

جامعة 8 ماي 1945

قـالـمـة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم المالية

تخصص: مالية مؤسسات

تحت عنوان

محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية

- دراسة تحليلية قياسية لمؤسسة الآجر الأحمر ببرج صباط -

تحت إشراف الأستاذ:

الدكتور: مجلخ سليم.

من إعداد الطلبة:

❖ حصيدة نور الهدى

❖ الحمبلي سمية

السنة الجامعية 2016/2017

شكرو تقدير

الحمد لله حمدا يليق بعظمة جلاله، وشكرا يليق بعظمة كماله وكثرة أفضاله،
نحمد الله حمدا لا يبلغه البيان ونشكره شكرا لا يوفيه اللسان.
إنه لمن دواعي الشكر والعرفان بالجميل ان نتقدم بأسمى عبارات التقدير
والامتنان إلى الأستاذ المشرف الدكتور سليم مجلخ الذي قبل الإشراف على هذه
المذكرة وكان سندا لنا.
كذلك نشكر الدكتور " بشيشي وليد " الذي لم يهمل علينا بنصائح القيمة.
ولا ننسى كل الذين نملنا على أيديهم بذابيح العلم والمعرفة منذ أول يوم
وطأه فيه أقدامنا المدرسة.
وإذا كنا قد وقفنا إلى تقديم شيء مفيد للطلاب، نسأل الله العلي التقدير
أن يتقبله منا عملا صالحا فهو من وراء القصد وهو
المستأدي إلى سواء السبيل.



اهداء

قال الله تعالى: "وَاخْفِضْ لَهُمَا جَنَاحَ الذُّلِّ مِنَ الرَّحْمَةِ وَقُلْ رَبِّ ارْحَمْهُمَا كَمَا رَبَّيْتَنِي صَغِيرًا"

بعد بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ والصلاة والسلام على أشرف المرسلين، أهدي هذا العمل المتواضع:

إلى من أرضعتني لبن الحنان وسقنتني ماء الحياة ، إلى من تطيب أيامي بقربها ويسعد قلبي برضاها

إلى أعلى الناس في الوجود: أمي

إلى من كان سندا لي طوال الحياة ولم يبخل علي بالنفس والنفيس: أبي

-أدعوا الله أن يطيل في عمرهما-

إلى أقرب الناس إلى قلبي وإلى توأم روعي أختي العزيزة : نور الهدى

إلى الكتاكيت: إشراق وإيناس

إلى أعز الصديقات

إلى زميلتي في هذا العمل: نور الهدى

إلى كل الأهل و الأقارب

إلى كل من شاركني مشواري الجامعي وتقاسم معي أجمل الذكريات.

إلى كل من سعتهم ذاكرتي ولم تسعهم منكرتي.

سهيبة



الإهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الحمد لله وكفى والصلاة والسلام على الحبيب المصطفى

أما بعد... أهدي ثمرة جهدي إلى من رعياني في صغري بالعطف والحنان وفي كبري بالعتاء والأمان

إليكما يا من علمتماني أن الحياة جد وإجتهدا وعقبة وجهاد إليكما يا أعز الناس:

إلى أمي الحبيبة "غنية" وإلى أبي العزيز عبد الملوك

إلى روح جدتي الحبيبة ربيعة رحمها الله

إلى الشموع التي أنارت طريقي وإضافة على حياتي بمحبة وسرور إلى إخوتي: عفاف، سوسو، عيسى

إلى التي كتبت لها بلغات العالم وعبرت عنها باسم المشاعر على أن أوفيتها حقها عمتي بديعة الغالية

إلى الشمعتان المضيئتان في حياتي خالتي الزهراء وجدتي الحبيبة مسعودة

إلى عمتي فهيمة وزوجها نوري وأولادها خاصة الغالية رعد ورفيف ومعتز بالله

إلى عمي زوير وزوجته نبيلة وأولاده وصال ووسيم وخاصة الكتكوتة مريم

إلى زوجة عمي عبد الحق رحمه الله الزهراء وأولادها خولة وكتناكيته خاصة محمد، حمزة وسفيان وخالد ياسر

إلى خالتي العزيزة وبمحة العائلة حليلة وزوجها صبير وبناتها الجميلات خاصة آية الغالية وخطيبها عصام وكوثر الحنوننة وضحى الأنيقة

إلى أخوالي الزين وزوجته ساسية وأولاده صلاح الدين وهيثم وإيهاب، وعلی خالي عبد السلام وزوجته أحلام وأولاده إياد ومحمد آدم خاصة

الكتكوتة الجميلة جنى، وإلى خالي عزة وزوجته نضيرة وأولاده أحمد رائد وعبد المؤمن

إلى من قاسمت عناء إنجاز معي العمل المتواضع سمية.

إلى من ساعدنا في المذكرة وكان سندنا لنا عمار

إلى صديقاتي: مروة، رولا، خلود، هيام، نعيمة، حياة، شهرة، خولة، حفصة، ليندة، حنان، أمينة، عبير، أميرة، بشرى، أسماء، نهاد، سارة، حليلة، إيمان

نور الهدى

قائمة الأشكال

- الشكل رقم 01: هيكل المالي الأمثل حسب المنظور الكلاسيكي 22
- الشكل رقم 02: استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي 24
- الشكل رقم 03: نموذج مود يجيلياي وميلر في حالة وجود ضرائب 25
- الشكل رقم 04: العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وبين تكلفة الأموال 26
- الشكل رقم 05: قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس والوكالة .. 28
- الشكل رقم 06: العلاقة بين الحاجة للأموال ونوع استخدامها 36
- الشكل رقم 07: تشكيل رأس المال العامل 46
- الشكل رقم 08: الهيكل التنظيمي لمؤسسة الاجر الأحمر 59
- الشكل رقم 09: التمثيل البياني لجانب الأصول خلال الفترة (2010-2016) 64
- الشكل رقم 10: التمثيل البياني لجانب الخصوم خلال الفترة (2010-2016) 65
- الشكل رقم 11: تطور رأس المال العامل خلال الفترة (2010-2016) 66
- الشكل رقم 12: تطور احتياج رأس المال العامل خلال الفترة (2010-2016) 68
- الشكل رقم 13: تطور الخزينة الصافية خلال الفترة (2010-2016) 69
- الشكل رقم 14: تطور نسبة الهيكل المالي خلال الفترة (2010-2016) 71
- الشكل رقم 15: تطور نسبة هيكل الأصول خلال الفترة (2010-2016) 72
- الشكل رقم 16: تطور نسبة المردودية الاقتصادية خلال الفترة (2010-2016) 73
- الشكل رقم 17: تطور نسبة المردودية المالية خلال الفترة (2010-2016) 74
- الشكل رقم 18: تطور نسبة السيولة خلال الفترة (2010-2016) 75
- الشكل رقم 19: تطور نسبة الربحية خلال الفترة (2010-2016) 76
- الشكل رقم 20: نتائج اختبار السببية بين متغيرات الدراسة لغرانجر 95
- الشكل رقم 21: استجابة نسبة الهيكل المالي لصدمات تنبؤية لمتغيرات النموذج 97

قائمة الجداول

- الجدول رقم 01: حالات الاحتياج في رأس المال العامل 47
- الجدول رقم 02: الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة الآجر بيرج صباط للفترة (2010-2016) 63
- الجدول رقم 03: رأس المال العامل خلال الفترة (2010-2016) 66
- الجدول رقم 04: احتياج رأس المال العامل خلال الفترة (2010-2016) 68
- الجدول رقم 05: الخزينة الصافية خلال الفترة (2010-2016) 69
- الجدول رقم 06: نسبة الهيكل المالي خلال الفترة (2010-2016) 71
- الجدول رقم 07: نسبة هيكل الأصول خلال الفترة (2010-2016) 72
- الجدول رقم 08: نسبة المردودية الاقتصادية خلال الفترة (2010-2016) 73
- الجدول رقم 09: نسبة المردودية المالية خلال الفترة (2010-2016) 74
- الجدول رقم 10: نسبة السيولة خلال الفترة (2010-2016) 75
- الجدول رقم 11: نسبة الربحية خلال الفترة (2010-2016) 76
- الجدول رقم 12: الإحصائيات الوصفية الخاصة بالمتغير التابع (نسبة الهيكل المالي DT) 86
- الجدول رقم 13: الإحصائيات الوصفية الخاصة بالمتغير المستقل (نسبة السيولة LR) 87
- الجدول رقم 14: الإحصائيات الوصفية الخاصة بالمتغير المستقل (نسبة الربحية PR) 87
- الجدول رقم 15: الإحصائيات الوصفية الخاصة بالمتغير المستقل (هيكل الأصول CAR) 88
- الجدول رقم 17: الإحصائيات الوصفية الخاصة بالمتغير المستقل (المردودية الاقتصادية RE) 89
- الجدول رقم 18: الإحصائيات الوصفية الخاصة بالمتغير المستقل (المردودية المالية RF) 89
- الجدول رقم 19: نتائج اختبار "KPSS" للجذور الوحدوية المتعلقة بالسلاسل قيد الدراسة 90
- الجدول رقم 20: درجة التأخر المعتمدة في نموذج VAR 91
- الجدول رقم 21: تحليل التباين لنموذج نسبة الهيكل المالي 94

قائمة الملاحق

- 110..... الملحق رقم 01:الميزانية المالية لسنة 2010 (جانب الأصول)
- 111..... الملحق رقم 02: الميزانية المالية لسنة 2010 (جانب الخصوم)
- 112..... الملحق رقم 03: جدول حسابات النتائج لسنة 2010
- 113..... الملحق رقم 04:الميزانية المالية لسنة 2011 (جانب الأصول)
- 114..... الملحق رقم 05:الميزانية المالية لسنة 2011 (جانب الخصوم)
- 115..... الملحق رقم 06: جدول حسابات النتائج لسنة 2011
- 116..... الملحق رقم 07: الميزانية المالية لسنة 2012 (جانب الأصول)
- 117..... الملحق رقم 08: الميزانية المالية لسنة 2012 (جانب الخصوم)
- 118..... الملحق رقم 09: جدول حسابات النتائج لسنة 2012
- 119..... الملحق رقم 10: الميزانية المالية لسنة 2013 و2014(جانب الأصول)
- 120..... الملحق رقم 11: الميزانية المالية لسنة 2013 و2014 (جانب الخصوم)
- 121..... الملحق رقم 12: جدول حسابات النتائج لسنة 2013 و2014
- 122..... الملحق رقم 13: الميزانية المالية لسنة 2015 (جانب الأصول)
- 123..... الملحق رقم 14: جدول حسابات النتائج لسنة 2015
- 124..... الملحق رقم 15: التطور التاريخي الفصلي لتغيرات الدراسة خلال الفترة 2016/2010
- 125..... الملحق رقم 16: اختبار KPSS لاستقرارية DT في المستوى بقاطع
- 125..... الملحق رقم 17: اختبار KPS لاستقرارية DT في المستوى بقاطع واتجاه عام
- 125..... الملحق رقم 18: اختبار KPSS لاستقرارية LR في المستوى بقاطع
- 126..... الملحق رقم 19: اختبار KPSS لاستقرارية LR في المستوى بقاطع واتجاه عام
- 126..... الملحق رقم 20: اختبار KPSS لاستقرارية PR في المستوى بقاطع
- 126..... الملحق رقم 21: اختبار KPSS لاستقرارية PR في المستوى بقاطع واتجاه عام
- 127..... الملحق رقم 22: اختبار KPSS لاستقرارية CAR في المستوى بقاطع
- 127..... الملحق رقم 23: اختبار KPSS لاستقرارية CAR في المستوى بقاطع واتجاه عام

قائمة الملاحق

- الملحق رقم 24: اختبار KPSS لاستقرارية RE في المستوى بقطاع 127
- الملحق رقم 25: اختبار KPSS لاستقرارية RE في المستوى بقطاع واتجاه عام 128
- الملحق رقم 26: اختبار KPSS لاستقرارية RF في المستوى بقطاع 128
- الملحق رقم 27: اختبار KPSS لاستقرارية RF في المستوى بقطاع واتجاه عام 128
- الملحق رقم 28: نتائج اختبار VAR 129
- الملحق رقم 29: نتائج تحليل التباين 131
- الملحق رقم 30: نتائج سببية غرانجر 133

جدول المحتويات

جدول المحتويات

المكونات	الصفحة
البسمة	I.....
التقدير والشكر	II.....
الإهداء	III.....
قائمة الأشكال	V.....
قائمة الجداول	VI.....
قائمة الملاحق	VII.....
جدول المحتويات	IX.....
المقدمة العامة	أ إلى ز.....

الفصل الأول: الإطار النظري لمحددات الهيكل المالي

مُقدِّمة الفصل الأول	1.....
المبحث الأول: التمويل في المؤسسة الاقتصادية	2.....
المطلب الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية	2.....
المطلب الثاني: مفاهيم حول التمويل	5.....
المطلب الثالث: عموميات الهيكل المالي	8.....
المبحث الثاني: مكونات الهيكل المالي	11.....
المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل	11.....
المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل	14.....
المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل	16.....
المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي	21.....
المطلب الأول: النظرية التقليدية	21.....
المطلب الثاني: نظرية مودجيلياني وميلر	23.....
المطلب الثالث: النظريات الحديثة	25.....
خُلاصة الفصل الأول:	30.....

الفصل الثاني: محددات الهيكل المالي وطرق تقييمه

جدول المحتويات

- 31..... مُقَدِّمَةُ الْفَصْلِ الثَّانِي:
- 32..... الْمَبْحَثُ الْأَوَّلُ: محددات الهيكل المالي.....
- 32..... الْمَطْلَبُ الْأَوَّلُ: المحددات الكمية للهيكل المالي
- 35..... الْمَطْلَبُ الثَّانِي: المحددات الكيفية للهيكل المالي
- 37..... الْمَطْلَبُ الثَّلَاثُ: المحددات الأخرى للهيكل المالي.....
- 40..... الْمَبْحَثُ الثَّانِي: علاقة الهيكل المالي بالرفع المالي، العائد والمخاطرة
- 40..... الْمَطْلَبُ الْأَوَّلُ: علاقة الهيكل المالي بالرفع المالي
- 42..... الْمَطْلَبُ الثَّانِي: علاقة الهيكل المالي بالعائد
- 43..... الْمَطْلَبُ الثَّلَاثُ: علاقة الهيكل المالي بالمخاطرة
- 45..... الْمَبْحَثُ الثَّلَاثُ: علاقة الهيكل المالي بالمخاطرة.....
- 45..... الْمَطْلَبُ الْأَوَّلُ: التقييم باستعمال مؤشرات التوازن
- 48..... الْمَطْلَبُ الثَّانِي: التقييم باستعمال النسب المالية
- 52..... الْمَطْلَبُ الثَّلَاثُ: إعادة الهيكلة المالية
- 55..... خُلَاصَةُ الْفَصْلِ الثَّانِي:
- الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لمحددات الهيكل المالي في مؤسسة الآجر الأحمر ببرج صباط
- 56..... مُقَدِّمَةُ الْفَصْلِ الثَّلَاثُ:
- 57..... الْمَبْحَثُ الْأَوَّلُ: الأوَّل تقديم عام لمؤسسة الآجر الأحمر
- 57..... الْمَطْلَبُ الْأَوَّلُ: نشأة وتطور المؤسسة EURL TOIATI
- 59..... الْمَطْلَبُ الثَّانِي: الهيكل التنظيمي ودراسة فروعها
- 60..... الْمَطْلَبُ الثَّلَاثُ: تشخيص نقاط قوة وضعف المؤسسة
- 62..... الْمَبْحَثُ الثَّانِي: دراسة تحليلية لمحددات الهيكل المالي في مؤسسة الآجر الأحمر.....
- 62..... الْمَطْلَبُ الْأَوَّلُ: دراسة الوضعية المالية لمؤسسة الآجر.....
- 65..... الْمَطْلَبُ الثَّانِي: تشخيص الهيكل المالي باستعمال مؤشرات التوازن المالي.....
- 70..... الْمَطْلَبُ الثَّلَاثُ: التشخيص الهيكل المالي باستعمال النسب المالية.....
- 78..... الْمَبْحَثُ الثَّلَاثُ: دراسة قياسية لمحددات الهيكل المالي في مؤسسة الآجر الأحمر.....
- 78..... الْمَطْلَبُ الْأَوَّلُ: الإطار النظري للاقتصاد القياسي.....
- 84..... الْمَطْلَبُ الثَّانِي: طبيعة العلاقة بين المتغيرات وتحليلها الوصفي.....
- 90..... الْمَطْلَبُ الثَّلَاثُ: تحليل نتائج الدراسة القياسية

جدول المحتويات

99 خلاصة الفصل الثالث:
100 الخاتمة العامة.
103 قائمة المراجع.
110 قائمة الملاحق.

المقدمة العامة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية العمود الفقري الذي يقوم عليه الاقتصاد الوطني لأي دولة، حيث أن تطور هذا الأخير مرتبط بقدررة المؤسسة على تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة، غير أن مزاوله المؤسسة لأي نشاط اقتصادي يتطلب احتياجات تمويلية تلجأ المؤسسة إلى تغطيتها بالبحث عن مصادر التمويل الملائمة سواء من مصادر قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل.

لكن الصعوبة التي تواجه المسير المالي في المؤسسة الاقتصادية ليست في مصادر التمويل في حد ذاتها والتي تعتبر من مهام الوظيفة المالية، بقدر ما تكمن المشكلة في طريقة المزج بين مختلف مصادر التمويل التي تتميز بالتنوع والتعدد وفي بعض الأحيان بالتعقيد، أو بعبارة أخرى كيفية صياغة الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، فاستغلال المؤسسة لمختلف هذه المصادر التمويلية من أجل تلبية حاجياتها الاستثمارية وفي إطار تحقيق الأهداف المرجوة المتمثلة أبرزها في تعظيم أرباح المؤسسة، فإنها تسعى إلى الحصول على المصادر التمويلية بأفضل الشروط وفي حدود العائد المطلوب والخطر الممكن قبوله من خلال بناء هيكل مالي مناسب يتكون من مزيج بين مختلف العناصر التمويلية المتاحة، بحيث يترتب على هذا المزيج أكبر عائد ممكن وأقل تكلفة بغرض الوصول إلى الهيكل المالي المثالي الذي يحقق للمؤسسة أعلى قيمة لها.

لقد شكلت قرارات التمويل وتأثيرها على قيمة المؤسسة محل جدل بين المختصين بدأت بدراسات مودجلياني وميلر سنة 1985 حول حيادية الهيكل المالي، ومنذ ذلك الحين أخذت الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع تتعدد، فتضاربت الآراء بشأن طبيعة العلاقة بين مؤيد لوجود تأثير للهيكل المالي على قيمة المؤسسة وبين معارض لوجود مثل هذا التأثير والتي تبلورت في النهاية في صورة هيكل مالي أمثل، واتجهت أنظار الباحثين إلى دراسة العوامل المحددة للوصول إلى الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة، حيث أشاروا أنه يتحقق عندما تعظم القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي ينعكس على أرباحها، وتطورت الدراسات الحديثة المتعلقة بالهيكل المالي نحو النماذج التي تقوم على التحليل الميداني لتحديد العوامل المشكلة لاختيار الهيكل المالي للمؤسسة في الواقع العملي من خلال العديد من الدراسات الميدانية التي تمت في بيئات اقتصادية مختلفة.

المقدمة العامة

وما يثير الانتباه أن نتائج دراسات مودجلياني وميلر كانت متناقضة بخصوص تلك المحددات حتى في الدول المتقدمة نفسها، وعليه أكدت على أهمية البعد البيئي عند دراسة السياسة أو السلوك التمويلي للمؤسسة، وهو ما تطلب إجراء العديد من الدراسات الميدانية في بيئات مختلفة. غير أن هناك بعض الدراسات حاولت التركيز على الدول النامية نظرا لاختلاف ظروفها البيئية عن تلك الموجودة في الدول المتقدمة رغبة منها في إثراء النماذج النظرية بمزيد من العوامل أو الخصائص المحددة لسياسة التمويل للمؤسسة.

أولا: إشكالية البحث

يمكن صياغة اشكالية البحث في السؤال الرئيسي الآتي: ما مدى تأثير العوامل المحددة للهيكل

المالي في المؤسسة الاقتصادية؟

على ضوء الاشكالية الرئيسية يمكن طرح الأسئلة الآتية:

- ✓ ما هي أهم النظريات المعالجة للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية ؟
- ✓ كيف تستطيع المؤسسة اختيار المصادر التمويلية التي تمكنها من الحصول على مزيج مالي أمثل، وما هي محددات هذا النموذج؟
- ✓ على أي أساس يتم تحليل وتقييم الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية ؟
- ✓ ما هي أهم محددات الهيكل المالي لمؤسسة الأجر الأحمر بمرج صباط ؟

ثانيا: فرضيات البحث

من أجل الإجابة على التساؤلات السابقة يمكن طرح الفرضيات التالية:

- ✓ قد تكون هناك مجموعة من النظريات المفسرة للهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية؛
- ✓ تستطيع المؤسسة اختيار المصادر التمويلية من خلال المفاضلة بين مصادر التمويل الأقل تكلفة، وتتمثل محددات الهيكل المالي للمؤسسة في مجموع العوامل المؤثرة في القرارات المالية؛
- ✓ يمكن تحليل وتقييم الهيكل المالي للمؤسسة من خلال مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية، حيث يتم تحقيق أمثلية الهيكل المالي من خلال تغيير نسب الاستدانة أو نسب أموال الملكية؛

ثالثا: أهمية البحث

للدراصة أهمية بالغة في تحديد المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية الذي يعتمد على مجموعة من المحددات التي يختلف تأثيرها من مؤسسة إلى أخرى هذا من جهة ومن جهة ثانية تتبع أهمية الدراسة من خلال تحديد محددات المزيج التمويلي في مؤسسة الأجر الأحمر من خلال نموذج قياسي وباستخدام برمجية

رابعاً: أهداف البحث

تتمثل أهداف البحث فيما يلي:

- ✓ الإلمام بمختلف مصادر التمويل المكونة للهيكل المالي في المؤسسة؛
- ✓ الاطلاع على مضمون النظريات المفسرة للهيكل المالي؛
- ✓ التعرف على أهم المعايير والمحددات التي تؤثر في اختيار مصادر تمويل الاستثمارات، وتقييم طبيعة العلاقة بين عناصر الهيكل المالي ومؤشرات الأداء المحاسبية؛
- ✓ محاولة بناء نموذج قياسي بغرض تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الأجر الأحمر من خلال الوقوف على أهم المحددات التي تؤثر على هيكلها المالي، وذلك باستخدام أدوات التحليل الإحصائي؛

✓ تعلم استخدام الأساليب القياسية، واستخدام البرمجيات القياسية مثل **Eviews 09**

خامساً: أسباب ودوافع اختيار الموضوع

يمكن إدراج العديد من الأسباب والدوافع الموضوعية التي أدت إلى اختيار الموضوع ونذكر منها:

- ✓ بحكم تخصصنا في مالية المؤسسات وميولنا لدراسة المواضيع المتعلقة بالتمويل في المؤسسة،
- ✓ يعتبر موضوع محددات الهيكل المالي موضوعاً جديراً بالاهتمام نظراً لحدائته في الدول المتقدمة والنامية، ولا يزال محل جدل من طرف الباحثين في هذا المجال إلى حد الساعة؛
- ✓ إثراء المكتبة الوطنية الجزائرية.

سادساً: منهجية الدراسة

لا يمكن لأي بحث علمي أن يصل إلى النتائج المرجوة منه ما لم يتم ذلك وفق منهج واضح يتم من خلاله دراسة المشكلة محل البحث. كما أن طبيعة موضوع الدراسة وأهدافه يساهمان بدور فعال في اختيار منهج الدراسة ووسائل وأساليب جمع البيانات المتعلقة بالبحث المختار، وللوصول إلى نتائج علمية موثوق بها يستعين الباحث بمجموعة من الإجراءات والقواعد المنهجية.

ولمعرفة محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، ودراسة واقعها وتحليل أبعادها على مؤسسة الأجر الأحمر في برج صباط، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، وهو المنهج الذي يستعمل على نطاق واسع في العلوم الاجتماعية والسلوكية، وهو طريقة لوصف الظاهرة المدروسة وتصويرها كميًا عن طريق جمع معلومات مقننة عن المشكلة وتصنيفها وتحليلها وإخضاعها للدراسة الدقيقة، كما يساهم هذا المنهج في توفير البيانات وتحليل الظواهر والحقائق حول المشكلة محل الدراسة،

المقدمة العامة

كما تم الاعتماد على الأسلوب الإحصائي الكمي من خلال برمجية eviews09 من أجل تحديد محددات الهيكل المالي في مؤسسة الأجر الأحمر.

من أجل معالجة الموضوع تم تناوله من خلال ثلاثة فصول وهذا بعد مقدمة عامة تعطي نظرة سريعة حول موضوع البحث، فالفصلين الأولين يخصصان الجانب النظري، أما الفصل الثالث فيتناول الجانب التطبيقي وبعدها قدمنا خاتمة تلخص ما تم استنتاجه من الموضوع، ويمكن توضيح الهيكل كما يلي:

تناولنا الفصل الأول كمدخل إلى الهيكل المالي للمؤسسة، إذ حاولنا التعرض إلى التمويل في المؤسسة الاقتصادية، ثم انتقلنا في الجزء الموالي لدراسة مكونات الهيكل المالي المتمثلة في مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، وخصصنا الجزء الأخير للنظريات المفسرة للهيكل المالي؛ وتعرضنا في الفصل الثاني لدراسة محددات الهيكل المالي وطرق تقييمه ضمن ثلاث مباحث، فتناولنا محددات الهيكل المالي الكمية والكيفية، مروراً إلى علاقة الهيكل المالي بالرفع المالي، العائد والمخاطرة، لينتهي بنا المطاف إلى تقييم الهيكل المالي؛

بينما خصصنا الفصل الثالث لتجسيد الجانب النظري ميدانياً عن طريق الدراسة القياسية لمحددات الهيكل المالي للمؤسسة الأجر الأحمر، حيث تناولنا تقديم عام للمؤسسة، ثم تقييم الهيكل المالي للمؤسسة، وفي الأخير دراسة الهيكل المالي للمؤسسة بواسطة نموذج الانحدار الذاتي VAR خلال الفترة المدروسة (2010-2016).

سابعاً: حدود الدراسة

نظراً لتشعب الموضوع وكثرة العناصر ذات الصلة به من قريب أو بعيد، ارتأينا ضبطه وتحديد بعض معالمه، بهدف معالجته بأكثر تحليل ودقة، سواء من حيث المحتوى أو من ناحية المكان والزمان، حيث ينحصر الإطار المكاني في دراسة حالة مؤسسة الأجر الأحمر -برج صباط- ، أما فيما يخص الإطار الزمني، فقد تم دراسة الهيكل المالي للمؤسسة خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2016. لكن تجدر الإشارة إلى أننا لم نستطع الحصول على الميزانية المالية لسنة 2016 وكذلك جانب الأصول لسنة 2015 وذلك بسبب عدم توفرها في إدارة الفرع، لكن تم تقديم لنا قيم من جهاز الكمبيوتر قبل المصادقة عليها قمنا من خلالها بإعداد الميزانيات المالية المختصرة.

ثامناً: الدراسات السابقة

خلال مدة البحث تمكنا من الاطلاع على عدد من الأبحاث والمقالات والرسائل الجامعية التي تناولت موضوع العوامل المحددة للهيكل المالي، وعليه سوف نقتصر فقط على بعض الدراسات:

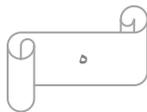
المقدمة العامة

1- دراسة قريشي يوسف، 2005: أطروحة دكتوراه بعنوان "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، حاول الباحث من خلال هذه الدراسة استخلاص العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في إطار المساهمات النظرية ونتائج الدراسات الميدانية في بيئات اقتصادية ومالية مختلفة وقد تمت الدراسة على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة للقطاع الخاص بالجنوب الشرقي بلغ حجمها 128 مؤسسة خلال الفترة 2001-2003، وقد خلص الباحث أن أهم العوامل المفسرة للعوامل لسياسة تمويل المؤسسات هي معدل المردودية، الحجم، مستوى الضمانات، معدل النمو وطبيعة القطاع، كما أظهرت الدراسة أن كل من نظرية الوكالة، دورة الحياة والالتقاط التدريجي لمصادر التمويل.

2- دراسة زغيب مليكة وغلاب نعيمة، 2006: مداخلة تحت عنوان "تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته للفترة 2002-2004"، تهدف هذه الورقة البحثية على محاولة استعراض أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وتقديم البدائل التمويلية المناسبة بهدف رفع القدرة التنافسية لهذه المؤسسات بتحليل الجانب المتعلق بمصادر الأموال من خلال دراسة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته للكشف عن مصدر التمويل الأمثل للمؤسسة، وقد توصلت الدراسة إلى أن الاعتماد على المصادر الخارجية كالديون زاد من تراجع المؤسسة ووقف نموها.

3- دراسة مفيدة يجاوي، 2010: مقال تحت عنوان "تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية"، تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مسار عملية التمويل و انعكاساتها والاختلالات المالية في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، من أهم النتائج المتحصل عليها أنه هناك تباين في القرارات التمويلية للمؤسسات ويرجع إلى ظروف مختلفة، وبالتالي لا يمكن تحديد صيغة عامة للهيكل المالي، فيمكن أن تعتمد في البداية على التمويل الذاتي ونحاول تحقيق مستوى مقبول من المردودية الاقتصادية التي تسمح لها بالتوجه إلى الاستدانة، ولكن بطريقة حذرة جدا نظرا لوجود عنصر المخاطرة.

4- دراسة شعبان مجّد، 2010: مذكرة ماجستير تحت عنوان "نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية"، هدفت هذه الدراسة إلى كيفية اختيار الهيكل المالي الأمثل، ولتحقيق هذا الهدف تم التعرض لأهم محددات الهيكل المالي ودراسة مؤشرات التوازن المالي، بالإضافة إلى التطرق إلى بعض النسب المالية ذات العلاقة بتركيبية الهيكل التمويلي، وكل هذا في مجمع صيدال لفترة الممتدة من 2004 إلى 2007، وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: أن مجموعة كبيرة من العوامل تتدخل في تحديد واختيار الهيكل التمويلي المناسب، ومن بين هذه العوامل ما تفرضه طبيعة المحيط الخارجية



المقدمة العامة

كالضريبة على الأرباح، ومنها ما يتعلق بطبيعة المؤسسة كالمردودية الاقتصادية وحجم المؤسسة، وقد خلصت هذه الدراسة إلى التوصيات التالية وهي أن على مسيري مجمع صيدال الإمام بجمع مصادر التمويل المتاحة وكذا الاهتمام أكثر بقراراته التمويلية.

5- دراسة أنفال حدة خبيزة، 2012: مذكرة ماجستير تحت عنوان "تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الاقتصادية"، هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على عملية تحليل الهيكل المالي وتأثيره على استراتيجية المؤسسة وذلك من خلال حساب نسب الهيكل المالي أو ما يعرف بنسب المديونية من أجل التعرف على مصادر التمويل التي اعتمدت عليها مؤسسة المطاحن الكبرى بالجنوب - بسكرة- خلال سنوات الدراسة من 2008 إلى 2010 أيضا معرفة أهمية النسب لكل مصدر من هذه المصادر وأيضا تحقيق التوازن ما بين تحقيق العائد المرتفع والخطر الناجم عن اعتماد الديون وذلك من خلال نسب الرفع المالي، وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن الخيار الاستراتيجي و الهيكل المالي يعتبران من القرارات ذات الارتباط، حيث يمكن بناء قرار الخيار الاستراتيجي مع الأخذ بعين الاعتبار شكل الهيكل المالي المعتمد في التمويل، كما يمكن أيضا اختيار هيكل رأسمال على ضوء الخيار الاستراتيجي الذي تعتمده المؤسسة كنمط للتسيير الاستراتيجي، وهذا يدل على أن العلاقة بينهما هي علاقة تكافؤ، أي أنه يمكن بناء أحدهما على ضوء العنصر الأخر، ومن أهم التوصيات المقدمة: العمل على تطوير الاستراتيجيات التنافسية للتصدي للمنافسة المحلية، والعمل على تطوير المنتجات لمواجهة منتجات المؤسسة المنافسة وتوجيهها لتحقيق الميزة التنافسية.

6- دراسة كتنزة بلدي، 2013: مذكرة ماستر تحت عنوان "العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة وحدة سوناريك"، هدفت هذه الدراسة إلى معرفة واقع الهيكل المالي في المؤسسة، والتعرف على أسس بناءه ومن ثم بيان اختلاف الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث استخدمت الباحثة أسلوب الارتباط من خلال البرنامج الإحصائي SPSS في دراسة حالة، معتمد على متغير تابع وهو الهيكل المالي للمؤسسة، ومتغيرات مستقلة وهي: المردودية الاقتصادية، معدل النمو، حجم المؤسسة ومستوى الضمانات.

من خلال نتائج اختبار العلاقة الإحصائية بين الهيكل المالي ومجموعة المتغيرات المستقلة خلصت الدراسة إلى وجود دلالة إحصائية بين مستوى الضمانات وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة والهيكل المالي وهذا يعني أن حجم المؤسسة ومستوى الضمانات هما المحددين الرئيسين للهيكل المالي في المؤسسة.

7- دراسة عيساوي سهام، 2015: مذكرة ماستر تحت عنوان "محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسة الوطنية سوناطراك، المديرية الجهوية حوض الحمراء للفترة

المقدمة العامة

2003-2014"، هدفت هذه الدراسة إلى التعريف بأهم العوامل المحددة للهيكل المالي وكذا قياس واختيار مدى تأثير هذه العوامل على معدل الهيكل المالي للمؤسسة، ولتحقيق هذا الغرض تم إجراء دراسة ميدانية للمؤسسة وتم استخدام الأسلوب الإحصائي الممثل في الانحدار المتعدد لتفسير العلاقة بين هذه المحددات مع معدل الهيكل المالي، وقد خلصت الدراسة أن كل من المتغيرات: حجم المؤسسة، هيكل الأصول، معدل المردودية المالية، معدل المردودية الاقتصادية وعمر المؤسسة تلعب دوراً جوهرياً في تفسير الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، إلا أن معدل النمو استبعد من النموذج الأمثل أي أنه لا يلعب دوراً ملموساً في تفسير معدل الهيكل المالي في المؤسسة.

من الملاحظ أن الدراسات السابقة اشتركت في مجملها حول موضوع اختيار الهيكل المالي الأمثل واختلفت في الهدف من الدراسة بين تحديد محددات الهيكل الأمثل المختار وأثره على قرار التمويل، وما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة أنها دراسة جديدة من حيث الدراسة التطبيقية التي اعتمدت على الجانب الكمي الإحصائي القياسي في تحديد محددات الهيكل المالي المناسب للمؤسسة محل الدراسة.

ثامناً: صعوبات البحث: يواجه أي طالب وأي باحث في مساره العلمي والبحثي صعوبات، وأهم هذه الصعوبات التي واجهتها في إعداد هذه المذكرة والتي لا تختلف كثيراً عن الصعوبات التي يواجهها أي طالب:

- ✓ اختلاف الإحصائيات من مرجع إلى آخر؛
- ✓ قلة المراجع المتعلقة بالدراسة القياسية؛
- ✓ أهم المراجع باللغات الأجنبية وبالتالي بذل مجهودات إضافية في الترجمة، وتخصيص أوقات إضافية لذلك.

الفصل الأول

الإطار النظري للهيكل المالي

تمهيد:

إن المؤسسات تسعى للحصول على الأموال من أجل تسير عملياتها وتوسيع أنشطتها، فبالتالي عليها أن تختار بين اثنين من بدائل التمويل الأساسية، إما اللجوء إلى اقتراض الأموال أو عن طريق التمويل الذاتي. ومن الجدير بالذكر أن الكيفية التي يمكن من خلالها للمؤسسة توفير رأس المال المطلوب يعتمد بشكل كبير على حجمها، ويعتبر هذا أحد القرارات المالية المهمة وذات الصلة الوثيقة بهدف المؤسسة المتمثل في تعظيم قيمة أسهمها في سوق الأوراق المالية، ويتضمن القرار المذكور اختيار المزيج المناسب لمصادر التمويل المختلفة وعليه سنتعرض في هذا الفصل إلى مختلف العناصر المتعلقة بالهيكل المالي من خلال المباحث الآتية:

- ✓ المبحث الأول: التمويل في المؤسسة الاقتصادية؛
- ✓ المبحث الثاني: مكونات الهيكل المالي؛
- ✓ المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي.

المبحث الأول

التمويل في المؤسسة الاقتصادية

يعتبر امداد المؤسسة بالأموال اللازمة لإنشائها أو توسيعها من أعقد المشكلات التي تواجهها التنمية الاقتصادية في أي بلد كان، وبقدر ما يكون حجم التمويل كبيرا ويحسن استثماره بقدر ما يكون العائد الذي يعتبر هدف أي نشاط اقتصادي، ولكي تحقق المؤسسة أهدافها المرجوة لا بد من اختيار الهيكل المالي المناسب لها، ونتناول هذا المبحث من خلال المطالب الآتية:

- ✓ المطلب الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية؛
- ✓ المطلب الثاني: مفاهيم حول التمويل؛
- ✓ المطلب الثالث: عموميات الهيكل المالي.

المطلب الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الأساسية في النشاط الاقتصادي والاجتماعي للمجتمع، وهو الميدان الذي تمارس فيه مختلف أنشطتها سواء المتعلقة منها بالإنتاج أو تبادل السلع والخدمات، وهي بذلك تعتبر محرك للتنمية الاقتصادية.

أولاً: تعريف المؤسسة الاقتصادية: هناك تعاريف متعددة أعطيت المؤسسة وكل منها يركز على جانب من الجوانب كالهيكلة والعناصر المكونة، طبيعة نشاطها وأهدافها ونذكر منها:

تعرف المؤسسة كمنظمة اقتصادية واجتماعية مستقلة نوعاً ما، تؤخذ فيها القرارات حول تركيب الوسائل البشرية والمالية والمادية والاعلامية بغية خلق قيمة مضافة حسب الأهداف في نطاق مكاني.⁽¹⁾

يعرفها مكتب العمل الدولي على أنها كل مكان لمزاولة نشاط اقتصادي معين ولهذا المكان سجلات مستقلة.⁽²⁾ وتعرف كذلك على أنها نظاماً ويعني مجموعة عناصر مترابطة ومتفاعلة فيما بينها تقوم في مجموعة نشاطات تشترك في هدف واحد وفقاً لمجموعة من العوامل والأنشطة المساعدة وذلك من خلال وضع الأهداف

(1) عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2006، ص 28.

(2) منير نوري وفريد كرتل، ادارة الموارد البشرية، مكتبة المجتمع العربي، الطبعة الأولى، عمان، الاردن، 2001، ص 24.

والغايات التي توضح طريقة واتجاه المؤسسة في شكل سياسات وقواعد منظمة للأنشطة ومنسقة للعلاقات داخل هذه المؤسسة.⁽¹⁾

وعرفت أيضا على أنها وحدة اقتصادية ومركز اتخاذ القرارات حول تركيب الموارد البشرية، المالية، المادية والتكنولوجية بغية خلق منافع وخدمات حسب الأهداف في نطاق زمني ومكاني.⁽²⁾

كذلك عرفت على أنها هيكل انتاجي يهدف الى خلق منافع وخدمات إضافية باعتبارها المكان الذي يتم فيه تجميع الطاقات البشرية والمادية والمعلوماتية من أجل تدقيق الأهداف التي أوجب من أجلها أخذه بعين الاعتبار كونها نظام تؤثر فيه وتتأثر به.⁽³⁾

ثانيا: **خصائص المؤسسة الاقتصادية:** تتميز المؤسسات الاقتصادية بمجموعة من الخصائص من بينها:⁽⁴⁾

✓ للمؤسسة الاقتصادية شخصية قانونية مستقلة من حيث امتلاكها لحقوق وصلاحيات أو من حيث واجباتها ومسؤولياتها؛

✓ القدرة على الانتاج أو أداء الوظيفة التي أسست من أجلها؛

✓ القدرة على البقاء والاستمرارية بما يكفل لها من تمويل كاف وظروف سياسية مواتية، وكذلك القدرة على التكيف مع الظروف المتغيرة؛

✓ التحديد الواضح للأهداف، السياسة، البرامج وأساليب العمل؛

✓ ضمان الموارد المالية لكي تستمر عملياتها وذلك عن طريق الاعتمادات أو عن طريق الإيرادات الكلية أو القروض؛

✓ لا بد أن تكون المؤسسة مواتية للبيئة التي وجدت فيها وتستجيب لهذه البيئة.

ثالثا: **تصنيف المؤسسة الاقتصادية:** يتم تصنيف المؤسسة الاقتصادية حسب معايير مختلفة من بينها قطاع

النشاط، الحجم، الشكل القانوني، حسب طبيعة الملكية والطابع الاقتصادي، ومن أهمها ما يلي:

1- أشكال المؤسسة حسب طبيعة الملكية: وفقا لهذا الشكل تقسم المؤسسات الى ثلاثة أقسام:⁽⁵⁾

1-1- المؤسسات الخاصة: وهي جميع المؤسسات التي تعود ملكيتها للفرد أو مجموعة من الأفراد.

1-2- المؤسسات العمومية: وهي المشروعات التي تمتلكها الدولة وتتولى إدارتها وهنا تقوم الدولة بدور التنظيم من ناحية وذلك لتحملها مخاطر المشروع وتقوم بدور صاحب رأس المال وذلك بسبب قيامها بتمويل المشروع.

(1) رشيد واضح، مؤسسة التشريع الجزائري بين النظرية والتطبيق، دار هومة، بدون رقم الطبعة، الجزائر، 2003، ص 25.

(2) pierre conso, Farouk Hémici, L'entreprise EN20 Leçon, Dunod, paris, France, 4ème edition, 2006, p 4.

(3) R.Bremmann, Z.Separi, Economie D'entreprise, Dunod, paris, France, 2001, p 21.

(4) عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الخامسة، الجزائر، 2007، ص 5.

(5) محمد محروس اسماعيل وأحمد محمد مدور، مبادئ الاقتصاد الجزئي، مؤسسة شباب الجامعة، بدون رقم الطبعة، مصر، 1995، ص 204.

1-3- المؤسسات المختلطة: هذه المشروعات يقوم بتملكها وإدارتها الدول بالاشتراك مع الافراد والشركات الخاصة.

2- أشكال المؤسسة حسب قطاع النشاط الاقتصادي: نجد ضمن هذا الشكل ثلاثة أنواع رئيسية تستخدم على المستوى الاقتصادي الكلي وتمثل في: (1)

2-1- القطاع الأولي: يشتمل على جميع النشاطات التي لها علاقة مباشرة مع الطبيعة كالأنشطة الزراعية والصيد البحري.

2-2- القطاع الثانوي: يضم الأنشطة المتعلقة بجميع عمليات التحويل والتصنيع، البناء، الأشغال العمومية والمحروقات.

2-3- القطاع الثالث: يضم كل المنشآت الخدمانية كالبنوك، شركات التأمين، النقل، التوزيع والمنشأة التجارية.

3- أشكال المؤسسة حسب الشكل القانوني: تقسم المؤسسة حسب هذا المعيار الى ما يلي: (2)

3-1- المؤسسات الفردية: تعرف بأنها كل مشروع اقتصادي يملكه شخص واحد ويكون مسؤولا مسؤولية غير محدودة في كل التزاماته، وهو بذلك يتحمل كل الأخطار التي يتعرض لها المشروع كما أنه في المقابل يتحصل على جميع الفوائد التي يحققها هذا المشروع.

