

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



كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية
العنوان

اثر هيكل رأس المال على المالي للمؤسسة الاقتصادية
- دراسة حالة مؤسسة دباغمة الجلود - جيجل -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: محاسبية وإدارة مالية

إشراف الأستاذ:

معمران بوربيج

إعداد الطالبين:

- أبراهيم رخيوة

- اسحاق تاموم

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة محمد الصديق بن يحيى	الاستاذ. جمال قدام
مشرفا ومقررا	جامعة محمد الصديق بن يحيى	الأستاذ معمران بوربيج
مناقشا	جامعة محمد الصديق بن يحيى	الاستاذة. لمياء بوتسطة

السنة الجامعية 2016/2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

The image displays the Basmala in a stylized, bold black calligraphic font. Five vertical arrows point upwards from the top of the text, indicating the direction of the main strokes. Small numbers (1, 2, 3) and arrows are placed at various points to show the sequence and direction of the pen strokes used to form the letters. The text is centered and occupies the middle portion of the page.

شكر و عرفان

بسم الله الرحمن الرحيم

والصلاة والسلام على أشرف المرسلين

الحمد لله الذي أعانني على إتمام هذا البحث بنجاح نحمده حمدا كثيرا مباركا فيه

نتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير إلى الأستاذ الفاضل "بوريب عمران " الذي كان

اخا لنا أكثر من كونه استادا، من خلال توجيهاته الهادفة ونصائحه القيمة وعلى كل

الوقت والجهد المبذول في متابعة هذا البحث والإشراف عليه

كما لا يفوتني أن أتقدم بخالص الشكر إلى جميع أعضاء اللجنة الكرام وكل أساتذة كلية العلوم

الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير على المساعدة طيلة الفترة الدراسية

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى كافة عمال وإطارات المؤسسات محل الدراسة وأخص بالشكر السيد

فتوسي - عماد - "جزاه الله خيرا"

وإلى جميع زملائي وزميلاتي

ولكل من ساهم من قريب أو من بعيد في اتمام هذا العمل





الحمد لله وحده
و الصلاة و السلام على من لا نبي بعده
الحمد لله على توفيقه لنا لانجاز هذا العمل
الى جنة الفردوس أمي الرائعة
الى السند المتين أبي الشامخ
الى جميع العائلة
الى رابطة الدم
الى رابطة الأخوة
الى الزملاء و الاصدقاء
نهدي لكم هذا العمل
اسحاق.....ابراهيم

قائمة المحتويات

الصفحة	المحتويات
	البسمة.
	الإهداء.
	شكر و تقدي.
	فهرس المحتويات.
	قائمة الجداول.
	قائمة الأشكال.
أ	المقدمة العامة.
	الفصل الأول: عموميات حول هيكل رأس المال.
07	تمهيد.
08	المبحث الأول: الإطار العام للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
08	المطلب الأول: مفهوم التمويل.
09	المطلب الثاني: السياسات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية.
14	المطلب الثالث: مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية.
25	المبحث الثاني: الإطار العام لهيكل رأس المال.
25	المطلب الأول: مفهوم هيكل رأس المال.
26	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال.
30	المبحث الثالث: تحليل المقاربات النظرية لأمثلية هيكل رأس المال.
30	المطلب الأول: النظرية الكلاسيكية.
32	المطلب الثاني: نظرية مود جلياني و ميلر.
36	المطلب الثالث: نظرية صافي الربح.
37	المطلب الرابع: النظريات الحديثة.
41	خلاصة الفصل الأول.
	الفصل الثاني: علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي.
43	تمهيد.
44	المبحث الأول: الإطار النظري للأداء المالي.

44	المطلب الأول: مفهوم الأداء و مكوناته.
45	المطلب الثاني: مفهوم الأداء المالي و العوامل المؤثرة عليه.
48	المطلب الثالث: كيفية تقييم الأداء المالي و خطواته.
49	المبحث الثاني: مؤشرات قياس الأداء المالي.
49	المطلب الأول: المؤشرات الكلاسيكية لتقييم الأداء المالي.
56	المطلب الثاني: المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي.
61	المطلب الثالث: المؤشرات ذات البعد الاستراتيجي لتقييم الأداء المالي.
65	المبحث الثالث: أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة.
65	المطلب الأول: علاقة هيكل رأس المال بتكلفة التمويل.
70	المطلب الثاني: علاقة هيكل رأس المال بمردودية المؤسسة.
73	المطلب الثالث: تحليل أثر هيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي.
77	خلاصة الفصل الثاني.
	الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة دباغة الجلود-جيجل-
79	تمهيد.
80	المبحث الأول: لمحة عن مؤسسة دباغة الجلود-جيجل-
80	المطلب الأول: نشأة و تعريف مؤسسة دباغة الجلود.
81	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة دباغة الجلود.
84	المطلب الثالث: أدوار مؤسسة دباغة الجلود.
86	المبحث الثاني: تحليل مؤشرات الأداء المالي.
86	المطلب الأول: تحليل كفاءة الموارد المالية للمؤسسة خلال فترة الدراسة.
88	المطلب الثاني: تحليل النسب المالية لتقييم الأداء المالي.
92	المطلب الثالث: أثر الرفع المالي على هيكل رأس المال.
93	المبحث الثالث: قياس اثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة.
93	المطلب الأول: تقييم الأداء المالي للمؤسسة من خلال نسب هيكل رأس المال.
95	المطلب الثاني: هيكل رأس المال الأمثل للمؤسسة.

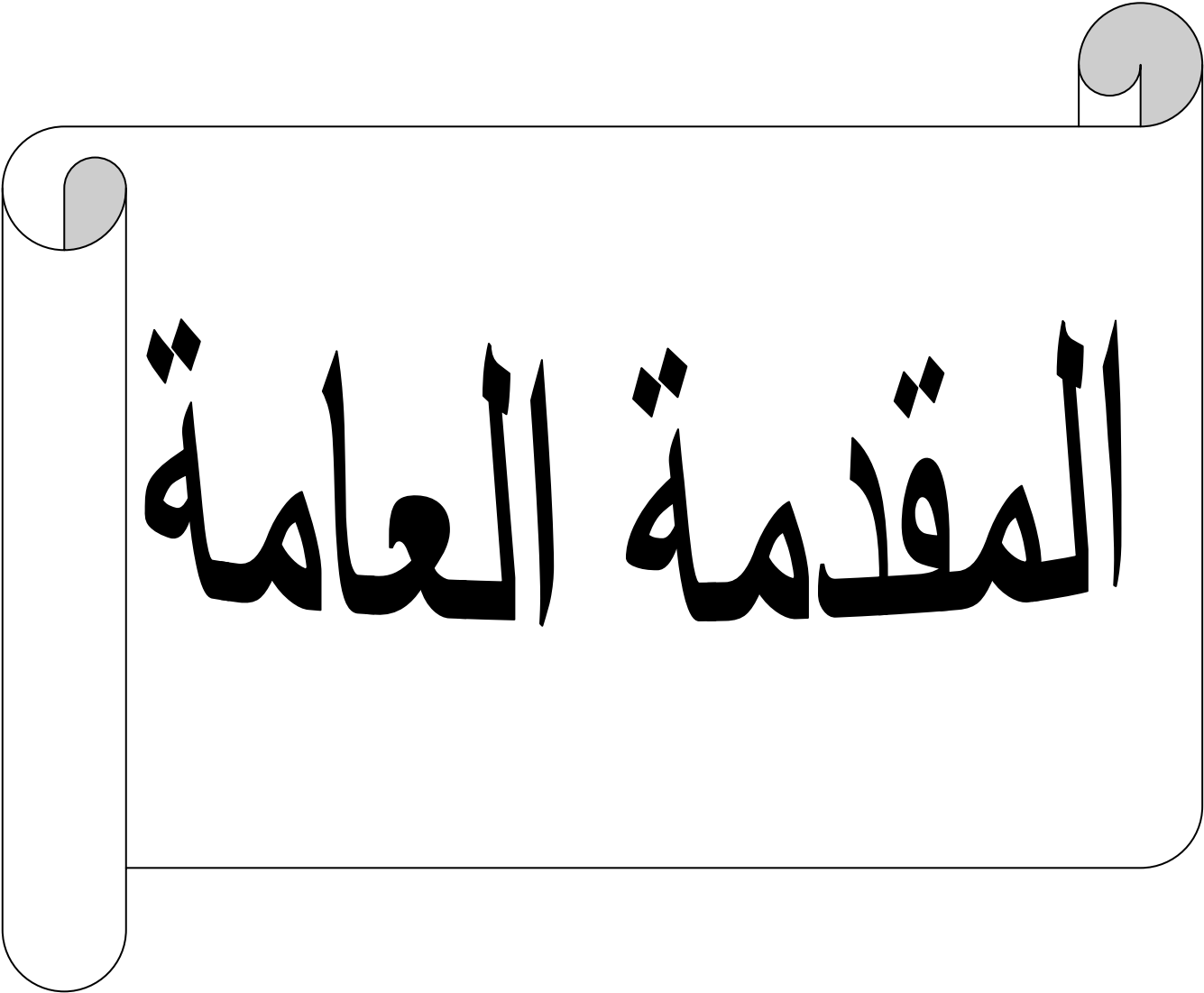
96	المطلب الثالث: تحليل أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة.
110	خلاصة الفصل الثالث.
112	الخاتمة العامة.
	قائمة المصادر و المراجع.
	الملاحق.
	الملخص.

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	مقارنة بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة.	17
1-3	عرض مكونات هيكل رأس المال للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).	86
2-3	عرض مكونات هيكل رأس المال بالنسب خلال الفترة (2011-2015).	86
3-3	عرض النتائج المحققة للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).	87
4-3	نسب السيولة للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).	89
5-3	نسب النشاط للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).	90
6-3	حساب المرد ودية الاقتصادية للمؤسسة خلال فترة الدراسة (2011-2015).	91
7-3	قياس المردودية المالية للمؤسسة خلال فترة الدراسة (2011-2015).	92
8-3	قياس قياس المردودية المالية للمؤسسة خلال فترة الدراسة (2011-2015).	93
9-3	نسب هيكل رأس المال خلال فترة الدراسة (2011-2015).	94
10-3	معدل تطور النتيجة و المردودية المالية للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).	95
11-3	متغيرات نسبة السيولة العامة خلال الفترة (2011-2014).	97
12-3	متغيرات نسبة السيولة المخفضة للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).	98
13-3	متغيرات نسبة السيولة الجاهزة للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).	100
14-3	متغيرات نسبة تسديد الموردين للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).	101
15-3	مقارنة بين قيمة انخفاض كل من قيمة المشتريات و الموردين.	102
16-3	متغيرات نسبة الديون لهيكل رأس المال خلال الفترة (2011-2015).	103
17-3	مقارنة بين تغيرات الديون الطويلة الأجل و الأموال الدائمة.	103
18-3	متغيرات نسبة التمويل الدائم للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).	104
19-3	متغيرات نسبة التمويل الذاتي للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).	105
20-3	متغيرات نسبة تغطية الالتزامات الطويلة الأجل خلال الفترة (2011-2015).	107
21-3	الاستقلالية المالية للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).	108
22-3	مقارنة بين تغيرات الأموال الدائمة و مجموع الخصوم.	108

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
10	أهداف السياسة التمويلية.	1-1
11	السياسة المعتدلة في التمويل.	2-1
12	السياسة المتحفظة في التمويل.	3-1
13	السياسة المغامرة في التمويل.	4-1
31	العلاقة بين تكلفة الأموال و نسبة الاقتراض حسب المدخل التقليدي.	5-1
36	العلاقة بين تكلفة أموال الملاك و تكلفة الأموال و نسبة الاقتراض في ظل الاقتراح الثاني.	6-1
37	العلاقة بين نسبة الاقتراض و تكلفة الأموال طبقا لمدخل صافي الربح.	7-1
38	نظرية التبادل و القيمة السوقية للمؤسسة.	8-1
63	مصفوفة BCG والوضعية المالية للمؤسسة.	1-2
85	الهيكل التنظيمي للمؤسسة.	1-3
96	نتائج المؤسسة خلال الفترة 2011-2015.	2-3



المقدمة العامة

تعد مسألة تمويل المؤسسات الاقتصادية وتصميم هيكلها المالي من المواضيع التي استحوذت على اهتمام الكثير من المفكرين والمنظرين الاقتصاديين منذ أكثر من نصف قرن لما لها من أهمية بالغة، فدراسة السلوك التمويلي للمؤسسات تتيح وتمكن من معرفة مدى حسن اختيار الموارد المالية على اعتبار أن التباين والاختلاف في مصادر التمويل يمنح المؤسسة فرصة التنويع والمفاضلة بينها، وكذا تقييم كفاءة وفعالية استخدام هذه الأموال.

ومن هنا ظهرت حاجة المؤسسات الاقتصادية إلى الاعتماد على مجموعة من المعايير الكمية والكيفية التي يتم من خلالها تشكيل توليفة مناسبة من بدائل التمويل المتاحة والمتمثلة أساسا في الأموال الخاصة والأموال المقترضة وكيفية إحداث التوازن بينهما من أجل تحقيق الكفاءة والفعالية، والوصول إلى الأداء المالي المطلوب، هذا الأخير الذي يعتبر المرآة العاكسة لأنشطة المؤسسة، حيث يحدد مدى استغلال الموارد والامكانيات المادية والمالية والبشرية والتكنولوجية في المؤسسة ومن ثم قياس مدى قدرة وقابلية المؤسسة لتحقيق الأهداف المسطرة.

و تعتبر دراسة العلاقة بين هيكل رأس المال للمؤسسة و أدائها المالي من اهم القضايا التي اهتمت بها الادارة المالية، حيث أنه منذ أزيد من أربعين عاما، يدور جدل بين العلماء و الممارسين في حقل الادارة المالية حول امكانية وجود هيكل مالي أمثل من عدمه كذا مدى تأثير هيكل رأس المال على الاداء المالي للمؤسسة.

أولاً: الإشكالية

ضمن هذا الاطار تمحورت اشكالية هذه الدراسة و التي نطرحها في التسائل الرئيسي الاتي:

إلى أي مدى يؤثر هيكل رأس المال على الاداء المالي لمؤسسة دباغة الجلود - جيجل-؟

وتنشق من صميم هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو التمويل وفيما تكمن أهميته ؟
- ما هي المؤشرات التي تسمح بقياس الاداء المالي للمؤسسة ؟
- هل التغيرات الحاصلة في هيكل رأس المال لها تأثير على الاداء المالي لمؤسسة دباغة الجلود ؟

ثانيا: فرضيات الدراسة:

بالاعتماد على اشكالية الدراسة المطروحة سابقا يمكن صياغة الفرضي التالية:

- التغيرات الحاصلة في هيكل رأس المال لها تأثير على الاداء المالي لمؤسسة دباغة الجلود -جيجل-.

ثالثا: أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية الدراسة في كونها تتناول إشكالية مدى تأثير هيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية على أدائها المالي والتي يمكن تلخيصها في الآتي:

- أهمية هيكل رأس المال باعتباره جزء من الهيكل المالي للمؤسسة؛
- إظهار كيفية اختيار المؤسسة لهيكل رأس مالها حتى تتجنب اختلال التوازن المالي؛
- الاداء المالي و ما له من دور كبير في الحكم على نتائج المؤسسة؛
- التغيرات الحاصلة في هيكل رأس المال و مدى تأثيرها على مؤشر من مؤشرات الاداء المالي؛
- محاولة تقديم إضافة إلى الدراسات السابقة التي أجريت حول الهياكل التمويلية وأثرها على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية.

رابعا: أهداف الدراسة

بالإضافة إلى الإجابة على التساؤل الرئيسي واختبار مدى صحة الفرضيات المتبناة تهدف الدراسة إلى ما يلي:

- دراسة تركيبية هيكل رأس المال و ايجاد التركيبة التي تجعل منه هيكلًا أمثل؛
- الإحاطة بموضوع الأداء المالي وبيان المؤشرات المعتمدة في قياسه؛
- تحليل القوائم المالية و التي من خلالها يمكن معرفة الأثر الذي يحدثه هيكل رأس المال على مؤشرات الاداء المالي.

خامسا: حدود الدراسة**1- الحدود المكانية:**

اقتصرت هذه الدراسة على مؤسس ة واحدة الا وهي مؤسسة دباغة الجلود جيجل كونها مؤسسة عمومية اقتصادية تمتع بقدرات مادية وبشرية ومالية كبيرة، وحصولها على شهادات الجودة الشاملة، وشهادات خاصة بجودة التسيير والنتائج المحققة.

2- الحدود الزمنية:

تم إجراء الدراسة في الفترة الممتدة من 3 أبريل إلى غاية 29 ماي، و قد اقتصرت هذه الاخيرة على تحليل القوائم المالية للمؤسسة عينة الدراسة للفترة (2011.2015)، واختيار بداية الفترة بسنة 2011 لأنها مرتبطة بإعداد المؤسسة عينة الدراسة لقوائمها المالية وفق النظام المحاسبي المالي، أما اختيار نهاية الفترة 2015 فلكون المؤسسة عينة الدراسة آنذاك تتوفر فقط على القوائم المالية لسنة 2015.

سادسا: منهج الدراسة

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي ، إذ يعتبر من أنسب المناهج البحثية لتقرير الحقائق، وفهم مكونات الدراسة بنوع من الدقة والتفصيل من أجل تحديد مختلف أبعادها ، و كذا منهج دراسة حالة الذي تم من خلال تحليل البيانات المستخرجة من مختلف القوائم المالية .

وقد استندت الدراسة إلى أسلوبين: الأول نظري ويتم عن طريقه مراجعة عدد من المصادر الأولية والثانوية من كتب مؤلفة و مترجمة وبحوث منشورة في دوريات علمية ورسائل جامعية ودراسات قدمت إلى مؤتمرات وندوات علمية، لتوضيح العلاقة بين هيكل رأس المال وبين الأداء المالي.

اما الأسلوب الثاني فميداني عن طريق جمع البيانات والقوائم المالية للمؤسسات عينة الدراسة وتحليلها بغرض تقييم أدائها المالي

سابعا: هيكل الدراسة

قصد الإلمام بالموضوع بالشكل الذي يؤدي إلى اختبار فرضياته، قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول حيث تم تخصيص فصلين للجانب النظري، والفصل الثالث تم تخصيصه للجانب التطبيقي.

فيما يخص الفصل الأول فقد جاء تحت عنوان عموميات حول هيكل رأس المال والذي تضمن ثلاثة مباحث حيث تعرفنا في المبحث الأول على التمويل و مصادره ، وكذا دوره في رسم السياسات المالية وتناولنا مختلف وسائل التمويل المتاحة أمام المؤسسة، أما في المبحث الثاني فقد تطرقنا فيه إلى معرفة هيكل رأس المال و العوامل المؤثرة في اختياره و المبحث الثالث الذي كان الحديث فيه حول النظريات المفسرة لهيكل رأس المال الأمثل، أما الفصل الثاني فقد كان معنون بالإطار المفاهيمي للأداء المالي وقد قسمناه إلى ثلاثة مباحث حيث عرضنا في المبحث الأول مفاهيم أساسية حول الأداء المالي أما المبحث الثاني فقد عمل على توضيح مؤشرات قياس الاداء المالي أما المبحث الثالث فقد عمل على توضيح العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي.

أما الفصل الثالث فقد خصص من أجل دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة دباغة الجلود الكائن مقرها في ولاية جيجل وجاء تقسيمه إلى ثلاث مباحث حيث خصص المبحث الأول لعرض لمحة عن مؤسسة دباغة الجلود -جيجل- و قد تناول المبحث الثاني تحليل كفاءة الموارد المالية للمؤسسة

محل الدراسة و المبحث الثاني حول قياس الاداء المالي عن طريق نسب هيكل رأس المال و كذا اقتراح هيكل رأس المال الأمثل ان وجدو تحليل تغيرات هيكل رأس المال من خلال النسب المالية.
ثامنا: الدراسات السابقة

1. دراسة دادن عبد الغني (2007): أطروحة دكتوراه بعنوان، "قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو ارساء نموذج للانداز المبكر باستعمال المحاكاة المالية ، و يعالج هذا البحث مفهوم الأداء المالي وأسلوب قياسه وتقييمه في ظل محيط يتميز بعدم التأكد وتأثير العوامل الاقتصادية من خلال ثلاثة مناظير، البعد المحاسبي، البعد المالي، البعد الاقتصادي، يأتي هذا في ظل مفهوم موحد تام للأداء المالي ومحدداته.

و من النتائج التي توصل اليها تصنيف المؤشرات في مجموعات متجانسة من حيث درجة تأثيرها على مقاييس الأداء، و ما يميز دراستنا عن هذا الموضوع هو تقييم الاداء المالي للمؤسسة بالاعتماد على مختلف المؤشرات حتى المؤشرات ذات البعد الاستراتيجي.

2. دراسة بوربيعة غنية (2012): وهي مذكرة بعنوان "محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة سونلغاز" ، وذلك تحت الإشكالية التالية: كيف تتحكم وتؤثر العوامل التي يتم على أساسها التوليف بين مصادر التمويل في اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الذي يسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة؟ وقد توصلت الى نتيجة مفادها أن اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة لا يكون بطريقة عشوائية وإنما وفق محددات تتفاوت أهميتها من مؤسسة لأخرى، و ما يميز دراستنا عن هذا الموضوع هو توضيح أن اختيار هيكل رأس مال أمثل يتوقف على مدى تحقيق أعلى مردود و في نفس الوقت خفض التكاليف (تكاليف التمويل).

3. دراسة توفيق عبد الجليل : مقال بمجلة بعنوان " أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية" ، وتفحص هذه الدراسة أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي لمدة خمس سنوات (2008-2012)؛ وقد خلصت الدراسة إلى أن زيادة نسبة الديون يقلل من عائد الشركات الصناعية المساهمة الأردنية على الاستثمار، وزيادة الرفع المالي يقلل نسبة العائد على حقوق الملكية وتدل النتيجة على أن مردود الديون أقل من تكلفتها في الشركات الصناعية الأردنية، وتباين أثر نسبة المديونية ونسبة الديون إلى حقوق الملكية كمحددات لهيكل رأس المال على أداء المؤسسة في هذه الحالة وذلك لاختلاف بيئة وفترة الدراسة حسب رأي الباحث، كما اعتبر معدل دوران الأصول ونسبة النمو كمحددات لهيكل رأس المال على أداء المؤسسات في

هذه الدراسة، و ما يميز دراستنا عن هذا الموضوع هو اهتمامنا بتقييم الاداء من خلال تحليل النسب المالية للؤسسة من المؤسسات العمومية الاقتصادية.

تاسعا: صعوبات الدراسة

يجب الإشارة في الأخير إلى بعض الصعوبات التي واجهتنا في إعداد الدراسة والتي تمكنا من تخطي بعضها إلا أن هناك بعض العقبات التي لم نستطع تجاوزها خاصة في الجانب الميداني كصعوبة الحصول على المعلومات المالية محل الدراسة وذلك لسرية تلك المعلومات وعدم التصريح بها حتى لغرض استخدامها في الدراسات العلمية، بالإضافة إلى صعوبة الحصول على بعض المراجع المتعلقة بالموضوع.

الفصل الأول:
عموميات حول هيكل رأس المال

تمهيد:

المبحث الأول: الإطار العام للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

المبحث الثاني: الإطار العام لهيكل رأس المال

المبحث الثالث: تحليل المقاربات النظرية لأمتلية هيكل رأس المال

خلاصة الفصل.

تمهيد:

تعتبر الإدارة المالية الدعامة الأساسية للمؤسسات الاقتصادية في الوقت الراهن فهي المجال الذي يتم فيه اتخاذ مجموعة من القرارات المختلفة حيث تتخذ المؤسسة بشكل دائم ومستمر ثلاثة أنواع من القرارات تسهم بشكل كبير في صياغة الإستراتيجية المالية للمؤسسة حيث يتمثل القرار الأول في قرار الاستثمار ويرتبط أساسا بتشكيلة الأصول، أما القرار الثاني فيرتبط بتشكيلة الخصوم وحقوق الملكية بمعنى المزيج المالي المستخدم في تمويل الاستثمارات أي قرار التمويل، أما القرار الثالث فهو قرار توزيع الأرباح. وبالتالي يعد قرار التمويل من أهم القرارات التي تتخذها الإدارة المالية كون المؤسسة لا تستطيع بلوغ أهدافها ما لم تملك هيكل تمويلي مناسب يتمثل في مزيج متجانس من مصادر التمويل والتي تتمثل في الأموال الخاصة والأموال المقترضة وكذا القيام بدراسة تكلفة كل مصدر من تلك المصادر لتمكين متخذ القرار من المفاضلة بين مختلف المصادر المتاحة.

وبغرض ضبط المفاهيم خصصنا هذا الفصل لعرض مختلف المفاهيم الأساسية للهيكل التمويلي للمؤسسة بداية بالتطرق إلى المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة و أهمية هيكل رأس المال و العوامل المؤثرة في اختياره ثم الإشارة إلى مختلف النظريات التي تهتم بدراسة الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: الإطار العام للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

يعتبر التمويل الركيزة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسة في توفير متطلباتها الإنتاجية وتسديد جميع مستحققاتها ونفقاتها وتتخذ وسائل التمويل في المؤسسة الاقتصادية تصنيفات عديدة تختلف من كاتب إلى آخر، وتبعاً لمعيار الملكية تقسم مصادر التمويل إلى مصادر تمويل داخلية ومصادر تمويل خارجية و التي تحكمها مجموعة من السياسات المالية المتنوعة.

المطلب الأول: مفهوم التمويل

أولاً: مفهوم التمويل:

تعددت التعاريف المتعلقة بالتمويل وهذا لتعدد الجوانب التي تناولته واختلاف وجهات الباحثين في الميدان، و من بين أهم هذه التعاريف ما يلي:

- 1- عرف البعض التمويل بأن هـ: "مختلف الأنشطة التي تتضمن مختلف الأعمال التي يقوم بها الأفراد والمشروعات للحصول على النقدية اللازمة للوفاء بالالتزامات المستحقة للغير في مواعيد استحقاقها"¹. يركز هذا التعريف على الجانب النقدي للتمويل غير أن الهدف من التمويل ليس دائماً الحصول على السيولة و استخدامها في المشاريع و إنما الهدف منه أحياناً هو الحصول على التمويل عينياً؛
- 2- كما تم تعريف التمويل بأنه: "الحصول على الأموال بالشكل الأمثل، أي تحديد مزيج مناسب للتمويل يتكون من تمويل قصير الأجل، و تمويل طويل بملكية و تمويل عن طريق الدين، ما يجعل كلفة التمويل في حدها الأدنى و بما يعظم ثروة المساهمين (تعظيم قيمة المؤسسة)"². حسب هذا التعريف فإن المؤسسة بالإضافة إلى كونها تهتم بالبحث عن المزيج التمويلي المناسب مع احتياجاتها المالية فهي تسعى كذلك إلى تخفيض تكاليف هذا التمويل و تعظيم قيمة المؤسسة؛
- 3- و تم تعريف التمويل كما أورده **Fabozzi and Peterson** بأنه: "تطبيق المبادئ الاقتصادية على عملية اتخاذ القرار داخل وحدات الأعمال و مساعي حل مشكلاتها " ويشمل حقل التمويل ثلاث مجالات واسعة: الإدارة المالية، الاستثمار والمؤسسات المالية"³. وفق هذا التعريف فإنه يتم اتخاذ القرار داخل وحدات الأعمال و التي تهدف إلى البحث عن مصادر التمويل في المؤسسات المالية المتخصصة في الوساطة بين من له عجز مالي و من له فائض في سبيل دعم الاستثمار .

¹ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 15.

² محمد البوعبيدي، الإدارة المالية، الطبعة الإلكترونية، ص 16، منشور على موقع، <http://books.google.dz>.

³ علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص 56.

من الطرح السابق يمكن القول بأن التمويل هو: عملية تأمين التمويل اللازم من مصادر متنوعة و مختلفة في صورة قيم نقدية أو عينية ذات قيمة نقدية، وذلك بصورة عقلانية و استخدامها في تكوين القيم المادية للمؤسسة و الحفاظ على استمراريتها.

ثانيا: أهمية التمويل:

- إن الغرض من التمويل هو سد الاحتياجات المالية للمؤسسة و تزداد أهميته مع زيادة حاجة المتعاملين الاقتصاديين للسلع و الخدمات و يمكن حصر أهمية التمويل في النقاط التالية:¹
- 1- يساعد على إنجاز مشاريع معطلة و أخرى جديدة والتي بها يزداد الدخل الوطني؛
 - 2- تحرير الأموال و الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها؛
 - 3- يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء واستبدال المعدات؛
 - 4- يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من العجز المالي؛
 - 5- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية؛
 - 6- يمكن التمويل من إعادة التوازن المالي؛
 - 7- التمويل يمكن من الاستفادة من فرص للاستثمار التي تتوفر أمام مختلف المؤسسات.

و نظرا لأهمية التمويل فإن قراره يعتبر من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتني بها المؤسسة ذلك لأنها المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية، وذلك من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة و المتوافقة مع طبيعة المشروع الاستثماري المستهدف و اختيار أحسنها و استخدامها استخداما أمثلا مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة.

المطلب الثاني: السياسات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية

يمكن للمؤسسة توفير الأموال التي تحتاجها عن طريق مصادر مختلفة من خلال استخدام أدوات مالية متعددة و متنوعة، منها ما هو قصير الأجل ومنها ما هو طويل الأجل ومنها ما هو مقترض ومنها ما هو ممتلك، والسياسة التمويلية التي تعتمد عليها المؤسسة في تشكيل هيكلها المالي هي تعبير عن مزيج من الأدوات المالية المستخدمة لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة.

أولا: مفهوم السياسة التمويلية للمؤسسة:

تتحدد السياسة التمويلية للمؤسسة بناء على توجهات السياسة العامة والتي تركز على مخطط إستراتيجي بعيد المدى حيث تعتبر السياسة التمويلية إحدى السياسات الأساسية لتنفيذ الخطط الإستراتيجية

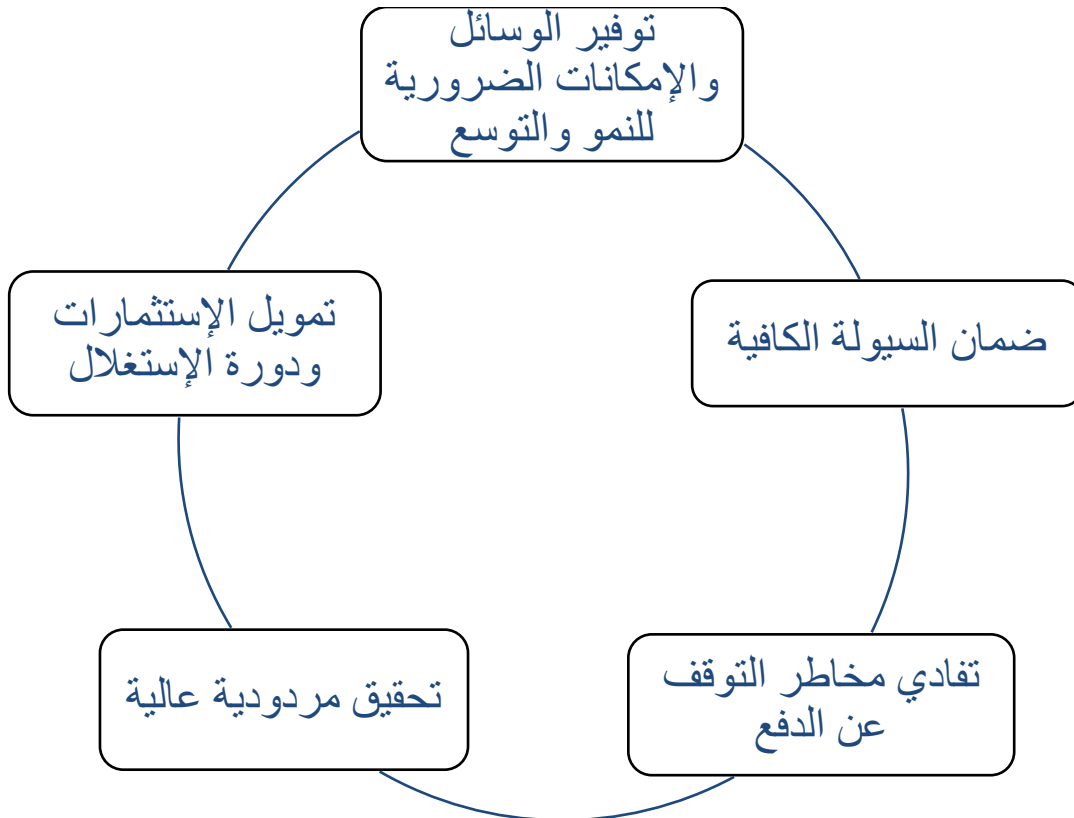
¹ فوزية ركيبي، الوظيفة المالية و وسائل التمويل في المؤسسة الاقتصادية رسالة ماجستير، المركز الجامعي العميد أولحاج، البويرة، 2011/2010، ص 15.

للمؤسسة، ولا يتحقق ذلك إلا بواسطة قرارات مالية تتدرج ضمن أولويات السياسة التمويلية التي تهدف إلى إيجاد التوليفة المثلى من القرارات المختارة والمحددة في إطار السياسة العامة.¹

ثانياً: أهداف السياسة التمويلية:

يلخص الشكل التالي الأهداف الأساسية للسياسة المالية:

الشكل رقم (1-1): أهداف السياسة التمويلية:



Source: H.Hutin et autres, la Gestion Financière, 2^{ème} Edition, édition d'or, paris, 2000, p264.

ثانياً: أنواع السياسات التمويلية للمؤسسة الاقتصادية

تتبع المؤسسة إحدى السياسات التمويلية والمتمثلة في السياسة المعتدلة، السياسة المتحفظة أو

السياسة المغامرة وذلك كما يلي:

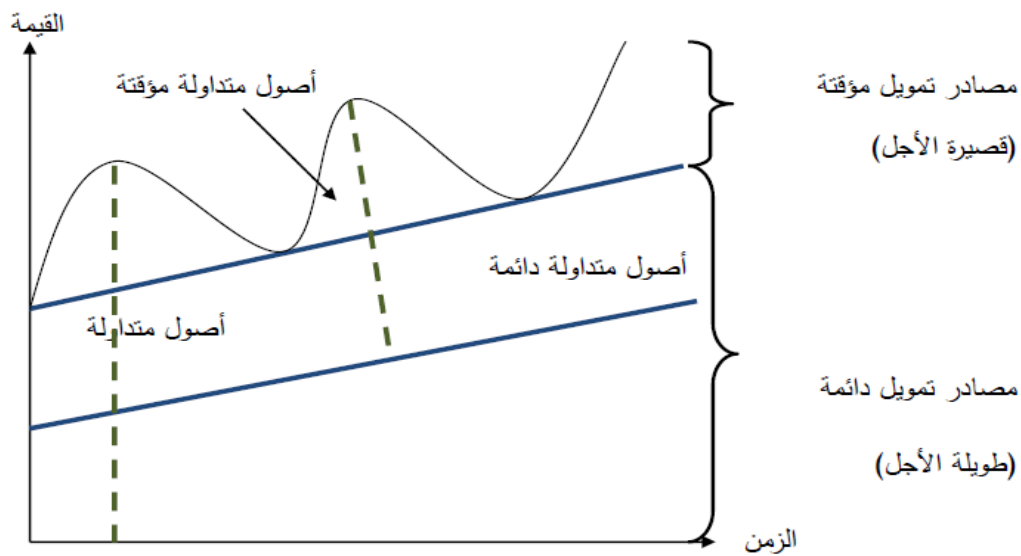
¹H.Hutin et autres, la Gestion Financière, 2^{ème} Edition, édition d'or, France, 2000, p 263.

