة الأجل إن وجدت فهي تغطي الأصول المتداولة، مكونة بذلك صافي رأس المال العامل.

**1-3- نسبة الاستقلالية المالية:** تقيس هذه النسبة مدى استقلالية المؤسسة عن دائئها، وتحسب حسب العلاقة التالية:

نسبة الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الخصوم.

تشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة وبالتالي درجة استقلاليتها، إذ أن الحجم الكبير للديون يجعل المؤسسة غير مستقلة في اتخاذ قراراتها المالية، فكلما كانت هذه النسبة صغيرة استطاعت المؤسسة أن تتعامل بمرونة مع الدائنين في شكل اقتراض وتسديد الديون، أما إذا كانت كبيرة فهذا يعني أنها مثقلة بالديون، ولا تستطيع الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها، من قروض إضافية إلا بتقديم ضمانات وقد تكون هذه الضمانات مرهقة.

**1-4- نسب التمويل الخارجي (نسبة المديونية):** تستخدم هذه النسبة من أجل التفصيل أكثر في تركيبية الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، بهدف معرفة نسبة حضور أموال الاستدانة مقارنة بأموال الملكية وتحسب كما يلي: (1)

نسبة المديونية العامة = مجموع الديون / أموال الملكية.

(1) محمد شعبان، مرجع سابق، ص 125.

من أجل التفصيل أكثر في نسبة حضور كل من أموال الاستدانة مقارنة مع حضور أموال الملكية في الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية نقوم بتصنيف أموال الاستدانة إلى صنفين رئيسين: ديون طويلة ومتوسطة الأجل، وديون قصيرة الأجل.

**1-4-1- نسبة المديونية طويلة ومتوسطة الأجل إلى أموال الملكية:** تستخدم هذه النسبة من أجل التفصيل في نسبة المديونية العامة.

وهي تقيس مدى استخدام المؤسسة للديون متوسطة وطويلة الأجل مقارنة بأموال الملكية، من الواجب أن تتراوح هذه النسبة بين 0.3 و 0.35 من أموال الملكية وتحسب كما يلي:

نسبة المديونية طويلة و متوسطة الأجل = الديون طويلة ومتوسطة الأجل / أموال الملكية.

**1-4-2- نسبة المديونية قصيرة الأجل:** تقيس مدى وزن الديون قصيرة الأجل مقارنة بأموال الملكية في المؤسسة الاقتصادية وقد حدد لها حد أقصى لا يجب تجاوزه 0.65 من أموال الملكية، وتحسب كما يلي:

نسبة المديونية قصيرة الأجل = ديون قصيرة الأجل / أموال الملكية.

تقوم المؤسسة بحساب هاتين النسبتين السابقتين والتفصيل فيهما من أجل معرفة مدى استخدام المؤسسة لأموال الاستدانة في الهيكل التمويلي مقارنة بأموال الملكية وذلك بهدف تحديد بدقة موقع الخلل.

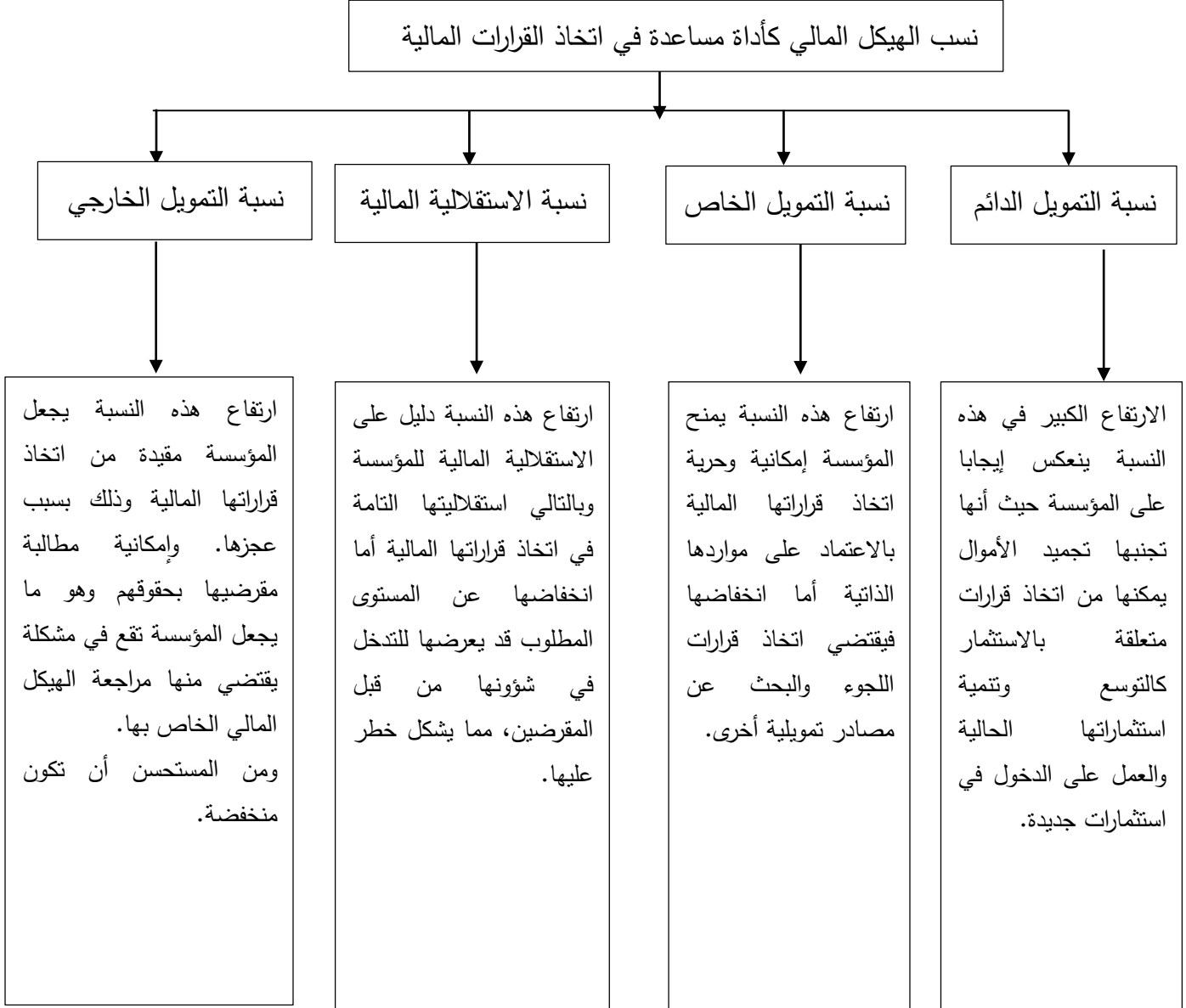
**1-4-3- نسبة قابلية التسديد:** تعبر هذه النسبة عن مدى قدرة المؤسسة على تسديد ما عليها من أموال الاستدانة في حال وقوعها في وضعية مالية خطيرة أو وصولها إلى الإفلاس وهي نسبة تعتبر مقياس لضمان أموال المقرضين، وهذا عن طريق مقارنة مجموع ديون المؤسسة مع قيمة أصولها لنفس الفترة.

وكلما كانت هذه النسبة أصغر كلما كان المقرضين أكثر ارتياحا اتجاه أموالهم، ولا يجب أن تفوق هذه النسبة النصف (0.5) وهذا من أجل تحصيل القروض بشروط ميسرة وتحسب كما يلي:

نسبة قابلية التسديد = مجموع الديون / مجموع الأصول.

وفيما يلي نوجز دور نسب الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (06): نسب الهيكل المالي كأداة مساعدة في اتخاذ القرارات المالية.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التفسيرات المالية لنسب الهيكل المالي.

**2- نسب السيولة:** وتتمثل في النسب التي تختص بقياس حجم السيولة النقدية في المؤسسة ومعرفة إذا كانت قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية القصيرة الأجل، وهي تعتبر أداة جيدة للرقابة على حركة التدفقات النقدية منها وإليها. (1) كما أنها لا تهدف إلى تحليل وتقييم رأس المال العامل والتعرف على درجة تداول عناصره، وتقاس سيولة المؤسسة من خلال النسب التالية: (2)

**2-1- نسبة السيولة العامة:** تمثل هذه النسبة العلاقة بين الأصول الجارية والخصوم الجارية وتحسب كما يلي:

نسبة السيولة العامة = الأصول الجارية / الديون قصيرة الأجل.

(1) علي عباس، مرجع سابق، ص 80.

(2) زغييب مليكة، بوشنقير ميلود، مرجع سابق، ص 37، 38.



تقيس هذه النسبة درجة تغطية الأصول المتداولة للديون قصيرة الأجل لذا لا بد أن تكون أكبر أو تساوي الواحد لضمان تغطية مجموع الديون القصيرة ومن المفروض أن تكون سيولة المؤسسة كبيرة، وتعتبر مؤشر عام لأنها لا تأخذ بعين الاعتبار سيولة مختلف الأصول المتداولة.

**2-2- نسب السيولة المخفضة (المختصرة):** تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها قصيرة الأجل باستخدام أصولها الجارية ما عدا المخزونات، وقد تم استبعاد المخزون باعتباره العنصر الأقل سيولة، بالإضافة إلى كونه يمثل أكبر حصة من الأصول المتداولة وبالتالي فهو يحتاج لمدة أطول للتحويل إلى نقدية وتحسب كما يلي:

نسبة السيولة المخفضة = الأصول - المخزونات / الخصوم الجارية.

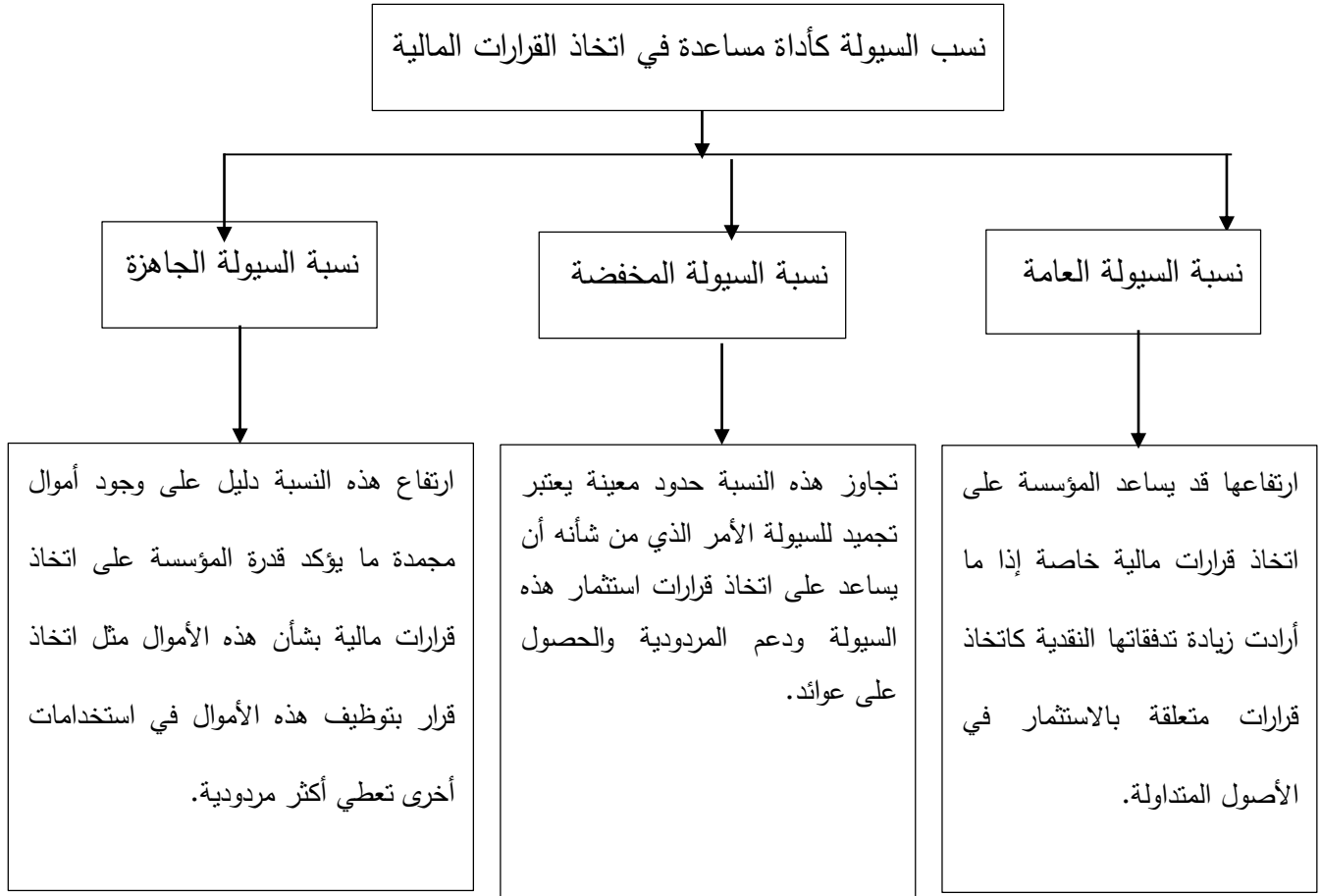
لا يجب أن تكون هذه النسبة كبيرة جدا ولقد حدد لها كحد أدنى 0.3 و 0.5 كحد أقصى وذلك حتى لا تعتبر تجميد للسيولة.

**2-3- نسب السيولة الجاهزة:** توضح هذه النسبة مقدار النقدية المتاحة لدى المؤسسة لمقابلة الالتزامات القصيرة الأجل وتحسب وفق العلاقة التالية:

نسب السيولة الجاهزة = أموال الخزينة / الخصوم الجارية

إذا كانت نسبة السيولة الجاهزة مرتفعة إلى الحد الأقصى معناه وجود أموال مجمدة كجزء من أصولها، كان من الممكن توظيفها في استخدامات أخرى تعطي أكثر مردودية. ويمكن توضيح دور نسب السيولة في اتخاذ القرارات المالية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (07): نسب السيولة كأداة مساعدة في اتخاذ القرارات المالية.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التفسيرات المالية للنسب المالية.

**المطلب الثالث: التحليل بالاعتماد على تكلفة مصادر التمويل وأثر الرفع المالي لاتخاذ القرارات المالية:**

تقوم المؤسسة بدراسة عدة بدائل تمويلية متاحة لتشكيل هيكلها المالي وذلك من أجل الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها المختلفة، لذلك لا بد أن تتحمل تكلفة معينة هذه التكلفة قد تختلف من نوع لآخر، كما أن للرفع المالي (الاستدانة)، الأثر البالغ عند المفاضلة بين مصادر تمويل المؤسسة.