3-2- الشركات: وهي المؤسسات التي يتم تكوينها بين مجموعة من الأشخاص يساهم كل منهم في رأس مال هذه المنشأة حسب قدرته ورغبته واتفاق الشركاء الباقين أو كذلك المساهمة بعقارات أو جهد عقلي وفكري، يمكن تقسيم هذه الشركات الى نوعين رئيسيين هما شركات الأشخاص وشركات الأموال.

3-2-1- شركات الأشخاص: هي الشركات التي تقوم على الاعتبار الشخصي بين الشركاء بمعنى أنها تعتمد على شخصية الشركاء والثقة المتبادلة بينهم، وليس على ما يقدمه كل منهم من مساهمات عينية أو نقدية ويكون الخطر المتعلق بتوظيف الأموال فيها غير محدود وهي تأخذ الأشكال التالية:

✓ **شركات التضامن:** وهي تلك تتكون من شركاء يكونوا مسؤولين شخصيا وبالتضامن عن كل الالتزامات الناشئة عن هذا التعاقد، ولا تتحدد مسؤولية الشريك بقدر حصته في الشركة وإنما تتجاوزها الى أمواله الخاصة، كما أن الشركاء في هذا النوع من الشركات يكتسبون صفة التاجر؛

✓ **شركة التوصية بالأسهم:** يتكون هذا النوع من الشركات من نوعين من الشركاء، شركاء متضامنون يكونوا مسؤولين مسؤولية تضامنية في كل أموالهم عن كل ديون الشركة وتطبق عليهم نفس القواعد التي تطبق على الشركاء في شركة التضامن، وشركاء موصون لا يسألون إلا بمقدار الحصص التي قدموها في رأس مال الشركة أو التي تعهدوا بتقديمها؛

(1) أحمد بوراس، تمويل المنشأة الاقتصادية، دار العلوم، بدون رقم الطبعة، الجزائر، 2008، ص 15.

(2) ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الطبعة الثانية، الجزائر، 1998، ص ص 54-57.

✓ شركة المحاصة: وهي الشركة الخفية التي تتستر على الغير، فهي تقوم على الاعتبار الشخصي بين مجموعة من الأشخاص وتخضع للشروط التي يتفقون عليها ولكن لا وجود لها بالنسبة للغير لأنها لا تخضع الى اجراءات العقد واشهاره.

3-2-2- شركات الأموال: ويقوم هذا النوع من الشركات على الاعتبار المالي، بمعنى أن الاعتبار الأول والأساسي هو مجموعة الأصول التي يمكن للإدارة تجميعها واستثمارها بدلا من العلاقات الشخصية للشركات، وهي تتضمن الأنواع الأربعة التالية:

✓ شركات المساهمة: هي أكثر الشركات انتشارا، ويقسم رأس مال شركات المساهمة الى أسهم متساوية وقابلة للتداول، وتكون مسؤولية الشركاء فيها محددة بمقدار أسهمهم؛

✓ الشركات ذات مسؤولية محدودة: تتكون الشركة حسب هذا النوع من شريكين أو أكثر، مسؤولين عن ديون الشركة بقدر حصصهم في رأس المال، ولا يزيد عدد الشركاء فيها عن 20 شريكا؛

✓ الشركات التعاونية: ويقسم رأس مال هذه الشركات الى حصص أو أسهم متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة.

4- أشكال المؤسسة حسب الحجم: يشمل هذا التصنيف المنشأة التي تشغل شخص واحد وتسمى بالمؤسسة الجزئية، ثم المنشأة التي تشغل أقل من 20 أجيورا، تليها المنشأة المتواصلة التي يبلغ حجم التشغيل بها بين 20 و 500 أجيورا، والمنشأة الكبيرة يشغل بها أكبر من 500 أجيورا.⁽¹⁾

عادة ومن أجل التبسيط يتم التمييز بين نوعين من المؤسسات: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي لا يفوق عدد عمالها 499، بينما المؤسسات الكبيرة يفوق 499 من عدد العمال.⁽²⁾

المطلب الثاني: مفاهيم حول التمويل

يعتبر التمويل من الوظائف البالغة الأهمية في مختلف المنشآت الاقتصادية، وتشمل وظيفة التمويل للأموال اللازمة للمشروع حتى يقوم بعملياته الانتاجية على أحسن وجه.

أولا: مفهوم التمويل: للتمويل تعاريف متعددة نذكر منها:

التمويل هو كافة الاعمال التنفيذية التي يترتب عليها الحصول على النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا في ضوء النقدية المتاحة حاليا للاستثمار، والعائد المتوقع تحقيقه منه والمخاطر المحيطة به واتجاهات السوق المالي.⁽³⁾ كما يقصد بالتمويل توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع أو تطوير مشروع خاص أو عام.⁽⁴⁾

(1) عبد الكريم بن أعراب، تسيير المنشأة، مطبعة جامعة منتوري، بدون رقم الطبعة، الجزائر، 2006، ص 15.

(2) غول فرحات، الوجيه في اقتصاد المؤسسة، دار الخلدونية، الطبعة الأولى، الجزائر، 2008، ص 18.

(3) محمد عثمان اسماعيل حميد، التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال، دار النهضة العربية، بدون رقم الطبعة، مصر، 1995، ص 16.

(4) هيثم محمد الزغبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، عمان، الاردن، 2000، ص 105.

التمويل هو تلك الوظيفة الإدارية في أي منظمة والتي تختص بعمليات التخطيط للأموال للحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الاحتياجات اللازمة لأداء أنشطة المنظمة بما يساعد على تحقيق أهدافها وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة للفئات المؤثرة في نجاح واستمرار الشركة، والتي تشمل المستثمرين والعمال والمديرين والمجتمع والمستهلكين.⁽¹⁾

يعرف التمويل بأنه عملية التجميع لمبالغ مالية ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة وهذا ما يعرف بتكوين رأس المال الجماعي.⁽²⁾

يعرف التمويل بأنه الامداد بالأموال في أوقاف الحاجة إليها وهذا التعريف يتكون من العناصر التالية:⁽³⁾

✓ تحديد دقيق لوقت الحاجة إليه؛

✓ البحث عن مصادر تمويل مناسبة؛

✓ المخاطر التي تعترض أي نشاط يزاوله الانسان.

من خلال هذه التعاريف يمكن استخلاص أن التمويل هو توفير حجم من الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع الاقتصادية وتطويرها في الوقت المناسب حسب حاجة المؤسسة ويكون ذلك إما داخليا أو خارجيا.

ثانيا: أهمية التمويل: تتكون أهمية التمويل فيما يلي:

✓ تغطية جزء من تكاليف المشروع الاستثماري في الوقت المناسب؛⁽⁴⁾

✓ إن الهدف الأساسي للمنشأة الاقتصادية اليوم هو ضمان بقائها في ظل القيود المفروضة عليها من المحيط وبالتالي فإن التمويل يكفل للمؤسسة البقاء من أجل المنافسة وتحقيق الأفضل لها؛⁽⁵⁾

✓ يستلزم في التمويل التجاري وجود أطراف تنظم المخاطر (المصاريف المركزية) ويضبطها وكلاء التأمين ضد العجز عن السداد وضمن الحسابات.⁽⁶⁾

كما تكمن أهمية التمويل كذلك في:⁽⁷⁾

✓ توفير الأموال والموارد المالية المجددة سواء من داخل المؤسسة أو من خارجها؛

✓ يساعد على إنجاز المشاريع القديمة وأخرى جديدة، والتي تزيد الدخل الوطني؛

✓ يساعد التمويل في تحقيق رغبة المؤسسة في اقتناء أو استبدال المعدات؛

(1) أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 24.

(2) حمزة الشبيخي و ابراهيم الجزراوي، الادارة المالية الحديثة، دار صفا للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، عمان، الاردن، 1998، ص 20.

(3) طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الاردن، 2002، ص 21.

(4) راجح الوبي ورقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، إدراك للنشر، بدون رقم الطبعة، الجزائر، 2007، ص 98.

(5) رياض مجّد الشحان وآخرون، الادارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، بدون رقم الطبعة، مصر، 2000، ص 68.

(6) حسن الخموندي، المؤسسات الاقتصادية، دار النهضة، بدون رقم الطبعة، لبنان، 1980، ص 90.

(7) مصطفى كامل السيد، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب الجامعي الحديث، بدون رقم الطبعة، مصر، 2006، ص 02.

✓ يعتبر التمويل وسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من العجز المالي؛

✓ يضمن السيولة للمؤسسة لحمايتها من خطر الافلاس والتصفية.

ثالثاً: وظائف التمويل: إن آلية التمويل تعتبر من أهم الوظائف في مختلف المشاريع، وذلك نظراً لما توفره من ليونة

في سير العمل، حيث أن الإدارة المالية هي التي تتكفل بها، فيما يلي سندكر أبرز وظائف التمويل:⁽¹⁾

1- التخطيط المالي: تطبق المؤسسة هذا النوع من التخطيط لوضع توقعاتها المستقبلية، حيث أنه بتقدير المبيعات والمصاريف تسعى المؤسسة إلى تحضير المستلزمات المالية وطريقة تحصيلها سواء كانت هذه المستلزمات قصيرة المدى أو متوسطة المدى أو طويلة المدى، دون إهمال عنصر عدم التأكد من المعلومات التنبؤية، هذا لا يعني استبعاد التخطيط وإنما وضع خطط تتلاءم مع الأوضاع الغير متوقعة، أي جعلها مرنة.

2- الرقابة المالية: تتم الرقابة المالية عن طريق تقييم أداء النشاط مقارنة بالخطط الموضوعية ويتم هذا التقييم من خلال الاستطلاع على تقارير الأداء، بإبراز الانحرافات ثم تحديد مسببات حدوثها.

3- الحصول على الأموال: يبين التخطيط المالي للمؤسسة الأموال التي تحتاجها في الوقت المناسب، ولتلبية هذه الحاجة تلجأ المؤسسة إلى مصادر خارجية أو داخلية من أجل الحصول على هذه الأموال بأدنى التكاليف وأبسط الشروط.

4- استثمار الأموال: عندما تحصل المؤسسة على الأموال المطلوبة يسعى المدير المالي إلى استغلالها بشكل أمثل في مختلف المشاريع، وعليه التأكد أن استخدام هذه الأموال يضمن تحقيق أعلى مستوى من الربح، فكل مشروع استثماري وهو عبارة عن أصل من الأصول الثابتة أو المتداولة للمؤسسة، ويمثل استثمار الأموال، ومن المهم أن تستعيد المؤسسة الأموال التي استثمارتها في أصل من الأصول، ويتم استرجاع هذه الأموال عن طريق تشغيل هذا الأصل، وفي نفس الوقت تقوم المؤسسة بتسديد التزاماتها.

5- الاندماج: هو تكتل ينتج عن عدد من المؤسسات، تفقد فيه استقلاليتها المالية، وشخصيتها القانونية ويحدث الاندماج بعدة طرق مثل: الاندماج لأكثر من مجموعة، أو شراء إحدهما لأخرى، أو أكثر من خلال أحد الشركاء، أو مجموعة منهم، فتصبح أصول وخصوم المؤسسة المندمجة تابعة إلى المنشأة الجديدة أو جزء منها فقط، ويسمح الاندماج للمؤسسة من تحقيق بعض المزايا منها:

✓ تحسين المردودية؛

✓ انخفاض أسعار منتجاتها.

6- الانضمام: يحدث الانضمام عندما تفقد المؤسسة شخصيتها ووجودها، فتقوم بضم جميع أصولها أو جزء منها لمؤسسة أخرى وعليه تحوي المؤسسة الجديدة المؤسسة القديمة.

⁽¹⁾ محمد شفيق حسن الطيب ومحمد إبراهيم عبيدات، أساسيات الإدارة المالية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، مصر، 1997، ص ص

المطلب الثالث: عموميات الهيكل المالي

إن الاهتمام بالهيكل المالي هو من صميم التخطيط المالي للمشروع، حيث تسعى المؤسسات بشكل عام والمشاريع بشكل خاص للحصول على الأموال اللازمة لتوفير مستلزماتها بأقل تكلفة ممكنة وفي الوقت المناسب، وهنا تظهر كفاءة الإدارة المالية في اتخاذ القرارات المناسبة التي تجنب المؤسسة الوقوع في الصعوبات المالية غير المتوقعة، وبالتأكيد أهم هذه القرارات هو التوصل إلى هيكل مالي أمثل.

أولاً: مفهوم الهيكل المالي: توجد عدة تعريفات مختلفة للهيكل المالي نذكر منها ما يلي:

الهيكل المالي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض وأيضاً سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.⁽¹⁾

يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي للشركة توليفة مصادر التمويل التي اختارتها الشركة لتغطية استثماراتها، ويتكون طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، وسواء كانت أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية.⁽²⁾ يقصد بالهيكل المالي الطريقة التي تم بها تمويل أصول المؤسسة، ويوجد الهيكل المالي في الجهة اليسرى من الميزانية.⁽³⁾

هيكل تمويل المنشأة هو نسبة كل من المطلوبات وحق الملكية منفردة إلى مجموع مصادر التمويل، والذي يؤثر في مخاطرة المنشأة وربحيته.⁽⁴⁾

من المفاهيم الواردة أعلاه للهيكل المالي يمكن القول بأن الأخير هو النسبة التي يتم بها تمويل الأصول من خلال المزيج بين الأموال الخاصة والاستدانة وتقاس نسبة كل عنصر في التمويل. يجب أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، الأول الهيكل المالي والذي يقصد به التمويل الدائم للمنشأة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل، الأسهم الممتازة وحق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس مال المنشأة يعتبر جزءاً من هيكلها المالي، ويتكون حق الملكية من الأسهم العادية وفائض رأس المال والأرباح المحتجزة المجمعة.⁽⁵⁾

(1) عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرقاص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الإدارة الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 128.

(2) عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، بدون رقم الطبعة، مصر، 2006، ص 401.

(3) فردويستون وبوجين براجام، التمويل الإداري، ترجمة عبد الرحمان دعاللة وعبد الفتاح السيد النعماني، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، الجزء الثاني، 2006، ص 229.

(4) جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013، ص 39.

(5) عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، بدون رقم الطبعة، مصر، 2007، ص 393.

ثانياً: **خصائص الهيكل المالي:** لتحقيق التوازن المناسب بين العائد والمخاطرة، يجب تحديد الهيكل التمويلي المناسب لكل مؤسسة، والذي من شأنه أن يؤدي الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بما يؤدي إلى تحقيق النمو والتوسع المستمر من خلال:⁽¹⁾

✓ تغطية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف؛

✓ تخفيض المخاطر المالية؛

✓ تحقيق معدلات عائد متزايدة على الأموال المستثمرة.

مما سبق يمكننا تحديد أهم خصائص الهيكل المالي كما يلي:⁽²⁾

✓ **الربحية:** بمعنى أن يكون هيكل التمويل من العوامل المساعدة على تحقيق المزيد من الأرباح من خلال التوسع في استخدام الديون، على أن يكون ذلك بأقل تكلفة ممكنة للحد من الآثار السلبية للمخاطر المالية؛

✓ **السيولة:** وتعني أن يتم الإفراط في الاعتماد على الديون إلى الحد الذي يعرض المؤسسة للعسر المالي سواء الفني أو الحقيقي؛

✓ **المرونة:** بمعنى عدم انصاف الهيكل المالي للمشروع بالجهود، وإنما يتعين تميزه بالمقدرة على تعديل مصادر الأموال (أموال الملكية والاقتراض بأنواعها) تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة؛

✓ **الرقابة:** يجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة الشركة. وتعتبر المتطلبات السابقة في السمات العامة للهيكل المالي المناسب، وقد تعكس الصفات الخاصة للشركة بعض الملامح الإضافية المحددة، مثال ذلك قد تعطي شركة ما أهمية أكبر للمرونة عن الرقابة بينما تهتم شركة أخرى بالسيولة أكثر من أي متطلبات أخرى بل أكثر من ذلك فإنه قد تتغير الأهمية النسبية لهذه المتطلبات مع تغير الظروف، لذلك يجب أن يكون الهيكل المالي للشركة قابلاً للتكيف بسهولة مع الظروف المتغيرة.⁽³⁾

ثالثاً: مناهج الهيكل المالي: يتم تحديد الهيكل المالي المناسب من خلال ثلاثة مناهج، يمكن إيجازها كالتالي:⁽⁴⁾

1- منهج التوازن: يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرونة مالية للهيكل المالي، وهنا يتطلب حساب رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة، في ظل افتراضات محددة وهي أن هناك عائد

(1) عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشية، أساسيات الإدارة المالية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص 138.

(2) سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مركز الاسكندرية للكتاب، بدون رقم الطبعة، الاسكندرية، مصر، 2006، ص 216.

(3) سمير محمد عبد العزيز، التمويل واصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعار الفنية، بدون رقم الطبعة، الاسكندرية، مصر، 1997، ص 247.

(4) جلال الدين المرسي وأحمد عبد الله المحلح، الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، بدون رقم الطبعة، مصر، 2009، ص 287.

متوقع، وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالي، تتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة، ثم القيام باختيار المزيج التمويلي، والذي يصاحبه أقل تكلفة تمويل.

2- منهج التوازن المقارن: يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال، ولذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف، وتقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال، وبالتالي الوصول إلى العائد الاضافي المطلوب، وبمقارنة هذه الخطط يمكن اختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة.

3- منهج التوازن الحركي الديناميكي: يفترض متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي، وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية والخارجية المحيطة بالمؤسسة، وبمجموعة من العوامل تتمثل في مدة الائتمان، مدى توفر المعلومات، وجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم، على أن يتم اتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الاستغناء عنها مثل التكلفة، المركز الائتماني للمؤسسة، مجال استخدام الأموال، والقرارات المالية التي اتخذت في الماضي، وفي ضوء العمليات الانتاجية والتسويقية ودرجة استغلال الأصول والموارد الانتاجية لأن ذلك يؤدي إلى تغيير المزيج التمويلي مع كل تغيير في حجم أعمال المؤسسة، وعليه يجمع هذا المنهج بين المناهج السابقة الذكر عند اختيار المزيج التمويلي المناسب ما يجعله منهج متكامل.

نستخلص من هذا المبحث أن المؤسسة الاقتصادية هي النواة الأساسية في الاقتصاد ككل، حيث تؤثر فيه بشتى الطرق والعوامل، كما نتج عن تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، والاختلاف في درجة وتفضيل كل مصدر إلى ظهور موضوع الهيكل المالي كموضوع مستقبل ضمن موضوعات التمويل، إذ تعبره المؤسسة أهمية بالغة لما له تأثير على مختلف نشاطها.

المبحث الثاني مكونات الهيكل المالي

يعتبر الهيكل المالي الصورة التي تعكس مصادر التمويل لمختلف أصولها، وتتخذ مصادر التمويل تصنيفات عديدة من باحث لآخر، وتبعاً لمعاري الملكية والمدة تقسم مصادر التمويل إلى مصادر: قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل وطويلة الأجل، وستعرض في هذا المبحث من خلال المطالب الآتية:

- ✓ **المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل؛**
- ✓ **المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل؛**
- ✓ **المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل.**

المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل

المقصود بالتمويل قصير الأجل التمويل الذي يستخدم لتمويل الاستثمارات الجارية قصيرة الأجل، أي لتغطية الاحتياجات المالية الموسمية وقصيرة الأجل الخاصة بتنفيذ الأنشطة التشغيلية للمشروعات، وتكون فترة التمويل عادة أقل من سنة لتغطية كلفة دورة الاستثمار سواء أن كانت تجارية أو صناعية.⁽¹⁾

أولاً: الائتمان التجاري: من خلال هذا العنصر ستعرض لمفهوم الائتمان التجاري كما يلي:

1- تعريف الائتمان التجاري: هو عبارة عن التسهيلات الائتمانية التجارية التي يقدمها الموردون لعملائهم عند الشراء. وتتمثل في سداد قيمة مشترياتهم وفقاً لشروط يحددها المورد أو الدائن، وغالباً ما تكون هذه التسهيلات مضمونة اعتماداً على سمعة العميل ومركزه الائتماني ويظهر بند الموردين أو الدائنين بميزانية المؤسسة قيمة المدفوعات المستحقة على المؤسسة ممثلة في شكل البضاعة التي تم شراؤها ولم يتم سداد قيمتها حتى نهاية السنة المالية للمؤسسة.⁽²⁾

الائتمان التجاري يحتوي على عناصر لا بد أن تتوفر فيه، وهي كالآتي:⁽³⁾

- ✓ إن الائتمان قصير الأجل، أي انه يستحق في فترة لا تزيد عن سنة؛

(1) جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سبق ذكره، ص 291.

(2) دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المناهج للنشر، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، 2007، ص 118.

(3) زياد رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، 1996، ص 125.

✓ أنه يأخذ شكل بهدف إعادة بيعها فان كان شراء البضاعة قد تم للاستعمال الشخصي أصبح ائتماناً استهلاكياً أو كانت البضاعة قد تم شراؤها لإعادة تصنيعها أو إدخالها في تصنيع سلعة أخرى أصبح الائتمان ائتماناً صناعياً؛

✓ عادةً ما يكون هذا الائتمان بين منتج البضاعة وتاجر التجزئة أو بين تاجر الجملة وتاجر التجزئة.

2- **مزايا الائتمان التجاري بوصفه مصدر التمويل:** يتمتع الائتمان التجاري المكتسب بعدة مزايا أهمها ما يلي: (1)

✓ **التوافر باستثناء المنشآت التي يعاني من مشاكل مالية:** الائتمان التجاري يتم بشكل تلقائي وانه لا يتطلب مفاوضات أو ترتيبات خاصة للحصول عليه، وهذه المزايا تزداد أهميتها في المنشآت الصغيرة التي قد تواجه محددات وقيود عند الحصول على الأموال من المصادر الأخرى للتمويل؛

✓ **المرونة في حالة زيادة مبيعات المؤسسات:** فإن ذلك بالنتيجة يؤدي الى زيادة مشترياتها من السلع والخدمات، والعكس يحصل في حالة انخفاض حجم المبيعات؛

✓ **قلة القيود أو عدمها:** إن شروط الائتمان التجاري بشكل عام، هي أبسط من تلك الشروط التي تتطلبها مصادر الأموال الأخرى التي تحتاج الى التفاوض مع الجهات المانحة، التي قد تفرض قيود صارمة على التصرفات المالية للمؤسسة والتي تحد من حريتها.

ثانياً: الائتمان المصرفي: تقوم البنوك التجارية بتزويد المؤسسات المختلفة بما تحتاج إليه من أموال لتمويل عملياتها الجارية، ويعتبر اختيار البنك من الأمور الرئيسية التي تواجه المؤسسة التي تفكر في استخدام الائتمان المصرفي.

1- **تعريف الائتمان المصرفي:** الائتمان المصرفي هو عبارة عن الخدمات المقدمة للعملاء التي يتم بمقتضاها تزويد الأفراد والمؤسسات والمنشآت في المجتمع بالأموال اللازمة على أن يتعهد المدين بسداد تلك الأموال وفوائدها والعمولات المستحقة عليها والمصاريف دفعة واحدة، أو على أقساط في تواريخ محددة. (2)

ويتم تدعيم هذه العلاقة بتقديم مجموعة من الضمانات التي تكفل البنك استرداد أمواله في حال توقف العميل عن السداد بدون أية خسائر.

2- **أنواع الائتمان المصرفي:** تقوم البنوك التجارية بمنح عملائها أنواعاً مختلفة من الائتمان المصرفي قصير الأجل، فعلى أساس الضمان يوجد قروض قصيرة الأجل مضمونة وقروض غير مضمونة.

✓ **الائتمان المصرفي غير المكفول بضمان:** وهي قروض تسدد بشكل تلقائي، الهدف منها تمويل عناصر الأصول المتداولة القابلة للتحويل الى سيولة لضمان تسديد القرض من خلال النشاط الذي مول بهذا

(1) عدنان تايه النعيمي وباسين كاسب الخرشنة، مرجع سبق ذكره، ص 293.

(2) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص 72.

القرض، وتوجد عدة أشكال للقروض قصيرة الأجل الغير مضمونة وهي الاعتماد المفتوح والقروض المتجددة.⁽¹⁾

✓ **الائتمان المصرفي المكفول بضمان:** هي تلك القروض التي تمنح لقاء تقديم ضمانات عينية من قبل المستفيد، وهذا لارتفاع درجة الخطر المتعلقة بهذه القروض، والهدف هو تخفيض مقدار الخسائر حال وقوع الخطر المتوقع، وعند منح القرض أهم ما ينظر إليه البنك هو ما يعرف بـ"الهامش" والذي يمثل الفرق بين قيمة الضمانات المقدمة و قيمة القرض نفسه. إضافة الى قابلية وسرعة تحويل تلك الضمانات الى سيولة نقدية.⁽²⁾

عادة المؤسسات تفضل الحصول على القروض الغير مضمونة، لأن تقديم الضمان يقيد حرية المؤسسة في التصرف بأصولها.

ثالثا: الأوراق التجارية: الورقة التجارية عبارة عن سندات إذنية أو كمبيالات تصدرها شركات كبيرة للحصول على حاجياتها من التمويل وتشتريها بشكل رئيسي شركات الأعمال الأخرى، شركات التأمين، البنوك ومؤسسات التقاعد والمعاشات.⁽³⁾

وتعد الورقة التجارية -حاليا- إحدى المصادر الهامة للتمويل، وقد أخذت تنمو سريعا في السنوات الأخيرة.

1- مزاي وعيوب سوق الأوراق التجارية: يتمتع السوق المالي للورقة التجارية بالمزايا التالية:⁽⁴⁾

- ✓ يسمح السوق بتوزيع الورقة التجارية على نطاق واسع؛
- ✓ يتيح السوق للشركات التي تصدر الورقة التجارية فرصة الحصول على أموال أكثر وتكلفة اقل من المصادر الأخرى؛
- ✓ تتجنب الشركة المقترضة التكاليف والمضايقات التي تتخلل الترتيبات الواجب اتخاذها للحصول على تمويل من عدة مؤسسات مالية، وكذلك الأرصدة المعوضة التي تستلزمها كل من هذه المؤسسات؛
- ✓ يساعد السوق الشركة على اكتساب دعاية طيبة واعتبارا هاما من خلال توزيع ورقتها التجارية على نطاق واسع؛
- ✓ تستفيد الشركة من الاستثمارات القيمة التي يحصل عليها من بائعي ورقتها التجارية.

(1) أحمد شريحيل، محاولة اختيار محددات الهيكل المالي وأثره على مؤشرات الأداء، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2014/2013، ص 16.

(2) نفس المرجع، ص 17.

(3) عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص 301.

(4) فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، تعريب عدنان داغستاني وعبد القتاح السيد النعماني، دار المريخ، الجزء الأول، بدون رقم الطبعة، الرياض، السعودية، 2003، ص 504.

أما من عيوب سوق الورق التجارية ما يلي: (1)

✓ إمكانية عدم وجود نقدية كافية لدى الشركات المستثمرة لشراء الورقة التجارية، في الوقت الذي تكون فيه الشركة المصدرة للورقة التجارية بحاجة الى تمويل.

المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل

هناك مصدران رئيسيان للتمويل متوسط الأجل والاستئجار، حيث يستعمل هذا النوع من القروض في تمويل الأصول الثابتة التي لا يتجاوز عمرها الاقتصادي خمسة سنوات، أما فيما يخص الاستئجار فهناك عدة أنواع، نتناولها في هذا المطلب.

أولاً: القروض متوسطة الأجل: تلجأ المؤسسة إلى التمويل عن طريق الاقتراض المتوسط والطويل الأجل لغرض تمويل الاحتياجات الاستثمارية طويلة الأجل.

1- تعريف القروض متوسطة الأجل: تسمى أيضا بقروض المدة وتتميز بآجالها المتوسطة، إذ أنها تستحق الدفع من سنة الى خمس سنوات ويتم تسديدها بصورة منتظمة على مدار عدد هذه السنوات وتمثل البنوك وشركات التأمين المصدر الرئيسي لهذه القروض. (2)

وتستخدم هذه القروض كبديل لإعادة تجديد القروض قصيرة الأجل بسبب استمرار حاجة المؤسسة لتمويل دورة الاستغلال متضمنة جملة من الشروط التي تضمن للمقرض استرجاع أمواله. (3)

2- خصائص القروض متوسطة الأجل: هناك ثلاث خصائص رئيسية للقروض متوسطة الأجل وهي كالتالي: (4)

✓ المعيار الرئيسي للحصول عليها هو القوة الكسبية للمؤسسة، نظرا للطول النسبي لهذا القرض، فإنه يتوجب على البنك القيام بإجراء تقييم شامل للمركز المالي للمؤسسة الراغبة في الحصول على القرض، حيث أن تقييم المركز المالي يشمل على دراسة بعض النواحي المهمة مثل السيولة، النشاط ودرجة استخدام الديون؛

✓ العلاقة المباشرة بين المقرض والمقرض، حيث يستطيع كل طرف منها أن يقدم مقترحاته فيما يتعلق بتكلفة القرض، مدة القرض، كيفية السداد، نوع وطبيعة الضمان إن وجد بالإضافة الى أي بند من البنود الأخرى التي يمكن أن يتقدم بها أحد الطرفين؛

✓ يتم سداد القرض على دفعات مما يحقق للمقرض تخفيضا تدريجيا في مبلغ القرض، وبذلك تنخفض درجة المخاطرة التي يتحملها المقرض سنة بعد أخرى بسبب هذا السداد التدريجي للقرض.

(1) مُجد علي العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص 301.

(2) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 138.

(3) مُجد علي العامري، مرجع سبق ذكره، ص 318.

(4) أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص ص 144-145.

ثانياً: **الاستئجار**: تشير عملية الاستئجار التمويلي إلى أن بعض الشركات تلجأ إلى تمويل احتياجاتها من الأصول الثابتة، خاصة من الآلات والمعدات غالية الثمن عن طريق تأجير هذه الأصول.

1- تعريف الاستئجار: يعرف الاستئجار بأنه اتفاق بين طرفين وهما المؤجر والمستأجر، يقوم بمقتضاه الطرف الأول بالسماح للطرف الثاني بالحصول على الخدمات التي يؤيدها أصل معين وذلك لفترة زمنية معينة مقابل القيام بسداد مبلغ محدد (القيمة الإيجاري) وذلك على مدى فترة زمنية معينة.⁽¹⁾

2- أنواع الاستئجار: يتخذ التمويل بالاستئجار عدة أشكال لعل أهمها:⁽²⁾

✓ **الاستئجار التشغيلي**: يتضمن كلا من خدمات التمويل والصيانة، ويعطي الحق للمؤجر أو المستأجر بإلغاءه وفسخه قبل انتهاء مدة العقد الأساسية. ولا تكون عقود هذا الاستئجار دائمة بل الفترة تقل كثيرا عن الحياة الإنتاجية للأصل. وهذه تعتبر ميزة هامة للمستأجر تتمثل في استطاعته إحلال أصول أحدث تكنولوجيا وقت ظهورها محل الأصل المؤجر له، لذلك كانت الحاسبات الآلية من أهم الأصول الممثلة لهذا النوع من التمويل بالاستئجار؛

✓ **الاستئجار المالي**: يتميز بعدم قابليته للفسخ أو الإلغاء إلا بموافقة طرفي العقد، وعقود الاستئجار المالي تكون لفترة زمنية محددة تتفاوت حسب نوع الأصل، ولا يتضمن عقد الاستئجار المالي للمعدات هو قيام الشركة التي ستستخدم هذا النوع من الاستئجار بتحديد الأصل الذي ترغبه ثم تتفاوض مع المنتج أو الموزع للأصل في كل الأمور بالسعر وشروط التسليم؛

✓ **البيع ثم الاستئجار**: في هذا النوع تقوم المنشأة المالكة لأصل معين ببيعها إلى منشأة مالية، وفي نفس الوقت توقع عقدا مع نفس المنشأة المالية باستئجار نفس الأصل لمدة محددة وشروط خاصة يتفق عليها، ويتلقى البائع للأصل فورا قيمة الأصل من المشتري ويستمر في نفس الوقت في استخدام الأصل مقابل الالتزام بسداد دفعات متساوية لمدة العقد تكفي لتغطية قيمة الأصل والعائد المناسب لاستثمار المؤجر.

3- مزايا وعيوب الاستئجار: تتحقق مزايا الاستئجار في العناصر الموالية:⁽³⁾

✓ توفير درجة عالية من المرونة لإدارة المؤسسة؛

✓ توفير النقدية؛

✓ الإقلال من التعرض لمخاطر تقادم الأصول؛

✓ تحسين صورة الميزانية العمومية للمؤسسة أمام المحلل المالي؛

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 347.

(2) سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 145-144.

(3) حمزة غربي، محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2010/2009، ص 17.

- ✓ إمكانية طرح القيم الإيجاري من الربح قبل الضرائب، مما يحقق للمؤسسة اقتصاد ضريبي هام.
- على الرغم من وجود المزايا السابقة للاستئجار، إلا أنه لا يخلو من العيوب، منها: (1)
- ✓ حرمان المؤسسة من الحصول على قيمة الخردة في نهاية العمر الإنتاجي للأصل؛
- ✓ عدم التمتع بإمكانية تخفيض الضرائب التي تدفعها المؤسسة المستأجرة وذلك بسبب عدم قيامها بطرح الاهتلاك الخاص بالأصل الذي كان من الممكن شراؤه وامتلاكه بدلا من تأجيره عند إعداد حساب الأرباح والخسائر؛
- ✓ صعوبة القيام بإجراء أي نوع من التحسينات على الأصل المستأجر دون الحصول على موافقة المؤجر؛
- ✓ زيادة تكلفة الاستئجار في الأجل الطويل عن تكلفة الشراء.

المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل

يمكن تقسيم المصادر الرئيسية طويلة الأجل إلى الأقسام التالية: أموال الملكية وأهم مصادرها: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحجوزة، أما القسم الثاني يتمثل في الأموال المقترضة التي تتمثل في السندات والقروض طويلة الأجل.

كما يمكن تقسيم المصادر الرئيسية السابقة إلى قسمين هما: التمويل الخارجي ويشمل كل الأنواع السابقة باستثناء الأرباح المحجوزة، التمويل الداخلي أو الذاتي ويقصد به الأرباح المحجوزة.

أولا: الأسهم العادية: تمثل الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة مصدرا دائما للتمويل حيث تعتمد عليه شركات المساهمة كوسيلة من الوسائل الأساسية للتمويل الخارجي طويل الأجل، الذي تستخدمه للقيام بتوسعاتها المختلفة.

1- تعريف وخصائص الأسهم العادية: السهم العادي هو السهم الذي لا يمنح حامله أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين، سواء في أرباح الشركة خلال حياتها أو في أصولها عند تصفيتها؛ (2)

يمثل السهم العادي صك ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية. (3)

تتميز الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص أبرزها ما يلي: (4)

- ✓ ليس لها تاريخ استحقاق محددة، فهي مستمرة طالما أن الشركة قائمة؛
- ✓ لأصحابها حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة باعتبارهم مالكين لهذه الشركة؛
- ✓ يحصل حامل السهم العادي على عائد متغير طبقا لما تحققه الشركة من ربح؛

(1) حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص 17.

(2) حسين علي بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها وأدواتها المشتقة، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2012، ص 144.

(3) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف، بدون رقم الطبعة، الاسكندرية، مصر، 2008، ص 06.

(4) أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، بدون رقم الطبعة، القاهرة، مصر، 2007، ص 36.

- ✓ المخاطر المرتبطة بالأسهم العادية أعلى من تلك المرتبطة بالسندات على اعتبار أن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على توزيعات أرباح إلا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى؛
- ✓ في حالة تصفية الشركة فإن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أي شيء من حصيلة بيع أصول الشركة إلا بعد سداد مستحقات الأطراف الأخرى.

2- حقوق حملة الأسهم العادية: تتحدد الحقوق التي يتمتع بها المساهمون العاديون في القانون الأساسي للشركة والتي تعمل في إطار القوانين سارية المفعول في الدولة التي تستقر بها الشركة، ويمكن تلخيص الحقوق الممنوحة لحاملي الأسهم العادية كالتالي: (1)

- ✓ حق الحصول على حصة من أرباح الشركة ولكن بعد استيفاء أصحاب الحقوق الأخرى بنصيبهم؛
- ✓ حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند التصفية و بعد استيفاء كافة الحقوق الأخرى؛
- ✓ حق حضور الجمعية العامة للشركة ومناقشة تقارير مجلس الإدارة والقوائم المالية وتقرير مراقب الحسابات وأي وقائع أخرى؛
- ✓ حق التصويت على قرارات الجمعية العامة؛
- ✓ حق الترشيح لمجلس الإدارة وفقاً للنظام الأساسي للشركة؛
- ✓ حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم وزيادة رأسمال الشركة.

3- مزايا وعيوب الأسهم العادية: يمكن تلخيص مزايا الأسهم العادية في النقاط التالية: (2)

- ✓ لا تكلف الشركة أعباء حيث لا تكون الشركة ملزمة بدفع أرباح لهذه الأسهم إلا إذا تحققت الأرباح واتخذ قراراً بتوزيعها كلها أو بعضها؛
 - ✓ وسيلة تمويل ليس لها أجل محدد حيث لا تكون الشركة ملزمة برد قيمة الأسهم في موعد محدد وهي في ذلك تختلف عن أسناد القرض؛
 - ✓ إن زيادة الأسهم العادية ضمن هيكل رأس مال الشركة يؤدي إلى زيادة الثقة فيها وزيادة قدرتها على الاقتراض، كما تشجع الدائنين على منحها القروض؛
 - ✓ سرعة التداول لهذه الأسهم في الأسواق المالية خاصة للشركات التي تتمتع بمركز مالي جيد.
- أما فيما يخص العيوب فهي كالآتي: (3)
- ✓ الأرباح التي توزع للأسهم تخضع قبل توزيعها مما يؤدي إلى كبر الوعاء الضريبي للشركة وذلك بعكس السندات التي تنزل فوائدها من الوعاء الضريبي للشركة؛

(1) أمين عبد العزيز حسن ، مرجع سبق ذكره، ص 38.

(2) محمد صالح الخناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 310.

(3) نفس المرجع، ص 311.

✓ إن إصدار أسهم عادية جديدة يؤدي إلى توسيع قاعدة المساهمين، وبذلك قد يحدث تغييرات في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائه بينما إصدار سندات أو أسهم ممتازة فإن حملتها لا يحق لهم الاشتراك في الانتخابات؛

✓ إن توسيع قاعدة المساهمين بإصدار أسهم عادية جديدة يؤدي إلى توسيع قاعدة توزيع الأرباح وبالتالي انخفاض العائد.

ثالثاً: الأسهم الممتازة: سنحاول من خلال هذا العنصر التعرض لمفهوم الأسهم الممتازة وأهم خصائصها كما يلي:
1- تعريف وأنواع الأسهم الممتازة: الأسهم العادية هي فئة من الأسهم التي تمنح لمالكها حقوقاً إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي، مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية وبعد حملة السندات.⁽¹⁾

يمكن تمييز الأنواع الآتية للأسهم العادية:⁽²⁾

✓ أسهم ممتازة ذات الأرباح الموزعة التراكمية؛

✓ أسهم ممتازة غير تراكمية؛

✓ أسهم ممتازة مشاركة؛

✓ الأسهم الممتازة التي لها الحق في التصويت؛

✓ الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة.

2- مزايا وعيوب الأسهم الممتازة: تتمثل المزايا فيما يلي:⁽³⁾

✓ ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة؛

✓ ليس للسهم الممتاز تاريخ استحقاق إلا إذا نص على ذلك في تاريخ الإصدار، وهذا يمنح المؤسسة ميزة

استبدال الأسهم الممتازة بسندات إذا انخفضت معدلات الفوائد في السوق المالية؛

✓ زيادة حجم أموال الأسهم الممتازة ضمن الأموال الدائمة للمؤسسة يخفض نسبة الأموال المقترضة إلى

الأموال الخاصة ما يدعم المؤسسة في قدرتها على الاقتراض؛

✓ إن التخلف في دفع الأرباح الموزعة المقررة لا يسبب الإفلاس.

(1) عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 100.

(2) طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 13.

(3) رضاني فضيلة، المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات اختيار التمويل الأمثل، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، 2014/2013، ص 33.

أما عيوب الأسهم الممتازة فهي كالاتي: (1)

- ✓ تكون في العادة تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض، حيث أن خصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض؛
- ✓ يحق لحملة الأسهم الممتازة الاحتفاظ بحقوقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجز فيها توزيع، وذلك قبل حصول حملة الأسهم العادية على أية توزيعات، هذا يخص الأسهم الممتازة ذات الأرباح المتراكمة.

ثالثا: السندات: هي بشكل عام هي أداة تلجأ إليها الحكومات أو الشركات لتمويل مشاريعها حيث أنها توفر عائد جيدا للمستثمرين مقابل مخاطرة مقبولة.

1- تعريف السند وخصائصه: يعرف السند بأنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة، وتصدر الشركات السندات في شكل شهادات إسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، وتمثل السندات من ذات الإصدار حقوق متساوية لحامليها في مواجهة الشركة. (2)

يتميز السند بالخصائص التالية: (3)

- ✓ القيمة الإسمية للسند: وهي المعتمدة لحساب الفوائد؛
- ✓ قيمة إصدار السند: وهي المبلغ المدفوع حقيقيا من المكتتب؛
- ✓ قيمة تسديد السند: وهو الفرق بين قيمة تسديد وقيمة إصدار السند؛
- ✓ معدل الفائدة الإسمي: وهو المعتمد لحساب الفوائد والذي يمكن أن يكون ثابت خلال طول مدة القرض.

2- أنواع السندات: توجد عدة أصناف للسندات نذكر منها ما يلي: (4)

- ✓ السندات العادية: وهي الإصدارات ذات الطبيعة العامة والتي تعطي لحاملها الحق في الحصول على الفوائد سنوية مع التزام المؤسسة المصدرة بتسديد قيمة السند بتاريخ الاستحقاق المحدد في شروط الإصدار؛
- ✓ السندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وهي السندات التي تعطي لحاملها الحق في استبدالها بأسهم عادية عند رغبته في ذلك، ويتم تحديد طريقة الاستبدال ونسبتها وموعدها في شروط الإصدار؛
- ✓ السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم: وهي السندات التي تمنح لحاملها الحق في الاكتتاب في أسهم الشركة عند تاريخ الإصدار بسعر محدد وفي فترة زمنية محددة من خلال تسليمه لقسيمة warrants التي تؤهله لذلك حيث أن هذه القسيمة قابلة للتداول في السوق المالي بشكل منفصل؛

(1) أمين عبد العزيز حسن، مرجع سبق ذكره، ص 46.

(2) طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 24.

(3) Conso et Hemic, **Gestion financière de l'entreprise**, 9ème édition, Dunod, paris, France, 1999, P 476.

(4) Barreau. J et Delahaye. J, **Gestion financière manuel et application**, 9ème édition, Dunod, Paris, France, 2000, P 362.

✓ **السندات التي تسدد بأسهم:** وهي السندات التي تسدد بأسهم في تاريخ الاستحقاق وبشكل تلقائي حيث تعتبر هذه الأسهم من أشباه الأموال الخاصة.