1- السياسة المعتدلة في التمويل (مبدأ التغطية):

إن التمويل على أساس هذه السياسة يتبع مبدأ التغطية ويقضي هذا الأخير بضرورة مواعمة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه.¹ حسب هذه السياسة تقوم المؤسسة بجعل فترة استحقاق مطلوباتها يتطابق مع فترة أو آجال أصولها، وعليه تقتضي هذه السياسة أن تقوم المؤسسة بتمويل أصولها الثابتة والجزء الدائم من أصولها المتداولة بمصادر تمويل طويلة الأجل، أما الجزء الموسمي من الأصول المتداولة فيتم تمويله عن طريق الاقتراض قصير الأجل، إن إتباع هذه السياسة يجعل خطر التمويل الذي تتحمله المؤسسة مقبولاً مع المحافظة على ربحية مقبولة.²

وبالتالي فإن مبدأ التغطية يبرز نقطة هامة، وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل القصيرة ومصادر التمويل الطويلة الأجل يتوقف على هيكل الأصول المتداولة، فتطبيقاً لمبدأ التغطية كلما زادت الأصول المتداولة زاد الاعتماد على الخصوم المتداولة (المصادر قصيرة الأجل) في التمويل ويوضح الشكل الآتي تمويل الأصول وفق السياسة المعتدلة:

الشكل رقم (1-2): السياسة المعتدلة في التمويل



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2000، ص 225.

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2000، ص 224.
² فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن، 2010، ص 343.

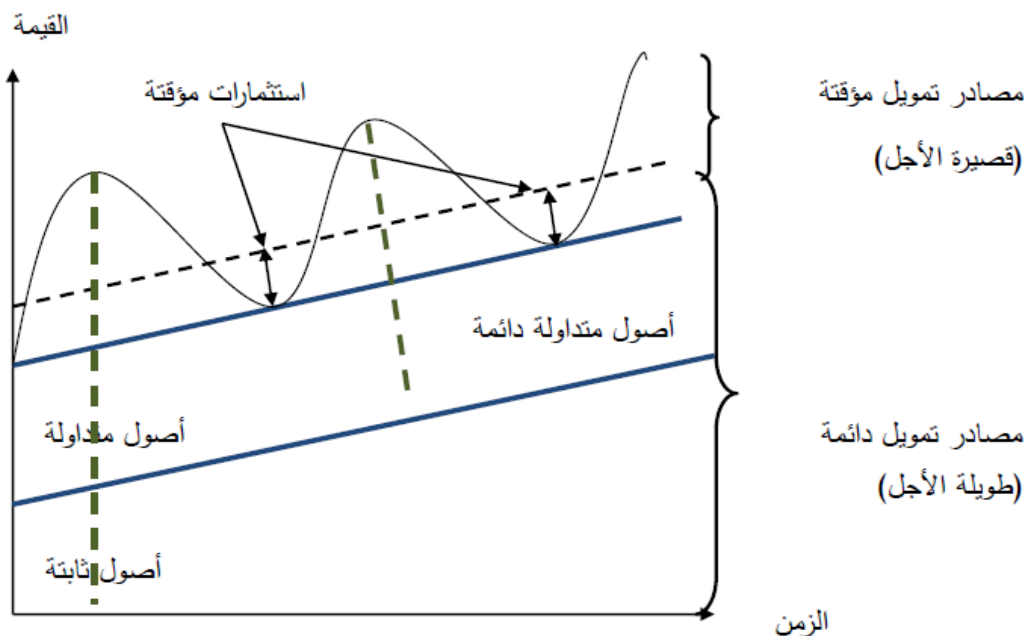
يظهر بوضوح هذا الشكل أن الأصول الثابتة قد تم تمويلها بالكامل من خلال مصادر التمويل طويلة الأجل، في حين أستعمل مصدر التمويل القصير الأجل لتمويل الاحتياجات الاستثمارية قصيرة الأجل ، فمن غير المنطقي أن تمول المؤسسة استثماراتها القصيرة الأجل عن طريق تمويل طويلة الأجل، وإن تم ذلك فإنه يعني أن تتحمل المؤسسة تكاليف إضافية ممثلة بمدفوعات الفوائد الإضافية لأموال ليس هناك حاجة لها، الأمر الذي يترك آثارا سلبية على مستوى ربحية المؤسسة.¹

ورغم سلامة وصراحة هذه السياسة من ناحية تأثيرها على ربحية المؤسسة، إلا أنها تتجاهل مدى ميل إدارة المؤسسة لتحمل المخاطر، ونخلص من ذلك أن مضمون هذه السياسة يقلل من خطر التمويل الذي قد تتعرض له المؤسسة في حدود مقبولة، كما أنه يضمن عائدا مقبولا ويحافظ على ربحية معتدلة.²

2- سياسة التمويل المتحفظة:

تكون هذه السياسة مبنية على تمويل جميع متطلباتها المقترحة من الأموال عن طريق الأموال طويلة الأجل، وباستخدام التمويل القصير الأجل في الحالات الطارئة أو في حالة التدفقات النقدية الخارجة غير المتوقعة، وإنه من الصعوبة التخيل كيف يمكن تطبيق هذه السياسة وذلك لأن استخدام أدوات التمويل قصيرة الأجل مثل الذمم الدائنة والمستحقات عمليا أمر لا بد منه، وفي توضيح هذه السياسة فإن التمويل قصير الأجل عن طريق الذمم الدائنة والمستحقات سيتم تجاهله.³ والشكل الموالي يوضح سياسة التمويل المتحفظة:

الشكل رقم (1-3): السياسة المتحفظة في التمويل



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، مصر، 2000، ص 226.

¹ طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2002، ص 36.

² محمد الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 26.

³ فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 346.

يظهر هذا الشكل أن الموجودات الدائمة والتي تنمو عبر الزمن سوف يتم تمويلها كليا بمصادر تمويل طويلة الأجل مع استخدامها أيضا لتمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة.¹

وعليه تعتبر هذه السياسة متحفظة لأن المؤسسة تسعى إلى تمويل جزء من الموجودات المتداولة

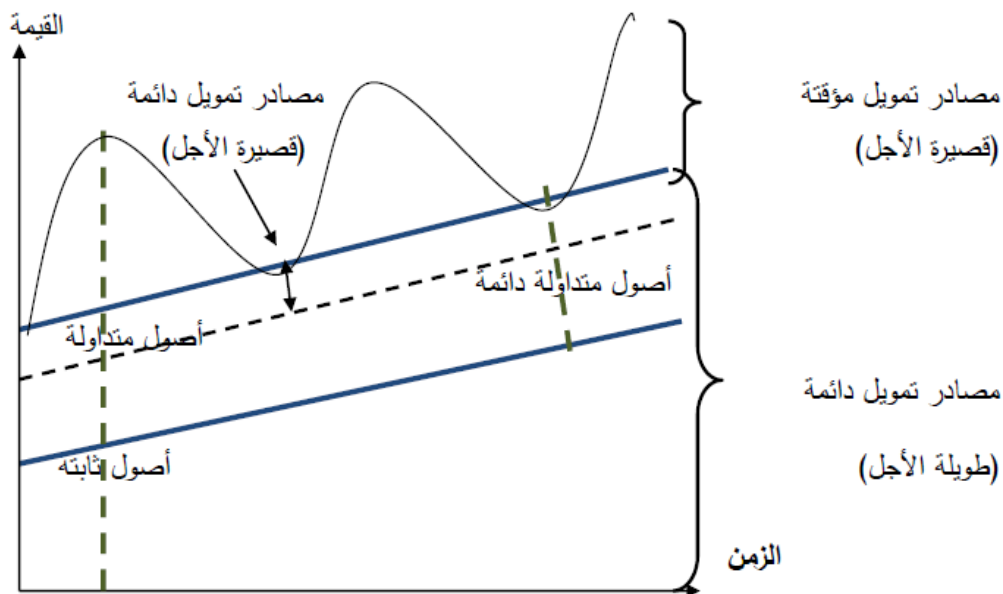
المؤقتة بمصادر تمويل قصيرة الأجل، وهذا التصرف يعني انخفاض حجم الالتزامات المستحقة على المؤسسة مما يعني تعزيز سيولتها، ويساعد هذا النمط التمويلي أيضا في الحصول على مصادر التمويل طويلة الأجل في الأوقات المناسبة عندما تتخفض تكلفتها، وعموما فإن درجة المخاطرة في هذه السياسة سوف تكون بالحدود الدنيا، إلا أن عائد المؤسسة سوف يكون أيضا منخفضا بسبب الارتفاع في تكاليف القروض طويلة الأجل، و بمعنى آخر فإن هذه السياسة سوف تخفض العائد وتخضع المخاطر أيضا.

3- سياسة التمويل المغامرة

يمكن تعريف السياسة المغامرة للتمويل على أنها تلك السياسة التي تتبعها المؤسسة لتمويل متطلباتها الموسمية على الأقل، وكذلك احتمال تمويل بعض من متطلباتها الدائمة عن طريق الأموال قصيرة الأجل والباقي يمول عن طريق الأموال طويلة الأجل.²

ويوضح الشكل التالي حدود سياسة التمويل المغامرة:

الشكل رقم (1-4): السياسة المغامرة في التمويل



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، مصر، ص 227.

¹ طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 38.

² فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 348.

إن النتائج المترتبة على اختيار مصدر التمويل قصير الأمد في تمويل الأصول المتداولة المؤقتة وجزء من الأصول المتداولة الدائمة، سوف تبرز من خلال التأثير المباشر على ربحية المؤسسة، حيث يتبين أن هذا المصدر يتميز بأنه ذو تكلفة منخفضة والمتمثلة في الفائدة، لذلك فإن التكلفة التي تتحملها المؤسسة في التمويل سوف تكون منخفضة إلى أبعد حد مما يزيد من مستوى ربحية الاستثمارات والجدير بالذكر أن هذه السياسة قد تؤدي إلى زيادة درجة المخاطرة التي تتعرض لها المؤسسة بسبب ارتفاع حجم القروض قصيرة الأجل، مما يزيد من حالات العسر المالي.¹

المطلب الثالث: مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية

تندرج الخطة التمويلية ضمن الخطة العامة للمؤسسة، و باعتبار أن عملية إيجاد المصادر التمويلية الملائمة من أهم العوامل المحافظة على استمرارية نشاطها، لذلك فإن تعدد البدائل التمويلية المتاحة يحتم على المؤسسة ضرورة اتخاذ قرار سليم يخدم مختلف الأطراف العامة فيها و يسمح بتحقيق مختلف النتائج المرجوة، وهنا يمكن التمييز بين العديد من المصادر التمويلية حيث يتم تقسيمها بطرق مختلفة حسب المفهوم المستعمل في ذلك فهناك تقسيم على أساس المدة، أو على أساس المصدر، كما يمكن تقسيمها على أساس ملكية الأموال.

وعليه تقسم المصادر التمويلية في المؤسسة حسب معيار ملكية الأموال إلى أموال الملكية و أموال الاستدانة وذلك كما يلي:

أولاً: أموال الملكية:

يمكن القول بأن الهيكل المالي للمؤسسات بشكل عام يتضمن حقوق الملكية (التمويل الممتهك)، وتنشأ هذه الحقوق بشكل أساسي من المبالغ النقدية التي يقدمها المالكين لشراء الأصول المطلوبة للبدء بنشاط المؤسسة و يمكن عرضها فيما يلي :

1- رأس المال الممتهك: ويعرف بأنه مجموع الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من ملاكها عند البدء بتأسيسها أو تكوينها، إضافة إلى احتياطاتها القانونية والخاصة وأرباحها التي احتجزتها أي أن:²

$$\text{رأس المال الممتهك} = \text{رأس المال المدفوع} + \text{الاحتياطات} + \text{الأرباح المحتجزة}$$

أ - رأس المال المدفوع : ويقصد به مجموع الأموال التي دفعها مساهموا المصرف بالفعل عند تأسيسه مساهمة منهم في تكوين رأس ماله، مع أن هذا المصدر يشكل نسبة ضئيلة من مجموع الأموال التي يحصل عليها المصرف من جميع المصادر؛

1 محمد الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 363، 362.

2 لسوس مبارك، التسيير المالي، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 44.

ب- **الاحتياطات:** وهي عبارة عن المبالغ التي اقتطعتها المؤسسة على مر السنين من مجموع أرباحها السنوية، فتراكمت في صورة احتياطي ليكون بمثابة ضمان لنشاطاتها، ولمساعدتها على ممارسة أعمالها والاحتياطات على نوعين هما:

• **الاحتياطي القانوني (Required Reserve):** وبموجبه تكون المؤسسة ملزمة بتكوينه بحكم القانون الذي يصدره البنك المركزي بهذا الخصوص؛

✓ **الاحتياطي الخاص (Special Reserve):** وبموجبه تكون المؤسسة مختارة في تكوينه حسب القرارات التي تصدرها إدارة المؤسسة ذاتها؛

ج- **الأرباح المحتجزة:** هي ذلك الجزء من الأرباح الذي تحققه المؤسسة من خلال نشاطاتها ثم تقرر عدم توزيعه على المساهمين و ذلك لأغراض تسديد الالتزامات أو تنفيذ بعض عمليات التوسع، وهناك علاقة بين معدل توزيع الأرباح و بين معدل الأرباح المحتجزة، ففي الوقت الذي يكون فيه التوسع مطلوباً فإن توزيع الأرباح على المساهمين يكون مطلوباً أيضاً، فكلما زاد معدل الأرباح المحتجزة انخفض معدل توزيع الأرباح و العكس صحيح.

و رأس مال الشركة يختلف حسب الشكل القانوني للشركة، فنجد شركات الأشخاص و التي يتكون رأس مالها من حصص نقدية أو عينية و شركات الأموال التي يتكون رأس مالها من الأسهم سواء العادية أو الممتازة و التي سيتم التطرق إلى كل منها بالتفصيل كما يلي:

❖ **الأسهم العادية:**

تمثل الأسهم العادية أموال المليكة في المؤسسة حيث يتكون رأس مال شركة المساهمة من عدة حصص متساوية تسمى الأسهم العادية.

ان الأسهم العادية المصدر الرئيسي للتمويل الدائم للمؤسسة خاصة في حالة المؤسسات التي تكون في بدايات مراحلها التشغيلية و يرجع ذلك إلى أن إصدار الأسهم لا يترتب عليه إلزام المؤسسة بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم.

✓ **تعريف السهم العادي**

السهم العادي عبارة عن ورقة مالية تمثل حصة في رأس مال شركة المساهمة يحمل قيمة إسمية تصدرها شركة المساهمة للحصول على الأموال.¹

و الأسهم العادية تمنح لحاملها عدداً من الحقوق و التي يمكن تلخيصها فيما يلي:²

• الحق في الإشراف في الأرباح عند توزيعها و قد يحصل المساهم على نصيبه من الأرباح إما في صورة نقدية أو في شكل أسهم؛

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص 308.
² هيثم محمد الزغبى، الإدارة و التحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2000، ص 25.

- الحق في المشاركة في اجتماعات الجمعية العمومية للمساهمين والتصويت على مختلف القرارات؛
- حق الأولوية في الاكتتاب إذ أنه في العديد من الحالات يعطى للمساهم العادي حق الأولوية في شراء الأسهم العادية و التي قد تصدرها المؤسسة في المستقبل؛
- حق الاشتراك في موجودات المؤسسة عند تصنيفها بعد دفع مستحقات باقي ممولياها؛

✓ أنواع الأسهم العادية

- تختلف أنواع الأسهم العادية المصدرة من طرف المؤسسة حسب الهدف من إصدارها حيث نجد:¹
- من ناحية الشكل يمكن تقسيمها إلى اسمية حيث يكون اسم حاملها مسجلا عليها، أما النوع الثاني فهو الأسهم العادية لحاملها؛
 - وهناك تقسيم آخر على أساسه يتم تصنيف الأسهم العادية إلى فئات كالتالي: فئة "أ" فئة "ب" ... الخ و لذلك تدعى بالأسهم المصنفة؛
 - وهناك أنواع أخرى للأسهم العادية منها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية و الأسهم العادية المضمونة.
- #### ❖ الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة النوع الثاني من الأسهم التي تقوم شركات المساهمة بإصدارها

✓ تعريف السهم الممتاز:

تعد الأسهم الممتازة رأس مال لشركة المساهمة، و تسمى بالأسهم الممتازة لأن أصحابها يمتازون بأن لهم حق الأولوية في الأرباح، كما لهم أولوية الحصول على قيمة الأصول في حالة التصفية، ولكن في مقابل هذه الامتيازات نجد أنه لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت و حضور الجمعية العامة.²

و من الأسباب التي تدفع الشركة إلى إصدار أسهم ممتازة ما يلي:

- زيادة الموارد المالية المتاحة للشركة من خلال ما يلقاه هذا النوع من الأسهم من إقبال ملحوظ من المستثمرين و ذلك لأن درجة المخاطرة فيه قليلة؛
- استعمال أموال الغير دون خوف من تدخل أصحاب هذه الأموال في الإدارة أو قراراتها أو سياستها.

✓ أنواع الأسهم الممتازة:

نظرا لتعدد الاحتياجات المالية للمؤسسة و أيضا اختلاف رغبات المستثمرين واتجاهاتهم، فإن هذه العوامل و أخرى أدت إلى تنوع الأسهم الممتازة كما يلي:³

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 300.

² محمد صالح الحناوي، نهال مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي لمشروعات الأعمال الطبعة الأولى، دار الفتح، مصر، 2008، ص 234.

³ محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص 229.

• **الأسهم الممتازة من ناحية الدخل:** يتمتع حملة هذه الأسهم بأسببية على حملة الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح التي تحققها الشركة و ليس المقصود بذلك أرباح الأسهم في هذه الحالة فهي مضمونة؛

• **الأسهم الممتازة من ناحية الأصول:** و لحملة هذه الأسهم الأسببية على حملة الأسهم العادية في إقتسام موجودات الشركة في حالة التصفية، ولذلك فأصحابها يستردون القيمة الاسمية لأسهمهم من قيمة الموجودات

• **الأسهم الممتازة من ناحية حق التحويل :** يعطي هذا الحق لأصحاب حملة هذه الأسهم الحق في تحويل أسهمهم إلى ورقة مالية من نوع آخر كأن تحول الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية في المستقبل إذا تحسنت أحوال الشركة المصدرة؛

• **الأسهم القابلة للسداد:** هي أسهم تصدرها الشركات محتفظة على حقها في سداد قيمة هذه الأسهم لأصحابها بعد فترة معينة و عادة تكون لحملة هذه الأسهم نسبة عالية من الأرباح.

✓ **مزايا الأسهم الممتازة:**

- تعد الأسهم الممتازة مصدرا مهما من مصادر التمويل طويل الأجل؛
- لا يؤدي عدم دفع عوائد أو توزيع أرباح إلى إفلاس الشركة؛
- التوسع في إصدار أسهم ممتازة يقوي المركز المالي للشركة؛
- الأسهم الممتازة ليس لها موعد استحقاق محدد فهي لا تعد التزاما يتوجب الوفاء به؛
- عنصر المخاطرة فيها أقل من الأسهم العادية.

جدول رقم (1-1): مقارنة بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة

الأسهم العادية	الأسهم الممتازة
✓ لا يتمتعون بحق الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة و الحصول على أموالهم بعد التصفية	✓ يتمتعون بحق الأولوية في الحصول على الأرباح و أموالهم عند التصفية
✓ لديهم الحق في التصويت	✓ هذا النوع من التمويل يصدر عدة مرات خلال فترة حياة المؤسسة
✓ لا يوجد حد أقصى لمقدار العائد لحملة الأسهم	✓ ليس لديهم الحق في التصويت
	✓ يوجد حد أقصى للأرباح لحملة الأسهم

المصدر: هيثم محمد الزغبى، الإدارة و التحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2000، ص25.

2- التمويل الذاتي:

أ- مفهوم التمويل الذاتي

يعرف على أنه: " الفائض النقدي الصافي المتاح للمؤسسة بعد توزيع الأرباح " فهو بذلك مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى الخارج أي مصدرها ناتج عن دورة استغلال المؤسسة¹.
ويحسب بإحدى العلاقتين:

إجمالي التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + الإهلاكات + مؤونات الأعباء والخسائر

صافي التمويل الذاتي = النتيجة غير الموزعة + الإهلاكات + مؤونات الأعباء والخسائر

وهناك عدة مفاهيم مرتبطة به ولها معاني مختلفة مثل التدفق النقدي و قدرة التمويل الذاتي، لذا سيتم توضيح كلا من المفهومين كما يلي:

❖ **التدفق النقدي:** يعرف على أنه كافة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة خلال فترة حياة المشروع و يمكن تحديده بالعلاقة التالية:²

التدفق النقدي = التدفق النقدي الداخل - التدفق النقدي الخارج

❖ **قدرة التمويل الذاتي:** تعرف قدرة التمويل الذاتي على أنها الفرق بين الإيرادات المتحصل عليها والتكاليف المدفوعة وتعتبر قدرة التمويل الذاتي كذلك التدفق النقدي الصافي لأنه يتم حسابه بعد اقتطاع الضريبة، فهو يقيس التدفق المتبقي من الخزينة الناتج عن مجموع عمليات التسيير في المؤسسة و الموارد الذاتية لتمويل احتياجات المؤسسة، و يمكن حسابه بإحدى الطرق التالية:³

✓ **الطريقة التنازلية:** يمكن الحصول على قدرة التمويل الذاتي بالاعتماد على الفائض الخام للاستغلال كما يلي:

+ الفائض الخام للاستغلال

+ تحويل تكاليف الاستغلال

(- +) نواتج وتكاليف أخرى للاستغلال

(- +) حصص نتيجة العمليات المشتركة

¹ محمد سعيد عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، ص 40.

² قلادي نضير، دراسة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة، رسالة ماجستير، جامعة 20 أو 1955، سكيكدة، 2011/2010، ص 7.

³ Jean Pierre lahille, *Analyse financiere*, L er edition, canpus dalloz, France, 2009, p 69.

- + نواتج مالية (باستثناء استرجاعات المؤونات)
- أعباء مالية (باستثناء مخصصات الإهلاك والمؤونات)
- + نواتج مالية (باستثناء نواتج التنازل عن الاستثمارات، إعانات للحيازة على الاستثمارات المحولة لنتيجة الاستغلال، المؤونات المسترجعة)
- تكاليف استثنائية (باستثناء القيمة المحاسبية للاستثمارات المتنازل عنها و مخصصات الإهلاكات والمؤونات الاستثنائية)
- مشاركات المستخدمين
- ضريبة على الأرباح
- ✓ الطريقة التصاعديّة: يتم الحصول على قدرة التمويل الذاتي من خلالها انطلاقاً من النتيجة الصافية كم يلي:

+النتيجة الصافية

+الإهلاكات

+المؤونات ذات الطابع الاحتياطي

- إسترجاع المؤونات أو الإهلاكات

- إعانات الاستثمارات

(-+) نتيجة التنازل عن الأصول

حيث : نتيجة التنازل = سعر التنازل - القيمة المحاسبية للأصل المتنازل عنه

القيمة المحاسبية للأصل المتنازل عنه = القيمة الإجمالية - \sum الإهلاكات

ب- مكونات التمويل الذاتي:

يتكون التمويل الذاتي من الإهلاكات، المؤونات و الأرباح المحتجزة الغير موزعة وذلك كما يلي:

❖ الإهلاكات:

يعرف الإهلاك على أنه تلك المبالغ النقدية المخصصة لتعويض النقص التدريجي الذي يحدث بصورة فعلية أو معنوية على عناصر الاستثمارات التي تتدهور قيمتها مع مرور الزمن نتيجة للاستعمال أو التقادم التكنولوجي، حيث يمكن النظر إليه من عدة جوانب نظراً لأبعاده المختلفة وستعرض إلى البعض منها كما يلي:¹

¹ فروم محمد الصالح، النمو و الأداء المالي و الإستراتيجي للمؤسسة، رسالة ماجستير، جامعة 20 أوت 1995، سكيكدة، 2008، ص 75.

✓ اقتصاديا: الإهلاك هو عبارة عن توزيع تكلفة شراء الأصل الثابت أو الفرق بين تكلفة الشراء و الإيرادات المتوقعة لبيع هذا الأصل في نهاية عمره الإنتاجي مقسمة على عدد السنوات، و يمثل قسط الإهلاك تكاليف الإنتاج التي تخص دورة الاستغلال و المتعلقة باستخدام الأصل الثابت؛

✓ محاسبيا: يهدف الإهلاك إلى قياس الأصل الثابت في أي مرحلة من مراحل حياته، وذلك من أجل

قياس الربح الذي ينتج عن استخدام ذلك الأصل الثابت خلال فترة معينة؛

✓ ماليا: الإهلاك هو عملية تمكن المؤسسة من استبدال و تجديد أصولها الثابتة، لذلك تعتبر مصدرا من مصادر التمويل الذاتي للمؤسسة.

❖ المؤونات:

تتعرض أصول و خصوم المؤسسة الاقتصادية إلى التغير في قيمتها المحاسبية، و هذا التغير يؤثر

على القيمة الحقيقية لها، و هذه التغيرات ناجمة عن أسباب عديدة منها تبدل أسعار الأصول و احتياط

المؤسسة لبعض متعاملها الاقتصاديين الذين تشك فيهم أو الخسائر محتملة الوقوع و لتفادي هذه الأسباب

تحاول المؤسسة التقليل من الأخطار و الخسائر و هذا بتكوين مؤونات لمواجهةها.¹

و تعرف المؤونة على أنها مبالغ مالية تخصص لمواجهة الخسائر و التكاليف أو النقصان في قيمة الأصول

التي تسمح باستخراج القيم الحقيقية، و يتم إدراجها مع الحسابات في نهاية السنة من أجل أن تكون النتيجة

المحصلة من طرف المؤسسة محددة قدر الإمكان.²

❖ الأرباح الصافية الغير موزعة :

تعتبر الأرباح غير الموزعة بأنها "الأرباح المتحصل عليها من النتيجة الإجمالية بعد اقتطاع الضريبة

و التوزيعات على الأرباح منها".³

و تحدد الأرباح الصافية غير الموزعة كما يلي:⁴

✓ من الميزانية عن طريق الفرق بين الأصول و الخصوم؛

✓ من حساب النتيجة و ذلك بالفرق بين الإيرادات و النفقات كما أن للنتيجة دور في التمويل الذاتي من

خلال الطريقة المتبعة في التوزيعات

ثانيا: أموال الاستدانة:

بعد التعرف على مختلف مصادر التمويل عن طريق أموال الملكية هناك مصادر تمويلية أخرى تحتل

أهمية بالغة في تمويل المؤسسات وخاصة في ظل محدودية أموال الملكية تأتي من مصادر خارجية

¹ بوراس أحمد، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم و النشر، الجزائر، 2008، ص 28.

² محمد صالح الحناوي و آخرون، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 93.

³ ناصر دادي عدون ، تقنيات و مراقبة التسيير، دار العلوم للنشر و التوزيع، الجزائر، 2000، ص 141.

⁴ نفس المرجع السابق، ص 141.

1- السندات:

أ- تعريف السندات

السند عبارة عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محدودة ويحمل سعر فائدة ثابت وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع فوائد سنوية، و يجب على المؤسسة رفع القيمة الاسمية للسند كاملة عند الاستحقاق ويختلف السند عن القروض بأنه يباع إلى فئات مختلفة سواء الجمهور العادي أو المؤسسات، كما يمكن بيع السند إلى شخص أو مؤسسة أخرى قبل تاريخ استحقاقه ولكن بسعر أقل من قيمته عند الاستحقاق.¹

ب- خصائص السندات

تتمتع السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها ما يلي:²

- ❖ تعتبر السندات من فئة أموال الاقتراض؛
- ❖ فوائدها تقتطع من الدخل قبل احتساب الضريبة؛
- ❖ لها موعد استحقاق يجب سدادها بحلوله أو قبل ذلك إذا كانت قابلة للاستدعاء؛
- ❖ تكلفة السندات أقل من تكلفة الأسهم؛
- ❖ السندات هي شكل من أشكال الاقتراض الطويل الأجل وتظهر في بند المطلوبات طويلة الأجل؛
- ❖ لحامل السند حق الأولوية في الحصول على قيمة السند عند التصفية.

ج- أنواع السندات

توجد أنواع عدة من السندات أهمها:³

- ❖ **السندات القابلة للاستدعاء:** يتم إعادة سداد أصل السندات عند حلول تواريخ استحقاقها غير انه يوجد نوع من السندات القابلة للاستدعاء تتيح للمؤسسة المقترضة إمكانية استدعائها، ويحدث هذا حينما تنخفض أسعار الفائدة السائدة في السوق عن سعر الفائدة على السند بعد بيع السندات المصدرة، وفي هذه الحالة قد ترغب المؤسسة المقترضة المصدرة للسندات في استعجال استحقاق السندات أي استدعائها واستبدالها بإصدار سندات أخرى بأسعار فائدة أقل من الأسعار القديمة وفي مقابل ذلك تتعهد المؤسسة المقترضة بسداد علاوة إضافية عند الاستدعاء تضاف إلى القيمة الاسمية للسند؛

¹ عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص 224.

² هيثم محمد الزغبى، مرجع سبق ذكره، ص 98.

³ زياد سليم رمضان، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الرابعة، دار الصفاء للنشر، الأردن، 1996، ص 137.

❖ **السندات القابلة للتحويل للأسهم** : لها نفس الخصائص مع السند العادي وفي غالب الأحيان تكون بمعدل ثابت، ويعطى هذا النوع من السندات الحق لحاملها في مبادلتها بعدد محدد من الأسهم عند أي وقت وفي مقابل هذه الميزة تصدر السندات بأسعار فائدة أقل من السندات العادية؛

❖ **السندات المضمونة** : وتسمى بسندات الرهن فهي تصدر بشرط رهن بعض الموجودات في المؤسسة ولا يحق لهذه الأخيرة المالكة التصرف بهذه الموجودات المرهونة إلا بعد إطفاء قيمة السندات؛

❖ **السندات الغير مضمونة** : هي سندات طويلة الأجل غير مكفولة برهن موجودات معينة، ويعتمد إصدار هذه السندات على طبيعة موجودات المؤسسة وقوتها الائتمانية وبناءا على ذلك فهي لا تصدر إلا عن المؤسسات القوية جدا.

2- القروض

من الممكن أن تحصل المؤسسة الاقتصادية على مصادر تمويلية من المؤسسات ال بنكية في شكل قروض ويمكن تعريف القرض على أنه عقد يلتزم به المقرض أن ينقل إلى المقترض ملكية مبلغ من النقود على أن يرده إليه عند نهاية مدة القرض وذلك مقابل فائدة؛

ومن الممكن أن نميز بين ثلاثة أنواع من القروض وذلك اعتمادا على المعيار الزمني للتصنيف حيث نجد القروض الطويلة، المتوسطة والقصيرة الأجل.

أ- القروض الطويلة الأجل

❖ تعريف القروض طويلة الأجل:

هي قروض تتجاوز مدتها في العادة عن الخمس سنوات ويكون هدفها توفير موارد مالية كبيرة لتمويل الأصول الطويلة الأجل التي تزيد مدة استهلاكها عن خمسة سنوات، و يتم منح هذه القروض من طرف البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في توظيف الموارد المالية الطويلة الأجل.¹

❖ شروط القروض طويلة الأجل

يتضمن عقد القرض شروطا تتعلق بالجوانب التالية:²

✓ قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ استحقاقه؛

✓ الرهونات أو الضمانات المرتبطة بالقرض؛

✓ فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض؛

✓ أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض.

¹ ليلي لولاتس، التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة رسالة ماجستير، جامعة بسكرة، 200 الجزائر، ص 40.

² نفس المرجع السابق، ص 40.

ب- القروض متوسطة الأجل:

هي قروض موجهة لتمويل الأصول الثابتة والمتداولة كما أن استخدامها لتمويل الأصول المتداولة يجعلها تتشابه مع القروض قصيرة الأجل من ناحية الهدف وتختلف وإياها في المدة الزمنية، و تمويلها للأصول الثابتة يجعلها تقترب من القروض طويلة الأجل، فهي تعتبر قروض وسيطة بين القروض قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل ولكن عادة ما يتوافق استخدامها مع استخدام القروض طويلة الأجل¹ و من خصائص القروض المتوسطة الأجل أنها ذات مدة زمنية أقصر حيث تتراوح بين السنة و الثلاث سنوات و قد تمتد إلى خمس سنوات، وعادة ما تستخدم لتمويل التجهيزات الإنتاجية ووسائل النقل كما لا تختلف كثيرا آثار التمويل من خلالها عن التمويل عن طريق السندات والتمويل عن طريق القروض طويلة الأجل فكلاهما مصدر تمويلي خارجي ناتج عن الاستدانة، إلا أن السندات تتميز على القروض الطويلة والمتوسطة الأجل بإمكانية استدعائها في حالة تغير الظروف المحيطة بالمؤسسة أما القروض الطويلة والمتوسطة الأجل فتمتيز على السندات بالمرونة لأنها تنتج عن مفاوضات مباشرة بين المقرض والمقرض.²

ج- القروض قصيرة الأجل:

إن القروض قصيرة الأجل هي " قروض تستخدم لتمويل نشاط الاستغلال و تكون قصيرة الأجل لأنها لا تتجاوز السنة، و توجد العديد من أنواع القروض في المدى القصير منها قروض الاستغلال... الخ"³. و تنقسم مصادر التمويل القصيرة الأجل عموما إلى نوعين أساسيين نوضحها فيما يلي:

❖ الائتمان التجاري:

✓ تعريف الائتمان التجاري:

يعتبر من أكثر مصادر التمويل قصيرة الأجل شيوعا و استخداما في الإدارة المالية، و يقصد به ذلك القرض الممنوح لمؤسسة معينة نتيجة شراء مواد أولية أو بضاعة دون أن يترتب عليها دفع قيمة هذه المشتريات نقدا و إنما تأخذ صفة المشتريات الآجلة فقط، حيث يسمح للمؤسسة بدفع قيمة مشترياتها الآجلة خلال فترة زمنية لا تتعدى السنة الواحدة و الهدف من الائتمان التجاري هو تلبية الاحتياجات من مصادر خارجية في حالة عدم إمكانية الحصول على القروض المصرفية.⁴

¹ عاطف وليم أندوراس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص 405.

² ليلى لولانس، مرجع سبق ذكره، ص 28.

³ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 257.

⁴ محمد الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 248.

✓ أشكال الائتمان التجاري:

للائتمان التجاري عدة أشكال نوضحها فيما يلي:¹

• **الحساب المفتوح الجاري:** هو أكثر أشكال الائتمان التجاري استعمالاً و شيوعاً و فيه يفتح البائع للمشتري حساباً في دفاتره يسجل فيه ثمن ما باعه من بضاعة على الحساب و المبالغ التي سددها، و قد يتم استعمال هذا الأسلوب لتسديد قيمة المستلزمات عندما تكون الثقة عالية بين الطرفين، مع العلم أن الحساب المفتوح قد أخذ تسميته من أن المشتري لا يوقع وثيقة دفع رسمية للبائع أي أن البائع يمنح الائتمان في ضوء اعتبارات و دراسات قام بها.