**1- التحليل بالاعتماد على تكلفة مصادر التمويل لاتخاذ القرارات المالية:** وقبل التطرق إلى تكلفة مصادر التمويل لا بد من الإشارة إلى مفهوم تكلفة التمويل التي تعرف بأنها: " الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة. (1)

وبتعريف آخر تعرف على أنها: "معدل المردودية الصافي الواجب تحقيقه من أجل القبول باستخدام مصادر التمويل في المؤسسة". (2)

**1-1- تكلفة مصادر التمويل الداخلية: وهي كما يلي:**

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 158.

(2) Réjean Brault, **comptabilité de management**, 5<sup>ème</sup> édition , Presses de l'université de laval, laval, 2006 p. 788.

**1-1-1-1- تكلفة الأرباح المحتجزة:** تعرف على أنها تكلفة الفرصة البديلة أو معدل العائد الذي يتطلع إليه حملة الأسهم العادية. (1)

ويعتقد البعض أن الأرباح المحتجزة لا تكلفة لها ولكن هذا الاعتقاد غير صحيح على الإطلاق لأن هذه الأرباح هي أصلاً من حق أصحاب حملة الأسهم العادية ولا يتم احتجازها إلا بعد موافقتهم، كما أن موافقتهم هذه لا تتم إلا بعد توقعهم الحصول على عائد السنوات القادمة لا يقل عما يحصلون عليه حالياً. (2) وعليه فتكلفة الأرباح المحتجزة تعتبر تكلفة ضمنية تساوي التمويل بالملكية (الأسهم العادية) لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين، وبصورة عامة تعد تكلفة الأرباح المحتجزة أقل من تكلفة التمويل بالأسهم العادية لسببين هما: (3)

**الأول:** أن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة وعند احتجازها لا تخضع للضريبة.

**الثاني:** إن إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل حملة المساهمين أنفسهم لعمولة الوسطاء، في حين أن المؤسسة عندما تقوم بالتمويل بواسطة الأرباح المحتجزة، فإنها لا تخسر عمولة الوسطاء، وهذا معناه أن التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة أقل تكلفة من التمويل باستخدام الأسهم العادية لاستبعاد وتكلفة الضريبة العمولة ويمكن حساب تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:

**تكلفة الأرباح المحتجزة = تكلفة الأسهم العادية (1-نسبة الضريبة) (1-نسبة العمولة).**

**1-1-2-1- تكلفة الأسهم:** وتعتبر من أهم مصادر التمويل الداخلية والتي تضم الأسهم العادية والأسهم الممتازة ونحاول استعراض كل منها على حدى كما يلي:

**1-1-2-1-1- تكلفة الأسهم العادية:** تعرف على أنها معدل الخصم المستخدم لخصم توزيعات الأرباح المتوقعة على الأسهم العادية لتحديد قيمة الأسهم عملاً بالقيمة الاقتصادية القاضية بأن قيمة رأس المال تتحدد بقيم الإيرادات المتوقعة. (4)

وقد لا تتصف تكلفة الأسهم العادية بالدقة لأنها تعتمد على التنبؤ، وأن الإصدارات الجديدة عادة ما يتم بيعها بسعر أقل من سعر السوق الجاري للسهم بعد تخفيض تكاليف الإصدار للسهم من قيم بيع الأسهم مما يعني الحصول على قيمة صافية من التمويل أقل قيمة من بيع السهم في السوق ويمكن حساب تكلفة الأسهم العادية بطريقتين هما: (5)

**- طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية:** وفق هذه الطريقة يمكن حساب تكلفة الأسهم العادية كما يلي:

(1) علي عباس، مرجع سابق، ص 172.

(2) سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 176.

(3) دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق ص 323، 324.

(4) نور الدين خباية، مرجع سابق ص 56.

(5) دريد كامل آل شبيب المرجع السابق، ص 316-319.



وتحسب كما يلي: (1)

**تكلفة الدين قبل الضريبة = الفوائد المدفوعة سنويا/سعر بيع السندات \* 100.**

**تكلفة الدين بعد الضريبة = الفوائد المدفوعة سنويا /سعر بيع السند \* (1-نسبة الضريبة).**

ويعود استخدامنا لتكلفة الدين بعد الضريبة إلى أن قيمة الأسهم العادية للمؤسسة التي تسعى إلى تعظيمها تعتمد بشكل أساس على التدفقات النقدية بعد الضريبة وبما أن الفوائد هي نفقات تطرح من الإيرادات فإنها بذلك تؤدي إلى وفرة ضريبية تقلل من كلفة الدين. (2)

**1-2-2-تكلفة الاستئجار:** هي عبارة عن القيمة الحالية لدفعات تسديد القرض وتكلفة الصيانة مطروحا منها القيمة الحالية للوفر الضريبي الناتج عن طرح الفائدة على القرض والاهتلاك والصيانة كنفقات زائد القيمة الحالية المتبقية (الخردة)، للتجهيزات كلها مخصومة، بمعدل الفائدة على الاقتراض ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية: (3)

$$I_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Lt(1 - T) + TAt}{(1 + Kcb)^t} + \frac{R}{(1 + kcb)^n}$$

حيث:

$I_0$ : قيمة الأصل.

$Lt$ : الدفعة السنوية.

$T$ : معدل الضرائب.

$TAt$ : مقدار التخفيض من الضرائب للاهتلاكات.

$Kcb$ : تكلفة القرض الإيجاري.

$R$ : قيمة التجهيز كخردة في نهاية المدة في حالة شرائه.

**1-3-3- تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل:** وهي تتكون من:

**1-3-1- تكلفة الائتمان التجاري:** تتوقف قيمة هذه التكلفة على الشروط الائتمانية التي يصنعها المورد لمنح التسهيلات الائتمانية، ففي ظل غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان مصدر تمويلي بدون تكلفة تذكر غير أنه يعد وسيلة تمويل مرتفعة التكلفة في حال الإخلال بشروط الائتمان وذلك إن لم تتمكن المؤسسة من دفع ما عليها خلال فترة الخصم ويمكن حساب تكلفة الائتمان التجاري كما يلي: (4)

(1) عبد الستار الصباح العامري، سعود جايد مشكور، الإدارة المالية، أطر نظرية وحالات علمية، طبعة 03، دار وائل للنشر والتوزيع عمان، 2007، ص 223.

(2) عدنان تاية النعيم، ياسين الخرشنة، مرجع سابق، ص 176.

(3) محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص 164.

(4) وليم عاطف أندوراس، مرجع سابق، ص 391، 392.

تكلفة الائتمان التجاري = معدل الخصم النقدي \* (360/فترة الائتمان - فترة الخصم) .

- 1-3-2- تكلفة الائتمان المصرفي: تتحدد تكلفة الائتمان المصرفي بثلاثة عوامل هي: (1)
- معدل الفائدة الإسمي: وهو معدل الفائدة المثبت في اتفاقية القرض والذي يعكس الشروط الائتمانية السائدة في الاقتصاد، والمركز الائتماني للمؤسسة المقترضة؛
  - أسلوب حساب الفائدة وتحصيلها؛
  - معدل الضريبة على أرباح المؤسسة.
- وبالتالي لا تقتصر تكلفة الائتمان المصرفي على سعر الفائدة والذي يمثل نسبة معينة من قيمة القرض، بل تتعداه لتشمل تكلفة إضافية ناتجة عن شروط الاقتراض ذاتها، وتصبح التكلفة الحقيقية للائتمان متمثلة في الفائدة المصرفية مضاف إليها التكلفة الإضافية أي:

التكلفة الحقيقية للائتمان المصرفي = سعر الفائدة المصرفي + تكلفة شروط الائتمان

كما يمكن حساب تكلفة الائتمان المصرفي قصير الأجل وفق الصيغة التالية:

سعر الفائدة الفعلي = قيمة الفوائد المدفوعة / القيمة الحقيقية

وذلك على اعتبار أن قيمة الفوائد تدفع في الواقع على المبلغ الفعلي الذي تحصلت عليه المؤسسة بعد تطبيق الشروط التي يفرضها البنك.

2- التحليل بالاعتماد على أثر الرفع المالي لاتخاذ القرارات المالية: يستخدم مفهوم أثر الرفع المالي عند تحديد درجة تأثير استخدام الديون في الهيكل المالي للمؤسسة وكيف يمكن أن يؤثر هذا الاستخدام على الأرباح الصافية التي يمكن أن يحصل عليها أصحاب الأموال الخاصة والذي يمكن تحديده من خلال عائد السهم المتحصل عليه.

2-1- تعريف الرفع المالي: المقصود به هو استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة وقد تكون أموال الغير هي القروض أو الأسهم الممتازة حيث أن كلاهما، له تكلفة ثابتة ويجب على المؤسسة أن تلتزم بدفعها، أي أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المؤسسة فكلما ازداد اعتماد المؤسسة على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح الرفع المالي فعالا إذا استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة. (2)

(1) بوتسطة لامية، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، تخصص إدارة أعمال المؤسسات قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة جيجل - الجزائر، 2008.2009، ص ص 88 89 .

(2) عبد الحليم كراجه، وآخرون، الإدارة المالية أسس مفاهيم تطبيقات، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006 ص ص 251، 252.

ومن أجل التوضيح أكثر للأثر الناجم عن لجوء المؤسسة لمصادر تمويل ذات تكاليف ثابتة وخاصة أموال الاستدانة على مردوديتها المالية، نتطرق إلى مفهوم كل من المردودية الاقتصادية والمالية كما يلي:

**2-2- المردودية الاقتصادية:** تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي وتستبعد النشاط الثانوي، ذات الطابع الاستثنائي حيث يحمل في مكوناته عناصر دورة الاستغلال. (1)

تقاس المردودية الاقتصادية وفقا للعلاقة التالية: (2)

$$Re = \frac{RE(1 - T)}{\sum ACTIF}$$

حيث:

$Re$ : المردودية الاقتصادية.

$RE$ : نتيجة الإستغلال.

$T$ : معدل الضريبة على الأرباح.

$ACTIF$ : الأصول الاقتصادية.

**3-2- المردودية المالية:** تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخّل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية حيث تأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية، حيث تحدد مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع حجم الأموال الخاصة، (3) وتصاغ بالعلاقة التالية: (4)

$$R_F = \frac{RN}{CP}$$

حيث أن:

$R_F$ : المردودية المالية.

$RN$ : النتيجة الصافية.

$CP$ : أموال الملكية.

والهدف من وراء حسابها، هو إيجاد المردودية المتاحة للمساهمين من أجل فهم أثر الرفع المالي ننتقل من مقارنة المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، حيث نجد أن الفرق يعود إلى تركيبية الهيكل المالي، وفي حالة خلوه من أموال الاستدانة فإن المردودية الاقتصادية تتساوى مع المردودية المالية ومنه فإن

(1) إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 267.

(2) شعبان محمد مرجع سابق، ص 100.

(3) إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، المرجع السابق، ص 268.

(4) شعبان محمد، مرجع سابق، ص 102، 104.

الفرق بين المردودية المالية والاقتصادية يعرف بأثر الرفع المالي. ونحاول صياغتها انطلاقاً من صيغة المردودية المالية والاقتصادية.

$$R_F = \frac{RN}{cp} = \left[ \frac{(Re \times Actif - i' \times D)}{cp} \right] \quad \text{العلاقة الأولى:}$$

D: تمثل قيمة الاستدانة الصافية في المؤسسة علماً أن :

$$D = Actif - cp$$

$i'$  : تمثل متوسط معدل الفائدة المفروضة على أموال الاستدانة بعد استبعاد الوفورات الضريبية حيث:

$$i' = i(1 - t)$$

العلاقة الثانية:

$$R_F = Re + \frac{D}{cp} = (Re - i')$$

من العلاقة الأخيرة يمكن تجزئة مكونات المردودية إلى جزأين هما:  
- المردودية الاقتصادية  $Re$  وأثر الاستدانة على المردودية الاقتصادية  $(Re - i')$ .  
وعليه:

المردودية المالية = المردودية الاقتصادية + أثر الاستدانة (الرفع المالي).

ويختلف أثر الرفع المالي حسب نتيجة الفرق بين المردودية الاقتصادية ومعدل الفائدة الحقيقي على الديون  $(Re - i')$  كما يلي:

←  $0 < (Re - i')$  : فإن الأثر في هذه الحالة موجب وذلك لأن معدل المردودية الاقتصادية يغطي تكلفة الاستدانة، وبالتالي فإن المردودية المالية ترتفع بزيادة الاستدانة وهذا ما يمكن المؤسسة من اتخاذ قرار مالي يتمثل في التوسع في الاستدانة بمعنى الحصول على ديون جديدة.

←  $0 > (Re - i')$  : الأثر في هذه الحالة سالب وذلك لأن معدل الفائدة يمتص كل المردودية الاقتصادية وبذلك تنخفض المردودية المالية بزيادة الاستدانة وذلك راجع إلى ارتفاع المصاريف المالية وهذا ما لا يمكن المؤسسة من اتخاذ قرار متعلق بالحصول على ديون جديدة.



←  $0 = (Re - i')$ ، أي:  $(Re = i')$  فإن الأثر يكون معدوماً وعليه لا يوجد تأثير للاستدانة على المردودية الصافية وهذه الحالة صعبة التحقق، وكذلك يتأثر أثر الرفع المالي بنسبة الاستدانة على أموال الملكية  $\frac{D}{cp}$  في الهيكل المالي.

### خلاصة:

تعتبر عملية اتخاذ القرارات في المؤسسة من أصعب العمليات و أهمها ، لذا نجد أن متخذي القرارات لهم دور كبير في المؤسسة من أجل اختيار أفضل، و أحسن البدائل، و يعد القرار المالي من بين أهم هذه القرارات المتخذة، يخص كل من قرار التمويل وهو اختيار مصدر التمويل الملائم أموال خاصة، استنادة للمؤسسة و عليها أن توازن بين مختلف هذه المصادر للمحافظة على بقائها ،و هناك قرار الاستثمار حيث أنه رهان المستقبل يتطلب دراسة جيدة و معمقة لأن هذا القرار نتائجها، غير أكيدة و مرتبطة بالمستقبل البعيد، وكذا أيضا قرار توزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة ، وتعتبر القرارات المالية متكاملة ، و مترابطة مع بعضها البعض.