رابعاً: الأرباح المحجوزة: تعتبر الجزء غير الموزع من الأرباح على المساهمين خلال السنة المالية، والهدف منها هو إعادة توظيف هذه الأموال من أجل الحصول على عائد استثماري.

1- تعريف الأرباح المحجوزة: وهي عبارة عن الجزء من حقوق الملكية الذي تستمده الشركة من ممارسة عملياتها المرهبة ويتمثل في المتبقي من أرباح العام بعد تجنب الاحتياطات المختلفة والتوزيعات المقررة.⁽¹⁾

2- مزايا الأرباح المحجوزة: نلخصها في النقاط الآتية:⁽²⁾

✓ مصدر مالي متاح للشركة طالما تحققت لها الأرباح؛

✓ لا تحتاج إلى جهود للوصول إليها كمصدر للأموال فهي لا تحتاج إلى الدخول في مفاوضات وعقود وشروط وغير ذلك؛

✓ إن حجز الأرباح يؤدي إلى تمويل الشركة بدون أن يؤثر في عدد الأصوات (حيث لا يتغير عدد أسهم الشركة) وبالتالي لا يغير في السيطرة والإدارة في الشركة.

خامساً: القروض طويلة الأجل: وهي تمثل نوعاً من القروض التي تلتزم المؤسسة عند الحصول عليها بسداد كل من أصل القرض والفائدة المستحقة في تاريخ معين، وتخضع عملية الاقتراض في هذه الحالة لشروط الاتفاق ما بين المؤسسة والمقرض وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق وأسلوب السداد، تتراوح فترة الاقتراض عادة ما بين ثلاثة إلى خمسة عشرة عاماً، وتحصل الشركات على هذا النوع من القروض من المؤسسات المالية المختلفة كالبنوك، شركات التأمين أو بعض الهيئات العامة.⁽³⁾

تم التعرض في هذا المبحث إلى مصادر الهيكل المالي المتاحة للمؤسسة الاقتصادية وهي متنوعة وكثيرة، وهذا ما يتطلب من المؤسسة أن تعرف كيف تفاضل وتختار بين مختلف هاته المصادر، بمعنى اختيار المصدر الذي يكون في صالحها ويخدمها بحيث يحقق أهدافها ومصالحها، لذلك عليها معرفة المعايير التي تتم على أساسها هذه المفاضلة من أجل تحقيق أهدافها، فمن الأهداف الرئيسية التي تطمح المؤسسة إلى تحقيقها هي تعظيم الأرباح بأقل التكاليف.

(1) سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 134.

(2) محمد طنبين و محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 178.

(3) محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص

المبحث الثالث

النظريات المفسرة للهيكل المالي.

بدأت الدراسات حول الهيكل المالي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينات عندما ظهرت أور نظرية في هذا المجال حيث تنصب حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل، إذ يقصد بأمثلية الهيكل المالي مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن وعليه سنتعرض فيما يلي بشيء من التفصيل لكل من هذه النظريات من خلال ثلاثة مطالب وهي كالآتي:

✓ المطلب الأول: النظرية التقليدية؛

✓ المطلب الثاني: نظرية موديجلياني وميلر؛

✓ المطلب الثالث: النظرية الحديثة.

المطلب الأول: النظرية التقليدية

لقد كانت النظرية التقليدية أول نظرية تهتم بالهيكل المالي وتدعم وجود فكرة الهيكل المالي الأمثل ومن بين الفرضيات التي وضعها نجد: (1)

✓ يطلق مؤيدي هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية والاستنتاجية؛

✓ إن المضمون النظري لأفكار مؤيدي هذه النظرية يعتمد على وجهة نظر وسيطة بين صافي الربح (NF) ونظرية صافي ربح العلميان (NOI)؛

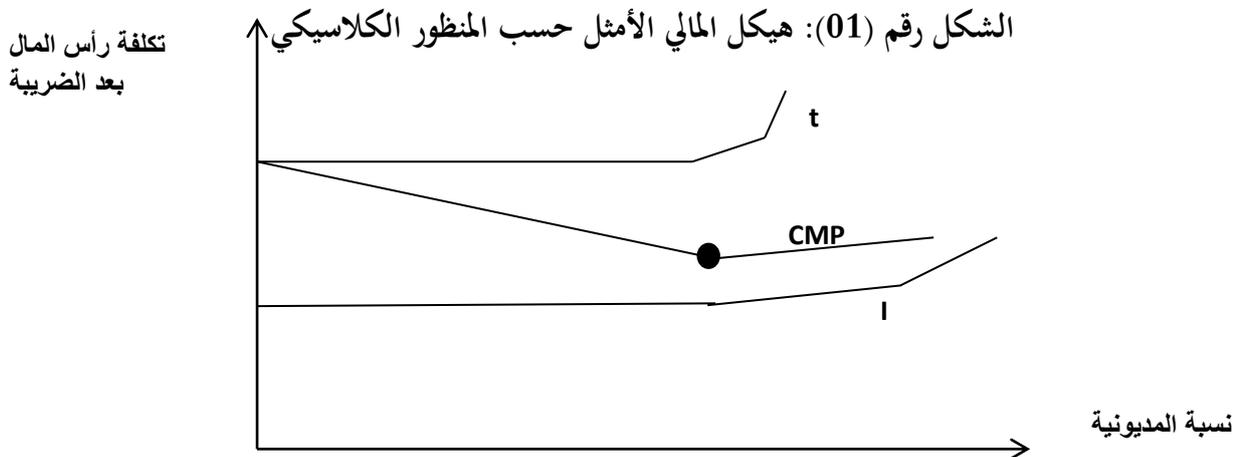
✓ يؤكد مؤيدي هذه النظرية بوجود هيكل تمويل أمثل ينشأ عن نقطة افتراض مثلى يتحقق من تشكيلة مميزة من الأموال المقترضة والأموال المملوكة، هذه التشكيلة المميزة من مصادر التمويل المقترضة والمملوكة تجعل من كلفة الأموال المرجحة WACC في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للشركة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مقبولة ومميزة من الرفع المالي؛

(1) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الواروق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2008، ص 547.

✓ تفترض هذه النظرية أن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر الذي يتعرض لها الملاك في شركة الأعمال، وهم يفترضون ضمن تحليل هذه النظرية أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك الذي يمثل تكلفة التمويل الممتلك يبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها التمويل المقترض في المساهمة في تشكيله هيكل التمويل بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك؛

✓ كما يفترض مؤيدي هذه النظرية أن تكلفة التمويل المقترض تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه الكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إنما تجاوزت الشركة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليها.

ونظرا لارتفاع كلفة التمويل الممتلك مع تناقص قيمته في تشكيلة هيكل التمويل، وأيضا تزايد مقدار القروض وبسبب انخفاض كلفته أصلا فإن كلفة الأموال المرجحة WACC سوف تبدأ بالانخفاض منذ اللحظة الأولى التي يتم فيها تغيير الرفع في تشكيلة التمويل لصالح التمويل المقترض، حتى نصل إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي يسمى بنقطة الاقتراض المثلى لتكون القيمة السوقية للشركة عند حدها الأعلى، في حالة تغير نسبة: الأموال المقترضة/ الأموال الخاصة، فإن مورد التمويل الجديد يتم اللجوء إلهي من أجل التقليل من المصدر الآخر، المؤسسة تهل في محيط ينعدم فيه الضرائب ولا توجد تكاليف المعاملات، ويمكن توضيح المنظور الكلاسيكي بيانيا كما هو موضح في الشكل رقم 01.



Source: josette peyraud, *Analyse financière avec exercices vuibert*, 8^{ème} edition , France, 2000, p333.

وما يلاحظ من الشكل أن تكلفة رأس المال (CMP) تتناقص طالما أن تكلفة الاستدانة والتي تمثل سعر الفائدة منخفضة، بعدها تميل إلى الثبات إلى حد ما، ثم تترادى.

المطلب الثاني: نظرية موديجلياني وميلر

تشكل نظرية موديجلياني وميلر Modigliani et Meller Theoy اتجاهها فلسفيا غاية في الأهمية في النظرية المالية المعاصرة، منذ أن نشروا نظريتهم عام 1958 إلا أن تلك النظرية لا زال يتجاذبها الجدل الفكري بين المهتمين بالإدارة المالية وقد أسند لهم بحق أنهم مؤسسي المدرسة الحديثة للإدارة المالية وقد حازا من خلال جهودهم الواسعة على جائزة نوبل، وتميز في هذه النظرية بين حالتين: حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجودها.⁽¹⁾

أولا: حالة عدم وجود الضرائب: تقوم هذه الحالة على مجموعة من الافتراضات النظرية البحتة أهمها:⁽²⁾

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

✓ ليست هناك أية ضرائب على الأرباح الناجمة عن التعاملات في السوق؛

✓ ليست هناك تكاليف لعقد الصفقات التي تتم في السوق وتنفيذها؛

✓ يتصور جميع المتعاملين في السوق توقعات متماثلة بخصوص مستقبل أداء السهم.

وقد استخلصت هذه الحالة من خلال استخدامه للبراهين الرياضية، إلى استنتاج مفاده أن المؤسسات المتماثلة في كل أنشطتها وتمايز في هياكل تمويلها، تتساوى في القيمة السوقية، وبالتالي لن يؤثر الرفع المالي على القيمة السوقية للمؤسسات تكتب في هذه الحالة الصيغة العامة لأثر الرافعة كما يلي:⁽³⁾

$$R_f = R_2 + (R_e - i) \cdot D/CP \dots \dots \dots (1)$$

حيث أن:

R_f : معدل مردودية الأموال الخاصة المفروض من طرف المساهمين، وبالتالي فهي عبارة عن تكلفة الأموال الخاصة، فعلمنا أن:

$$CMP = R_f (CP/(CP+D) + i (D/CP+D)) \dots \dots \dots (2)$$

وبما أن CMP هي تكلفة رأس المال، فإنه يمكننا تعريض R_f بقيمتها حسب العلاقة (1) في العلاقة (2)

نحصل على المعادلة:

$$CMP = R_e$$

وعليه فإن تكلفة رأس المال عبارة عن معدل المردودية الاقتصادية الأدنى، وهي مستقلة بالتالي عن الهيكل

المالي.

⁽¹⁾ محمد الحناوي وجلال العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 242.

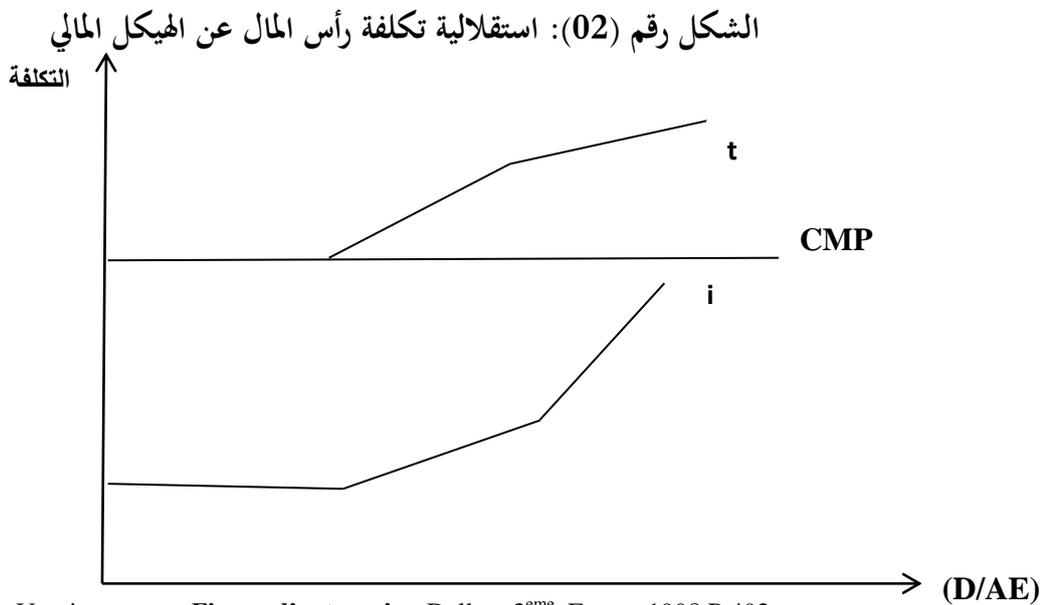
⁽²⁾ Denis babusianx, **décision d'investissement et calail économique dans l'entreprise**, Edition economica et technique, France, 1990, P 431.

⁽³⁾ حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2005، ص ص 362-363.

يجدر بنا في هذا الصدد أن نشير إلى أن الاقتصاديان موديجلياني وميلر قاما بإجراء دراسة على مؤسستين متماثلتين ولهما نفس البيانات المالية، إلا أنها مختلفات من حيث الهيكل المالي، لكنها متماثلين فيما يتعلق بمجموع الديون والأموال الخاصة، أي لهما نفس الحجم من الأصول الاقتصادية.⁽¹⁾

فيبرهن هذا أن الاقتصاديان على قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي، وبأنه إذا كان هناك اختلاف في قيمتي المؤسستين محل الدراسة، فإن المساهمين في رأس مال المؤسسة المعتمدة للاستدانة سيرون أنه من فائدتهم بيع أسهمهم واستبدالها بأسهم المؤسسة الأخرى التي لا تعتمد الاستدانة، مما يؤدي بالضرورة في الأخير إلى التماثل في قيمتها، وهذا ما أدى بها إلى استخلاص النتيجة التالية:⁽²⁾

انه لا يؤثر الهيكل المالي في قيمتها، كما أن التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي، والشكل رقم (02) يوضح ذلك:



Source : Pierre Vernimmumen, *Finance d'entreprise*, Dalloz, 3^{eme}, France, 1998, P 492.

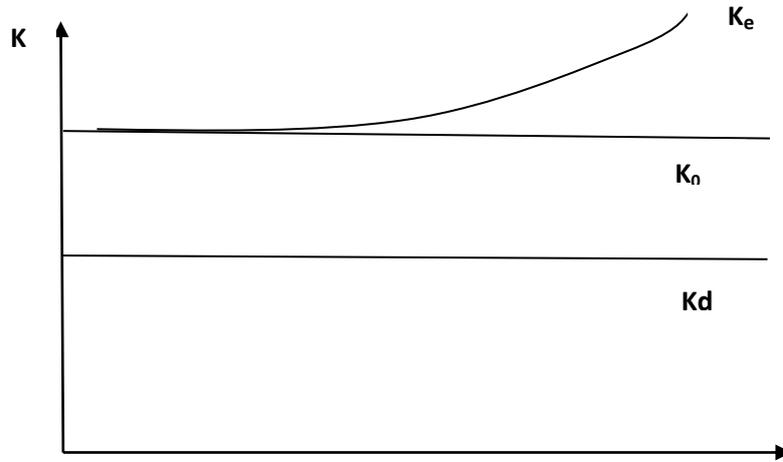
ثانيا: حالة وجود ضرائب: في هذه الحالة يؤخذ بعين الاعتبار أنه الضريبة، بفعل خاصية قابلية التخفيض الضريبي للمصاريف المالية، حيث يمكن للديون دائما أن تؤثر إيجابيا على قيمة المؤسسة مهما كان مستوى هذه الديون حينها هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة هو الهيكل الذي نحصل عليه عند مستوى الاستدانة الأقصى، أي عند الوضعية غير العقلانية لمؤسسة بدون أموال خاصة أو بشكل أدق بدون رأس المال الاجتماعي⁽³⁾، وهذا ما يوضحه الشكل رقم (03):

(1) Pierre Vernimmumen, *Finance d'entreprise*, Dalloz, 3^{eme} edition, France, 1998, P 490.

(2) Jean bureau et Jacquelin delahye, *gestion Financière*, 10^{eme} edition, Dunod, France, 2001, P 158.

(3) Pierre Vernimmumen, op-cit, p 500.

الشكل رقم (03): نموذج موديجلياني وميلر في حالة وجود ضرائب



المصدر: محمد صالح الخناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، مصر، 2000، ص 270.

من خلال الشكل نلاحظ أنه ابتداء من مستوى معين لنسبة الاقتراض، فإن أي زيادة في الاقتراض تؤدي إلى انخفاض ضئيل في تكلفة رأس المال (K)، وعليه فإن هيكل المالي الأمثل هو ذلك الذي تكون به أكبر نسبة اقتراض ممكنة وفي هذه الحالة سوف تنخفض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن. كذلك تتحقق حالة وجود الضرائب حين ترتبط العائد المتوقع على حقوق الملكية طرديا مع حجم الاقتراض.⁽¹⁾

المطلب الثالث: النظريات الحديثة

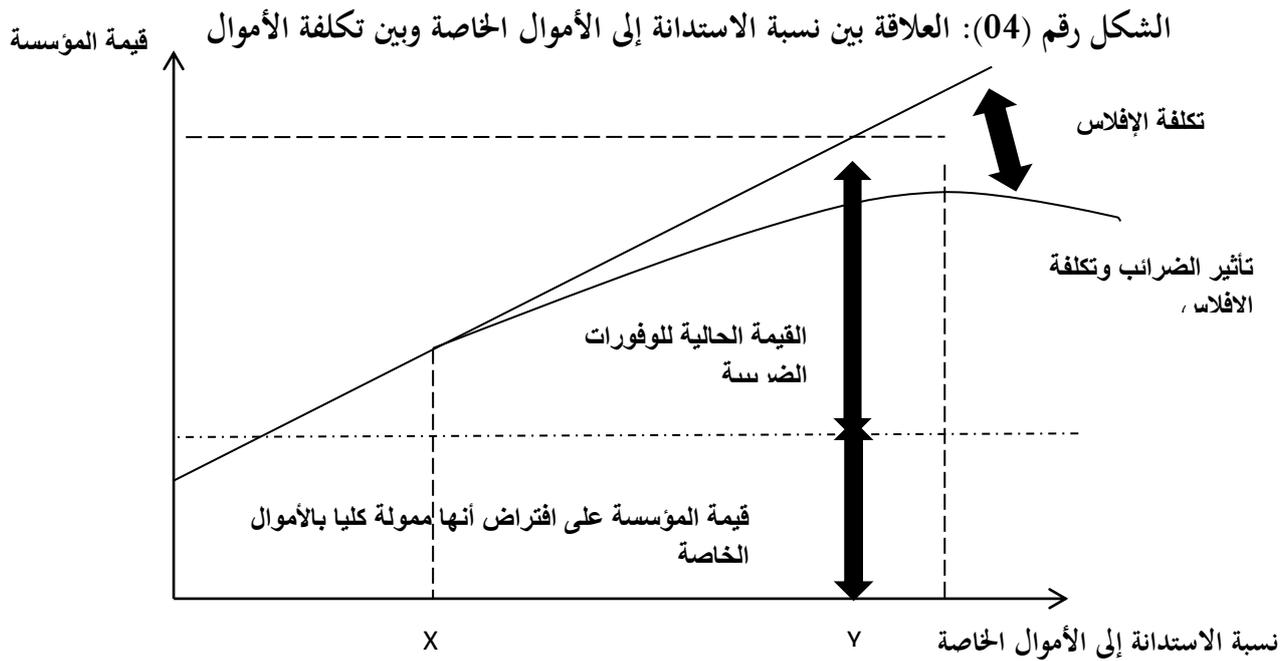
تسمى النظريات الحديثة للمؤسسة، وظهرت منتصف السبعينات، حيث أن أهم التيارات التي تنطوي عليها نجد نظرية التوازن ونظريات متعددة الأشكال، والتي نتعرض إليهما فيما يلي:

أولاً: نظرية التوازن: تنطلق هذه النظرية من اعمال Myres 1984، وقد عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها: المرحلة الأولى ما يعرف $trade-off static$ حيث تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج Met M، والمرحلة الثانية والتي عرفت تعديلا في هذا النموذج بالأخذ بعين الاعتبار تكلفة الوكالة، نتعرض إليها كالتالي:

1- تكلفة الإفلاس: تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة قروض لمخاطر الإفلاس، وهي مخاطر لا تتعرض لها مؤسسة مماثلة غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط، وسببها فشل المؤسسة في سداد قيمة القرض والفوائد في تواريخ الاستحقاق، والإفلاس هو قيام المؤسسة ببيع أصولها من أجل أداء التزاماتها المترتبة عليها من خلال الحصول على القروض وبالتالي فالقروض ترفع من الخطر المالي للمؤسسة، ويترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف تسمى من الخطر المالي للمؤسسة، ويترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف

(1) حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 532-533.

تسمى تكاليف تسمى، وهي تتكون من مجموعتين: لأولى تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، مالية....) والثانية تكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أي المصدقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة).⁽¹⁾ فإذا أخذنا كل من الضريبة وتكلفة الإفلاس فسوف تأخذ تكلفة الأموال اتجاهها آخر، حيث أنه في البداية تأخذ تكلفة الأموال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة X وحينئذ تستمر في الانخفاض لكن بمعدل أقل من ذي قبل، وعندما تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة Y تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع⁽²⁾، وطلبك ما يبينه الشكل رقم (04):



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائد، الأردن، بدون رقم الطبعة، 2006، ص 379.

من خلال الشكل نرى أنه عند نسبة الاستدانة أقل من X لك تكن هناك تكلفة للإفلاس، ومن ثم فإن تكلفة الأموال خضعت فقط لتأثير الضريبة مما يترتب عليه انخفاض مضطرب، في تلك التكلفة، وبدأ تكلفة الإفلاس في الظهور بعد النقطة X إلا أن حجم هذه التكاليف كان أقل من الوفورات الضريبية التي صاحبت زيادة نسبة الاستدانة، الأمر الذي أدى إلى استمرار انخفاض تكلفة الأموال وإن كان ذلك بمعدل أقل إلى أن وصلت نسبة الاستدانة إلى نقطة Y ففي هذه النقطة ازدادت حدة تكلفة الأموال نحو الارتفاع، وعليه يمكن القول أن النسبة المثالية للاستدانة إلى الأموال الخاصة (الهيكل المالي الأمثل) في ظل وجود تكلفة للإفلاس، تتحدد بالنقطة Y التي عندما كانت تكلفة الأموال في حدها الأدنى.⁽³⁾

(1) رفاع توفيق، محددات اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001، ص 119.

(2) إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، الأردن، 2006، ص 379.

(3) نفس المرجع، ص 381.

2- تكلفة الوكالة: يعد الملاك الطرف الرئيسي في المؤسسة ويعرفون بأصحاب المصلحة الرئيسية في استمرار وبقاء المؤسسة، الأمر الذي يدعو إلى موائمة أهداف الغدارة التي يصبو إليها الملاك، وباعتبار الإدارة الجهاز الذي يتخذ ويبنى القرارات المالية المهمة في حياة المؤسسة، فمن البديهي أن تؤثر هذه القرارات حتماً بشكل أو بآخر في مصالح الملاك، وعليه يرى الملاك أن تكون القرارات المستهدفة تصبوا إلى حماية أملاكهم نحو بر الأمان، حيق أن علاقة الوكالة هي عقد يقوم بموجبه شخص يدهى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يدعى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه، فتتفرح هذه النظرية تفسير السلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة مثل المدراء، الملاك أو المساهمون، والمدنيون بشكل عام ومحاولة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل، وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين:⁽¹⁾

✓ ليس بالضرورة أن تكون أهداف المدراء والملاك متطابقة، ثم أن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها، فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز تناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من جهة، وبين المساهمين والمدنيين من جهة أخرى؛

✓ وعليه تعرض نموذج ميلر وموديجلياني إلى مجموعة من التعديلات بعد إدخال أثر تكلفة الإفلاس، وثم الأخذ بعين الاعتبار أيضاً تكلفة الوكالة، وهذا كاستجابة للانتقادات الشهيرة التي وجهت للنظرية السابقة، فعلاقة الوكالة تقود إلى صنفان من التكاليف: تكاليف وكالة الأموال الخاصة (حقوق الملكية) أي النفقات التي يقوم بها المساهمون من أجل تأمين الانحرافات التي يقع فيها المدراء، وتكاليف وكالة الديون أو النفقات التي يقوم بها المدنيون من أجل ردع المساهمين.

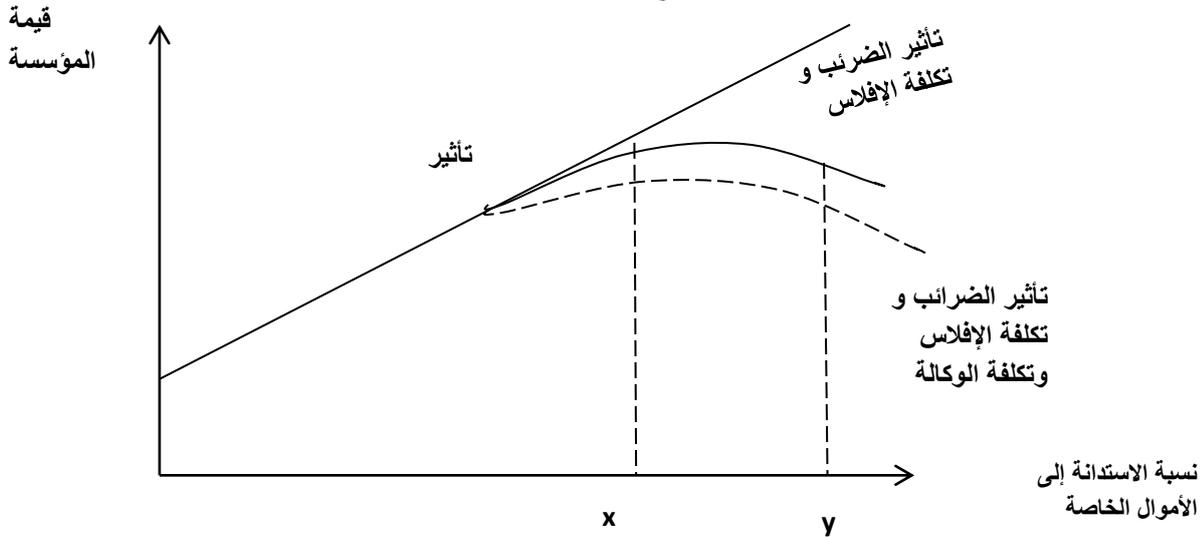
حيث أن هدف هذه النظرية هو تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مبدئه أن كل عون اقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة، ومنذ ظهور تكلفة الوكالة أصبح وجود هيكل مالي أمثل يتوازن الوفر الضريبي مع كل من تكلفة الوكالة والإفلاس⁽²⁾، وعليه فإن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر النسبة المثالية للاقتراض في الأموال الخاصة، أي سوف يؤثر على مكونات هيكل التمويل الأمثل، وبالتالي ظهور تكلفة الوكالة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي⁽³⁾، وهذا ما يوضحه الشكل رقم (05):

(1) إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 379 - 380.

(2) Naim capierz, **élément de gestion Financière**, 4^{ème} édition, Masson, France, 1995, P 160.

(3) إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 387.

الشكل رقم (05): قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس والوكالة



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 387.

حيث يشير الشكل إلى النسبة المثلى للاقتراض إلى الأموال الخاصة قد انخفضت من Y إلى X أن يراعي النقطة X هي تلك النقطة التي تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع تكلفة الوكالة، وقبل أن تبلغ نسبة الاستدانة هذه النقطة تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف، أما بعدها يحدث العكس، مع الأخذ بعين الاعتبار الضرائب، المخاطر المرتبطة بالإفلاس، وتضارب المصالح بين مختلف الأعوان المعنيين بحياة المؤسسة مهد إلى ظهور تحاليل متباينة للهيكل المالي سميت في مجملها trade-off⁽¹⁾.

ثانيا: النظريات متعددة الأشكال: وتشمل نظريتان هما: نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي:

1- نظرية الإشارة 1977 Ross: وفقا للافتراضات الخاصة بنظرية موديجلياني وميلر فإن المعلومات متوفرة للجميع سواء المستثمرين أو المدراء، وتسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعرفي أو المعلوماتي، ولكن غالبا ما يتاح للمدراء كم أكبر من المعلومات لا تتوافر لدى المستثمرين خارج المؤسسة، وهذه الحالة تسمى بحالة عدم التماثل في المعلومات، مما يكون لذلك من تأثير قوي على الهيكل المالي، وتعتمد نظرية الإشارة على عدم التماثل في المعلومات المصرح بها من قبل المسيرين في السوق المالي، وتتمثل الإشارات في القرارات الهامة مثل الرفع من رأس المال، مستوى الديون، تعديل الأسهم... إلخ، فهذه الإشارة تعطي دلالة على أن المؤسسة في مستوى عالي ن الكفاءة أم لا، وبالخصوص إذا تعلق الأمر بمستوى المديونية، مما يظهر أن المؤسسة تتمتع بهامش أمان وإمكاناتها الاعتماد على الاستدانة والمناورة من اجل تحقيق الأرباح، لكن الإشكال يكمن في مصداقية المعلومات والإشارات المصرح بها الأمر الذي أدى إلى ظهور فضائح هذا من جهة، ومن جهة أخرى تعارض اهداف المساهمين مع مصالح الأطراف المسيرة، مما يشكك في تصريحات المسيرين بشأن مصير أملاك المساهمين في المؤسسة، وتثير هذه

(1) إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 387.

النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الجديدة للأموال، حيث أن التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة تزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة، بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل، ويرجع الاختلاف بين تكلفة التمويل للمصدرين إلى تكلفة الإصدار، وبالتالي فخلاصة هذه النظرية ان تركيبة رأس المال مرتبطة بالإشارات الصادرة عن المؤسسة التي تحمل توقعات حول إدارة المؤسسة في المستقبل.⁽¹⁾

2- نظرية الالتقاط التدريجي POT: تضم هذه النظرية نموذجين Williamson 1988 و Myers 1990 نستخلص من خلالهما أن نظرية الالتقاط التدريجي التي لا تفترض وجود معدل تمويل أمثل كما هو الحال بالنسبة لنظرية التوازن، فإن المؤسسة تتبع ترتيب لأنماط أو لمصادر تمويل محددة وفق ما تمليه الضرورة للتمويل الخارجي، وليس محاولة منها البحث عن الهيكل المالي الأمثل وهذا الترتيب يتم التعبير عنه بشكل مختلف من وضعية إلى أخرى تبعا للهدف الذي يسعى مسير المؤسسة إلى تحقيقه.⁽²⁾

من خلال هذا المبحث نستخلص أن موضوع الهيكل المالي الأمثل في المؤسسة من أهم المواضيع التي نالت اهتمام الكثير من الباحثين، منذ ظهور أطروحة موديجلياني وميلر سنة 1958، وقد ظهرت بعد هذه الدراسات عدة مقاربات كل منها تحاول دراسة أثر تركيبة الهيكل المالي على قيمة المؤسسة من خلال تكلفة رأس المال، إذ أنه وإلى حد الآن مازال الجدل بين الماليين قائمين حول وجود هيكل مالي أمثل من عدمه.

(1) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، بدون رقم الطبعة، مصر، 2007، ص 399.

(2) عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية، دار المسيرة، بدون رقم الطبعة، الأردن، 2007، ص 438.

خلاصة الفصل الأول

تم تخصيص هذا الفصل كمدخل للهيكل المالي وتوضيح الفرق بينه وبين هيكل رأس المال، كما تم التعرض إلى مصادر الهيكل المالي وخصائص كل منها حيث يمكن للمؤسسات توفير الأموال التي تحتاجها في نشاطها عن طريق مصادر متعددة، حيث قسمت إلى ثلاثة مصادر تمثلت في مصادر قصيرة الأجل والتي تتكون من الائتمان التجاري والائتمان المصرفي والأوراق التجارية ومصادر متوسطة الأجل التي تتكون من القروض المتوسطة الأجل والاستئجار التي تتكون من الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات والأرباح المحتجزة والقروض الطويلة الأجل، وفي الأخير تم استعراض مختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي التي تباينت من خلالها الآراء حول فكرة وجود هيكل مالي أمثل من عدمه انطلاقاً من النظريات التقليدية إلى نظرية موديجلياني وميلر وتوسعت إلى النظريات الحديثة.

الفصل الثاني

محددات الهيكل المالي وطرق تقييمه

تمهيد:

إن المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة والمتنوعة لا يكون بطريقة عشوائية وإنما يكون قرارا محكما بمعايير ومحددات سواء كانت كيفية أو كمية بغية الوصول الى اختيار هيكل مالي مناسب يوازن بين العائد والخطر ويكون بأدنى تكلفة بهدف تعظيم قيمة المؤسسة. وبالتالي فإن الاختلاف بين مصادر تمويل المؤسسة سيؤدي الى العديد من النتائج على أداء المؤسسة وإعادة إصلاحه إن وجد فيه خلل.

فبغرض دراسة كيف يتم تحديد الهيكل المالي المناسب للمؤسسة خصصنا هذا الفصل للتعرض إلى مختلف محددات الهيكل المالي، والتعرف على علاقته بكل من الرفع المالي والعائد والمخاطرة، وأخيرا نقوم بالتعرف على كيفية تقييم الهيكل المالي، وذلك من خلال المباحث الآتية:

- ✓ المبحث الأول: محددات الهيكل المالي؛
- ✓ المبحث الثاني: علاقة الهيكل المالي بالرفع المالي، العائد والمخاطرة؛
- ✓ المبحث الثالث: تقييم الهيكل المالي للمؤسسة.

المبحث الأول محددات الهيكل المالي

لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة توجد عدة عوامل منها ما هو كمي وآخر كفي. إن هذه العوامل تحدد الطاقة الاستيعابية للدين أي نسبة الديون المثلى وتطور تكلفة رأس المال لمستويات الدين المختلفة، وفيما يلي استعراض لأهم هذه المحددات سواء كمية أو كفية ، وذلك على النحو التالي:

- ✓ المطلب الأول: المحددات الكمية للهيكل المالي؛
- ✓ المطلب الثاني: المحددات الكيفية للهيكل المالي؛
- ✓ المطلب الثالث: المحددات الأخرى للهيكل المالي.

المطلب الأول: المحددات الكمية للهيكل المالي.

تختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من المحددات الكمية التي تؤثر قرارها المالي، هذه المحددات تتمثل في العناصر التالية:

أولاً: الربحية: هي تشير إلى الربح منسوبا إلى بعض المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل، والربحية تقيس الكفاءة التشغيلية للمؤسسة وأنها تكمن الأطراف التي لها مصلحة بارتفاع هذه الكفاءة من مراقبتها، والكفاءة التشغيلية تعني قدرة المؤسسة على تحقيق العوائد الكافية للمالكين، المقرضين والعاملين.⁽¹⁾

الربحية هدف أساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة، لذا نجد أن جهدا كبيرا من الإدارة المالية في المؤسسة يوجه بالدرجة الأولى نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر.⁽²⁾

⁽¹⁾ عبد الحليم وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، أسس، مفاهيم، تطبيقات، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، الأردن، 2006، ص 26.

⁽²⁾ عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص 36.

ثانياً: السيولة: تعتبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل المتوقعة منها وغير المتوقعة عند استحقاقها من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية.⁽¹⁾

تسمح السيولة بتعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها، وتمكنها من الوفاء بتسديد التزاماته، ووجود السيولة في المؤسسة يعطي لها المرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مجابهة متطلبات النمو، التوسع ومواجهة الأزمات الطارئة عند وقوعها... الخ، ويمكن الحصول على السيولة عن طريق بيع السلع والخدمات الموجودة لدى المؤسسة نقداً، بيع أصل من الأصول نقداً، تحويل الأصول المتداولة إلى نقد، استعمال المصادر الخارجية للنقد كالاقتراض وكذلك زيادة رأس المال عن طريق الاحتفاظ بالأرباح.⁽²⁾

ثالثاً: المردودية: تعرف المردودية على أنها ذلك العائد المحقق وراء توظيف الأموال واستثمارها وتقاس مردودية المؤسسة بمدى قدرتها هذه الأخيرة على تحقيق أرباح من خلال نشاطها للموارد المالية الموضوعة تحت تصرفها والمردودية بصفة عامة هي نسبة النتائج المحققة إلى الوسائل الموظفة.⁽³⁾

قسم المحللون الاقتصاديون المردودية إلى الأقسام التالية:⁽⁴⁾

1- المردودية الاقتصادية: وهي المردودية من وجهة نظر الوسائل المستعملة من طرف المؤسسة الممارسة نشاطها وتستخدم لمقياس الفعالية في استخدام الموجودات الموضوعة تحت تصرف المؤسسة.

2- المردودية المالية: وهي المردودية من وجهة نظر الموارد المالية الخاصة بصاحب المؤسسة، وتعتبر المردودية المالية بمثابة الأموال الخاصة على تحقيق الأرباح الصافية.

يمكن أن نميز بين ثلاث حالات تتعرض لها المؤسسة:⁽⁵⁾

✓ حالة المردودية الاقتصادية أقل من سعر الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي في غير صالح

المؤسسة، أي بزيادة الاعتماد على القروض تنخفض المردودية المالية؛

✓ حالة المردودية الاقتصادية يساوي سعر الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي بدون أثر على

المردودية المالية؛

(1) حمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص 158.

(2) حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، 2001، ص 86.

(3) يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 104.

(4) زغيب مليكة وبوشنقىر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2011، ص 87.

(5) مفيدة بجاوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثالث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، أكتوبر 2002، ص 8.

✓ حالة المردودية الاقتصادية أكبر من سعر الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي في صالح المؤسسة، فالمؤسسات تلجأ إلى الديون كمصدر تمويل رغم توفرها على بدائل أخرى نظرا للتأثر الإيجابي للديون على مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) لأن المردودية الاقتصادية تغطي أعباء الاقتراض. رابعا: معدل النمو: تكمن قيمة المؤسسة وثروة مالكيها في القيمة الحالية للفوائد التي تنشئها الأصول الموظفة من جهة، ونموها من جهة أخرى، فالمؤسسات التي تملك إمكانيات النمو العالية يكون لديها احتياجات تمويل كبيرة مما يدفعها للجوء إلى الاستدانة بالمقام الأول، خاصة مصادر التمويل الأقل تأثير بظاهرة عدم التناظر في المعلومات، مثل القروض القصيرة الآجال، وهذا ما يتفق مع نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل كما أنه حسب نظرية الإشارة يعتبر معدل النمو مؤشر على الصحة المالية للمؤسسة.⁽¹⁾

خامسا: حجم المؤسسة: يؤثر حجم المؤسسة على نسبة الاقتراض في تشكيلة الهيكل المالي، حيث تنخفض احتمالات الإفلاس في المؤسسات كبيرة الحجم مقارنة بالمؤسسات صغيرة الحجم. إن حجم المؤسسة يلعب دورا كبيرا في مقدرتها على الاقتراض أو الاعتماد على المصادر الداخلية، فالحجم يظهر ضمن العوامل التي لها أثر على نسبة الاستدانة وهو السبب الذي يجعل المؤسسة الصغيرة تتجه أكثر إلى الاقتراض قصير الأجل.⁽²⁾

أما ما يدفع المؤسسات كبيرة الحجم إلى التنوع إنما تتعرض لدرجة مخاطر أقل وهو ما يخلق لديها الدافع لزيادة الأموال المقترضة، حيث كشفت بغض الدراسات عن عدم وجود علاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض وتبريرهم في ذلك أن هناك علاقة لكن ضعيفة.⁽³⁾

سادسا: هيكل الأصول: يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصورة عديدة، فالمنشآت التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة، وخاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير، تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة (المثال على هذا النوع من المنشآت هو شركات المرافق العامة)، ومن ناحية أخرى الشركات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون والتي تتوقف قيمتها على استمرار تحقيق الشركة للأرباح، تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل وإن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل ولكن بدرجة محدودة (المثال على هذه الشركات هو المنشآت التي تعمل في تجارة الجملة والتجزئة).⁽⁴⁾

⁽¹⁾ محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 265.

⁽²⁾ رمضاني فضيلة، مرجع سبق ذكره، ص 83.

⁽³⁾ بوفليسي نجمة، العوامل المحددة هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية العدد 12، 2016، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، ص 343.

⁽⁴⁾ محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية، التحليل المالي للمشروعات الجديدة، دار الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 319.

المطلب الثاني: المحددات الكيفية للهيكل المالي

بالإضافة إلى المحددات الكيفية للهيكل المالي هناك محددات كيفية تأخذ بعين الاعتبار عند اختيار الهيكل المالي الأمثل، وهي المحددات تتمثل في العناصر التالية:

أولاً: الملائمة: تعرف الملائمة على أنها مدى توافق وملائمة أنواع الأموال المستخدمة من مصادر التمويل المختلفة لطبيعة الاستخدامات في الأصول والعمليات التي ستقوم هذه الأموال بتمويلها.⁽¹⁾

القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل، كأموال الملكية أو القروض طويلة الأجل، أما المصادر القصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الأصول القصيرة الأجل (حيث أن طبيعة الأصول المتداولة تسمح بتحويلها بعد فترة قصيرة إلى سيولة نقدية نستطيع منها أن نسدد القروض قصيرة الأجل وفوائدها)، وتعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات القصيرة الأجل عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول.⁽²⁾

1- متطلبات تحقيق عامل الملائمة بين الحاجة للأموال ونوع استخدامها: تم تلخيصها كالآتي:⁽³⁾

✓ تحديد طبيعة الحاجة للأموال وطبيعة الاستخدام والتوظيف للأموال المطلوبة؛

✓ تحديد حجم الأموال المطلوبة عن طريق تحديد حجم الالتزامات؛

✓ الربط بين الحاجة للأموال ونوع الأموال المتوفرة.

2- أنواع استخدامات الأموال: تسعى كل منشأة إلى الحصول على السيولة والأموال للقيام بواحدة أو أكثر من الأغراض التالية:⁽⁴⁾

✓ زيادة أصل من الأصول الثابتة ومنها: زيادة رأس المال، شراء أراضي ومباني للمنشأة، شراء معدات رأسمالية؛

✓ زيادة أصل من الأصول المتداولة الدائمة ومنها: المخزون السلعي، رصيد في الصندوق، ذمم مدينة، أوراق قبض؛

✓ زيادة أصل من الأصول المتداولة المؤقتة.

3- شروط تحقيق عامل الملائمة بين الحاجة للأموال ونوع استخدامها: يبين الشكل (06) كيفية تحقيق

الملائمة للتوسع في عمليات المنشأة للسنة الثانية عن طريق ما يلي:⁽⁵⁾

✓ تمويل الأصول الثابتة عن طريق أموال الملكية العادية والممتازة والاقتراض طويل الأجل؛

⁽¹⁾ هيثم محمد الزغبى، مرجع سبق ذكره، ص 115.

⁽²⁾ رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2001، ص 111.