• **الكمبيالة و أوراق الدفع:** تعرف الكمبيالة بأنها أداة ائتمان تجاري بموجبها يلتزم المشتري بدفع قيمة البضاعة المشتراة بتاريخ معين و محدد متفق عليه، و ميزة هذه الورقة أنها تكون قابلة للتداول عن طريق التظهير إلى شخص آخر كما يمكن خصمها لدى المصارف التجارية قبل موعد استحقاقها بسعر فائدة منخفض نسبياً.

• **السند الإذني:** و هو تعهد كتابي يوقعه المقرض بدفع قيمة مبلغ محدد عند الطلب أو تاريخ معين إلى شخص معين أو لحامله و قد يشتمل السند على بيان سعر الفائدة التي تستحق على الدين.

❖ الائتمان المصرفي:

✓ تعريف الائتمان المصرفي:

يعتبر الائتمان المصرفي شكلاً من أشكال التمويل القصير الأجل و يعتمد على البنوك التجارية و شركات الأموال، إلا أن البنوك التجارية تعتبر أقدم المؤسسات المالية المتخصصة في توفير الأموال على شكل ائتمان قصير الأجل يمنح لتغطية المشاريع المختلفة و سد حاجاتها من الأموال و تمويل عملياتها التجارية المتعددة.²

و القروض المصرفية القصيرة الأجل من مصادر التمويل المهمة التي قد تلجأ إليها العديد من المؤسسات، و هذه القروض لا تتم بشكل تلقائي و إنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة و المصرف فعندما تحتاج المؤسسة إلى الأموال لفترات قصيرة و التي لا يمكن توفيرها عن طريق الائتمان التجاري أو عن طريق الأموال المحققة داخلياً (الأرباح المحتجزة) فإنها تلجأ إلى استخدام الائتمان المصرفي.³

¹ طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 38.

² عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، الأردن، 2007، ص 201.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 82.

✓ أشكال الائتمان المصرفي:

ينقسم الائتمان المصرفي إلى نوعين أساسيين هما:¹

• **قروض مصرفية غير مكفولة بضمان:** هي قروض ذات تصفية ذاتية و معنى ذلك أن الموجودات المشتراة بموجب هذه القروض و الأرباح المحققة عنها ستولد نقدية كافية لتسديد القروض و فائدته خلال مدة أقل من سنة، و عند لجوء البنوك التجارية إلى اعتماد هذا النوع من القروض فإنها تضع عند التعامل الشرطين التاليين:

➤ الشرط الأول: و هو ما يعرف بالرصيد المعوض و بمقتضاه يجب على العميل أن يترك في حسابه

الجاري لدى البنك التجاري نسبة معينة من قيمة الاعتماد أو على الأقل من قيمة القرض الممنوح بالفعل؛

➤ الشرط الثاني: وجوب قيام العميل بسداد قروضه مرة واحدة على الأقل كل سنة و الحكمة من هذا الشرط

هو إظهار أن هذه القروض من النوع القصير الأجل و أن العميل لا يتخذها كمصدر تمويل طويل الأجل.

• **القروض المصرفية المكفولة بضمان:** هي مجموعة القروض التي تقدمها البنوك التجارية بشرط أن تقدم

المؤسسات المستفيدة منها ضمانا معيناً قبل الحصول على الائتمان و يمكن تقسيمها إلى قسمين: قروض

مصرفية مكفولة بضمان شخص آخر و قروض مصرفية مكفولة بضمان موجودات معينة كالحسابات

المدينة، أوراق القبض، أوراق مالية أخرى بضائع و غيرها من الموجودات الأخرى.

المبحث الثاني: الإطار العام لهيكل رأس المال

في ضوء السياسة التمويلية الخاصة بالمؤسسة يتم تحديد هيكل رأس المال المناسب حسب ما يلائمها

و هنا يتم الاعتماد على الديون بدرجة أكبر من حقوق الملكية أو عكس ذلك و في هذا المبحث سنطرق

لمفهوم هيكل رأس المال و العوامل المؤثرة في تحديده.

المطلب الأول : مفهوم هيكل رأس المال

بداية يمكن الإشارة إلى التفريق بين مفهومين لبنية تمويل المؤسسة وهما الهيكل المالي و هيكل رأس

المال.

أولاً: مفهوم الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي للمؤسسة على أنه "هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم و حقوق الملكية

التي تظهر في كشف الميزانية العمومية".²

¹ محمد مصطفى الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 239.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر و التوزيع، الأردن، 2009، ص 34.

و يمكن تعريفه كذلك بأنه: " كيفية تمويل إجمالي موجودات أو استثمارات المؤسسة ويتمثل ذلك في الجانب الأيسر للميزانية، أي جانب المطلوبات و حقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تستخدمها المؤسسة "، فالهيكل المالي يمثل جميع أنواع و أشكال التمويل سواء بملكية أو باقتراض، و سواء كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.¹

ثانياً: مفهوم هيكل رأس المال

و يتعلق بمصادر التمويل الطويلة الأجل و الدائمة كالديون طويلة الأجل و الأسهم الممتازة و الأسهم العادية و الأرباح المحتجزة و يتم استبعاد جميع أنواع الائتمان القصير الأجل، وعليه فإن هيكل رأس المال هو تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال لتمويل استثماراتها و من ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم باستثناء العناصر القصيرة الأجل؛² و بالتالي فهيكّل رأس المال للمؤسسة هو جزء من هيكلها المالي فهو تركيبة الأموال المملوكة للمؤسسة (رأس المال، احتياطات، أرباح محتجزة) و القروض الطويلة الأجل كجزء من التركيب المالي و مصدرا مهما من مصادر تمويل المؤسسات الكبيرة؛³

ومع ذلك قد يرى البعض ضرورة استبعاد الخصوم المتداولة من الهيكل المالي على أساس كونها تمويل مؤقت، و هم بذلك من يفضلون استخدام مفهوم هيكل رأس المال بدلا من مفهوم الهيكل المالي. ومن ناحية أخرى قد يؤيد البعض ضرورة إدخال الخصوم المتداولة في مكونات التمويل خاصة في المؤسسات الصغيرة أو التجارية، و ذلك على أساس ان هذه المؤسسات تعتمد بشكل كبير على الخصوم القصيرة الأجل، لذلك فهؤلاء يفضلون استخدام مصطلح الهيكل المالي بدلا من مصطلح هيكل رأس المال.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في اختيار هيكل رأس المال

يختلف هيكل رأس المال من مؤسسة إلى أخرى فبعض المؤسسات تعتمد كلياً على أموال الملكية، في حين البعض الآخر يتوسع بشكل كبير في استخدام الأموال المقترضة بأنواعها المختلفة، و بسبب الاختلافات في هياكل التمويل تكون نتيجة للعديد من العوامل المتعددة التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد أنواع الأموال التي تستخدمها المؤسسة.

وعليه يمكن تصنيف هذه العوامل إلى مجموعتين:

¹ محمد أيمن عزة الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول و المعادن، السعودية، 1993، ص ص-556-555.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 229.

³ نفس المرجع السابق، ص 229.

عوامل خارجية وعوامل داخلية وذلك على النحو التالي:¹

أولاً: المحددات الخارجية للهيكل المالي

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

1- الحالة الاقتصادية:

و التي يتم ربطها بالالتزامات وأموال الملكية، ففي حالة ما إذا كانت هذه الأخيرة أقل من الأولى فإن المؤسسة تتعرض إلى مخاطر أكبر في حالة حدوث انكماش اقتصادي، ولكنها تتمتع بعائد أكبر في حالة الراجح الاقتصادي، وبالتالي يتعين على الإدارة الموازنة بين العائد والمخاطر الاستثمارية عند دراستها وتقديرها للهيكل المالي.

و عموماً فإن الحالة الاقتصادية تتضمن ما يلي:

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

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

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

¹ خبيزة أنفال حدة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر، ب سكرة، 2012/2011، ص 9،5.

2- خصائص الصناعة:

وتتضمن ما يلي:¹

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

ب- **درجة حساسية المبيعات للدخل القومي:** إذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاته بالحساسية لتغيرات الدخل القومي، فإنه يتعين عدم التمادي في الاقتراض طويل الأجل، لأنه قد يرجع بنتائج عكسية على دخل الملاك فضلا عن احتمال تعرض المؤسسة لمخاطر عدم السداد ومن ثم يكون التمويل الذاتي والإقراض قصير الأجل أكثر قبولا لمواجهة حالات التوسع والانكماش؛

ج- **دورة حياة الصناعة:** يختلف شكل الهيكل المالي للمؤسسة باختلاف المرحلة التي تمر بها الصناعة بحيث أنه في مرحلة الانطلاق يفضل الاعتماد على الأسهم العادية وذلك لزيادة احتمالات الفشل، أما في مرحلة النمو فيزداد الاهتمام بعامل المرونة للتأكد من إمكانية الحصول على الأموال عند الحاجة إليها و تجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد هيكل تمويلي أمثل لجميع المؤسسات، ولكن هناك هياكل مثلى يمكن تطبيقها على مستوى أي صناعة من الصناعات وذلك طبقا لمخاطر التشغيل التي تواجهها هذه الصناعة ووفقا لخصائص هيكل أصولها.

3- خصائص المؤسسة ذاتها: وتتضمن ما يلي:

أ- **طبيعة المؤسسة القانونية:** يتأثر الهيكل المالي باختلاف الطبيعة القانونية، إذ تميل المؤسسات الفردية وشركات الأشخاص إلى عدم الاعتماد على القروض خوفا من مخاطر عدم السداد التي قد تصل إلى الممتلكات الخاصة للملاك، أما شركات المساهمة فإنها تكون أكثر قدرة على الاعتماد على القروض طويلة الأجل وذلك بسبب استمرارها وعدم ارتباط بقائها ببقاء الملاك الذين يفضلون معيار الأمان على معيار الدخل؛

ب- **حجم المؤسسة:** يعتبر هذا العامل وثيق الصلة بالطبيعة القانونية، لأنه في الغالب تكون المؤسسات الفردية وشركات الأشخاص ذات حجم صغير نسبيا وذلك بالمقارنة مع شركات الأموال التي تكون ذات أحجام كبيرة نسبيا، فالمؤسسات الفردية تعتمد على الأموال الخاصة لأنها قد تجد صعوبات كبيرة في الحصول على القروض طويلة الأجل، وحتى لو تحصلت عليها فتجدها بفائدة مرتفعة وشروط غير ملائمة ما

¹ عاطف وليم أندوراس، مرجع سبق ذكره، ص 401.

يجعل هيكلها غير مرن، وقد تلجأ إلى الاقتراض كأحد متطلبات النمو حتى لا يفقد الملاك سيطرتهم على المؤسسة.

ثانياً: المحددات الداخلية للهيكل المالي:

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

منها:

1 مستوى المبيعات: تستطيع المؤسسة التي تتميز بمبيعاتها بالاستقرار النسبي أن تعتمد على التمويل عن طريق القروض، دون أن تتحمل تكاليف ثابتة أخرى مثل المؤسسات التي تتسم بعدم استقرار مبيعاتها؛

2 التحكم أو السيطرة: يؤثر التمويل بالاقتراض على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة ما يمكنه من التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، فالإدارة إذا كانت في حالة سيطرة تصويتية في المؤسسة ولا يسمح لها بشراء أي أسهم فسوف تفضل استخدام القروض في تمويل الاستثمارات الجديدة لأن إصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على المؤسسة، وفي حالة اتسم الوضع المالي للمؤسسة بالضعف فسوف تصدر أسهم جديدة خوفاً من مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها، وكذلك فإن تخفيض الاعتماد على القروض قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر الاستحواذ والاستيلاء عليها من مستثمرين آخرين، وبالتالي فإن لمعيار السيطرة تأثيراً على شكل الهيكل التمويلي للمؤسسة.¹

3 المخاطر المالية: ترتبط هذه المخاطر بقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها، حيث أنه كلما زادت

المخاطر المالية (عدم قدرتها على السداد) التي تواجهها المؤسسة قل اعتمادها على التمويل باستخدام الاقتراض؛

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

5 المرونة التمويلية: وهي قدرة المؤسسة على الحصول على القروض وذلك بشروط ملائمة وأسعار فائدة معقولة تحت مختلف الظروف، لأنه من المعروف أن المقرض دائماً ما يبحث عن المؤسسة ذات المركز المالي القوي لضمان حقوقه خاصة في الظروف الاقتصادية الرديئة، وعليه فعندما تكون العوامل الأخرى مشجعة على استخدام الدين والمرونة التمويلية غير متوفرة فهذا يعني هيكل مالي بنسبة دين أقل؛

6 سيولة الأصول: ترجع أهميته إلى أثره في تحديد استحقاقات الدين وكذلك نسبة الديون في هيكل التمويل، إذ أنه كلما زادت درجة سيولة الأصول كلما أمكن الاعتماد على القروض بنسبة أكبر لأنه كلما

¹ خبيرة أنفال حدة، مرجع سبق ذكره، ص 10.

كانت الأصول أقل سيولة كلما كانت أقل مرونة في خدمة القرض، هذا بالإضافة إلى مدى سهولة أو صعوبة رهن الأصل أي ما إذا كانت الأصول المتاحة للمؤسسة تصلح لاستخدامها كضمان للأصل؛

7 - التدفقات النقدية: إن استقرار التدفقات النقدية وفقا للدورة النقدية للمؤسسة يمكن من التخطيط الجيد لسداد الالتزامات المستحقة للدائنين في مواعيدها، ويرتبط استقرار التدفقات النقدية ارتباطا وثيقا بتحديد المقدار الأمثل من القروض الذي ينتج عنه الوضع الأمثل لحملة الأسهم، و هذا يستلزم تحليل التدفق النقدي لمعرفة التدفقات النقدية الخارجة المترتبة على أعباء خدمة القرض وما مدى قدرة التدفقات الداخلة على تغطيتها وذلك لتجنب الوقوع في دائرة العسر المالي؛

8 - التوقيت: يرتبط عامل التوقيت بشكل أساسي بعامل المرونة، فالتوقيت الملائم هو الذي يسمح للمؤسسة بالحصول على الأموال من مصادر تتصف بالمرونة، وهذا ما يعطي للمؤسسة حرية أكبر في تحديد مبلغ الأموال وفترة الحاجة إليها وشروط الحصول عليها، كما أن التعرف على الحاجة للأموال في توقيت سليم يسمح للمؤسسة بالحديث عن المصادر البديلة والمفاضلة بينها لاختيار أفضلها؛

9 - الملائمة: ويقصد بها ملائمة أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول، أي يجب أن يكون اختيار مصدر التمويل متماشيا ومتناسبا مع نوع الاستخدام، فمثلا يتم تمويل العمليات طويلة الأجل بمصادر تمويلية طويلة الأجل، ويرجع ذلك لضرورة المواءمة والتنسيق بين الطبيعة الزمنية لطبيعة الأصل والأموال اللازم الحصول عليها؛

10 - التكلفة: لا ينبغي على المؤسسة أن تعتمد على المصدر التمويلي (خاصة المديونية) إلا إذا تحققت من أن العائد يفوق التكلفة المترتبة عليه، لأن هذه التكلفة تمثل أعلى عائد يتوقع الحصول عليه من استثمار ذلك المصدر.

المبحث الثالث: تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية هيكل رأس المال

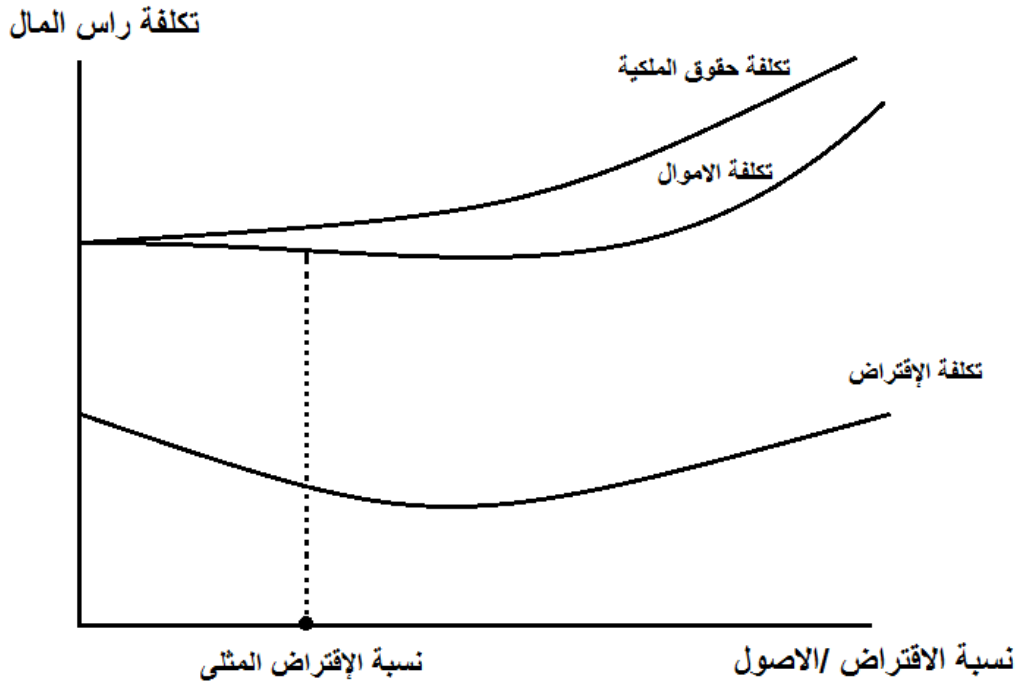
لقد تناولت العديد من النظريات المالية موضوع هيكل رأس المال في محاولة منها لمعالجة إشكالية أمثلية هيكل رأس المال، و من أهم هذه النظريات نجد: النظرية الكلاسيكية، نظرية مود جلياني وميلر، نظرية صافي الربح و النظريات الحديثة.

المطلب الأول: النظرية الكلاسيكية (التقليدية)

لقد نظر المدخل التقليدي إلى هيكل رأس المال من خلال الاعتقاد بأن المؤسسة لها شكل من أشكال المديونية بالاعتماد على خصائص تلك المؤسسة وإمكاناتها، و تمثل طاقة المديونية تلك مبلغ أو كمية الدين الذي

يتوجب على المؤسسة أن تقوم باقتراضه للتقليل من تكلفة رأس المال¹، و يفترض هذا المدخل أن تكلفة الاقتراض تزداد بزيادة نسبة القروض في هيكل رأس المال، كما تفترض أيضا أن الزيادة في نسبة الاقتراض تؤدي إلى زيادة معدل العائد الذي يطلبه المساهمون كنتيجة لزيادة المخاطر المالية، و يفترض كذلك المدخل التقليدي انخفاض تكلفة الأموال رغم زيادة نسبة الاقتراض، و ذلك استنادا إلى أن الاقتراض يعد أرخص نسبيا من الأموال المملوكة، إلا أن هذا الانخفاض لا يستمر بصورة دائمة حيث يتوقف عند نقطة معينة تصبح بعدها أي زيادة في الاقتراض تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال بمعدلات أكبر من معدلات الانخفاض الناتجة عن زيادة نسبة الاقتراض²، و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01-05): العلاقة بين تكلفة الأموال و نسبة الاقتراض حسب المدخل التقليدي



المصدر: محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان ، الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص 389.

يوضح الشكل أعلاه أن تكلفة الأموال تنخفض مع زيادة نسبة الاقتراض و ذلك حتى نسبة الاقتراض المثلى لتبدأ بعدها تكلفة الاقتراض في الزيادة، كما يلاحظ أيضا أن تكلفة الأموال تزداد بتزايد نسبة الاقتراض و بالتالي فإن نسبة الاقتراض المثلى هي النقطة (نسبة الاقتراض المثلى) و التي عندها تكون قيمة المنشأة عند حدها الأقصى³.

¹ صبيحة قاسم، أحمد نزار جميل، أثر التدفقات النقدية في عناصر هيكل رأس المال، مجلة تكريت للعلوم الإدارية و الاقتصادية، جامعة تكريت، العراق، 2007، العدد 14، ص 29.

² محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 388.

³ مرجع سبق ذكره، ص 389.

المطلب الثاني: نظرية مود جلياني و ميلر

أولاً : ملخص نظرية مود جلياني و ميلر :

تعد نظرية مود جلياني وميلر التي امتدت بين 1958 و 1963 حجر الزاوية لتمويل الشركات الحديثة و ذلك من خلال مقترحين:

❖ المقترح الأول لنظرية مودجلياني وميلر: ينص على أنه في ظل غياب الضرائب و كلفة الإفلاس و كلفة الإدارة و تباين المعلومات و كفاءة السوق فإن قيمة الشركة لا تتأثر بكيفية تمويلها سواء كان ذلك بإصدار الأسهم أو بواسطة الدين.

❖ المقترح الثاني لنظرية مودجلياني وميلر: فينص على أن الرافعة المالية للشركة ليس لها تأثير على التكلفة المرجحة لرأس المال أي أن تكلفة رأس المال دالة خطية في نسبة الديون إلى حقوق الملكية . و عليه توصل كل من مود جلياني و ميلر في عام 1958 إلى أنه في ظل غياب الضرائب فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بالرفع المالي، ومن ثم لا يوجد هيكل رأس مال أمثل مع العلم أن الاقتراحين اللذين قدمهما مود جلياني و ميلر قاما على افتراضات معينة ترتبط بسلوك كل من المستثمرين و سوق رأس المال.¹

ثانياً: افتراضات نظرية مود جلياني و ميلر

و تتمثل هذه الافتراضات فيما يلي:²

1-أسواق رأس المال هي أسواق منافسة تامة؛

2-تصنف المؤسسات على أساس المخاطرة نسبة إلى التباين في الأرباح قبل الفوائد و الضرائب؛

3-معدل الفائدة على الديون ثابت و بالتالي فإن الافتراض خال من المخاطرة؛

4-قيمة المؤسسة تعتمد على دخلها التشغيلي؛

5- توقعات المستثمرين متجانسة حول القيمة المستقبلية المتوقعة لدخل المؤسسة.

ثالثاً: شرح اقتراحات مود جلياني و ميلر:

1 +الاقتراح الأول لمود جلياني و ميلر:

في ظل هذا الاقتراح فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماماً عن هيكل رأس مالها حسب مود جلياني و ميلر عادي لمؤسسة تنتمي لنفس الفئة من المخاطر و تستخدم في تمويله

¹ محمد صالح الحناوري، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 336.

² محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص ص 390،391.

أموال الملكية فقط.¹

و لإيجاد القيمة السوقية لأي مؤسسة تنتمي لفئة خطر معينة و لتكن K مثلا فإنه تستخدم المعادلة التالية:

$$VJ = (SJ+DJ) = XJ / PK$$

حيث:

VJ : القيمة السوقية للمؤسسة J ؛

SJ : القيمة السوقية لأموال الملكية في المؤسسة J ؛

DJ : القيم السوقية للديون في المؤسسة J ؛

XJ : العائد المتوقع على أصول المؤسسة قبل اقتطاع المصاريف المالية؛

PK : معدل المرودية على الاستثمار في أسهم المؤسسات التي تنتمي لفئة الخطر K .

و عليه تقرأ المعادلة السابقة على أساس أن القيمة السوقية للمؤسسة J المنتمة لفئة المخاطر K تساوي

إلى مجموع القيم السوقية للأسهم و السندات التي تشكل هيكل رأس مالها، كذلك تساوي إلي صافي ربح

العمليات قبل اقتطاع المصاريف المالية المرسمة بمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين العاديين في أي

مؤسسة تنتمي لفئة المخاطر K ممولة بأموال الملكية، و بالتالي فإنه لا علاقة لهيكل رأس مال المؤسسة

بقيمتها.²

و لإثبات صحة كلامه فإن مود جلياني و ميلر افترض مؤسسة أخرى تنتمي لنفس فئة الخطر إلا أنها

مقترضة، و هنا تكون القيمة السوقية للمؤسسات متساوية و في حالة عدم تحقق ذلك سوف يظهر المراجعون

لإتمام العلاقة التوازنية بين القيمتين من خلال مصطلح المراجعة، و الذي يعني أن المستثمر يستطيع أن

يحول استثماراته من مؤسسة تعتمد على القروض في تمويل جزء من أصولها إلى مؤسسة أخرى متشابهة و

لكنها تعتمد على أموال الملكية بالكامل في التمويل.

و بالتالي إذا تماثلت مؤسستين في كافة الأوجه عدا هيكل رأس المال و كانت القيمة السوقية لمؤسسة

تفوق القيمة السوقية للمؤسسة الأخرى فإن فكرة المراجعة كفيلة بتحقيق التوازن بينهما.³

2+ الاقتراح الثاني لمود جلياني و ميلر:

يعطي هذا الاقتراح مقياس لتكلفة رأس المال المملوك، و يشير إلى أن معدل العائد المطلوب لمنشأة

تعتمد على الاقتراض يعادل معدل العائد المطلوب لشركة أخرى مماثلة و تنتمي لنفس شريحة الخطر لكنها

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 337.

² محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 399.

³ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات الاستثمار الرأسمالي و تقييم الأداء، دار الجامعية، مصر، 2013، ص 201.

لا تعتمد على الاقتراض في هيكل رأسمالها بالإضافة إلى عائد إضافي لتعويض المخاطر المالية الناتجة عن الاقتراض.¹

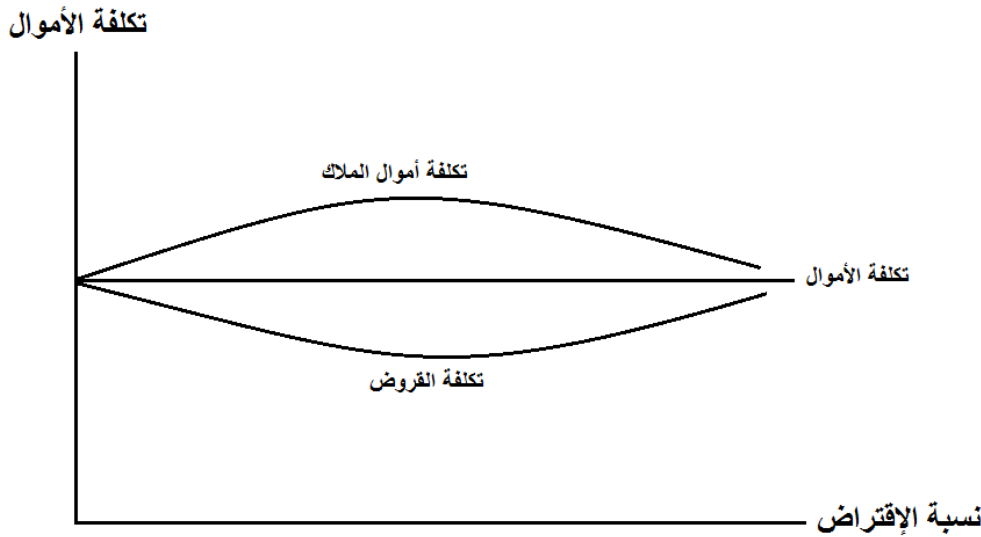
و يمكن صياغة هذا الاقتراح رياضياً من خلال المعادلة التالية:

$$\text{تكلفة التمويل الممّلك} = (\text{معدل العائد المطلوب من الملاك}) - \text{متوسط تكلفة الأموال} + (\text{متوسط تكلفة الأموال} - \text{تكلفة التمويل المقترض}) \times \text{القروض} / \text{حق الملكية}$$

هيكل رأس مالها يعادل معدل العائد لشركة مماثلة تنتمي لنفس شريحة المخاطر، و لكنها لا تعتمد على القروض في هيكل رأس مالها بالإضافة إلى أن تكلفة الأموال تظل ثابتة لا تتغير و لا تتأثر بمكونات هيكل رأس المال.

و يمكن عرض ما جاء في الاقتراح الثاني من خلال الشكل التالي الذي يمثل العلاقة بين تكلفة أموال الملاك و تكلفة الأموال و نسبة الاقتراض في ظل هذا الاقتراح

الشكل رقم (01-06): العلاقة بين تكلفة أموال الملاك و تكلفة الأموال و نسبة الاقتراض



المصدر: محمد صالح الحناوي و آخرون ، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر ، 2001، ص 93.

المطلب الثالث: نظرية صافي الربح

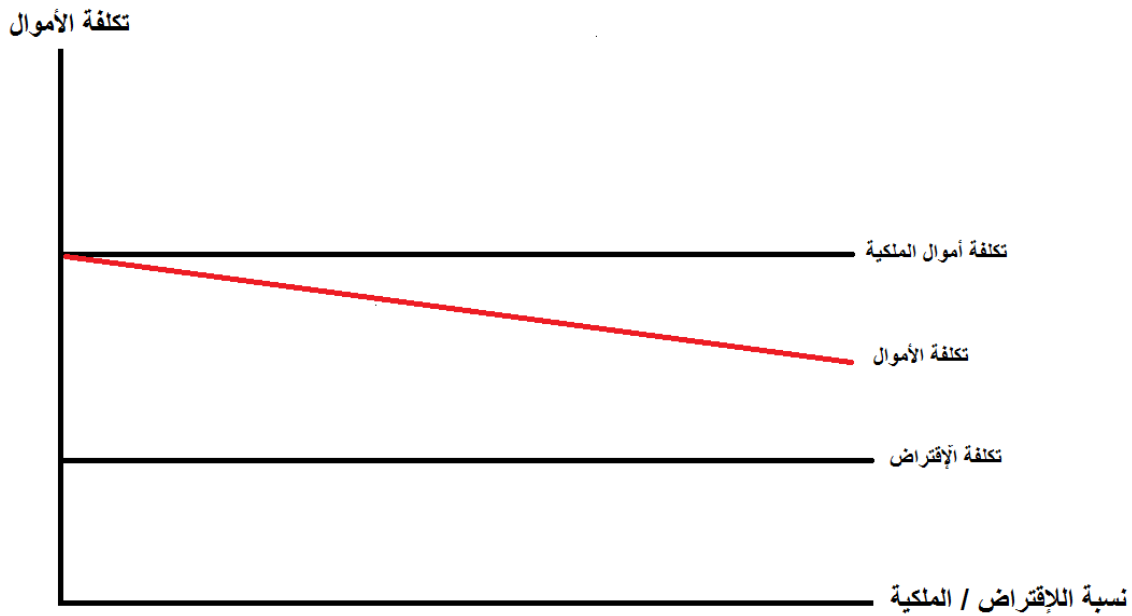
يرى مؤيدو مدخل صافي الربح أنه يمكن زيادة القيمة السوقية للمنشأة و تلبية تكلفة الأموال عن

طريق زيادة نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، و يقوم هذا المدخل على الافتراضات التالية:²

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 343.

² سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح الهياكل المالية، مكتبة و مطبعة الشعاع الفنية، مصر، 1997، ص 215.

- إن الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر و بالتالي عدم تغير معدل العائد الذي يطلبه الملاك و معدل الفائدة على السندات أو الاقتراض بسبب تغير نسب الرفع المالي؛
 - معدل العائد المطلوب يجب أن يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض (السندات) و ذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين.
- و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي :
- الشكل رقم (01-07): العلاقة بين نسبة الاقتراض و تكلفة الأموال طبقا لمدخل صافي الربح



المصدر: عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص ، أساسيات الاستثمار الرأسمالي و تقييم الأداء، الدار الجامعية، مصر، 2013، ص 193.

و عليه فإن نظرية صافي الربح تؤكد أن تكلفة الاقتراض و تكلفة أموال الملاك لا تتغير بسبب درجة الرفع المالي، و بالتالي فإن الهيكل المثالي يتحقق عند اعتماد الشركة على أموال الاقتراض فقط في تمويل أصولها، إلا انه يعاب على هذه النظرية عدم أخذها بعين الاعتبار إمكانية مطالبة الملاك بعائد إضافي نتيجة الاعتماد المتزايد للمنشأة على الاقتراض.¹

المطلب الرابع: النظريات الحديثة المفسرة لهيكل رأس المال

جاءت هذه النظريات كتطور بني على أساس الانتقادات التي وجهت للنظريات السالفة الذكر و من أهم هذه النظريات الحديثة نجد: نظرية التبادل، نظرية الوكالة و نظرية الإشارة.

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 322.

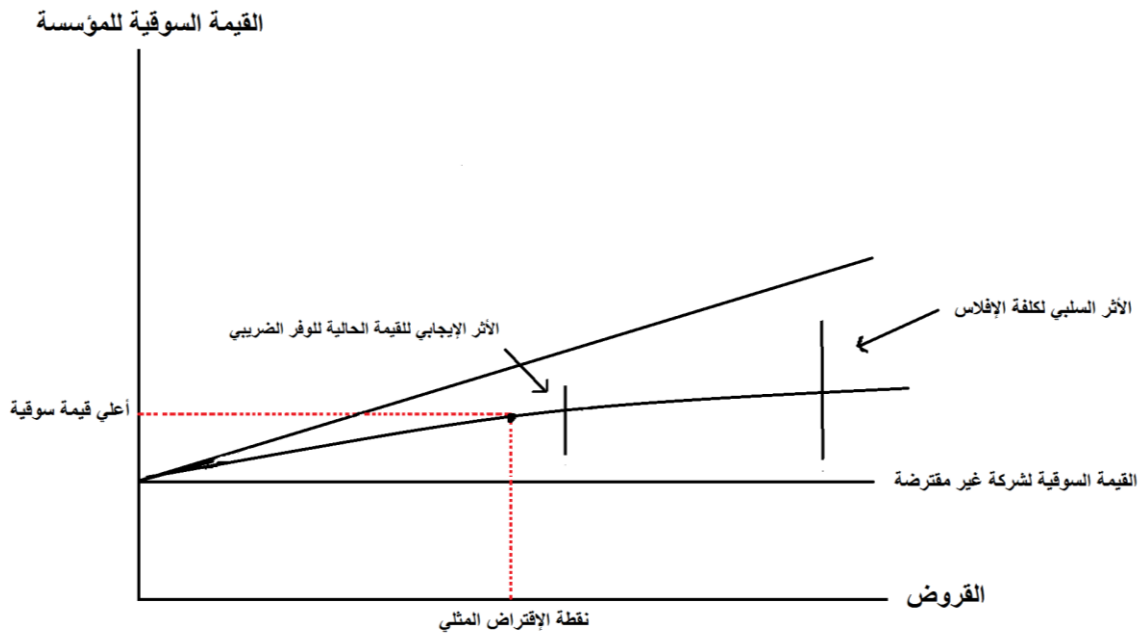
أولاً: نظرية التبادل (التوازن):

ظهرت كتطور لنظرية مود جلياني و ميلر بسبب جملة من الانتقادات التي وجهت للأخيرة، و تقوم هذه النظرية على أن حضور أموال الاقتراض في هيكل رأس المال يعد فرصة لتحقيق وفورات ضريبية بقيمة المصروف المالي الناتج عن خدمة الدين مضروباً في معدل الضريبة.¹

و من بين أهم الافتراضات التي قامت عليها نظرية التبادل نذكر:²

- 1- توجه المنشأة إلى وضع نسبة مديونية إلى القيمة المستهدفة و بشكل تدريجي؛
- 2- ضعف أو انعدام تكلفة تعديل هيكل رأس مال المنشأة؛
- 3- تحدد نسب المديونية المثلى للمنشأة من خلال التبادل بين تكاليف و منافع الاقتراض؛

و يمكن توضيح ما جاءت به نظرية التبادل من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (08) : نظرية التبادل و القيمة السوقية للمؤسسة

المصدر: محمد الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، مؤسسة ، الأردن، 2004، ص 205.