## تمهيد:

بعد الإحاطة بالجانب النظري المتعلق بالهيكل، المالي واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية من خلال الفصلين الأول والثاني، سنحاول في هذا الفصل إسقاط الدراسة النظرية على واقع إحدى المؤسسات الجزائرية وذلك بدراسة أثر الهيكل المالي على اتخاذ القرارات المالية بمؤسسة دباغة الجلود بولاية جيجل، من خلال تحليل هيكلها المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية وكذلك بالاعتماد على أثر الرفع المالي وذلك من خلال الاستنتاجات التي نستخلصها، ومدى تأثير ذلك على اتخاذ القرارات المالية بها من أجل السعي لتحقيق أهدافها المسطرة وبالتالي، المحافظة على نموها، ويقائها سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى:

**المبحث الأول:** تقديم مؤسسة " دباغة الجلود".

**المبحث الثاني:** عرض القوائم المالية لمؤسسة " دباغة الجلود".

**المبحث الثالث:** تحليل الهيكل المالي ودوره في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسة.

## المبحث الأول: تقديم مؤسسة دباغة الجلود-جيجل-

من خلال هذا المبحث سوف نقوم بتقديم نظرة عامة حول مؤسسة مدبغة الجلود لولاية -جيجل - وذلك خلال نبذة تاريخية عنها، موقعها وتعريفها وعرض مختلف أهدافها مع إعطاء شرح مفصل لهيكلها المالي.

### المطلب الأول: تعريف مؤسسة مدبغة الجلود -جيجل -

وسيتم ذلك من خلال عرض نبذة تاريخية عن المؤسسة والتعريف بها وتبيان موقعها كما يلي:<sup>(1)</sup>

#### 1 - نبذة تاريخية عن مؤسسة مدبغة الجلود " جيجل ":

تعتبر وحدة الدباغة لولاية جيجل وحدة صناعية تم إنشائها من أجل الوصول إلى غايات اقتصادية و اجتماعية، وذلك من طرف المؤسسة البلغارية في إطار التعاون الجزائري البلغاري، حيث انطلقت بها الأشغال في 19 جوان 1965 وهي سنة بداية نشاط المؤسسة حيث قدر إنتاجها في خضم هذه السنة 11 طن يوميا، وذلك باعتبارها تشغل 367 عاملا، ويبلغ رأس مالها التأسيسي 360 مليون دينار جزائري وقد أحدثت فيها توسعات بين 1970، 1973 حيث وصل الإنتاج إلى 25 طن يوميا ب 467 عاملا مقسمون على فترات، كما شهدت هذه المؤسسة عدة تحولات ففي بداية النشاط كانت تابعة للمؤسسة الوطنية لصناعة الجلود والأحذية (SONI PEC) ونظرا للتغيرات الاقتصادية وبمقتضى المرسوم الوزاري رقم 82 / 426 المؤرخ في يوم 14 / 12 / 1982 والمتضمن إعادة هيكلة المؤسسات العمومية، قسمت المؤسسة الوطنية لصناعة الجلود والأحذية (SONIPEC) إلى ثلاث مؤسسات كالتالي:

◀ المؤسسة الوطنية لصناعة الجلود (ENI PEC)

◀ المؤسسة الوطنية لصناعة الأحذية (EMAC)

◀ المؤسسة الوطنية لتوزيع المنتجات (DI STRICH)

المؤسسة الوطنية لصناعة الجلود كان مقرها الإداري بجيجل هي تضم عدة وحدات من بينها نجد:

◀ وحدة دباغة جيجل

◀ وحدة الدباغة بالعمورية بوهران

◀ وحدة باتنة

◀ وحدة الجلد الخام بالروبية (VPPS)

إلا أنه في يوم 01 / 01 / 1998 م عرفت المؤسسة استقلالها وتحولت من مؤسسة (SONIPEC) وحدة جيجل إلى مؤسسة دباغة جيجل (TAJ-SPA).

(1) مقابلة مع السيد طريق كمال، رئيس قسم مصلحة المحاسبة و المالية لمؤسسة دباغة الجلود -جيجل- يوم 21 أبريل 2019 ، 9.30 سا.

## 2-موقع وتعريف مؤسسة مدبغة الجلود - "جيجل":

تقع مؤسسة مدبغة جيجل (TAJ-SPA) بمنطقة الحدادة جنوب غرب مدينة جيجل، والتي تبعد عنها ب 03 كلم وهي لا تبعد عن البحر سوى بكلم واحد، وتتربع على مساحة قدرها 05 هكتارات وتتوسط مجمعا سكنيا.

مدبغة جيجل شركة ذات أسهم (SPA) لها 3600 سهم ويقدر رأس مال المدبغة بـ 180, 000, 000 دج مقيدة بالقانون التجاري مرتبطة بمجمع الجلد المستقل عن الشركة القابضة العمومية للصناعات الفلاحية والغذائية وللصناعات المصنعة.

و تشغل المدبغة حاليا 137 عاملا يتوزعون على مختلف المديريات والمصالح والورشات، كما ينقسم عمال الورشات الإنتاجية إلى فرقتين " صباحية ومسائية " تعملان بالتناوب على مدار 16 ساعة يوميا، وتقوم المدبغة بمعالجة جلد الأبقار والأغنام، حيث يتم معالجة 20 طنا من الجلد يوميا، بالإضافة إلى ذلك فإن إنتاجها ذو جودة عالية، حيث حازت على شهادة الجودة في التسيير (ISO) على نشاطها ابتداء من 01 أوت 2004 ولمدة 03 سنوات متتالية، كما تستورد المواد الأولية التي تحتاج لعملية المعالجة من إسبانيا وهولندا وإيطاليا وفرنسا وتصدر منتجاتها لكل من إسبانيا والبرتغال .

والجدول التالي يوضح توزيع العمال على مختلف المديريات في مؤسسة مدبغة الجلود:

### الجدول رقم 03: توزيع العمال في مؤسسة مدبغة الجلود "جيجل"

البيان	عدد العمال
المديرية العامة	3
مديرية الموارد البشرية	7
مديرية المحاسبة والمالية	5
مديرية التجارة	4
مديرية الصيانة	10
مصلحة الوقاية والأمن	21
مصلحة تسيير المخزون	8
المديرية التقنية	6
مديرية الإنتاج	73
العدد الكلي للعمال	137

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق مصلحة المستخدمين مارس 2019.

### المطلب الثاني: أهداف مؤسسة مدبغة الجلود " جيجل "

تسعى مؤسسة مدبغة الجلود جيجل إلى تحقيق جملة من الأهداف المتعددة والمختلفة والتي يمكن حصرها كالآتي:

1. **الأهداف الاقتصادية:** وتتمثل فيما يلي:
  - **تحقيق الربح:** كان ولا يزال تحقيق الربح هو الهدف الأول والأساسي الذي تسعى إليه مدبغة جيجل من خلال الوصول إلى رقم الأعمال المسطر لكل عام وكسب متعاملين جدد مع الحفاظ على المتعاملين الحاليين، وبالتالي توسع نشاطها أمام المنافسة.
  - **تحقيق متطلبات المجتمع:** إن تحقيق مؤسسة مدبغة الجلود لنتائجها يتركز على عملية توزيع منتجاتها وتغطية تكاليفها، إذ أن العملية تسمح بتغطية متطلبات السوق محليا، وطنيا جهويا أو دوليا.
  - **عقلنة الإنتاج:** وذلك من خلال الاستعمال الرشيد لعوامل الإنتاج ورفع إنتاجها بواسطة التخطيط الجيد والدقيق والتوزيع الأمثل للمنتجات، بالإضافة إلى مرافقة عملية تنفيذ هذه الخطط والبرامج، وبالتالي فإن المؤسسة تسعى إلى تقادي الوقوع في المشاكل الاقتصادية.
2. **الأهداف الاجتماعية:** وهي كالتالي:
  - **ضمان مستوى مقبول من الأجور:** يعتبر عمال مدبغة الجلود من بين المستفيدين الأوائل من نشاطها حيث يتقاضون أجورا مقابل عملهم بها، ويعتبر هذا المقابل حقا مضمونا قانونيا.
  - **إقامة أنماط استهلاكية معينة:** من خلال تقديم منتجات جديدة أو التأثير على أذواق المستهلكين.
  - **توفير التأمينات والمرافق للعمال:** تعمل مدبغة الجلود على توفير بعض التأمينات (التأمين الصحي، التأمين ضد الحوادث ...) كما تهدف إلى تخصيص أماكن سواء وظيفية كانت أو عادية لعمالها (المطعم مثلا).
  - **تدريب العمال المبتدئين ورسكلة القدامى:** وذلك تماشيا مع التطور السريع الذي تشهده وسائل الإنتاج وزيادة تعقيدها فالمؤسسة تعمل على تدريب عمالها الجدد تدريجا كافيا، كما أنها تضطر إلى تعريف العمال القدامى وإعادة تدريبهم على استعمال الآلات الحديثة وهذا ما يسمى بالرسكلة.
  - **الاهتمام بالجانب البيئي:** إذ أن موقعها الجغرافي الذي يتوسط مجمعا سكنيا وطبيعة نفاياتها (الغازية والسائلة) يرغمها على التحكم فيها.
3. **الأهداف التكنولوجية:** والمتمثلة في وسائل الإنتاج التي تسعى المؤسسة إلى تحديثها، وطرق الإنتاج التي يسعى إلى تجديدها لمواكبة التطور الحاصل في الميدان التكنولوجي.

### المطلب الثالث: تحليل الهيكل التنظيمي لمؤسسة مدبغة الجلود - جيجل -

إن مؤسسة مدبغة الجلود يترأسها الرئيس المدير العام المكلف بتسيير المؤسسة، كما أن مجلس الإدارة يجتمع على الأقل 06 مرات في السنة إضافة إلى انعقاد الجمعية العامة للمؤسسة في نهاية النشاط المحاسبي.

ويحتوي الهيكل التنظيمي للمؤسسة على مجموعة من المديريات والدوائر ونوضحها كما يأتي:

1. **المديرية العامة:** تتكون المديرية العامة من المدير العام الذي يشرف على أعمالها، والذي يعتبر صاحب القرار ويحتل الموقع الأعلى في الهرم الإداري، وتساعده السكرتارية على أداء مهامه وتفعيل دوره داخل المديرية.

◀ **المدير العام:** تتمثل مهام المدير العام في:

- تسيير أمور المؤسسة في أحسن الظروف مع ضمان عوامل الأمن لتحقيق الأهداف المرسومة؛
- الحرص على المشاركة الفعالة في تحقيق الأهداف المرجوة؛
- إعداد برنامج النشاط العام للمؤسسة وتنفيذه بمساهمة كل المدراء؛
- يسهر على حسن التسيير والمراقبة في المؤسسة، والحرص على تعيين العمال حسب الشروط المنصوص عليها.

- **الأمانة(السكرتارية):** وتتولى المهام التالية:

- استقبال البريد والاتصالات الهاتفية؛
- تنظيم اللقاءات والزيارات الخاصة بالمدير العام؛
- إعداد وتصنيف الوثائق الإدارية الخاصة التي تهم الإدارة.

2. **مديرية الصيانة:** تقع تحت مسؤولية المدير المكلف بها وتلعب دورا مدعما للإنتاج وذلك بالحفاظ على

المعدات وصيانتها من الأعطال، وتتمثل مهام مدير الصيانة فيما يلي:

- تأكيد جاهزية المعدات وتركيبات الإنتاج لضمان السير الحسن للعمل؛
- ربط ومتابعة أعمال الصيانة بالتنسيق مع رئيس مصلحة التدخل والمسؤول عن مراقبة التنفيذ؛
- تحديد وتنظيم أعمال الصيانة مع رؤساء المصالح والسهر على إنجاز برامج العمل.

3. **مديرية الإنتاج:** تتكون من عدة دوائر يترأسها مدير مكلف بتنفيذ وتنظيم عمل الورشات وتسيير النتائج

ومن مهامه:

- المشاركة في إعداد الأهداف السنوية للإنتاج؛
- السهر على وقاية وأمن العمال حسب شروط العمل المنصوص عليها؛
- تحقيق برنامج إنتاج ذو نوعية جيدة وبأقل تكلفة ممكنة؛