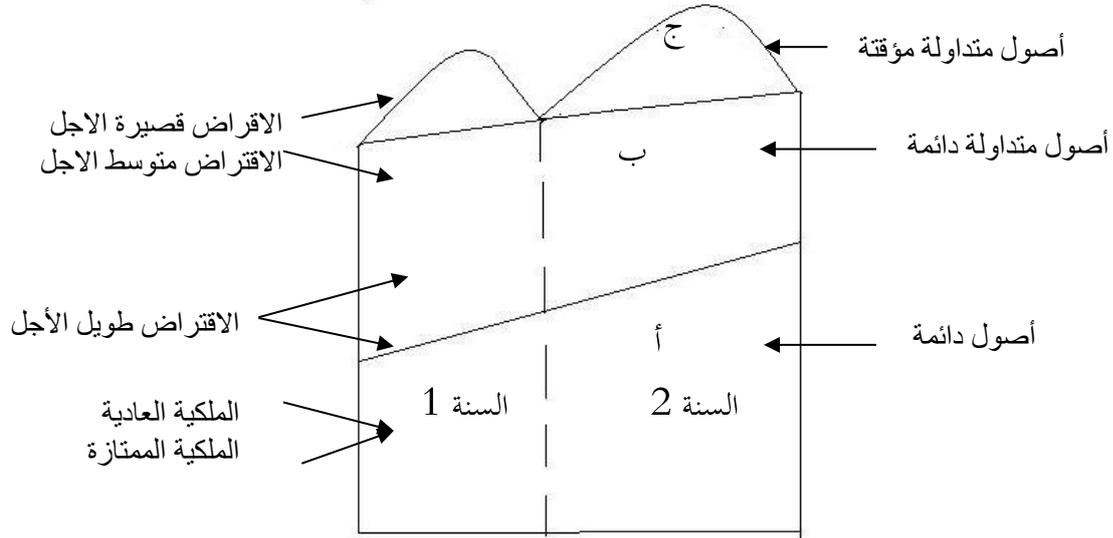
⁽³⁾ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار أجنادين للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2006، ص 155.

⁽⁴⁾ هيثم محمد الزغبى، مرجع سبق ذكره، ص 116.

⁽⁵⁾ هيثم محمد الزغبى، مرجع سبق ذكره، ص 117.

- ✓ تمويل الأصول المتداولة الدائمة عن طريق الاقتراض طويل الأجل؛
- ✓ تمويل الأصول المتداولة المؤقتة عن طريق الاقتراض قصير الأجل.

الشكل رقم (06): العلاقة بين الحاجة للأموال ونوع استخدامها



المصدر: هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، 2000، ص 116.

من خلال الشكل رقم (06) يتبين أن نشاط المؤسسة زاد نتيجة لعمليات التوسع في السنة الثانية. والتي ظهرت على شكل زيادة في الأصول الثابتة (أ)، والذي يمكن تمويلها عن طريق الأموال الدائمة والمتمثلة بأصول الملكية وأيضا يمكن مواجهة زيادة الأصول بالتمويل الطويل الأجل، أما التوسع في الأصول المتداولة الدائمة فيمكن تحويله عن طريق الاقتراض متوسط الأجل وأحيانا طويل الأجل ويستعمل الاقتراض القصير الأجل لمواجهة الالتزامات الطارئة للأصول المتداولة.

ثانيا: المرونة: وتعني قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعا للتغيرات في الحاجة للأموال، وتعني أيضا تعدد الخيارات إذا ما تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال.⁽¹⁾

1- مظاهر تزيد من مرونة المنشأة المالية: يمكن تلخيص هذه المظاهر كالتالي:⁽²⁾

- ✓ قدرة المنشأة على المفاضلة والاختيار بين مصادر التمويل وعدم وجود قيود تجبر المنشأة على اختيار مصدر تمويلي معين؛
- ✓ توفير عدد كبير من مصادر التمويل المتاحة التي تخدم غرض المنشأة المالي؛
- ✓ توفير الحرية الكاملة للمنشأة بالتصرف بأموالها من مصدر التمويل دون قيد أو شرط؛

⁽¹⁾ رشاد العصار وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 113.

⁽²⁾ شرابي باية كترة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، 2013/2014، ص 92.

- ✓ توفير حرية المساومة مع مصادر التمويل؛
- ✓ توفير الحرية لدى المنشأة المتمثلة بزيادة فترة السداد أو تخفيضها، أو تسديد الأموال المقترحة كاملة؛
- ✓ القدرة على مواجهة التغيرات المالية المستقبلية مثل حالات التوسع أو الانكماش؛
- ✓ انخفاض الضمانات والرهن المطلوب من مصدر التمويل يعطي المنشأة حرية التصرف بأصولها في مجالات أخرى.

2- مظاهر تقلل من مرونة المنشأة المالية: يمكن تلخيص هذه المظاهر في النقاط التالية:⁽¹⁾

- ✓ ارتفاع مديونية المنشأة وزيادة التزاماتها المالية تحد من قدرتها على الاقتراض وقد يجبرها على الالتجاء الى أموال الملكية؛
- ✓ ارتفاع الضمانات والرهن لقروض معينة يحد من قدرة المنشأة على الحصول على تمويل جديد برهن جديد و ضمانات جديدة؛
- ✓ اشتراط مصادر التمويل على المنشأة بشروط مالية معينة مثل عدم الاقتراض حتى سداد ديونها يحد من قدرتها على الاقتراض الجديد.

المطلب الثالث: محددات أخرى للهيكل المالي

بالإضافة الى المحددات الكمية والكيفية للهيكل المالي، هناك محددات أخرى يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة، وتتمثل هذه المحددات في العناصر التالية:

أولاً: التحكم والسيطرة: 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 ومن ثم التعرض إلى الإفلاس الأمر الذي قد يعرض أفراد الإدارة الحالية لفقدان وظائفهم بالمؤسسة، وكذلك تخفيض الاعتماد على القروض قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر الاستحواذ والاستيلاء عليها من مستثمرين آخرين، وبالتالي فإن لمعيار السيطرة تأثيراً على شكل الهيكل التمويلي للمؤسسة.⁽²⁾

ثانياً: التوقيت: يقصد بالتوقيت ذلك العامل الزمني الذي يحدد المنشأة بوقت الحصول على التمويل أو المفاضلة بين المصادر التمويلية المتوفرة في الوقت المناسب من أجل الحصول على الأموال وقت حاجتها وبأقل تكلفة وأفضل الشروط، ويمثل أيضاً قدرة المنشأة على اقتناص الفرص المالية بالوقت الذي تنخفض فيه التكلفة إلى أقل درجة، عن طريق قدرة المنشأة على قراءة الأسواق المالية ومتابعة التغيرات والأحداث المالية وتوافقها مع

⁽¹⁾ شرايبي باية كتره، مرجع سبق ذكره، ص 93.

⁽²⁾ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 402.

حاجات المنشأة المالية وتتم ترجمة هذا التوافق عن طريق التوقيت السليم لاتخاذ قرارات التمويل والاقتراض الأنسب خلال الدورات التجارية، ويرتبط عامل التوقيت بعامل المرونة لكونهما يسعيان إلى اختيار مصدر التمويل الأنسب والأفضل ويمكن القول بأن القرار الخاص بتحديد أنواع التمويل المناسبة أو أنواع الأموال المستخدمة يمثل في الواقع عملية توفيق بين عوامل الملائمة والسيطرة والمرونة والتوقيت، بهدف الحصول على أفضل استخدام للأموال من أنسب مصدر تمويلي لتحقيق أعلى عائد على حقوق الملاك.⁽¹⁾

ثالثا: المنافسة: إن المقدرة على خدمة الديون تتوقف على ربحية المنشأة وعلى حجم المبيعات، وعلى هذا الأساس فإن استقرار هوامش الربح له نفس أهمية استقرار المبيعات، ولا شك أن سهولة دخول شركات أخرى في الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة وكذلك مقدرة هذه الشركات على التوسع في طاقاتها سيؤثران على هوامش الربح لمنشأتنا. فالصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع أن تكون هوامش ربحها كبيرة، ولكن من ناحية أخرى ينتظر أن تضيق هوامش الربح هذه إذ كانت هذه الصناعة تدرج في مجموعة الصناعات التي يسهل على الشركات الجديدة أن تنضم إليها وبالتالي تشارك في سوقها.⁽²⁾

رابعا: اتجاهات رجال الإدارة: إن اتجاهات رجال الإدارة التي لها تأثير مباشر على اختيار وسائل التمويل هي تلك المرتبطة بأحد أمرين:

الأول التحكم والسيطرة على إدارة المنشأة، والثاني الخطر، فالمنشآت الضخمة التي تنشئت فيها ملكية الأسهم العادية وتوزع على عدد كبير جدا من المساهمين ستقوم عادة- في حالة الحاجة إلى أموال إضافية- بإصدار أسهم عادية حيث أن ذلك سيترتب عليه تأثير ضئيل على السيطرة الحالية على إدارة الشركة. وبالإضافة إلى ذلك فإن رجال الإدارة الذين يسهرون على مصالح ملاك الشركة يحاولون عادة تجنب الملاك خطر استخدام قروض زائدة عن الحاجة وما يترتب على ذلك من خطر التوقف عن دفع التزاماتها الثابتة.⁽³⁾

خامسا: المركز الضريبي: أحد الأسباب الأساسية التي تدفع الشركة للتمويل من خلال القروض هو أن مدفوعات فوائد هذه القروض تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم وصولا للدخل الخاضع للضريبة، حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة وعليه، كلما زادت إمكانية المؤسسة في الحصول على وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على المديونية في التمويل، وبالمقابل في بعض الحالات قد لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبة بسبب تمتعها بالإعفاء الضريبي أو بسبب تكبدها خسائر رأسمالية أدت إلى انخفاض ربحتها، وبالتالي انخفاض الضريبة وربما انعدامها، ففي حالة كهذه فإن المركز الضريبي لا يشجع المؤسسة على الاقتراض.⁽⁴⁾

(1) هشام محمد الرغبي، مرجع سبق ذكره، ص 124.

(2) سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص 218.

(3) محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص 319.

(4) عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 402.

سادسا: ظروف أسواق رأس المال: حيث يركز 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.⁽¹⁾

سابعا: اتجاهات المقرض: إن اتجاهات وآراء المقرضين تلعب دورا في غاية الأهمية في تحديد الهيكل المالي مع المقرض المحتمل وتعطي وزنا كبيرا لرأيه. وكثيرا ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الاقتراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحه في الشركة. فالهيكل المالي إذ لا يتوقف على إدارة المنشأة أو ظروفها الداخلية لأن طرفا خارجيا -وهو المقرض- يلعب دورا هاما في تحديد هذا الهيكل.⁽²⁾

ثامنا: طبيعة المؤسسة القانونية: يتأثر الهيكل المالي باختلاف طبيعة المؤسسة القانونية، إذ تميل المؤسسات الفردية وشركات الأشخاص إلى الاعتماد على القروض، خوفا من مخاطر عدم السداد التي قد تصل إلى الممتلكات الخاصة للملاك، وفقا لمبدأ المسؤولية غير المحدودة، أما شركات المساهمة فإنها تكون أكثر قدرة على الاعتماد على القروض طويلة الأجل من غيرها من الأشكال القانونية الأخرى، وذلك بسبب استمرارها وعدم ارتباط بقائها بقاء الملاك.⁽³⁾

تاسعا: مخاطر الإفلاس: يحدث الإفلاس نتيجة لزيادة تدهور أداء العمليات بالشركة وينعكس ذلك في موقف سداد التزاماتها الثابتة المستحقة وزيادة مبالغ القروض طويلة الأجل مقارنة بحقوق ملكية الشركة عند مستوى محدد من أداء التشغيل، بالإضافة إلى تردد الممولين في إعطاء الشركة تمويلا إضافيا ويترتب على تدهور الشركة وصولها إلى مرحلة الإفلاس.⁽⁴⁾

من خلال هذا المبحث نستنتج أن المؤسسة تختار هيكلها المالي في ضوء العديد من الاعتبارات (محددات التي تم التطرق إليها سابقا)، ومع تغيير هذه الاعتبارات يتغير الهيكل المالي، غير أنه يجب أن يكون لدى إدارة المشروع دائما تصور محدد لهيكلها المالي في ضوء تغيير التغيرات، ومن الأهم أن يشتمل الهيكل المالي على مزيج تمويلي متناسق من الناحية المالية مع حجم الاستثمارات في الأصول، وهنا يرى البعض أن الاعتماد على مصادر التمويل الذاتية بشكل كبير، وعلى الديون بشكل محدود يضمن الأمان المالي للمؤسسة.

⁽¹⁾ أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم

الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، جامعة محمد حيدر، بسكرة، 2011/2012، ص 06.

⁽²⁾ عبد الغفار الحنفي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 131.

⁽³⁾ أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 07.

⁽⁴⁾ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 40.

المبحث الثاني

علاقة الهيكل المالي بالرفع المالي، العائد والمخاطرة

نظرا لتأثير الرفع المالي على كل من العائد والمخاطرة والذان يعتبران لاختيار الهيكل المالي المناسب فإنه يتوجب على المدير المالي أن يفهم كيفية قياس وتقييم كل من الرفع والعائد والمخاطرة، ويتم تناول هذا المبحث من خلال ثلاثة مطالب وهي كالتالي:

- ✓ المطلب الأول: علاقة الهيكل المالي بالرفع المالي؛
- ✓ المطلب الثاني: علاقة الهيكل المالي بالعائد؛
- ✓ المطلب الثالث: علاقة الهيكل المالي بالمخاطرة.

المطلب الأول: علاقة الهيكل المالي بالرفع المالي

قبل التعرض لتعريف الرفع المالي نعرف معنى الرفع والذي يعبر عن استخدام التكاليف الثابتة أو الدين في الهيكل التمويلي من أجل تعظيم العائد على حقوق المساهمين.⁽¹⁾

أولاً: الرافعة المالية: الرفع المالي هو اعتماد المنشأة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدفوعة أو المدينة.⁽²⁾

يعرف الرفع المالي بأنه توليفة من أموال الملاك والدائنين ويعبر عن نسبة الدين إلى مجموع الأصول.⁽³⁾

وقد عرف الرفع المالي أو معامل الرفع بأنه نسبة مجموع الديون إلى مجموع الموجودات أو القيمة الكلية للمنشأة⁽⁴⁾، وقد بين أثر الرافعة المالية على بعض الجوانب المالية المنشأة من خلال الرأي الآتي " تخلق المديونية الرافعة المالية "، كما أنها تزيد من المخاطر التي يتحملها حملة الأسهم، فعندما تزداد نسبة المديونية في الهيكل المالي تزداد معها أيضا كل من المخاطرة والعائد ثم إن زيادة المديونية تؤدي إلى تقليص التمويل الممتلك وتقود إلى توزيع صافي الربح على قليل من المساهمين.⁽⁵⁾

⁽¹⁾ Hirt Geoffrey et stranteyblok, **Fondations of Financial management**, 8ED, paris, France, 1997, P 134.

⁽²⁾ إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر، الجزء الأول، الطبعة الثانية، الأردن، 2011، ص 281.

⁽³⁾ أبو صبحا سليمان، الإدارة المالية، برنامج الدارة الريادية، منشورات الجامعة القدس المفتوحة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1996، ص 386.

⁽⁴⁾ Weston Fred Brigham and Eugene, **Managerial Finance**, 6 the Edition, Dryden press, U.S.A, 1978, P 189.

⁽⁵⁾ Ancher et stephen, **Finance Management an Introduction**, U.S.A, 2000, P 268.

ليكن تعريف درجة الرفع المالي بأنها التغير النسبي في ربحية السهم نتيجة للتغير في الأرباح التشغيلية أو الأرباح قبل الفوائد والضرائب، وبما أن ربحية السهم الواحد ثابتة نسبياً خلال فترة التقييم فإن العلاقة التي تقيسها درجة الرفع المالي هي بين صافي الدخل من جهة والأرباح قبل الفوائد والضرائب من جهة أخرى، وتحسب درجة الرافعة المالية بالعلاقة التالية:⁽¹⁾

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{التغير النسبي في الأرباح بالأسهم}}{\text{التغير النسبي قبل الفوائد والضريبة}} = \frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضريبة}}{\text{الأرباح قبل الفوائد والضريبة} - \text{الفوائد}}$$

تكون الرافعة المالية مرغوبة عندما يزداد عائد الأصول عن تكلفة القرض، وكلما ارتفعت الرافعة المالية ارتفع العائد على حقوق الملكية.

تكون الرافعة المالية غير مرغوبة إذا ما كان عائد الأصول أقل من تكلفة القرض، وعليه فالرافعة المالية غير مرغوبة في الحالات الاقتصادية السيئة.

ثانياً: الرافعة التشغيلية: تتعلق الرافعة التشغيلية بموضوع نسبة التكاليف الثابتة بميكل التكاليف في الشركة فإذا كانت التكاليف الثابتة نسبتها عالية فإن هذا الوضع يعني أن الشركة تعتمد على الأصول الرأسمالية بشكل كبير (الأصول الثابتة) ويقود إلى درجة عالية من الرفع التشغيلي، وتقاس درجة الرافعة التشغيلية بدرجات الرافعة التشغيلية ويرمز لها DOL، وحسب هذه الطريقة فإن التغير النسبي في الأرباح قبل الفائدة والضريبة إلى التغير النسبي في المبيعات وتقيس مرونة الأرباح إلى المبيعات، وتحسب العلاقة التالية:⁽²⁾

$$\text{درجة الرافعة التشغيلية} = \frac{\text{الأرباح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{التغير النسبي في حجم المبيعات}}$$

تعكس الرافعة التشغيلية مدى حساسية أرباح المؤسسات للتغيرات في حجم المبيعات، فإذا ما كانت هذه الرافعة في مؤسسة معينة صغيرة معنى ذلك أن أرباح هذه المؤسسة أقل حساسية للتغيرات في حجم المبيعات.⁽³⁾

ثالثاً: الرافعة الكلية: كما ذكرها مسبقاً في النوعين السابقين، فإن اعتماد الشركة على التكاليف الثابتة في تضخيم حجم الأرباح يعتبر استخدام الرافعة التشغيلية، وإذا استخدمت الشركة واعتمدت على الفوائد المدينة (أموال الغير) بأن الشركة قد استخدمت الرفع المالي، والآن إذا قامت الشركة بالاعتماد على مزيج الرافعة التشغيلية والمالية نقول بأن الشركة هنا تستخدم الرفع المشترك، وتقاس درجة الرافعة الكلية كما يلي:

⁽¹⁾ عدنان تايه النعيمي وراشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، البازوري للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، 2008، ص ص 340-341.

⁽²⁾ خلدون ابراهيم الشديقات، إدارة وتحليل مالي، دار وائل للنشر، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، ص ص 163-162.

⁽³⁾ عبد الرحمن توفيق، التخطيط المالي وتقييم المشروعات مالياً، خبراء مركز الخبرات المهنية للإدارة، بدون رقم الطبعة، الجيزة، مصر، 2015، ص 1.

$$\text{درجة الرافعة الكلية} = \text{درجة الرافعة المالية} \times \text{درجة الرافعة التشغيلية}$$

المطلب الثاني: علاقة الهيكل المالي بالعائد

يعد قرار الاستثمار في المؤسسة قرار استراتيجي واتخاذها يكون بعد دراسة معمقة لكل البدائل المتاحة حيث تتمكن المؤسسة من المفاضلة بينها واختيار الاستثمار الذي يحقق أكبر وأقل تكلفة وخطر. **أولاً: تعريف العائد:** العائد هو صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الأموال وعادة ما يكون العائد بشكل مبالغ، ولكن يعول عليه من كون الاستثمار فعال من عدمه هو معدلات العائد وهناك ثلاث معدلات للعائد. **ثانياً: أنواع العائد:** نميز بين:

1- العائد على الاستثمار: يعتبر هذا أهم المؤشرات المستخدمة في قياس ربحية الأموال المستخدمة في المنشأة على أصول وموجودات مختلفة، فهو يقيس قدرة المنشأة على استغلال موجوداتها من خلال العوائد عن نشاطها، ويحسب العائد على الاستثمار فيكون كالتالي:⁽¹⁾

$$\text{العائد على الاستثمار} = 100 \times \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي مجموع الأصول}}$$

2- العائد على حقوق الملكية: العائد على حقوق الملكية يقيس العائد المتحقق من استثمار المالكين في المنشأة، حيث يمكن مقارنته بالعائد على الاستثمارات البديلة أو أسعار الفائدة على الأوراق المالية طويلة الأجل، وكما زادت هذه النسبة كان ذلك أفضل بالنسبة للمالكين، ونحسب كما يلي:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = 100 \times \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{حقوق الملكية}}$$

3- العائد على السهم: يقاس هذا العائد بأحد المقاييس التالية:

✓ **نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة:** هو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشراً على عوائد السهم بشكل عام، وتبذل المؤسسات جهداً لزيارته لأنه من العوامل التي يركز عليها حملة الأسهم عندما يفكرون في شراء الأسهم، ويتم حسابه كما يلي:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة} = 100 \times \frac{\text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم}}$$

✓ **نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة:** يعتبر مقياساً من مقاييس السوق حيث يقيس ما سوف يحصل عليه المساهم من نقود (أرباح) مقابل وجود هذا السهم في محفظته، ويمكن استخراجها كما يلي:

⁽¹⁾ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010، ص 187.

$$100 \times \frac{\text{الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}$$

✓ **الربح الجاري للسهم:** يعبر هذا المقياس عن وجهة نظر المستثمر نحو تقييم السهم، إذ يقيس قدرة الدينار الذي سيدفعه المستثمر ثمنًا للسهم في حالة شرائه على توليد الربح، ويمكن حسابه كما يلي:

$$100 \times \frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}} = \text{الربح الجاري للسهم}$$

✓ **الربح لفترة الاقتناء:** هو ذلك العائد الناتج عن قيام المستثمر بشراء الأسهم ثم ينتظر حتى يرتفع سعرها ثم يبيعها بعد ذلك، ويحسب كما يلي:

$$100 \times \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{نصيب السهم من الأرباح الموزعة}}{\text{سعر الشراء}} = \text{الربح لفترة الاقتناء}$$

المطلب الثالث: علاقة الهيكل المالي بالمخاطرة

إن أي استثمار ينطوي على درجة معينة من عدم التأكد حول عوائد فترة الاحتفاظ المستقبلية، وجميع الأصول المالية يتوقع أن تأتي بتدفقات نقدية ويتم الحكم على مخاطر الأصول من حيث المخاطر المتعلقة بتدفقاتها النقدية. **أولاً: تعريف المخاطرة:** تعرف المخاطرة بأنه احتمال تقلب العوائد المستقبلية للقرارات المالية، فالقرارات المالية المتعلقة بالتمويل تؤثر في احتمال تقلب العوائد التي تحققها المنشأة.

فزيادة اعتماد المنشأة على الاقتراض لتمويل موجوداتها تساهم في زيادة العائد المتوقع، إلا أن ذلك يزيد بنفس الوقت من مخاطرة المنشأة المتمثلة في عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية المتمثلة بفوائد القروض. **ثانياً: أنواع المخاطرة:** هناك أنواع متعددة للمخاطرة، ولكن التصنيف المتعارف عليه هو ذلك تصنف فيه المخاطرة إلى ثلاثة أنواع رئيسية: المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية ومجموع هذين النوعين من المخاطر الكلية للمحافظة.

1- المخاطرة النظامية: يعزى هذا النوع من المخاطر إلى عوامل السوق أو التأكد بالنسبة للظروف الاقتصادية العامة المتمثلة بعامل التضخم، التقلب في أسعار الفائدة، الخسائر الناجمة عن التغير في أسعار الفائدة، الحروب وغيرها، وتكون هذه المخاطرة مؤثرة بجميع الشركات ولو ذلك قد يكون بدرجات متفاوتة، وتحسب المخاطرة النظامية كما يلي:

$$\text{المخاطر النظامية} = \text{معامل بيتا مربع} \times \text{الخطر الكلي مربع} \times \text{عائد السوق}$$

2- المخاطر غير النظامية: وهي تمثل جزء من مخاطرة أصل معين أو شركة، وتكون مرتبطة بأسباب عشوائية تتعلق بالظروف الخاصة بذلك الأصل أو تلك الشركة مثل إضراب العاملين، الدعوي القضائية ضد الشركة، سوء الإدارة، خسائر الشركة وغيرها، وتحسب كما يلي:

$$\text{معدل تباين المخاطرة غير النظامية} = \frac{\text{الانحراف المعياري لمعدل العائد}}{\text{متوسط معدل العائد}}$$

3- المخاطر الكلية: هي التباين أو التقلب في معدلات العائد وتساوي حاصل جمع المخاطرتين النظامية وغير النظامية، وتقاس المخاطر الكلية كالتالي:

$$\text{المخاطر الكلية} = \text{المخاطر النظامية} + \text{المخاطر غير النظامية}$$

مما سبق نستنتج انه لتحقيق التوازن بين العائد والمخاطر يجب تحديد الهيكل المالي المناسب لكل مؤسسة والذي من شأنه أن يؤدي إلى الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بما يؤدي للنمو والتوسع المستمر من خلال تغطية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف وتحقيق المخاطر المالية، تحقيق معدلات عائد متزايدة على الأموال المستثمرة، وحتى يمكن تحقيق الأمان والحد من المخاطر المالية يجب تحقيق معدل عائد على الأموال المستثمرة في الأصول يفوق معدل الفائدة التي يتم دفعها للدائنين وإلا وقعت المؤسسة في دائرة للفشل المالي.

المبحث الثالث

تقييم الهيكل المالي للمؤسسة

إن الاختلاف في مصادر ف مصادر تمويل المؤسسة سيؤدي إلى العديد من النتائج على أداء المؤسسة والتي من أهمها والوضع المالي وبالتالي فإن اختيار الهيكل المالي غير كاف وإنما يجب تقييمها من أجل الحكم عليه ويتم توضيح ذلك في هذا المبحث من خلال المطالب التالية:

- ✓ **المطلب الأول: التقييم باستعمال مؤشرات التوازن؛**
- ✓ **المطلب الثاني: التقييم باستعمال النسب المالية؛**
- ✓ **المطلب الثالث: إعادة الهيكلة المالية.**

المطلب الأول: التقييم باستعمال مؤشرات التوازن

يعد التوازن المالي مقابلة سيولة الأصول باستحقاقية الديون، ولكن بما أن استحقاقية الديون دائما مؤكدة، وسيولة الأصول نوعا ما عشوائية لأنها تخضع إلى مخاطر لهذا يستوجب وجود هامش أمان ضروري لضمان قدرة المؤسسة في دفع مستحققاتها.

أولاً: رأس المال العامل: هو ذلك المؤشر للتوازن وهو عبارة عن نقطة عبور من مشاكل التوازن المالي على المدى الطويل إلى المدى القصير.⁽¹⁾

هو هامش الأمان الناتج عن فائض الأموال الدائمة على الأصول الثابتة أي أنه التمويل الدائم الموجه لدورة الاستغلال ويحسب بإحدى الطريقتين:⁽²⁾

✓ من أسفل الميزانية:

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

✓ من أعلى الميزانية:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأصول المتداولة} - \text{ديون قصيرة الأجل}$$

والشكل رقم (07) يوضح تشكيل رأس المال العامل:

⁽¹⁾ Pierre Conso et Farouk Hemici, Gestion Financiere de l'entreprise, 10^{eme} Edition Dunod, Paris, 2002, PP 198-199

⁽²⁾ Josette Peyard, Analyse Financiere, 8e Edition, Librairie Vuibert, Paris, 1999, PP 128-129.

الشكل رقم (07): تشكيل رأس المال العامل

الأموال الخاصة + الديون المالية	FR	اجمالي الثبتات
ديون الاستغلال + ديون متنوعة		إجمالي الأصول المتداولة
الخزينة		متاحات

Source: Pierre romage, **Analyse et Diagnostic Financiere**, Editions Dorganition, Paris, France, 2001, P 71.

كما نلاحظ أن رأس المال العامل الصافي هو فائض الموارد من قبل المؤسسة لتمويل دورة استغلالها، ويحقق خزينة متوازنة.

وهناك 03 حالات لرأس المال العامل:⁽¹⁾

- ✓ رأس المال العامل موجب (الأموال الدائمة أكبر من الأصول الثابتة): أي أن المؤسسة استطاعت تمويل جميع استثماراتها بواسطة مواردها المالية الدائمة، وحققت فائض تمثل في رأس المال العامل؛
- ✓ رأس المال العامل سالب (الأموال الدائمة أقل من الأصول الثابتة): أي أن الأموال الدائمة غير كافية لتمويل جميع الاحتياجات المالية الثابتة حيث يلي جزء منها من الاحتياطات فقط، مما يستدعي البحث موارد مالية أخرى لتغطية العجز في التمويل؛
- ✓ رأس المال العامل معدوم (الأموال الدائمة تساوي الأصول الثابتة): وهي حالة نادرة الحدوث أي تمثل حالة التوافق التام في هيكل الموارد والاستخدامات وتمثل الوضع الأمثل لتسيير عملية الاحتياجات المالية في المؤسسة.

ثانيا: **احتياجات رأس المال العامل**: الاحتياجات لرأس المال العامل هي رأس المال العامل الذي تحتاجه المؤسسة لمواجهة وبصفة دقيقة ديونها المستحقة في هذا التاريخ وتسمى أيضا الاحتياجات الصافية لتمويل دورة الاستغلال، ويمكن حساب احتياج رأس المال العامل كما يلي.⁽²⁾

⁽¹⁾ Christian Hoarou, **Maitriser le Diagnostic Financier**, Edition Groupe Revue Fiduciaire, Paris, France, 2^{ème} Edition, 2001, P 53.

⁽²⁾ ناصر دادي عدون، تقنيات ومراقبة التسيير - التحليل المالي، دار الآفاق، بدون رقم الطبعة، الجزائر، 1988، ص ص 49-50.

احتياجات رأس المال العامل = احتياجات التمويل - موارد التمويل
 = (القيم الاستغلال + قيم جاهزة) - (ديون قصيرة الأجل - سلفيات مصرفية)

ويمكن توضيح حالات احتياج رأس المال العامل في الجدول رقم (01):

الجدول رقم (01): حالات الاحتياج في رأس المال العامل

التفسير	الحالات
تفسر هذه الحالة أن دورة الاستغلال تحتاج إلى تمويل أكبر مما هو متوفر لديها، بمعنى آخر أن المؤسسة تحتاج إلى جزء من الأموال لتغطية العجز	احرم ع > 0 BFR < 0
تساوي الاحتياجات مع موارد التمويل يجعل دورة الاستغلال مكثفة بحجم تمويلها وهي وضعية مثلى تبحث المؤسسة دوما للوصول إليها غير أنها تعتبر وضعية نظرية.	احرم ع = 0 BFR = 0
تفسر هذه الحالة أن المؤسسة توفرت على قروض من دائئها تفوق احتياجاتها الاستغلالية وهي وضعية لا يمكن الحكم عليها بالإيجاب أو السلب	احرم ع < 0 BFR > 0

المصدر: صفية بوزارة، تشخيص وتقييم المؤسسة العمومية في ظل الخصخصة، مذكرة تخرج ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2001، ص 55.

يوضح الجدول الحالات التي يكون فيها الاحتياج في رأس المال العامل وتفسير سبب كل حالة منها حيث تعبر كل حالة من هذه الحالات عن الوضعية التي يكون فيها المؤسسة.

ثالثا: الخزينة: تعرف الخزينة المؤسسة على أنها مجموعة الأموال التي يجوزتها خلال دورة الاستغلال، وهي تشمل صافي القيم الجاهزة أي لا تستطيع التصرف فيه فعلا من مبالغ سائلة خلال دورة الاستغلال.⁽¹⁾

ويمكن تعريفها على أنها رصيد النقدية الناشئة من التدفقات النقدية الخارجة والداخلة من وإلى المؤسسة، وهي تعطي وضعية السيولة وتحسب وفق طريقتين:⁽²⁾

✓ الطريقة الأولى:

الخبزينة = القيم الجاهزة - السلفيات المصرفية

✓ الطريقة الثانية:

الخبزينة = رأس المال العامل - احتياجات رأس المال العامل

⁽¹⁾ Pierre Romage, op- cit P 75.

⁽²⁾ رقية شطبي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ومؤشرات تقييمه، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، استراتيجيات مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2011/2010، ص 65-66.

$BFR < FR < 0 < TR$: أي أن الموارد الدائمة تفوق الأصول الثابتة يوجد فائض مكانه في شكل سيولة، وهذا يعني أن المؤسسة تجمد جزء من أموالها وهذا ما يطرح مشكلة الربحية، وبالتالي عليها الموازنة بينها؛

$BFR > FR < 0 > TR$: هي الوضعية التي فيها المؤسسة بحاجة إلى موارد مالية لتغطية الاحتياجات المتزايدة من أجل استمرار النشاط من حالة عجز، وهذا ما يطرح مشكلة الخطر التي تتمثل في تكاليف إضافية للمؤسسة، لهذا على المؤسسة أن تحصل على حقوقها أو تطلب قروض؛

$BFR = FR \leftarrow 0 = TR$: وهي الحالة المثلى للخبزينة، وهذا يعني أن المؤسسة محافظة على وضعيتها المالية، ولكن هذا من الصعب الوصول إليه على المدى القصير جدا.

المطلب الثاني: التقييم باستعمال النسب المالية

تعتبر النسب المالية من أقدم أدوات التحليل المالي وأهمها ويعود استخدامها إلى منتصف القرن التاسع عشر، وتنصب النسب المالية على دراسة قيم العناصر الظاهرة في القوائم المالية والتقارير المحاسبية بهدف إضفاء دالة ذات مغزى وأهمية على البيانات الواردة بهذه القوائم.

أولاً: النسب المالية: تشمل النسب المالية جوانب متعددة من نشاط المؤسسة من سيولة ومردودية وطريقة تسيير مجموع الأصول، بالإضافة إلى مدى اعتماد المؤسسة في تمويلها العام على مواردها الذاتية والأجنبية⁽¹⁾، من خلال هذا الفرع نحاول الاقتصار على أهم النسب المالية ذات علاقة بموضوع الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، والتي نلخصها فيما يلي:

1- تعريف النسب المالية: النسب المالية هي عبارة عن علاقات بين القيم المحاسبية الواردة في الكشوفات المالية مرتبطة ومنظمة، لتكون دالة على تقييم أداء نشاط معين عند نقطة زمنية معينة.⁽²⁾

النسب المالية عبارة عن علاقة بين بسط ومقام، وقيم البسط والمقام هي البيانات والأرقام المحاسبية التي تعرفها الميزانية العمومية أو قائمة الدخل، شرط أن تكون العلاقة معبرة عن جزء الأداء ومرتبطة به ومفسرة له، وهذا يعني أن هناك علاقات بين البيانات المحاسبية يجب اعتمادها دون الإخلال بمكونات البسط أو بمكونات المقام.⁽³⁾

2- أنواع النسب المالية: من خلال هذا العنصر سنتعرف على أنواع النسب المالية وهي كالتالي:

⁽¹⁾ زغيب مليكة وبوشنقىر ميلود، مرجع سبق ذكره، ص 37.

⁽²⁾ أبو الفتوح علي فضاله، التحليل المالي وإدارة الأموال، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، القاهرة، مصر، 1994، ص 21.

⁽³⁾ عدنان تايه النعيمي وراشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي الاتجاهات المعاصرة، دار البيزوري العلمية للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، 2008، ص 83.

2-1-1- نسب الهيكل المالي: هذه النسب تبحث في كيفية تكون الهيكل المالي الخاص بالمشروع، كما تقيس مستوى المديونية وقدرة المشروع على سداد التزاماتها، ونذكر منها: (1)

2-1-1-1- نسبة التمويل الدائم: انطلاقاً من المبدأ التوازني بين الموارد الدائمة والاستثمارات الثابتة، ويمكن حسابه بالنسبة التالية:

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

2-1-1-2- نسبة التمويل الخاص: وتعبر عن قدرة المشروع على تمويل استثماراته بأمواله الخاصة، ويعبر عن ذلك بالنسبة التالية:

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

2-1-1-3- نسبة الاستقلالية المالية: وتعبر عن مدى استقلالية المشروع اعتماداً على أمواله الخاصة في التمويل، وتحسب كما يلي:

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

2-1-1-4- نسبة التمويل الخارجي: وتسمى أيضاً نسبة القدرة على الوفاء وتبين هذه النسبة مستوى تغطية موجودات المؤسسة بالأموال الخارجية، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الخارجي} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$$

2-2- نسب السيولة: تستعمل هذه المجموعة من النسب للحكم على مدى قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل (2)، وتقاس سيولة المؤسسة من خلال هذه النسب: (3)

2-2-1- نسبة السيولة العامة: وتبين الجزء من الديون قصيرة الأجل التي تغطيها الأصول المتداولة، وتحسب كما يلي:

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

(1) شعبان محمد، اختيار الهيكل التمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير،

تخصص مالية المؤسسة، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2010/2009، ص 133.

(2) يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 93.

(3) زغيب مليكة وبوشنقىر ميلود، مرجع سبق ذكره، ص ص 37-38.

وكلما كانت النسبة أكبر من الواحد فهذا يعني أن المشروع يحقق رأس مال عامل صافي موجب.
2-2-2- نسبة السيولة المختصرة: وتبين درجة تغطية الديون قصيرة الأجل من طرف الأصول الأكثر سيولة، ويعبر عنها بالنسبة التالية:

$$\text{نسبة السيولة المختصرة} = \frac{\text{الحقوق} + \text{المتاحات}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$$

2-2-3- نسبة السيولة الحالية: وتبحث في كيفية تسديد الديون قصيرة الأجل بواسطة السيولة التامة ويعبر عنها بالنسبة التالية:

$$\text{نسبة السيولة الحالية} = \frac{\text{المتاحات}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$$

2-3-3- نسب المردودية: تقيس هذه المجموعة من النسب نتيجة السياسات والقرارات المتخذة من طرف مسيري المؤسسة، فهي تعطي الاجابة الشاملة حول الفعالية الاقتصادية في تسيير نشاط المؤسسة العام، وتقاس المردودية بالنسب التالية:

2-3-1- المردودية الاقتصادية: وهي مردودية تقيس الفعالية في استخدام الموجودات الموضوعية تحت تصرف المؤسسة، لأنه إذا أرادت هذه الأخيرة البقاء فيجب أن تكون فعالة تقنيا، وتحسب كالتالي:⁽¹⁾

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

2-3-2- المردودية المالية: تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على توليد الأرباح التي تعود على الشركاء أو المساهمين، وتحسب من خلال العلاقة التالية:⁽²⁾

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

2-4-4- نسب النشاط: وتبحث في نمط تجديد بعض عناصر الميزانية، وتهدف إلى قياس كفاءة إدارة الأصول على توليد المبيعات، ونذكر أهمها:⁽³⁾

2-4-1- نسبة دوران المخزون: وتقيس عدد مرات تجديد مرات المخزون خلال الدورة، وتحسب كما يلي:

(1) Simon Pariente, **Analyse Financière et Evaluation D'entreprise**, Edition Pearson Education, Paris, France, 2006, P 18.

(2) Anthony Rice, **Compte d'entreprise (Introduction a la Comptabilité et a Lanalyse Financière)**, Edition Nillage Mondior, Paris, france, 4^{eme} Edition, 2005, P 211.

(3) مؤيد عبد الرحمن الدوري وحسين محمد سلامة، أساسيات الادارة المالية، دار الريبة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013،

$$\frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{متوسط المخزون}} = \text{نسبة دوران المخزون}$$

2-4-2- نسبة تسديد العملاء: وتعبر عن الآجال الممنوحة للعملاء لسداد ما عليهم من ديون، وتحسب كما يلي:

$$\text{نسبة تسديد العملاء} = \frac{\text{ديون العملاء}}{\text{رقم الأعمال}} \times 360 \text{ يوم}$$

2-4-3- نسبة التسديد للموردين: وتعبر عن الآجال الممنوحة للمشروع من طرف الموردين، وتحسب كما يلي:

$$\text{نسبة التسديد للموردين} = \frac{\text{قروض الموردين}}{\text{المشتريات}} \times 360 \text{ يوم}$$

2-4-4- نسبة دوران رأس المال: وتبين عدد المرات التي تتحول فيها أصول المشروع إلى المبيعات، وتحسب كما يلي:

$$\text{نسبة دوران رأس المال} = \frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{مجموع الأصول}} \times 360 \text{ يوم}$$

2-5-5- نسب الربحية: تستخدم نسب الربحية لتقييم قدرة الشركة على توليد الأرباح من أنشطتها التشغيلية مقارنة بالنفقات وغيرها من التكاليف التي تكبدتها خلال فترة محددة من الزمن⁽¹⁾، تتمثل أهم نسب الربحية فيما يلي:⁽²⁾

2-5-1- هامش صافي الربح: وتعتبر هذه النسبة مقياس لمقدار صافي الربح المتحقق بعد الفوائد والضرائب عن كل دينار من صافي المبيعات أو الإيرادات، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{هامش صافي الربح} = \frac{\text{ربح العمليات قبل الفوائد والضرائب}}{\text{صافي المبيعات}}$$

2-5-2- العائد على الأصول: وتعتبر هذه النسبة مؤشر على مدى ربحية الشركة بالنسبة لمجموع أصولها، وتقيس كفاءة الإدارة في استخدام الأصول لتوليد الأرباح، وتحسب كالتالي:

$$\text{العائد على الأصول} = \frac{\text{ربح العمليات قبل الفوائد والضرائب}}{\text{متوسط مجموع الأصول}}$$

⁽¹⁾ عاطف جابر وطه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، بدون رقم الطبعة، الاسكندرية، مصر، 2008، ص 471.

⁽²⁾ فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، بدون دار النشر، الطبعة الأولى، فلسطين، 2008، ص 45-46.

2-5-3- العائد على رأس المال المستثمر: تدل هذه النسبة على كفاءة وربحية الشركة من الاستثمارات الرأسمالية، وتحسب حسب الصيغة التالية:

$$\text{العائد على رأس المال المستثمر} = \frac{\text{الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{مجموع الأصول - المطلوبات المتداولة}}$$

المطلب الثالث: إعادة الهيكلة المالية.

تعد إعادة الهيكلة المالية برنامجاً لإصلاح المؤسسة الاقتصادية من خلال رفع رأس مالها، تنويع نشاطاتها وزيادة قدرتها التنافسية، وهي تتضمن عدة عمليات منها الاندماج، الخصخصة، بيع المؤسسة أو تصفيتها، حيث تعتبر هذه العمليات كحلول تلجأ إليها المؤسسة الاقتصادية في إطار إعادة الهيكلة المالية حتى تصحح أخطائها وتعالج مشاكلها المالية إذ كانت مؤسسة متعثرة أو تحسن أدائها وترفع كفاءتها وفعاليتها، إذا كانت مؤسسة ناجحة تبحث عن الاستقرار والتطور.

أولاً: تعريف إعادة الهيكلة المالية: يرى كل من هارينغ وريشارد (Herring et Richard) أن إعادة الهيكلة المالية تشمل عدة أمور منها غلق المؤسسات الفاشلة (المفلسة) أو دمجها لتكوين كيانات حيوية، كما تتضمن إعادة رؤوس الأموال إلى المؤسسات الحيوية ووضع إطار لتصفية الديون. وتهدف إعادة الهيكلة المالية إلى تعزيز الكفاءة المستقبلية للمؤسسة وجعلها أقل عرضة للخطر.⁽¹⁾

يتضح من خلال هذا التعريف أن إعادة الهيكلة المالية هي مجموع الإجراءات والتقلبات المالية التي تتخذها المؤسسة الاقتصادية المتعثرة أو الناجحة على حد سواء بغرض تصحيح الأخطاء ومعالجة المشاكل المالية بالنسبة الأولى وضمان الاستمرارية ورفع الكفاءة والفعالية بالنسبة للثانية.⁽²⁾

ثانياً: أسباب إعادة الهيكلة المالية: تعود أسباب إعادة الهيكلة المالية إلى ما يلي:⁽³⁾

- ✓ انخفاض فائض العمليات ومعدل العائد السنوي على الاستثمار؛
 - ✓ انخفاض قيمة حقوق الملكية أو استغراقها بسبب الخسائر المتراكمة؛
 - ✓ ارتفاع حجم الديون المتأخرة لبنوك القطاع العام والدائنين الآخرين؛
 - ✓ ارتفاع نسبة المديونية إلى حقوق الملكية وانخفاض نسب السيولة.
- بالإضافة إلى أسباب أخرى تتمثل فيما يلي:⁽⁴⁾

⁽¹⁾ إيمان نابلي دواودة، محفزات تطبيق إعادة الهيكلة المالية في مؤسسة عمومية اقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في

علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2015/2014، ص 63.