و بالتالي فإن زيادة الأموال المقترضة في هيكل أموال المؤسسة يترتب عليه ارتفاع في القيمة السوقية

للمؤسسة بسبب القيمة الحالية للوفر الضريبي، و منه فإن كلما زاد الاقتراض زادت القيمة الحالية للوفر الضريبي و بالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة و تحسنها.

¹ شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة محمد بوفرة، الجزائر، 2010/2009، ص 63.

² محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 349.

ثانياً: نظرية الوكالة:

ظهرت نظرية الوكالة سنة 1976 م و يعرف عنها أنها تنتج نوعين من تضارب المصالح: النوع الأول يكون كنتيجة للتعارض بين مصالح حملة الأسهم العادية ومصالح المديرين، أما النوع الثاني فيكون كنتيجة للتعارض بين مصالح حملة الأسهم العادية ومصالح حملة السندات (المقرضين)¹.

1- مفهوم الوكالة

يقصد بالوكالة بأنها تفويض حق من حقوق الملكية من المالك لشخص آخر كحق الاستعمال أو حق التصرف، فوفقاً لنظرية الوكالة فإن الإدارة تعتبر وكيل عن المساهم وهذا الوكيل انتهازي وذو رشادة محدودة عكس ما كان يعتقد سابقاً بأنه ذو رشادة غير محدودة، و بالتالي قد يهدف هذا الوكيل إلى تعظيم منفعته الخاصة على حساب الموكل.²

وتقوم نظرية الوكالة على مجموعة من الفروض وتتمثل أهمها فيما يلي:³

- أ- تعدد الأهداف وتباينها بين كل من المساهمين والمسيرين والمقرضين، فللمساهمين هدف معين وهو تعظيم القيمة أما أهداف المسيرين فهي عديدة من أهمها: الحصول على أكبر قدر ممكن من الحوافز والمكافآت مع تحسين الأجور والمرتبات، أما فيما يخص أهداف المقرضين فهي ضمان استعادتهم لقروضهم مع فوائدها، وبسبب ذلك ظهر ما يعرف بصراع الوكالة حيث يؤدي هذا الصراع إلى عدم التوافق من حيث اختيار الهيكل ب- عدم تساوي المتعاملين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها، وكنتيجة لهذه الصراعات ستظهر للمؤسسات مجموعة تكاليف تسمى تكاليف الوكالة منها ما هو متعلق بالاموال الخاصة و منها ما هو متعلق بالاستدانة .

و يمكن شرح هذه التكاليف كالاتي:⁴

❖ تكلفة الوكالة للأموال الخاصة

يركز هذا النوع على العلاقة بين الإدارة بصفتها وكيل عن المساهم و هذا الوكيل رغم أنه ذو رشادة محدودة لكن له حق التصرف في شؤون المؤسسة واستعمال أصولها في خدمة أهداف الموكل، لكن قد لا يكون كذلك مما يستدعي القيام بالرقابة عليه شخصياً أو الاعتماد على وكيل آخر للتأكد من ذلك، ومن هنا تنشأ تكلفة الوكالة للأموال الخاصة؛

¹ بن ساسي إلياس، قريشي يوسف، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الجزء الثاني، دار وائل، الأردن، 2011، ص، 174.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، مصر، 2003، ص 178.

³ عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، 2010، ص 317.

⁴ علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، 2009، ص 111.

❖ تكلفة الوكالة للاستدانة

أساس هذه التكاليف هي معدلات الفائدة المفروضة على القروض وتكون نتيجة لحرص المقرض على استعادة أمواله ومدى احترام المؤسسة لبند العقد، حيث قد يقوم المقرض بنفسه بالتأكد من ذلك أو عن طريق تعيين وكيل آخر و بالتالي تظهر تكاليف الوكالة للاقتراض.

وهكذا فإن نظرية الوكالة ترى بأنه لتعظيم قيمة المؤسسة وحل إشكالية تضارب المصالح لابد من الحصول على هيكل مالي أمثل يأخذ بعين الاعتبار الامتيازات والتكاليف الناتجة عن الاستدانة و الأموال الخاصة معا.

ثالثا: نظرية الإشارة

لكي يتم التعرف على نظرية الإشارة وجب التطرق إلى النموذجين الأساسيين اللذين بنيت عليهما هذه النظرية وهما:¹

1- نموذج Ross

قدم Ross نموذجه سنة 1977 حول ما تعلق باستخدام الهيكل المالي كإشارة عن المعلومات الداخلية للمؤسسة بحيث وحسب هذا النموذج يستخدم المسكرون نسبة الاستدانة كمؤشر على ارتفاع أداء المؤسسة و كلما ارتفعت نسبة الاستدانة عكس ذلك مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها، وبالتالي فهي في أحسن أداء كلما استمرت في ذلك.

2 - نموذج Pyle et teland

ظهر هذا النموذج سنة 1977 و يقوم على أساس أن المسيرين يعلمون قيمة التدفقات النقدية المستقبلية و هذا ما يجعلهم يحتفظون بالأسهم العادية من عدمها حسب قيمة هـ ذه التدفقات، وبالتالي فإن المستثمر الرشيد سيتوجه نحو المؤسسة التي يحتفظ مسيريهها بنسبة أكبر من الأسهم كدليل على المردودية المستقبلية الجيدة للمؤسسة.²

وتقوم نظرية الإشارة على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل المعلومات في الأسواق، فالمعلومات التي تصدرها المؤسسات لا تعكس بالضرورة حقيقة المؤسسة ومن ثم فإن مبدأ هذه النظرية أن مديري المؤسسات الجيدة بإمكانهم إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء وخاصة هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة، و تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما:³

أ- هناك معلومات غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئتها كي لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛

ب- حتى لو كانت هذه المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنه لن يتم فهمها بنفس الأسلوب

¹ صبيحة قاسم، أحمد نزار جميل، مرجع سبق ذكره، ص 64.

² عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص، 319.

³ نفس المرجع السابق، ص 319.

خلاصة الفصل:

تشكل مسألة التمويل موضوعا حساسا في المؤسسة الاقتصادية، هذا ما جعل الباحثين والمختصين في مجال مالية المؤسسة يهتمون بدراسة وتحليل تركيبة الهيكل التمويلي الخاص بها من عدة جوانب، ومن خلال هذا الفصل الأول نكون قد تطرقنا إلى كل ما يتعلق بهيكل رأس المال انطلاقا من مفهوم التمويل بشكل عام و الذي بيننا فيه عدة تعاريف وكيف أن مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية تختلف من حيث عدة تصنيفات إلا أنها تصنف غالبا من حيث ملكية الأموال إلى أموال الملكية و أموال الاستدانة، إضافة إلى السياسات المالية المتبعة في سبيل ذلك ثم عرجنا على هيكل رأس المال الذي أكدنا أنه يعتبر جزءا من الهيكل المالي وأنه يتكون من مصادر التمويل الدائمة، في حين تتعدد العوامل المؤثرة على طريقة اختياره، لنوضح في الأخير أنه لا يوجد اتفاق تام بين النظريات التي فسرت إشكالية أمثلية هيكل رأس المال.

الفصل الثاني: علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي

تمهيد:

المبحث الأول: المبحث الأول: الإطار النظري للأداء المالي

المبحث الثاني: مؤشرات قياس الأداء المالي

المبحث الثالث: أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي

خلاصة الفصل.

تمهيد:

يعتبر مفهوم الأداء عموماً والأداء المالي خصوصاً من أكثر المفاهيم الإدارية سعة وشمولاً إذ ينطوي على العديد من المواضيع الجوهرية المتعلقة بنجاح أو فشل أي مؤسسة، أما من الناحية العملية فقد اهتمت جميع المؤسسات بهذا الموضوع وسعت قديماً وحديثاً إلى تحقيق أهدافها المتمثلة في الفاعلية والفعالية والتي تتم صياغتها لديمومة المؤسسة واستمراريتها في ظل ظروف وتحديات حرجة للغاية، كازدياد حدة المنافسة واستخدام تقنية المعلومات والاتصال.

وتتبع عملية تقييم الأداء المالي في مجموعة من المؤشرات التي تقيس مدى نجاح المؤسسة وتطورها، وتعد هذه المؤشرات بمثابة معايير يمكن الاعتماد عليها في تقدير مدى قيامها بتحقيق أهدافها، ودراسة هيكل رأس المال ومصادر التمويل يعد أمراً في غاية الأهمية، ومعرفة أثر ذلك على الأداء المالي للمؤسسة يعد أمراً مطلوباً لا بد من الوصول إليه، حيث تسعى المؤسسة جاهدة إلى تحديد هيكل رأس المال مناسب لها من حيث التكاليف وكذا التوقيت المناسب، والعائد الذي يعود عليها من إنفاق الأموال المستثمرة، وذلك لتحقيق الغاية المنشودة وهي الرفع من مردودية المؤسسة وتحسين أدائها المالي.

المبحث الأول: الإطار النظري للأداء المالي

يعد مفهوم الأداء المالي مفهوماً جوهرياً بالنسبة للمؤسسات بشكل عام، وهو يمثل القاسم المشترك لاهتمام علماء الإدارة، وعلى الرغم من كثرة الدراسات والبحوث التي تناولت هذا المفهوم، فإن أغلب الباحثين يعبرون عنه من خلال النجاح الذي تحققه الشركة من خلال تحقيق أهدافها، وفي هذا السياق نجد أنه تتعدد تعريف الأداء وتختلف المعايير والمقاييس التي تعتمد عليها المؤسسات في دراسته، وسنتناول من خلال هذا المبحث المفاهيم الأساسية للأداء بشكل عام و الأداء المالي بشكل خاص.

المطلب الأول: مفهوم الاداء و مكوناته:

يمثل الأداء المالي جزءاً من الأداء الكلي للمؤسسات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز الأهداف، وهو الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها المؤسسات، ويساهم في إتاحة الموارد المالية وتزويد المؤسسة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة، والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم.

أولاً: مفهوم الأداء

إن مصطلح الأداء لغة يقابل الكلمة اللاتينية Performare التي تعني إعطاء كلية الشيء، والتي اشتقت منها الكلمة الانجليزية Performance، والتي تعني إنجاز الأعمال أو الكيفية التي تبلغ بها المؤسسة أهدافها.¹

أما اصطلاحاً فيعرفه Miller & Bromiley سنة 1990 على أنه "محصلة قدرة الشركة في استغلال مواردها وتوجيهها نحو تحقيق الأهداف المنشودة، وهو انعكاس لكيفية استخدام الشركة لمواردها المادية والبشرية واستغلالها بالصورة التي تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها.²" نلاحظ من خلال التعريفين السابقين أن مصطلح الأداء يستعمل للتعبير على مفهومين أساسيين هما الفعالية والفاعلية.

ثانياً: مكونات الأداء

يتكون الأداء من مصطلحين هما:

1- الفعالية:

تعتبر الفعالية أداة من أدوات الرقابة في المؤسسة وهي معيار يعكس درجة تحقيق الأهداف المسطرة

¹ طالب علاء فرحان، ايمان شيجان المشهداني، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الإستراتيجي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 63.

² مزهودة عبد المليك، المقاربة الاستراتيجية للأداء مفهوماً وقياساً، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، يومي 8-9 مارس 2005، ص 486.

وتعرف الفعالية على أنها "القدرة على تحقيق النشاط المرتقب والوصول إلى النتائج المرتقبة، أو هي قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها الإستراتيجية.¹

وحسب " Walker et Ruibert " ترتبط الفعالية بالأهداف الإستراتيجية للمؤسسة، ومن ثم فالفعالية حسبها تتجسد في قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها الإستراتيجية من نمو مبيعات وتعظيم حصتها السوقية مقارنة بالمنافسة... الخ.²

وتقاس الفعالية انطلاقاً من أهداف المؤسسة أي التقارب بين النتائج المحصل عليها والأهداف المسطرة، فالمسؤول الفعال هو الذي يستطيع الوصول إلى تحقيق الأهداف في الآجال المحددة. و يمكن التعبير عن الفعالية بنسبة قيمة المخرجات الفعلية إلى المخرجات المتوقعة أو المخططة، وعليه فإن:

$$\text{الفعالية} = \frac{\text{(النتائج) إنجاز المحقق}}{\text{(الاهداف) المحدد}} \text{ الانجاز}$$

نستنتج مما سبق أن مصطلح الفعالية يتعلق بدرجة بلوغ النتائج، أي الفرق بين النتائج المحققة والأهداف المسطرة، وهي في الوقت نفسه ترتبط بدرجة تحقيق الأهداف، وعليه يمكن القول أنه كلما كانت النتائج المحققة أقرب من النتائج المتوقعة كلما كانت المؤسسة أكثر فعالية، والعكس صحيح.³

2- الفاعلية:

تعرف الفاعلية على أنها "القدرة على خفض أو تحجيم الفاقد في الموارد المتاحة للمؤسسة، وذلك من خلال استخدام الموارد بالقدر المناسب وفق معايير محددة" لذلك فإن الفاعلية هي حسن استخدام الموارد المتاحة في تحقيق الأهداف، وهي نسبة المدخلات المستهلكة إلى المخرجات المحققة، فكلما كانت هذه الأخيرة أكبر من المدخلات تم الحكم على المؤسسة بأنها ذات كفاءة.⁴ وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{الفاعلية} = \frac{\text{قيمة المخرجات}}{\text{تكلفة}}$$

المطلب الثاني: مفهوم الاداء المالي والعوامل المؤثرة عليه

بعد ما تم عرض مفاهيم الاداء بكشل عام سيتم في هذا المطلب الحديث عن الاداء المالي بشكل خاص

¹ بونور جهاد، دور التدقيق الداخلي في تحسين الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية رسالة ماجستير، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، ص 62.

² الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، جامعة الجزائر، العدد 7، 2009-2010، ص 207.

³ نفس المرجع السابق، ص 209.

⁴ أحمد سيد مصطفى، المدير وتحديات العولمة، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص 68.

والعوامل المؤثرة عليه.

أولاً: مفهوم الاداء المالي

من خلال هذا الجزء سيتم التعرف على الاداء المالي كمايلي:

1- تعريف الأداء المالي:

حدد بعض الخبراء الماليين مفهوم الأداء المالي بإطاره الدقيق على أنه "وصف لوضع المنظمة الحالي وتحديد دقيق للمجالات التي استخدمتها للوصول إلى الأهداف من خلال دراسة المبيعات، الإيرادات، والمطلوبات، وصافي الثروة"¹.

والأداء المالي هو مدى تحقيق المؤسسة لهامش أمان من خلال قدرتها على التصدي للمخاطر وتحدي الصعاب المالية، مما يزيل عنها حالة الإعسار المالي"².

ويعرف الأداء المالي بتسليط الضوء على العوامل التالية:³

أ -العوامل المؤثرة في المردودية المالية؛

ب -أثر السياسات المالية المتبناة من طرف المسيرين على مردودية الأموال الخاصة؛

ج- مدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في إنجاح السياسة المالية وتحقيق فوائض من الأرباح؛

د- مدى تغطية مستوى النشاط للمصاريف العامة.

من خلال التعريفات السابقة نستنتج أن الأداء المالي هو مدى نجاح المؤسسة في استغلال كل مواردها المتاحة أفضل استغلال وتحقيق الأهداف المسطرة، وهو أداة لتدراك الثغرات والمشاكل والمعوقات التي قد تتعرض لها المؤسسة.

2- أهمية الأداء المالي:

للأداء المالي أهمية بالغة وهذا راجع إلى ما يلي:⁴

أ -أيما كانت المؤسسة خاصة أو عامة فإن هدفها بالدرجة الأولى هو تحقيق الربح، لذلك فإنها تواجه التزام طاقات أعضائها لتحقيق الأهداف المرجوة حتى تشبع دوافعهم لذا فإن دراسة الأداء المالي وتقويمه يقدم أداة رئيسية لازمة للرقابة في المؤسسة فهي تظهر من أجل تصحيح وتعديل الإستراتيجية وترشيد استخدام الموارد المتاحة؛

ب -يعمل الأداء المالي على الكشف على نقاط القوة والضعف في المؤسسة أي قياس حالة التقدم والتأخر

¹طالب علاء فرحان، ايمان شيحان المشهداني، مرجع سابق ذكره، ص 67.

² دادن عبد الغني، قياس و تقييم الاداء المالي في المؤسسات الاقتصادية (نحو إرساء نموذج إنذار مبكر باستعمال المحاكاة المالية) أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، السنة الجامعية 2007، ص 20.

³ المرجع السابق، ص ص 41،42.

⁴ بونور جهاد، مرجع سبق ذكره، ص 72.

في المؤسسة، وبالتالي فالأداء المالي الجيد يصبح شرطاً أساسياً لتأمين بقاء المؤسسة في بيئة تنافسية ويظهر كشرط إجباري للمساهم بصفة خاصة، حيث تسمح مؤشراتته بالحكم على درجة أمان المؤسسة، ولذلك فهي تركز على الخطة التمويلية و الاستثمارية؛

ج- يمثل الحصول على مستويات أداء مرتفعة إجراء ديناميكية، إذ أن النجاح في إنجاز أهداف المؤسسة يحقق الإشباع المطلوب ويقوي دافعية المؤسسة وأطرافها وهذه الدافعية تؤدي بدورها إلى زيادة الفعالية إلى مستوى النجاح المطلوب.

ثانياً: العوامل المؤثرة على الأداء المالي

هناك عدة عوامل مؤثرة على الأداء المالي من الناحية المالية وتعتبر هي المحدد عن التخطيط المالي واتخاذ القرارات، وتتلخص هذه العوامل في التالي:¹

1- الهيكل التنظيمي

هو الوعاء أو الإطار الذي تتفاعل فيه جميع المتغيرات المتعلقة بالمؤسسات وأعمالها، ويؤثر الهيكل التنظيمي على أداء المؤسسات من خلال المساعدة في تنفيذ الخطط بنجاح عن طريق تحديد الأعمال والنشاطات التي ينبغي القيام بها ومن ثم تخصيص الموارد لها بالإضافة إلى تسهيل تحديد الأدوار للأفراد في المؤسسات والمساعدة في اتخاذ القرارات ضمن المواصفات التي تسهل لإدارة المؤسسات اتخاذ القرار بأكثر فاعلية.

2- المناخ التنظيمي

هو وضوح التنظيم وكيفية اتخاذ القرارات وأسلوب الإدارة وتوجيه الأداء وتنمية العنصر البشري، ويقصد بوضوح التنظيم إدراك العاملين لمهام المؤسسة وأهدافها وعملياتها ونشاطاتها مع ارتباطها بالأداء، وأما اتخاذ القرار هو أخذه بطريقة عقلانية وتقييمها ومدى ملاءمة المعلومات لاتخاذها، وأسلوب الإدارة في تشجيع العاملين على المبادرة الذاتية أثناء الأداء، أما توجيه الأداء من مدى تأكد العامل من أدائه وتحقيق مستويات عليا من الأداء، حيث يقوم المناخ التنظيمي على ضمان سلامة الأداء بصورة ايجابية وكفاءته من الناحيتين الإدارية والمالية، وإعطاء معلومات لمتخذي القرارات لرسم صورة للأداء والتعرف على مدى تطبيق الإداريين لمعايير الأداء في تصرفهم في أموال المؤسسات.

3- التكنولوجيا

على المؤسسات تحديد نوع التكنولوجيا المناسبة لطبيعة أعمالها والمنسجمة مع أهدافها وذلك بسبب أن التكنولوجيا من أبرز التحديات التي تواجه المؤسسات والتي لا بد لهذه المؤسسات من التكيف مع التكنولوجيا

¹ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات دار الحامد، الأردن، 2010، ص ص 48، 51.

على شمولية الأداء لأنها تعطي جوانب متعددة من القدرة التنافسية وخفض التكاليف والمخاطرة والتوزيع بالإضافة إلى زيادة الأرباح والحصة السوقية.

4- حجم المؤسسة

يعتبر الحجم من العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسات، فقد يشكل الحجم عائقاً لأدائها، حيث أن زيادة الحجم فإن عملية إدارة المؤسسة تصبح أكثر تعقيداً، ومنه يصبح أداءها أقل فاعلية، كما أثبتت دراسات أخرى أنه كلما زاد حجم المؤسسة فهذا دليل على أدائها المالي الجيد وقدرتها على التوسع والتطور.

المطلب الثالث: مفهوم وخطوات تقييم الأداء المالي

تعتبر عملية تقييم الاداء عملية مقارنة النتائج الفعلية مع النتائج المخطط لها و الحكم من خلالها على الفعالية المالية للمؤسسة و كفاءة استخدام الموارد.

أولاً: مفهوم تقييم الأداء المالي

1-تعريف تقييم الاداء المالي:

إن تقييم الأداء المالي للمؤسسة معناه " تقديم حكم ذو قيمة على إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتاحة لإدارة المؤسسة ومدى إشباع منافع ورغبات أطراف مختلفة، أي أن تقييم الأداء المالي هو قياس للنتائج المحققة في ضوء معايير محددة سلفاً.¹

2-أهداف تقييم الأداء المالي

إن عملية تقييم الأداء المالي يهدف لتحقيق جملة من الأهداف نلخصها في ما يلي:²
أ -تقويم الأداء المالي يكشف عن مدى تحقيق القدرة الايرادية والقدرة الكسبية في المؤسسة، حيث أن الأولى تعني قدرة المؤسسة على توليد إيرادات سواء من أنشطتها الجارية أو الرأسمالية أو الاستثنائية، وبينما تعني الثانية قدرة المؤسسة على تحقيق فائض من أنشطتها الجارية أو الرأسمالية أو الاستثنائية، من أجل مكافحة عوامل الإنتاج.

ب -أداة لتحفيز العاملين والإدارة في المؤسسة لبذل المزيد من الجهد بهدف تحقيق نتائج ومعايير مالية أفضل من سابقتها.

ثانياً: خطوات تقييم الأداء المالي

يمكن تلخيص عملية تقييم الأداء المالي في الخطوات التالية:³

¹ مجيد جعفر الكرخي، تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية باستخدام النسب المالية دار المناهج، الأردن، 2010، ص43.

² محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، 2010، ص 46.

³ المرجع السابق، ص ص 51،52.

- 1- الحصول على مجموعة القوائم المالية السنوية للدخل، حيث أن من خطوات الأداء المالي إعداد الموازنات والقوائم المالية والتقارير السنوية المتعلقة بأداء الشركات خلال فترة زمنية معينة؛
- 2- احتساب مقاييس مختلفة لتقييم الأداء المالي مثل نسب الربحية والسيولة والنشاط والرفع المالي والتوزيعات، ويتم بإعداد واختيار الأدوات المالية التي تستخدم في عملية تقييم الأداء المالي؛
- 3- وضع التوصيات الملائمة معتمدين على عملية تقييم الأداء المالي من خلال النسب، بعد معرفة أسباب هذه الفروق وأثرها على المؤسسات للتعامل معها ومعالجتها.

المبحث الثاني: مؤشرات تقييم الاداء المالي

بعد ما تم التعرف على الاداء و الاداء المالي و عمليه تقييم الاداء داخل المؤسسة سيتم الحديث في هذا المبحث عن مؤشرات تقييم الاداء المالي منها ما هو كلاسيكي و منها ما هو حديث و منها ما يقيم من منظور البعد الاستراتيجي

المطلب الأول: المؤشرات الكلاسيكية لتقييم الأداء المالي للمؤسسة من خلال النسب المالية
تعتمد المؤشرات الكلاسيكية في تقييم الأداء المالي على تحليل القوائم المالية والتي تعتبر بمثابة مرآة عاكسة للوضع الحقيقية للمؤسسة، فهي الوسيلة التي يمكن من خلالها تحويل الكم الهائل من البيانات والمعلومات المالية التي تحتويها القوائم المالية إلى كم أقل وأكثر فائدة في عملية اتخاذ القرارات .

أولاً: تحليل القوائم المالية

يركز تحليل القوائم المالية على حساب النسب المالية ودراستها والذي يعتبر تحليلاً ساكناً ما لم يتم مقارنة هذه النسب المالية في سنة مع مثيلاتها في سنوات سابقة لذات المؤسسة أو مقارنتها مع مؤسسات أخرى تنشط في نفس القطاع.

1- تعريف تحليل القوائم المالية:

ويعرف التحليل المالي للقوائم المالية بأنه "دراسة القوائم المالية بعد تبويبها وباستخدام الأساليب الكمية، وذلك بهدف إظهار الارتباطات بين عناصرها والتغيرات الطارئة على هذه العناصر وحجم وأثر هذه التغيرات، واشتقاق مجموعة من المؤشرات التي تساعد على دراسة وضع المؤسسة وتقييم أدائها وكذلك تقييم المعلومات اللازمة للأطراف المستفيدة من أجل اتخاذ القرارات الإدارية السليمة"¹.

نستخلص أن التحليل المالي للقوائم المالية هو دراسة القوائم المالية باستخدام أساليب رياضية وطرق إحصائية ونسب قصد التعرف على القيمة المالية للمؤسسة في تاريخ معين ، بالإضافة إلى القدرة على

¹ منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص 12.

الحكم على الأداء والربحية والقدرة على الاستمرار .

ويرتكز التحليل المالي على نوعين من التحليل، الأول يسمى العمودي ويتم من خلاله تحليل كل قائمة من القوائم المالية على انفراد ويتم لسنة واحدة، ويتميز هذا التحليل بضعف الدلالة لأنه يعتبر تحليلاً ساكناً، أما الثاني فيسمى التحليل الأفقي ويتضمن تتبع سلوك بند معين من بنود القوائم المالية عبر الزمن وبالتالي فهو يتسم بالديناميكية.¹

2- أهداف التحليل القوائم المالية:

يمكن حصر أهداف التحليل المالي فيما يلي:²

- أ - اختبار مدى كفاءة عمليات المؤسسة محل التحليل وتقييم ربحيتها؛
- ب - تقييم الوضع المالي للمؤسسة وتحديد مركزها الائتماني؛
- ج - تقييم أداء الإدارات المختلفة بالمؤسسة؛
- د - تقييم أداء المؤسسة بالمقارنة مع المؤسسات المماثلة في نفس القطاع (وضعها التنافسي) أو مع أداء المؤسسة في السنوات السابقة؛
- هـ - توفير البيانات والمؤشرات الكمية التي تساعد في التخطيط والتنبؤ بالمستقبل لمختلف الأغراض.

ثانياً: تقييم الأداء المالي بواسطة مؤشر النسب المالية

من الأدوات التقليدية الكمية في التحليل المالي فهي تدرس العلاقات المختلفة لقنوات الكشوف المالية عند نقطة زمنية محددة، الغرض منها توفير نافذة على نتائج أعمال المؤسسة وظروفها المالية، فهذا النوع من التحليل لا يركز على القيم المحاسبية المطلقة بحد ذاتها، بل يدرس السيولة والمردودية والنشاط والهيكل المالي والنمو ونتائج التشغيل كمقياس أساسي للأداء.

1- تعريف النسب المالية:

يمكن تعريف النسب المالية علي أنها علاقة بين بسط ومقام، وقيم البسط والمقام هي البيانات والأرقام المحاسبية التي تعرضها الميزانية العمومية أو قائمة الدخل، شرط أن تكون العلاقة معبرة عن جزء الأداء ومرتبطة به ومفسرة له.³

2- أنواع النسب المالية:

من أهم النسب المالية المستعملة في تقييم الأداء المالي للمؤسسة هي:

¹ منير شاكر محمد و اخرون، نفس المرجع السابق، ص 13.

² لزعر محمد سامي، التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي دراسة حالة، رسالة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012/2011، ص 74.

³ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 176.

أ- نسب السيولة:

تستعمل هذه النسب للحكم على مدى قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل بواسطة قيم الاستغلال، وبالتالي تقيس التوازن المالي قصير الأجل للمؤسسة وتتمثل هذه النسب في ما يلي:

❖ **نسب السيولة العامة:** تحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول (الجارية المتداولة)}}{\text{الخصوم (اللتزامات)}} \geq 1$$

وتبين درجة تغطية الأصول المتداولة للديون قصيرة الأجل وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة دللت على سيولة كبيرة للمؤسسة، وفي هذه الحالة تكون المؤسسة قادرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.

❖ **نسبة السيولة المختصرة (المخفضة):**

تلجأ الإدارة المالية لحسابها لتعزيز دراسة نسب السيولة العامة لتقييم موقف السيولة وتحسب:

$$\text{نسبة السيولة المختصرة} = \frac{\text{الأصول المتداولة (مخزون سلعي)}}{\text{الخصوم (اللتزامات)}} \geq 3/2$$

ويرجع سبب استبعاد المخزون السلعي من بسط النسب لكونه أقل الأصول المتداولة سيولة بسبب بطء تحويله إلى نقد أو بسبب عدم التأكد من بيعه.

❖ **نسبة السيولة الجاهزة (الحالية):** وتتمثل في العلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة الجاهزة} = \frac{\text{(أموال اللقائية)}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$$

وتبين هذه النسبة النقدية الموجودة لدى المؤسسة لمقابلة التزاماتها قصيرة الأجل، ويجب أن تكون هذه النسب:

✓ تساوي على الأقل 1: في حالة تسديد المؤسسة ديونها لبضعة أيام فقط.

✓ محصورة بين 0.2 كحد أدنى و0.3 كحد أقصى: عندما تزيد مدة استحقاق الديون عن أسبوع أو شهر، لأنه لا يجب تجميد الأموال بدون استعمال وإنما يجب استخدامها لتحقيق مردود من ورائها.

ب- **نسب النشاط:**

تقيس كيفية تسيير المؤسسة لمجموعة أصولها ذات درجات السيولة المختلفة مقارنة بدرجات استحقاق عناصر الخصوم، إضافة إلى دراسة مدى كفاءة هذه الأصول في تحقيق أكبر قدر من المبيعات وتضم النسب التالية:

❖ **معدل دوران الأصول الإجمالي:** وتتمثل في العلاقة التالية:

$$\frac{\text{المبيعات}}{\text{مجموع الأصول}} = \text{معدل دوران الأصول الإجمالي}$$

تقيس مدى فعالية الأصول الثابتة أو المتداولة في تحقيق أكبر قدر من المبيعات، أي هامش ربح مريح.

❖ **معدل دوران الأصول الثابتة:** وتتمثل في العلاقة التالية:

$$\frac{\text{المبيعات الثابتة}}{\text{الأصول}} = \text{معدل دوران الأصول الثابتة}$$

وتقيس مدى كفاءة المؤسسة على توظيف مبيعاتها أو زيادتها.

❖ **معدل دوران الأصول المتداولة:** وتتمثل في العلاقة التالية:

$$\frac{\text{المبيعات المتداولة}}{\text{الأصول}} = \text{معدل دوران الأصول المتداولة}$$

وتقيس هذه النسبة مدى كفاءة المؤسسة على زيادة مبيعاتها ولمعرفة أي من الأصول المتداولة يساهم

أكثر في تحقيق المبيعات، نقوم بتحليل المخزون السلعي أو الزبائن مقارنة مع الموردين.

❖ **معدل دوران المخزون السلعي:** وتتمثل في العلاقة التالية:

$$\frac{\text{متوسط السيخاوتين} \times 360}{\text{تكلفة}} = \text{معدل دوران المخزون السلعي بالأيام}$$

وتقيس هذه النسبة درجة السيولة حيث أنها كلما قصرت هذه المدة كان هذا جيد للمؤسسة أي الاستخدام

العقلاني لمواردها من المخزون، أما إذا كان العكس فهذا مؤشر غير مريح للمؤسسة والتي تتحمل من ورائه تكلفة كبيرة.

❖ **مهلة ائتمان الزبائن:**

ويتم فيها تحديد المهلة أو المدة الممنوحة للزبائن من أجل تسديد مستحقاتهم للمؤسسة وتحسب كما يلي:

$$\frac{\text{متوسط الزبائن} \times 360}{\text{المبيعات السنوية } TTC} = \text{مهلة ائتمان الزبائن}$$

يجب أن تكون هذه المدة على أقل أو تساوي من 90 يوم، ولمعرفة مدى جودتها يجب مقارنتها بمهلة تسديد الموردين.

❖ مهلة تسديد الموردين: هي المدة الممنوحة للمؤسسة من أجل تسديد مستحقاتها وتحسب كما يلي:

$$\text{مهلة تسديد الموردين} = \frac{\text{متوسط الموردين} \times 360}{\text{المشتريات السنوية TTC}}$$

يجب أن تكون هذه المدة أقل أو تساوي 90 يوم ولكن الشيء الجيد لدى المؤسسة، أن تكون مهلة ائتمان الزبائن أقل من مهلة تسديد الموردين.

ج- نسب الهيكل المالي:

وتدعى أيضا بنسب المديونية أو نسب الرفع المالي، وهي تقيس مدى مساهمة كل من الملاك والدائنين في تمويل المؤسسة وبعبارة أدق تقيس مدى اعتماد المؤسسة في تمويلها العام على أموالها الخاصة وأموال الغير ويمكن ذكر هذه النسب كالاتي:¹

❖ نسبة التمويل الدائم:

وتسمى نسبة التوازن المالي وهي تقيس مدى قدرة الأموال الدائمة على تمويل الأصول الثابتة، ويجب أن تكون أكبر من 1 (رأس مال العامل موجب) حتى تحقق المؤسسة توازن مالي مريح ويحسب كالاتي:

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

❖ نسبة التمويل الخاص:

تقيس هذه النسبة مدى تغطية الأموال الخاصة للأصول الثابتة، فإذا كانت تساوي 1، معناه أن الأموال الخاصة تغطي الأصول الثابتة، أما إذا كانت أكبر من 1، معناه أن الأموال الخاصة تمتد لتغطية جزء من الأصول المتداولة إضافة إلى قيمة الديون طويلة الأجل التي عليها فوائد، مما يزيد في تكاليف الدورة، وهي

وضعية غير مرغوبة،

وتحسب كالاتي:

$$\text{نسبة التمويل الخاص} = \frac{\text{الأموال الجالغثة}}{\text{الأصول غير}}$$

¹ فرور محمد الصالح، مرجع سبق ذكره، ص 173.

❖ **نسبة المديونية:** وتتمثل في العلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{مجموع اللخبونوم}}{\text{مجموع}}$$

وتقيس هذه النسبة درجة اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل المقترضة في تكوين أموال المؤسسة وكلما زادت هذه النسبة سوف تتعرض المؤسسة إلى صعوبات في الحصول على أموال مقترضة، كأن تقع في احتمال عدم القدرة على تسديد ديونها وفوائد الديون مما قد يعرض المؤسسة إلى العسر المالي، أما انخفاض هذه النسبة يدل على أن مساهميا يعتمدون بدرجة كبيرة على أموالهم الخاصة أي أن نسبة الأموال الخاصة مرتفعة.

❖ **نسبة الاستقلالية المالية:** وتتمثل في العلاقة التالية:

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

تقيس هذه النسبة درجة استقلالية المؤسسة عن دائنيها ويجب أن تكون هذه النسبة أكبر من 1 حتى تتمتع المؤسسة بالاستقلالية المالية، حيث أن:¹

✓ 20% تمثل الحدود الدنيا؛

✓ 60% تمثل الحدود القصوى وإذا ازدادت النسبة عن ذلك، يعتبر تذبذب للأموال.

أما النسبة المعقولة فتتراوح بين 30% و 40% وهذه النسبة تقيس مدى اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة لتغطية احتياجاتها المالية.

❖ **نسبة تغطية المصاريف المالية:**

وتتمثل في العلاقة التالية:

$$\text{نسبة تغطية المصاريف المالية} = \frac{\text{المصاريف السالوظلية}}{\text{رقم الأعمال الصافي}} \geq 3\%$$

¹ بوشنقير ميلود، زغيب مليكة، مرجع سبق ذكره، ص ص 42، 43.