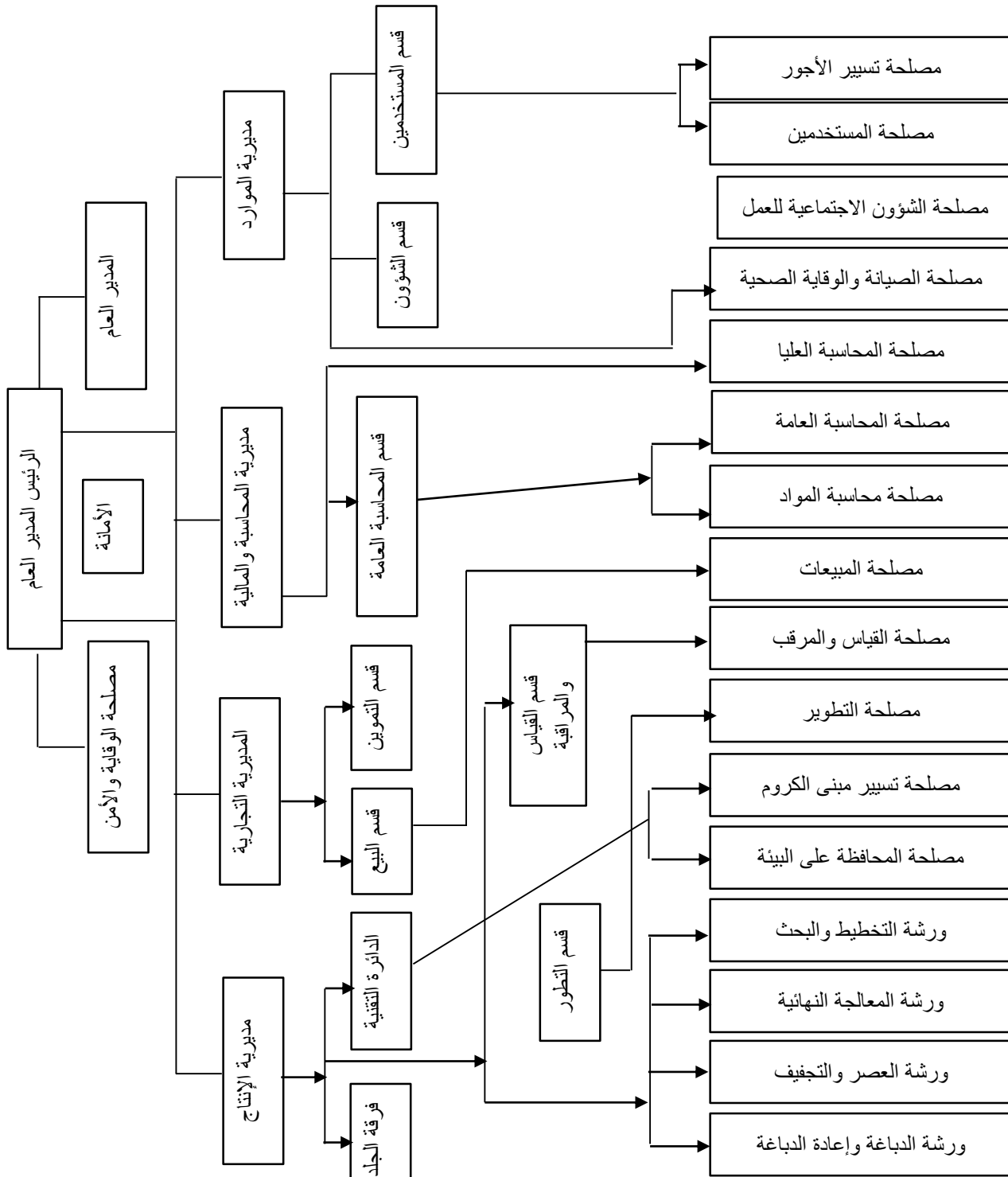
- مراقبة استهلاك المواد الأولية والتسيير العقلاني لأوقات العمل، كما أن هذه الدوائر تنقسم إلى عدة ورشات منها: ورشات الدباغة، وإعادة الدباغة، ورشة العصر، والتجفيف... وغيرها.
- 4. **مديرية المحاسبة والمالية:** كما هو معروف أن للمحاسبة تأثير مهم على حياة المؤسسة وما يحيط بها بحكم المنافع التي يمكن أن تقدمها للمؤسسة، وتعتبر هذه المديرية محل دراستنا وتضم 3 مصالح وهي:
  - **مصلحة المالية والمحاسبة العامة:** ويمكن تلخيص مهامها كالآتي:
    - مسك جميع اليومية المساعدة؛
    - مراقبة العمليات والتسجيلات المحاسبية؛
    - مسك ومراقبة سجلات الاستثمارات والاستهلاكات؛
    - متابعة الحسابات البنكية للمؤسسة وإعداد جدول التقارب البنكي؛
    - إعداد الميزانية المحاسبية و الجبائية للمؤسسة؛
    - المتابعة والمراقبة الفعالة لعمليات الجرد في نهاية السنة؛
    - متابعة ورفع تحفظات محافظ الحسابات.
  - **مصلحة محاسبة الموارد:** ومن المهام التي تقوم بها نذكر:
    - استلام وصول المدخلات والمخرجات للموارد الأولية ولوازم المكتب وقطع الغيار إضافة للمنتوج التام؛
    - إجراء مقارنة شهرية مع أمين المخازن وكذلك مع مصلحة المحاسبة العامة؛
    - تقديم الاستهلاكات الشهرية لمصلحة المحاسبة العامة؛
    - إعداد جدول شهري للمدخلات والمخرجات من المنتج التام. المقارنة بين الجرد المحاسبي والجرد المالي في نهاية السنة.
  - **مصلحة الخزينة:** تعمل هذه المصلحة على:
    - متابعة الصندوق في عمليات دخول وخروج الأموال؛
    - مسك سجل لمتابعة السجلات البنكية؛
    - مسك مداخيل الزبائن؛
    - استقبال جميع المداخيل النقدية وإعداد وصول الاستلام؛
    - القيام بعمليات التسديد النقدية (الأجور ومصاريف التنقلات وبعض الموردين)؛
    - القيام بإعداد الشيكات لصالح الموردين والمدينون الآخرون؛
    - متابعة المراسلات البنكية.
- 5. **مديرية الموارد البشرية:** وهي من مسؤوليات المدير المكلف لمراقبة تحركات المستخدمين والسهر على السير الحسن للنشاطات المرتبطة بهم، ونجد في هذه المديرية دائرتين هما: دائرة الشؤون الاجتماعية والوسائل العامة، والغيار ومراقبة أعمال الصيانة.



6. مديرية التجارة: تقع تحت مسؤولية مدير مكلف بتسيير عملية التخزين وعملية الشراء وبيع المنتجات، ودراسة السوق لبرمجة منتجات مبيعات الوحدة (العرض والطلب) إضافة إلى ترويج حاجات السوق انطلاقاً من برامج الزبائن وإنجاز وتطوير السياسة التجارية بالمادة الأولية.

والشكل الموالي يوضح الهيكل التنظيمي للمؤسسة محل الدراسة:

الشكل رقم (08): الهيكل التنظيمي لمؤسسة دباغة الجلود - جيجل -



المصدر: مصلحة المستخدمين بمؤسسة دباغة الجلود-جيجل-

### المبحث الثاني: عرض القوائم المالية لمؤسسة دباغة الجلود-جيجل-

سنقدم في هذا المبحث بعرض مختلف القوائم المالية لمؤسسة مدبغة الجلود لولاية -جيجل- والتي سنعتمد عليها في تحليل الهيكل المالي واتخاذ القرارات المالية.

#### المطلب الأول: عرض الميزانية المالية المختصرة:

مؤسسة دباغة الجلود لولاية جيجل كباقي المؤسسات الاقتصادية فهي تعتمد على الميزانية المالية من أجل دراسة الوضعية المالية لها، وفيما يلي سوف نقوم بعرض وتقديم الميزانيات المالية المختصرة للسنوات الثلاثة المدروسة وتحليلها:

1- عرض الميزانية المالية المختصرة: وفيما يلي عرض للميزانية المالية المختصرة الخاصة بالسنوات الثلاث:

#### الجدول رقم (04): جانب الأصول من الميزانية المالية المختصرة للفترة (2015-2017)

2017		2016		2015		البيان
النسبة %	المبالغ	النسبة %	المبالغ	النسبة %	المبالغ	الأصول
71,69	800662310,79	73,52	815492919,73	72,71	840524461,4	الأصول غير الجارية
28,30	316039562,27	26,48	293783666,21	27,29	315392336,17	الأصول الجارية
<b>100</b>	<b>1116701873,06</b>	<b>100</b>	<b>1109276585,94</b>	<b>100</b>	<b>1155916797,57</b>	<b>المجموع</b>

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانية المالية المفصلة للمؤسسة (الملحق رقم 02.01).

ومن الميزانية المالية المختصرة نلاحظ ما يلي:

#### - جانب الأصول:

❖ **على مستوى الأصول غير الجارية:** نلاحظ انخفاضها خلال السنتين الأخيرتين (2016-2017) وهذا راجع إلى الانخفاض المسجل في بعض أصولها المادية مقارنة بما كانت عليه في سنة 2015. كالمباني التي سجلت انخفاض ضئيل في قيمتها حيث كانت تقدر بـ: 14944602,49 دج وانخفضت إلى حدود: 14725609,83 دج في سنة 2016. ثم سجلت بقيمة 14506617,15 دج خلال سنة 2017. إضافة إلى الانخفاض المسجل في التثبيات الجاري إنجازها. ورغم أنه كان هنالك زيادة في قروض وأصول مالية أخرى، غير جارية بمقدار 11300000 دج خلال سنة 2017 إلا أنها لم تتمكن من تغطية الانخفاض المسجل في الأصول السابقة الذكر.

❖ **على مستوى الأصول الجارية:** نلاحظ زيادة في الأصول الجارية خلال سنة 2017. مقارنة مع سنة 2016 وهذا راجع إلى الارتفاع المسجل في الخزينة لنفس السنة (2017) حيث قدرت بـ 3838590,28 دج، والتي تمكنت من تغطية انخفاضها في باقي أصولها الجارية المتمثلة في قيم الاستغلال، كذلك كان هناك ارتفاع في القيم المحققة وهذا راجع إلى تحصيل حقوقها من عند الزبائن.

## الفصل الثالث.... دراسة أثر الهيكل المالي على اتخاذ القرارات المالية لمؤسسة دباغة الجلود-جيجل-

أما بالنسبة للقيم الجاهزة فنلاحظ أن المؤسسة تحتفظ بسيولة كبيرة. تفوت عليها فرص استثمارية حقيقية، يمكن أن تساهم في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

### الجدول رقم (05): جانب الخصوم من الميزانية المالية المختصرة للفترة (2015-2017)

2017		2016		2015		البيان
النسبة %	المبالغ	النسبة %	المبالغ	النسبة %	المبالغ	الأصول
90,54	1011135531,75	96,92	1075094866,56	94,99	109817585,4	الأموال الدائمة
48,45	541047371,6	52,93	587096857,02	52,77	609979777,44	الأموال الخاصة
42,09	47008816,15	43,99	487998009,54	42,22	488037807,96	الخصوم غير الجارية
9,45	105566341,31	3,08	34181719,38	5,01	57899212,17	الخصوم الجارية
100	1116701873,06	100	1109276585,94	100	1155916797,57	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانية المالية المفصلة للمؤسسة الملحق رقم (04.03).

- جانب الخصوم:

❖ على مستوى الأموال الدائمة:

✓ الأموال الخاصة: نسجل انخفاض مستمر في قيمتها خلال سنوات الدراسة (2015-2017) حيث سجلت خلال سنة 2015: 609979777,44 دج ثم انخفضت خلال سنتي 2016 و 2017 إلى: 587096857,02 دج و 541047371,60 دج على التوالي.

✓ الخصوم غير الجارية: نلاحظ انخفاضها خلال سنة 2016 و 2017 مقارنة بما كانت عليه سنة 2015.

❖ على مستوى الخصوم الجارية:

نلاحظ تغير وتذبذب فيها حيث بلغت خلال سنة 2015 قيمة 57899212,17 دج لتتخفص مرة أخرى خلال سنة 2016 إلى 34181719,38 لتشهد ارتفاعا ملحوظا خلال السنة الأخيرة 2017 لتصل إلى 105566341,31 دج.

المطلب الثاني: عرض جدول حسابات النتائج:

يعتبر جدول حسابات النتائج أحد القوائم الهامة في عملية التحليل المالي نظرا للمعلومات المالية التي يقدمها، وهو عبارة عن عرض للأعباء والمنتجات المنجزة من المؤسسة خلال سنوات الدراسة. وفيما يلي عرض لجدول حسابات النتائج حسب الطبيعة للمؤسسة خلال السنوات (2015-2017):

الجدول رقم (06): جدول حسابات النتائج للفترة (2015-2017):

2017	2016	2015	البيان
284672514,23	315083287,78	330162756,53	1. إنتاج السنة المالية
(198385608,34)	(227929467,93)	236710379,86	2. استهلاك السنة المالية
86286905,89	87153819,85	93452376,67	3. القيمة المضافة للاستغلال
3391859,39	8633116,94	4600736,36	4. الفائض الإجمالي للاستغلال:
(33073367,79)	(8130516,06)	(28947350,53)	5. النتيجة العملياتية:
(3286104,92)	(256,16)	1971,57	6. النتيجة المالية
(36359472,71)	(8130772,22)	(28945378,96)	7. النتيجة العادية قبل الضرائب (5+6)
(35697995,72)	(8232203,62)	(29402756,63)	8. النتيجة الصافية للأنشطة العادية
-	-	-	9. نتيجة غير العادية (نتيجة)
(35697995,72)	(8232203,62)	(29402756,63)	10. النتيجة الصافية للسنة المالية

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق المقدمة من المؤسسة (الملحق رقم: 05، 06).

يوضح جدول الحسابات النتائج لمؤسسة دباغة الجلود لولاية جيجل الحقائق التالية:

- النتائج الصافية التي حققتها المؤسسة سالبة إلا أنها تختلف من سنة إلى أخرى، وتشير هذه الخاصية غير الإيجابية إلى أن إدارة المؤسسة لم تحقق النتائج المرجوة وأنه هناك استنزاف لموارد الدورة خلال سنوات الدراسة (2015-2017) إلا أن النتيجة الصافية خلال سنة 2016 قد شهدت تخفيضا في قيمة العجز ليعود العجز إلى الارتفاع مرة أخرى خلال سنة 2017. ومن أسباب ظهور هذه النتيجة السالبة: هو ضعف رقم الأعمال (حجم المبيعات)، الناتج عن انخفاض حجم منتجات المؤسسة، وكان ذلك نتيجة لتوقف الإنتاج وتقليله لفترة معتبرة لأن المؤسسة قررت تصريف مخزونها من المنتجات بدلا من الوقوع في الخسارة.

المطلب الثالث: عرض جدول تغيرات الأموال الخاصة

يشكل جدول تغير الأموال الخاصة حلقة وصل بين قائمة المركز المالي وجدول حسابات النتائج، إذ يظهر التغيرات التي قد تطرأ على الأموال الخاصة من بداية الدورة إلى نهايتها سواء بالارتفاع أو الانخفاض والتسديد.

وفيما يلي عرض لجدول تغير الأموال الخاصة خلال سنوات (2015-2016-2017).

الجدول رقم: (07): جدول تغير الأموال الخاصة خلال سنة 2015:

الاحتياطات والنتيجة	فارق إعادة التقييم	فارق التقييم	علاوة الإصدار	رأس مال المؤسسة	ملاحظة	البيان
432764178.45				180000000.00		الرصيد في 31 ديسمبر N-2
26618355,62						صافي نتيجة السنة المالية
459382534,07				180000000,00		الرصيد في 31 ديسمبر N-1
-29402756.63						صافي نتيجة السنة المالية
429979777.44				180000000.00		الرصيد في 31 ديسمبر N

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق المقدمة من طرف المؤسسة (الملحق رقم 07).

من خلال الجدول رقم (07) نلاحظ ما يلي: أن رصيد رأس مال المؤسسة خلال سنة N-2 أي 2013 قدر ب 180000000 دج وهو نفسه خلال السنتين الموالتين 2014-2015 وهذا يدل على أنه لم يكن هناك أي تغيير طرأ في رأس مال المؤسسة، كما نلاحظ تسجيل المؤسسة لرصيد آخر مدة لسنة 2015 قدر ب 429979777,44 دج وهي قيمة منخفضة مقارنة مع السنة السابقة. التي قدرت ب: 459382534,07 دج وهذا يعود لتحقيق المؤسسة لنتيجة صافية سالبة قدرت ب (29402756,63) خلال هذه السنة.