⁽²⁾ رمضاني فضيلة، مرجع سبق ذكره، ص 106.

⁽³⁾ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص 388.

⁽⁴⁾ إيمان نابلي دواودة، مرجع سبق ذكره، ص 63.

- ✓ اختلال التوازن بين سعر البيع وسعر التكلفة نتيجة غياب المحاسبة التحليلية مما يحول دون تحقيق التوازن المالي للمؤسسة الاقتصادية؛
 - ✓ الضغوطات الضريبية التي تعاني منها المؤسسات الاقتصادية مما زاد من احتياجات الخزينة؛
 - ✓ عدم وفاء الزبائن بالتزاماتهم اتجاه المؤسسة في الآجال المحددة مما ساهم في إحداث خلل في دورة الاستغلال؛
 - ✓ تمويل الاستثمارات عن طريق القروض البنكية يعني أن المؤسسة لا تستفيد من أموالها الخاصة مما يعتبر على تبعيتها المالية، بالإضافة إلى تمويل دورة الاستغلال عن طريق القروض التي لا تتمكن من تسديدها مما يدفعها لطلب قروض أخرى لتغطيتها هذا ما يؤدي إلى ازدياد مديونية المؤسسة الاقتصادية.
- ثالثاً: أهداف إعادة الهيكلة المالية: يمكن تلخيص الأهداف الأساسية لإعادة الهيكلة المالية فيها يلي: (1)

- ✓ إعادة التوازن للهيكل المالي وتحسين موقف السيولة؛
- ✓ خفض المديونية إلى مستوى يسمح الشركة بمواجهة أعباء خدمة الديون.
- وتتلخص المعايير اللازمة لتحقيق هذه الأهداف في الآتي: (2)
- ✓ وجود نسبة مقبولة للمديونية إلى حقوق الملكية؛
- ✓ توفير رأس المال العامل بدرجة كافية؛
- ✓ تحقيق معدل مقبول لتغطية أعباء خدمة الديون.

رابعاً: إجراءات إعادة الهيكلة المالية: إن عملية تقويم وتصحيح الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية تتنوع بين أربع طرق أساسية هي: (3)

الطريقة الأولى: تتمحور حول إعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي وذلك باستخدام أموال ملكية جديدة من أجل تخفيض نسبة الاستدانة، وهذا في حالة ارتفاعها أو اللجوء إلى الاستدانة من أجل تخفيض نسبة أموال الملكية في حالة كون نسبة أموال الاستدانة منخفضة؛

الطريقة الثانية: تتعلق بالتنازل عن الاستثمارات واستخدام الأموال المتحصل عليها من هذه العملية، إما في إرجاع الأموال المقترضة إذ كان الهدف هو تخفيض نسبة الأموال المقترضة، أو استخدامها في تحقيق أموال الملكية وهذا إذا كان الهدف هو الرفع من نسبة الاستدانة؛

الطريقة الثالثة: انتقاء مصادر التمويل بالنسبة للاستثمارات الجديدة وذلك بمراعاة تحقيق نسبة الاستدانة المثلى؛

الطريقة الرابعة: التغيير في نسب توزيعات الأرباح على المساهمين.

(1) سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص 389.

(2) نفس المرجع، ص 390.

(3) شعبان محمد، مرجع سبق ذكره، ص 133.

من خلال هذا المبحث نستنتج أن التطرق إلى عملية تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة تخلص إلى نتيجة مفادها الحكم على حالته ويتلخص هنا الحكم في ثلاث حالات رئيسية ممكنة، وهي كالاتي: إما أن تكون وضعية الهيكل المالي أقل من النسبة المستهدفة وهذا يعني وجود خلل في الهيكل المالي إما أن تكون وضعية الهيكل المالي مساوية للنسبة المستهدفة وهذا يعني وجود هيكل مالي مناسب، وإما أن تكون وضعية الهيكل المالي تجاوزت النسبة المستهدفة، وهنا يجب إعادته إلى الوضع الطبيعي، وفي حالة تعطي تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة بعدم أمثلية، تقوم باتخاذ بعض الإجراءات التصحيحية لإعادة الهيكلة المالية من أجل السير به نحو الأمثلية.

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل تطرقنا إلى أهم المحددات التي بتحقيق الهيكل المالي المناسب للمؤسسة والتي قمنا بتقسيمها إلى محددات كمية وأخرى كيفية، بالإضافة إلى بعض المحددات الأخرى التي يجب أخذها بعين الاعتبار، فالهيكل المالي يجب أن يكون من العوامل المساعدة على تحقيق المزيد من الأرباح من خلال التوسع في استخدام الديون على أن يكون بأقل تكلفة ممكنة من أجل عدم الإفراط في الاعتماد عليها إلى الحد الذي يعرض المؤسسة للعسر المالي سواء فني أو حقيقي.

كذلك ينبغي على الهيكل المالي أن يتمتع بالمرونة التي تتمثل في القدرة على تعديل مصادر الأموال أي أنه يتيح للمؤسسة التصرف في المواقف المتغيرة والتكيف معها مع مراعاة الحصول على الاحتياجات المالية بأقل تكلفة.

كما تبين أن الرفع المالي ذو تأثير مزدوج على المردودية المالية للمؤسسة، فنجاح المؤسسة ونموها مرهون بمدى قدرتها على تحقيق معدلا من المردودية الاقتصادية يغطي تكلفة الاستدانة، وهو ما يؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق رفع مالي مفضل، وبذلك يكون أثر الرافعة إيجابيا على المردودية المالية، ومن ثم تحقيق مستوى معين من النمو الداخلي.

الفصل الثالث

دراسة تحليلية قياسية لمحددات الهيكل المالي في مؤسسة الأجر الأحمر بـرج صباط

تمهيد:

بعد الدراسة النظرية للموضوع والمتمثلة في الفصلين السابقين قمنا في هذا الفصل بإسقاط الجانب النظري على أرض الواقع بإجراء دراسة تحليلية قياسية على مؤسسة الأجر الأحمر بـرج صباط لتبيان العلاقة بين المتغيرات المستقلة (هيكل الأصول، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، السيولة، الربحية) والمتغير التابع (الهيكل المالي) انطلاقاً من تحليل مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية خلال الفترة (2010-2016) بالاعتماد على وثائق المؤسسة، كما تم الاعتماد على Eviews 9 في حساب النسب والقيم، ومن ثم محاولة تفسير النتائج، ويتم عرض ذلك من خلال المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة الأجر الأحمر؛
- ✓ المبحث الثاني: دراسة تحليلية لمحددات الهيكل المالي في مؤسسة الأجر الأحمر؛
- ✓ المبحث الثالث: دراسة قياسية لمحددات الهيكل المالي في مؤسسة الأجر الأحمر.

المبحث الأول

تقديم عام لمؤسسة الأجر الأحمر

حاولنا من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على مؤسسة الأجر محل الدراسة، وذلك بإعطاء نظرة عامة عنها بالتعرض أولاً إلى نشأتها وتطورها ومختلف أهدافها التي تسعى لتحقيقها، ودراسة فروعها من خلال عرض هيكلها التنظيمي، وفي الأخير تمت دراسة جوانب القوة والضعف للمؤسسة من حيث الامكانيات المالية، والمادية ومستويات التشغيل، ويتم استعراض هذا المبحث من خلال المطالب الآتية:

✓ **المطلب الأول: نشأة وتطور المؤسسة EURL TOIATI؛**

✓ **المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي ودراسة فروعها؛**

✓ **المطلب الثالث: تشخيص نقاط قوة وضعف المؤسسة.**

المطلب الأول: نشأة وتطور المؤسسة EURL TOIATI

نتعرض في هذا المطلب إلى التعريف بمؤسسة الدراسة، نشأتها، مجال نشاطها وكذلك هيكلها التنظيمي واهدافها

العامة.

أولاً: التعريف بالمؤسسة EURL TOIATI

تم إنجاز مشروع برج صباط وحدة الأجر بشكل فوري بتاريخ 1981/05/04 حسب الوثيقة رقم 322/82، بتاريخ 1982/10/30، وقد كان في البداية تابعاً للحكومة أي أنه كان ضمن القطاع العمومي وقد تم التنازل عنه إطار الخصخصة عام 2006 وفق عدة شروط منها:

✓ تسديد الديون التي كانت على عاتق المصنع؛

✓ تسديد فواتير الكهرباء والغاز؛

✓ تسديد مبلغ التنازل على دفعات.

ويبعد مصنع الأجر لبرج صباط عن دائرة وادي الزناتي بـ: 16 كلم، ويتم انتاج في المصنع نوعيات مختلفة من آجر منها ما يحتوي على 08 ثقوب ومنها ما يحتوي على 12 ثقب وأيضاً نوع (D.M) الأجر المزدوج، ويتم استخراج المواد الأولية من منجم يقع في طريق بلدية بوحمدان على بعد 03 كلم من بلدية برج صباط، والذي يحتوي على عدة أنواع من الطين منها: الطين الرمادي، الطين الأسود والطين الأحمر وغيرها.

ويوظف هذا المصنع ما يفوق عن 79 عاملا يتوزعون بين الادارة والورشات، حيث يبلغ عدد العمال في الادارة بـ 09 عمال، بالإضافة إلى عمال النقل.

ثانيا: طبيعة ونشاط الوحدة: تشتغل وحدة إنتاج الأجر بـرج صباط بطاقم عمال يعملون دون انقطاع بواسطة 04 فرق وفق النسق التالي:

✓ **الفرقة الأولى:** وتضم الطاقم الإداري الذي يعمل على تسويق الأجر ومعالجة نتائج العمليات التي تقوم بها المؤسسة وتسجيلها وتحليلها لتقييم عمليات النشاط؛

✓ **الفرقة الثانية:** وهي الغرفة المسؤولة عن تغطية حاجات الوحدة من التجهيزات وكذا المعدات، والتكفل بكافة عمليات البيع والشراء وتسليمها؛

✓ **الفرقة الثالثة:** فيما يخص هذه الوحدة تتمثل مهمتها في السهر على سلامة ونظافة وأمن الوحدة وحل النزاعات والخلافات التي تنشأ بين العمال؛

✓ **الفرقة الرابعة:** يتم عملها بالاهتمام بالأجهزة ووسائل الإنتاج، حيث يكون هناك مراقبة مستمرة على هذه الأجهزة والوسائل وإصلاحها، وعملها مرتبط أيضا بعملية دمج عناصر الإنتاج في المشروع ما يهدف للحصول على السلع والخدمات لتحقيق رغبات وحاجيات الزبائن.

ثانيا: **أهداف المؤسسة:** تسعى الوحدة بصفة عامة دائما إلى تحقيق أهدافها التي تتطلع إليها والتي تضمن لها استمرار نشاطها في ظروف جيدة، ولكن يتحقق هذا الهدف يجب أن تتوفر العوامل التي تتعلق بالوظيفة الإنتاجية كالمراقبة الدورية للإنتاج والتنسيق الكامل بين مختلف الوظائف، ومن أهم هذه الأهداف ما يلي:

- ✓ تسعى الوحدة بكامل مصالحتها بلوغ إنتاج 100.000 طن سنويا؛
- ✓ رغبة المصلحة في جلب تكنولوجيا حديثة، وهذا لاستغلال منجم بوحمدان استغلال أمثل؛
- ✓ تنظيم وتطوير هياكل الصيانة بحيث يرتفع مردود الإنتاج؛
- ✓ ترقية قواعد الإنتاج والسهر على تطبيقها وعلى الرقابة النوعية لمواردها؛
- ✓ تنمية نشاطات الإنتاج؛
- ✓ تحقيق الربح من خلال تحقيق أكبر حجم ممكن من المبيعات وذلك من خلال خلق علاقات جيدة مع الموردين والزبائن؛

✓ الاستيلاء على أكبر حصة سوقية؛

✓ البقاء والنمو والاستمرار؛

✓ العمل على تحسين منتجاتها وبالتالي التقليل من حدة المنافسة؛

✓ تلبية الطلب المتزايد على الأجر في السوق الجزائري؛

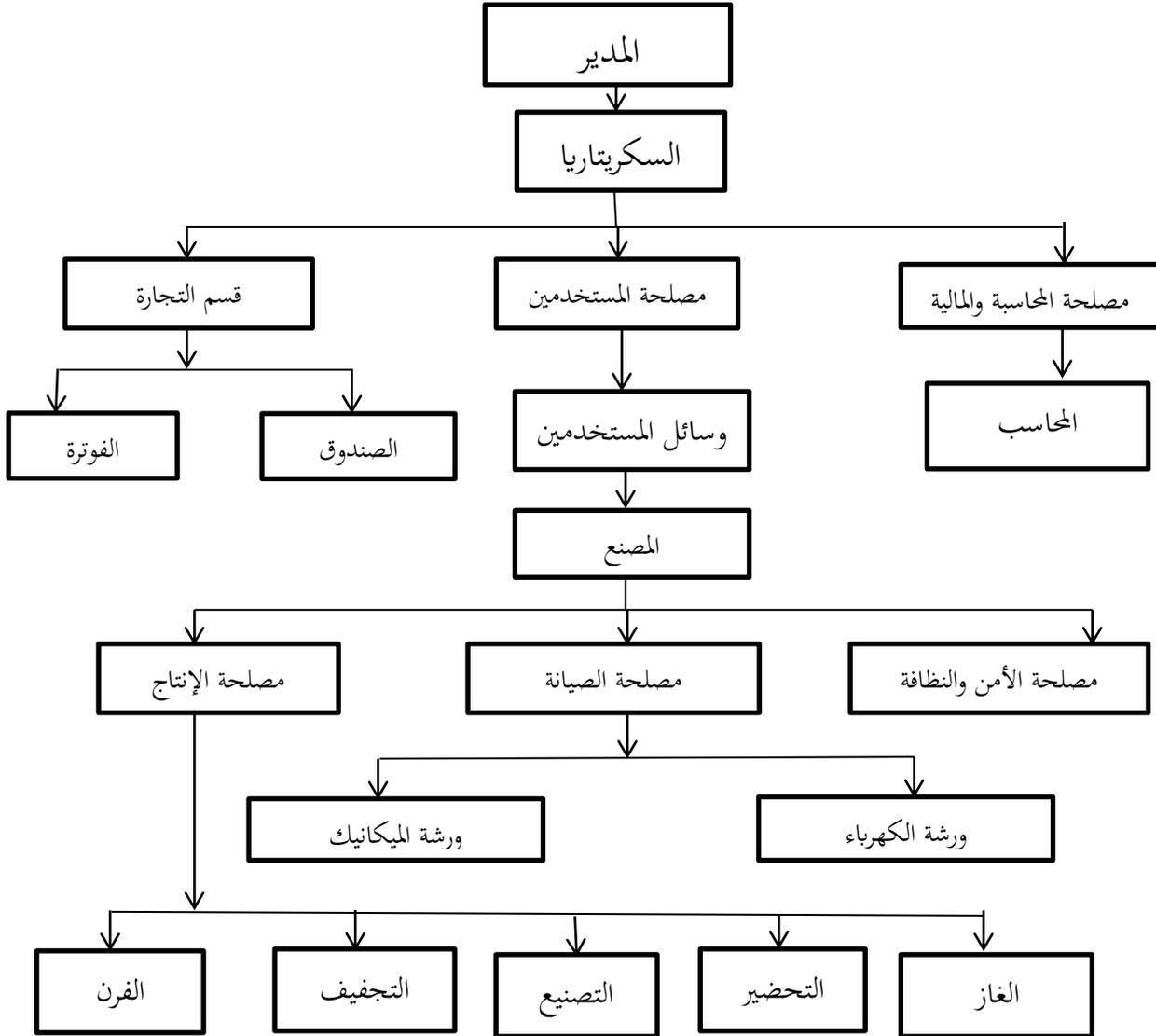
✓ الوصول إلى المرتبة الأولى من ناحية الجودة والتسيير.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي ودراسة فروع

يوضح الهيكل التنظيمي تقسيم العمل والترتيب السلمي والإداري لدوائر ومصالح ووحدات مؤسسة الأجر الأحمر، وهذا التقسيم يسهل ويساعد على تحديد المسؤوليات والمهام.

أولاً: الهيكل التنظيمي: يتكون الهيكل التنظيمي من عدة وحدات مبينة في الشكل رقم (08) أدناه:

الشكل رقم (08): الهيكل التنظيمي لمؤسسة الأجر الأحمر



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة

من خلال الشكل رقم (08) نلاحظ أن الهيكل التنظيمي يتكون من عدة فروع وكل فرع يتميز بمهامه الخاصة

يتأسها المدير وهو من يقوم بإعطاء الأوامر للمدراء الفرعيين لمختلف المصالح، والعنصر الموالي يوضح ذلك.

ثانياً: دراسة فروع الهيكل التنظيمي للمؤسسة: للهيكل التنظيمي عدة فروع نوجزها فيما يلي:

1- **مصلحة التموين والتجارة:** وهي المصلحة المسؤولة عن تغطية احتياجات المؤسسة من تجهيزات مكتبية وكذلك المعدات.... الخ، وتتكلف أيضا بعملية البيع والشراء.

2- **مصلحة المحاسبة والمالية:** تهتم بمعالجة البيانات الناتجة عن العمليات التي تقوم بها المؤسسة وتسجيلها وتحليلها لتقييم عمليات النشاط.

3- **مصلحة الإنتاج:** وهي المصلحة المرتبطة مباشرة بعملية دمج عناصر الإنتاج للحصول على السلع التي تلي احتياجات العملاء، وتمر عملية الإنتاج بـ 04 مراحل:

✓ **مرحلة التحضير:** تعتبر أول مرحلة في الإنتاج بحيث يتم اعداد العجين لتشكيلها؛

✓ **مرحلة الصنع:** في هذه المرحلة يتم قطع الأجر قبل تجفيفه؛

✓ **مرحلة التجفيف:** وتتم في هذه المرحلة عملية تجفيف الأجر في ورشة أجهزة التجفيف الخاصة بذلك؛

✓ **المرحلة الخاصة بالفرن:** وتعتبر آخر مرحلة في الإنتاج، وفيها يتم نضج الأجر حتى يتخذ شكله النهائي ويكون قابلا للاستعمال.

ملاحظة: بعد أن يمر الأجر بتلك المرحلة ويتخذ شكله النهائي يتم إخراجه بوسائل خاصة ويوضع بمساحة التخزين والتي ينقل منها إلى شاحنات خاصة والتي تقوم بعملية التوزيع.

4- **مصلحة المستخدمين:** وهي المصلحة التي يلجأ إليها العمال لطرح مشاكلهم واحتياجاتهم، وتعمل على التكفل بهذه المشاكل والاحتياجات.

5- **مصلحة الصيانة:** يتم في هذه المصلحة الاهتمام بالأجهزة ووسائل الإنتاج، حيث تكون هناك مراقبة مستمرة على هذه الأجهزة والوسائل وإصلاحها والمحافظة عليها لكي تبقى أطول وقت ممكن.

6- **مصلحة الأمن والنظافة:** وهي المصلحة التي تسهر على نظافة وأمن المؤسسة.

المطلب الثالث: تشخيص نقاط قوة وضعف المؤسسة

لتحقيق مستوى جيد من المنافسة لا بد على المؤسسة القيام بعمليات تحليل ودراسة لجوانب القوة والضعف لديها من حيث الامكانيات المالية، والمادية ومستويات التشغيل، وأيضا مسارها في الماضي وخط اتجاهها في المستقبل، ومحددات قيود التطور في ظل الأوضاع التنافسية:

أولا: خبرة الوحدة: يمكن اعتبار وحدة الأجر بـ برج صباط بأنها تشكل آفاق اقتصادية واعدة في مجال تدعيم وتوفير مواد البناء رغم صغر حجمها، لكن هذا لم يكن مانعا أو عائقا في اكتسابها للخبرات في هذا المجال نظرا لتعدد التعاملات وتوسعها.

ثانيا: الامكانيات المادية والبشرية للمؤسسة: رغم أن الوحدة تملك إمكانيات مادية معتبرة تتمثل في الآلات منها المتطورة اللازمة للقيام بالعملية الانتاجية إلا أن بعضها معطل بسبب عدم الصيانة المستمرة خصوصا بعض الآلات التي اهتلكت ولم تجدد مثل المجفف، كما الوحدة تملك وسائل الإعلام الآلي للقيام بعملية المحاسبة.

تتوفر الوحدة على طاقم عمالي كافي للقيام بالعملية الإنتاجية وكذا طاقم إداري مؤهل إلا أن غياب مكتب التكوين لاطلاعهم على التطورات والتقنيات الحديثة المتبعة في التسيير والنظم الجديدة حال دون استغلال الكفاءات وتحقيق الفعالية اللازمة.

ثالثا: التفاوض والمنافسة للمؤسسة: فيما يخص التفاوض فإن للوحدة زبائن دائمين تربطهم معها عقود طويلة الأجل وكذا تعاملات متعددة مكنتها من اكتساب قدرة تفاوضية، وهذا التفاوض أكسبها قدرة التعامل مع الزبائن بمختلف أنواعهم (المقاولين، تجار الجملة، ومنها الأجانب والتجار العاديين وحتى الأشخاص العاديين ذوي التعاملات الضعيفة). أما بالنسبة للمنافسة فمنذ دخول الوحدة القطاع الخاص فهي لا تعاني من المنافسة الشديدة وذلك عائد إلى قلة الوحدات التي تعتمد في إنتاجها على الأجر الأحمر، غير أنها تعتبر من أكثر الوحدات تعاملًا وفي بعض الأحيان يكون الطلب أكبر من العرض، وكون الوحدات في هذا المجال قليلة هذا يعطيها حظوظا أكبر في تكوين مركز تنافسي جيد.

المبحث الثاني

دراسة تحليلية لمحددات الهيكل المالي في مؤسسة الأجر الأحمر ببح صباط

تعرف الدراسة التحليلية للمؤسسة بأنها عملية تحليل الوضع المالي للمؤسسة، وهذا استخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية لضمان تحسين وضع المؤسسة المستقبلي وضمان استمرار التسيير الفعال لها، وبالتالي فإن اختيار الهيكل المالي وحده غير كاف وإنما يجب تقييمه من أجل الحكم عليه ويتم ذلك من خلال تحليل مؤشرات التوازن وحساب نسب الهيكل المالية، ويتم تناول هذا المبحث من خلال المطالب الآتية:

- ✓ **المطلب الأول:** عرض القوائم المالية المختصرة لمؤسسة الأجر؛
- ✓ **المطلب الثاني:** تشخيص الهيكل المالي باستعمال مؤشرات التوازن المالي؛
- ✓ **المطلب الثالث:** التشخيص الهيكل المالي باستعمال النسب المالية.

المطلب الأول: عرض القوائم المالية المختصرة لمؤسسة الأجر

في هذا المطلب سيتم عرض القوائم المحاسبية بالقيمة الصافية والمتمثلة في الميزانية المختصرة للسنوات من 2010 إلى 2016.

وقمنا بإعداد الميزانيات المالية المختصرة لمؤسسة الأجر ببح صباط بالاعتماد على الميزانية الختامية للفترة 2010-2016 والمتمثلة في الجداول التالية، وكما ذكرنا سابقاً أننا لم نستطع الحصول على الميزانية المالية لسنة 2016 وكذلك جانب الحصول لسنة 2015 وذلك بسبب عدم توفرها في إدارة الفرع، لكن تم إعطاءنا قيم تقريبية قمنا من خلالها بإعداد الميزانيات المالية المختصرة:

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لمحددات الهيكل المالي في مؤسسة الأجر الأحمر

الجدول رقم (02): الميزانيات المالية المختصرة لمؤسسة الأجر الأحمر خلال الفترة (2010-2016):

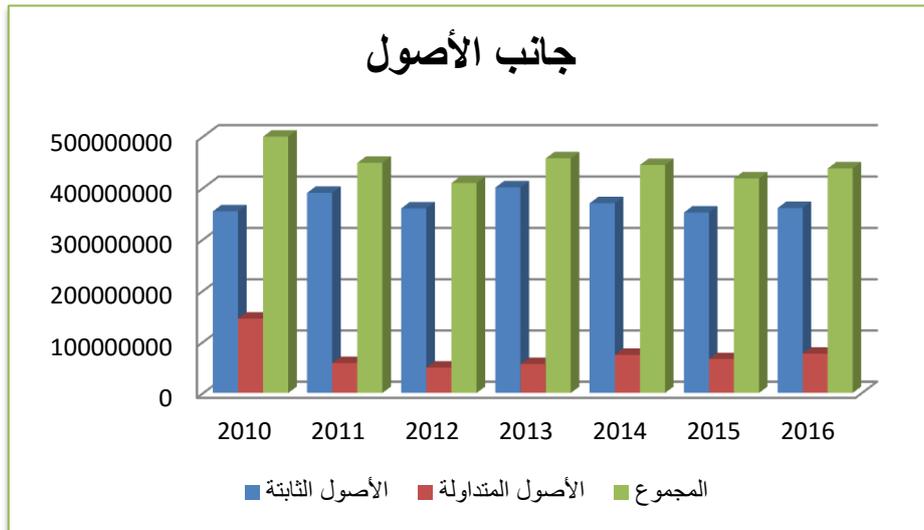
البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
جانب الأصول							
أصول ثابتة	354411315	390172851	360124789	400893376	369995774	351955774	360893375
أصول متداولة	145341712	58352963	49409625	56420082	74442641	66133967	76837021
قيم الاستغلال	6297950	6295593	5780546	6650824	11341219	15219342	19650824
قيم قابلة للتحقيق	31416570	36920897	41389619	42043566	57196403	46188933	50460571
قيم جاهزة	107627192	15136473	2239460	7725692	5905019	4725692	6725626
المجموع	499753027	448525814	409534414	457313458	444438415	418089741	437730396
جانب الخصوم							
أموال دائمة	240845870	244316549	218186735	241192581	231344749	196736882	204554748
أموال خاصة	-29904422	-28882743	4125207	13269254	23421422	36503555	49421421
ديون طويل الأجل	270750292	273199292	214061528	227923327	207923327	160233327	155133327
خصوم متداولة	258907156	204209266	191347681	216120878	213093669	221352859	233175648
المجموع	499753027	448525814	409534414	457313458	444438415	418089741	437730396

المصدر: من إعداد الطالبتين باعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة الأجر الأحمر

- يتم إعداد الميزانية المالية المختصرة وفق النظام المحاسبي المالي الجديد SCF على أساس عناصر الميزانية المحاسبية الختامية للمؤسسة، وبشكل عام ترتب عناصر الخصوم في الميزانية المالية حسب درجة الاستحقاق تصاعدياً، أما عناصر الأصول فترتب حسب درجة السيولة، وتصنف عناصر الأصول في الميزانية المالية إلى ما يلي:
- ✓ الأصول الثابتة: ويدرج تحت هذه المجموعة كل عناصر الأصول ذات السيولة التي تفوق السنة إضافة إلى جميع حسابات المجموعة الثابتة، والقيم الثابتة التي تفوق مدتها السنة مثل مخزون الأمان؛
 - ✓ الأصول المتداولة: تتكون بدورها من:
 - قيم الاستغلال: وتضم حسابات المخزونات؛
 - قيم قابلة للتحقيق: وتشمل الحقوق الناتجة من تعامل المؤسسة مع الغير تحصلها خلال سنة؛
 - قيم جاهزة: وهي القيم التي تكون تحت تصرف المؤسسة وتشمل الحسابات المالية.
 - أما عناصر الخصوم فتصنف في الميزانية المالية إلى مجموعتين هما:
 - ✓ الأموال الدائمة: تتمثل في جميع عناصر الموارد المالية التي تتجاوز درجة استحقاقها السنة وتنقسم إلى:
 - الأموال الخاصة: وتضم الأموال أو الشخصية، الاحتياطات...، أي حساب رؤوس الأموال؛
 - ديون طويلة الأجل: التي تضم كافة الديون التي تزيد مدتها عن السنة وتستعمل لتمويل عناصر الأصول الثابتة؛
 - ✓ الخصوم المتداولة: وتمثل الديون قصيرة الأجل، والتي مدتها أقل من سنة، مثل الموردون والاقتراض لدى مؤسسات الغير.

ويمكن توضيح قيم الميزانيات المالية المختصرة وفق التمثيلات البيانية التالية:

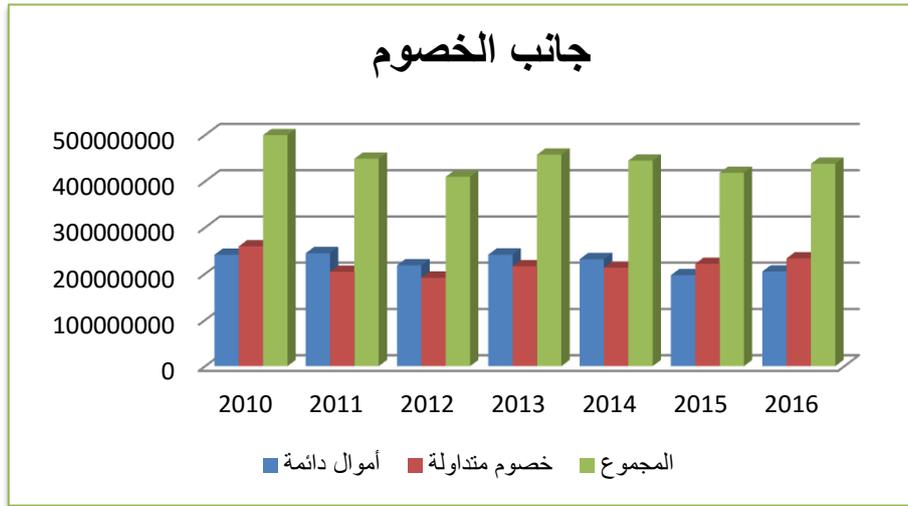
الشكل رقم (09): التمثيل البياني لجانب الأصول خلال الفترة (2010-2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

من خلال الشكل رقم (09) أعلاه أن الأصول الثابتة تمثل أكبر نسبة مقارنة بالأصول المتداولة وهذا يدل على رغبة المؤسسة في توسيع وترقية نشاطاتها، فقد شهدت الأصول الثابتة تذبذب من سنة لأخرى، حيث سجلت انخفاضا سنة 2012 لترتفع وتعود للتحسن مباشرة لتحقيق أعلى قيمة لها سنة 2013 لتعاود الانخفاض في سنة 2014 و2015 على التوالي، لترتفع سنة 2016. أما بالنسبة للأصول المتداولة فهي متذبذبة طول فترة الدراسة ويعود السبب بصفة عامة لزيادة القيم المحققة من سنة لأخرى.

الشكل رقم (10): التمثيل البياني لجانب الخصوم خلال الفترة (2010-2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

من خلال الشكل رقم (10) نلاحظ أن مجموع الخصوم في تذبذب فنجدها مرتفعة في سنة 2011 مقارنة مع سنة 2010 لتتخف سنة 2012 لتعاود الارتفاع سنة 2013، لتشهد انخفاض ملحوظ في كل من سنة 2014 و2015 لترتفع سنة 2016، وهذا نتيجة زيادة الأموال الخاصة وانخفاض الديون طويلة الأجل.

أما بالنسبة للخصوم المتداولة فقد سجلت انخفاض ملحوظ على خلاف سنة 2013 لتعاود الانخفاض خلال السنوات المتبقية، ويعود السبب إلى انخفاض الديون المستحقة خلال السنة ذاتها.

المطلب الثاني: تشخيص الهيكل المالي باستعمال مؤشرات التوازن المالي

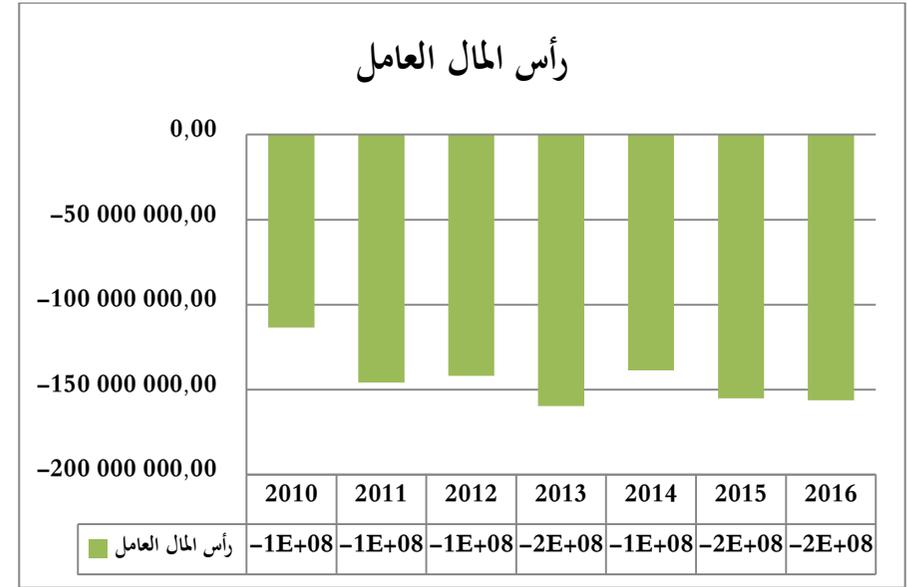
اعتمادا على الميزانيات المالية السابقة يمكننا تشخيص الهيكل المالي للمؤسسة من خلال الاعتماد على المؤشرات المالية والنسب المالية، تم اعتمد في تحليلنا للتوازن المالي لمؤسسة الأجر على أهم المؤشرات والملخصة في الجدول والشكل كما يلي:

1- رأس المال العامل: يستخدم رأس المال العامل في تقدير قدرة الشركة على تمويل عملياتها اليومية والوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، ويوضح الجدول رقم (03) والشكل رقم (11) تطور رأس المال العامل خلال الفترة (2010-2016):

الجدول رقم (03): رأس المال العامل

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الأموال الدائمة	240845870	244316549	218186735	241192581	231344749	196736882	204554748
الأصول الثابتة	354411315	390172851	360124789	400893376	369995774	351955774	360893375
رأس المال العامل ⁽¹⁾	-113565445	-145856302	-141938054	-159700795	-138651025	-155218892	-156338627

الشكل رقم (11): تطور رأس المال العامل



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة الأجر الأحمر ببح صباط

⁽¹⁾ رأس المال العامل = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة.

من خلال الجدول رقم (03) والشكل رقم (11) نلاحظ أن رأس المال العامل سالب ومتذبذب طول فترة الدراسة وهذا معناه أن الموارد الدائمة غير قادرة على تغطية الأصول الثابتة، في هذه الحالة رأس المال العامل لا يمكنه تمويل الاحتياجات طويلة الأجل لذلك فهو في حالة عجز ولا يمكنه تحقيق التوازن المالي.

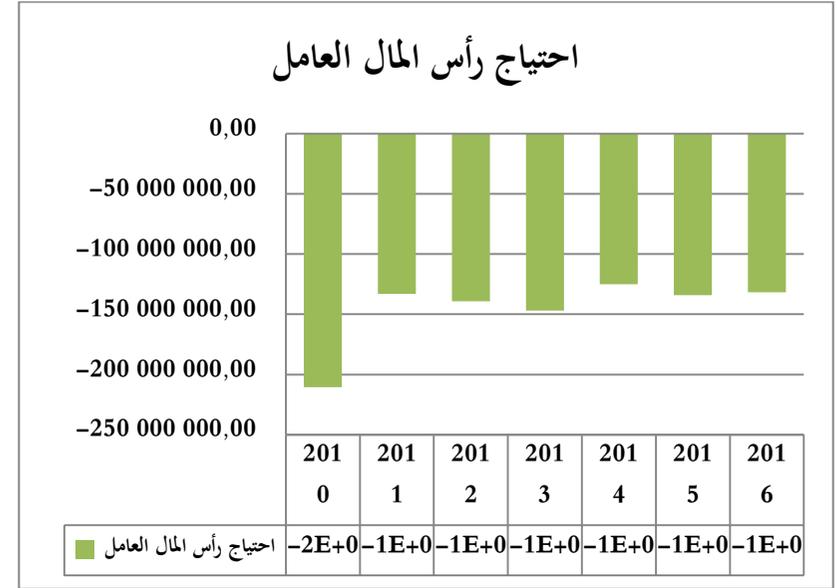
2- **احتياج رأس المال العامل:** يعتبر احتياج رأس المال العامل المؤشر الأساسي الذي يحدد احتياجات دورة الاستغلال داخل المؤسسة، ويوضح الجدول رقم (04) والشكل رقم (12) تطور احتياج رأس المال العامل خلال الفترة (2010-2016):

الجدول رقم (04): احتياج رأس المال العامل

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	البيان
76837021	66133967	74442641	56420082	49409625	58352963	145341712	الأصول المتداولة
2239460	15136473	107627192	7725692	2239460	15136473	107627192	قيم جاهزة
191347681	204209266	258907156	216120878	191347681	204209266	258907156	الخصوم المتداولة
31477585	25870585	19477604	20487527	5102470	27956930	10542575	خزينة الخصوم
-131586668	-134073999	-125078443	-146938961	-139075046	-133035847	-210650061	احتياج رأس المال العامل ⁽¹⁾

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة الأجر الأحمر ببرج صباط

الشكل رقم (12): تطور احتياج رأس المال العامل



(1) احتياج رأس المال العامل = (الأصول المتداولة - قيم جاهزة) - (الخصوم المتداولة - خزينة الخصوم).

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لمحددات الهيكل المالي في مؤسسة الأجر الأحمر

من خلال الجدول رقم (04) والشكل رقم (12) نلاحظ أن سجل الاحتياج لرأس المال العامل مقدار سالب متذبذب خلال كامل فترة الدراسة حيث أن رأس المال العامل غير كافي لتمويل الاحتياجات وبالتالي وجب الاعتماد على الأموال الدائمة لتغطية هذا الجزء من الأصول المتداولة لضمان توازن مالي قصير الأجل.

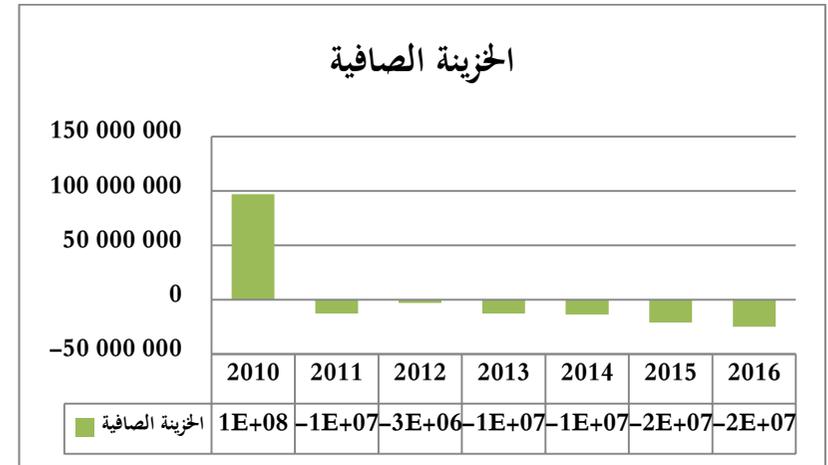
3- الخزينة الصافية: هي عبارة عن مجموع الأموال التي بحوزة المؤسسة لمدة دورة الاستغلال والتي يتم حسابها من خلال الفرق بين رأس المال العامل واحتياج رأس المال العامل، ويوضح الجدول رقم (05) والشكل رقم (13) تطور الخزينة الصافية خلال الفترة (2010-2016):

الجدول رقم (05): الخزينة الصافية

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
رأس المال العامل	-113565445	-145856302	-141938054	-159700795	-138651025	-155218892	-156338627
احتياج رأس المال العامل	-210650061	-133035847	-139075046	-146938961	-125078443	-134073999	-131586668
الخبزينة الصافية ⁽¹⁾	97084616	-12820455	-2863008	-12761834	-13572582	-21144893	-24751959

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة الأجر ببح صباط

الشكل رقم (13): تطور الخزينة الصافية



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

⁽¹⁾ الخبزينة الصافية = رأس المال العامل - احتياج رأس المال العامل.

من خلال الجدول رقم (05) نجد أن الخزينة سجلت سنة 2010 قيمة موجبة مما يعكس توازن مالي قصير الأجل بين رأس المال العامل واحتياج رأس المال العامل من جهة أخرى، ثم بعد ذلك حققت خزينة سالبة خلال الفترة (2011-2016) وهذا ما يدل على أنها فقدت توازنها المالي، بحيث تحتاج إلى مصادر تمويل أخرى من أجل تغطية هذا العجز، والشكل رقم (13) يوضح ذلك:

من خلال الشكل رقم (13) نلاحظ أن الخزينة الصافية كانت موجبة ومرتفعة في سنة 2010 ثم شهدت انخفاضا ملحوظا لتحقيق عجز كبير وتفقد توازنها المالي في السنوات المتبقية.

المطلب الثالث: التشخيص الهيكلي المالي باستعمال النسب المالية:

سوف يتم التعرض إلى أهم محددات الهيكل المالي

1- نسبة الهيكل المالي: يمثل الهيكل المالي المتغير التابع لنموذج الدراسة القياسية، والمؤشر الذي تم استخدامه لقياس الهيكل المالي هو مجموع الديون إلى مجموع الأصول، ويوضح الجدول رقم (06) والشكل رقم (14) تطور نسبة الهيكل المالي خلال الفترة (2010-2016):

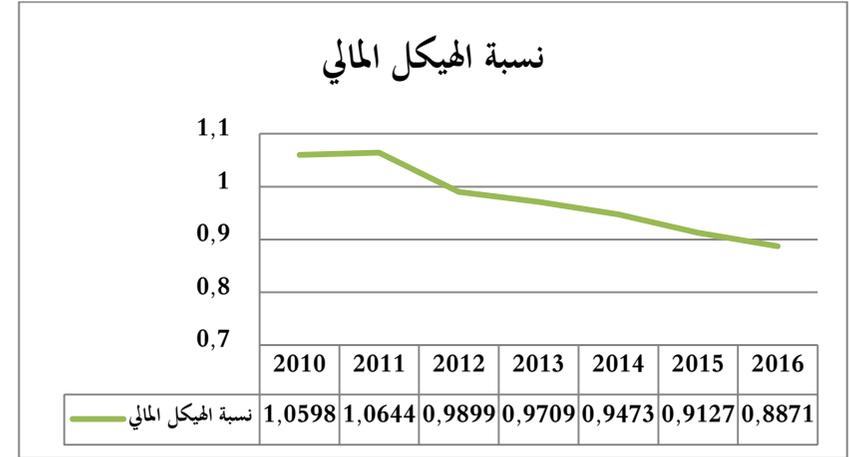
الجدول رقم (06): نسبة الهيكل المالي

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
مجموع الديون	529657448	477408558	405409209	444044205	421016996	381586186	388308975
مجموع الأصول	499753027	448525814	409534414	457313458	444438415	418089741	437730396
نسبة الهيكل المالي ⁽¹⁾	1.0598	1.0644	0.9899	0.9709	0.9473	0.9127	0.8871

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة الأجر ببح صباط

من خلال الجدول رقم (06) والشكل رقم (14) نلاحظ أن نسبة الهيكل المالي ترتفع في سنة 2011 بنسبة 106% مقارنة مع سنة 2010 التي كانت نسبتها 105% وبعد تشهد انخفاض ملحوظ في السنوات المتبقية، كما نلاحظ أيضا أن الديون بلغت نسبة كبيرة مما يعني أن الهيكل المالي يعتمد بالدرجة الأولى على الديون، أي أن المؤسسة تعتمد على التمويل الخارجي في تمويل استثماراتها وفي حالة عجزها عن تغطية احتياجاتها المالية تلجأ إليه بنسبة كبيرة، وهذا عامل سلبي للاستفادة من الاستقلالية المالية اتجاه الغير من جهة، وتكون المؤسسة أكثر عرضة للمخاطر المالية الناجمة عن الاستدانة من جهة أخرى.