وتقيس هذه النسبة درجة تغطية رقم الأعمال السنوي الصافي للمصاريف المالية، حيث كلما كانت هذه النسبة ضعيفة كلما كان ذلك في صالح المؤسسة، أما إذا ارتفعت فهذا يؤثر على هامش الربح، وتعتبر المصاريف المالية إحدى مؤشرات تحكم المؤسسة في مصاريفها.

د- المردودية:

تعتبر المردودية ضمان البقاء والاستمرار، وتوجد ثلاث أنواع للمردودية هي: التجارية، المالية والاقتصادية.

❖ المردودية التجارية (هامش الربح الصافي):

هي المردودية من وجهة نظر النشاط الاستغلالي العادي للمؤسسة والمعبر عنها بالنسبة للمبيعات كما تعرف أيضا أنها معدل الربحية، حيث يوضح مقدار الأرباح التي تحققت مقابل كل وحدة واحدة من إجمالي المبيعات، مما تساعد إدارة المؤسسة على تحديد سعر البيع الواجب للوحدة الواحدة، كما يمكن مقارنة هذه النسبة بنسبة مجمل الأرباح إلى صافي المبيعات أي هامش الربح الإجمالي للحكم على مدى كفاءة المؤسسة في الرقابة على المبيعات. وتتمثل في العلاقة التالية:

$$\text{المردودية التجارية} = \frac{\text{نتيجة الأستهلاك الصافية}}{\text{المبيعات (رقم الصافية)}}$$

كلما كانت هذه النسبة مرتفعة دل ذلك على الأداء الجيد للمؤسسة والعكس صحيح.

❖ المردودية الاقتصادية:

تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي، وتستبعد النشاط الثانوي وذات الطابع الاستثنائي، حيث يحمل في مكوناته عناصر دورة الاستغلال.¹ وتتمثل في العلاقة التالية:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{فائض الاجمالي للاستغلال}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$$

تقيس هذه النسبة فعالية مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال، أي العائد المحقق عن استخدام كل 1 دينار من الأصول الاقتصادية للمؤسسة، ومن خلال المردودية يمكن اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية.

¹ الياس بن ساسي، قريشي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 267.

❖ المردودية المالية:

وتسمى أيضا معدل العائد عن حق الملكية أو مردودية الأموال الخاصة، تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل 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 الخاصة¹.
وتتمثل في العلاقة التالية:

$$\frac{\text{النتيجة اللخطفية السنوية}}{\text{الأموال}} = \text{المردودية المالية}$$

وتمثل النتيجة مقدار الربح الصافي الذي يعود على المستثمرين عن كل دينار مستثمر في رأس مال المؤسسة، وكلما كان هذا المعدل مرتفعا كلما كان أفضل للمؤسسة وتعتبر هذه المردودية الممثل الرئيسي للمردودية العامة للمؤسسة.

المطلب الثاني: المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي

سننتظر من خلال هذا المطلب للمؤشرات الحديثة في تقييم الأداء المالي، التي تعتبر مؤشرات نوعية مقارنة بالمؤشرات التقليدية، لأنها جاءت لتكمل النقص الذي جاء في المؤشرات الكمية.

أولا: لمحة عن المؤشرات الحديثة لتقييم الاداء المالي

ظهرت هذه المؤشرات كتطوير للمؤشرات الكلاسيكية و التي تعتمد على تحليل القوائم المالية و ما يتطلب من وقت و جهد فتم ابتكار هذه المعايير التي تتمثل في القيمة الاقصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة و بطاقة الاداء.

ثانيا: أنواع المؤشرات الحديثة لتقييم الاداء المالي

هناك ثلاثة أنواع حديثة أساسية يمكن شرحها فيما يلي:

1- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) (Economic Value Added):

أ - تعريف القيمة الاقتصادية المضافة:

نقطة انطلاق هذا المقياس تبدأ من ابتكار اقتصادي القرن التاسع عشر مؤشر الربح الاقتصادي الشهير "Alfred Marshal" في عام 1890 كما يلي: "الربح الاقتصادي هو الربح الذي يبقى متوفر للمساهمين بعد خفض مكافأة رأس المال المستخدم، بالإضافة إلى خصم كل تكاليف المصاريف المحاسبية وتخضم أيضا

¹ الياس بن ساسي، قريشي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 268.

تكلفة أموال المساهمين"، إلا أن شركة " Stern et Stewart" وشركائه الاستثمارية أدخلت عليه بعض التعديلات وأطلقت عليه "معيار القيمة الاقتصادية المضافة".¹

وتعد القيمة الاقتصادية المضافة من المقاييس المعمول بها والتي لاقت قبولا كبيرا من قبل إدارات المؤسسة التي ترغب في نمو ثروة حاملي الأسهم.

ويعرف الباحث (wood-2000) القيمة الاقتصادية المضافة بأنها "مقياس الأداء المالي ويضم المفهوم صافي الربح ورأس المال المستثمر وكلفة رأس المال".²

ب- كيفية حساب القيمة الاقتصادية المضافة :

وتحسب القيمة الاقتصادية المضافة وفقا لشركة Stern تكون كالتالي:

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب + الزيادة في مخصص الديون المعدومة + الزيادة في كلفة البحث والتطوير + الزيادة في احتياطي تقييم المخزون LIFO + إطفاء شهرة المحل + الخسائر غير العادية - الأرباح غير العادية - تكلفة الاستثمار

ووفقا لهذه التعديلات فإن EVA تحسب وفق الصيغة التالية:³

القيمة الاقتصادية المضافة = (صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة - تكلفة رأس المال × مبلغ الاستثمار

ج- شرح العلاقة

خلال العلاقة السابقة يمكن التأكيد أن معيار القيمة الاقتصادية المضافة يعتمد في تركيبه وحسابه على

ثلاثة متغيرات أساسية هي:

- ❖ صافي أرباح التشغيل بعد الضرائب؛
- ❖ مقدار الاستثمار المستخدم: وهو يمثل صافي رأس المال العامل مضافا إليه الاستثمار في الأصول الثابتة؛

❖ الكلفة المرجحة للتمويل.

¹ عباسي صابر، أثر التفسير الجبائي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية رسالة الماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011/2012، ص 107.

² مرجع سبق ذكره، ص 166.

³ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص ص 136، 139.

د- الاعتبارات الواجب الإحاطة بها عند زيادة النسبة:

- هناك مجموعة من الاعتبارات لكي تتمكن من زيادة القيمة الاقتصادية المضافة، من بينها:¹
- ❖ النمو: فعلى المؤسسة استثمار أموالها في مشروعات تدر عائدا أعلى من تكلفة رأس المال؛
- ❖ تحسين العمليات: يجب على إدارة المؤسسة زيادة كفاءة عملياتها والرقابة على التكاليف، مما يؤدي إلى زيادة الإنتاجية، ومن ثم زيادة صافي ربح العمليات قبل الضريبة؛
- ❖ إدارة الأصول: يمكن تحسين القدرة على إدارة الأصول عن طريق التخلص من الأصول العاطلة، وزيادة استغلال الأصول.

وكون أن الهدف الرئيسي من استعمال هذا المؤشر هو تحفيز كل الفاعلين بالمؤسسة لاتخاذ قرارات من شأنها أن تؤثر على وجهة نظر تقييم السوق المالي لها، وذلك بتوجيه الحكم على أدائها الداخلي من خلال تأثيره على قيمتها البورصية، فهذا التقييم يحدث ربطا وتوافقا بين القيمة البورصية للمؤسسة وقيمتها الدفترية، ويتضح ذلك من خلال استعمال مبتكري القيمة الاقتصادية المضافة لمفهوم القيمة السوقية المضافة.²

2- معيار القيمة السوقية المضافة:

أ- تعريف معيار القيمة السوقية المضافة:

ظهر هذا المعيار كانتقاد لمعيار القيمة الاقتصادية المضافة وهو المعيار الثاني الذي سوقته مؤسسة Stern et Stewart " كمعايير لتقييم الأداء المالي في مؤسسات الأعمال، ويقصد بالقيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة ورأس المال المستثمر من قبل الملاك والمقرضين؛ وعليه فإن القيمة السوقية المضافة من وجهة نظر المؤسسة المسوقة تعد معيارا فائقا وشاملا في قياس وخلق الثروة، كما أنها مقياس للفاعلية التشغيلية في مؤسسات الأعمال وفقا لقدرتها وكفاءتها في ربط العوامل التي تقود إلى نجاح المؤسسة.³

ب- كيف حساب القيمة السوقية المضافة :

وهناك عدة محاولات واجتهادات تهدف لاحتساب وتحديد القيمة السوقية المضافة نذكر أهمها:⁴

❖ طريقة صافي حقوق المالكين:

حساب القيمة السوقية المضافة بموجب هذه الطريقة يستند على افتراض ثبات القيمة السوقية للديون طويلة الأجل وتكون مساوية لقيمتها الدفترية. وعليه فإن القيمة السوقية المضافة تحسب كالآتي:

¹ الياس بن ساسي، قريشي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 270.

² نفس المرجع السابق، ص 272.

³ مزهودة عبد المليك، مرجع سبق ذكره، ص 175.

⁴ نفس المرجع السابق، ص 294.

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة السوقية للأسهم} - \text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية}$$

وطبقا لهذه الصيغة فإن القيمة السوقية المضافة الموجبة تعني أن المؤسسة تخلق قيمة وتساعد على زيادة ثروة المساهمين، وبالتالي زيادة قيمة رأس المال المستثمر، في حين أن القيمة السوقية المضافة السالبة تعني فشل المؤسسة في زيادة ثروة المساهمين، وبالتالي سوف تنخفض قيمة رأس المال المستثمر ومن عيوب هذه الطريقة أنها لا تأخذ بعين الاعتبار كلفة الفرصة البديلة، أي العوائد المتوقعة تحقيقها فيما لو تمت عملية الاستثمار في نشاط آخر يتساوى بدرجة الخطر لذلك تم تطوير طريقة أخرى تعتمد على القيمة الاقتصادية المضافة.

❖ طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة:

تحقق المؤسسة زيادة في ثروة المساهمين عندما يكون معدل العائد المتوقع أكبر من كلفة رأس المال، وكذا على أساس مختلف الأوزان المحدد لمصادره، بحيث أن المؤسسة التي يباع سهمها في السوق بفائدة يكون لها قيمة سوقية موجبة، والعكس صحيح لما تباع الأسهم بخسارة حيث أن الـ MVA تكون سالبة. إن الشركة التي تكون لها قيمة اقتصادية موجبة، يكون لها قيمة سوقية مضافة موجبة والعكس صحيح، لذا نجد أن القيمة السوقية المضافة هي القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة والمتوقعة مستقبلا، حيث يتم خصم التدفق النقدي المتوقع من الـ EVA بمعدل خصم مساوي لمتوسط الأوزان لكلفة رأس المال، وذلك وفقا للمعادلة التالية:

$$MVA = \frac{EVA1}{1+WACC} + \frac{EVA2}{1+(WACC)} + \frac{EVA3}{1+(WACC)}$$

وكنتيجة للعلاقة السابقة تم وضع علاقة أخرى تجمع ما بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية (MVE) تقوم بإعادة ترتيب معادلة صافي حقوق الملكية مع طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة، بحيث تكون القيمة السوقية لحقوق المالكين تعتمد بشكل أساسي على القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة، مما يجعل المستثمرين يدفعون سعر أسهم المؤسسة وفقا للعلاوة أو للخصم الذي تحققه القيمة الاقتصادية المضافة على القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وذلك وفقا للمعادلة التالية¹:

$$MVE = BVE + PVEVA$$

¹ بن مالك عمار، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء، رسالة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011 ص ص 104، 105.

3- بطاقة الأداء المتوازن:

أ- لمحة عن بطاقة الاداء المتوازن

ظهر هذا النموذج من طرف "Norton & Kaplan" من جامعة Harvard ونشر مجلة Harvard business review عام 1992 وتعتبر أداة لقياس الأداء الاستراتيجي، حيث تم ترجمة الإستراتيجية على أنها الوسائل التي تتبعها المؤسسة لتحقيق أهدافها وغاياتها، ولذلك لابد من الحديث عن الأهداف والغايات لتحديد مفهوم الإستراتيجية بشكل كاف.¹

وتعتبر بطاقة الأداء المتوازن أنها نظام لإدارة الأداء على مستوى المؤسسة حيث تجمع بين معايير المالية والغير مالية التي بدورها تعطي صورة شاملة وواضحة عن وضعية المؤسسة أو مدى تطبيق الاستراتيجية استنادا إلى محاورها الأربعة المتمثلة في البعد المالي بعد العملاء بعد العمليات الداخلية بعد التعلم وبعد النمو.

ب- تعريف بطاقة الأداء المتوازن

ولقد عرفت بطاقة الأداء المتوازن Balanced Score Card من طرف "Norton & Kaplan" سنة 1992 بأنها "مجموعة من المقاييس المالية وغير المالية تقدم للإدارة العليا صورة واضحة وشاملة وسريعة لأداء المنظمة".²

كما عرفت بطاقة الأداء المتوازن على أنها " نظام لقياس أداء المؤسسات وترجمة رؤيتها الإستراتيجية وتتضمن مجموعة من المقاييس تتلاءم مع أهداف وإستراتيجية المؤسسة".³

وبالتالي فإن بطاقة الأداء المتوازن هي عبارة عن نظام يشمل جوانب متعددة وتتضمن جملة من المقاييس المالية وغير المالية التي تعطي للإدارة العليا نظرة شاملة ومتكاملة عن الأداء الكلي للمؤسسة وتساعد على ترجمة رسالة وإستراتيجية المؤسسة إلى أهداف محددة.

ج- أبعاد بطاقة الأداء المتوازن

تتكون بطاقة الأداء التوازن حسب ما قدمه (Norton & Kaplan) من أربع محاور أساسية هي:⁴

❖ **البعد المالي:** يعد البعد المالي أحد محاور قياس وتقويم الأداء الرئيسية في بطاقة الأداء المتوازن، ويمثل مقاييس موجهة لمعرفة مدى تحقيق الأهداف المالية والتعرف على مستوى الأرباح المتحققة، والعمل على

¹ بن مالك عمار، نفس المرجع السابق، ص 110.

² مزهودة عبد الملوك، مرجع سابق، ص 127.

³ Kaplan Robert, Norton David, the balanced scorecard measures that drive performance, Harvard business review, January 1992, p22.

⁴ مزهودة عبد الملوك، مرجع سبق ذكره، ص 118.

تخفيض مستوى التكاليف وبالمقابل التركيز على هدف النمو، كما يركز هذا البعد على الوفاء باحتياجات حاملي الأسهم، أي تحقيق ما يريدونه بمعنى؛ هل تحقق المؤسسة عائداً مناسباً على الاستثمار وهل تزيد من قيمة المؤسسة في السوق مما يؤدي إلى زيادة ثروة حاملي الأسهم؟ وتقاس النتائج باستخدام مؤشرات خاصة بأرباح المؤسسة والتدفقات النقدية والعائد على الاستثمار وسعر السهم في السوق ونصيب السهم من الأرباح.

❖ **بعد العملاء:** تحتاج المؤسسة إلى توجيه اهتماماتها نحو تلبية حاجاتها ورغبات عملائها باعتبارهم مصدر تميزها التنافسي، وبالتالي يمكن للمؤسسة وضع مؤشرات تعكس وضع العميل بالنسبة لها مثل درجة ولائه للعميل ورضاه.

❖ **بعد العمليات الداخلية:** إن الهدف الاستراتيجي لهذا البعد هو تحسين العمليات الانتاجية، لأن النجاح في تحقيق أهداف المؤسسة الرئيسية يستلزم التفوق في إنجاز الأعمال التي تم تحديدها والتخطيط لها، وتعمل المؤسسة من خلال هذا البعد على تحقيق الأهداف المالية وأهداف العملاء، ويشمل هذا البعد سلسلة القيمة للعمليات الداخلية للمؤسسة ككل والتي تهدف للوفاء بمتطلبات العميل الحالية والمستقبلية وتطوير وإيجاد الحلول اللازمة لتحقيق هذه الاحتياجات.

❖ **بعد التعلم والنمو:** يهتم هذا البعد بتحديد كيف تستطيع المؤسسة أن تجعل قدرتها على التغيير والتطوير المستمر، وتطبيق مناهج إدارية حديثة، حيث يهدف هذا البعد إلى جعل المؤسسة ككل تتجه نحو التحسين سواء تعلق الأمر بالأفراد أو السياسات أو المناهج الإدارية المطبقة وهذا من أجل البقاء والمنافسة حيث أصبح بقاء المؤسسة واستمراريتها يعتمد على قدرتها على الابتكار والتطوير من خلال توفير الطاقات البشرية المؤهلة والقابلة للتجديد والابتكار لخلق القيمة.

يضم كل بعد من أبعاد بطاقة الأداء المتوازن أهدافاً وأعمالاً قابلة للإنجاز مشتقة من الاستراتيجية الكلية للمؤسسة، حيث تتصل هذه الأبعاد فيما بينها من خلال علاقة السبب والنتيجة، حيث يدعم كل بعد الآخر وبالتكامل تساهم في قياس مدى تحقيق استراتيجية المؤسسة.

المطلب الثالث: أدوات تقييم الأداء المالي ذات البعد الاستراتيجي

سيتم في عرض هذا المطلب أدوات التقييم ذات البعد الاستراتيجي فهي لا تعتمد على تحليل القوائم المالية بشكل أساسي و سوف نعرض كل من المجموعه الاستشارية لبوستن و دورة حياة المؤسسة .

1 - مصفوفة المجموعة الاستشارية لبوستن

أ- **تعريف المجموعة الاستشارية لبوستن:** قدمت هذه المصفوفة من طرف بوسطن الاستشارية، وهي

مجموعة استشارية أمريكية وبالتالي فقد اقترن اسم هذه المصفوفة باسم المجموعة، تعد أقدم وأبسط المصفوفات

استخداما في تحليل محفظة الأعمال الاستراتيجية والوضع المالية للمؤسسة الاقتصادية، وتستخدم بعدين حصة السوقية ومعدل نمو السوق، ويمزج هذين البعدين، تتكون مصفوفة تتجزأ إلى أربع وضعيات أساسية تسمح بمعرفة موقع المؤسسة الاستراتيجية والمالي، التي تمكنه من اتخاذ القرارات المناسبة الهادفة في توجيه المؤسسة نحو أفضل المواقع.¹

❖ **الحصة السوقية:** وهي أهم المؤشرات لقياس فعالية الميزة التنافسية وربحية المؤسسة الاقتصادية، وتقع على المحور الأفقي للمصفوفة، وتمثل الحصة السوقية النسبية لكل مجال نشاط استراتيجي مقارنة بأكبر المنافسين، والحصة السوقية هي حصة سوق المؤسسة لحصة سوق المنافس الأساسي.

❖ **معدل نمو السوق:** يمثل المحور العمودي للمصفوفة وهو العلاقة بين التغير في إجمالي المبيعات لسنتين متتاليتين على إجمالي المبيعات للسنة السابقة وتعبير عن جاذبية الاستثمار، فكلما زادت هذه النسبة كان ذلك في صالح المؤسسة لأنه يشجعها في الدخول إلى السوق التي تتميز بالقوة وأن فرص النجاح فيها متوفرة، والعكس صحيح إذ يعتبر تهديدا للمؤسسات العاملة فيه.

ب- **وضعيات المصفوفة:** وتتمثل الوضعيات الأربع للمصفوفة التي تقيم الوضعية المالية للمؤسسة وهي على النحو التالي:²

❖ **وضعية النجوم:** تعتبر هذه الوضعية المكانة المثلى حسب هذا التحليل، إذ تعرف المؤسسة معدل نمو مرتفع لرقم الأعمال، حيث تكون حصة السوق في مستوياتها العليا، كما يشهد السوق معدل نمو مرتفع الأمر الذي يجعل المؤسسة تتمتع بوضعية تنافسية قوية، لاستحواذها على حصة السوق الأكبر مقارنة بالمنافسين الحاليين.

❖ **وضعية البقرة الحلوب:** تعتبر البقرة الحلوب من أحسن الوضعيات، حيث تتميز الوضعية المالية بإيرادات مرتفعة، مقابل مستوى منخفض في مختلف التكاليف والمجهودات الاستثمارية ويرجع ذلك إلى استقرار السوق وارتفاع الحصص السوقية لمنتجات المؤسسة، وهو ما ينعكس على مستوى الأرباح وبالتالي على وضعية الخزينة، إذ تشهد أعلى الدرجات التوازن المالي.

❖ **وضعية المأزق:** تنشط المؤسسة في سوق واحدة، إذ تتميز بمعدل نمو مرتفع وطلب متزايد، إلا أن حصة السوق متواضعة رغم الاستثمارات الضخمة، والتي تستهلك جزء كبير من السيولة المالية في حين أن الوضعية المتراجعة تنتج إيرادات مالية لا تتناسب مع المستوى الكبير للاحتياجات المالية، حيث تواجه المؤسسة في هذه

¹ إلياس بن ساسي، قريشي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 58، 59.

² المرجع السابق، ص 62.

الوضعية تدني في الحصة السوقية وتنامي في الاحتياجات المالية من جهة، وارتفاع في معدل السوق من جهة أخرى، وتصحيح الوضعية يتطلب المجهودات التسويقية بهدف رفع الطلب على المنتجات.

❖ **وضعية البطة المتعثرة (الأوزان الميتة):** تعيش المؤسسة وضعية سيئة، إذ لا توجد أي بوادر أو آفاق

النمو والبقاء، بحيث تنشط المؤسسة في سوق مشبعة وحصة المؤسسة في هذه السوق المتراجعة قليلة، وهذا ما يجعل التدفقات المالية معدومة، ويتوجب على المؤسسة إيجاد البدائل الإستراتيجية والشكل التالي يوضح

مصنوفة BCG:

الشكل رقم (2-1): مصنوفة BCG والوضعية المالية للمؤسسة

الموارد المالية

	←			←	
		↑		↑	
معدل نمو السوق	استهلاك السيولة	النجم	المأزق	البطة المتعثرة	البقرة الحلوب
		<ul style="list-style-type: none"> • توليد واستهلاك السيولة • أرباح مرتفعة • استنادة مرتفعة • استثمارات مرتفعة 	<ul style="list-style-type: none"> • استهلاك كبير للسيولة • أرباح مرتفعة • استنادة مرتفعة • استثمارات مرتفعة 	<ul style="list-style-type: none"> • سيولة متوازنة • تنازل عن الاستثمارات • أرباح ضعيفة • استنادة ضعيفة 	<ul style="list-style-type: none"> • توليد واستهلاك السيولة • أرباح مرتفعة • استنادة ضعيفة • استثمارات ضعيفة
		↓		↓	
		←		←	
			الحصة السوقية		
					↑
					الاحتياجات المالية

المصدر: إلياس بن ساسي، قريشي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 57.

2- دورة حياة المؤسسة وأبعادها المالية:

تمر المؤسسة بعدة مراحل تواجه فيها احتياجات مالية مختلفة حسب المحيط المالي، وهي:¹

أ- مرحلة الإعداد والتصميم:

وهي المرحلة التأسيسية للمؤسسة التي تتم فيها كل العمليات المتعلقة بإنشاء المؤسسة وتتميز هذه

¹ إلياس بن ساسي، قريشي يوسف، مرجع سابق ذكره، ص 54، 55.

المرحلة بتحمل المنشئين لمصاريف الإنشاء والإعداد على مستوى المؤسسة ذاتها أو على مستوى المنتج المراد إنتاجه، هذه الأخيرة يتم الإعداد لها خلال هذه المرحلة حيث تقوم مديرية البحث والتطوير بعمليات التصميم وابتكار مختلف المواصفات التي تميز المنتج وتلبي احتياجات المستهلك، وتشكل مصاريف الأبحاث والتصميم جزء كبير من الموازنة العامة للمنتج، خاصة في القطاعات التي تعرف تكنولوجيا متطورة.

ب- مرحلة الانطلاق

نشاط المؤسسة مبتدئ يعرف نمو معتدل وغير مستقر للمبيعات والإنتاج، والنتائج في أغلب الأحوال سالبة بسبب ثقل المصاريف الثابتة وانخفاض حجم الإنتاج.

في هذه المرحلة يظهر المنتج لأول مرة في السوق، وذلك من خلال المعارض المروجة للمنتج حيث تتحمل المسؤولية في هذه المرحلة تكاليف الإشهار والترويج، في حين تعرف المبيعات نمو بطيء حيث يستوجب الأمر مجهودات تسويقية معتبرة بغية التعريف بالمنتج وأهم ما يميز هذه المرحلة هو ارتفاع مستوى التكاليف مقارنة برقم الأعمال، وهو ما يظهر من خلال المردودية السالبة التي لا تسمح بالاعتماد على الموارد الداخلية، كمصدر تمويل مما يؤدي إلى اللجوء إلى الموارد الخارجية، لمواجهة الاحتياجات المالية المرتفعة خصوصا تلك المرتبطة بالاستثمارات الضرورية للاستغلال.

ج- مرحلة النمو

تشهد المؤسسة نمو متسارع في حجم الإنتاج والمبيعات، وتحسن في النتائج والمردودية بسبب امتصاص التكاليف الثابتة الناتجة عن وفورات الحجم، كما تتزايد احتياجات تمويل الاستثمارات وتنامي قدرة المؤسسة على مواجهة هذه الاحتياجات، بفعل القدرة المالية على التمويل الذاتي.

وتبقى المؤسسة منشغلة بتحقيق التوازن المالي، بالتسيير الفعال للاحتياج في رأس مال العامل BFR واللجوء إلى الاستدانة يعد خيارا حتميا وأساسيا لمسايرة النمو، ويرجع ذلك لوجود علاقة طردية بين نمو رقم الأعمال ونمو الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال.

د- مرحلة النضج

في هذه المرحلة يميل معدل النمو نحو الاستقرار والتباطؤ، وذلك إثر تشبع السوق بالمنتج الحالي، ولتجاوز هذه الوضعية تسعى المؤسسة إلى تكثيف المجهودات الترويجية وبالتالي تزداد تكاليف الإشهار والترويج، وإثر ذلك يتجه منحنى التكاليف نحو ارتفاع طفيف مع نهاية هذه المرحلة، إلا أن هذه الزيادة لا تؤثر على المردودية بسبب استقرار مستوى الإيرادات، حيث تستمر المؤسسة في تحقيق نتائج إيجابية مع انخفاض تدريجي للاحتياجات المالية.

وترتكز أهداف المؤسسة نحو الحفاظ على الوضع القائم لأطول فترة زمنية ممكنة، وذلك بالاستمرار في معدل النمو الحالي، كما أن مستوى الإنتاج والمبيعات يساهم بشكل كبير في تدنية التكاليف الثابتة وارتفاع مستوى التمويل الذاتي، كما يسعى المسؤول المالي إلى توظيف السيولة المرتفعة في استثمارات إضافية والاستثمار غير المباشر في الأسواق المالية.

هـ- مرحلة النزول

تعتبر مرحلة النزول بداية النهاية لحياة المنتج أو آخر حلقة في حياة المؤسسة بنشاطها الحالي، ويتضح ذلك من خلال الانخفاض الكبير في رقم الأعمال والفقدان التدريجي للحصص السوقية، مما يدفع المسؤولين إلى التفكير في تصميم جديد للمنتج حيث تنتهي هذه المرحلة بعمليات التنازل عن الاستثمارات وتصريح جزء من العمالة، وينجم عن ذلك بعض التكاليف الخاصة، وهو ما يظهر من خلال الارتفاع الطفيف في منحنى التكاليف في نهاية هذه المرحلة.

المبحث الثالث: أثر هيكل رأس المال على الاداء المالي

تعد القرارات السليمة أساسا لسلامة هيكل رأس المال و بالتالي تحقيق الربحية المنشودة بأقل التكاليف (تكلفة التمويل) و ان اختيار هيكل رأس المال المناسب من المؤسسة ذو التوليفة المتناسقة بين الملكية و الديون يكون على أساس الدراسة و هذا ما ستطرق إليه في هذا المبحث حيث سندرس أثر هيكل رأس المال على الاداء المالي للمؤسسة

المطلب الأول: علاقة هيكل رأس المال بتكلفة التمويل

تتمثل تكلفة الأموال المملوكة في العائد المدفوع للمساهمين نتيجة وضع أموالهم تحت تصرف المؤسسة وتتكون الأموال المملوكة من الأسهم العادية والممتازة، الأرباح المحتجزة والاحتياطات، ويواجه قياس تكلفة التمويل مشاكل تكمن في عنصرين مهمين هما: الأول هو عنصر عدم التأكد، حيث أن كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة قد لا تدر بالضرورة عوائد موجبة مؤكدة، وفي مواعيد محددة يقينا، أما العنصر الثاني هو أن مصادر التمويل المتاحة متنوعة ومتباينة، وكل منها يعمل في ظل قوانين مؤقتة ومختلفة.

أولاً- تكلفة مصادر التمويل المقترضة:

تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي الذي تدفعه المؤسسة للمقرض، أي معدل الفائدة قبل الضريبة مطروحا منه الوفرات الضريبية (مقدار الفائدة × معدل الضريبة)¹، لأن فوائد القروض تعد من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل وبالتالي فالمؤسسة تحقق من ورائها وفرات ضريبية.

¹ بوشنقير ميلود، زغيب مليكة، مرجع سبق ذكره، ص 201.

وتكلفة الاقتراض هي المعدل الذي يتساوى عنده مبلغ القرض الفعلي الذي تحصلت عليه المؤسسة مع مجموع الأقساط الدورية المسددة من طرفها وهذا ما توضحه العلاقة التالية¹:

$$M = \sum_{i=1}^n \left(\frac{R}{(1-K)i} + \frac{V}{(1+K)n} \right)$$

M: تتمثل في صافي المتحصلات من الأموال المقترضة أو السند؛

K: تتمثل في تكلفة الاقتراض؛

R: تتمثل في التدفقات النقدية الداخلة والخارجة؛

V: تتمثل في قيمة القرض الذي يجب سداه في تاريخ الاستحقاق.

ثانياً - تكلفة الأموال الخاصة:

تكلفة الأموال الخاصة هي بمثابة معيار للإنتقاء بين مختلف المشاريع الاستثمارية الممولة بواسطة الأموال الخاصة طبقاً لمعدل المردودية المرجعي بحيث يمكن تقدير تكلفة رأس المال من الوجهة المحاسبي وأيضاً استعمال نموذج توازن الأصول المالية MEDAF.

1- تكلفة الأموال الخاصة بالتقييم المحاسبي:

تعرف تكلفة إصدار الأسهم بأنها "عبارة عن معدل المردودية الأدنى الذي يطلبه المساهمون من أجل وضع أموالهم تحت تصرف المؤسسة"².

ونقسمها إلى تكلفة الأسهم الممتازة وتكلفة الأسهم العادية كما يلي:

❖ **تكلفة الأسهم الممتازة:**

يحصل حملة الأسهم الممتازة على عائد ثابت يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم، علماً أن أصحاب هذه الأسهم لهم الأولوية على أصحاب الأسهم العادية في الحصول على الأرباح عند اتخاذ قرار التوزيع وتحسب تكلفة السهم الممتاز من خلال العلاقة التالية:

$$Kp = \frac{D}{P}$$

Kp: تمثل تكلفة الأسهم الممتازة؛

D: تمثل قيمة التوزيعات السنوية على السهم الممتاز؛

P: تمثل قيمة السهم الممتاز في السوق.

¹ قلاوي نظيرة، مرجع سبق ذكره، ص 37.

² المرجع السابق، ص 20.

غير أن العائد عادة ما يقل على التكلفة الفعلية التي تتكبدها المؤسسة لأن القيمة الفعلية للمتحصلات من بيع الأسهم الممتازة عادة ما تقل عن القيمة الاسمية لتلك الأسهم، ويتمثل الفرق في تكاليف الإصدار، وبالتالي يجب القيام بتعديل في المعادلة الأولى لتصبح:¹

$$Kp = \frac{D}{P(1 - F)}$$

F: تتمثل في المصروفات والتدفقات المصاحبة للإصدار.

❖ تكلفة الأسهم العادية:

إن تكلفة الأسهم العادية هي الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمارات الجديدة والتي تمول عن طريق إصدار هذه الأسهم الجديدة، وتكلفة السهم العادي ترتبط بسعره والأرباح الموزعة عليه وذلك فرضاً أن تلك الأرباح تنمو بمعدل معين مستقبلاً، وبالتالي يمكن حساب تكلفة الأسهم العادية من خلال العلاقة التالية:² ✓ في حالة التوزيعات الثابتة:

$$Kt = \frac{D}{Co}$$

✓ في حالة التوزيعات المتنامية:

$$Kt = \frac{DI}{Co} + g$$

Kt: تكلفة السهم العادي؛

Di: التوزيعات المتوقعة للسهم؛

Co: القيمة السوقية الحالية؛

G: معدل النمو المتوقع في التوزيعات بمعدل ثابت.

❖ نموذج تقييم الأصول المالية MEDAF:

عادة ما يستخدم هذا النموذج في تقييم المردودية المنتظرة من استثمار مرتبط بمخاطرة معينة ، وحسب هذا الإطار تعرف المردودية المنتظرة من طرف المساهمين على أنها مردودية الأصول دون مخاطرة مقدرة بمعدل مخاطرة يساوي β مرة معدل مخاطرة السوق وتحسب بالعلاقة التالية:³

$$E(R_x) = R_F + \beta [E(R_M) - R_F]$$

¹ بوراس أحمد، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 88، 90.

² بوشنقير ميلود، زغيب مليكة، مرجع سبق ذكره، ص 200.

³ فروم محمد الصالح، مرجع سبق ذكره، ص 128.

$E(R_X)$: الأمل الرياضي للمردودية المنتظرة من طرف المستثمرين الخاصة بالسهم؛

R_F : مردودية الأصول دون مخاطرة؛

$E(R_M)$: الأمل الرياضي لمردودية السوق؛

β : معامل منحنى الانحدار بين R_X و R_M .

ثالثا- تكلفة القرض الاجاري:

يعد القرض الاجاري طريقة تمويل متميزة حيث أن قيمة القرض الاجاري تمنح كاملة في شكل تجهيزات و ان الاسترداد لا بد وأن يكون كاملا ، فالمؤسسة الممولة تحصل على قيمة التجهيزات خلال فترة القرض بما تشمله من تكاليف القرض كالتأمين والصيانة ومخاطر التشغيل، إضافة إلى ما تأمل الحصول عليه من أرباح وهي القيمة الإجمالية الموزعة على أقساط (أقساط الإيجار) والتي يراعى فيها ربط التكلفة بالعائد تطبيقا لمبدأ التجهيزات تدفع قيمتها من عوائدها، ويمكن تحديد قسط الإيجار الذي قد يدفع مسبقا أو متأخرا شهريا أو فصليا أو قد يكون ثابتا أو متغيرا ، وذلك حسب ما هو محدد في عقد قرض الإيجار باستخدام المعادلة التالية:¹

$$\text{قسط الإيجار} = \text{جزء من أصل القرض} + \text{الفوائد}$$

حيث يمثل الجزء من أصل القرض تعويضا لرأس المال المستثمر وقد يسدد بشكل خطي أو في شكل دفعات حيث يتم تسديد قسط إيجار ثابت يتم الاتفاق بين الاطراف المعنية حول طريقة و آجال تسديده، أما الفوائد الفوائد فتتمثل في معدل الفائدة المطبق على رأس المال.