الجدول رقم (08): جدول تغير الأموال الخاصة خلال سنة 2016:

الاحتياطات والنتيجة	فارق إعادة التقييم	فارق التقييم	علاوة الإصدار	رأس مال المؤسسة	ملاحظة	البيان
459382534,07				180000000.00		الرصيد في 31 ديسمبر N-2
-29402756,63						صافي نتيجة السنة المالية
42997977,44				180000000,00		الرصيد في 31 ديسمبر N-1
-15650716,18						تغيير الطريقة المحاسبية
1000000.00						زيادة رأس المال
-8232203,62						صافي نتيجة السنة المالية
407096857,02						الرصيد في 31 ديسمبر N

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق المقدمة من طرف المؤسسة (الملحق رقم 08).

من خلال الجدول رقم (08) الخاص بتغيرات الأموال الخاصة لسنة 2016 نلاحظ تسجيل المؤسسة لتغيير في الطريقة المحاسبية بقيمة تقدر ب (15650716,80) دج. وهذا التغيير نتيجته وجود حسابات سابقة للمؤسسة ارتأى محافظ الحسابات المكلف بفحص صحة حسابات المؤسسة وضعها في حساب 11 (الترحيل من جديد)، كما نلاحظ زيادة في رأس مال ب 1000000 دج وهذه الزيادة ناتجة عن دين سابق على عاتق المؤسسة تم إلغاؤه وبالتالي أصبح هذا المبلغ

## الفصل الثالث.... دراسة أثر الهيكل المالي على اتخاذ القرارات المالية لمؤسسة دباغة الجلود-جيجل-

ملك لها، وتم وضعه في حساب الأموال الخاصة الأخرى. ونلاحظ كذلك أن المؤسسة حققت نتيجة صافية سالبة. قدرت بـ 8232203,62 دج هذه التغيرات التي طرأت خلال هذه السنة أدت إلى انخفاض الرصيد في نهاية السنة حيث قدرت قيمته بـ 407096857,02 دج أما بالنسبة لرأس المال فنلاحظ أن قيمته ثابتة بقيمة 180000000,00 دج.

### الجدول رقم (09): جدول تغير الأموال الخاصة خلال سنة 2017:

البيان	ملاحظة	رأس مال المؤسسة	علاوة الإصدار	فارق التقييم	فارق إعادة التقييم	الاحتياطات والنتيجة
الرصيد في 31 ديسمبر N-2		180000000.00				429979777,44
تغيير الطريقة المحاسبية						-15650716,80
زيادة رأس المال						1000000
صافي نتيجة السنة المالية						-8232203,62
الرصيد في 31 ديسمبر N-1		180000000,00				407096857,02
صافي نتيجة السنة المالية						-35697995,72
الرصيد في 31 ديسمبر N						371398861,30

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق المقدمة من طرف المؤسسة (الملحق رقم 09).

بعد تقديمنا لجدول تغيرات الأموال الخاصة لسنة 2017 نلاحظ بقاء قيمة رأس المال ثابتة قدرت بـ: 180000000,00 دج نلاحظ كذلك تسجيل المؤسسة لرصيد آخر مدة قدر بـ: (371398861,30 دج) وهو منخفض مقارنة مع السنة السابقة (2016)، كما أنه تم تسجيل نتيجة سالبة للسنة الثالثة على التوالي بمقدار: (35697995,72 دج).

### المبحث الثالث: تحليل الهيكل المالي واتخاذ القرارات المالية لمؤسسة دباغة الجلود -جيجل-

من خلال هذا المبحث سيتم التعرف على الهيكل المالي للمؤسسة محل الدراسة، وتبيان أثره ودوره وأهميته في اتخاذ القرارات المالية داخلها. باستخدام مجموعة من أدوات التحليل المالي المتمثلة في: مؤشرات التوازن المالي، والنسب المالية إضافة إلى أثر الرفع المالي.

**المطلب الأول: تحليل الهيكل المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي لاتخاذ القرارات المالية.**

قبل الشروع في التحليل سنحاول تقديم الموارد التمويلية للمؤسسة محل الدراسة وسنعمد في تحليلنا على مؤشرات التوازن المالي التي يتم استنباطها من الميزانية المالية للمؤسسة خلال فترة الدراسة.

**1- الهيكل المالي لمؤسسة دباغة الجلود -جيجل-**

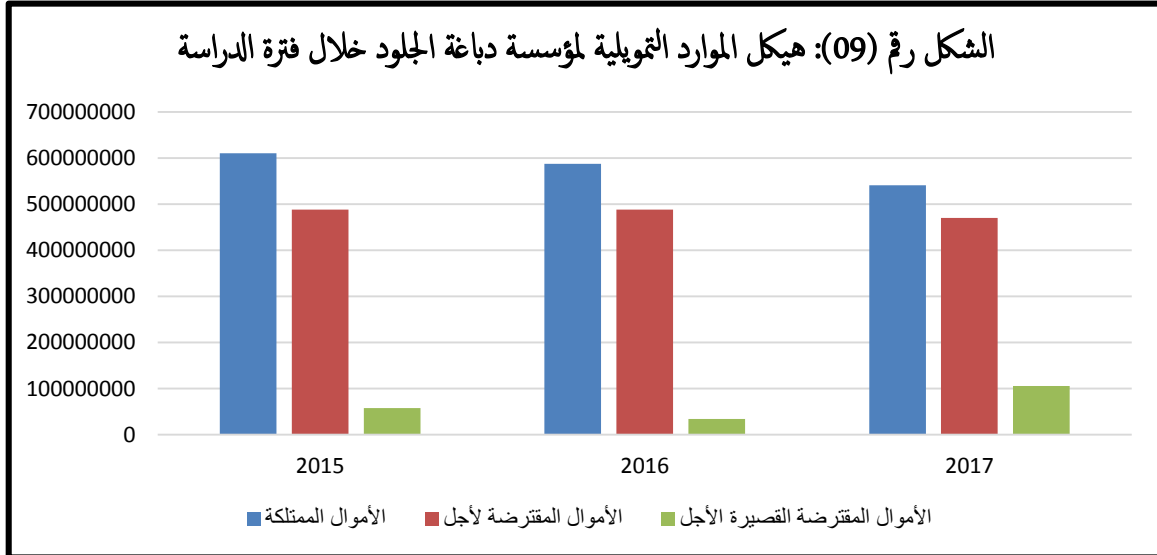
كما سبق وتعرفنا في الجانب النظري على الموارد التمويلية التي يتكون منها الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية عموماً، نحاول تلخيص هذه الموارد على مستوى المؤسسة محل الدراسة في الجدول الموالي.

**الجدول رقم (10): هيكل الموارد التمويلية لمؤسسة دباغة الجلود للفترة (2015-2017).**

	2017	%	2016	%	2015	
الأموال المملوكة	541047371.6	52.93	587096857.02	52.77	609979777.44	48.45
الأموال المقترضة الطويلة الأجل	470088160.15	43.99	487998009.54	42.22	488037807.96	42.09
الأموال المقترضة القصيرة الأجل	105566341.31	3.08	34181719.38	5.01	57899212.17	9.45
مجموع الموارد التمويلية	1116701873.06	%100	1109276585.94	%100	1155916797.57	%100

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة.

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم 10.

من خلال الجدول رقم (10) والشكل رقم (09) يتضح لنا أن الهيكل المالي المتبع من طرف المؤسسة خلال سنتي 2015، 2016 تمثل فيه الأموال المملوكة أكثر من 50% من مصادر تمويل المؤسسة وهو عامل إيجابي بحيث يجعل المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية اتجاه الغير، كما يجنبها المخاطر



المالية التي قد تتعرض لها، أما المصادر المقترضة الطويلة الأجل فنلاحظ تسجيلها لنسبة تقدر ب 42% في المتوسط خلال السنتين، وبالنسبة للمصادر المقترضة قصيرة الأجل فنلاحظ تسجيلها لأضعف قيمة حوالي 04% فقط في المتوسط.

وفي سنة 2017 شهدت الأموال المملوكة انخفاضا محسوسا عن السنوات السابقة لتتخفف لمقدار 48% وهو ما دفع المؤسسة للجوء لطلب موارد خارجية إضافية تجسدت في الأموال القصيرة الأجل حيث عرفت ارتفاعا قدر ب 9.45% وهذا يعود بالأسباب إلى ارتفاع ديون الموردين والديون المالية لنفس السنة. عموما ما يمكن قوله عن المؤسسة أنها تملك إمكانية وحرية اتخاذ قراراتها المالية باستغلالها الشيء الذي يعطي أريحية للدائنين والموردين.

## 2- التحليل باستخدام مؤشرات التوازن المالي:

وسنقتصر في تحليلنا على مؤشرات التوازن المالي الرئيسية كما يلي:

رأس المال العامل (FRNG): الأموال الدائمة - الأصول غير الجارية.

احتياجات رأس المال العامل (BFR): (الأصول الجارية - أصول الخزينة) - (الخصوم الجارية - خصوم الخزينة).

الخزينة الصافية (TN): أصول الخزينة - خصوم الخزينة.

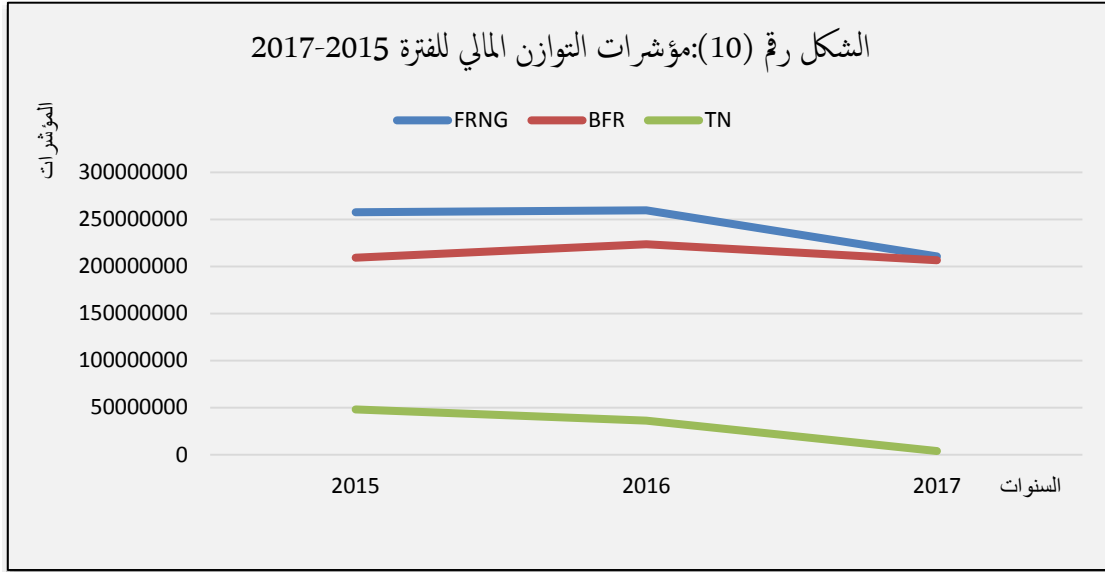
والجدول الموالي يوضح مؤشرات التوازن المالي في مؤسسة دباغة الجلود خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (11): مؤشرات التوازن المالي للفترة (2015-2017).

2017	2016	2015	
210473220.96	259601946.83	257439124	رأس المال العامل (FRNG)
206634630.47	223440937.42	209293969.72	احتياجات رأس المال العامل (BFR)
3838590.28	36161009.41	47999154.28	الخزينة الصافية (TN)

المصدر: من إعداد الطالبتين باعتماد على الميزانيات المالية للفترة (2015-2016).

ويمكن إبراز تطور مؤشرات التوازن المالي خلال سنوات الدراسة في الشكل التالي:



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم 11.

من خلال الشكل رقم (10) والجدول رقم (11) يمكن أن نستنتج ما يلي:

- رأس المال العامل موجب ويميل تقريبا إلى الاستقرار خلال هذه الفترة وهذا ما يدل على أن المؤسسة قادرة على تمويل كل احتياجاتها الثابتة وما يؤكد أيضا أنها تمتلك هامش أمان وبالتالي فإن التوازن المالي محقق وأن المؤسسة قادرة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل في أجالها المحددة.
- أما بالنسبة للاحتياجات رأس المال العامل فقد كانت هي الأخرى موجبة خلال فترات الدراسة ما يدل على أن الموارد لا تغطي كل الاحتياجات مما يستلزم التغطية عن طريق رأس المال العامل وهذا راجع للارتفاع المسجل في هذه الاحتياجات.

نلاحظ أيضا أن الخزينة الصافية تظهر موجبة على مدار سنوات فترة الدراسة أي رأس المال العامل غطى كافة الاحتياجات لنشاط الاستغلال وخارج الاستغلال وبقي فائض يظهر في الخزينة الصافية الموجبة، على المؤسسة أن تقوم باستغلال هذا الفائض أحسن استغلال وتتجنب تجميده، إن استغلال هذا الفائض يتوقف على مجموعة من القرارات المالية يمكن أن تتخذها المؤسسة، من بين هذه القرارات ما يلي:

◀ **قرارات استثمارية:** بإمكان المؤسسة استخدام هذا الفائض في مشاريع استثمارية جديدة أو مشاريع قائمة، تكون ذات مردودية عالية، كما يمكنها شراء تجهيزات إنتاجية جديدة تدعم جهازها الإنتاجي.

◀ **قرارات تمويلية:** وذلك من خلال تسديد جزء من ديونها أو توظيف هذا الفائض والحصول على فائدة سنوية ثابتة.

**المطلب الثاني: تحليل الهيكل المالي بالاعتماد على النسب المالية وأثر الرفع المالي لاتخاذ القرارات المالية:**

من خلال هذا المطلب سيتم تحليل الهيكل المالي بواسطة النسب المالية التي يتم استنباطها من الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج المؤسسة خلال فترة الدراسة، هذه النسب تسمح بمراقبة التطور المالي وتوضيح

كذلك مدى اعتماد المؤسسة على مواردها الذاتية أو الأجنبية وتساعدتها أيضا على رسم سياستها المالية المقبلة برشادة أكبر وذلك عبر النتائج المتوصل إليها، كما سيتم التعرف على ما إذا باستطاعة المؤسسة تحسين مردوديتها المالية بالاعتماد على قياس أثر الرفع المالي سواء الايجابي أو السلبي لاستدامة المؤسسة.

### 1- تحليل الهيكل المالي باستخدام النسب المالية:

وسيقنصر تحليلنا على النسب التي تتلاءم وطبيعة الدراسة بالإضافة إلى نسب المردودية الاقتصادية والمالية والتي يقتضي قياس أثر الرفع المالي ذكرها.