الجدول رقم (14): تطور نسبة الهيكل المالي



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة الأجر ببح صباط

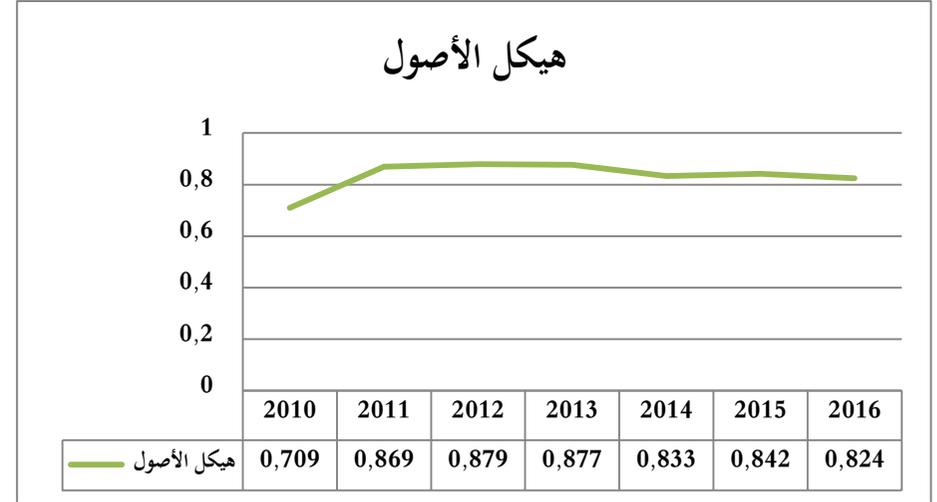
⁽¹⁾ نسبة الهيكل المالي = مجموع الديون / مجموع الأصول.

2- هيكل الأصول: يمثل أحد العوامل المحددة لنسبة الاقتراض في الهيكل المالي، ويوضح الجدول رقم (07) والشكل رقم (15) تطور هيكل أصول مؤسسة الأجر خلال الفترة (2010-2016) حيث تم قياس هذا المتغير كما يلي:

الجدول رقم (07): نسبة هيكل الأصول

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الأصول الثابتة	354411315	390172851	360124789	400893376	369995774	351955774	360893375
مجموع الأصول	499753027	448525814	409534414	457313458	444438415	418089741	437730396
نسبة هيكل الأصول ⁽¹⁾	0.709	0.869	0.879	0.877	0.833	0.842	0.824

الشكل رقم (15): تطور نسبة هيكل الأصول



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة الأجر برح صباط

من خلال الجدول رقم (07) والشكل رقم (15) نلاحظ أن نسبة هيكل الأصول تميزت في سنة 2010 و 2011 و 2012 بنسبة 70.9% و 86.9% و 87.9% على التوالي بالارتفاع وهذا راجع إلى إقامة استثمارات جديدة، ثم تنخفض بشكل ضعيف خلال السنوات المتبقية وهذا راجع إلى عدم تجديد هذه الاستثمارات أو عدم توسيعها،

⁽¹⁾ هيكل الأصول = الأصول الثابتة / مجموع الأصول.

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لمحددات الهيكل المالي في مؤسسة الأجر الأحمر

كذلك نلاحظ أن الأصول الثابتة تمثل نسبة كبيرة من إجمالي أصول المؤسسة خلال الفترة المدروسة (2010-2016) وهي نسبة تعبر عن مدى أهمية الأصول الثابتة في تركيبة المؤسسة، وهذا يعود إلى طبيعة نشاط المؤسسة.

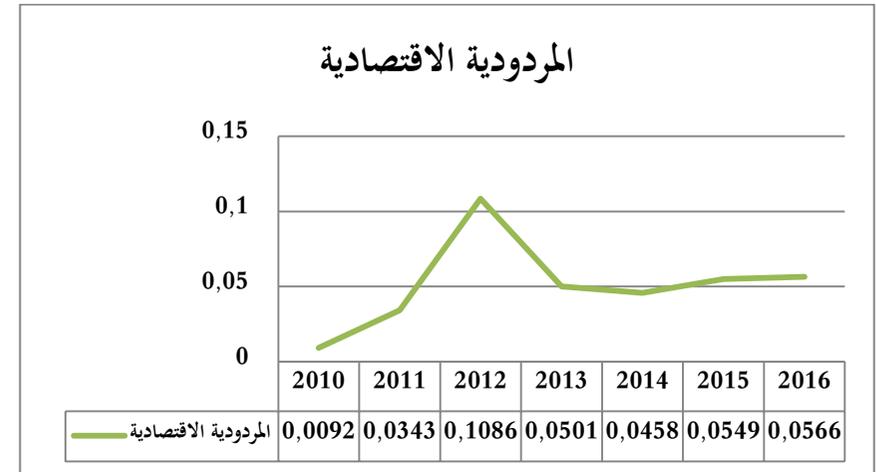
3- المردودية الاقتصادية: من العوامل المحددة للهيكل المالي نجد المردودية الاقتصادية، وتحسب بعلاقة نتيجة الاستغلال بالنسبة لإجمالي الأصول، ويوضح الجدول رقم (08)

والشكل رقم (16) تطور المردودية الاقتصادية خلال الفترة (2010-2016):

الجدول رقم (08): نسبة المردودية الاقتصادية

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
نتيجة الاستغلال	4619291	15365607	44472625	22914795	20358798	22985891	24779789
مجموع الأصول	499753027	448525814	409534414	457313458	444438415	418089741	437730396
المردودية الاقتصادية ⁽¹⁾	0.0092	0.0343	0.1086	0.0501	0.0458	0.0549	0.0566

الشكل رقم (16): تطور نسبة المردودية الاقتصادية



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة الأجر الأحمر ببحر صباط

⁽¹⁾ المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال / مجموع الأصول.

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لمحددات الهيكل المالي في مؤسسة الأجر الأحمر

من خلال الجدول رقم (08) والشكل رقم (16) نلاحظ أن المردودية الاقتصادية سنة 2010 بلغت 0.92% لترتفع بعدها سنة 2011 بـ 3% لتحقيق أكبر انتعاشا سنة 2012 بنسبة 10% إلا أنها عاودت الانخفاض سنة 2013 و 2014 على التوالي بنسبة 5% و 4.5% لترتفع بعد ذلك سنة 2015 و 2016 على التوالي بـ 5.4% و 5.6% ويعود سبب هذه التغيرات بكل أساسي إلى التغير في نتيجة الاستغلال المحققة في كل سنة وكذلك التغير في مجموع الأصول.

4- المردودية المالية: تعبر عن مدى مردودية الأموال الخاصة أو مدى مساهمتها في تحقيق النتيجة وتحسب بعلاقة النتيجة الصافية بالنسبة للأموال الخاصة، ويوضح الجدول رقم (09) والشكل رقم (17) تطور المردودية المالية خلال الفترة (2010-2016):

الجدول رقم (09): نسبة المردودية المالية

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
النتيجة الصافية	-8731361	-33007950	1021677	9144047	10152168	13082133	16159168
مجموع الأموال الخاصة	-29904422	-28882743	4125207	13269254	23421422	36503555	49421421
المردودية المالية ⁽¹⁾	0.2919	1.1428	0.2476	0.6891	0.4335	0.3584	0.3269

الشكل رقم (17): تطور نسبة المردودية المالية



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة الأجر الأحمر ببح صباط

⁽¹⁾ المردودية المالية = النتيجة الصافية / مجموع الأموال الخاصة.

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لمحددات الهيكل المالي في مؤسسة الأجر الأحمر

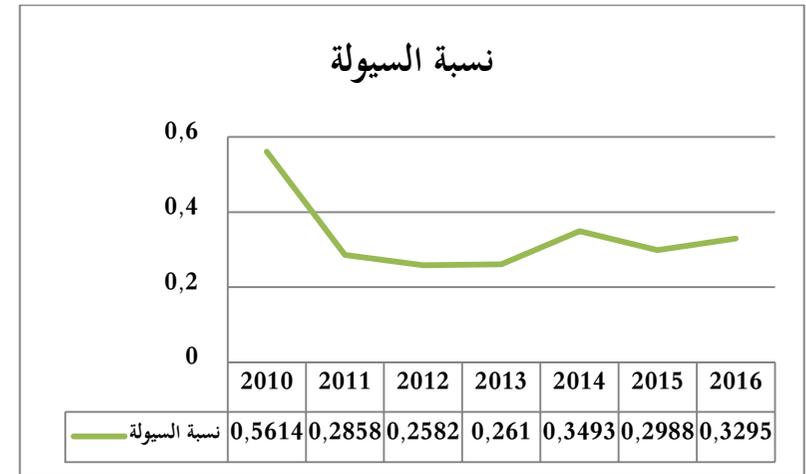
من خلال الجدول رقم (09) والشكل رقم (17) نجد أن المردودية المالية للمؤسسة تفوق المردودية الاقتصادية بسبب اعتماد المؤسسة على التمويل الذاتي أكثر من اعتمادها على الاقتراض حيث تميزت خلال الفترة المدروسة خلال الفترة المدروسة تذبذبات عديدة حيث بلغت في سنة 2010 نسبة 29% لترتفع سنة 2012 وتحقق أكبر نمو لها بنسبة 114% ثم تنخفض سنة 2012 بنسبة 24% ثم ترتفع سنة 2013 بنسبة 68% وتعاود الانخفاض سنة 2014 بنسبة 43% ثم بعد ذلك تشهد انخفاض ملحوظ خلال السنوات المتبقية.

6- نسبة السيولة: تعتبر من العوامل المحددة للهيكل المالي، وتحسب بعلاقة الأصول المتداولة بالنسبة للخصوم المتداولة، ويوضح الجدول رقم (10) والشكل رقم (18) تطور نسبة السيولة خلال الفترة (2010-2016):

الجدول رقم (10): نسبة السيولة

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الأصول المتداولة	145341712	58352963	49409625	56420082	74442641	66133967	76837021
الخصوم المتداولة	258907156	204209266	191347681	216120878	213093669	221352859	233175648
نسبة السيولة ⁽¹⁾	0.5614	0.2858	0.2582	0.2610	0.3493	0.2988	0.3295

الشكل رقم (18): تطور نسبة السيولة



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة الأجر الأحمر ببح صباط

⁽¹⁾ نسبة السيولة = مجموع الأصول الثابتة / الخصوم المتداولة.

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لمحددات الهيكل المالي في مؤسسة الأجر الأحمر

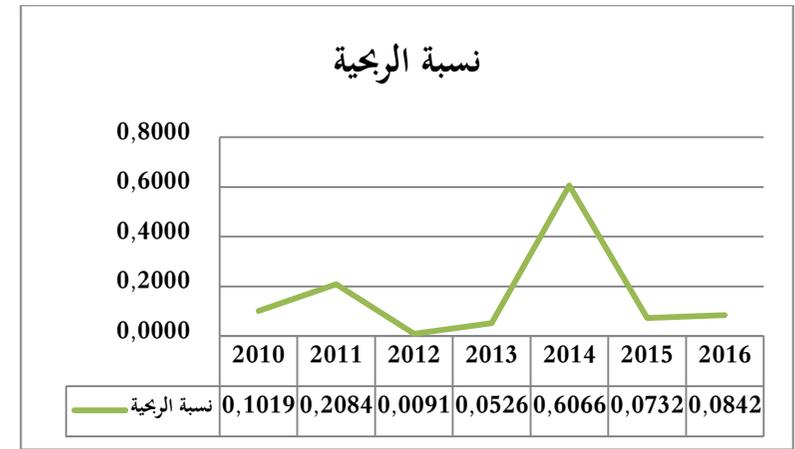
من خلال الجدول رقم (10) والشكل رقم (18) نلاحظ أن نسبة السيولة شهدت انخفاضا ملحوظا في السنوات الثلاث الأولى من الدراسة خاصة في سنة 2010 التي حققت فيها أعلى قيمة لها بنسبة 56.14% لترتفع سنة 2013 و2014 على التوالي، لتعاود الانخفاض سنة 2015 بنسبة 29.88% وترتفع بعد ذلك سنة 2016 بنسبة 32.95%، كما نلاحظ أن الخصوم المتداولة أكبر من الأصول المتداولة وهذا يدل على أن قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها ضعيفة.

7- نسبة الربحية: يعتبر من أهم محددات الهيكل المالي الكمية، ويقاس بعلاقة الربح بعد الضرائب بالنسبة للمبيعات، ويوضح الجدول رقم (11) والشكل رقم (19) في تطور نسبة الربحية خلال الفترة (2010-2016):

الجدول رقم (11): نسبة الربحية

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الربح بعد الضرائب	8731361	33007950	1021677	9144047	10152168	13082133	16159168
المبيعات	85721530	158356478	111784747	173676335	167352628	178682357	191994852
نسبة الربحية ⁽¹⁾	0.1019	0.2084	0.0091	0.0526	0.6066	0.0732	0.0842

الشكل رقم (19): تطور نسبة الربحية



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Excel

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة الأجر الأحمر ببرج صباط

⁽¹⁾ نسبة الربحية = الربح بعد الضرائب / المبيعات.

من خلال الجدول رقم (11) والشكل رقم (19) نلاحظ أن نسبة الربحية سنة 2011 ترتفع بنسبة 20.84% مقارنة مع 2010 التي كانت نسبتها 10.19%، وفي سنة 2012 انخفضت بنسبة 0.91% ، لتعاود الارتفاع سنة 2013 وتحقق أكبر انتعاشا سنة 2014 بنسبة 60.66% ، كما تشهد انخفاضا كبيرا سنة 2015 بنسبة 7.32% لترتفع بعد ذلك سنة 2016 بنسبة 8.42%، وهذا يعني أن نسبة الربحية متذبذبة نوعا ما بين الزيادة والنقصان وهذا دليل على أن المؤسسة تحتاج لتحسين سيطرتها على التكاليف.

المبحث الثالث

الدراسة القياسية لمحددات الهيكل المالي في مؤسسة الأجر الأحمر بـرج صباط

نتناول من خلال الدراسة القياسية محدّدات الهيكل المالي الأمثل في مؤسسة الرخام بـرج صباط قائلة، وذلك من خلال تحديد المتغيرات المستقلة (المردودية الاقتصادية والمالية، نسبة السيولة، نسبة الربحية وهيكل الأصول) المؤثرة والمحددة للمتغير التابع الممثل في نسبة الهيكل المالي خلال الفترة 2016/2010 وذلك من خلال المطالب الآتية:

✓ **المطلب الأول: الإطار النظري للاقتصاد القياسي ؛**

✓ **المطلب الثاني: طبيعة العلاقة بين المتغيرات وتحليلها الوصفي ؛**

✓ **المطلب الثالث: تحليل نتائج الدراسة القياسية.**

المطلب الأول: الإطار النظري للاقتصاد القياسي

يهتم الاقتصاد القياسي بتحديد ودراسة العلاقات الكمية بين مختلف المتغيرات الاقتصادية، فهو من العلوم بالغة الأهمية في وقتنا الحاضر، مما يتطلب الإلمام الجيد بالنظرية الاقتصادية التي تحدد العلاقات الاتجاهية بين تلك المتغيرات، كذلك معرفة الأساليب الرياضية، دراسة المنهج المتبع لبحث المشاكل الاقتصادية والإلمام بمختلف أدوات التحليل.

أولاً: مفهوم الاقتصاد القياسي ومنهجية البحث فيه: يعد القياس الاقتصادي التحليلي أحد فروع علم الاقتصاد المستخدمة للأساليب الكمية في تحليل الظواهر الاقتصادية، وله علاقة وثيقة بالرياضيات والطرق الإحصائية.

1- تعريف الاقتصاد القياسي: هناك من عرف الاقتصاد القياسي بأنه ذلك العلم الذي يقوم بقياس وتحليل العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية، ومن ثم فإن قياس وتحليل تلك العلاقات يشكل العمود الفقري لعلم الاقتصاد.⁽¹⁾

كذلك ترى كوتسيانيس بأن علم الاقتصاد القياسي هو جمع علمي متناسق لطرائق ومفاهيم وتقنيات الرياضيات والإحصاء والاقتصاد، ويجده أوتس وكليجين OatesetKelejian بأنه التحليل الكمي للسلوك الاقتصادي.⁽²⁾

(1) محمود حامد محمود عبد الرزاق، الاقتصاد القياسي الأسس النظرية وتطبيقاتها spss، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2015، ص 15.

(2) وليد إسماعيل السيفو وآخرون، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، دار الأهلية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2006، ص 23.

كما عرف أيضا بأنه: "أسلوب من أساليب التحليل الاقتصادي الذي يهتم بالتقدير الكمي للعلاقات بين المتغيرات الاقتصادية.⁽¹⁾

للمقياس الاقتصادي ثلاثة أهداف رئيسية سيتم إيجازها فيما يلي:

✓ **الاختبار للنظرية الاقتصادية:** حيث قام الاقتصاديون ببنائها على مجموعة من الفرضيات تم فيها استخدام السببية والتحليل المنطقي لدعم نظرياتهم وإثباتها من واقع الظواهر الاقتصادية المدروسة، دون محاولة اختبار صحة تلك النظريات واتساقها، لهذا يهدف المقياس الاقتصادي إلى اختبار مدى صحة تلك النظرية عن طريق التقييم والتحليل للوصول إلى قيم عددية لاختبار قوة المتغير المستقل في تأثيره على سلوكية المتغير التابع؛⁽²⁾

✓ **اتخاذ القرارات ورسم السياسات:** يساهم المقياس الاقتصادي في رسم السياسات واتخاذ القرارات عن طريق الحصول على قيم عددية لمعلومات العلاقات الاقتصادية بين المتغيرات لتساعد رجال الأعمال والحكومات في اتخاذ القرارات الحالية من حيث توفيره لصيغ وأساليب مختلفة لتقدير قيم تلك المعلومات التي تساعد في عملية المقارنات واتخاذ القرار المناسب؛⁽³⁾

✓ **التنبؤ بقيم المتغيرات الاقتصادية:** يقوم الاقتصاد القياسي على إيجاد القيم العددية لمعلومات المتغيرات الاقتصادية التي تساعد متخذي القرار في رسم السياسات والتنبؤ باتجاهات هذه المتغيرات مستقبلاً.⁽⁴⁾

2- خصائص الاقتصاد القياسي: هناك مجموعة من الخصائص يجب أن تتوفر في النموذج القياسي حتى نطمئن لجودة التقديرات التي حصلنا عليها، وفيما يلي أهم الخصائص:⁽⁵⁾

✓ يجب أن يكون النموذج الاقتصادي متماشياً مع افتراضات النظرية الاقتصادية، ويصف الظاهرة الاقتصادية بدقة؛

✓ يجب أن يكون النموذج الاقتصادي قادراً على تفسير الظواهر التي تحدث في الواقع؛

✓ يجب أن تكون تقديرات المعاملات دقيقة، بمعنى أنها يجب أن تكون المقدرات غير متحيزة ومنسقة وكفاءة؛

✓ يجب أن يكون النموذج الاقتصادي قادراً على تقديم تنبؤات دقيقة عن القيم المستقبلية لمتغيراته التابعة والداخلية؛

✓ يجب أن يقدم النموذج الاقتصادي العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية بأبسط طريقة ممكنة.

3- منهجية البحث في الاقتصاد القياسي: يعد الاقتصاد القياسي أحد فروع الاقتصاد المستخدمة للأساليب الكمية في تحليل الظواهر الاقتصادية، ويمر البحث القياسي التطبيقي بأربعة مراحل هامة، ولا يكون النموذج صحيحاً إلا بها، ويمكن إبراز هذه المراحل فيما يلي:

(1) حسام علي داود وخالد مجد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق (باستخدام برنامج Eviews)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2013، ص 13.

(2) وليد إسماعيل السيفو واحمد مجد مشعل، الاقتصاد القياسي التحليلي (بين النظرية والتطبيق)، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 2003، ص 28.

(3) حسين علي بجيت وسحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 20.

(4) وليد إسماعيل السيفو واحمد مجد مشعل، مرجع سبق ذكره، ص 28.

(5) نعمة الله نجيب إبراهيم، مقدمة في مبادئ الاقتصاد القياسي، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002، ص-ص 23-30.

3-1-1- مرحلة تحديد أو صياغة النموذج: يقصد بها تحديد الظاهرة المراد دراستها، ثم تحديد المتغيرات التي تفسر سلوكها، ليتم وضع الافتراضات التبسيطية لمبدأ صياغة الفرض المفسر، ويتم التعبير عن هذه المتغيرات في شكل علاقة دالية عامة أو معادلة أو مجموعة معادلات $y = f(X_1 X_2 \dots X_n)$ ، بحيث يرمز لكل عنصر أو عامل بمتغير. (1)

من أجل تحديد أنسب الصيغ الرياضية التي تعبر عن هذه العلاقة بين هذه المتغيرات تعبيرا دقيقا (خطية أو غير خطية، بسيطة أو متعددة) يجب إتباع الخطوات التالية: (2)

✓ إجراء تحليل تمهيدي بتعريف الظاهرة الناتجة أو المفسرة y ، ثم تحديد العوامل المؤثرة فيها، وتحديد وحدات القياس؛

✓ التأكد من أن هناك علاقة جدلية واضحة بين الظاهرة المدروسة والعوامل المؤثرة فيها؛

✓ جمع المعلومات الأولية المرتبطة بالظاهرة بإجراء القياسات اللازمة، ثم ترتيبها في جدول خاص؛

✓ التعرف على الشكل البياني الحقيقي للعلاقة محل الدراسة، ورسم الشكل الانتشاري الذي يمكن أن يؤكد وجود علاقة بين المتغيرات أو عدم وجودها، والقوة التقديرية لهذه العلاقة وبناء النموذج الاقتصادي على ضوءها؛

✓ اختبار الصيغ الرياضية التي تتلاءم مع الشكل الانتشاري قد تكون العلاقة خطية أو غير خطية، في شكل معادلة من الدرجة الثانية أو الثالثة، معادلة واحدة أو عدة معادلات؛

✓ بعد استكمال تحديد النموذج الرياضي، يتم إدخال المتغير العشوائي U_1 لتقدير الأخطاء وصياغة النموذج.

3-2-2- مرحلة تقدير معاملات النموذج: وهنا يتم معالجة المعلومات المتوفرة عن المجتمع والعينة رياضيا وإحصائيا لاستخراج قيم المعلمات والمتغير العشوائي والتي تتفق منطقيا مع الفروض الاقتصادية ومنها نحصل على الصياغة الرقمية للنموذج باستخدام عدة تقنيات بحيث تكون مناسبة للنموذج، وتتكون هذه المرحلة من الخطوات التالية: (3)

✓ تجميع البيانات؛

✓ اختيار طريقة القياس المناسبة.

3-3-3- مرحلة تقييم المعلمات المقدرة من النموذج: بعد عملية تقدير معاملات النموذج، تأتي المرحلة الموالية وهي تقييم تلك المعلمات ونقصد بها تحديد ما إذا كانت قيم هذه المعلمات لها مدلول أو معنى من الناحية الاقتصادية، ومن الناحية الإحصائية، وهناك ثلاثة معايير أساسية التي تؤخذ كأساس لعملية التقييم: (4)

(1) حسام علي داوود وخالدة محمد السواعي، مرجع سبق ذكره، ص 21.

(2) علي مكيد، الاقتصاد القياسي "دروس ومسائل محلولة"، ديوان المطبوعات الجامعية للنشر والتوزيع، بن عكنون، الجزائر، 2007، ص 12-13.

(3) علي مكيد، مرجع سبق ذكره، ص 14.

(4) عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مرجع سبق ذكره، ص 44.

- ✓ **معايير اقتصادية:** تتحدد المعايير الاقتصادية التي تستخدم في تقييم المعلمات من خلال مبادئ النظرية الاقتصادية، وتعلق المعايير بحجم وإشارة المعلمات المقدرة، فالنظرية الاقتصادية تضع قيوداً مسبقة؛
- ✓ **معايير إحصائية:** تهدف المعايير الإحصائية إلى اختبار مدى الثقة الإحصائية بالمتغيرات الخاصة بمعلمات النموذج، ومن أهمها: معامل التحديد واختبارات المعنوية، يسميها البعض باختبارات من الدرجة الأولى؛
- ✓ **المعايير القياسية:** تهدف إلى التأكد أن الافتراضات التي تقوم عليها المعايير الإحصائية منطبقة على الواقع، لهذا سميت باختبارات من الرتبة الثانية ومنها نجد معايير الارتباط الذاتي، الامتداد الخطي المتعدد، معايير الثبات التباين وغيرها.

3-4- مرحلة اختبار قدرة النموذج للتنبؤ: بعد التأكد من جودة الأداء العام للنموذج المقدر، يتم تطبيق النتائج التي تم التوصل لها على الواقع واستخدامها في عملية التنبؤ.⁽¹⁾

ثانياً: متجه الانحدار الذاتي VAR: إن نموذج متجه الانحدار الذاتي هو حالة عامة لنماذج الانحدار الذاتي أحادية المتغيرات، ويعتبر من نماذج الاقتصاد القياسي إذ يقيس العلاقات المتداخلة بين متغيرات السلاسل الزمنية، ويعمل متجه الانحدار الذاتي على معالجة جميع متغيرات الدراسة بشكل متماثل وذلك من خلال تضمين كل متغير في معادلة بحيث يفسر ذلك المتغير من خلال ارتداداته الزمنية والارتدادات الزمنية للمتغيرات الأخرى في النموذج.⁽²⁾

1- بناء نموذج الانحدار الذاتي VAR: إن بناء نموذج متجه الانحدار الذاتي يتطلب ما يلي:⁽³⁾

✓ ان تكون السلاسل الزمنية المستخدمة مستقرة، أي لا تحتوي جذر الوحدة؛

✓ تحديد عدد مدد الإبطاء الزمني التي ستعتمد في النموذج؛

✓ دراسة علاقة السببية بين المتغيرات.

2- شعاع الانحدار الذاتي VAR:

ليكن شعاع الانحدار الذاتي المستقر VAR(p) كما يلي:⁽⁴⁾

$$X_t = \phi_0 + \phi_1 X_{t-1} + \phi_2 X_{t-2} + \dots + \phi_p X_{t-p} + u_t$$

حيث:

ϕ_0 : شعاع ثوابت (N × 1).

(1) وليد بشيشي ومجلح سليم، دور السياسة النقدية في تحقيق النمو الاقتصادي (دراسة تطبيقية على الاقتصاد الجزائري)، الطبعة الأولى، دار الكتاب الجامعي للنشر، دولة الإمارات العربية المتحدة، الجمهورية اللبنانية، 2017، ص 545.

(2) صفاء يونس الصفاوي، مزاحم مجدي يحيى، تحليل العلاقة بين الأسعار العالمية للنفط، اليورو والذهب باستخدام متجه الانحدار الذاتي (VAR)، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 14، 2008، ص 21.

(3) عثمان نقار، منذر العواد، استخدام نماذج VAR في التنبؤ ودراسة العلاقة السببية بين إجمالي الناتج المحلي وإجمالي التكوين الرأسمالي في سورية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الثاني، 2012، ص 340.

(4) Clement Emmanuelle.J.M Germain , VAR etprevisions conjoncturelles, Annales d'économie et de statistiques N° 32, 1993, p 58.

Φ_i : عبارة عن مصفوفات $(N \times N)$ لمعاملات الانحدار مع: $i=1,2,\dots,p$.
 u_t : شعاع $(N \times 1)$ يتكون من N مركبة تملك سلوك تشويش أبيض.

إن التقدير المباشر لنماذج VAR لا يمكن إجراؤه إلا إذا كانت كل المتغيرات المكونة للنظام هي عبارة عن متغيرات مستقرة، ويتم ذلك كما يلي:⁽¹⁾

1- تقدير نموذج VAR غير المقيد باستخدام طريقة المربعات الصغرى غير العادية OLS: إن عملية تقدير نموذج $VAR(p)$ المعطى سابقا هي عملية بسيطة جدا، إذ أن هذا النوع من النماذج ليس سوى نظام معادلات غير مرتبطة ظاهريا، تحتوي معادلاته على نفس المحدرات، لذلك وحسب نظرية «Zellner» (1962) فإنه يمكن تقدير كل معادلة من معادلات النظام $VAR(p)$ على حدة، باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، حيث أن المقدرات المتحصل عليها في هذه الحالة تكون مكافئة لتلك الناتجة عن عملية تقدير النظام ككل باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS، أو باستخدام طريقة أعظم احتمال في حالة تحقق فرضية التوزيع المتعدد الأخطاء.

2- تقدير نموذج VAR المقيد: إن عملية تقدير نموذج $VAR(p)$ في شكله البدائي (الهيكلية) تستدعي اللجوء إلى وضع بعض القيود على المعلمات (المعلمات الهيكلية) بغية الحصول على نموذج قابل للتقدير (مميز)، هذه القيود غالبا ما تكون عبارة عن قيود إقصاء يؤدي وضعها إلى حذف بعض المحدرات من بعض المعادلات.

في ظل هذه القيود، تكون طريقة OLS - المطبقة على كل معادلة على حدة - غير فعالة، لأن معادلات نظام VAR في هذه الحالة لا تحتوي على نفس المحدرات (وبالتالي فهي لا تحتوي على نفس المعلومات)، كما أن عملية تقدير كل معادلة على حدة قد تؤدي إلى ضياع (إهمال) بعض المعلومات المهمة، والمجسدة في القيود التي تربط معادلات النظام، وبالتالي فإن الطرق المستعملة لتقدير النظام ككل تعتبر هي الأكفأ في هذه الحالة.

3- تحديد درجة التأخير المثلى لنموذج VAR: من بين الأسئلة التي يمكن طرحها حول كيفية بناء نموذج «VAR» هو كيفية تحديد عدد التأخيرات الأمثل، فالإجابة على هذا السؤال تعد ضرورة ملحة لتفادي عواقب المبالغة في تضخيم أو تقليل عدد التأخيرات وما يمكن أن يؤدي إليه من تشويه لهيكل وديناميكية النموذج، ففي هذا الصدد نجد أن استخدام عدد تأخيرات أكثر مما يجب يؤدي إلى التهام درجات الحرية والذي يؤدي بدوره إلى فقدان معلومات مهمة في النظام، دون نسيان المشاكل المتعلقة بالتعدد الخطي في هذه الحالة، أما استخدام عدد تأخيرات أقل مما يجب قد يؤدي إلى الوقوع فيما يسمى بأخطاء التحديد.

ثالثا: اختبارات النموذج: تتحدد هذه الاختبارات بنموذج النظرية الاحصائية من اجل تقييم المعنوية الاحصائية لتقديرات النموذج القياسي، وهذه الاختبارات هي:

⁽¹⁾ عبد الله قوري يحيى يحيى، محددات التضخم في الجزائر، دراسة قياسية باستخدام نماذج متجهات الانحدار الذاتي المتعددة الهيكلية SVAR 1970-2012، مجلة الباحث، العدد 14، المدرسة العليا للإحصاء والاقتصاد التطبيقي، الجزائر، 2014، ص 87-88.

1- اختبار فرضيات النموذج الخطي البسيط: يوجد نوعان من الاختبارات في الاقتصاد القياسي، اختبارات إحصائية وأخرى قياسية وسنعمد في تقييم معاملات النموذج الخطي البسيط على الاختبارات الإحصائية وتمثل في اختبارات معنوية لقياس درجة الثقة في المعلمات المقدرة من العينة كأساس جيد للوصول إلى معاملات المجتمع من خلال اختبار قيمة t ، اختبار إحصائية F ، حدود الثقة لمعاملات الانحدار، ولختبار جودة الارتباط الحكم على مدى المقدرة التفسيرية للنموذج بواسطة R^2 .⁽¹⁾

2- اختبارات جذر الوحدة للاستقرارية: تتمثل هذه الاختبارات في:

1-2- اختبار ديكي- فولر المطور (ADF): إنَّ الاختبار DF يُفترض أنَّ ε_t تشويش أبيض، بمعنى أن هناك إمكانية وجود ارتباط بين الأخطاء، ولهذا تم تطويره سنة 1981 وأصبح يُسمى اختبار ADF (test Dickey Fuller Augmentes) ويُطبق بنفس طريقة اختبار DF حيث يتم تقدير النماذج التالية بطريقة المربعات الصغرى وتحت فرضية العدم $(H_0 : \lambda = 0)$.⁽²⁾

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^P \phi_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1)$$

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^P \phi_j \Delta Y_{t-j} \alpha + \varepsilon_t \dots \dots \dots (2)$$

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^P \phi_j \Delta Y_{t-j} + \alpha + \beta_t + \varepsilon_t \dots \dots (3)$$

حيث يتم تحديد قيمة التأخير (عدد الفجوات الزمنية) باستعمال معايير أهمها: معيار Akaike ومعيار Schwarz نقوم بمقارنة إحصائية Dickey-Fuller (τ) المقدرة للمعلمة مع القيم الجدولية لـ (Dickey and Fuller) والمطوّرة أيضاً بواسطة MacKinnon، فإنَّ كانت القيمة المطلقة لإحصائية (τ) المقدرة تتجاوز القيم الحرجة لـ (DF) فإنَّها تكون معنوية إحصائياً ونرفض فرض العدم بوجود جذر الوحدة في السلسلة، أي أنَّها ساكنة والعكس صحيح.

2-2- اختبار KPSS (Kwiatkowski-Phillips-Shmidt-Shin test statistic): حيث اقترح KPSS استخدام مضاعف لاغرانج لاختبار فرضية العدم التي تقرر الاستقرارية للسلسلة ويكون هذا الاختبار من خلال تقدير النموذجين (02) و(03) أعلاه ثم حساب المجموع الجزئي للبقايا $\hat{\varepsilon}_i$ $S_t = \sum_{i=1}^t \hat{\varepsilon}_i$ ثم تقدير التباين طويل الأجل S_t^2 بنفس طريقة فليبس وبيرون، ويتم احتساب إحصائية KPSS وفقاً للعلاقة:⁽³⁾

$$LM = \frac{1}{S_t^2} \frac{\sum_{t=1}^n S_t^2}{n^2}$$

⁽¹⁾ Michel. T, Méthodes Statistiques en Gestion, Dunod, Paris, France, 1994, P 101

⁽²⁾ Régis Bourbonnais, **Econométrie**, Dunod, paris, France, 2006, P 232.

⁽³⁾ IBID, P P 251/252.

3- اختبار السببية: إن توضيح العلاقات السببية الموجودة بين المتغيرات الاقتصادية يعطي عناصر انعكاس جد مناسبة لفهم و تفسير الظواهر الاقتصادية. أما عمليا، فإن ذلك ضروري من أجل صياغة صحيحة للسياسة الاقتصادية. في حين أن معرفة اتجاه السببية جد مهم أيضا من أجل توضيح العلاقة الموجودة بين المتغيرات الاقتصادية.⁽¹⁾

✓ **سببية غرانجر Granger:** قام غرانجر سنة 1969 بوضع مصطلحي السببية والخارجية. بحيث تكون المتغيرة X_{2t} مسبب (دافع) ل X_{1t} إذا تحسنت القيمة التنبؤية عند إضافة المعلومة المتعلقة ب X_2 في التحليل.⁽²⁾ وتعني العلاقة السببية في الاقتصاد قدرة أحد المتغيرات على التنبؤ (تسبب في) في متغير آخر، حيث اقترح Granger 1969 معيار لتحديد العلاقة السببية بين متغيرين التي تتركز على العلاقة الديناميكية بين السلاسل الزمنية ويركز هذا الاختبار على العلاقة المباشرة بين المتغيرات واتجاهها، وقد يكون اتجاه السببية في اتجاه واحد أو متبادل أو ليس هناك علاقة سببية.⁽³⁾

المطلب الثاني: طبيعة العلاقة بين المتغيرات وتحليلها الوصفي

في هذا المطلب سنقوم بالتعريف بالعلاقة بين المتغيرات الدراسة وتصنيف المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة، كذلك سنقوم بتحليل ووصف تطور كل متغيرات الدراسة على طول فترات حددناها برباعيات (فصول) عبر الفترة الممتدة من 2010 إلى 2016 لتصبح لدينا 28 مشاهدة.

أولا: **طبيعة العلاقة بين المتغيرات:** حتى تتمكن من تقدير العلاقة بين المتغيرات اعتمدنا على سلسلة زمنية فصلية طويلة تمتد من سنة 2010 إلى سنة 2016 وذلك من أجل استخدام تقنية نموذج VAR.

1- التعريف بمتغيرات الدراسة: كل نموذج قياسي يستخدم لتفسير ظاهرة ما يجب أن يحتوي على متغير تابع، متغيرات مفسرة والمتغير العشوائي.

1-1- المتغير التابع: وهو المتغير المدروس أو المتغير الداخلي وهو نسبة الهيكل المالي (الرفع المالي) في دراستنا (DT)

$$\text{حيث تم حسابه من خلال العلاقة التالية: نسبة الهيكل المالي} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$$

1-2- المتغيرات المستقلة: وهي المتغيرات المفسرة للظاهرة المدروسة والمتمثلة في دراستنا في:

$$\checkmark \text{ نسبة السيولة (LR): حيث تم حسابها بالعلاقة التالية: نسبة السيولة} = \frac{\text{مجموع الأصول المتداولة}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$$

(1) Hiroy Toda, Philips.C.B, **Vector Autoregression and causality**, Vol 61, N 06, 1993, p 93.

(2) BOURBONNAIS .R, **Econométrie** ,Dunod , 3^{ème} Edition, Paris, France, 2000, P 270.

(3) Ben Naceur Hassen, **économétrie Notes de cours – Exercices corrigés**, Contre de Publication Universitaire, Manouba, Tunisie, 2010, P 231.

✓ نسبة الربحية (PR): حيث تم حسابها بالعلاقة التالية: نسبة الربحية = $\frac{\text{النتيجة بعد الضرائب}}{\text{المبيعات}}$ ؛

✓ هيكل الأصول (CAR): هو ما تم حسابه وفق العلاقة التالية: هيكل الأصول = $\frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{مجموع الأصول}}$ ؛

✓ المردودية الاقتصادية (RE): حيث تم حسابها وفق العلاقة التالية: المردودية الاقتصادية = $\frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{مجموع الأصول}}$ ؛

✓ المردودية المالية (RF): حيث تم حسابها وفق العلاقة التالية: المردودية المالية = $\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$.

2- مصادر بيانات متغيرات الدراسة: اعتمدت الدراسة على بيانات السلاسل الزمنية الفصلية والمستمدة من القوائم المالية للمؤسسة حيث تم احتساب قيم الهيكل المالي، السيولة، الربحية، هيكل الأصول، المردودية الاقتصادية والمالية حسب العلاقات الخاصة بها، في حين عمر المؤسسة بالسنوات، وقد تم تحويل القيم السنوية إلى قيم فصلية عن طريق برمجية Eviews 09 من أجل الحصول على فترة زمنية طويلة نسبياً يمكننا من تطبيق دراستنا.

3- العلاقة التي تربط المتغير التابع بالمتغيرات المفصرة له حسب المنطق النظري:

✓ العلاقة الموجودة بين نسبة الهيكل المالي ونسبة السيولة هي علاقة عكسية، أي أن زيادة السيولة للشركة تمكنها من استخدام هذه السيولة عند الحاجة دون اللجوء إلى الاقتراض الخارجي؛

✓ العلاقة بين نسبة الهيكل المالي ونسبة الربحية علاقة طردية حيث تعبر نسبة الربحية عن قدرة الشركة على دفع فوائد ديونها من الأرباح، أي أنها تقيس عدد مرات تغطية الفوائد من أرباح الشركة وعليه فكلما زادت هذه النسبة كلما زادت القدرة على تغطية فوائد الديون والعكس بالعكس ويعتبر 1.5 بالمائة حد أدنى من مستوى الأمان وكلما قلت هذه النسبة عن 1 بالمائة كلما كانت المؤسسة عاجزة عن تغطية فوائد ديونها؛

✓ العلاقة بين نسبة الهيكل المالي وهيكل الأصول هي علاقة عكسية، أي أنه كلما زادت نسبة الأصول الثابتة زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على الديون، ذلك أن تمويل المقرضين للأصول الثابتة يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة الأصول في حالة التصفية، وهذه النتائج تتوافق مع نظرية الالتقاط التدريجي POT، والتي ترى أن المؤسسة التي لديها أصول ثابتة قليلة تستعمل الديون في التقليل من حساسية عدم التماثل في المعلومات مقارنة بالأسهم، كذلك جاءت النتائج عكس دراسة scott 1988 والتي ترى أن المؤسسة التي لديها أصول ثابتة تلجأ إلى الاقتراض بدرجة أكبر وذلك بسبب القدرة التسليفية للأصول الثابتة كما أن المؤسسة يمكنها الاقتراض بمعدل فائدة منخفض إذا كانت لديها ديون مضمونة بأصول ثابتة، كما أن استخدام الأصول الثابتة كضمان للحصول على القروض وفقاً لمبدأ التغطية في

التمويل الذي يقضي بضرورة تمويل الأصول الثابتة بمصادر تمويل دائمة سواء القروض طويلة الأجل أو أموال خاصة؛

✓ العلاقة بين نسبة الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية هي علاقة عكسية وهذا يعني أن المؤسسة لا تعتمد على الدين في تمويل أصولها، تلجأ المؤسسة لتمويل احتياجاتها في البداية إلى التمويل الذاتي بعد ذلك تلجأ إلى الديون، وهذا ما يؤيد نظرية الالتقاط التدريجي POT وحسب هذه النظرية تلجأ المؤسسة لتمويل احتياجاتها في البداية إلى التمويل الذاتي بعد ذلك تلجأ إلى الديون ؛

✓ العلاقة بين نسبة الهيكل المالي والمردودية المالية هي علاقة عكسية وهذا يعني أن الاعتماد على الديون بشكل كبير ينقص من نسبة المردودية المالية.

ثانيا: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة: من خلال هذا العنصر سنقوم بدراسة التطور التاريخي الفصلي لمتغيرات الدراسة واستنتاج التغيرات الحاصلة عليها، وهذا على النحو الآتي:

1- دراسة وصفية تحليلية للمتغير التابع (نسبة الهيكل المالي DT): من خلال تحليلنا السابق للنسب المالية وجدنا نسبة الهيكل المالي منخفضة طول فترات الدراسة تقريبا وهذا يعني أن الهيكل المالي يعتمد بالدرجة الأولى على الديون، أي أن المؤسسة تعتمد على التمويل الخارجي في تمويل استثماراتها وفي حالة عجزها عن تغطية احتياجاتها المالية تلجأ إليه بنسبة كبيرة ، والجدول رقم (12) يوضح الاحصائيات الوصفية الخاصة بنسبة الهيكل المالي خلال الفترة 2016/2010.