وهكذا فإن تكلفة القرض الإيجاري تتمثل في المعدل K_{cb} الذي عنده تتساوى قيمة الاستثمار الممول بهذا القرض والقيمة الحالية لتدفقات الخزينة الصافية، اي القيمة الحالية لأقساط الإيجار مضافا إليها الخسارة الضريبية الناتجة عن الاهتلاكات بالإضافة إلى القيمة المتبقية للأصل في حالة اختيار الشراء في نهاية الفترة n ولدينا العلاقة التالية:²

$$I_0 = CF_1 (1+K_{cb})^{-1} + CF_2 (1+K_{cb})^{-2} + \dots + CF_n (1+K_{cb})^{-n}$$

رابعا- تكلفة مخصصات الاهتلاك:

¹ برايس نورة، مرجع سبق ذكره، ص ص 97، 98.

² المرجع السابق، ص 97.

فيما يخص تكلفة مخصصات الاهتلاك فقد اختلفت الآراء حولها فهناك من يرى بأن هذه المخصصات تم اقتطاعها بهدف تجديد استثمارات المؤسسة والمحافظة على طاقتها الإنتاجية وتمويل الاستثمارات التوسعية وعليه فلا تكلفة لها لأنها تدخل في تكلفة حقوق الملكية القائمة، وهناك من يرى بأن تكلفة هذه المخصصات تتعلق بمجال استخدامها، فإذا استعملت في سداد القروض فإن تكلفتها تعادل تكلفة هذه القروض. كما أن هناك من يرى بأن أقساط الاهتلاك تعني تحويل الاستثمارات إلى نقدية ظاهرة تعادل تكلفتها تكلفة الفرصة البديلة، ويرى البعض الآخر أنه لا داعي لأخذ هذه الأقساط في الحسبان أثناء حساب تكلفة الأموال لأن تكلفة الاهتلاك تتمثل في المتوسط المرجح لتكلفة عناصر التمويل¹.

5- تكلفة الأرباح المحتجزة:

إن تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة تعد تكلفة ضمنية تساوي التمويل بالملكية (الأسهم العادية) لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين ، وبالتالي هي حق من حقوق المساهمين حيث أن البديل على احتجاز الأرباح دفع قيمتها نقداً للمساهمين من الناحية العملية، وبصورة عامة فلن تكلف الأرباح المحتجزة أقل من كلفة التمويل بالأسهم العادية لسببين:

أ +الأول: إن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل وعند احتجازها لا تخضع للضريبة؛

ب -الثاني: إن إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين أنفسهم يخضع لعمولة الوسطاء أي عند إعادة الاستثمار عن طريق شراء أوراق مالية في السوق المالي سيدفع المساهمين مبلغ للوسطاء عند تنفيذ عمليات الاستثمار، بينما عندما تقوم المؤسسة بالتمويل بالأرباح المحتجزة فإنها لا تخسر عمولة الوسطاء. إن هذا معناه أن التمويل باستخدام الأموال المتراكمة من الأرباح المحتجزة أقل كلفة من التمويل بالأسهم العادية لاستبعاد كلفة الضريبة وعمولة المشار إليهما.

ويمكن احتساب كلفة الأرباح المحتجزة بالمعادلة التالية:²

$$K_I = K_e(1-T)(1-B)$$

K_e تكلفة التمويل بالملكية؛

T معدل ضريبة الدخل للمساهمين؛

B معدل عمولة الوساطة.

6- التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال:

¹ زغيب مليكة، مرجع سبق ذكره، ص 65.

² دريد كامل شيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 323، 324.

إن تكلفة الأموال تتوقف على تركيبة الخليط المكون للهيكل المالي، وتكلفة كل عنصر فيه وبعد أن تعرضنا لتكلفة كل مصدر من مصادر التمويل على حدى يمكننا الآن تحديد التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال.

نقصد بالتكلفة المرجحة للأموال "كفة هيكل التمويل للمشروع، أي كفة الأموال المستثمرة في المشروع محسوبة على أساس المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر تمويل في هيكل رأسمال المشروع¹. من خلال ما سبق يتبين لنا أن التكلفة المتوسطة المرجحة تحسب عن طريق ترجيح تكلفة كل مصدر تمويلي، فهي تختلف من هيكل تمويلي لآخر وبالتالي فهي تساعد على اختيار الاستثمارات وتساهم في تقييم القرار الاستثماري. وتحسب التكلفة المتوسطة المرجحة بالعلاقة التالية:

$$CMP = Ke \frac{C}{C+D} + Ki \frac{D}{C+D}$$

CMP التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

Ke تكلفة الأموال الخاصة

Ki تكلفة الأموال المقترضة

المطلب الثاني: علاقة هيكل رأس المال بالمرودية المالية المؤسسة

تعتبر المردودية معيار مهم لتقييم أداء المؤسسة الاقتصادية، وتعتبر عن قدرة وسائل المؤسسة على تحقيق نتائج جيدة، فالمرودية هي العلاقة بين النتائج التي تحقها المؤسسة والوسائل المستخدمة في ذلك، فقياسها يسمح للمسيرين بمعرفة كفاءة ورشد المؤسسة في استخدام مواردها.

أولاً: أهمية قياس المردودية

فتعرف المردودية بأنها الاستخدام الفعال للموارد المستخدمة لتحقيق هدف محدد وتسمح ببلورة فعالية ورشد المؤسسة لضمان²:

1- تسديد فوائد رؤوس الأموال؛

2- استرجاع أقساط هذه القروض بتواريخ استحقاقها؛

3- تحقيق ربح كافي لمكافأة العمال والملاك وللاستخدام الجزء المتبقي داخل المؤسسة لتنميتها وتطويرها.

¹ دريد كامل شيب، مرجع سبق ذكره، ص 234.

² بوطغان حنان، مرجع سبق ذكره، ص 65.

وتعتبر المردودية معيارا أفضل من الربح والنتائج للحكم على أداء المؤسسة، لأن الربح عبارة عن رقم مطلق لا يشير إلى حجم رأس المال أو الاستثمارات التي حققت، بينما المردودية تربط بين الطرفين، الأمر الذي يسهل إجراء المقارنات مع معدلات المردودية للسنوات السابقة ودراسة تطورها وإجراء مقارنات مع مؤسسات تنتمي إلى نفس القطاع لكن تختلف في أعبائها الضريبية وتختلف في هيكلها المالي.

ثانيا: مبدأ الرافعة المالية و علاقتها بالمردودية المالية

1- تعريف أثر الرافعة المالية:

تعرف الرافعة المالية على أنها نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام أموال الغير (القروض) في عمليات المؤسسة من أجل تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة¹، فأثر الرافعة المالية يعبر إذن عن العلاقة التي نقيس بها مردودية الأموال الخاصة بدلالة المردودية الاقتصادية وتكلفة الديون².

2- مبدأ أثر الرافعة المالية:

يقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ المكافأة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة (الديون) فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين، حيث يكون الحديث هنا عن أثر رافعة ايجابي، أما في الحالة العكسية أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تنخفض مردودية المساهمين ويصبح هنا أثر الرافعة سلبي. إذن يمكننا تفسير أثر الرافعة المالية بمعدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل المردودية الاقتصادية وتكلفة الديون.

3- أثر الرافعة المالية على معدل العائد على مجموع الأصول وحق الملكية:

تعمل المؤسسة على توظيف الموارد المالية المتحصل عليها، والنتائج المحققة يجب أن تقارن بالأصول المستخدمة من جهة، وبالأموال الخاصة الموظفة من جهة أخرى، وبالتالي نحصل على معدل العائد على مجموع الأصول ومعدل العائد على حق الملكية. فكلما زاد معدل العائد على مجموع الأصول يرتبط بنتيجة الاستغلال المحققة من طرف المؤسسة وعليه فطريقة التمويل (قروض أو تمويل ذاتي) لها علاقة مباشرة بالنتيجة.

4- حساب أثر الرافعة المالية:

يمكن قياس تأثير الزيادة في نسبة التمويل بالدين في هيكل التمويل والذي يدعى بأثر الرفع المالي بالعلاقة التالية:³

¹ هيثم محمد الزغبى، مرجع سبق ذكره، ص 284.

² P.Vernimmen, Finance d'entreprise, 3^{ème} édition, DALLOZ, Paris, 1998, p233.

³ فروم محمد الصالح، مرجع سبق ذكره، ص 131.

$$R_f = [R_e + (R_e - i)^D / C_p](1 - t)$$

D / C_p : ذراع الرفع؛

$(R_e - i)$: الفرق بين المردودية الاقتصادية ومعدل فوائد الديون؛

$(R_e - i)^D / C_p$: يمثل أثر الرافعة المالية؛

R_f : المردودية المالية؛

$(1 - t)$: معامل الضريبة.

5- حالات أثر الرافعة المالية: نميز حالتين لأثر الرافعة المالية وهما:¹

أ- حالة مؤسسة عديمة الاستدانة

وهي حالة نادرة الحدوث على أرض الواقع وعندها تمول الاحتياجات المالية حصريا بواسطة التمويل

الذاتي:

$$D = 0 \Rightarrow R_f = R_e (1 - t)$$

ونقول هنا أن للرافعة أثرا حياذيا (لا يوجد أثر للرافعة المالية)، وبالتالي تتساوى مردودية الأموال الخاصة

مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح.

ب- حالة لجوء المؤسسة إلى الاستدانة

تعد الاستدانة أهم مصادر التمويل كما أنها تساهم في تحسين مستويات المردودية، الأمر الذي يؤدي

إلى تحقيق نمو للقدرة على التمويل الذاتي، لكن يجب مراقبة الاستدانة، وهذه الحالة بدورها تنقسم إلى ثلاث

حالات فرعية:

❖ حالة المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة ($R_e > i$): في هذه الحالة يلعب أثر الرافعة المالية دورا

إيجابيا، فكلما زاد ذراع الرافعة وزاد الفرق بين المردودية الاقتصادية ومعدل الديون كلما أدى ذلك إلى ارتفاع

مردودية الأموال الخاصة.

$$(R_e - i) > 0 \Rightarrow R_f - R_e = (R_e - i) \cdot D / C_p > 0$$

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

إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة، لأن المردودية الاقتصادية تغطي أعباء الاقتراض.

❖ حالة المردودية الاقتصادية تساوي معدل الفائدة ($R_e = i$): وهي نفس حالة انعدام الاستدانة.

¹فروم محم الصالح، مرجع سبق ذكره، ص 136.

❖ **حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة ($Re < i$):** في هذه الحالة يلعب أثر الرافعة المالية دورا سلبيا وكل زيادة في ذراع الرافعة المالية تؤدي إلى انخفاض مردودية الأموال الخاصة وذلك بسبب ارتفاع المصاريف المالية.

$$(Re-i) < 0 \Leftrightarrow Rf-Re = (Re-i) \cdot \frac{D}{Cp} < 0$$

وما يمكن استنتاجه من الحالات الثلاثة أن اعتقاد المؤسسة بأنه يجب عليها تعظيم النسبة $\frac{D}{Cp}$ ، أي يجب الاستدانة إلى أقصى الحدود يبقى في الواقع محدود نظرا لعدة أسباب هي:

✓ يحدد المقرضون عادة التزامهم بنسبة الأموال الخاصة إلى الديون (الديون تساوي مرة أو مرتين الأموال الخاصة).

✓ تكلفة الديون تابعة لمستوى الاستدانة، فإذا ارتفعت الديون فإن معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضون يرتفع هو أيضا لأن خطر عدم التسديد يزداد وهذا ما يقلص من الفرق $(Re-i)$ ¹.

المطلب الثالث: تحليل أثر هيكل رأس المال على مؤشرات الاداء المالي

تعتبر دراسة نسب المالية قياس لكفاءة المؤسسة في سياستها التمويلية، ويستدل بهذه النسب لتقييم كفاءة الأداء المالي للمؤسسة.

و هذه النسب تمثل العلاقة بين قيمة بندين أو أكثر من بنود القائمة المالية في لحظة زمنية معينة، وعلى مدار نفس الفترة المحاسبية.

و من خلال المؤشرات الكلاسيكية للاداء المالي فان أثر هيكل رأس المال عليها يكون من خلال تحليل نسبة كل مؤشر و معرفة المتسبب في ارتفاع او انخفاض هذه النسبة.

أولاً: نسب السيولة و تأثير هيكل رأس المال عليها

يمكن استنتاج اثر هيكل راس المال على نسب السيولة من خلال تحليل المتسبب في انخفاض و ارتفاع هذه النسب و التي تتمثل في:

1- نسبة السيولة العامة: و التي تحسب من خلال تقسيم الأصول الجارية على الديون القصيرة الأجل فانخفاض هذه النسبة قد يعود الى انخفاض الاصول الجارية و ارتفاعالديون القصيرة الأجل و العكس صحيح في حالة ارتفاع النسبة و عليه يمكن استنتاج أن:

أ- إذا كانت الديون قصيرة الأجل هي المتسبب في ارتفاع او انخفاض نسبة السيولة العامة بقدر اكبر الاصول الجارية فيمكن القول أن هناك تأثير غير مباشر لهيكل رأس المال باعتبار التغير في الديون القصيرة الأجل سببه التغير في الأموال الدائمة.

¹ فروم محمد الصالح، مرجع سبق ذكره، ص 132.

ب- اذا كانت الأصول الجارية هي المتسبب في ارتفاع او انخفاض نسبة السيولة العامة بقدر اكبر من الديون القصيرة الأجل فيمكن القول أنه لا يوجد أثر لهيكل رأس المال.

2- نسبة السيولة المخفضة: و التي تحسب من خلال تقسيم الأصول المتداولة مستبعدة منها المخزونات

على الديون القصيرة الأجل، فانخفاض هذه النسبة قد يعود الى انخفاض الاصول الجارية مستبعدة منها

المخزونات أو ارتفاع الديون القصيرة الأجل و العكس صحيح في حالة ارتفاع النسبة يمكن استنتاج أن:

أ- اذا كانت الديون القصيرة الأجل هي المتسبب في ارتفاع او انخفاض نسبة السيولة المخفضة بقدر اكبر

من الاصول الجارية مستبعدة منها المخزونات فيمكن القول أن هناك تأثير لهيكل رأس المال على هذا

المؤشر باعتبار تغير الديون القصيرة الأجل سببه التغير في الأموال الدائمة.

ب- اذا كانت الأصول الجارية مستبعدة منها المخزونات هي المتسبب في ارتفاع او انخفاض نسبة السيولة

العامة بقدر اكبر من الديون القصيرة الأجل فيمكن القول انه لا يوجد أثر لهيكل رأس المال.

2 نسبة السيولة الجاهزة: و التي تحسب من خلال تقسيم أصول الخزينة على الديون القصيرة الأجل

فانخفاض هذه النسبة قد يعود الى انخفاض الأصول النقدية أو ارتفاع الديون القصيرة الأجل و العكس

صحيح في حالة ارتفاع النسبة و عليه يمكن استنتاج أن:

أ- اذا كانت الديون القصيرة الأجل هي المتسبب في ارتفاع او انخفاض هذه النسبة بقدر اكبر من الأصول

النقدية فيمكن القول أن هناك تأثير مباشر لهيكل رأس المال على هذا المؤشر.

ب- اذا كانت الأصول النقدية هي المتسبب في ارتفاع او انخفاض هذه النسبة بقدر اكبر من الديون القصيرة

الأجل فيمكن القول أنه لا يوجد تأثير لهيكل رأس المال على هذا المؤشر باعتبار أن اصول النقدية ليست

ضمن هيكل رأس المال.

ثانيا: نسب النشاط و تأثير هيكل رأس المال عليها

يمكن استنتاج اثر هيكل رأس المال على نسب السيولة من خلال تحليل المتسبب في انخفاض و ارتفاع

هذه النسب و التي تتمثل في:

1 معدل دوران الأصول الإجمالي: و الذي يحسب من خلال تقسيم المبيعات على مجموع الأصول و الذي

يمكن الحكم مباشرة أن لا يوجد أثر لهيكل رأس المال على هذا المؤشر باعتبار أن كل من المبيعات و

الأصول ليست ضمن عناصر هيكل رأس المال

2 معدل دوران الأصول الغير جارية : و الذي يحسب من خلال تقسيم المبيعات على مجموع الأصول

الجارية و الذي يمكن الحكم مباشرة أن لا يوجد أثر لهيكل رأس المال على هذا المؤشر باعتبار أن كل من

المبيعات والأصول الجارية ليست ضمن عناصر هيكل رأس المال.

3- معدل دوران الأصول الغير جارية: و الذي يحسب من خلال تقسيم المبيعات على مجموع الأصول الغير الجارية و الذي يمكن الحكم مباشرة أن لا يوجد أثر لهيكل رأس المال على هذا المؤشر باعتبار أن كل من المبيعات والأصول الغير جارية ليست ضمن عناصر هيكل رأس المال.

4- مهلة تسديد الموردين: و التي تحسب من خلال تقسيم قيمة الموردين على المشتريات ،فانخفاض هذه النسبة قد يعود الى انخفاض قيمة الموردين أو ارتفاع المشتريات و العكس صحيح في حالة ارتفاع النسبة و عليه يمكن استنتاج أن :

أ- اذا كانت قيمة الموردين هي المتسبب في ارتفاع او انخفاض هذه النسبة بقدر اكبر من المشتريات فيمكن القول أن هناك تأثير مباشر لهيكل رأس المال على هذا المؤشر.

ب- اذا كانت المشتريات هي المتسبب في ارتفاع او انخفاض هذه النسبة بقدر اكبر من قيمة الموردين فانه لا يوجد أثر لهيكل رأس المال على هذه النسبة باعتبار أن المشتريات ليست ضمن عناصر هيكل رأس المال.

5-مهلة تحصيل الزبائن: و التي تحسب من خلال تقسيم قيمة الزبائن على المبيعات، و الذي يمكن الحكم مباشرة أن لا يوجد أثر لهيكل رأس المال على هذا المؤشر باعتبار أن كل من قيمة الزبائن والمبيعات ليست ضمن عناصر هيكل رأس المال.

ثالثا: نسب المديونية و تأثير هيكل رأس المال عليها

يمكن استنتاج اثر هيكل راس المال على نسب السيولة من خلال تحليل المتسبب في انخفاض و ارتفاع هذه النسب و التي تتمثل في:

1- نسبة الديون الى رأس المال: و التي تحسب من خلال تقسيم الديون الطويلة الأجل على الأموال الدائمة فانخفاض هذه النسبة قد يعود الى انخفاض الديون الطويلة الأجل أو ارتفاع الأموال الدائمة أو العكس في حالة الارتفاع و عليه يمكن القول أنه يوجد تأثير لهيكل رأس المال على مؤشر نسبة الديون الى رأس المال سواء كان المتسبب في ذلك الديون الطويلة الأجل أو الأموال الدائمة باعتبارهما جزء من هيكل رأس المال.

3- نسبة التمويل الدائمة: و التي تحسب من خلال تقسيم الأموال الدائمة على الأصول الغير جارية فانخفاض هذه النسبة قد يعود الى انخفاض الأموال الدائمة أو ارتفاع الأصول الغير جارية أو العكس في حالة ارتفاع النسبة و عليه نستنتج ما يلي:

أ- اذا كانت قيمة الأموال الدائمة هي المتسبب في ارتفاع او انخفاض هذه النسبة بقدر اكبر من الأصول الغير جارية فيمكن القول أن هناك تأثير مباشر لهيكل رأس المال على هذا المؤشر.

ب- إذا كانت قيمة الأصول الغير جارية هي المتسبب في ارتفاع او انخفاض هذه النسبة بقدر اكبر من قيمة الأموال الدائمة فإنه لا يوجد أثر لهيكل رأس المال على هذه النسبة باعتبار أن الأصول الغير جارية ليست ضمن عناصر هيكل رأس المال.

3-نسبة التمويل الذاتي: و التي تحسب من خلال تقسيم الأموال الخاصة على الأصول الغير جارية فانخفاض هذه النسبة قد يعود الى انخفاض الأموال الخاصة أو ارتفاع الأصول الغير جارية أو العكس في حالة ارتفاع النسبة و عليه نستنتج :

أ- إذا كانت قيمة الأموال الخاصة هي المتسبب في ارتفاع او انخفاض هذه النسبة بقدر اكبر من الأصول الغير جارية فيمكن القول أن هناك تأثير مباشر لهيكل رأس المال على هذا المؤشر .

ب- إذا كانت قيمة الأصول الغير جارية هي المتسبب في ارتفاع او انخفاض هذه النسبة بقدر اكبر من قيمة الأموال الخاصة فإنه لا يوجد أثر لهيكل رأس المال على هذه النسبة باعتبار أن الأصول الغير جارية ليست ضمن عناصر هيكل رأس المال.

4-نسبة تغطية الالتزامات الطويلة الأجل: و التي تحسب من خلال تقسيم الأصول الغير جارية على الخصوم الغير جارية فانخفاض هذه النسبة قد يعود الى انخفاض الأصول الغير جارية أو ارتفاع الخصوم الغير جارية أو العكس في حالة ارتفاع النسبة و عليه نستنتج:

أ- إذا كانت قيمة الخصوم الغير جارية هي المتسبب في ارتفاع او انخفاض هذه النسبة بقدر اكبر من الأصول الغير جارية فيمكن القول أن هناك تأثير مباشر لهيكل رأس المال على هذا المؤشر .

ب- إذا كانت قيمة الأصول الغير جارية هي المتسبب في ارتفاع او انخفاض هذه النسبة بقدر اكبر من قيمة الخصوم الغير جارية فإنه لا يوجد أثر لهيكل رأس المال على هذه النسبة باعتبار أن الأصول الغير جارية ليست ضمن عناصر هيكل رأس المال.

5-نسبة الاستقلالية المالية: و التي تحسب من خلال تقسيم الأموال الخصة على مجموع الخصوم فانخفاض هذه النسبة قد يعود الى انخفاض الأموال الخصة أو ارتفاع مجموع الخصوم أو العكس في حالة الارتفاع، و عليه يمكن القول أنه يوجد تأثير لهيكل رأس المال على مؤشر نسبة الاستقلالية المالية سواء كان المتسبب في ذلك الأموال الخاصة أو مجموع الخصوم باعتبارهما جزء من هيكل رأس المال.

خلاصة الفصل:

تعد دراسة هيكل رأس المال أمرا في غاية الأهمية، و معرفة أثر ذلك على الاداء المالي للمؤسسة يعد أمرا مطلوباً لابد من الوصول اليه، و قد تناولنا في هذا الفصل مفاهيم حول الأداء المالي و الخطوات الواجب اتباعها في ذلك كما أشرنا الى المؤشرات التي يمكن من خلالها قياس الاداء المالي منها ما هو كلاسيكي (النسب المالية و تحليل القوائم المالية) و منه ما هو حديث، و منه من يعتمد في التقييم على المنظور الاستراتيجي، كما أشرنا الى شرح علاقة هيكل رأس المال بتكلفة التمويل سواء تكلفة الأموال المملوكة أو تكلفة الاستدانة ثم حللنا الأثر الذي يمكن أن يحدثه هيكل رأس المال على مؤشرات الاداء المالي و التي اخترنا أن تكون المؤشرات الكلاسيكية.

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على
الأداء المالي لمؤسسة دباغة الجلود - جيجل -

تمهيد:

المبحث الأول: لمحة عن مؤسسة دباغة الجلود-جيجل-

المبحث الثاني: تحليل مؤشرات الأداء المالي

المبحث الثالث: قياس أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي

خلاصة الفصل.

تمهيد:

في إطار تدعيم الجانب النظري والذي تعرفنا من خلاله على المفاهيم الأساسية المتعلقة بهيكل رأس المال كما أحطنا بالإطار العام للأداء المالي وبينا نظريا أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لزم الأمر إجراء دراسة تطبيقية نقوم من خلالها بدراسة هيكل رأس المال لمؤسسة اقتصادية وعلاقتها بالأداء المالي، وقد قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين حيث خصصنا المبحث الأول الى تقديم لمحة عن المؤسسة موضوع الدراسة-مؤسسة دباغة الجلود - جيجل- أما المبحث الثاني والذي خصصناه لتحليل مؤشرات الأداء المالي و تحليل مرد ودية المؤسسة أما المبحث الثالث فقد خصص لتحليل أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة من خلال تحليل الأداء المالي من خلال نسب هيكل رأس المال و تحليل أثر هيكل رأس المال على هذه المؤشرات الكلاسيكية.

المبحث الأول: لمحة عن مؤسسة دباغة الجلود جيجل

فى هذا المبحث سنقوم بتقديم عام لمؤسسة دباغة الجلود -جيجل- وذلك بالتطرق فى البداية إلى التعريف بها، ثم التعرف على مختلف مصالحتها وهيكلها التنظيمي مع الدور الفعال الذي تقوم به .

المطلب الأول: نشأة و تعريف مؤسسة دباغة الجلود -جيجل-

أولاً: نشأة مدبغة الجلود جيجل:¹

تعتبر وحدة جيجل لصناعة الجلود وحدة صناعية إنتاجية أنشأت لتحقيق غايات اقتصادية و اجتماعية ضمن برنامج الاقتصاد الوطني و الصناعات المحلي ة، أنشأت فى إطار تعاون جزائري بلغاري سنة 1965 و كانت بداية الإنتاج فيها فى 1 جوان 1967، و تعتمد الوحدة على نوعين من الدباغة:

1- الدباغة بالكروم لمعالجة الجلود الخام لصناعة الجلود؛

2- الدباغة النباتية (الطبيعية) لمعالجة الجلود الخام لصناعة الجلود.

و قد تم التخلي عل ى هذا النوع من المعالجة ابتداء من 1971 لظهور مواد ذات طبيعة

بلاستيكية، و مند بداية الإنتاج صنعت مدبغة جيجل كوحدة إنتاجية تابعة للمؤسسة الوطنية للمدابع الجزائرية و التي مقرها فى الجزائر العاصمة و لها وحدتين: الروبية و العربية (وهران) و تم إعادة الهيكلة فى أوت

1972 بمقتضى المرسوم 72-142 الصادر فى 3-10-1972 حيث ظهرت المؤسسة الوطنية لصناعة

الجلود بتجميع المؤسستين الوطنيتين TAL و المؤسسة الوطنية لصناعة الأحذية.

و للعلم فان هاتين المؤسستين تستحوذان على المصانع التالية:

TAL تتكون من:

أ -TA-مدبغة الجلود جيجل ؛

ب -وحدة الدباغة بالعمرية؛

ج- وحدة الدباغة بالجلفة؛

د- وحدة الجلد الخام بالروبية؛

هـ- وحدة الجلد الخام بباتة؛

و- وحدة صناعة الملابس و الأدوات الجلدية بالعاصمة؛

¹ مقابلة مع السيد: عماد فتوسي، رئيس قسم المحاسبة و المالية، يوم 2017/04/17، على الساعة 13:30.

ز- مصانع المؤسسة الجزائرية لصناعة الأحذية؛

ح- مصانع الأحذية بدلس؛

ط- مصانع الأحذية بمعسكر؛

ي- مصانع الأحذية بسطيف.

ثانيا: تعريف مؤسسة دباغة الجلود-جيجل:¹

تقع مدبغة جيجل في هضبة الحدادة على بعد 3 كلم جنوب المدينة، تتربع على مساحة قدرها 5 هكتار و هي شركة ذات أسهم لها 16000 سهم قيمة الواحد منها 5000 دج أي ما يعادل رأس مال قدره 80 مليون دينار جزائري، يحكمها القانون التجاري و هي مرتبطة بجميع أنواع الجلد، يترأسها مجلس إدارة الخلية و عمليا للتسيير يرأسها مدير تحت اسم الرئيس المدير العام مكلف بتسيير المؤسسة، و يتمثل عملها أساسا في معالجة جلد البقر حيث تقدر طاقتها الإنتاجية ب 10 ملايين قدم مربع سنويا، و يتم معالجة 20 طن من الجلد يوميا بمعدل 3800 قدم مربع، وتشغل حاليا 150 عامل يتوزعون على مختلف المديريات و الورشات، كما ينقسم عمال الورشات الإنتاجية إلى فرقتين صباحية و مساءية بالتناوب على مدار 16 ساعة و فيما يلي البطاقة التقنية لتوزيع العمال على مختلف المصانع و المديريات كما يلي:

1 -مديريات الإنتاج 98 عامل؛

2 -مصلحة الوقاية و الأمن 19 عامل؛

3 -المديرية التجارية 7 عمال؛

4 -المديرية العامة 2 عامل؛

5 -مديرية الصيانة 15؛

6 -مديرية الموارد البشرية 9 عمال

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة دباغة الجلود-جيجل-

سيتم التطرق إلى تقديم وتحليل الهيكل التنظيمي لمؤسسة دباغة الجلود و التي تحتوي على مجموعة من

المصالح و هي كمايلي:

¹ مرجع سبق ذكره.

أولاً: تقديم الهيكل التنظيمي لمؤسسة دباغة الجلود-جيجل-

هو عبارة عن مخطط يوضع لغرض توضيح التنظيم الإداري للمؤسسة و يراعى فيه تسلسل المصالح و تناسق العمل ، و حسب هذا المخطط فإن المؤسسة تتكون من سبع مديريات رئيسية يتراأسها الرئيس المدير العام كما يلي:

1 المديرية العامة؛

2 مديرية الإنتاج؛

3 المديرية التقنية؛

4 مديرية الموارد البشرية؛

5 مديرية الصيانة؛

6 مديرية التجارة.

ثانياً: تحليل الهيكل التنظيمي لمؤسسة دباغة الجلود -جيجل¹

يتكون الهيكل التنظيمي للمؤسسة من المديريات التالية:

1 -المديرية العامة : تحت مسؤولية المدير العام يقوم بدور رئيس مجلس الإدارة و هو مكلف بإعداد برنامج النشاط العام للمؤسسة و تنفيذ الرقابة عليه، و هي تلعب دور التنظيم و الربط بين نشاطات كل هياكل المؤسسة يساعد رئيس المدير العام مساعد يقوم بأعمال تسند إليه من طرف المدير العام و ينوب عنه في حالة غيابه كما تتضمن المديرية العامة على أمانة يقوم المسؤول فيها بإعداد مختلف الوثائق سواء كانت استدعاءات أو وثائق تهم الإدارة نفسها، كما يعمل أيضا على تنظيم اللقاءات و الزيارات التي تكون موجهة للمدير العام.

2 -مديرية الإنتاج: تحت مسؤولية مدير مكلف بتنفيذ المهام التالية:

أ تنظيم و تنسيق و الرقابة على الأنشطة الخاصة بالإنتاج؛

ب إعداد برامج الإنتاج و المشاركة في برامج التموينات؛

ج- الاتصال برؤساء الورشات لإطلاعهم على برامج الإنتاج المراد تحقيقها؛

د- مراقبة و مساعدة المرؤوسين في تحقيق برامج الإنتاج؛

هـ- تنفيذ و تنظيم الورشات و تسخير عمال الإنتاج.

¹ مرجع سبق ذكره.

3- المديرية التقنية: و هي تحت مسؤولية مدير مسؤول بالمهام التالية:

- أ- البحث و اقتراح تحسينات على مستوي المنتج بناءا على خطط التجهيزات و التنظيم؛
- ب- اقتراح و إعطاء آراء حول تنظيم الإنتاج و اقتراح مشاريع إعادة التنظيم؛
- ج- البحث الدائم على المنتجات الجديدة من اجل الاقتراب الدائم من متطلبات السوق؛
- د- إعداد التركيبات الصناعية و مراقبة التطبيق الجيد للإنتاج.

4- مديرية المحاسبة و المالية: تحت مسؤولية مدير مكلف بالمهام التالية:

- أ إقامة علاقات مع المؤسسات المالية؛
- ب- السهر على تطبيق القواعد المحاسبية؛
- ج- لمسك الصحيح و اليومي للدفاتر و اليوميات المحاسبية للمؤسسة؛
- د- إعداد التقارير السنوية الإدارية؛
- هـ- السهر على المسك الجيد لمراكز التخزين و احترام القواعد و الإجراءات فيما يخص المخزن .

5- مديرية الموارد البشرية : تحت مسؤولية مدير مكلف بالمهام التالية:

- أ تنفيذ سياسات تسيير الموارد البشرية؛
 - ب تطوير و تنفيذ برامج التكوين للأفراد العاملين؛
 - ج- التسيير الإداري للعمال.
- و هي تنقسم إلي دائرتين:

❖ دائرة الشؤون العامة و الوسائل العامة و تنشط تحت إدارتها مصلحة الشؤون الاجتماعية و الوسائل العامة.

❖ دائرة تسيير المستخدمين و تنشط تحت إدارتها مصلحة المستخدمين و مصلحة الأجور.

6- مديرية الصيانة: تحت مسؤولية مدير مكلف بالمهام التالية :

- أ توزيع و تنسيق متابعة أعمال الصيانة؛
- ب تنظيم أعمال الصيانة و ربطها بمكتب المناهج؛
- ج- السهر على تنفيذ برامج التدخلات في الأوقات المحددة؛
- د- السهر على توفير الاستعمال الرشيد لقطع الغيار؛
- هـ- السهر على احترام القانون الداخلي للمؤسسة.

7-المديرية التجارية : تحت مسؤولية مدير مكلف بتسيير عملية الشراء و البيع للمنتجات

أ -حراسة السوق لبرمجة مبيعات منتجات الوحدة؛

ب -ترويج حاجات انطلاقا من برامج الزبائن؛

ج- انجاز و تطوير السياسة التجارية للوحدة؛

د- تأمين تمويل الوحدة بالمادة الأولية؛

هـ - مديرية التجارة تضم دائرتين دائرة البيع و دائرة الشراء و كل دائرة تحتوي على مصلحتين تابعة لهما.

المطلب الثالث: أدوار مؤسسة دباغة الجلود و أهدافها

أولا: الدور الرئيسي لمؤسسة دباغة الجلود -جيجل-

يتمثل هذا الدور في الوظيفة الاقتصادية و الوظيفة الاجتماعية للمدبغة كما يلي:

1 -الوظيفة الاقتصادية: و ذلك من خلال:

أ -تطوير شبكة المياه بالمنطقة فالجد الطبيعي يحتاج إلى كمية من المياه لتتقيته و لهذا تم انجاز حواجز مائية

ساعدت على قيام زراعات متطورة بالمنطقة؛

ب -إقامة مصانع صغيرة تحويلية كيميائية مما لها دور هام في عملية معالجة الجلد.

2 -الوظيفة الاجتماعية: و ذلك من خلال:

أ -حك العزلة حيث أن إنشاء مصنع يتطلب شق الطرق المؤدية إليه الأمر الذي أدى إلى جلب السكان إلى

المنطقة و بالتالي بناء المدارس و المراكز الصحية ...الخ؛

ب -توفير مناصب الشغل للعديد من العمال.