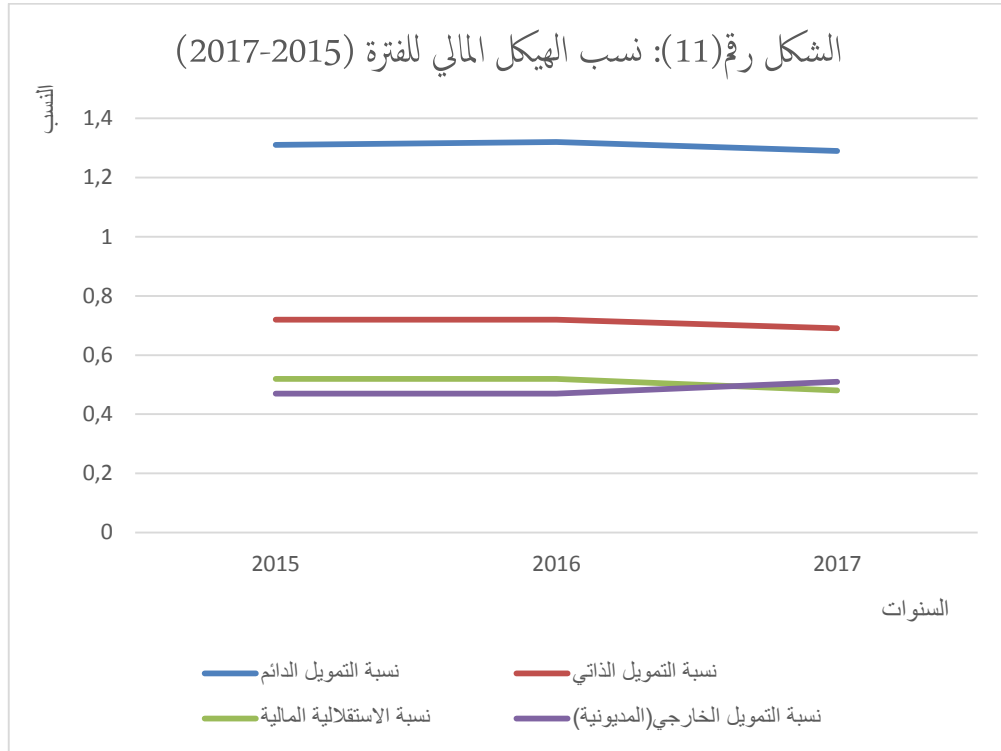
1-2- نسب الهيكل المالي: الجدول الموالي يلخص قيمة هذه النسب خلال سنوات فترة الدراسة وهي كما يلي:

الجدول رقم (12): نسب الهيكل المالي للفترة (2015-2017).

2017	2016	2015	البيان	نوع النسبة
1.29	1.32	1.31	<u>الأموال الدائمة</u> الأصول الثابتة	نسبة التمويل الدائم
0.69	0.72	0.72	<u>الأموال الخاصة</u> الأصول الثابتة	نسبة التمويل الذاتي (الخاص)
0.48	0.52	0.52	<u>الأموال الخاصة</u> مجموع الأصول	نسبة الاستقلالية المالية
0.51	0.47	0.47	<u>مجموع الديون</u> مجموع الأصول	نسبة التمويل الخارجي

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية للفترة: (2015-2017).

و يمكن توضيح النسب الخاصة بالهيكل المالي لمؤسسة دباغة الجلود لولاية -جيبل- لفترة الدراسة 2015-2017 من خلال الشكل الموالي:



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (12)

من خلال الجدول رقم (12) والشكل رقم (11) يمكننا من معرفة مدى مساهمة كل مصدر تمويلي في تمويل الأصول بصفة عامة والأصول الغير جارية بصفة خاصة خلال سنوات الدراسة.

◀ **نسبة التمويل الدائم:** إن ارتفاع هذه النسبة (أكبر من الواحد) يعطي للمؤسسة مجالا لاتخاذ مجموعة من القرارات المالية، كقرار استثمار الفائض في الموارد الدائمة في مشاريع إضافية أخرى، أو توجيهه لتمويل نشاط الاستغلال، أو قرار تمويلي كتسديد جزء من الديون.

◀ **نسبة التمويل الخاص:** نلاحظ أن هذه النسبة أقل من الواحد خلال فترات الدراسة، وهو ما يفرض على المؤسسة اتخاذ قرار تمويلي يتمثل في اللجوء إلى الاستدانة من أجل تغطية وتمويل استثماراتها طويلة الأجل.

◀ **نسبة الاستقلالية المالية والتمويل الخارجي:** وتشير إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة حيث أن نسبة الاستقلالية المالية تجاوزت 0.5 ونسب التمويل الخارجي (المديونية) أقل من 0.5 وهو ما ينتج عنه استقلالية في اتخاذ قراراتها المالية ويجنبها مخاطر مالية قد يتعرض لها الملاك والمقرضون وهذا من شأنه أن يعطي أريحية للدائنين والموردين وذلك خلال سنتي 2015، 2016، أما في سنة 2017 فنلاحظ أن المؤسسة أخلت بشروط التوازن المالي إذ انخفضت نسبة الاستقلالية المالية في حدود 0.48 وهو ما أدى إلى تجاوز نسبة المديونية 0.5 وهو ما ينتج عنه مخاطر التدخل في شؤونها الداخلية واحتمالات العسر المالي (التأثير السلبي للديون).

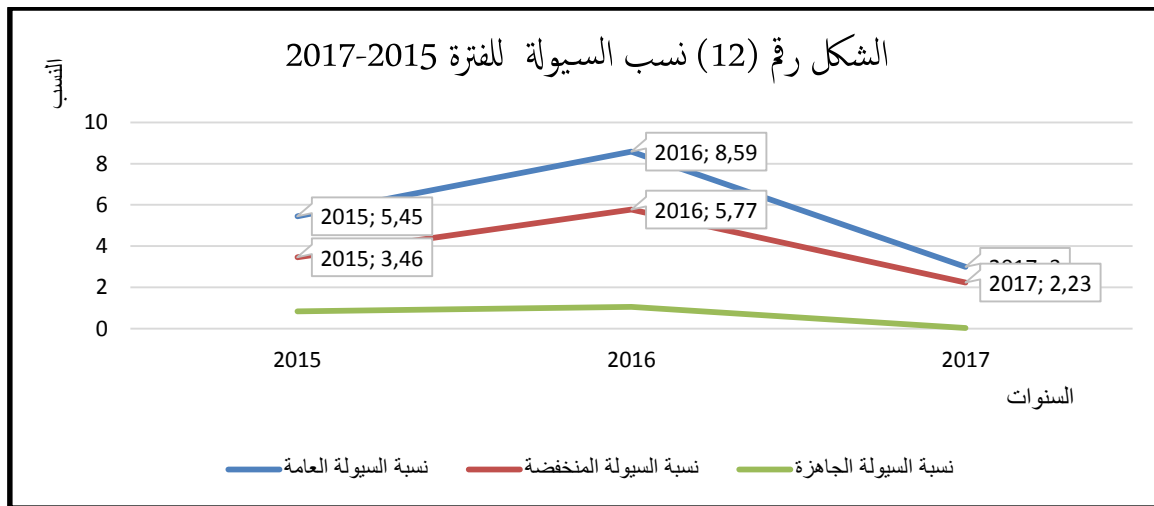
1-3- نسب السيولة: الجدول الموالي يعرض قيمة هذه النسب خلال فترة الدراسة وهي كالآتي:

الجدول رقم (13): نسب السيولة للفترة (2015-2017).

2017	2016	2015	البيان	
03	8.59	5.45	<u>الأصول الجارية</u> الخصوم الجارية	نسبة السيولة العامة
2.23	5.77	3.46	<u>الأصول الجارية - المخزونات</u> الخصوم الجارية	نسبة السيولة المنخفضة
0.03	1.05	0.83	<u>خزينة الأصول</u> الخصوم الجارية	نسبة السيولة الجاهزة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية للفترة (2015-2016-2017).

كما يمكن توضيح تطور نسب السيولة في مؤسسة دباغة الجلود في الشكل الموالي.



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم 13.

الغرض من حساب نسب السيولة هو الوقوف على مدى قدرة أصول المؤسسة الجارية على مسايرة استحقاقية الخصوم الجارية وبالتالي فإنها تستخدم لتقييم المركز الائتماني للمؤسسة حيث نلاحظ من حيث الجدول رقم (13) والشكل رقم (12) ما يلي:

■ **نسب السيولة العامة:** نلاحظ أن هذه النسبة أكبر من الواحد الصحيح بكثير، ما يدل على أن المؤسسة تتمتع بسيولة كبيرة، وهذا ما يجعلها قادرة على اتخاذ قرار تمويلي يتمثل في تغطية وتسديد التزاماتها قصيرة الأجل من خلال أصولها الجارية، إلا أنها شهدت انخفاضا محسوسا خلال سنة 2017 وهذا راجع إلى ارتفاع في قيمة الموردين خلال نفس السنة.

■ **نسبة السيولة المنخفضة:** وهي تلك التي تستبعد فيها المخزونات وتجاوزت كذلك الواحد، حيث أنها خلال سنتي 2015-2016 فاقت النسبة المعيارية التي حدد لها [0.3، 0.5] وهذا ما يعتبر تجميدا للسيولة من جهة، وهو ما يجعل المؤسسة قادرة على تغطية كل التزاماتها قصيرة الأجل، أما في سنة 2017 فقد

انخفضت عن النسبة المعيارية لتصل إلى حدود 2.23 حيث تعتبر ضعيفة لدى على المؤسسة اتخاذ قرار بيع جزء من مخزونها السلعي لتجاوز الوضع.

■ **نسبة السيولة الجاهزة:** توضح هذه النسبة مقدار النقدية المتاحة لدى المؤسسة لمواجهة التزاماتها قصيرة الأجل، حيث نلاحظ أنها فاقت النسبة المعيارية [0.3-0.2] وذلك خلال سنتي 2015، 2016 ويعتبر ذلك تجميدا للسيولة لتتخفف في سنة 2017 لدى يجب عليها أن تتخذ قرار تحصيل جزء من ذممها أو بيع جزء من مخزونها السلعي لكي تكون قادرة على مواجهة ديونها قصيرة الأجل.

**1-4. نسب المردودية:** سنقوم في هذا الجزء بتحليل المردودية الاقتصادية التي تقيس مدى مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال، وكذلك المردودية المالية التي تعمل على إيجاد المردودية المتاحة للمساهمين.

**تحليل المردودية الاقتصادية لمؤسسة دباغة الجلود:** يتم حساب المردودية من خلال العلاقة التالية:

$$\frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{مجموع الأصول}} = \text{المردودية الاقتصادية}$$

ونحاول تلخيصها في الجدول التالي:

**الجدول رقم (14): المردودية الاقتصادية للفترة (2015-2017).**

السنوات	2015	2016	2017
البيان			
نتيجة الاستغلال	4600736,36	8633116,94	3391859,39
مجموع الأصول	1155916797,57	1109276585,94	1116701873,06
المردودية الاقتصادية	0,004	0,008	0,003

**المصدر:** من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج.

يلاحظ من خلال الجدول رقم (14): أنّ المؤسسة حققت مردودية موجبة خلال هذه السنوات إلا أنّها ضعيفة، حيث قدرت سنة 2015 بـ 0,004 للوحدة، أي أنّ كل 1 دينار مستثمر يحقق ربح قدره 0,004 ثم سجلت ارتفاع طفيف سنة 2016، حيث قدرت بـ 0,008 للوحدة، لتتخفف خلال سنة 2017 إلى 0,003 للوحدة، وهذا ما يدل على الأداء الضعيف للمؤسسة الذي يترجم في عدم استغلال كامل الطاقة المتوفرة للمؤسسة، إلا أنّها تظل نسبة مقبولة نوعا ما نظرا لقيمتها الموجبة.

**تحليل المردودية المالية:** تصاغ المردودية المالية وفق العلاقة التالية:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{المردودية المالية}$$

**الجدول رقم (15): المردودية المالية للفترة (2015-2017).**

السنوات	2015	2016	2017
البيان			
النتيجة الصافية	(29402756,63)	(8232203,62)	(35697995,72)
الأموال الخاصة	609979777,44	587096857,02	541047371,60
المردودية المالية	(0,048)	(0,014)	(0,065)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج.

يلاحظ من خلال الجدول رقم (15) أنّ المؤسسة سجلت مردودية مالية سالبة خلال السنوات الثلاث، وهذا راجع إلى سوء تسيير رقم الأعمال، وعدم استغلال أموالها الخاصة بكفاءة ما نتج عنه تسجيل نتيجة صافية سالبة للسنوات الثلاث مما جعل المردودية سيئة.

**2-تحليل الهيكل المالي بالاعتماد على أثر الرفع المالي:** كما سبق وتم ذكره، أنّ الرفع المالي يقيس الأثر الإيجابي أو السلبي لمديونية المؤسسة على مردوديتها المالية، حيث أنه يتمثل في العلاقة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية عند مستوى استنادة معين. ومدام أنّ المؤسسة حققت نتيجة صافية سالبة خلال سنوات الدراسة فسيتم حساب أثر الرفع المالي في حالة غياب الضرائب كما يلي:

$$\text{أثر الرفع المالي} = (\text{المردودية الاقتصادية} - \text{معدل الفائدة}) \times \frac{\text{الديون}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

**ملاحظة:** في إطار اتفاقية القرض المبرمة بين المؤسسة ومقرضيها تطبق معدل فائدة يقدر بـ 6% اجمالا، منها 2,25% يقع على عاتق الخزينة العمومية (الدولة)، والباقي يقدر بـ 3,75% تتحملها المؤسسة وبدورنا سنقوم بتطبيق المعدل الذي تتحمله المؤسسة.

والجدول المالي يلخص قياس أثر الرفع المالي خلال فترة الدراسة.

**الجدول رقم (16): قياس أثر الرفع المالي للمؤسسة للفترة (2015-2017).**

السنوات	2015	2016	2017
البيان			
المردودية الاقتصادية	0,004	0,008	0,003
معدل الفائدة	%3,75	%3,75	%3,75
$\frac{\text{الديون}}{\text{الأموال الخاصة}}$	0.761657	0.791528	0.821240
أثر الرفع المالي	(0.025)	(0.023)	(0.028)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

وما يمكن تسجيله من خلال الجدول رقم (16) ما يلي:

تسجيل أثر سالب للرفع المالي خلال سنوات الدراسة، حيث أنّ زيادة الديون كان من الممكن ان تستفيد منه المؤسسة عبر الأثر الإيجابي للرفع المالي لكن سجلنا عكس ذلك.