الجدول رقم (12): الاحصائيات الوصفية الخاصة بالمتغير التابع (نسبة الهيكل المالي DT)

	DT
Mean	0.972645
Median	0.968985
Maximum	1.091873
Minimum	0.887100
Std. Dev.	0.064057
Skewness	0.448468
Kurtosis	2.110093
Jarque-Bera	1.862500
Probability	0.394061
Sum	27.23405
Sum Sq. Dev.	0.110790
Observations	28

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على 09 Eviews

من خلال الجدول رقم (12) نلاحظ أن قيمة الوسط الحسابي 0.972645 أما قيمة الوسيط فهي 0.968985 في حين نلاحظ أن أكبر قيمة لنسبة الهيكل المالي بلغت 1.091873 وأدنى قيمة 0.887100، أما قيمة الانحراف المعياري فهي 0.064057 وتبين أن هناك تشتت ضعيف بين القيم، أي أن هناك تباعد بين قيم نسبة الهيكل المالي.

2- دراسة وصفية تحليلية للمتغير المستقل (نسبة السيولة (LR)): من خلال التحليل السابق للنسب المالية تبين لنا بأن نسبة السيولة مرتفعة بشكل ضعيف وهذا يدل على أن قدرة المؤسسة في سداد التزاماتها ضعيفة، والجدول رقم (13) يوضح الاحصائيات الوصفية الخاصة بنسبة السيولة خلال الفترة 2016/2010.

الجدول رقم (13): الاحصائيات الوصفية الخاصة بالمتغير المستقل (نسبة السيولة (LR))

	LR
Mean	0.317997
Median	0.305704
Maximum	0.561400
Minimum	0.248817
Std. Dev.	0.071963
Skewness	1.923446
Kurtosis	6.793847
Jarque-Bera	34.05716
Probability	0.000000
Sum	8.903929
Sum Sq. Dev.	0.139826
Observations	28

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على Eviews 09

من خلال الجدول رقم (13) نلاحظ أن قيمة الوسط الحسابي 0.317997 أما قيمة الوسيط فهي 0.305704 في حين نلاحظ أن أكبر قيمة لنسبة السيولة بلغت 0.561400 وأدنى قيمة 0.248817، أما قيمة الانحراف المعياري فهي 0.071963 وتبين أن هناك تشتت ضعيف بين القيم، أي أن هناك تباعد بين قيم نسبة الهيكل المالي.

3- دراسة وصفية تحليلية للمتغير المستقل (نسبة الربحية (PR)): من خلال التحليل السابق للنسب المالية وجدنا نسبة الربحية متذبذبة نوعا ما بين الزيادة والنقصان وهذا دليل على أن المؤسسة تحتاج لتحسين سيطرتها على التكاليف، والجدول رقم (14) يوضح الاحصائيات الوصفية الخاصة بنسبة الربحية خلال الفترة 2016/2010.

الجدول رقم (14): الاحصائيات الوصفية الخاصة بالمتغير المستقل (نسبة الربحية (PR))

	PR
Mean	0.160001
Median	0.094950
Maximum	0.606600
Minimum	-0.061209
Std. Dev.	0.181947
Skewness	1.146059
Kurtosis	3.420826
Jarque-Bera	6.336048
Probability	0.042087
Sum	4.480040
Sum Sq. Dev.	0.893830
Observations	28

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على Eviews 09

من خلال الجدول رقم (14) نلاحظ أن قيمة الوسط الحسابي 0.160001 أما قيمة الوسيط فهي 0.094950 في حين نلاحظ أن أكبر قيمة لنسبة السيولة بلغت 0.606600 وأدنى قيمة -0.061209، أما قيمة الانحراف المعياري فهي 0.181947 وتبين أن هناك تشتت ضعيف بين القيم، أي أن هناك تباعد بين قيم نسبة الهيكل المالي.

4- دراسة وصفية تحليلية للمتغير المستقل (هيكل الأصول (CAR)): من خلال تحليلنا السابق للنسب المالية وجدنا بأن نسبة هيكل الأصول كانت مرتفعة في السنوات الثلاثة الأولى ثم انخفضت في السنوات المتبقية وهذا راجع إلى إقامة استثمارات جديدة في السنوات الأولى وعدم تجديدها أو عدم توسيعها في السنوات الأخرى نتيجة اهتلاكها، والجدول رقم (15) يوضح الاحصائيات الوصفية الخاصة بهيكل الأصول خلال الفترة 2016/2010.

الجدول رقم (15) : الاحصائيات الوصفية الخاصة بالمتغير المستقل (هيكل الأصول (CAR))

	CAR
Mean	0.830170
Median	0.841472
Maximum	0.884744
Minimum	0.700100
Std. Dev.	0.056596
Skewness	-1.234225
Kurtosis	3.345908
Jarque-Bera	7.248377
Probability	0.026671
Sum	23.24475
Sum Sq. Dev.	0.086484
Observations	28

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على 09 Eviews

من خلال الجدول رقم (15) نلاحظ أن قيمة الوسط الحسابي 0.830170 أما قيمة الوسيط فهي 0.841472 في حين نلاحظ أن أكبر قيمة لنسبة السيولة بلغت 0.884744 وأدنى قيمة 0.700100، أما قيمة الانحراف المعياري فهي 0.056596 وتبين أن هناك تشتت ضعيف بين القيم، أي أن هناك تباعد بين قيم نسبة الهيكل المالي.

5- دراسة وصفية تحليلية للمتغير المستقل (المردودية الاقتصادية (RE)): من خلال تحليلنا للنسب المالية وجدنا الجدول بأن المردودية الاقتصادية تميزت بتذبذبات ويعود سبب هذا التذبذب إلى التغير في نتيجة الاستغلال المحققة في كل سنة وكذلك التغير في مجموع الأصول رقم (16) يوضح الاحصائيات الوصفية الخاصة بالمردودية الاقتصادية خلال الفترة 2016/2010.

الجدول رقم (16): الاحصائيات الوصفية الخاصة بالمتغير المستقل (المردودية الاقتصادية (RE))

	RE
Mean	0.069364
Median	0.054275
Maximum	0.500200
Minimum	0.008462
Std. Dev.	0.088192
Skewness	4.352917
Kurtosis	21.90969
Jarque-Bera	505.5958
Probability	0.000000
Sum	1.942193
Sum Sq. Dev.	0.210002
Observations	28

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على Eviews 09

من خلال الجدول رقم (16) نلاحظ أن قيمة الوسط الحسابي 0.069364 أما قيمة الوسيط فهي 0.054275 في حين نلاحظ أن أكبر قيمة لنسبة السيولة بلغت 0.500200 وأدنى قيمة 0.008462 ، أما قيمة الانحراف المعياري فهي 0.088192 وتبين أن هناك تشتت ضعيف بين القيم، أي أن هناك تباعد بين قيم نسبة الهيكل المالي.

6- دراسة وصفية تحليلية للمتغير المستقل (المردودية المالية (RF)): من خلال التحليل السابق للنسب المالية وجدنا نسبة المردودية المالية تتميز بتذبذبات عديدة إلا أنها تفوق المردودية المالية ونتيجة ذلك اعتماد المؤسسة على التمويل الذاتي في تمويل استثماراتها ثم اللجوء على الاقتراض، الجدول رقم (17) يوضح الاحصائيات الوصفية الخاصة بالمردودية المالية خلال الفترة 2010/2016.

الجدول رقم (17): الاحصائيات الوصفية الخاصة بالمتغير المستقل (المردودية المالية (RF))

	RF
Mean	0.201059
Median	0.329450
Maximum	0.709484
Minimum	-0.311598
Std. Dev.	0.298439
Skewness	-0.204886
Kurtosis	2.131381
Jarque-Bera	1.076146
Probability	0.583872
Sum	5.629655
Sum Sq. Dev.	2.404779
Observations	28

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على Eviews 09

من خلال الجدول رقم (17) نلاحظ أن قيمة الوسط الحسابي 0.201059 أما قيمة الوسيط فهي 0.329450 في حين نلاحظ أن أكبر قيمة لنسبة السيولة بلغت 0.70948 وأدنى قيمة -0.311598، أما قيمة

الانحراف المعياري فهي 0.298439 وتبين أن هناك تشتت ضعيف بين القيم، أي أن هناك تباعد بين قيم نسبة الهيكل المالي.

المطلب الثالث: تحليل نتائج الدراسة القياسية

في هذا المطلب سنقوم باختبار نموذج الانحدار الذاتي وفق مجموعة من المعايير الإحصائية التي تهدف إلى اختبار مدى الثقة الإحصائية في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج.

1- اختبار الاستقرارية لمتغيرات الدراسة (اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) لاستقرارية السلاسل): من أجل تحديد أثر المتغيرات المفسرة على المتغير التابع لا بد من تحديد مدى استقرارية السلاسل وفقاً لاختبار KPSS والجدول رقم (18) يوضح نتائج الاختبار.

الجدول رقم (18): نتائج اختبار "KPSS" للجذور الوحدوية المتعلقة بالسلاسل قيد الدراسة

اختبار KPSS			
المتغير	اختبار المستوى بقاطع	اختبار المستوى بقاطع واتجاه عام	درجة التكامل $I(D)$
DT	0.605778	0.14905	$I(0)$
LR	0.172140	0.137912	$I(0)$
PR	0.087348	0.087409	$I(0)$
AGE	0.675974	0.962288	$I(0)$
CAR	0.261673	0.175311	$I(0)$
RE	0.334902	0.122708	$I(0)$
RF	0.390381	0.111393	$I(0)$

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات برمجية EVIEWS 09

من خلال البيانات المبينة في الجدول نلاحظ أن السلاسل المدروسة مستقرة في المستوى سواء بقاطع أو بقاطع واتجاه عام (حيث القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم الجدولية بالقيمة المطلقة) أذن السلاسل مستقرة ومتكاملة في المستوى $I(0)$.

2- اختبار عدد مدد التباطؤ الزمني لنموذج VAR(SelectionThoLagLength): لاعتقاد نموذج الانحدار الذاتي (VAR) فإنه أولاً يجب تحديد العدد الأمثل لمدد التباطؤ الزمني (LagLength) وذلك من خلال المعايير الإحصائية التالية: (معياري أكايك AIC، معيار شوارتز SIC، معيار هانن كون HQ، حيث يتم اختيار أقل قيمة لكل معيار والتي يقابلها التباطؤ الزمني الأمثل والجدول رقم (19) يوضح ذلك:

الجدول رقم (19): درجة التأخر المعتمدة في نموذج VAR

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: DT CAR LR PR RE RF
Exogenous variables: C
Date: 06/05/17 Time: 12:26
Sample: 2010Q1 2016Q4
Included observations: 26

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	178.5701	NA	6.92e-14	-13.27463	-12.98430	-13.19102
1	410.1744	338.4985	2.19e-20	-28.32110	-26.28880	-27.73587
2	732.2875	322.1131*	1.01e-29*	-50.32981*	-46.55552*	-49.24295*

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: مخرجات البرنامج Eviews 9

حسب عدد المشاهدات الـ 26 في دراستنا ومن الجدول أعلاه نأخذ درجة التأخر والتي تقابل أصغر قيمة في كل مقياس (HQ, SC, AIC, FPE,) والتي توافق $2(P=2)$.

3- معايرة نموذج VAR للمتغيرات المعتمدة في الدراسة وتحليل التباين:

3-1- معايرة نموذج VAR (Vector Auto Regression) للمتغيرات المعتمدة في الدراسة: من خلال نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR يعتمد كل متغير على القيم السابقة له والقيم السابقة للمتغيرات الأخرى وفقا لفترات التباطؤ المحددة، والمعادلة الآتية توضح ذلك:

$$DT = -4.84210*DT(-1) + 7.18357*DT(-2) - 1.23799*CAR(-1) - 3.42546*CAR(-2) + 2.27966*LR(-1) - 3.79317*LR(-2) - 0.29764*PR(-1) + 0.27657*PR(-2) - 4.85803*RE(-1) + 4.33035*RE(-2) - 0.00020*RF(-1) + 0.00958*RF(-2) + 3.12072$$

[-2.12508] [2.57002] [-6.96146] [-1.85345] [2.89170] [-2.41584]
[-3.36173] [2.84715] [-2.84252] [2.76455] [-0.04215] [1.60428] [2.14878]

R= 0.999543 F= 2367.453 N = 26

من خلال المعادلة أعلاه نلاحظ أن:

✓ المتغير التابع (الهيكل المالي) يعرف من خلال هذه المعادلة بثابت وتأخيرين بالنسبة لكل من: الهيكل المالي، نسبة السيولة، نسبة الربحية، هيكل الأصول، المردودية الاقتصادية والمردودية المالية أي أن نسبة الهيكل المالي في السنة t تعرف وتتأثر بنسبة الهيكل المالي والمتغيرات الأخرى خلال السنتين السابقتين (t-1) و (t-2)؛

- ✓ قيمة الثابت موجبة وهو يمثل قيمة الرفع المالي في غياب المتغيرات الأخرى وهي مقبولة اقتصادياً؛
- ✓ هناك علاقة عكسية بين نسبة الهيكل المالي وقيمتها المؤخرة الأولى (إشارة سالبة) ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع نسبة الهيكل المالي لسنة ما فيتوقع أن يتراجع هذا الارتفاع في السنة المقبلة وأن انخفاض نسبة الهيكل المالي لسنة ما فيتوقع أن يرتفع في السنة المقبلة، ويرجع هذا التغير إلى توجهات النشاط الاقتصادي للشركة خلال الدورات الاقتصادية المتكررة والمتعاقبة)، أما العلاقة الطردية بين نسبة الهيكل المالي وقيمتها المؤخرة الثانية (إشارة موجبة) فتشير إلى أن ارتفاع نسبة الهيكل المالي لسنة ما يتوقع أن يكون لها تأثير إيجابي بعد سنتين والعكس بالعكس؛
- ✓ هناك علاقة عكسية بين نسبة الهيكل المالي وهيكل الأصول بالنسبة للتأخيرين فزيادة هيكل الأصول لسنة ما تؤدي إلى تراجع نسبة الهيكل المالي في السنتين الموالتين لها نتيجة عدم المؤسسة على الديون قصيرة الأجل في تمويل الأصول الثابتة، أي أنه كلما زادت نسبة الأصول الثابتة زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على الديون، وهذه النتائج تتوافق مع نظرية الالتقاط التدريجي POT، والتي ترى أن المؤسسة التي لديها أصول ثابتة قليلة تستعمل الديون في التقليل من حساسية عدم التماثل في المعلومات مقارنة بالأسهم، كذلك جاءت النتائج عكس دراسة scott 1988 والتي ترى أن المؤسسة التي لديها أصول ثابتة تلجأ إلى الاقتراض بدرجة أكبر وذلك بسبب القدرة التسليفية للأصول الثابتة كما أن المؤسسة يمكنها الاقتراض بمعدل فائدة منخفض إذا كانت لديها ديون مضمونة بأصول ثابتة، كما أن استخدام الأصول الثابتة كضمان للحصول على القروض وفقاً لمبدأ التغطية في التمويل الذي يقضي بضرورة تمويل الأصول الثابتة بمصادر تمويل دائمة سواء القروض طويلة الأجل أو أموال خاصة؛
- ✓ هناك علاقة طردية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة السيولة للتأخير الأول فزيادة نسبة السيولة لسنة ما يتوقع أن تؤدي إلى زيادة نسبة الهيكل المالي في السنة الموالية لها نتيجة السيولة العالية التي تتمتع المؤسسة مما يجعلها قادرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، أما العلاقة العكسية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة السيولة بالنسبة للتأخير الثاني فتشير إلى أن زيادة نسبة السيولة لسنة ما يتوقع أن تؤدي إلى تأثير سلبي على نسبة الهيكل المالي بعد سنتين والعكس بالعكس ويرجع هذا إلى أن زيادة السيولة للمؤسسة تمكنها من استخدام هذه السيولة عند الحاجة دون اللجوء إلى الاقتراض الخارجي وهذه النتيجة تدعم نظرية الالتقاط التدريجي POT؛
- ✓ هناك علاقة عكسية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة الربحية بالنسبة للتأخير الأول فزيادة نسبة الربحية لسنة ما تؤدي إلى تراجع نسبة الهيكل المالي في السنة الموالية لها نتيجة الربحية المرتفعة التي تتمتع المؤسسة مما يجعلها تميل إلى تمويل أنشطتها من مصادر تمويل داخلي ذات تكاليف منخفضة وفي حالة احتاجت لتمويل إضافي فإنها تلجأ إلى الاقتراض الخارجي، أما العلاقة الطردية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة الربحية بالنسبة للتأخير الثاني فتشير إلى أن زيادة نسبة الربحية لسنة ما يتوقع أن تؤدي إلى زيادة نسبة الهيكل المالي بعد سنتين نتيجة قدرة الشركة على دفع فوائد ديونها من الأرباح؛

✓ هناك علاقة عكسية بين نسبة الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية بالنسبة للتأخير الأول وزيادة المردودية الاقتصادية لسنة ما تؤدي إلى تراجع نسبة الهيكل المالي في السنة الموالية لها نتيجة عدم اعتماد المؤسسة على الدين في تمويل أصولها حيث أنها تلجأ في البداية إلى التمويل الذاتي بعد ذلك تلجأ إلى الديون، أما العلاقة الطردية بين نسبة الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية بالنسبة للتأخير الثاني فتشير إلى أن زيادة المردودية الاقتصادية لسنة ما يتوقع أن تؤدي إلى زيادة نسبة الهيكل المالي بعد سنتين نتيجة اعتماد المؤسسة على الديون في تمويل استثماراتها بالدرجة الأولى، وهذا ما يؤيد نظرية الالتقاط التدريجي POT وحسب هذه النظرية تلجأ المؤسسة لتمويل احتياجاتها في البداية إلى التمويل الذاتي بعد ذلك تلجأ إلى الديون؛

✓ هناك علاقة عكسية بين نسبة الهيكل المالي والمردودية المالية بالنسبة للتأخير الأول وزيادة المردودية المالية لسنة ما تؤدي إلى تراجع نسبة الهيكل المالي في السنة الموالية لها نتيجة وهذا يعني أن الاعتماد على الديون بشكل كبير ينقص من نسبة الهيكل المالي، وهذا ما يؤيد نظرية الالتقاط التدريجي POT وحسب هذه النظرية تلجأ المؤسسة لتمويل احتياجاتها في البداية إلى التمويل الذاتي بعد ذلك تلجأ إلى الديون؛ أما العلاقة الطردية بين نسبة الهيكل المالي والمردودية المالية بالنسبة للتأخير الثاني فتشير إلى أن زيادة المردودية المالية لسنة ما يتوقع أن تؤدي إلى زيادة نسبة الهيكل المالي بعد سنتين وهذا يعني أننا كلما اعتمدنا على الديون تزيد نسبة المردودية المالية؛

✓ أما من الناحية الإحصائية فبالنسبة لمعاملات النموذج نلاحظ أن جميع قيمها معنوية فالقيم المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر من القيمة الجدولية (اختبار ستودنت t)

✓ أما من الناحية الإحصائية الكلية نلاحظ أن قيمة معامل التحديد أكبر من 0.99 وهي قيمة موجبة مرتفعة جدا تقترب من الواحد وهذا ما يفسر شدة العلاقة بين المتغير التابع (نسبة الهيكل المالي) والمتغيرات التفسيرية أي تغير نسبة الهيكل المالي يرجع إلى المتغيرات التفسيرية بنسبة 99.95% والباقي يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج، كما أن قيمة فيشر المحسوبة 2367.45 أكبر من قيمتها الجدولية وهذا يعني أن للنموذج ككل معنوية إحصائية.

3-2- تحليل التباين لنموذج الهيكل المالي: يوضح تحليل التباين العلاقة بين المتغيرات وتأثير كل منها على بعضها البعض، من خلال تحديد مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير والجدول رقم (20) يوضح تحليل التباين لنموذج نسبة الهيكل المالي.

الجدول رقم (20): تحليل التباين لنموذج نسبة الهيكل المالي

Variance Decomposition of DT:

Period	S.E.	DT	CAR	LR	PR	RE	RF
1	0.001766	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.018039	80.53922	18.78044	0.095254	0.146826	0.438220	3.59E-05
3	0.057930	17.21565	79.01350	0.150727	0.781717	2.822043	0.016365
4	0.306085	5.243324	92.51826	0.020976	0.651142	1.510053	0.056243
5	1.614988	26.82248	72.72795	0.006124	0.165443	0.239144	0.038850
6	4.151583	56.74917	42.92668	0.069936	0.029081	0.127389	0.097745
7	8.275628	76.92336	18.52748	0.293077	0.705750	3.505930	0.044403
8	52.47562	4.909899	92.81910	0.031935	0.562322	1.660592	0.016152
9	253.7323	23.60166	75.71924	0.003829	0.234095	0.385205	0.055973
10	808.3433	49.91563	49.87503	0.048406	0.037337	0.055710	0.067887

المصدر: مخرجات البرنامج 9 Eviews

من خلال الجدول نلاحظ أن هيكل الأصول يأخذ أكبر النسب في تفسير تباين المتغير التابع (نسبة الهيكل المالي) حيث تتراوح قيمه بين أكثر من 18 و 92 بالمائة ومن الملاحظ أن قيم هيكل الأصول تتغير عكسيا بالنسبة إلى نسبة الهيكل المالي فتراجع نسبة الهيكل المالي تكون نتيجة زيادة هيكل الأصول، وزيادة نسبة الهيكل المالي تكون نتيجة التغير والتراجع في هيكل الأصول وهذا ما يدعم ويتماشى مع ما تم التوصل إليه سابقا، أما بقية المتغيرات فهي تمثل قيم ضعيفة وتتغير تغيرات طفيفة بالزيادة والنقصان وبالتالي تفسيرها ضعيف في التأثير على المتغير التابع مقارنة مع تغير هيكل الأصول.

4- اختبار السببية لغرانجر (Granger Causality Test): تعني العلاقة السببية في الاقتصاد قدرة أحد المتغيرات على التنبؤ (تسبب في) في متغير آخر ويركز هذا الاختبار على العلاقة المباشرة بين المتغيرات واتجاهها والشكل رقم (21) يوضح ذلك:

الشكل رقم (20): نتائج اختبار السببية بين متغيرات الدراسة لغرانجر

DT							
CAR	2	CAR					
LR	2	2	LR				
RF	Non	Non	2	RF			
PR	Non	Non	Non	2	PR		
RE	2	2	2	2	2	2	RE

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات البرنامج Eviews

يشير السهم في الشكل السابق إلى اتجاه السببية (أحادي الاتجاه أو ثنائي) أما الرقم في المربع فيشير إلى فترات التباطؤ، بينما تشير Non إلى عدم وجود علاقة سببية ومن خلال اختبار السببية لغرانجر (Granger Causality Test) تم تحديد اتجاه السببية كما يلي:

- ✓ وجود علاقة سببية بين نسبة الهيكل المالي وهيكل الأصول في اتجاهين من CAR إلى DT والعكس بمعنى نسبة الهيكل المالي تؤثر وتتأثر بهيكل الأصول؛
- ✓ وجود علاقة سببية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة السيولة في اتجاه واحد من DT إلى LR بمعنى نسبة الهيكل المالي تؤثر على نسبة السيولة؛
- ✓ وجود علاقة سببية بين نسبة الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية في اتجاه واحد من DT إلى RE بمعنى نسبة الهيكل المالي تؤثر على المردودية الاقتصادية وتتسبب فيها؛
- ✓ وجود علاقة سببية بين نسبة السيولة وهيكل الأصول في اتجاهين من CAR إلى DT والعكس بمعنى نسبة السيولة تؤثر وتتأثر بهيكل الأصول؛
- ✓ وجود علاقة سببية بين هيكل الأصول والمردودية الاقتصادية في اتجاه واحد من CAR إلى RE بمعنى هيكل الأصول يؤثر على المردودية المالية ويتسبب فيها؛
- ✓ وجود علاقة سببية بين المردودية المالية ونسبة السيولة في اتجاه واحد من RF إلى LR بمعنى المردودية المالية تؤثر على نسبة السيولة وتتسبب فيها؛

✓ وجود علاقة سببية بين المردودية الاقتصادية ونسبة السيولة في اتجاه واحد من RE إلى LR بمعنى المردودية الاقتصادية تؤثر على نسبة السيولة وتتسبب فيها؛

✓ وجود علاقة سببية بين المردودية المالية ونسبة السيولة في اتجاه واحد من RF إلى PR بمعنى المردودية المالية تؤثر على نسبة الربحية وتتسبب فيها؛

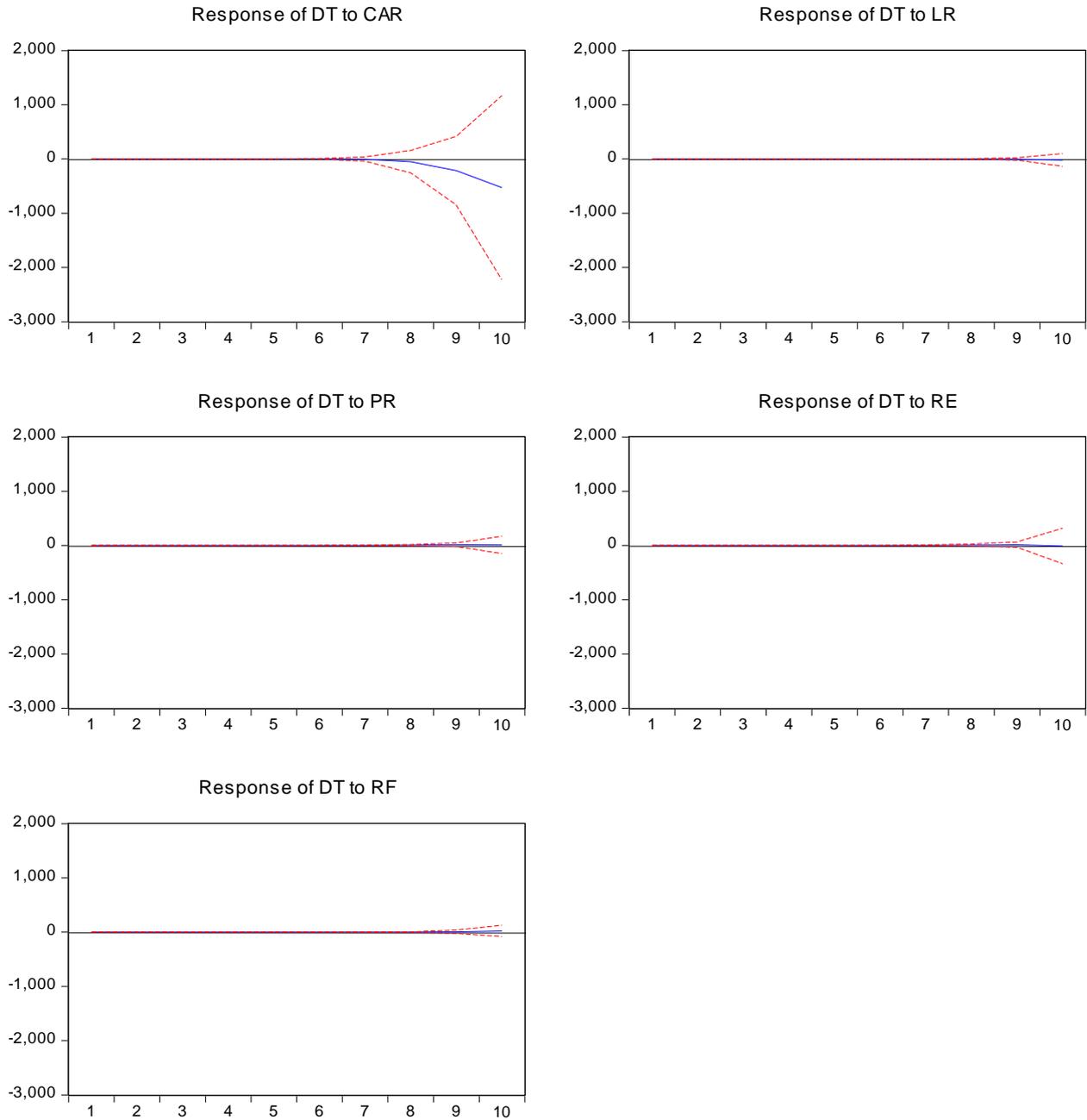
✓ وجود علاقة سببية بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية في اتجاه واحد من RE إلى RF بمعنى المردودية الاقتصادية تؤثر على المردودية المالية وتتسبب فيها؛

✓ وجود علاقة سببية بين المردودية الاقتصادية ونسبة الربحية في اتجاه واحد من RE إلى PR بمعنى المردودية الاقتصادية تؤثر على نسبة الربحية وتتسبب فيها.

6- **أثر الصدمات ودوال الاستجابة الدفعية:** ان حدوث صدمة في إحدى المتغيرات يحدث أثر في باقي المتغيرات الأخرى، وبما أن موضوع دراستنا هو نسبة الهيكل المالي فإننا سنبحث حول أثر حدوث صدمات منفردة في المتغيرات الخارجية وأثارها على المتغير الداخلي المتمثل في نسبة الهيكل المالي، بمعنى آخر مدى استجابة نسبة الهيكل المالي للصدمة المرتبطة بالمتغيرات الأخرى، والشكل رقم (21) يوضح ذلك:

الشكل رقم(21): استجابة نسبة الهيكل المالي لصدمة تنبؤية لمتغيرات النموذج خلال عشر سنوات مقبلة

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات البرنامج 9 Eviews

من خلال الشكل نلاحظ أن:

✓ حدوث صدمة ايجابية في نسبة هيكل الأصول بـ 1% تؤدي إلى تأثير سلبي محصور بين (0.05 و 0.526) % على نسبة الهيكل المالي في المدى الطويل خلال الفترات (8، 9 و 10) وتأثير معدوم في المدى القصير والمتوسط، بمعنى آخر حدوث صدمة ايجابية في نسبة هيكل الأصول يكون تأثيرها على المدى الطويل؛

- ✓ حدوث صدمة ايجابية في المردودية الاقتصادية ب 1% تؤدي إلى عدم وجود تأثير على نسبة الهيكل المالي في المديين القصير والمتوسط وتأثير متذبذب ومتغير بين الزيادة والنقصان على المدى الطويل وبشكل ضعيف جدا يتراوح بين (- 0.011 و 0.026)% وبالتالي فتأثير صدمة ايجابية في المردودية الاقتصادية يؤدي إلى تأثير سلبي متذبذب ضعيف جدا في المدى الطويل فقط وعدم وجود تأثير في المديين القصير والمتوسط؛
- ✓ حدوث صدمة ايجابية في نسبة الربحية ب 1% تؤدي إلى تأثير ايجابي طفيف يقترب من الصفر ويتراوح بين (0.01 و 0.046)% على نسبة الهيكل المالي في المدى الطويل وعدم وجود تأثير على المديين القصير والمتوسط، وبالتالي فتأثير صدمة ايجابية في نسبة الربحية يؤدي إلى تأثير ايجابي ضعيف جد في المدى الطويل ؛
- ✓ حدوث صدمة ايجابية في نسبة السيولة ب 1% تؤدي إلى عدم وجود تأثير على نسبة الهيكل المالي في المديين القصير والمتوسط وتأثير متذبذب ومتغير بين الزيادة والنقصان على المدى الطويل وبشكل ضعيف جدا يتراوح بين (- 0.018 و 0.02)% وبالتالي فتأثير صدمة ايجابية في نسبة السيولة يؤدي إلى تأثير سلبي متذبذب ضعيف جدا في المدى الطويل فقط وعدم وجود تأثير في المديين القصير والمتوسط؛
- ✓ حدوث صدمة ايجابية في المردودية المالية ب 1% تؤدي إلى عدم وجود تأثير على نسبة الهيكل المالي في المديين القصير والمتوسط وتأثير متذبذب ومتغير بين الزيادة والنقصان على المدى الطويل وبشكل ضعيف جدا يتراوح بين (- 0.037 و 0.086)% وبالتالي فتأثير صدمة ايجابية في نسبة السيولة يؤدي إلى تأثير سلبي متذبذب ضعيف جدا في المدى الطويل فقط وعدم وجود تأثير في المديين القصير والمتوسط..
- مما سبق نستنتج أن تأثير الصدمة الايجابية لهيكل الأصول ب 1% تؤدي إلى تأثير سلبي على المدى الطويل دون التأثير على المدى القصير والمتوسط، في حين أن حدوث صدمة ايجابية في بقية المتغيرات تؤدي إلى تأثير ضعيف جدا على المدى الطويل دون التأثير على المديين القصير والمتوسط.

خلاصة الفصل الثالث

في هذا الفصل تم تجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصل النظري على أرض الواقع، من خلال دراسة العوامل المحددة للهيكل المالي في مؤسسة الأجر الأحمر خلال الفترة (2010-2011) لمعرفة تأثير كل من المتغيرات المستقلة (هيكل الأصول، السيولة، الربحية، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية) على المتغير التابع (الهيكل المالي)، ومن خلال الدراسة القياسية لمحددات الهيكل المالي نستنتج مما سبق أن هيكل الأصول يؤثر على الهيكل المالي بدرجة كبيرة، في حين أن بقية المتغيرات تؤدي إلى تأثير ضعيف جداً على الهيكل المالي، كما استنتجنا العلاقات الموجودة بين المتغيرات المستقلة (هيكل الأصول، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، السيولة، الربحية) وبين المتغير التابع (الهيكل المالي) والتي نوجزها في النقاط الآتية:

- ✓ العلاقة الموجودة بين نسبة الهيكل المالي ونسبة السيولة هي علاقة عكسية، أي أن زيادة السيولة للشركة تمكنها من استخدام هذه السيولة عند الحاجة دون اللجوء إلى الاقتراض الخارجي؛
- ✓ العلاقة بين نسبة الهيكل المالي ونسبة الربحية علاقة طردية حيث تعبر نسبة الربحية عن قدرة الشركة على دفع فوائد ديونها من الأرباح؛
- ✓ العلاقة بين نسبة الهيكل المالي وهيكل الأصول هي علاقة عكسية، أي أنه كلما زادت نسبة الأصول الثابتة زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على الديون، وهذه النتائج تتوافق مع نظرية الالتقاط التدريجي POT؛
- ✓ العلاقة بين نسبة الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية هي علاقة عكسية وهذا يعني أن المؤسسة لا تعتمد على الدين في تمويل أصولها، تلجأ المؤسسة لتمويل احتياجاتها في البداية إلى التمويل الذاتي بعد ذلك تلجأ إلى الديون، وهذا ما يؤيد نظرية الالتقاط التدريجي POT؛
- ✓ العلاقة بين نسبة الهيكل المالي والمردودية المالية هي علاقة عكسية وهذا يعني أن الاعتماد على الديون بشكل كبير ينقص من نسبة المردودية المالية.

خاتمة عامة

يرجع بقاء المؤسسة واستمرارها بشكل أساسي إلى اختيار الهيكل المالي المناسب، والاستخدام الأمثل للموارد المتاحة سواء كانت قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، حيث حاولنا من خلال هذه الدراسة اختبار وقياس محددات الهيكل المالي للمؤسسة الأجر الأحمر خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2016، حيث توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج والاقتراحات والتي نوجزها كما يلي:

أولاً- نتائج الدراسة: توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية:

1- النتائج النظرية: من خلال الدراسة النظرية توصلنا إلى النتائج الآتية:

✓ الهيكل المالي هو عبارة عن مزيج من مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة لتمويل حاجاتها الاستثمارية ومهما تنوعت فيمكن تقسيمها إلى ثلاث أقسام: مصادر التمويل قصيرة الأجل والتي تتمثل في الائتمان التجاري، الائتمان المصرفي والأوراق التجارية، أما مصادر التمويل متوسطة الأجل فتتمثل في القروض قصيرة الأجل والاستئجار، ومصادر التمويل طويلة الأجل فتتمثل في الأسهم العادية والممتازة، السندات، الأرباح المحتجزة والقروض طويلة الأجل، وتعد تكلفة التمويل العنصر المهم في المفاضلة بين هذه العناصر؛

✓ لا تتوافق نظريات الهيكل المالي للمؤسسة فيما بينها، فلكل نظرية نتائج تختلف عن نتائج النظريات الأخرى، فنظرية موديجلياني وميلر ارتكزت في بادئ الأمر على فرضيات غير واقعية والتي من بينها غياب الضرائب، غياب تكلفة الوكالة وتكاليف الإفلاس، وأثبتت بأنه لا يوجد هيكل مالي أمثل، وبعد سنوات جاءت نظريات أخرى أخذت بعين الاعتبار كل من الضرائب وتكاليف الإفلاس في التحليل فبينت أنه توجد هيكلية مالية مثلى؛

✓ اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة لا يكون بطريقة عشوائية وإنما وفق المحددات المتمثلة في المحددات الكمية والكيفية، بالإضافة إلى محددات أخرى قد تؤثر على هيكلها المالي؛

✓ تراجع الأموال الخاصة في الهيكل المالي للمؤسسة، يؤدي إلى تزايد إمكانية الإفلاس وأيضاً تراجع قدرتها على الاستدانة بسبب ارتفاع معدلات الفائدة على الديون؛

✓ لتحديد السياسة المالية للمؤسسة يجب على المسير المالي حصر مختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة والتعرف على إيجابيات وسلبيات كل مصدر وطريقة الحصول عليه.

2- النتائج التطبيقية: توصلت الدراسة التطبيقية إلى النتائج الآتية:

من خلال الدراسة التطبيقية حاولنا تقدير نموذج قياسي لمحددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية بين نسبة الهيكل المالي كمتغير تابع و: (نسبة السيولة، نسبة الربحية، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية ونسبة هيكل الأصول) كمتغيرات مستقلة، وتوصلنا من خلاله إلى:

- ✓ جميع السلاسل مستقرة في المستوى بالنسبة إلى اختبار KPSS ومتكاملة من نفس الدرجة $I(0)$ ؛
- ✓ درجة التأخر في نموذج VAR هي 02؛
- ✓ تقدير العلاقة بين نسبة الهيكل المالي ومحدداته من خلال نموذج قياسي (نموذج VAR) مقبول اقتصاديا، احصائيا وقياسيا؛
- ✓ وجود علاقات سببيتين في اتجاهين مختلفين بين: (نسبة الهيكل المالي ونسبة هيكل الأصول) وبين: (نسبة السيولة وهيكل الأصول) و 8 علاقات سببية في اتجاه واحد بين: (نسبة الهيكل المالي ونسبة السيولة، نسبة المردودية ونسبة السيولة، نسبة المردودية المالية ونسبة الربحية، نسبة المردودية الاقتصادية وهيكل المالي، نسبة المردودية الاقتصادية ونسبة هيكل الأصول، نسبة المردودية الاقتصادية ونسبة السيولة، نسبة المردودية الاقتصادية ونسبة الربحية، نسبة المردودية الاقتصادية ونسبة المردودية المالية)؛
- ✓ هناك علاقات مختلفة عكسية وطردية بين نسبة الهيكل المالي ومحدداته بالنسبة للنموذج المقدر وبالنسبة للتأخيرين؛
- ✓ يبين تحليل التباين الآثار الايجابية والسلبية لمحددات نسبة الهيكل المالي في المدى القصير والطويل وقد تبين لنا التأثير القوي لنسبة هيكل الأصول على نسبة الهيكل المالي مقارنة مع المتغيرات المفسرة الأخرى؛
- ✓ بين تحليل الصدمات وأكد لنا نتائج تحليل التباين المتعلقة بالتأثير القوي لنسبة هيكل الأصول على نسبة الهيكل المالي في المدى الطويل والتأثير الضعيف جدا لبقية المتغيرات وعدم وجود تأثير في المدينين القصير والطويل.

ثانيا- توصيات الدراسة: يمكن تلخيصها فيما يلي:

- ✓ يجب أن يشمل الهيكل المالي للمؤسسة على مزيج من مصادر التمويل بحقوق الملكية والتمويل بالديون، ولا يجب التركيز على مصدر مالي واحد، وأن تتم المفاضلة بين هذه المصادر وتحديد الوزن النسبي لمساهمة كل منها في الهيكل المالي حسب الأرباح المحققة منها وحسب دورها في تدنية تكلفة الأموال الإجمالية للمؤسسة وتعظيم قيمتها؛

خاتمة عامة

- ✓ على المؤسسة الاحتفاظ بجزء من الأرباح المحققة فيها، وعدم توزيعها بغرض إعادة استثمارها مما يساهم في زيادة حقوق الملكية في المؤسسة ويدعم رأسمالها؛
 - ✓ عند تحديد الهيكل المالي للمؤسسة والذي يعظم قيمتها، ينبغي أن يكون هناك توازن بين العائد المتوقع من استخدام هذا الهيكل وبين المخاطر التي يتعرض لها العائد، بحيث يكون العائد المتوقع كاف لتعويض حملة الأسهم العادية عن المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها هذا العائد؛
 - ✓ يجب على المؤسسة القيام بدراسة معمقة لمختلف تقنيات تسيير الأصول والخصوم، كما لا بد من إدراج بند متعلق بتسيير الهيكل المالي للمؤسسات ضمن أولويات مجلس الإدارة.
 - ✓ التخطيط لكيفية الحصول على الأموال المطلوبة في الوقت الذي تحتاج إليها المؤسسة، وتحديد الأموال اللازمة هل هي قصيرة أو متوسطة أم طويلة الأجل، وذلك من خلال التنبؤ بالتدفقات النقدية في ضوء خطة العمل الخاصة بالمؤسسة،
 - ✓ يجب على المؤسسة عدم الإفراط في استخدام الديون في هيكلها المالي، مما يترتب عن هذه الأخيرة من تكلفة تؤثر على مردودية المؤسسة.
- ثالثا- آفاق الدراسة:** أن موضوع الهيكل المالي لا يزال واسعاً وجديراً بالاهتمام والبحث، إذ تبقى الكثير من الموضوعات والنقاط التي يمكن أن تكون بمثابة إشكالية لبحوث جديدة منها:
- ✓ مدى تأثير العوامل السلوكية بين أطراف المؤسسة وتأثيرها على الهيكل المالي؛
 - ✓ تكلفة رأس المال وتأثيرها على بناء الهيكل المالي؛
 - ✓ تأثير الهيكل المالي على القرارات الاستراتيجية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع بالعربية:

– الكتب:

1. أبو الفتوح علي فضاله، التحليل المالي وإدارة الأموال، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، القاهرة، مصر، 1994.
2. أبو صبحا سليمان، الإدارة المالية، برنامج الدارة الريادية، منشورات الجامعة القدس المفتوحة، الطبعة الأولى، عمان، 1996.
3. أحمد بوراس، تمويل المنشأة الاقتصادية، دار العلوم، بدون رقم الطبعة، الجزائر، 2008.
4. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010.
5. أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، بدون رقم الطبعة، القاهرة، مصر، 2007.
6. إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل، بدون رقم الطبعة، الأردن، 2006.
7. إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر، الجزء الأول، الطبعة الثانية، الأردن، 2011.
8. جلال الدين المرسي وأحمد عبد الله المحلج، الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، بدون رقم الطبعة، مصر، 2009.
9. جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013.
10. حسن الخموندي، المؤسسات الاقتصادية، دار النهضة، بدون رقم الطبعة، لبنان، 1980.
11. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2005.
12. حسين علي بخيت وسحرفتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
13. حسين علي بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها وأدواتها المشتقة، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2012.
14. حسام علي داود وخالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق (باستخدام برنامج Eviews)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2013.

قائمة المراجع

15. حمزة الشخحي وإبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفا للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، 1998.
16. حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، 2001.
17. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2008.
18. خلدون إبراهيم الشديقات، إدارة وتحليل مالي، دار وائل للنشر، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن.
19. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المناهج للنشر، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، 2007.
20. رابع الوبي ورقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، إدراك للنشر، بدون رقم الطبعة، الجزائر، 2007.
21. رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2001.
22. رشيد واضح، مؤسسة التشريع الجزائري بين النظرية والتطبيق، دار هومة، بدون رقم الطبعة، الجزائر، 2003.
23. رياض محمد الشحان وآخرون، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، بدون رقم الطبعة، مصر، 2000.
24. زغيب مليكة وبوشنقىر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2011.
25. زياد رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، 1996.
26. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعار الفنية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 1997.
27. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2006.
28. طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2002.
29. طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2007.
30. عاطف جابر وطه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2008.