ثانيا: أهداف مؤسسة دباغة الجلود:

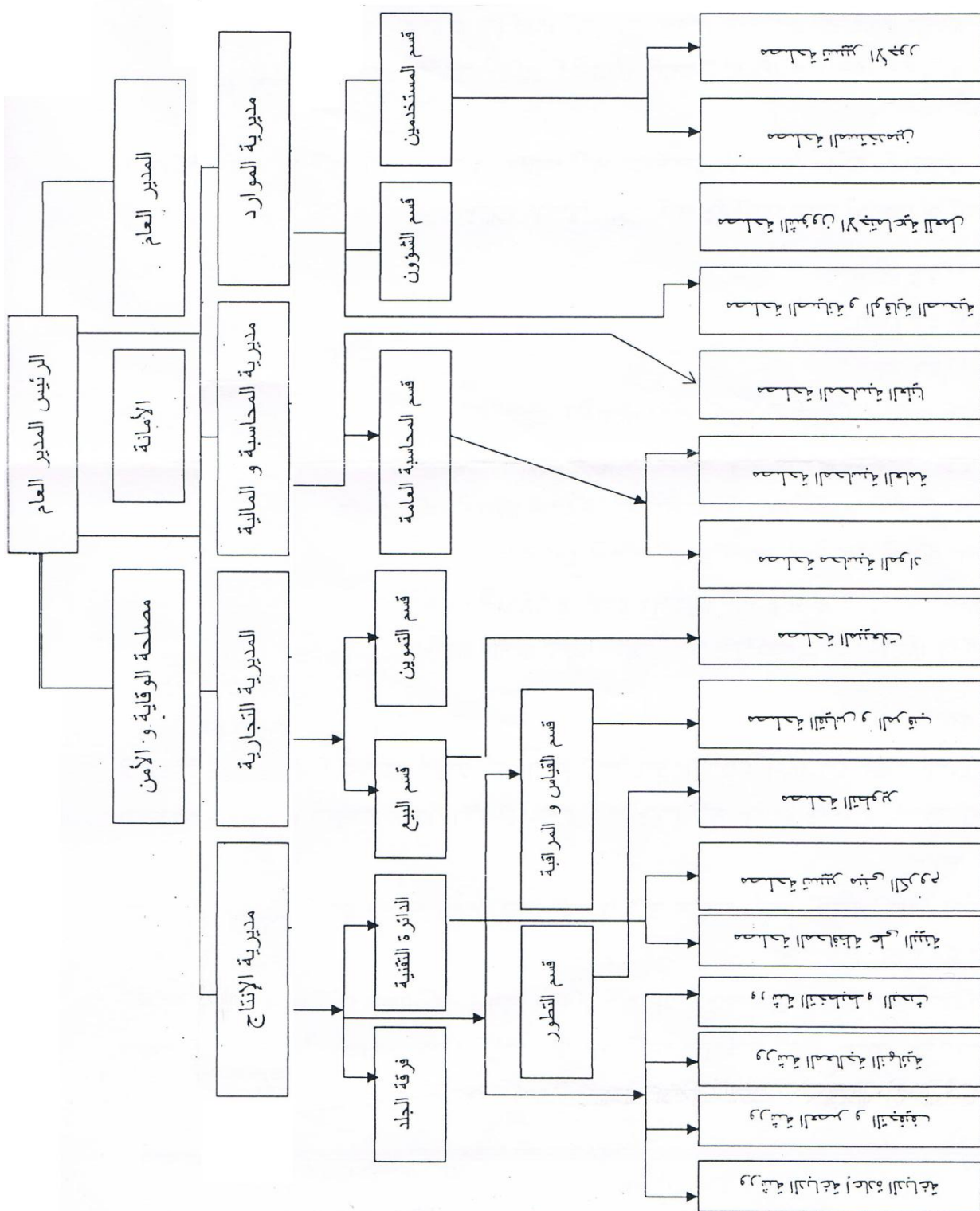
يعد البقاء أهم هدف تطمح إليه المؤسسة و هاذ لا يضمن إلا بتحقيق الأهداف التالية:

1 -الوصول إلى رقم الأعمال المسطر كل سنة من طرف مجلس الإدارة؛

2 -الحفاظ على الصحة المالية بضمان زبائن و كسب متعاملين جدد؛

3 -التعامل مع الأجانب من خلال المعارض و الحملات الإعلانية.

الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي للمؤسسة.



المصدر: مصلحة المستخدمين سنة 2012 بمؤسسة دباغة الجلود-جبل-

المبحث الثاني: تحليل مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة:

من خلال هذا المبحث سيتم معرفة و تقييم كفاءة الموارد المالية التي تمتلكها المؤسسة من جهة و كذلك تقييم الأداء المالي للمؤسسة من خلال المؤشرات الكلاسيكية ثم معرفة أثر الرفع المالية و علاقته بهيكل رأس المال.

المطلب الأول: تحليل كفاءة الموارد المالية

من أجل تحليل كفاءة الأموال المستخدمة في المؤسسة ، يجب دراسة تطور هيكل رأس المال ، ثم نقوم بتحليل نتائج المؤسسة من خلال رقم الأعمال المحقق ثم القيمة المضافة للمؤسسة ثم النتيجة الصافية.

أولاً: تطور هيكل رأس المال خلال السنوات -2011-2012-2013-2014-2015-

و يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي :

-جدول رقم(3-1):عرض مكونات هيكل رأس المال للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015)

البيان	2011	2012	2013	2014	2015
الأموال الخاصة	649468268,42	613425605,53	612764178.45	639382534.07	609979777.4
الديون ط-أ	128531254,09	214029314,11	249384462.59	481948874.54	488037807.9
الأموال الدائمة	777999522,57	827454919,64	.8621486414	1121331408.6	1098017585

المصدر : من اعداد الطلبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

و الجدول التالي يوضح لنا بنية هيكل رأس المال بالنسب المالية :

- جدول رقم (3-2):عرض مكونات هيكل رأس المال بالنسب خلال الفترة (2011-2015)

البيان	2011	2012	2013	2014	2015
الأموال الخاصة	%83.5	%74	%71	%57	%55.5
الديون ط-أ	%16.5	%26	%29	%43	%44.5
الأموال الدائمة	%100	%100	%100	%100	%100

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

نلاحظ من خلال الجدولين أعلاه و التي تمثل تطور مكونات هيكل رأس المال (أموال خاصة +ديون ط-أ) خلال السنوات 2011، 2012، 2013، 2014، 2015، نلاحظ خلال الثلاث سنوات الأولى أن المؤسسة تعتمد على الأموال الخاصة بنسبة تفوق من نسبة اعتمادها على الديون الطويلة الأجل، في حين أن نسبة الديون الطويلة الأجل خلال هذه السنوات لم تتعدى 30 % و هذا راجع إلى أن المؤسسة تقوم بتسديد معظم الديون الغير الجارية التي عليها لتبقي القروض و الديون المالية هي الممثلة لتلك النسبة في هيكل رأس المال ، وبالتالي فالمؤسسة خلال هذه الفترة تتمتع باستقلالية مالية معتبرة ، أما خلال السنوات 2014-2015 فنلاحظ أن نسبة الديون الطويلة الأجل ارتفعت لتصل إلى 43% خلال سنة 2014 و 44.5% خلال سنة 2015 من مجموع هيكل رأس المال و هذا الأمر له تأثيرا ايجابي و الاخر سلبي , فالجانب الإيجابي يتمثل في إمكانية الاستفادة من أثر الرفع المالي أما الجانب السلبي فإنه يزيد من مخاطر عدم القدرة على السداد و زيادة المخاطر المتعلقة بالاستقلالية المالية للمؤسسة.

ثانيا: دراسة تحليلية للنتائج المحققة من طرف المؤسسة:

سيتم في هذا الجزء دراسة تطور رقم الأعمال و نتيجة الاستغلال و القيمة المضافة انتهاء بالنتيجة الصافية التي حققتهم المؤسسة خلال فترة الدراسة .

و من خلال الميزانيات المقدمة من طرف المؤسسة إضافة إلى جدول حسابات النتائج نلخص التالي:

الجدول رقم (3-3): عرض النتائج المحققة للمؤسسة خلال الفترة 2011-2015

السنة	2011	2012	2013	2014	2015
رقم الأعمال الصافي	377892887.0	260908002.48	330651919.27	329049851.68	327728746.5
نتيجة الإستغلال	(100699160.11)	(35464777.18)	(101328.06)	23820161.81	(28947350.53)
القيمة المضافة	22040249.25	45089418.46	68690975.66	109513425.37	93452376.67
النتيجة الصافية	(104017829.50)	(36042662.95)	(661427.08)	26618355.62	(29402756.63)

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن رقم أعمال المؤسسة في انخفاض ملحوظ نتيجة الانخفاض المسجل في الإنتاج المباع و الخدمات المقدمة من طرف المؤسسة أما بالنسبة لنتيجة الاستغلال فقد حققت المؤسسة نتيجة استغلال سالبة طيلة السنوات الثلاث الأولى، و قد استمرت في التحسن إلي غاية سنة 2014 أين حققت نتيجة قدرها 23820161.81 ثم تدهورت مرة أخرى سنة 2015 بقيمة (28947350.53) كما نلاحظ كذلك أن المؤسسة حققت قيمة مضافة متزايدة خلال الأربع سنوات الأولى و ذلك راجع إلى الانخفاض المسجل في استهلاك السنة المالية مقارنة مع السنة التي تسبقه، و السبب الرئيسي وراء ذلك هو قيام المؤسسة بزيادة الديون الطويلة الأجل و تخفيض الالتزامات القصيرة الأجل مما يعرض المؤسسة لمخاطر مالية تخص استقلاليتها المالية.

حققت المؤسسة نتيجة صافية سالبة خلال السنوات محل الدراسة باستثناء سنة 2014، رغم أن المؤسسة حققت نتيجة صافية سالبة إلا أن هذا التراجع في تطور من سنة إلى آخرى حيث حققت سنة 2011 نتيجة صافية سالبة بمقدار (104017829.50)، ثم قلصت هذا الانخفاض سنة 2012 ليصل إلى (36042662.95) ثم (661427.08) سنة 2014 و هذا التطور في النتيجة الصافية مرده الارتفاع المستمر في القيمة المضافة.

و عليه يمكن القول أن السبب الرئيسي لتحقيق نتيجة صافية سالبة خلال فترة الدراسة و من خلال الجدول الذي تم عرض فيه تطور هيكل رأس المال نلاحظ أن الارتفاع الكبير في الأموال الدائمة و الذي سببه الزيادة في حجم المديونية إلى حد معتبر ما انعكس سلبا على النتيجة الصافية للمؤسسة.

من خلال ما تم عرضه من النتائج المحققة من طرف المؤسسة خلال السنوات محل الدراسة يمكن القول

أن المؤسسة تواجه مخاطر متعددة لم تستطع التحكم فيها و السيطرة عليها فانعكست على نتائجها و خاصة نتيجة الاستغلال و النتيجة الصافية التي كانت في تدهور مستمر .

المطلب الثاني: تحليل النسب المالية لتقييم الأداء المالي

سيتم في هذا المطلب عرض و تحليل مختلف النسب المالية التي تعتبر كمؤشر كلاسيكي لتقييم الأداء المالي سواء تعلق الأمر بنسب السيولة، النشاط، المردودية .

أولاً: نسب السيولة:

و التي سوف نلخص النسب المتعلقة بها في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-4): نسب السيولة للمؤسسة خلال الفترة 2011-2015.

النسبة	البيان	2011	2012	2013	2014	2015
نسبة السيولة العامة	<u>الأصول الجارية</u> الخصوم الجارية	1.81	3.44	5.86	6.31	5.44
نسبة السيولة المخفضة	<u>أصول جارية - مخزونات</u> خصوم	1.32	1.91	3.47	3.95	3.46
نسبة السيولة الجاهزة	<u>أصول الجارية</u> الخصوم	0.004	0.53	0.74	0.72	0.82

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن نسبة السيولة العامة للمؤسسة خلال فترة الدراسة تزيد عن الواحد

الصحيح و يدل هذا على أن المؤسسة تتمتع بسيولة كبيرة مما يمكنها من تغطية و تسديد التزاماتها القصيرة الأجل من خلال أصولها الجارية.

أما فيما يخص نسبة السيولة المخفضة بعد استبعاد المخزونات فهي تزيد عن الواحد ما يدل أن المؤسسة قادرة على تسديد التزاماتها القصيرة الأجل عن طريق الأصول الجارية حتى و لو استبعدت المخزونات، رغم أن النسبة تجاوزت النسبة المعيارية و التي حددتها الأدبيات ب $3/2$

من جهة أخرى نلاحظ أن نسبة السيولة الجاهزة و التي حددت الأدبيات نسبتها المعيارية المحصورة بين 0.25-0.35 أنها فاقت خلال الفترة الممتدة مقدار 0.35(الحد الأعلى) و هو ما يدل على أن المؤسسة لها أموال مجمدة بدون استعمال باستثناء سنة 2011 التي لم تتعدى فيها 0,25.

ثانيا: نسب النشاط:

نقيس هذه النسب مدى كفاءة الأصول ذات درجات السيولة المختلفة و التي من خلالها يمكن تحقيق أكبر قدر من المبيعات و هي تتمثل في كل من معدل دوران الأصول الاجمالية اي مساهمة الأصول الإجمالية في تحصيل أكبر قدر من المبيعات و كذلك معدل دوران الأصول الجارية و الغير جارية و مهلة تسديد كل من الموردين و الزبائن التي و الجدول التالي يوضح هذه النسبة مع التعليق عليها :

الجدول رقم (3-5): نسب النشاط للمؤسسة خلال الفترة 2011-2015.

2015	2014	2013	2012	2011	البيان	نوع النسبة
0.283	0.28	0.36	0.28	0.38	$\frac{\text{المبيعات}}{\text{الأصول}}$ مجموع	معدل دوران الأصول الاجمالي
1.03	1.06	1.15	0.84	1.06	$\frac{\text{المبيعات}}{\text{مجموع الأصول الجارية}}$	معدل دوران الأصول الغير جارية
0.38	0.38	0.52	0.42	0.60	$\frac{\text{المبيعات الجارية}}{\text{مجموع الأصول الغير}}$	معدل دوران الأصول الجارية
28 يوم	2 يوم	5 ايام	43 يوم	121 يوم	$360 \times \frac{\text{الموردون المحضون}}{\text{الموردون الموفون بالدفع}}$	مهلة تسديد الموردين
165 يوم	171 يوم	119 يوم	161 يوم	230 يوم	$360 \times \frac{\text{الزبائن الموفون بالقبض}}{\text{الزبائن الموفون بالقبض}}$	مهلة تحصيل الزبائن

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معدل الأصول الجارية لم يتجاوز الواحد و هذا يدل على أن أصول المؤسسة لا تساهم بشكل كبير في تحقيق أكبر قدر من المبيعات، و نفس الشيء بالنسبة لمعدل دوران الأصول الجارية الذي لم يتجاوز الواحد ، لتبقى الأصول الغير الجارية هي التي تساهم بشكل كبير في تحقيق أكبر قدر من المبيعات رغم أنها كانت في انخفاض من سنة إلى أخرى.

أما بالنسبة لمعدل تسديد الموردين و تحصيل الزبائن فيجب مقارنتهما معا فمن خلال الجدول أعلاه يتبين لنا أن مهلة تسديد الموردين أقل بكثير من مهلة تحصيل الزبائن و هذا ليس جيد بالنسبة للمؤسسة فمن المفروض أن المهلة التي تحصل فيها المؤسسة مبالغها من الزبائن تكون أقل من دفعها للموردين.

ثالثا: نسب المردودية:

سيتم في هذا الجزء تقييم المردودية الاقتصادية، أي معرفة معدل العائد علي الأصول الاقتصادية و كذلك المردودية المالية التي تساعد في معدل معرفة العائد على حقوق الملكية ،أي معرفة النتائج الاقتصادية التي تخص دورة الاستغلال و النتائج المالية التي تخص دورة التمويل .

1 تحليل المردودية الاقتصادية:

يتم حساب المردودية الاقتصادية من خلال العلاقة التالية :

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

و يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-6): حساب المردودية الاقتصادية للمؤسسة خلال فترة الدراسة (2011-2015).

السنة	2011	2012	2013	2014	2015
نتيجة الإستغلال	(100699160.11)	(35464777.18)	(101328.06)	23820161.81	(28947350.53)
مجموع الأصول	973230925.53	917164457.12	910922936.69	1170172273.4	1155916779.57
مردودية الاقتصادية	(0.103)	(0.04)	(0.0001)	0.02	(0.03)

المصدر: من أعداد الطالبان بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن المردودية الاقتصادية المحققة سنة 2011 و التي بلغت (0.103) ما يعني أن كل دينار واحد مستثمر في المؤسسة يحقق خسارة قدرها 0.103 دج، إلا أنه يلاحظ عليها اتجاهها خلال السنوات الموالية 2012-2013 إلي تحقيق خسائر أقل إلي غاية 2014 و التي سجلت فيها المؤسسة مردودية اقتصادية موجبة بلغت 0.02 دج مما يعني أن كل دينار واحد مستثمر يحقق ربح قدره 0.02 دج ثم سجلت انخفاضا مرة أخرى سنة 2015 بمعدل مردودية (0.03).

2 -تحليل المردودية المالية

تعطى العلاقة العامة لحساب المردودية المالية كما يلي:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الاموال خاصة}} = \text{المالية المردودية}$$

و يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-7): قياس المردودية المالية للمؤسسة خلال فترة الدراسة (2011-2015).

السنة	2011	2012	2013	2014	2015
البيان					
النتيجة الصافية	(104017829.50)	(36042662.95)	(661427.08)	26618355.62	(29402756.63)
الأموال الخاصة	649468268.48	613425605.53	612764178.45	639382534.07	609979777.4
المردودية المالية	(0.16)	(0.05)	(0.001)	0.04	(0.048)

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن المردودية المالية خلال السنوات الثلاث الأولى سالبة حيث سجلت في سنة 2011 مردودية مالية قدرها (0.16) و هذا يعني أن كل دينار واحد مستثمر في رأس المال يحقق خسارة قدرها 0.16 دج، و كذلك خلال السنوات 2012 - 2013 حققت خسارة على التوالي (0.05) و (0.001) لكنها أفضل مقارنة بسنة 2011، لتسجل بعد ذلك مردودية مالية موجبة خلال سنة 2014 قدرت ب 0.04 الأمر الذي يعني أن كل دينار واحد يستثمره أصحاب رأس المال ينتج لهم ربح قدره 0.04 و ذلك بسبب تطور النتيجة الصافية خلال سنة 2014، ثم عادت لتسجل مردودية مالية سالبة خلال سنة 2015 قدرت ب (0.048).

المطلب الثالث: أثر الرفع المالي علي هيكل رأس المال

من خلال هذا المطلب سوف نقيس أثر الرفع المالي سواء الايجابي أو السلبي لاستدانة المؤسسة علي مردوديتها المالية أي العائد على حقوق الملكية، و إمكانية الرفع من الأموال الخاصة نتيجة استخدام الديون في هيكل رأس المال.

و توجد علاقات كثيرة لحساب أثر الرفع المالي، و يمكن حسابه كالتالي:

$$\text{أثر الرفع المالي} = \left(\text{المردودية الإقتصادية} - \text{معدل الفائدة} \right) \times \frac{\text{الديون الخاصة}}{\text{الاموال}}$$

الجدول رقم (3-8): قياس أثر الرفع المالي للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).

2015	2014	2013	2012	2011	البيان
(0.03)	0.02	(0.0001)	(0.04)	(0.103)	المردودية الاقتصادية
%7	%7	%7	%7	%7	معدل الفائدة
0.761657	0.720442	0.387274	0.330928	0.178876	
(0.030)	(0.036)	(0.027)	(0.036)	(0.030)	أثر الرفع المالي

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن الرفع المالي للمؤسسة خلال فترة الدراسة كان سالب ، فمن المفروض أن زيادة الديون في هيكل رأس مال المؤسسة يمكن أن تستفيد منه بالاستفادة من الأثر الايجابي للرفع المالي لكن نلاحظ عكس ذلك والهريب أن المؤسسة تستدين بمعدل فائدة 7% اكبر من معدل مردوديتها الاقتصادية الأمر الذي جعل المردودية المالية دالة متناقصة في الرفع المالي، و على الرغم من أن المؤسسة حققت مردودية اقتصادية موجبة خلال سنة 2014 بمقدار 0.02، إلا أن ذلك لا يكفي لتحقيق اثر رفع مالي موجب كونها لم تصل لحدود 7%، و عليه يمكن القول أن هذه الوضعية سوف تشكل مخاطر مالية و اقتصادية كبيرة على المؤسسة.

المبحث الثالث: قياس أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة

سيتم في هذا المبحث عرض لتقييم الأداء المالي للمؤسسة دباغة الجلود باستخدام نسب هيكل رأس المال و التعليق على النتائج ثم اقتراح هيكل رأس مال الأمثل للمؤسسة خلال فترة الدراسة و في الأخير تحليل الأثر لهيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة من خلال النسب المالية.

المطلب الأول: تقييم الأداء المالي للمؤسسة من خلال نسب هيكل رأس المال

من خلال الجدول التالي و الذي يمثل في مختلف نسب هيكل رأس المال و التي تعطي صورة عن التوازن المالي للمؤسسة، و من خلال نتائج تلك النسب يمكننا الحكم على الأداء المالي للمؤسسة.

جدول رقم (3-9): نسب هيكل رأس المال خلال فترة الدراسة (2011-2015).

2015	2014	2013	2012	2011	البيان	نوع النسبة
%44.5	%43	%29	%26	%16.5	ديون طويلة الأجل مجموع الأموال الدائمة	نسبة المديونية الآجلة
1.306	1.301	1.37	1.36	1.25	الأموال الدائمة أصول غير جارية	نسبة التمويل الدائم
0.72	0.74	0.98	1.009	1.04	الأموال الخاصة أصول غير جارية	نسبة التمويل الذاتي
1.72	1.78	2.50	2.84	4.82	أصول غير جارية خصوم غير جارية	نسبة تغطية الالتزامات الطويلة الأجل
0.52	0.54	0.67	0.668	0.667	الأموال الخاصة مجموع الخصوم	نسبة الاستقلالية نسبة للهكل المالي

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

أولاً: نسبة الديون إلى هيكل رأس المال : تشير هذه النسبة للالتزامات الطويلة الأجل من هيكل رأس مال المؤسسة، و من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن المؤسسة اعتمدت في تركيبة هيكل رأس مالها على التمويل الداخلي بنسبة تفوق 50% طيلة فترة الدراسة، أما في سنة 2014 و 2015 قد اتجهت المؤسسة الى التغيير من تركيبة هيكل رأس مالها لتصل الديون فيها إلى 43% و 44.5 على التوالي.

ثانياً: نسبة التمويل الدائم: تعبر هذه النسبة على مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول الغير جارية للمؤسسة و يلاحظ من خلال الجدول أن النسبة أكبر من الواحد طوال فترة الدراسة ، و هذا مؤشر على أن المؤسسة تحقق توافق بين التمويل و الاستثمار أي تمويل الأصول الغير جارية بالأموال الدائمة (أموال خاصة + ديون طويلة الأجل).

ثالثاً: نسبة التمويل الذاتي : تقيس هذه النسبة إمكانية تمويل المؤسسة لأصولها الثابتة عن طريق أموالها الخاصة، و نلاحظ من خلال النتائج في الجدول أعلاه أن نسبة التمويل الذاتي سنة 2011-2012 قدرت ب

1.04 و 1.009 على التوالي و هي أكبر من الواحد ، و هذا يعني أن الأموال الخاصة تغطي مجمل الأصول الثابتة، أما خلال السنوات المتبقية فإن هذه النسبة أ صرحت أقل من الواحد الصحيح مما يدل على أن الأموال الخاصة غير كافية لتغطية الأصول الثابتة مما يعني أنه عجز في التمويل الذاتي للمؤسسة خلال هذه الفترة. رابعاً: نسبة تغطية الالتزامات الطويلة الأجل: تدل هذه النسبة على قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها الطويلة الأجل، فخلال سنة 2011 كانت المؤسسة تغطي ديونها الطويلة الأجل التي بلغت 16.5% بشكل جيد أما خلال السنوات المتبقية بدأت هذه النسبة بالتراجع لتصل إلى 1.72 سنة 2014.

خامساً: نسبة الاستقلالية المالية نسبة للهيكل المالي: توضح هذه النسبة مدى درجة استقلالية المؤسسة عن دائنيها و من خلال النتائج المحصل عليها نستنتج أن الأموال الخاصة تمثل نسبة أكبر من 50% الأمر الذي يعني أنها تمتلك استقلالية مالية خلال الثلاث السنوات الأولى و الجدير بالذكر أنه خلال السنتين الأخيرتين عمدت المؤسسة إلى زيادة ديونها طويلة الأجل مما أدى إلى انخفاض نسبة استقلاليته و يرجع هذا الأمر إلى أن المؤسسة قامت بتخفيض ديونها القصيرة الأجل بشكل معتبر الأمر الذي أدى إلى تخفيض استقلاليته المالية.

المطلب الثاني: هيكل رأس المال الأمثل للمؤسسة

يمكن اقتراح هيكل رأس مال مناسب للمؤسسة من خلال النتائج المحققة و التي سيعبر عنها بمعدل المردودية المالية (العائد على حقوق الملكية) ، و معدل تطور النتيجة الصافية و التي سوف نوضح التطورات الحاصلة في هذين المعدلين المعبر عنهما بالجدول التالي :

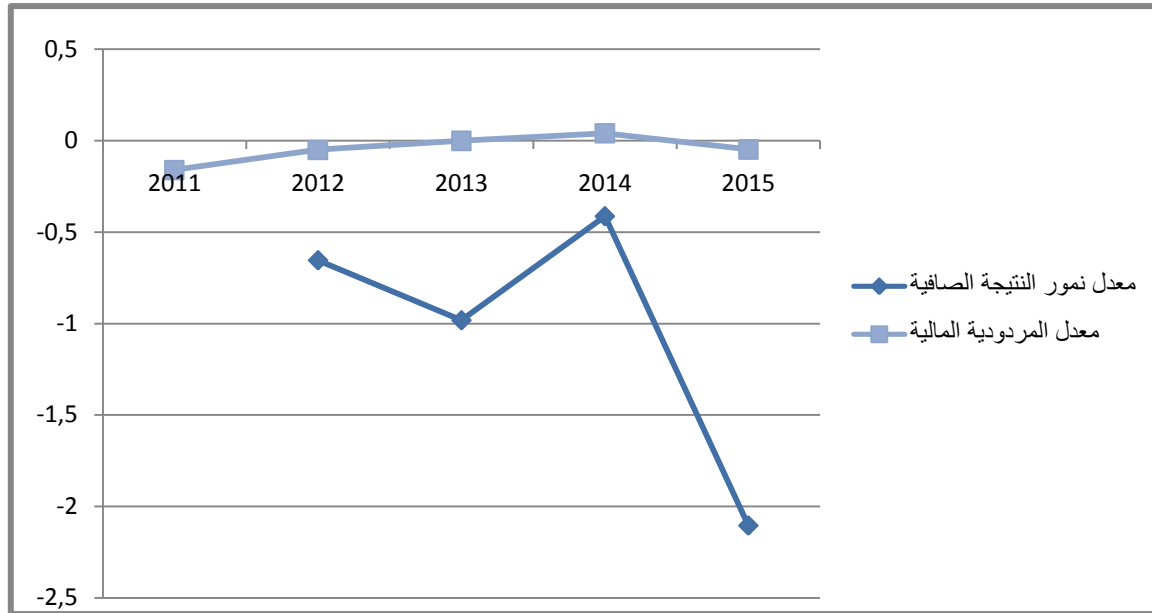
-جدول رقم(3-10): معدل تطور النتيجة و المردودية المالية للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015)

البيان	2011	2012	2013	2014	2015
معدل المردودية المالية	(%16)	(%5)	(%0.1)	(%4)	(%4.8)
معدل نمو النتيجة الصافية	-	(65.31%)	(98.16%)	(41.24%)	(210.46%)

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

نلاحظ أن معدل المردودية المالية كان في أعلى مستوياته سنة 2011 ثم انخفض انخفاضاً كبيراً سنة 2012 و 2013 ليرتفع مرة أخرى سنة 2014 و 2015، أما النتيجة الصافية فهي تنمو بمعدل متدهور و سالب طول فترة الدراسة و الشكل التالي يوضح كل من المعدلين :

الشكل البياني رقم (3-2): نتائج المؤسسة خلال الفترة 2011-2015.



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

من خلال الشكل البياني أعلاه نلاحظ أن المؤسسة حققت نتائج صافية سالبة بلغت أحسنها سنة 2014 وفي نفس السنة حققت أحسن مردودية مالية موجبة بمقدار 0.04 حيث نجد أن هناك علاقة طردية بين معدل تطور النتيجة الصافية و معدل المردودية المالية و رغم معدل نمو نتيجة المؤسسة الصافية سنة 2014 كانت سالبة إلا أنها الأفضل مقارنة بالسنوات محل الدراسة.

و عليه يمكن القول أن هيكل رأس المال المناسب مقارنة بالسنوات الأخرى هو هيكل سنة 2014 الذي كانت فيه نسبة الديون طويلة الأجل 43% و نسبة الأموال الخاصة 57%.

المطلب الثالث: تحليل أثر هيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي

سيتم في هذا المطلب تحليل الأثر الذي يحدثه هيكل رأس المال (أموال دائمة + ديون طويلة الأجل) على مؤشرات الأداء المالي و التي اخترنا أن تكون المؤشرات الكلاسيكية السابقة الذكر المتمثلة في النسب المالية و ذلك بسبب توفر القوائم المالية، و عليه سنقوم بتحليل من المتسبب في ارتفاع أو انخفاض هذه النسب خلال فترة الدراسة و استنتاج الأثر الذي يحدثه عنصر من عناصر هيكل رأس المال عليها.

أولاً: تحليل نسب السيولة:

1- نسبة السيولة العامة:

سيتم تحليل هذه النسبة من خلال جدول نوضح فيه كل من العلاقة بين البسط والمقام المشكلان للنسبة

والمتسبب في تغير هذه النسبة خلال فترة الدراسة.

الجدول رقم (3-11): متغيرات نسبة السيولة العامة خلال الفترة (2011-2014).

2015	2014	2013	2012	2011	السنة البيان
5.44	6.31	5.86	3.43	1.81	نسبة السيولة العامة
315392336.17	308280113.11	286166645.76	309299030.18	353446394.61	أصول جارية
57899212.17	48840864.80	48774295.65	89709537.48	195231402.96	ديون قصيرة الأجل

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

تحليل الأثر:

نلاحظ أن نسبة السيولة العامة في ارتفاع مستمر من سنة 2011 إلى سنة 2014 حيث سجلت انخفاضا طفيفا سنة 2015.

إن ارتفاع نسبة السيولة العامة قد يعود إما إلى ارتفاع الأصول الجارية أو انخفاض الديون القصيرة الأجل لكن ما نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن الأصول الجارية في انخفاض مستمر بين سنتي 2011 و 2013 رغم ذلك سجل ارتفاعا في نسبة السيولة العامة بين هذين السنتين، و هذا راجع إلى الانخفاض الكبير في الديون القصيرة الأجل حيث انخفض من 195231402.96 سنة 2011 إلى 89709537.48 سنة 2012 ثم إلى 48774295.65 سنة 2013.

كذلك نلاحظ أن نسبة السيولة العامة سجلت ارتفاعا بين سنة 2013 و 2014 و السبب في ذلك راجع إلى ارتفاع الأصول الجارية من 286166645.76 سنة 2013 إلى 308280113.11 سنة 2014 رغم الارتفاع في الديون القصيرة الأجل.

انخفضت نسبة السيولة العامة بين سنتي 2014 و 2015 و السبب في ذلك هو زيادة الديون القصيرة الأجل 48840864.80 سنة 2014 إلى 57899212.17 سنة 2015 و ذلك رغم ارتفاع الأصول الجارية من خلال التحليل أعلاه يتبين لنا:

أ - انخفاض الديون القصيرة الأجل بين 2011 و 2013 كان له الأثر الكبير في رفع نسبة السيولة خلال هذه السنوات (كما تجدر الإشارة إلى أن انخفاض الديون القصيرة الأجل بسبب الزيادة في الأموال الدائمة خلال هذه الثلاث السنوات) ، مما يبين أن هيكل رأس المال يؤثر فعلا على الأداء المالي للمؤسسة و بالضبط على السيولة العامة خلال هذه السنوات.

ب -زيادة الأصول المتداولة (الجارية) بين سنتي 2013 و 2014 كان له الأثر في رفع نسبة السيولة العامة خلال هذين السنتين و كما هو م علوم فإن الأصول الجارية ليس لها علاقة بهيكل رأس المال و بالتالي يمكن القول أن هيكل رأس المال بين هذين السنتين لم يؤثر على الأداء المالي للمؤسسة من حيث السيولة العامة.

ج -زيادة الديون القصيرة الأجل بين 2014 و 2015 كان له الأثر الكبير في انخفاض نسبة السيولة من 6.31 إلى 5.44 و هذا راجع إلى زيادة الديون القصيرة الأجل بمقدار اكبر من زيادة الأصول الجارية كما تجدر الإشارة إلى أن زيادة الديون القصيرة الأجل راجع إلى انخفاض الأموال الدائمة.

من خلال التحليل أعلاه يتبين لنا أن هيكل رأس المال يؤثر فعلا على الأداء المالي للمؤسسة و بالضبط على السيولة العامة.

2 -نسبة السيولة المخفضة:

يمكن تحليل أثر هيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي و بالضبط على نسبة السيولة المخفضة من خلال تحليل المتغيرات المشكلة لهذه النسبة و معرفة المتسبب و علاقته بهيكل رأس المال و الجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (3-12): متغيرات نسبة السيولة المخفضة للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).

السنة	2011	2012	2013	2014	2015
البيان					
نسبة السيولة المخفضة	1.32	1.91	3.47	3.95	3.46
أصول جارية - المحزونات	259091390.57	171665117.21	169452672.31	192962691.13	200614785.8
ديون قصيرة الأجل	195231402.96	89709537.48	48774295.65	48840864.80	57899212.17

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

تحليل الأثر:

نلاحظ أن نسبة السيولة المخفضة في ارتفاع مستمر من سنة 2011 إلى 2014 في حين سجلت انخفاضا طفيفا سنة 2015؛

إن ارتفاع نسبة السيولة المخفضة قد يعود إما إلى ارتفاع الأصول الجارية مستبعدة منها المخزونات أو إلى انخفاض الديون القصيرة الأجل، لكن ما لوحظ من خلال الجدول أعلاه أن الأصول الجارية مستبعدة منها المخزونات في انخفاض مستمر بين سنة 2011 و 2013، و رغم ذلك سجل ارتفاعا في نسبة السيولة المخفضة و هذا راجع إلى الانخفاض الكبير الذي شهدته الديون القصيرة الأجل، كما شهدت هذه النسبة ارتفاعا بين سنتي 2013 و 2014 و ذلك بسبب ارتفاع الأصول الجارية مستبعدة منها المخزونات و ذلك رغم الارتفاع في الديون القصيرة الأجل، إما بين سنة 2014 و 2015 انخفضت نسبة السيولة المخفضة لتصل إلى 3.46 و ذلك بسبب زيادة الديون القصيرة الأجل رغم ارتفاع الأصول الجارية.

من خلال التحليل أعلاه يتبين لنا:

أ - انخفاض الديون القصيرة الأجل من سنة 2011 إلى سنة 2013 كان له الأثر الكبير في رفع نسبة السيولة خلال هذه السنوات و الذي كان سبب هذا الانخفاض زيادة الأموال الدائمة مما يبين لنا أن هيكل رأس المال يؤثر فعلا على الأداء المالي للمؤسسة و بالضبط على نسبة السيولة المخفضة خلال هذه السنوات؛

ب- زيادة الأصول الجارية مستبعدة منها المخزونات بين سنة 2013 و 2014 كان له الأثر الكبير في رفع نسبة السيولة المخفضة و بما أن الأصول الجارية ليست من ضمن هيكل رأس المال و بالتالي لا يوجد أثر لهيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة خلال هذين السنتين؛

ج - الزيادة في الديون القصيرة الأجل بين سنة 2014 و 2015 كان له الأثر الكبير في انخفاض نسبة السيولة المخفضة من 3.95 إلى 3.46 و هذا راجع إلى زيادة الديون القصيرة الأجل.