والسبب يكمن في أن استخدام الديون في الهيكل المالي للمؤسسة يؤثر سلبا على المردودية المالية، وهذا

راجع لأثر الرفع المالي السلبي بسبب عدم تحقق شرط الاستدانة:  $V_e - i > 0$

لأنّ معدل المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة في كل السنوات، وعليه يمكن القول أنّ الإفراط في الاستدانة ونظرا للتكلفة التي تتحملها المؤسسة لم ولن يحسن أو يرفع مردوديتها المالية بل قد يعرضها لمخاطر مالية واقتصادية وبالتالي فهناك حد من الاستدانة لا ينبغي للمؤسسة أن تتجاوزه، وعليه على المؤسسة اتخاذ قرار تمويلي يتمثل في عم اللجوء أو التقليل من نسبة الاستدانة في هيكلها المالي خلال السنوات اللاحقة.

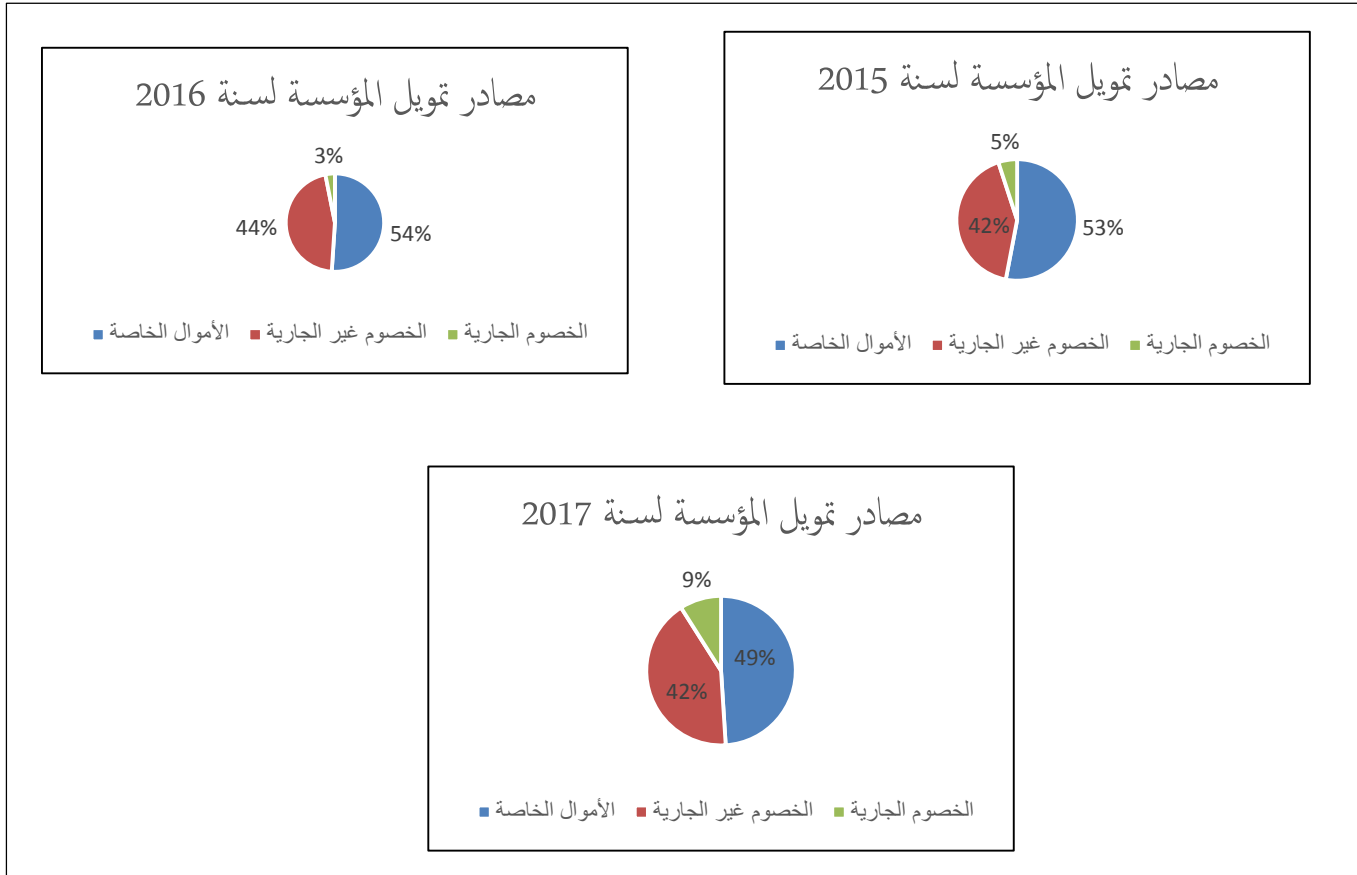
**المطلب الثالث: أهمية تحليل الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية لمؤسسة دباغة الجلود - جيجل-**

بعد تحليل الهيكل المالي للمؤسسة محل الدراسة باستخدام أدوات التحليل المختلفة تترجم النتائج المتحصل عليها في شكل قرارات مالية تصحيحية، وهذا ما سوف نوضحه بالنسبة لمؤسسة مدبغة الجلود، حيث أن تحليل الهيكل المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية التي تطرقنا إليها مسبقا يساهم في اكتشاف مختلف الانحرافات التي صادفت المؤسسة، وبالتالي العمل على اجتنابها بالإضافة إلى أنه يساعد على اتخاذ قرارات صائبة ورشيدة داخلها.

**1. قرارات التمويل:** ويمكن توضيح ذلك في الشكل التالي:



الشكل رقم (13): مصادر تمويل المؤسسة للفترة (2015-2017).



**المصدر:** من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية المختصرة للفترة (2015-2017).

من خلال الشكل (13) وما تم ذكره سابقا نلاحظ أنّ المؤسسة اعتمدت على التنوع في مصادر تمويلها ما بين الأموال الخاصة والاستدانة، لكنها اعتمدت بشكل أكبر على الأموال الخاصة بنسبة تقدر بـ 51% في المتوسط خلال هذه السنوات وهذا ما يساعدها على اتخاذ القرارات المالية باستقلالية دون التدخل في شؤونها الداخلية، أمّا الاستدانة الخارجية فتمثلت في الديون الطويلة والقصيرة الأجل فالأولى قدرت بـ 42% في المتوسط وهي نسبة مقبولة نظريا، حيث أنّها لم تتجاوز 50%، إلا أنّ الأثر السالب المحقق للرفع المالي خلال هذه السنوات قد يعرض المؤسسة لمخاطر مالية بسبب تكلفة هذا النوع من المصادر بالقياس مع المردودية الاقتصادية الضعيفة التي تحقّقها، حيث أنّ لجوئها الكبير للديون الطويلة الأجل يجعل مردوديتها الاقتصادية متناقصة بشكل مستمر، أمّا الديون قصيرة الأجل فنلاحظ ضعفها خلال السنتين 2015، 2016، وارتفاع حجم الديون قصيرة الأجل على عاتق المؤسسة خلال سنة 2017، مما يجعلها تتعرض لمخاطر الإفلاس وعدم تمكنها من استخدام الديون مستقبلا.

من خلال هذا التحليل وبناء على النتائج السابقة يستلزم من مسيري المؤسسة اتخاذ القرارات التمويلية الرشيدة وذلك بالوصول بالمؤسسة إلى الأفضل عن طريق:

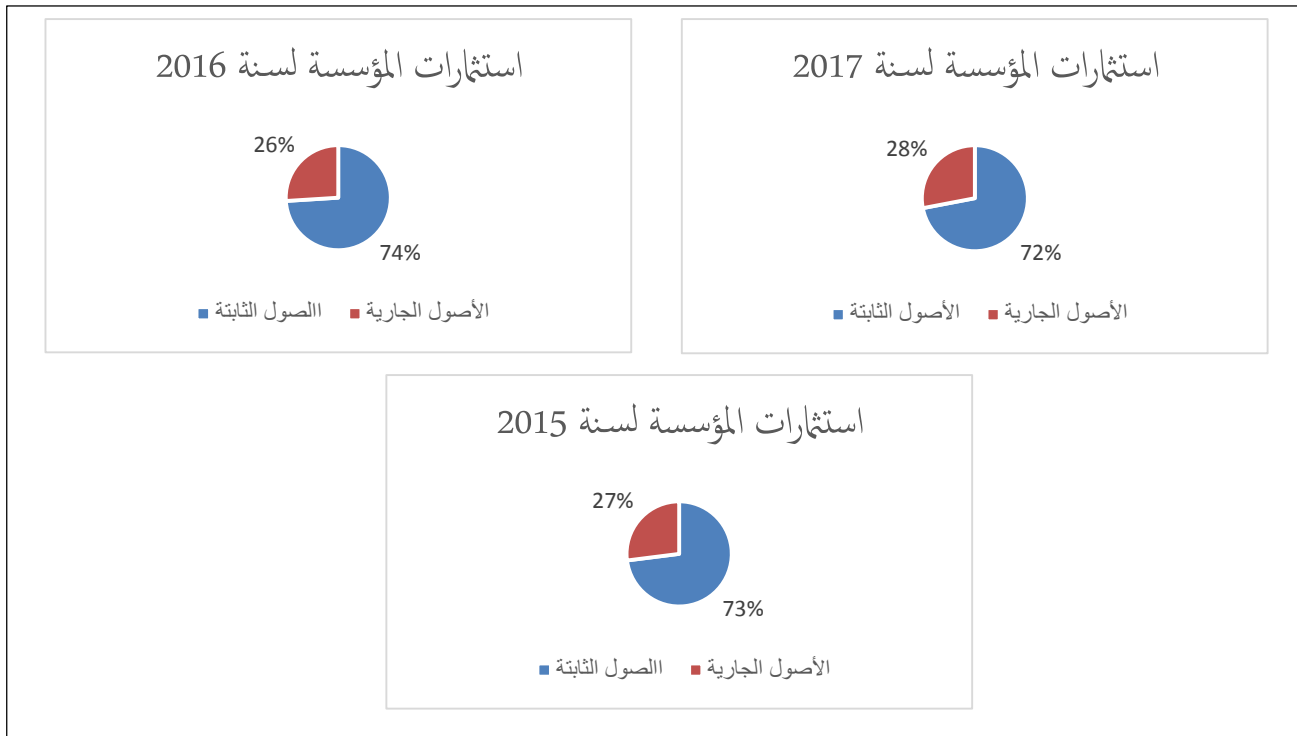
- الزيادة في رأس المال وهذا ما ينعكس على استثماراتها بالإيجاب؛

-تعديلها لقرارات التمويل من خلال التخفيض في الديون الطويلة الأجل، وهذا بسبب تكلفتها التي تفوق مردوديته الاقتصادية، أو العمل على تحسين هذه الأخيرة إلى الحدّ الذي يمكنها من تغطية تكلفة الديون الطويلة الأجل حتى تستطيع زيادة ديونها؛

ومن الأحسن تبني الخيار الثاني والسبب في ذلك يكمن في أنّ التمويل بالديون الطويلة الأجل يعتبر أقل تكلفة من التمويل بواسطة المصادر الأخرى؛

-العمل على رفع حجم الموارد القصيرة الأجل إلى المستوى الذي يضمن تغطية الاحتياجات الجارية بالرغم من وجود هامش أمان يغطي جزء من هذه الاحتياجات، والعمل على تجنب ارتفاع الحقوق على العملاء أي عدم التساهل في منح فترات طويلة لتسديد ديونهم وهذا من شأنه أن يوفر للمؤسسة مزيدا من الأموال.

2. قرارات الاستثمار: سنقوم بتحليل أهم استثمارات المؤسسة من خلال الشكل التالي:  
الشكل رقم (14): استثمارات المؤسسة للسنوات (2015-2017)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية المختصرة للفترة (2015-2017)

ما يلاحظ من خلال الشكل رقم (14) أنّ المؤسسة اعتمدت في قراراتها الاستثمارية على التنوع ما بين الاستثمارات الطويلة الأجل والقصيرة، وسجلنا ما نسبة 73% في المتوسط من الأصول الثابتة من إجمالي الأصول، وهذا ما يدل على أنّ المؤسسة جمدت أموالها بقيم أكبر في الأصول الثابتة ما يعني سلامة هذه القرارات، أمّا الأصول الجارية فقدرت بـ 27% في المتوسط وهي تعد أكبر من مواردها التمويلية القصيرة المدى ما يمنحها القدرة على التحكم والوفاء بهذه لديون، نظرا للسيولة الكبيرة التي تتمتع بها، إذ لاحظنا تسجيلها لمعدلات كبيرة أكثر من المتوقع.

وعليه ومن خلال ما اعتمدت عليه المؤسسة في ترجمتها لقراراتها الاستثمارية والنتائج التي سبق تحليلنا له يمكن للمؤسسة تعديل أو اتخاذ قرارات استثمارية نلخص أبرزها فيما يلي:

- زيادة معدلها الاستثماري من خلال تحسين كفاءتها التي تكمن في الاستغلال الأمثل لأموالها الخاصة واستخدام أصولها، وهو ما ينعكس إيجاباً على مردوديتها الاقتصادية والمالية؛
- العمل على تجديد أصولها سواء من خلال توسيع استثماراتها المالية أو زيادة طاقتها الإنتاجية؛
- تعديل قراراتها الاستثمارية من خلال العمل على استثمار سيولتها الكبيرة وتجنب الإبقاء عليها مجمدة؛
- التنازل عن بعض الاستثمارات واستخدام الأموال المتحصل عليها من هذه العملية، إمّا في إرجاع الأموال المقترضة إذا كان الهدف هو تخفيض نسبة الأموال المقترضة، أو استخدامها في تخفيض أموال الملكية وهذا إذا كان الهدف هو الرفع من نسبة الاستدانة.

3. قرارات توزيع الأرباح: من خلال فترة التربص التي قضيناها في المؤسسة لاحظنا تسجيلها لخسارة خلال كل سنوات الدراسة، وبالتالي فتوزيع النتيجة يقتضي تحقيق أرباح تمكنها من تغطية الخسائر المسجلة خلال السنوات الماضية والحالية. وهو ما يحرمها من اتخاذ أي قرار فيما يخص هذا النوع من القرارات المالية.

أمّا في حالة اتخاذ قرار توزيع الأرباح في المؤسسة فيكون بناء على رأي الجمعية العامة العادية، فهي التي تقرر كيفية توزيعها، وما هي المعايير والأسس والإجراءات التي يعتمد عليها عند اتخاذ هذا النوع من القرارات المالية.