و هو ما يبين لنا أن هيكل رأس المال كان له التأثير على الأداء المالي للمؤسسة لفترة معينة و لم يكن له تأثير في فترة أخرى (2013-2014) و بالضبط على نسبة السيولة المخفضة.

3 - نسبة السيولة الجاهزة:

يمكن تحليل أثر هيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي و بالضبط على نسبة السيولة الجاهزة من خلال تحليل المتغيرات المشكلة لهذه النسبة و معرفة المتسبب و علاقته بهيكل رأس المال و الجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (3-13): متغيرات نسبة السيولة الجاهزة للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).

السنة	2011	2012	2013	2014	2015
نسبة السيولة الجاهزة	0.04	0.53	0.74	0.72	0.82
أصول الخزينة	8530893.03	48165073.90	36255120.27	35407055.66	47999154.28
ديون قصيرة الأجل	195231402.96	89709537.48	48774295.65	48840864.80	57899212.17

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

تحليل الأثر:

ولاحظ من خلال الجدول أن نسبة السيولة الجاهزة في ارتفاع مستمر من سنة 2011 إلى غاية سنة 2013 في حين سجلت انخفاضا بين سنتي 2013 و 2014 ثم سجلت ارتفاعا مرة أخرى سنة 2015؛ إن ارتفاع نسبة السيولة الجاهزة قد يعود إما إلى ارتفاع أصول الخزينة أو انخفاض الديون القصيرة الأجل لكن ما لوحظ من خلال الجدول أعلاه إن أصول الخزينة في انخفاض مستمر بين سنتي 2011 و 2013 و رغم ذلك سجل ارتفاع في نسبة السيولة الجاهزة و هذا راجع إلى الانخفاض الكبير الذي سجلته الديون القصيرة الأجل.

و شهدت نسبة السيولة الجاهزة انخفاضا بين سنتي 2013 و 2014 و ذلك بسبب انخفاض في قيمة أصول الخزينة رغم زيادة الديون القصيرة الأجل بشكل طفيف، ثم عادت نسبة السيولة الجاهزة للارتفاع مرة أخرى بين سنتي 2014 و 2015 و السبب في ذلك راجع إلى زيادة أصول الخزينة رغم زيادة الديون القصيرة الأجل من خلال التحليل أعلاه يتبين:

أ- إن انخفاض الديون القصيرة الأجل بين سنة 2011 و 2014 كان له الأثر الكبير في رفع نسبة السيولة خلال هذه السنوات و تجدر الإشارة إن سبب انخفاض الديون القصيرة الأجل سببه الزيادة في الأموال الدائمة مما يبين لنا أن هيكل رأس المال يؤثر على الأداء المالي للمؤسسة خلال هذه الفترة و بالضبط على نسبة السيولة الجاهزة؛

ب- إن انخفاض أصول الخزينة بين سنة 2013 و 2014 كان له الأثر الكبير في انخفاض نسبة السيولة الجاهزة رغم زيادة الديون القصيرة الأجل و كما هو معلوم فإن أصول الخزينة لا تشكل عنصر من عناصر

هيكل رأس المال و بالتالي يمكن القول أن هيكل رأس المال خلال هذين السنتين لم يؤثر على الأداء المالي للمؤسسة من خلال نسبة السيولة الجاهزة؛

ج- إن زيادة أصول الخزينة بين سنة 2014 و 2015 كان له الأثر الكبير في زيادة نسبة السيولة الجاهزة و عليه فإنه لا يوجد أثر لهيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة خلال هذين السنتين و بالضبط على نسبة السيولة الجاهزة.

و عليه يمكن القول أن هيكل رأس المال كان يؤثر فعلا على مؤشرات الأداء المالي من خلال السيولة

الجاهزة في بعض الفترات و كان عديم الاثو في فترات أخرى.

ثانيا: تحليل نسب النشاط

من خلال حساب نسب النشاط لاحظنا أن معظم العناصر المشكلة لهذه النسب ليست من ضمن عناصر هيكل رأس المال و بالتالي فإنه لا يوجد أثر لهيكل رأس المال عليها باستثناء نسبة (معدل) تسديد الموردين و التي يمكن أن يكون له تأثير مادام عنصر الموردين من ضمن عناصر الديون الطويلة الأجل و بالتالي من ضمن عناصر هيكل رأس المال و تحليل هذه النسبة يكون كما يلي:

الجدول رقم (3-14): متغيرات نسبة تسديد الموردين للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).

البيان	السنة	2011	2012	2013	2014	2015
معدل تسديد الموردين	0.336	0.119	0.013	0.005	0.077	
موردين +أوراق الدفع	100687244.29	27452669.29	3138320.27	1303647.59	18229236.86	
المشتريات	298545254.97	227944216.17	223665899.80	226852460.2	230191072.18	

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

تحليل الأثر:

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ انه خلال الثلاث السنوات الأولى سجلت المشتريات انخفاض مستمر و هذا الانخفاض من المفروض أن يؤدي إلى ارتفاع هذه النسبة ، لكن الذي حدث هو أن قيمة الموردين قد انخفضت بقيمة أكبر من انخفاض قيمة المشتريات و بالتالي وجب المقارنة بين تغير القيمتين لمعرفة المتسبب الرئيسي في ذلك، و هذا ما سنوضحه من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (3-15): مقارنة بين قيمة انخفاض كل من قيمة المشتريات و الموردین.

2013	2012	2011	-
(%88)	(%72)	-	تغير الموردین
(%1.80)	(%23)	-	تغير المشتريات

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

لقد شهد معدل تسديد الموردین انخفاضا بين سن تي 2013 و 2014 و ذلك بسبب انخفاض قيمة الموردین و ارتفاع قيمة المشتريات و كان انخفاض قيمة الموردین اكبر من ارتفاع قيمة المشتريات و عليه يمكن القول أن السبب المؤثر هو قيمة الموردین؛ كما شهد معدل تسديد الموردین ارتفاعا سنة 2015 و السبب في ذلك راجع إلى ارتفاع الموردین بنسبة كبيرة جدا عن انخفاض قيمة المشتريات. من خلال تحليل البيانات أعلاه يتبين:

1 -انخفاض قيمة الموردین ما بين سنة 2011 و سنة 2013 كان له الأثر الكبير في تخفيض نسبة السيولة الجاهزة رغم انخفاض قيمة المشتريات و بالتالي يمكن القول أن هيكل رأس المال أثر على الأداء المالي للمؤسسة خلال هذه الفترة بسبب انخفاض قيمة الموردین في نسبة السيولة الجاهزة.

2 -انخفاض قيمة الموردین ما بين سنة 2013 و سنة 2014 كان له الأثر الكبير في تخفيض نسبة السيولة الجاهزة رغم ارتفاع قيمة المشتريات و بالتالي هناك تأثير لهيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة خلال هذه الفترة.

3 -ارتفاع قيمة الموردین خلال سنة 2015 كان له الأثر الكبير في ارتفاع نسبة السيولة الجاهزة و بالتالي هناك تأثير لهيكل رأس المال خلال سنة 2015 من خلال ارتفاع قيمة الموردین. و عليه يمكن القول أن انخفاض أو ارتفاع قيمة الموردین كان له الفضل لتأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة طوال فترة الدراسة.

ثالثا: تحليل نسب المديونية (نسب الهيكل المالي)

إن معظم نسب المديونية لها تأثير على الأداء المالي و ذلك بسبب أن معظم النسب و علاقتها تحتوي على عنصر من عناصر هيكل رأس المال سواء في مقامها أو بسطها ، و هذا ما سنوضحه من خلال تحليل النسب التالية:

1 نسبة الديون من هيكل رأس المال:

سيتم تحليل هذه النسبة و معرفة أثر هيكل رأس المال عليها من خلال الجدول الذي يوضح المتغيرات المشكلة هذه النسبة ثم معرفة المتغير المتسبب في انخفاض أو ارتفاع هذه النسبة و ذلك كما يلي:

جدول رقم (3-16): متغيرات نسبة الديون لهيكل رأس المال خلال الفترة (2011-2015).

السنة	2011	2012	2013	2014	2015
البيان					
نسبة الديون	%16.5	%26	%29	%43	%44.5
ديون طويلة الأجل	128531254.09	214029314.11	249384462.59	481948874.54	488037807.96
أموال دائمة	777999522.57	827454919.64	862148641.04	1121331408.6	1098017585.4

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

تحليل الأثر:

نلاحظ أن نسبة الديون إلى هيكل رأس المال في زيادة مستمرة من سنة 2011 إلى سنة 2014 و السبب في ذلك قد يعود إلى الزيادة في الديون الطويلة الأجل أو الانخفاض في الأموال الدائمة ؛ ما يلاحظ من البيانات أعلاه أن الأموال الدائمة في زيادة مستمرة و هذه الزيادة من المفروض أن تؤدي إلى انخفاض نسبة الديون إلى رأس المال، لكن الذي حدث أن هذه النسبة في ارتفاع مستمر و السبب في ذلك راجع إلى أن زيادة الديون الطويلة الأجل كانت بنسبة أكبر من زيادة الأموال الدائمة و هو ما يوضحه جدول التغيرات التالي:

الجدول رقم (3-17): مقارنة بين تغيرات الديون الطويلة الأجل و الأموال الدائمة.

2011	2012	2013	2014	-
-	%66.5	%16.5	%93.2	تغير ديون ط-أ
-	%6.35	%4.19	%30.06	تغير الأموال الدائمة

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

و نلاحظ كذلك أن نسبة الديون من هيكل رأس المال ارتفعت من سنة 2014 إلى سنة 2015 و ذلك بسبب زيادة الديون الطويلة الأجل و انخفاض الأموال الدائمة.

و عليه يمكن القول أنه يوجد أثر لهيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي و بالضبط على نسبة الديون من هيكل رأس المال سواء بالزيادة في الديون الطويلة الأجل أو الانخفاض في الأموال الدائمة.

2- نسبة التمويل الدائم:

سيتم تحليل هذه النسبة و معرفة أثر هيكل رأس المال عليها من خلال الجدول و التحليل التالي:

الجدول رقم (3-18): متغيرات نسبة التمويل الدائم للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).

السنة	2011	2012	2013	2014	2015
البيان					
نسبة التمويل الدائم	1.25	1.36	1.37	1.301	1.306
الأموال الدائمة	777999522.57	827454919.64	862148641.04	1121331408.6	1098017585.4
الأصول الغير جارية	619784530.92	607865426.94	624756290.93	861892160.30	840524461.40

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

تحليل الأثر:

نلاحظ أن نسبة التمويل الدائم في ارتفاع مستمر من سنة 2011 الى سنة 2013 و هذا يعود إما إلى ارتفاع الأموال الدائمة أو انخفاض الأصول الغير جارية ، فخلال سنتين 2011 و 2012 سبب ارتفاع النسبة يرجع إلى الزيادة في الأموال الدائمة و انخفاض الأصول الغير الجارية كما هو موضح في الجدول ، أما من سنة 2012 إلى سنة 2013 فسبب ارتفاع النسبة يعود إلى ارتفاع الأموال الدائمة بمقدار أكبر من ارتفاع الأصول الغير الجارية؛

إن ارتفاع الأموال الدائمة من سنة 2013 إلى سنة 2014 كان من المفروض أن يؤدي إلى زيادة نسبة التمويل الدائم لكن الذي ما حدث أن هذه النسبة انخفضت و ذلك بسبب أن الزيادة في الأصول الجارية كانت بمقدار أكبر من الزيادة في الأموال الدائمة؛

إن انخفاض الأموال الدائمة بين سن تي 2014 و 2015 كان من المفروض أن يؤدي إلى انخفاض النسبة لكن حدث عكس ذلك و السبب راجع إلى أن نسبة الانخفاض في الأصول الغير جارية كانت أكبر من نسبة الانخفاض في الأموال الدائمة.

و عليه من خلال التحليل أعلاه يتبين:

أ- زيادة الأموال الدائمة من سنة 2011 إلى سنة 2013 كان له الأثر الكبير في ارتفاع النسبة مما يبين لنا أن يوجد أثر لهيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة من خلال نسبة التمويط الدائم و بالضبط من خلال الزيادة في الأموال الدائمة؛

ب -زيادة الأصول الغير جارية كان له الأثر في انخفاض النسبة بين سنة 2013 و 2014 مما يبين لنا أنه لا يوجد أثر لهيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة خلال هذين السنتين باعتبار الأصول الغير جارية ليست ضمن عناصر هيكل رأس المال؛

ج- انخفاض الأصول الجارية كان له الأثر في ارتفاع النسبة بين سنة 2014 و 2015 مما يبين لنا أن لا يوجد أثر لهيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة خلال هذين السنتين باعتبار الأصول الغير جارية ليست من ضمن عناصر هيكل رأس المال.

و عليه يمكن القول أنه يوجد تأثير لهيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة فقط بين سنة 2011 إلى 2013 و ذلك بسبب ارتفاع الأموال الدائمة و التي تعتبر جزء من هيكل رأس المال.

3- نسبة التمويل الذاتي:

سيتم تحليل هذه النسبة و معرفة أثر هيكل رأس المال عليها كما يلي:

الجدول رقم (3-19): متغيرات نسبة التمويل الذاتي للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).

السنة	2011	2012	2013	2014	2015
البيان					
نسبة التمويل الذاتي	1.04	1.009	0.98	0.74	0.72
الأموال الخاصة	649468268.48	613425605.53	612764178.45	639382534.07	609979777.44
الأصول الغير جارية	619784530.92	607865426.94	624756290.93	861892160.30	840524461.4

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

تحليل الأثر:

نلاحظ أن نسبة التمويل الذاتي في انخفاض مستمر طول فترة الدراسة و هذا قد يعود إلى انخفاض

الأموال الخاصة أو الزيادة في الأصول الغير جارية.

إن انخفاض الأصول الغير جارية بين سنة 2011 و 2012 كان من المفروض أن يؤدي إلى زيادة نسبة التمويل الذاتي لكن حدث نلاحظ عكس ذلك و ذلك راجع إلى أن الانخفاض في الأموال الخاصة كان أكبر من الانخفاض في الأصول الغير جارية؛

إن انخفاض نسبة التمويل الذاتي بين سنة 2012 و 2013 يعود إلى الانخفاض في الأموال الخاصة و الزيادة في الأصول الغير جارية لكن المتسبب في هذه الزيادة هو الأصول الغير الجارية لأن نسبة زيادتها كانت أكبر من نسبة انخفاض الأموال الخاصة؛

إن ارتفاع الأموال الخاصة بين سنة 2013 و 2014 كان من المفروض أن يؤدي إلى زيادة النسبة لكن نلاحظ عكس ذلك و السبب في ذلك يعود إلى أن الزيادة في الأصول الغير جارية كان أكبر من الزيادة في الأموال الخاصة؛

إن انخفاض الأصول الغير الجارية من سنة 2014 إلى 2015 كان من المفروض أن يزيد من النسبة لكن حدث عكس ذلك و السبب في ذلك يعود إلى أن انخفاض الأموال الخاصة كان أكبر من انخفاض الأصول الغير جارية.

و عليه من خلال التحليل أعلاه يبين لنا:

أ - انخفاض الأموال الخاصة بين سنة 2011 و 2012 كان له الأثر في انخفاض نسبة التمويل الذاتي و هو ما يبين لنا أنه يوجد أثر لهيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة خلال هذه الفترة من خلال انخفاض الأموال الخاصة و التي تعتبر جزء من هيكل رأس المال؛

ب - إن زيادة الأصول الغير جارية كان له الأثر في انخفاض نسبة التمويل الذاتي بين سنة 2012 و 2013 و هو ما يبين لنا أنه لا يوجد أثر لهيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة باعتبار أن الأصول الغير جارية ليست عنصر من عناصر هيكل رأس المال؛

ج- إن ارتفاع الأصول الغير الجارية بمقدار اكبر من زيادة الأموال الخاصة بين سنة 2013 و 2014 كان لها الأثر في انخفاض النسبة و عليه لا يوجد أثر لهيكل رأس المال خلال هذه الفترة؛

د- إن انخفاض الأموال الخاصة بين سنة 2014 و 2015 كان له الأثر في انخفاض نسبة التمويل الذاتي و هو ما يبين لنا أننا يوجد أثر لهيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة.

و عليه يمكن القول أن هيكل رأس المال أثر علي مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة و بالضبط علي نسبة التمويل الذاتي في بعض الفترات و لم يكن له تأثير في فترات أخرى.

3- نسبة تغطية الالتزامات الطويلة الأجل:

سيتم تحليل هذه النسبة و معرفة أثر هيكل رأس المال عليها من خلال الجدول و التحليل التالي:

الجدول رقم (3-20): متغيرات نسبة تغطية الالتزامات الطويلة الأجل خلال الفترة (2011-2015).

السنة	2011	2012	2013	2014	2015
البيان					
نسبة تغطية الالتزامات الطويلة	4.82	2.84	2.50	1.78	1.72
أصول غير جارية	619784530.92	607865426.94	624756290.93	861892160.30	840524461.40
خصوم غير جارية	128531254.09	214029314.1	249384462.59	481948874.54	488037807.96

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

تحليل الأثر:

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن نسبة تغطية الالتزامات الطويلة الأجل في انخفاض مستمر طوال فترة الدراسة و هذا قد يعود إما إلى الانخفاض في الأصول الغير الجارية أو الارتفاع في الخصوم الغير جارية؛ إن هذه النسبة انخفضا بين سنة 2011 إلى سنة 2012 وذلك بسبب الانخفاض في الأصول الغير الجارية و الزيادة في الخصوم الغير جارية ، و بالتالي كل من الأصول الغير جارية و الخصوم الغير جارية كانت سبب في انخفاض نسبة تغطية الالتزامات طويلا الأجل خلال هذه الفترة؛ إن زيادة الأصول الغير جارية بين سنتي 2012 و 2014 كان من المفروض أن يزيد من النسبة لكن نلاحظ عكس ذلك و السبب في ذلك يرجع إلى أن نسبة الزيادة في الخصوم الغير الجارية كانت أكبر من نسبة الزيادة في الأصول الغير جارية؛ انخفاض الأصول الغير جارية بين سنة 2014 و 2015 و زيادة الخصوم غير الجارية كان لهما التأثير في انخفاض نسبة تغطية الالتزامات الطويلة الأجل. و عليه من خلال التحليل أعلاه يتبين لنا:

أ زيادة الأصول الغير جارية من سنة 2011 إلى سنة 2015 كان له الأثر في انخفاض نسبة تغطية الالتزامات الطويلة القول ما يجعلنا نستنتج أن هناك تأثير لهيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة و بالضبط على نسبة تغطية الالتزامات الطويلة الأجل.

4 نسبة الاستقلالية المالية:

سيتم تحليل هذه النسبة و معرفة أثر هيكل رأس المال عليها من خلال الجدول و التحليل التالي:

الجدول رقم (3-21): الاستقلالية المالية للمؤسسة خلال الفترة (2011-2015).

السنة	2011	2012	2013	2014	2015
البيان					
نسبة التمويل الذاتي	0.667	0.668	0.67	0.54	0.52
الأموال الخاصة	649468268.48	613425605.53	612764178.45	639382534.07	609979777.44
مجموع الخصوم	973230925.53	917164457.12	910922936.69	1170172273.4	1155916797.5

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

تحليل الأثر:

نلاحظ أن نسبة الاستقلالية المالية في ارتفاع مستمر بين سنة 2011 و 2013 و يعود ذلك إلى ارتفاع الأموال الخاصة أو انخفاض مجموع الخصوم كما نلاحظ أن انخفاض نسبة الاستقلالية المالية بين سنة 2013 و 2015 يعود إما إلى انخفاض الأموال الخاصة أو ارتفاع مجموع الخصوم، كما إن انخفاض الأموال الخاصة بين سنة 2011 و 2013 كما هو موضح في الجدول كان من المفروض أن يخفض من هذه النسبة لكننا نلاحظ عكس ذلك لأن النسبة في ارتفاع و السبب في ذلك يعود إلى أن انخفاض مجموع الخصوم كان بمقدار أكبر من انخفاض الأموال الخاصة كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-22): مقارنة بين تغيرات الأموال الدائمة و مجموع الخصوم.

البيان	2011	2012	2013
الانخفاض في الأموال الخاصة	-	(%5.54)	(%0.10)
الانخفاض في مجموع الخصوم	-	(%5.76)	(%0.68)

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

إن زيادة الأموال الخاصة بين سنة 2013 و 2014 كان من المفروض أن يرفع من النسبة لكن نلاحظ عكس ذلك و السبب في ذلك يعود إلى أن الزيادة في مجموع الخصوم كان أكبر من الزيادة في الأموال الخاصة إن انخفاض مجموع الخصوم بين سنة 2014 و 2015 كان من المفروض أن يرفع من النسبة لكن حدث عكس ذلك و السبب في ذلك يعود إلى أن الانخفاض في الأموال الخاصة كان أكبر من الانخفاض في مجموع الخصوم.

و عليه من خلال التحليل يتبين لنا:

أ إن الانخفاض في مجموع الخصوم من سنة 2011 إلى سنة 2013 كان له الأثر في انخفاض نسبة الاستقلالية و عليه يمكن القول أنه يوجد أثر لهيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة خلال هذه الفترة و بالضبط على نسبة الاستقلالية المالية؛

ب إن الزيادة في مجموع الخصوم بين سنة 2013 و 2014 كان له الأثر في انخفاض النسبة عليه يمكن القول أنه يوجد أثر لهيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي خلال هذه الفترة؛

ج إن الانخفاض في الأموال الخاصة بين سنة 2014 و 2015 كان له الأثر في تخفيض النسبة و عليه يوجد أصر لهيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة خلال هذه الفترة.

و عليه يمكن القول أنه يوجد أثر لهيكل رأس مال مؤسسة دباغة الجلود على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة طوال فترة الدراسة و بالضبط على نسبة الاستقلالية المالية سواء من خلال انخفاض الخصوم أو زيادتها أو انخفاض الأموال الخاصة على حد سواء.

خلاصة الفصل الثالث:

استهدف الفصل التطبيقي بشكل أساسي دراسة علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي لمؤسسة من المؤسسات الاقتصادية لولاية جيجل، فقد قمنا بتحليل متغيرات الدراسة والتي تمثلت في هيكل رأس المال كمتغير مستقل والأداء المالي كمتغير تابع أما عن أدوات الدراسة فتمثلت في تحليل القوائم المالية عن طريق النسب المالية .

ومن خلال هذه الدراسة التطبيقية ومن تحليلنا للنسب المالية خلصنا إلى أن مؤسسة محل الدراسة تعتمد بشكل كبير على الأموال الخاصة حيث كانت تمثل النسبة الأكبر في تركيبة هيكل رأس مالها كما لخصنا أن المؤسسة تعتمد على سياسية التمويل المحافظة طوال فترة الدراسة و ذلك من خلال تمويل الأصول بالموارد ذات الاستحقاق الطويل كما عرجنا الحديث حول تحليل أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة من خلال النسب المالية وجدنا أنه يؤثر في بعض الفترات و عديم التأثير في فترات أخرى.

الخبائمه العامه

أصبحت المؤسسة الاقتصادية الجزائرية مطالبة بأن تضع قرارات التمويل ضمن أولوية الأولويات وأن تبحث في مختلف المشاكل والأسباب التي ترجع إلى البيئة الاقتصادية وتؤثر بشكل مباشر على عملية اختيار المزيج التمويلي والضامن للوصول إلى الأداء المالي السليم وبالتالي تحقيق هدف النمو والاستمرارية. و قد تمحورت اشكالية الدراسة حول مدى تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة عمومية اقتصادية بولاية جيجل، وقد كان هدفنا الرئيسي من هذه الدراسة هو التعرف على العلاقة التي تربط بين هيكل رأس المال وبين الأداء المالي مقاسا بنسب هيكل رأس مال تلك المؤسسة محل الدراسة، ومحاولة تقديم التوصيات التي يمكن العمل بها والاستفادة منها سواء على مستوى الدراسات العلمية أو على مستوى المؤسسات العمومية الاقتصادية بولاية جيجل بصفة خاصة والمؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية بصفة عامة بما يمكن المؤسسات من تشكيل هيكل مالي ينسجم مع واقع المؤسسة ويتماشى مع أهدافها المسطرة.

أولاً: نتائج الدراسة النظرية

من خلال الدراسة النظرية لهذا الموضوع توصلنا الى عرض النتائج التالية:

- 1- يعتبر التمويل الركيزة الأساسية التي تعتمد عليها معظم المؤسسات لتغطية مستلزماتها المالية؛
- 2- التعرف على السياسات المالية التي تنتهجها المؤسسة في عملية التمويل؛
- 3- تقييم النسب المالية من خلال تحليل القوائم المالية؛
- 4- معرفة كيفية اختيار هيكل رأس مال أمثل بناء على مجموعة من المعطيات
- 5- التعرف على المؤشرات الكلاسيكية و الحديثة لقياس الاداء المالي.

ثانياً: نتائج الدراسة التطبيقية

من خلال الدراسة التطبيقية توصلنا الى عرض النتائج التالية :

- 1- تستحوذ الأموال الخاصة على النسبة الأكبر في تركيبة هيكل رأس المال مقارنة بالديون الطويلة الأجل؛
- 2- التغيرات الحاصلة في هيكل رأس المال لها أثر على بعض المؤشرات الكلاسيكية في حين كانت عديمة التأثير على البعض منها؛
- 3- تحقق مؤسسة دباغة الجلود اداء مالي متدهور و ضعيف طيلة فترة الدراسة باستثناء مؤشرات السيولة. من خلال النتائج التي تم التوصل اليها يمكن نفي أو قبول الفرضيات التي بنيت عليها الدراسة و ذلك كمايلي :
- **اختبار الفرضية الأولى:** نصت هذه الفرضية على أن التغيرات الحاصلة في هيكل رأس مال مؤسسة دباغة الجلود -جيجل- لها تأثير على ادائها المالي، و من خلال ما توصلنا اليه وجدنا أن التغيرات الحاصلة في هيكل رأس المال كانت ذو تأثير نسبي، ففي بعض الفترات كان التغير ذو تأثير مطلق وفي بعض الفترات الاخرى كان

عديم التأثير، و هو ما ينفي لنا صحة الفرضية في بعض المؤشرات و يؤكد لنا صحتها في بعض المؤشرات الأخرى.

ثانيا: التوصيات

من خلال النتائج التي تم التوصل إليها خلال دراستنا، نقترح جملة من التوصيات التي من شأنها أن تعود بالنفع على المؤسسات الاقتصادية:

- 1 - على المؤسسة تقرير كيفية الحصول على الأموال اللازمة وتوقيت الحصول عليها؛
- 2 - لا بد أن تتوفر لدى الإدارة المالية للمؤسسة القدرات الكافية لتقييم أثر استعمال مصادر التمويل المختلفة في ربحية المؤسسة وقيمتها الحالية؛
- 3 - اختيار طريقة عقلانية تضمن توفير الموارد المالية المناسبة واللازمة لمزاولة نشاطها وتغطية احتياجاتها؛
- 4 - تحقيق التوازن بين كل العوامل المؤثرة على الهيكل المالي بطريقة مناسبة والتخطيط السليم للهيكل المالي مع الأخذ بعين الاعتبار مصالح حملة الأسهم؛
- 5 - يجب أن تستند عملية اختيار شكل التمويل المناسب إلى دراسة دقيقة ومعقدة لكل الأشكال المطروحة والمتاحة؛
- 6 - على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تعديل هيكلها المالي تبعاً لسياسة مالية معينة يتم انتهاجها من طرف الإدارة بحيث تكون تكلفة الاستدانة أقل من العوائد المحققة.

ثالثا: آفاق الدراسة

إن الدراسة في مجال تمويل المؤسسات الاقتصادية لايزال واسعاً، إذ يمثل كل مصدر تمويلي موضوع بحث ذاته يمكن التعمق فيه، كما لا تزال بعض النقاط مجهولة يمكن أن تكون مواضيع بحوث أخرى وإشكالية تنتظر المعالجة والتي نذكر منها:

- 1-دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي على عدد من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر؛
- 2-دور البورصة في تحسين الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية؛
- 3-أثر الهيكل التمويلي على الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة؛
- 4-دراسة أثر الخصخصة في إصلاح الخلل في الهياكل المالية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

أولاً: الكتب

- 1 أحمد سيد مصطفى، المدير وتحديات العولمة، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
- 2 القاضي حسين، مأمون حمدان، المحاسبة الدولية ومعاييرها، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 3 إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل، الأردن، 2011.
- 4 جوراس أحمد، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم و النشر، الجزائر، 2008.
- 5 حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2004.
- 6 زياد سليم رمضان، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الرابعة، دار الصفاء للنشر، الأردن، 1996.
- 7 سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح الهياكل المالية، مكتبة و مطبعة الشعاع الفنية، مصر، 1997.
- 8 شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي امثل للمؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009، 2010.
- 9 شنوف شعيب، محاسبة المؤسسة وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية (IAS/IFRS)، الجزء الأول، مكتبة بوداود، الجزائر، 2008.
- 10 طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2002.
- 11 طالب علاء فرحان، إيمان شيحان المشهداني، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الإستراتيجي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 12 عاطف وليم أندوراس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
- 13 عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات الاستثمار الرأسمالي و تقييم الأداء، الدار الجامعية، مصر، 2013.
- 14 عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل و إدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2008.
- 15 عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر و التوزيع، الأردن، 2009.

- 16 عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، الأردن، 2007.
- 17 عطية عبد الرحمان، المحاسبة المعمقة وفق النظام المحاسبي المالي، دار النشر جيطلي، برج بوعريبيج، الجزائر، 2011.
- 18 علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر و التوزيع، الأردن، 2008.
- 19 فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن، 2010.
- 20 تلسوس مبارك، التسيير المالي، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 21 مجيد جعفر الكرخي، تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية باستخدام النسب المالية، دار المناهج، الأردن، 2010.
- 22 محمد الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
- 23 محمد أيمن عزة الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول و المعادن، السعودية، 1993.
- 24 محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الأردن، 2008.
- 25 محمد صالح الحناوري، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، 2002.
- 26 محمد صالح الحناوي و آخرون، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 27 محمد صالح الحناوي، نهال مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الطبعة الأولى، دار الفتح، مصر، 2008.
- 28 محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية، مصر، 1999.
- 29 محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 30 محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد، الأردن، 2010.
- 31 منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، مصر، 2003.
- 32 منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2000.

- 33 منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
- 34 خاصر دادي عدون ، تقنيات مراقبة التسيير، دار العلوم للنشر و التوزيع ،الجزائر، 2000.
- 35 هيثم محمد الزغبي، الإدارة و التحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2000.
- ثانيا: الرسائل الجامعية
- 1 بن مالك عمار، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء، رسالة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011، 2010.
- 2 جونور جهاد، دور التدقيق الداخلي في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير، تخصص مالية، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2009، 2010.
- 3 حواس صلاح، التوجه الجديد نحو معايير الإبلاغ المالي الدولية، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007، 2008.
- 4 خبيزة أنفال حدة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة، رسالة ماجستير ، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2011، 2012.
- 5 دادن عبد الغزي، قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية (نحو إرساء نموذج إنذار مبكر باستعمال المحاكاة المالية)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007.
- 6 شناي عبد الكريم، تكييف القوائم المالية للمؤسسات الجزائرية وفق معايير المحاسبة الدولية ، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص المحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والتجارة، جامعة باتنة، الجزائر، 2008، 2009.
- 7 عباسي صابر، أثر التسيير الجبائي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية، رسالة ماجستير، تخصص محاسبة وجباية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2011، 2012.
- 8 علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009.
- 9 -فروم محمد الصالح، النمو و الأداء المالي و الإستراتيجي للمؤسسة، دراسة حالة مؤسسة تحويل الخشب و الحديد عنابة، رسالة ماجستير، جامعة 20 أوت 1995، سكيكدة، 2008.
- 10 -فوزية ركيبي، الوظيفة المالية و وسائل التمويل في المؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، المركز الجامعي العميد أولحاج، البويرة، 2010، 2011.

11 -قلادي نضيرة، دراسة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة، دراسة حالة المؤسسة الصناعية للعصير و المصبرات سيجيكو، رسالة ماجستير، جامعة 20 أو 1955، سكيكدة، 2010،2011.

12 لزرع محمد سامي، التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي دراسة حالة، رسالة ماجستير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011،2012.

13 غيلي لولاتس، التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2005.

المجلات و الأبحاث:

1 الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة الجزائر، 2009،2010.

2 صبيحة قاسم، أحمد نزار جميل، أثر التدفقات النقدية في عناصر هيكل رأس المال، العدد 14، مجلة تكريت للعلوم الإدارية و الاقتصادية، جامعة تكريت، العراق، 2007.

3 عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، 2010.

4 عقاري مصطفى، المعيار المحاسبي الدولي الأول-عرض القوائم المالية- أبحاث اقتصادية و إدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الأول، جوان، 2007.

المؤتمرات والجمعيات:

1 جمعية المحاسبين القانونيين في سوريا معايير المحاسبة، الجزء الأول، 2004.

2 مزهودة عبد المليك، المقاربت الإستراتيجية للأداء مفهوما وقياسا، المؤتمر الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، المنعقد بالفترة 8،9 مارس 2005.

المواقع الإلكترونية:

1 محمد البوعبيدي، الإدارة المالية، الطبعة الإلكترونية، ص 16، <http://books.google.dz>.

الجرائد الرسمية:

1-الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد/19، الصادر في 28 ربيع الأول عام 1430هـ الموافق لـ 25 مارس سنة 2009.

المقابلات الشخصية:

مقابلة مع السيد: عماد فنوسي، رئيس قسم المحاسبة و المالية، يوم 2017/04/17، على الساعة 13.30.

المراجع باللغة الأجنبية

- 1- Jean Pierre lahille, **Analyse financiere**, L er edition, canpus dalloz, France 2009.
- 2- Kaplan Robert, Norton David, **the balanced scorecard measures that drive performance**, Harvard business review, January 1992, p22.

المخلص:

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز اثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية نظريا ثم تطبيقيا، من خلال إسقاطها على مؤسسة اقتصادية جزائرية تمثلت في مؤسسة دباغة الجلود -جيجل- محاولين في ذلك الإجابة عن الإشكالية التالية: هل يؤثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة دباغة الجلود -جيجل- ؟

ولقد اعتمدنا في ذلك على المنهج الوصفي الموافق للجانب النظري و منهج دراسة الحالة في الجانب التطبيقي، و ذلك بتحليل القوائم المالية لمؤسسة دباغة الجلود -جيجل- باستخدام أدوات التحليل المالي للنسب المالية خلال الفترة من 2011 إلى 2015، و تبين لنا من خلال ذلك أن هيكل رأس مالها ذو تأثير نسبي على أدائها المالي من فترة إلى أخرى، وان أدائها ضعيف عموما طيلة فترة الدراسة و تحسن في سنة 2014.

Le résumé :

L'étude vise à montrer l'importance de la structure financière sur une entreprise économique théoriquement et pratiquement, et projeter cela sure une institution algérienne et qui s'agit bien de tannerie de Jijel -TAJ- , en vue de répondre a la problématique suivante : comment déterminer l'effet de la structure financière sure la performance financière de la tannerie de- Jijel-?

Reposant sure la méthode descriptive qui concerne la partie théorique et l'étude de cas dans la partie pratique, et cela en analysant les annexes financière de l'entreprise de la tannerie Jijel pendant la période 2011-2015, et enfin l'étude a conclu a l'existence de la structure financière sur la performance mais cet pas toujours , et nous avons constate que sa performance financière était faible pendant la période, et il a commencé de s'améliorer en 2014.