### الخلاصة:

من خلال هذا الفصل تم تجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصلين الأول والثاني، على مؤسسة دباغة الجلود لولاية جيجل ودراسة أثر هيكلها المالي على اتخاذ قراراتها المالية، اتضح لنا أن أموالها الدائمة قادرة على تغطية احتياجاتها المالية طويلة الأجل وهذا إن دل على شيء إنما يدل على أن التوازن المالي محقق وهو ما انعكس على خزينة المؤسسة الموجبة كما أن المؤسسة تعتمد على أموالها الخاصة بشكل أكبر من الديون وهذا ما يوضح أنه هناك تنوع في مصادر تمويلها وهو الأمر الذي ساعد ويساعد المؤسسة على اكتشاف الانحرافات، والعمل على تصحيحها واتخاذ قرارات مالية مستقبلية كفؤة وصائبة .

يعتبر موضوع الهيكل المالي من بين المواضيع ذات التنظير والبحث المستمر التي أثارت جدلاً حاداً في مجال المالية، وعلى ضوء ما ورد في هذه الدراسة نكون قد وقفنا على أثر الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسة الاقتصادية، إذ أنها تختار هيكلها المالي في ضوء العديد من الاعتبارات وذلك من خلال وضع هيكل مالي مستهدف من شأنه أن يوضح الرؤية أمام متخذي القرارات خاصة المالية (قرارات التمويل، قرارات الاستثمار، وقرارات توزيع الأرباح)، وتتوقف القرارات المالية المتخذة بشكل رشيد وفعال من خلال قدرة المؤسسة على تشكيل التوليفة المثلى للهيكل المالي، ومدى استخدام مختلف المصادر التمويلية المتاحة لديها بكفاءة وفعالية بما يضمن لها تعظيم القيمة السوقية.

وانصبت إشكالية الدراسة الخاصة بموضوعنا حول كيفية تأثير الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسة الاقتصادية لدباغة الجلود -جيجل-، وذلك من خلال تحليل الهيكل المالي باستخدام مجموعة من أدوات التحليل المالي، وقد توصلنا إلى مجموعة من النتائج والتي على أساسها تم إثبات اختبار الفرضيات الموضوعية كقاعدة لهذا البحث وعرض أهم التوصيات والاقتراحات مع تقديم آفاق البحث.

### 1. نتائج الدراسة:

بناءً على إشكالية البحث والفرضيات المعتمدة في هذه الدراسة توصلنا إلى مجموعة من النتائج يمكن عرضها كما يلي:

#### 1.2: نتائج الجانب النظري للدراسة:

- ☞ الهيكل المالي عبارة عن مزيج من مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة لتمويل مختلف احتياجاتها؛
- ☞ يعتبر الهيكل المالي من أبرز المواضيع التي لاقى اهتماماً واسعاً، وهو ما نتج عنه ظهور عدة نظريات مفسرة له؛
- ☞ تعتبر القرارات المالية من أهم القرارات في المؤسسة، إذ على أساسها يتحدد مستقبل المؤسسة، فكلما كان القرار المالي رشيداً كلما أدى ذلك للوصول للأهداف المراد تحقيقها من طرف المؤسسة؛
- ☞ تعتبر مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية إضافة إلى أثر الرفع المالي من أهم أدوات التحليل المالي، التي توضح الرؤية للمسير في كيفية المفاضلة بين المصادر التمويلية وكيفية التوفيق بينها واختيار أنسبها، وبالتالي اتخاذ قرارات مالية صائبة؛
- ☞ للمؤسسة الاقتصادية عدة مصادر لتمويل احتياجاتها، حيث أنها تختار هيكلها المالي الذي يتناسب مع واقعها والمحيط الذي تنشأ وتنمو فيه، بما يحقق أعلى عائد ممكن بأقل تكلفة.

#### 2.2 نتائج الجانب التطبيقي للدراسة:

- ☞ تعتمد المؤسسة على التنوع في هيكلها المالي؛

- ☞ تستحوذ الأموال الخاصة على النسبة الأكبر في تركيبة الهيكل المالي مقارنة بالديون طويلة الأجل، وهذا ما جعلها تتمتع نوعا ما باستقلالية مالية في اتخاذ قراراتها؛
- ☞ رأس المال العامل موجب ما يدل على تحقيق توازن مالي مريح، وهذا يبين أنها تمتلك هامش أمان، وهذا ما انعكس على الخزينة الموجبة، ما يفسر أن المؤسسة تحتفظ بسيولة مجمدة غير مستغلة؛
- ☞ المؤسسة تتمتع بسيولة كبيرة، وهذا ما يجعلها قادرة على تغطية وتسديد ديونها قصيرة الأجل؛
- ☞ هناك تجميد لأموال مؤسسة دباغة الجلود، وهو ما يفوت عليها فرص استثمارية مستقبلية؛
- ☞ حققت المؤسسة قيم موجبة لاحتياجات رأس المال العامل، وهذا ما يدل على أن المؤسسة سجلت عجز في تغطية احتياجاتها قصيرة الأجل؛
- ☞ حققت المؤسسة أثر رفع مالي سالب ما يجعلها مرغمة على مراجعة اتخاذ قراراتها المتعلقة بالاستدانة طويلة الأجل؛
- ☞ تحقق مؤسسة دباغة الجلود لولاية -جيجل- أداء مالي متدهور وضعيف طيلة فترة الدراسة (2015.2017).

## 2. اختبار صحة الفرضيات:

وقد تم طرح إشكالية للبحث تضمنتها بعض الفرضيات والتي سوف نقوم باختبار مدى صحتها كالتالي:

☞ **الفرضية الأولى:** الهيكل المالي صورة تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصول المؤسسة سواء أموال ملكية أو اقتراض، طويلة أو قصيرة الأجل، تسعى المؤسسة للمفاضلة بينها على أساس العائد والتكلفة، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

☞ **الفرضية الثانية:** يتم اتخاذ القرار المالي بناء على النتائج المترتبة عن دراسة وتحليل الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، وذلك من خلال استخدام بعض مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية التي تدخل ضمن أدوات التحليل المالي، وتفسير النتائج المتحصل عليها، من أجل اتخاذ جملة من القرارات المالية، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

☞ **الفرضية الثالثة:** بناء على الدراسة الميدانية التي قمنا بها تبين لنا أن مؤسسة دباغة الجلود لولاية -جيجل- لا تقوم بإجراء تحليل للهيكل المالي بالاعتماد على مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية واستخدام نتائج التحليل في اتخاذ القرارات المالية، و هو ما يثبت عدم صحة الفرضية الثالثة.

## 3. الاقتراحات والتوصيات:

من خلال ما سبق يمكننا التوصل إلى جملة من التوصيات التي قد تعتبر سدا للنقائص التي تم ملاحظتها أثناء قيامنا بالدراسة الميدانية وذلك بغية دراسة كافة الجوانب المحيطة بالهيكل المالي واتخاذ القرارات المالية، هذه التوصيات نلخصها فيما يلي:

- ☞ على المؤسسة إعادة النظر في تركيبة هيكلها المالي تبعا لسياسة مالية معينة يتم انتهاجها من طرف الإدارة، حيث تكون تكلفة الاستدانة أقل من العوائد المحققة؛
- ☞ نوصي المؤسسة بتنويع مصادر تمويلها، وتقليل اعتمادها على الأموال الخاصة بشكل شبه كلي مع ضرورة حفاظها على الاستقلالية المالية وسلطة اتخاذ قراراتها، وذلك للاستفادة من أثر الرفع المالي؛
- ☞ على المؤسسة تشغيل أموالها المجمدة، سواء استخدمتها في تسديد ديونها القصيرة الأجل أو استثمارها بالشكل الذي يكفل لها تحقيق العوائد؛
- ☞ على المؤسسة اختيار طريقة عقلانية تضمن توفير الموارد المالية المناسبة واللائمة لمزاولة نشاطها وتغطية احتياجاتها؛
- ☞ لا بد أن تتوفر لدى الإدارة المالية للمؤسسة القدرات الكافية والمهارات للمفاضلة بين المصادر التمويلية المتاحة، وذلك بتدريب وتأهيل المسيرين والمسؤولين على الاستغلال الأمثل والكفاء لها؛
- ☞ يتعين على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية الاطلاع أكثر على تركيبة الهيكل المالي والعمل على تنظيم ملتقيات ودوريات من أجل نشر الوعي والتوعية؛ وتحسين جودة القرارات المالية المتخذة؛
- ☞ دعم الجهات الوصية للمؤسسات الاقتصادية سواء تقنيا أو ماديا.

#### 4. أفاق الدراسة:

- من خلال دراستنا لموضوع أثر الهيكل المالي على اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، نأمل أن نكون قد فتحنا مجالا للقيام بدراسات أوسع من ذلك من بينها نذكر:
- ☞ دراسة أثر الهيكل المالي على عدد من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر؛
- ☞ دراسة موقع الخلل في الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية وسبل تصحيح الانحرافات؛
- ☞ دور القرارات المالية الكفؤة والفعالة في بقاء واستمرارية المؤسسة الاقتصادية.

## ❖ المراجع باللغة العربية

## • الكتب

1. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الإقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008
2. أحمد ماهر، اتخاذ القرار بين العلم والابتكار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
3. أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية، مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة المصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2006.
4. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
5. إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006
6. باديس بن يحيى بوخلوه، الأمثلية في تسيير خزينة المؤسسة، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان 2013.
7. براق محمد غربي حمزة، مدخل للسياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الجزائر، 2015،
8. جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله للحح، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية الإسكندرية، 2007.
9. حسين أحمد الطراونة، محمد ياسين موسى، اتخاذ القرارات التنظيمية في منظمات الأعمال، دار الأيام للنشر والتوزيع عمان، 2014.
10. حسين بلعجوز، المدخل لنظرية القرار، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
11. خليل محمد العزاوي، إدارة اتخاذ القرار الإداري، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
12. خميسي شيحة، التسيير المالي، دروس ومسائل محلولة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2010.
13. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان، 2007.
14. رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
15. زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
16. سليمان مصطفى الدلاهمة، مبادئ وأساسيات علم المحاسبة، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
17. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2006.
18. سهيل عبيدات، إدارة الوقت وعملية اتخاذ القرارات والاتصال للقيادة الفعالة، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2007.



19. عاشور كتوش، المحاسبة العامة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2009، ص165.
20. عاطف وليم أندرواس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
21. عبد الستار الصياح العامري، سعود جايد مشكور، الإدارة المالية، أطر نظرية وحالات علمية، طبعة 03، دار وائل للنشر والتوزيع عمان، 2007.
22. عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة المالية أسس مفاهيم تطبيقات، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان 2006.
23. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
24. عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
25. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
26. علي حسين، نظرية القرارات الإداري، دار زهران للنشر والتوزيع الأردن، 2008.
27. علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص282.
28. فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
29. فيصل محمود الشاورة، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2013.
30. مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.
31. محمد الصيرفي، القرار الإداري ونظم دعمه، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
32. محمد الصيرفي، تحديد هيكلك المالي وقراءة قوائمك المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
33. محمد دباس، ماركو إبراهيم، حماية أنظمة المعلومات، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن 2007.
34. محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
35. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2008.
36. محمد صالح الحناوي، نهال فريد، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
37. محمد صالح الحناوي، نهال فريد، مصطفى وسيد العبيقي، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.

38. محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان 2014.
39. مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2010، ص155
40. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
41. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل الشركات، الطبعة الثانية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006.
42. نبيل محمد مرسي، المهارات والوظائف الإدارية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006.
43. نورالدين خبايا، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، بيروت، 1997.
- الرسائل الجامعية
1. إسمهان خلفي، دور نظم المعلومات في اتخاذ القرارات، رسالة ماجستير (غير منشورة) تخصص إدارة أعمال قسم العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لحضر باتنة، الجزائر، 2009/2008.
2. أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، تخصص اقتصاد صناعي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير وعلوم تجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2011-2012.
3. بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار، رسالة ماجستير (غير منشورة)، تخصص: إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005.
4. بن دادة عمر، دور التحليل المالي في تقييم كفاءة القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل الجزائر 2016-2017.
5. بن عميروش مديحة، اختيار وتقييم المشاريع الاستثمارية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، 2014، 2015.
6. بوتوسطة لامية، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، تخصص إدارة أعمال المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة جيجل - الجزائر، 2008، 2009.

7. جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجستير (غير منشورة)، تخصص: إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2009-2010.
8. عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، رسالة ماجستير (غير منشورة)، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011، 2012.
9. عزيز لوجاني، دور المراجعة المحاسبية الداخلية في تحسين عملية اتخاذ القرار المالي"، رسالة ماجستير (غير منشورة)، تخصص محاسبة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، 2012-2013.
10. محمد بشير بن عمر، دور حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية لتحسين الأداء المالي للمؤسسة، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2017.
11. محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، تخصص علوم اقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015-2016.
12. محمد شعبان، نحو إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية علوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009-2010.
13. مصطفى يوسف السبسي، دور المعلومات المالية المستقبلية للشركات في اتخاذ القرارات، رسالة ماجستير (غير منشورة) تخصص محاسبة، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، سوريا، 2011.
14. ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010-

2011

المجلات:

1. بشرى فاضل، خضير الطائي، منى جبار محمد، انعكاس الإبلاغ المالي على رأس المال الفكري على قرارات الاستثمار، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 23، العدد 95 جامعة بغداد - العراق

2017

2. سلمان حسين عبد الطيار، أوس طباح غني، تطوير ميكانيكية استعمال المعلومات المحاسبية في صناعة القرار الاستثماري، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة واسط، العدد 12، 2014.
  3. صبيحة قاسم هاشم، نظرية هيكل التمويل الحديثة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 83.
  4. عبد الوهاب دادان، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي للإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006.
  5. محمود جمام، أميرة دباش، أثر قائمة التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 04 كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2015.
  6. مفيدة يحيوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مقال بمجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002.
- الملتقيات والدوريات:

1. عبد المجيد تيمايوي، هواري معراج، مداخلة بعنوان تهديد هيكل راس المال ودورها في تحديد قيمة المؤسسة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2005.
2. مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر يومي 14 و15 أفريل 2009.

❖ المراجع باللغة الأجنبية

1. Cohen elic, **gestion financière de l'entreprise et développement financière**, edicef, paris 1991.
2. Jean barreau. Jacqueline delahaye, **Gestion financière**, 10<sup>eme</sup> édition .france.2001.
3. Patrice vizzavona, **gestion financières**, 9<sup>eme</sup> édition. Berti éditions، Alger، 2004 .
4. Réjean brault, **comptabilité de management** ,5<sup>eme</sup> édition, presses de l'université de laval, laval, 2006.