قائمة المراجع

31. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، بدون رقم الطبعة، مصر، 2006.
32. عبد الحلیم وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، أسس، مفاهيم، تطبيقات، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، الأردن، 2006.
33. عبد الرحمن توفيق، التخطيط المالي وتقييم المشروعات ماليًا، خبراء مركز الخبرات المهنية للإدارة، بدون رقم الطبعة، الجيزة، مصر، 2015.
34. عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2006.
35. عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، بدون رقم الطبعة، مصر، 2007.
36. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، بدون رقم طبعة، مصر، 2007.
37. عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قباقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الإدارة الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2004.
38. عبد الكريم بن أعراب، تسيير المنشأة، مطبعة جامعة منتوري، بدون رقم الطبعة، الجزائر، 2006.
39. عدنان تايه النعيمي وراشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي الاتجاهات المعاصرة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، 2008.
40. عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، 2007.
41. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية، دار المسيرة، بدون رقم الطبعة، الأردن، 2007.
42. علي مكيد، الاقتصاد القياسي "دروس ومسائل محلولة"، ديوان المطبوعات الجامعية للنشر والتوزيع، بن عكنون، الجزائر، 2007.
43. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008.
44. عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الخامسة، الجزائر، 2007.
45. غول فرحات، الوجيز في اقتصاد المؤسسة، دار الخلدونية، الطبعة الأولى، الجزائر، 2008.
46. فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، تعريب عدنان داغستاني وعبد الفتاح السيد النعماني، دار المريخ، الجزء الأول، بدون رقم الطبعة، الرياض-السعودية، 2003.
47. فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، ترجمة عبد الرحمان دعاللة وعبد الفتاح السيد النعماني، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، الجزء الثاني، 2006.
48. فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، بدون دار النشر، الطبعة الأولى، فلسطين، 2008.

49. محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008.
50. محمد شفيق حسن الطيب ومحمد إبراهيم عبيدات، أساسيات الإدارة المالية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، مصر، 1997.
51. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 1999.
52. محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2001.
53. محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، دار الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2003.
54. محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2007.
55. محمد صالح الحناوي وجمال العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون رقم الطبعة، 2002.
56. محمد طنيز ومحمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
57. محمد عثمان إسماعيل حميد، التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال، دار النهضة العربية، بدون رقم الطبعة، مصر، 1995.
58. محمد علي العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007.
59. محمد محروس إسماعيل وأحمد محمد مدور، مبادئ الاقتصاد الجزئي، مؤسسة شباب الجامعة، بدون رقم الطبعة، مصر، 1995.
60. محمود حامد محمود عبد الرزاق، الاقتصاد القياسي الأسس النظرية وتطبيقاها spss، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2015.
61. مصطفى كامل السيد، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب الجامعي الحديث، بدون رقم الطبعة، مصر، 2006.
62. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار أجنادين للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2006.
63. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2008.
64. منير نورى وفريد كرتل، إدارة الموارد البشرية، مكتبة المجتمع العربي، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2001.

65. مؤيد عبد الرحمن الدوري وحسين محمد سلامة، أساسيات الإدارة المالية، دار الراية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013.
66. ناصر دادي عدون، تقنيات ومراقبة التسيير - التحليل المالي، دار الآفاق، بدون رقم الطبعة، الجزائر، 1988.
67. ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الطبعة الثانية، الجزائر، 1998.
68. نعمة الله نجيب إبراهيم، مقدمة في مبادئ الاقتصاد القياسي، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002.
69. هيثم محمد الزغبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، 2000.
70. وليد إسماعيل السيفو واحمد محمد مشعل، الاقتصاد القياسي التحليلي (بين النظرية والتطبيق)، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 2003.
71. وليد إسماعيل السيفو وآخرون، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، دار الأهلية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2006.
72. وليد بشيشي ومجلح سليم، دور السياسة النقدية في تحقيق النمو الاقتصادي (دراسة تطبيقية على الاقتصاد الجزائري)، الطبعة الأولى، دار الكتاب الجامعي للنشر، دولة الإمارات العربية المتحدة، الجمهورية اللبنانية، 2017.
73. يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2012.
- الرسائل والأطروحات العلمية:
1. أحمد شرحيل، محاولة اختيار محددات الهيكل المالي وأثره على مؤشرات الأداء، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2014/2013.
2. أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012/2011.
3. إيمان نابلي دواودة، مخفضات تطبيق إعادة الهيكلة المالية في مؤسسة عمومية اقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر3، 2015/2014.
4. حمزة غربي، محددات الهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2010/2009.

5. شرابي باية كتر، **العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر3، 2014/2013.
 6. شعبان محمد، **اختيار الهيكل التمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2010/2009.
 7. رفاع توفيق، **محددات اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة**، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2001.
 8. رقية شطبي، **الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ومؤشرات تقييمه**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، إستراتيجية مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قلمة، 2011/2010.
 9. رمضاني فضيلة، **المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات اختيار التمويل الأمثل**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2014/2013.
- **المجلات ومقالات:**

1. بوفليسي نجمة، **العوامل المحددة لهماكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية**، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية العدد 12، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2016.
2. عبد الله قوري يحيى يحيى، **محددات التضخم في الجزائر**، دراسة قياسية باستخدام نماذج متجهات الانحدار الذاتي المتعددة الهيكلية **SVAR 1970-2012**، مجلة الباحث، العدد 14، المدرسة العليا للإحصاء والاقتصاد التطبيقي، الجزائر، 2014.
3. عثمان نقار، منذر العواد، **استخدام نماذج VAR في التنبؤ ودراسة العلاقة السببية بين إجمالي الناتج المحلي وإجمالي التكوين الرأسمالي في سورية**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الثاني، 2012.
4. صفاء يونس الصفاوي، مزاحم محمد يحيى، **تحليل العلاقة بين الأسعار العالمية للنفط، اليورو والذهب باستخدام متجه الانحدار الذاتي (VAR)**، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 14، 2008.
5. مفيدة يحياوي، **تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثالث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، أكتوبر 2002.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

– الكتب:

1. Ancheretstephen, **Finance Management an Introduction**, U.S.A, 2000.
2. Anthony Rice, **Comptedentreprise (Introduction a la Comptabilité et a LanalyseFinancière)**, Edition NillageMondior, 4^{eme} Edition, Paris, 2005.

3. Barreau. J et Delahaye. J, **Gestion financière manuel et application**, 9ème édition, Dunod, Paris, France, 2000.
4. BOURBONNAIS .R, **Econométrie** ,Dunod, 3^{ème} edition, Paris, France, 2000.
5. Christian Hoarou, **Maitriser le Diagnostie Financier** , Edition Groupe Revue Fiduciaire, 2^{ème} Edition, Paris, France, 2001.
6. Conso et Hemici.F ,**Gestion financière de l'entreprise** , 9ème édition, Dunod, paris, France,1999.
7. Denis babusianx, **décision d'investissement et calail économique dans l'entreprise**, Edition economica et technique, France, 1990.
8. Hirt Geoffrey etstranteyblok,**Fondations of Financial management**, 8ED, paris, France, 1997.
9. Jean bureau et Jacquilndelahye, **gestion Financière**, 10^{ème} edition, Dunod, France, 2001.
10. Josette Peyard, **AnalyseFinanciere**, 8e Edition, LibrairieVuibert, Paris, France, 1999.
11. Michel. T, **Méthodes Statistiques en Gestion**, Dunod, Paris, France, 1994
12. Naimcapierz, **élément de gestion Financière**, 4^{ème} éition, Masson, France, 1995.
13. Pierre Conso et Farouk Hemici, **Gestion Financiere de lentreprise**, 10e Edition Dunod, Paris, France, 2002.
14. Pierre conso, Farouk Hémici, **L'entreprise EN20 Leçon**, Dunod, 4ème edition, paris, France, 2006.
15. Pierre Verniumemen, **Finance d'entreprise**, Dalloz, 3^{ème} edition, France, 1998.
16. R.Bremmemann, Z.Separi, **Economie D'entreprise**, Dunod, paris, France, 2001.
17. Régis Bourbonnais, **Econométrie**, Dunod, paris, France, 2006.
18. Simon Pariente, **Analyse Financière et Evaluation D'entreprise**, Edition Pearson Education, Paris, France, 2006.
19. Weston Fred Brigham and Eugene,**Managerial Finance**, 6 the Edition, Dryden press, U.S.A, 1978.

– المذكرات :

1. Ben Naceur Hassen, **économétrie Notes de cours – Exercices corrigés**, Contre de Publication Universitaire, Manouba, Tunisie, 2010.

– المجلات والملتقيات :

1. Clement Emmanuelle.J.M, Germain, **VAR etprevisions conjoncturelles**, **Annales deconomie et de ctatistiques**, N 32, 1993.
2. Hiroy Toda, Philips.C.B, **Vector Autoregession and Causality**, Vol 61, N 06, P 93.

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

NIF 0 0 0 0 0 5 0 2 2 2 7 1 6 9 1

1 0 6 1 0 7

(1)

nomination de l'entreprise: EURL TOUATI BRIQUETERIE

الملاحق رقم (01)

Objet: PRODUITS ROUGES

Adresse: COMMUNE DE BORDJ-SABATH OUED ZENATI GUELMA

Exercice clos le

31/12/10

BILAN (ACTIF)

ACTIF	Montants Bruts	N		N-1
		Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
IFS NON COURANTS				
Immobilisations : d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisations corporelles				
Terminées	1 538 823		1 538 823	1 538 823
En cours	241 203 320	38 109 591	203 093 729	208 258 369
Immobilisations corporelles	102 613 681	50 410 855	52 202 826	82 041 775
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours	97 575 938		97 575 938	
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Titres participations et créances rattachées				
Titres titres immobilisés				
Autres et autres actifs financiers non courants				
Coûts différés actif				
TOTAL ACTIF NON COURANT	442 931 761	88 520 446	354 411 315	291 838 968
IFS COURANTS				
Autres et encours	6 297 950		6 297 950	3 580 773
Autres et emplois assimilés				
Autres	11 063 614		11 063 614	5 093 782
Autres débiteurs	19 956 913		19 956 913	942 638
Autres et assimilés	396 043		396 043	168 867
Autres créances et emplois assimilés				
Autres et assimilés				
Autres courants	107 627 192		107 627 192	102 098 342
TOTAL ACTIF COURANT	145 341 711		145 341 711	111 884 402
TOTAL ACTIF	588 273 472	88 520 446	499 753 026	403 723 370

PRIME DESTINEE AU CONTRIBUABLE

NIF 0 0 0 0 0 5 0 2 2 2 7 1 6 9 1

1 0 6 1 0 7

(2)

nomination de l'entreprise: EURL TOUATI BRIQUETERIE

الملاحقة رقم (02)

Objet: PRODUITS ROUGES

Adresse: COMMUNE DE BORDJ-SABATH OUED ZENATI GUELMA

Exercice clos le

31/12/10

BILAN (PASSIF)

	N	N-1
TAUX PROPRES		
Capital émis	300 000	300 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	28 145	28 145
Part de réévaluation		
Part d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net du groupe (1)	(-8 731 361)	(-23 569 898)
Primes capitaux propres - Report à nouveau	(-21 501 205)	2 068 693
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
AL I	(-29 904 422)	(-21 173 061)
SIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	270 750 292	315 475 292
Prêts (différés et provisionnés)		
Dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance		
AL II	270 750 292	315 475 292
SIFS COURANTS:		
Emprunteurs et comptes rattachés	101 292 259	5 111 501
Prêts	476 190	1 214 042
Dettes	146 596 132	91 443 283
Tresorerie passif	10 542 575	11 652 312
AL III	258 907 156	109 421 138
AL GENERAL PASSIF (I+II+III)	499 753 026	403 723 370

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

RIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

NIF 0 0 0 0 0 5 0 2 2 2 7 1 6 9 1

1 0 6 1 0 7

(3)

Nom de l'entreprise: EURL TOUATI BRIQUETERIE

الملاحق رقم (03)

PRODUITS ROUGES

COMMUNE DE BORDJ-SABATH OUED ZENATI GUELMA

Exercice du 01/01/10 au 31/12/10

COMPTES DE RESULTAT

RUBRIQUES	N		N-1	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
le marchandises				
Produits fabriqués		85 721 530		72 640 309
on vendue				
Prestations de services				
Vente de travaux				
annexes				
remises, ristournes accordés				
affaires net des Rabais, remises, ristournes		85 721 530		72 640 309
on stockée ou déstockée	70 230			556 480
on immobilisée				
ions d'exploitation				
ction de l'exercice		85 651 300		73 196 789
le marchandises vendues				
s premières	12 174 171		6 239 771	
approvisionnements				
ns des stocks				
d'études et de prestations de services				
onsumations	30 323 535		30 114 086	
remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale				
Locations				
s				
Entretien, réparations et maintenance	39 200			
Primes d'assurances	377 808		423 476	
TS				
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	254 924		809 250	
Publicité				
Déplacements, missions et réceptions				
services	391 290		599 403	
remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
ommations de l'exercice	43 560 928		38 185 986	
eur ajoutée d'exploitation (I-II)		42 090 372		35 010 803
s de personnel	16 952 917		13 429 205	
et taxes et versements assimilés	2 262 000		2 414 441	
édent brut d'exploitation		22 875 455		19 167 157
produits opérationnels		62		13 607 685
charges opérationnelles	3 569		13 708 373	
ns aux amortissements	18 252 657		16 720 777	
on				
de valeur				
: sur pertes de valeur et provisions				
ultat opérationnel		4 619 291		2 345 692
s financiers		20 001		7 191
s financières	13 370 653		25 922 781	

... la suite sur la page suivante

Désignation de l'entreprise: EURL TOUATI BRIQUETERIE

(1)
الملاحق رقم (04)

Activité: PRODUITS ROUGES

Adresse: COMMUNE DE BORDJ-SABATH OUED ZENATI GUELMA

Exercice clos le 31/12/11

BILAN (ACTIF)

ACTIF	Montants Bruts	2011		2010
		Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
immobilisations incorporelles				
immobilisations corporelles				
Terrains	1 538 823		1 538 823	1 538 823
Bâtiments	241 203 320	46 055 192	195 148 128	203 093 729
Autres immobilisations corporelles	257 469 446	71 558 735	185 910 711	52 202 826
Immobilisations en concession				
immobilisations encours	7 575 189		7 575 189	97 575 938
immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants				
Impôts différés actif				
TOTAL ACTIF NON COURANT	507 786 779	117 613 927	390 172 851	354 411 315
ACTIF COURANT				
stocks et encours				
	6 295 593		6 295 593	6 297 950
créances et emplois assimilés				
Clients	16 331 818		16 331 818	11 063 614
Autres débiteurs	19 717 818		19 717 818	19 956 913
Impôts et assimilés	871 261		871 261	396 043
Autres créances et emplois assimilés				
disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	15 136 473		15 136 473	107 627 192
TOTAL ACTIF COURANT	58 352 964		58 352 964	145 341 711
TOTAL ACTIF	566 139 743	117 613 927	448 525 816	499 753 026

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

N.I.F 0 0 0 0 0 5 0 2 2 2 7 1 6 9 1

(2)

Désignation de l'entreprise: EURL TOUATI BRIQUETERIE

الملحق رقم (05)

Activité: PRODUITS ROUGES

Adresse: COMMUNE DE BORDJ-SABATH OUED ZENATI GUELMA

Exercice clos le 31/12/11

BILAN (PASSIF)

	2011	2010
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	300 000	300 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	28 145	28 145
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net du groupe (1)	1 021 678	(-8 731 361)
Autres capitaux propres - Report à nouveau	(-30 232 567)	(-21 501 205)
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
TOTAL I	(-28 882 744)	(-29 904 422)
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	273 199 292	270 750 292
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance		
TOTAL II	273 199 292	270 750 292
PASSIFS COURANTS:		
Fournisseurs et comptes rattachés	23 784 499	101 292 259
Impôts	2 949 061	476 190
Autres dettes	149 518 776	146 596 132
Trésorerie passif	27 956 930	10 542 573
TOTAL III	204 209 267	258 907 156
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	448 525 816	499 753 026

) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

N.I.F 0 0 0 0 0 5 0 2 2 2 7 1 6 9 1

(3)

Désignation de l'entreprise: EURL TOUATI BRIQUETERIE

(ملحق رقم 06)

Activité: PRODUITS ROUGES

Adresse: COMMUNE DE BORDJ-SABATH OUED ZENATI GUELMA

Exercice du 01/01/11 au 31/12/11

COMPTES DE RESULTAT

RUBRIQUES	2011		2010	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Ventes de marchandises				
Production vendue				
Produits fabriqués		111 784 748		85 721 530
Prestations de services				
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, ristournes accordés				
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournes		111 784 748		85 721 530
Production stockée ou déstockée		1 004 810	70 230	
Production immobilisée				
Subventions d'exploitation				
Production de l'exercice		112 789 558		85 651 300
Achats de marchandises vendues				
Matières premières	1 099 728		12 174 171	
Autres approvisionnements	32 635 894			
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services				
Autres consommations	13 091 012		30 323 535	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale				
Locations	870 000			
Services			39 200	
Entretien, réparations et maintenance				
Primes d'assurances	537 271		377 808	
extérieurs				
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	229 642		254 924	
Publicité				
Déplacements, missions et réceptions	338 270			
Autres services	409 420		391 290	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
II-Consommations de l'exercice	49 211 237		43 560 928	
III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)		63 578 321		42 090 372
Ch	16 275 214		16 952 917	
Imm	2 843 889		2 262 000	
IV		44 459 218		22 875 455
A		225		62
À	354		3 569	
E	29 093 481		18 252 657	
F				
F				
J				
		15 365 608		4 619 291
		836 761		20 001
	15 180 691		13 370 653	

... la suite sur la page suivante

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

N.I.F 0 0 0 0 0 5 0 2 2 2 7 1 6 9 1

Signature de l'entreprise: EURL TOUATI BRIQUETERIE

الملاحق رقم (07)

Activité: PRODUITS ROUGES
Société: COMMUNE DE BORDJ-S ABATH OUED ZENATI GUELMA

Exercice clos le 31/12/12

BILAN (ACTIF)

ACTIF	2012			2011
	Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIF NON COURANTS				
Immobilisation d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisations corporelles				
Terrains	1 538 823		1 538 823	1 538 823
Bâtimens	244 286 341	54 000 793	190 285 548	195 148 127
Autres immobilisations corporelles	264 680 950	106 905 478	157 775 471	185 910 711
Immobilisations en concession				
Immobilisations encours	10 524 946		10 524 946	7 575 189
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Biens et autres actifs financiers non courants				
Impôts différés actif				
TOTAL ACTIF NON COURANT	521 031 061	160 906 272	360 124 789	390 172 851
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	5 780 546		5 780 546	6 295 593
Créances et emplois assimilés				
Créances	21 083 273		21 083 273	16 331 818
Autres débiteurs	19 644 934		19 644 934	19 717 818
Impôts et assimilés	661 412		661 412	871 261
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Recevements et autres actifs financiers courants				
Provisions	2 239 460		2 239 460	15 136 473
TOTAL ACTIF COURANT	49 409 627		49 409 627	58 352 964
TOTAL GENERAL ACTIF	570 440 688	160 906 272	409 534 416	448 525 815

TYPE DESTINE A L'ADMINISTRATION

NIF 0 0 0 0 0 5 0 2 2 7 1 6 9 1

Nom de l'entreprise: EURL TOUATI BRIQUETERIE

الصفة رقم (09)

PRODUITS ROUGES
COMMUNE DE BORDJ-SABATH OUED ZENATI GUELMA

Exercice du 01/01/12 au 31/12/12

COMPTE DE RESULTAT

RUBRIQUES	2012		2011	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Marchandises				
Produits fabriqués		158 356 478		111 784 747
Prestations de services				
Vente de travaux				
Annexes				
Remises, ristournes accordés				
affaires net des Rabais, remises, ristournes		158 356 478		111 784 747
en stockée ou déstockée		373 358		1 004 810
en immobilisée				
Bénéfices d'exploitation				
Produit de l'exercice		158 729 836		112 789 557
Charges				
de marchandises vendues				
premières	1 390 200		1 099 728	
provisionnements	34 421 215		32 635 893	
des stocks				
études et de prestations de services				
consommations	11 442 440		13 091 012	
remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale				
Locations	48 000		870 000	
Entretien, réparations et maintenance				
Primes d'assurances	523 225		537 270	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	257 761		229 642	
Publicité	15 810			
Déplacements, missions et réceptions			338 270	
services	771 306		409 419	
remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
Charges de l'exercice	48 869 958		49 211 236	
Produit ajouté d'exploitation (I-II)		109 859 878		63 578 321
de personnel	19 781 769		16 275 213	
des taxes et versements assimilés	2 311 619		2 843 889	
Produit brut d'exploitation		87 766 489		44 459 218
produits opérationnels				225
charges opérationnelles	1 518		353	
des amortissements	43 292 344		29 093 481	
de valeur				
des pertes de valeur et provisions				
Produit opérationnel		44 472 625		15 365 607
financiers		137 156		836 761
financières	11 196 411		15 180 691	
Produit financier	11 059 254		14 343 929	
Produit ordinaire (V+VI)		33 413 370		1 021 677
extraordinaires (produits) (*)				
extraordinaires (charges) (*)				
Produit extraordinaire				
déductibles sur résultats	405 420			
différés (variations) sur résultats ordinaire				
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		33 007 950		1 021 677

à joindre sur état annexe à joindre



Désignation de l'entreprise: EURL TOUATI BRIQUETERIE

الملحق رقم (10)

Activité:

PRODUITS ROUGES

Adresse:

COMMUNE DE BORDJ-SABATH OUED ZENATI GUELMA

Exercice clos le

31/12/14

BILAN (PASSIF)

	2014	2013
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	300 000	300 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)	28 144	28 144
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	10 152 168	9 144 047
Autres capitaux propres - Report à nouveau	12 941 109	3 797 062
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
TOTAL I	23 421 422	13 269 254
ASSIES NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	207 923 327	227 923 327
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance		
TOTAL II	207 923 327	227 923 327
ASSIES COURANTS:		
Fournisseurs et comptes rattachés	7 275 794	14 070 676
Impôts	1 537 192	2 614 767
Autres dettes	184 803 077	178 947 906
Trésorerie passif	19 477 604	20 487 527
TOTAL III	213 093 669	216 120 878
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	444 438 419	457 313 460

1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés



IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 0 5 0 2 2 2 7 1 6 9 1

Désignation de l'entreprise: EURL TOUATI BRIQUETERIE

الملاحق رقم 1/11

Activité:

PRODUITS ROUGES

Adresse:

COMMUNE DE BORDJ-SABATH OUED ZENATI GUELMA

Exercice clos le

31/12/14

BILAN (ACTIF)

ACTIF	Montants Bruts	2014		2013
		Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisations corporelles				
Terrains	1 538 823		1 538 823	1 538 823
Bâtiments	249 828 341	70 763 830	179 064 511	181 916 280
Autres immobilisations corporelles	393 890 150	204 497 710	189 392 440	217 438 272
Immobilisations en concession				
Immobilisations encours				
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants				
Impôts différés actif				
TOTAL ACTIF NON COURANT	645 257 315	275 261 540	369 995 774	400 893 376
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	11 341 219		11 341 219	6 650 824
Créances et emplois assimilés				
Clients	27 224 793		27 224 793	20 824 321
Autres débiteurs	19 302 157		19 302 157	19 731 062
Impôts et assimilés	10 669 453		10 669 453	1 488 183
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	5 905 019		5 905 019	7 725 692
TOTAL ACTIF COURANT	74 442 644		74 442 644	56 420 084
TOTAL GENERAL ACTIF	719 699 959	275 261 540	444 438 419	457 313 460



IMPRIME DES TINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 0 5 0 2 2 2 7 1 6 9 1

Désignation de l'entreprise: EURL TOUATI BRIQUETERIE

لملاحقة رقم (12)

Activité:

PRODUITS ROUGES

Adresse:

COMMUNE DE BORDJ-SABATH OUED ZENATI GUELMA

Exercice du 01/01/14 au 31/12/14

COMPTE DE RESULTAT

RUBRIQUES	2014		2013	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Ventes de marchandises				
Produits fabriqués		167 352 628		
Prestations de services				173 676 335
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, ristournes accordés				
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournes		167 352 628		173 676 335
Production stockée ou déstockée		312 327	581 480	
Production immobilisée				
Subventions d'exploitation				
I-Production de l'exercice		167 664 955		173 094 855
Achats de marchandises vendues				
Matières premières	1 602 390		2 530 890	
Autres approvisionnements	43 035 744		49 714 684	
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services				
Autres consommations	11 158 003		11 027 169	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale				
Locations	800 000		930 283	
Entretien, réparations et maintenance				
Primes d'assurances	715 422		515 335	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	1 608 615		1 007 935	
Publicité				
Déplacements, missions et réceptions	10 880		386 452	
Autres services	862 650		1 284 407	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
I-Consommations de l'exercice	59 793 705		67 397 158	
II-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)		107 871 249		105 697 697
Charges de personnel	21 818 097		22 918 239	
Impôts et taxes et versements assimilés	4 311 616		6 893 762	
V-Excédent brut d'exploitation		81 741 535		75 885 695
Autres produits opérationnels		171		1 641
Autres charges opérationnelles	91		90	
Dotations aux amortissements	61 382 818		52 972 449	
Provision				
ertes de valeur				
prise sur pertes de valeur et provisions				
I-Résultat opérationnel		20 358 798		22 914 795
roduits financiers		765 924		810 324
harges financières	8 573 275		12 436 172	
I-Résultat financier	7 807 351		11 625 848	
II-Résultat ordinaire (VI+VI)		12 551 447		11 288 947
éments extraordinaires (produits) (*)				
éments extraordinaires (charges) (*)				
III-Résultat extraordinaire				
mpôts exigibles sur résultats	2 399 279		2 144 900	
mpôts différés (variations) sur résultats ordinaire				
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		10 152 168		9 144 047

) A détailler sur état annexe à joindre



IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 0 5 0 2 2 2 7 1 6 9 1

Signature de l'entreprise: EURL TOUATI BRIQUETERIE

(13) ملحق رقم

Activité: PRODUITS ROUGES

Adresse: COMMUNE DE BORDJ-SABATH OUED ZENATI GUELMA

Exercice clos le

31/12/15

BILAN (PASSIF)

	2015	2014
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	300 000	300 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)	28 144	28 144
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	13 082 133	10 152 168
Autres capitaux propres - Report à nouveau	23 093 277	12 941 109
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
TOTAL I	36 503 555	23 421 422
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	160 223 327	207 923 327
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance		
TOTAL II	160 223 327	207 923 327
PASSIFS COURANTS:		
Fournisseurs et comptes rattachés	11 864 306	7 275 794
Impôts	3 623 224	1 537 192
Autres dettes	179 994 742	184 803 077
Trésorerie passif	25 870 585	19 477 604
TOTAL III	221 352 859	213 093 669
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	418 079 742	444 438 419

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

RIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 0 5 0 2 2 2 7 1 6 9 1

nation de l'entreprise: **EURL TOUATI BRIQUETERIE**

المصروف رقم (14)

à: **PRODUITS ROUGES**

se: **COMMUNE DE BORDJ-SABATH OUED ZENATI GUELMA**

Exercice du **01/01/15** au **31/12/15**

COMPTE DE RESULTAT

RUBRIQUES	2015		2014	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Produits de marchandises				
Produits fabriqués		178 682 357		167 352 628
Prestations de services				
Vente de travaux				
Produits annexes				
Remises, ristournes accordés				
d'affaires net des Rabais, remises, ristournes		178 682 357		167 352 628
Produit stocké ou déstocké		555 495		312 327
Produit immobilisé				
Produit d'exploitation				
Produit de l'exercice		179 237 852		167 664 955
Produit de marchandises vendues				
Produit premières	2 246 858		1 602 390	
Produit approvisionnements	50 767 356		43 035 744	
Produit des stocks				
Produit d'études et de prestations de services				
Produit consommations	10 720 752		11 158 003	
Produit; remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale				
Locations	3 600 000		800 000	
Entretien, réparations et maintenance	380 000			
Primes d'assurances	78 321		715 422	
Produit; services				
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	1 213 314		1 608 615	
Publicité				
Déplacements, missions et réceptions			10 880	
Produit; services	158 288		862 650	
Produit; remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
Sommaires de l'exercice	69 164 890		59 793 705	
Produit ajoutée d'exploitation (I-II)		110 072 961		107 871 249
Produit de personnel	22 745 327		21 818 097	
Produit et taxes et versements assimilés	2 848 094		4 311 616	
Produit brut d'exploitation		84 479 540		81 741 535
Produit; produits opérationnels		29		171
Produit; charges opérationnelles	2 344		91	
Produit; amortissements	61 491 332		61 382 818	
Produit; dépréciation				
Produit; de valeur				
Produit; de pertes de valeur et provisions				
Produit opérationnel		22 985 891		20 358 798
Produit; financiers		554 645		765 924
Produit; financières	8 711 548		8 573 275	
Produit financier	8 156 902		7 807 351	
Produit ordinaire (V+VI)		14 828 988		12 551 447
Produit; extraordinaires (produits) (*)				
Produit; extraordinaires (charges) (*)				
Produit extraordinaire				
Produit; exigibles sur résultats	1 746 855		2 399 279	
Produit; différés (variations) sur résultats ordinaire				
Produit NET DE L'EXERCICE		13 082 133		10 453 458

détailler sur état annexe à joindre

الملحق رقم 15 : التطور التاريخي الفصلي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2010/2016

Q	DT	CAR	LR	PR	RE	RF
2010Q1	1.059800	0.709000	0.561400	0.101900	0.009200	-0.023738
2010Q2	1.086499	0.758499	0.495810	0.141195	0.008462	-0.050787
2010Q3	1.091873	0.804187	0.418182	0.179294	0.011356	-0.068615
2010Q4	1.082361	0.842282	0.343264	0.205321	0.019447	-0.005910
2011Q1	1.064400	0.869000	0.285800	0.208400	0.034300	-0.293520
2011Q2	1.043695	0.882005	0.256360	0.181334	0.056167	-0.311598
2011Q3	1.023017	0.884744	0.248817	0.131635	0.080047	-0.298629
2011Q4	1.004406	0.882111	0.252864	0.070494	0.099629	-0.270003
2012Q1	0.989900	0.879000	0.258200	0.009100	0.108600	-0.031418
2012Q2	0.980869	0.879013	0.257249	-0.040296	0.102803	0.040724
2012Q3	0.976009	0.880587	0.253351	-0.061209	0.086705	0.087129
2012Q4	0.973344	0.880867	0.252578	-0.036092	0.066930	0.065027
2013Q1	0.970900	0.877000	0.261000	0.052600	0.050100	0.689100
2013Q2	0.967070	0.867225	0.282206	0.210109	0.041294	0.709484
2013Q3	0.961710	0.854160	0.309866	0.392462	0.039408	0.642573
2013Q4	0.955046	0.841514	0.335168	0.543384	0.041793	0.535025
2014Q1	0.947300	0.833000	0.349300	0.606600	0.045800	0.433500
2014Q2	0.938739	0.831195	0.346278	0.544839	0.049247	0.374306
2014Q3	0.929799	0.834150	0.331423	0.396849	0.051814	0.352352
2014Q4	0.920960	0.838779	0.312881	0.220385	0.053649	0.352197
2015Q1	0.912700	0.842000	0.298800	0.073200	0.054900	0.358400
2015Q2	0.905374	0.841430	0.295443	-0.000204	0.055707	0.358472
2015Q3	0.898842	0.837492	0.301542	-0.008333	0.056187	0.351733
2015Q4	0.892839	0.831307	0.313945	0.027054	0.056448	0.340452
2016Q1	0.887100	0.824000	0.329500	0.084200	0.056600	0.326900
2016Q2	0.889500	0.700100	0.332300	0.087020	0.055200	0.332000
2016Q3	0.982000	0.710300	0.300200	0.088000	0.050200	0.302500
2016Q4	0.898000	0.729800	0.320200	0.070800	0.500200	0.332000

الملحق رقم 16: اختبار KPSS الاستقرارية DT في المستوى بقاطع.

Null Hypothesis: DT is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.605778
Asymptoticcritical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

الملحق رقم 17: اختبار KPSS الاستقرارية DT في المستوى بقاطع واتجاه عام.

Null Hypothesis: DT is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.149058
Asymptoticcritical values*:	
1% level	0.216000
5% level	0.146000
10% level	0.119000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

الملحق رقم 18: اختبار KPSS الاستقرارية LR في المستوى بقاطع.

Null Hypothesis: LR is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.172140
Asymptoticcritical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

الملحق رقم 19: اختبار KPSS الاستقرارية LR في المستوى بقاطع واتجاه عام.

Null Hypothesis: LR is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.137912
Asymptoticcritical values*:	
1% level	0.216000
5% level	0.146000
10% level	0.119000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

الملحق رقم 20: اختبار KPSS الاستقرارية PR في المستوى بقاطع.

Null Hypothesis: PR is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.087348
Asymptoticcritical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

الملحق رقم 21: اختبار KPSS الاستقرارية PR في المستوى بقاطع واتجاه عام.

Null Hypothesis: PR is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.087409
Asymptoticcritical values*:	
1% level	0.216000
5% level	0.146000
10% level	0.119000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

الملحق رقم 22: اختبار KPSS الاستقرارية CAR في المستوى بقاطع.

Null Hypothesis: CAR is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.261673
Asymptoticcritical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

الملحق رقم 23: اختبار KPSS الاستقرارية CAR في المستوى بقاطع واتجاه عام.

Null Hypothesis: CAR is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.175311
Asymptoticcritical values*:	
1% level	0.216000
5% level	0.146000
10% level	0.119000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

الملحق رقم 24: اختبار KPSS الاستقرارية RE في المستوى بقاطع.

Null Hypothesis: RE is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.334902
Asymptoticcritical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

الملحق رقم 25: اختبار KPSS الاستقرارية RE في المستوى بقاطع واتجاه عام.

Null Hypothesis: RE is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.122708
Asymptoticcritical values*:	
1% level	0.216000
5% level	0.146000
10% level	0.119000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

الملحق رقم 26: اختبار KPSS الاستقرارية RF في المستوى بقاطع.

Null Hypothesis: RF is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.382415
Asymptoticcritical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

الملحق رقم 27: اختبار KPSS الاستقرارية RF في المستوى بقاطع واتجاه عام.

Null Hypothesis: RF is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.051600
Asymptoticcritical values*:	
1% level	0.216000
5% level	0.146000
10% level	0.119000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

الملحق رقم 28 نتائج اختبار VAR

VectorAutoregressionEstimates
 Date: 06/05/17 Time: 12:29
 Sample (adjusted): 2010Q3 2016Q4
 Included observations: 26 afteradjustments
 Standard errors in () & t-statistics in []

	DT	CAR	LR	PR	RE	RF
DT(-1)	-4.842099 (2.27855) [-2.12508]	39.47116 (29.0585) [1.35834]	1.354131 (2.64327) [0.51229]	33.89211 (10.8660) [3.11911]	6.681414 (3.71470) [1.79864]	208.4423 (140.889) [1.47948]
DT(-2)	7.183568 (2.79514) [2.57002]	-47.35758 (35.6466) [-1.32853]	-1.572621 (3.24255) [-0.48499]	-40.42787 (13.3295) [-3.03296]	-7.833596 (4.55689) [-1.71906]	-254.1792 (172.831) [-1.47068]
CAR(-1)	-1.237993 (0.17784) [-6.96146]	3.506348 (2.26794) [1.54605]	0.338493 (0.20630) [1.64078]	2.404830 (0.84806) [2.83568]	0.527411 (0.28992) [1.81914]	16.13130 (10.9960) [1.46702]
CAR(-2)	-3.425459 (1.84815) [-1.85345]	31.70351 (23.5696) [1.34510]	0.493467 (2.14398) [0.23016]	27.14139 (8.81347) [3.07953]	1.925046 (3.01302) [0.63891]	166.4372 (114.276) [1.45645]
LR(-1)	2.279616 (0.78833) [2.89170]	-12.74424 (10.0536) [-1.26763]	1.276643 (0.91452) [1.39598]	-9.640613 (3.75940) [-2.56440]	-3.125802 (1.28521) [-2.43214]	-60.22240 (48.7445) [-1.23547]
LR(-2)	-3.793175 (1.57013) [-2.41584]	26.04688 (20.0239) [1.30079]	-0.286941 (1.82145) [-0.15753]	20.94246 (7.48762) [2.79695]	3.265482 (2.55976) [1.27570]	130.2550 (97.0847) [1.34166]
PR(-1)	-0.297638 (0.08854) [-3.36173]	1.127766 (1.12912) [0.99880]	0.003659 (0.10271) [0.03562]	2.357314 (0.42222) [5.58319]	0.414843 (0.14434) [2.87405]	6.390289 (5.47447) [1.16729]

PR(-2)	0.276572 (0.09714) [2.84715]	-1.317837 (1.23883) [-1.06378]	-0.022459 (0.11269) [-0.19930]	-1.828879 (0.46324) [-3.94801]	-0.317826 (0.15837) [-2.00691]	-7.185724 (6.00640) [-1.19635]
RE(-1)	-4.858034 (1.70906) [-2.84252]	28.37301 (21.7957) [1.30177]	0.670664 (1.98262) [0.33827]	22.54220 (8.15018) [2.76585]	6.344922 (2.78626) [2.27721]	131.1446 (105.675) [1.24101]
RE(-2)	4.330347 (1.56639) [2.76455]	-26.23564 (19.9762) [-1.31335]	-1.040789 (1.81711) [-0.57277]	-22.22204 (7.46978) [-2.97492]	-4.702994 (2.55366) [-1.84167]	-127.1799 (96.8535) [-1.31312]
RF(-1)	-0.000204 (0.00483) [-0.04215]	-0.034986 (0.06162) [-0.56775]	-0.000684 (0.00561) [-0.12194]	0.012248 (0.02304) [0.53155]	0.007151 (0.00788) [0.90784]	-0.120188 (0.29877) [-0.40228]
RF(-2)	0.009578 (0.00597) [1.60428]	-0.022131 (0.07614) [-0.29065]	0.003348 (0.00693) [0.48344]	-0.014752 (0.02847) [-0.51813]	-0.013360 (0.00973) [-1.37258]	-0.566505 (0.36917) [-1.53456]
C	3.120716 (1.45232) [2.14878]	-25.36416 (18.5215) [-1.36944]	-0.459934 (1.68479) [-0.27299]	-21.97752 (6.92584) [-3.17326]	-1.027788 (2.36771) [-0.43409]	-130.7335 (89.8008) [-1.45582]
R-squared	0.999543	0.898879	0.998705	0.998963	0.999467	0.932049
Adj. R-squared	0.999120	0.805537	0.997509	0.998007	0.998974	0.869325
Sum sq. resid	4.06E-05	0.006597	5.46E-05	0.000922	0.000108	0.155069
S.E. equation	0.001766	0.022526	0.002049	0.008423	0.002880	0.109217
F-statistic	2367.453	9.629930	835.2915	1044.068	2029.993	14.85958
Log likelihood	136.9285	70.73849	133.0681	96.31401	124.2208	29.69334
Akaike AIC	-9.532961	-4.441422	-9.236007	-6.408770	-8.555446	-1.284103
Schwarz SC	-8.903913	-3.812374	-8.606958	-5.779722	-7.926397	-0.655055
Meandependent	0.964914	0.837586	0.301797	0.162959	0.074020	0.219392
S.D. dependent	0.059557	0.051082	0.041056	0.188666	0.089913	0.302131
Determinant resid covariance (dof adj.)		8.86E-31				
Determinantresid covariance		1.38E-32				
Log likelihood		732.2875				
Akaike information criterion		-50.32981				
Schwarz criterion		-46.55552				

الملحق رقم 29: نتائج تحليل التباين

Variance Decomposition of DT:

Period	S.E.	DT	CAR	LR	PR	RE	RF
1	0.001766	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.018039	80.53922	18.78044	0.095254	0.146826	0.438220	3.59E-05
3	0.057930	17.21565	79.01350	0.150727	0.781717	2.822043	0.016365
4	0.306085	5.243324	92.51826	0.020976	0.651142	1.510053	0.056243
5	1.614988	26.82248	72.72795	0.006124	0.165443	0.239144	0.038850
6	4.151583	56.74917	42.92668	0.069936	0.029081	0.127389	0.097745
7	8.275628	76.92336	18.52748	0.293077	0.705750	3.505930	0.044403
8	52.47562	4.909899	92.81910	0.031935	0.562322	1.660592	0.016152
9	253.7323	23.60166	75.71924	0.003829	0.234095	0.385205	0.055973
10	808.3433	49.91563	49.87503	0.048406	0.037337	0.055710	0.067887

Variance Decomposition of CAR:

Period	S.E.	DT	CAR	LR	PR	RE	RF
1	0.022526	40.21992	59.78008	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.034652	40.99468	56.59014	0.082113	0.196770	1.848883	0.287410
3	0.101232	16.95168	75.52921	0.160597	1.894008	5.268553	0.195950
4	1.025982	17.86716	81.43481	0.001568	0.207371	0.477223	0.011868
5	2.763916	41.78522	57.85851	0.030293	0.118377	0.079515	0.128088
6	7.501259	75.04910	23.90273	0.139322	0.102818	0.760763	0.045273
7	24.48220	8.347003	88.05991	0.109362	0.714239	2.764440	0.005044
8	134.0352	12.76936	85.82185	0.005371	0.423112	0.924553	0.055755
9	576.6584	35.47327	64.25699	0.017261	0.102289	0.100049	0.050149
10	1276.560	72.00250	27.13521	0.131459	0.049661	0.581778	0.099387

Variance Decomposition of LR:

Period	S.E.	DT	CAR	LR	PR	RE	RF
1	0.002049	19.91678	57.46629	22.61692	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.008241	32.90350	62.46400	4.608876	0.000357	0.021328	0.001940
3	0.009884	24.55243	68.06902	5.041076	0.166973	2.104872	0.065634
4	0.026514	18.97136	77.11637	0.723471	0.758191	2.132459	0.298144
5	0.181051	43.10097	56.73560	0.054651	0.033987	0.051315	0.023485
6	0.300672	73.82473	23.57659	0.276266	0.234218	1.913286	0.174904
7	1.146892	7.522209	87.43812	0.136331	1.182184	3.671316	0.049843
8	8.735799	17.41650	81.73628	0.002351	0.259316	0.560463	0.025090
9	27.72303	41.14975	58.56941	0.028473	0.095865	0.068216	0.088291
10	65.83544	77.53334	21.22829	0.156839	0.112496	0.904882	0.064157

Variance Decomposition of PR:

Period	S.E.	DT	CAR	LR	PR	RE	RF
1	0.008423	38.25587	33.42444	19.98418	8.335500	0.000000	0.000000
2	0.025238	31.44319	45.30104	10.66939	6.391002	6.128975	0.066407
3	0.085805	15.60428	69.93656	2.273552	3.991848	7.881849	0.311906
4	0.742626	15.50507	83.27836	0.035664	0.358380	0.798750	0.023783
5	2.279309	38.63455	60.94654	0.026322	0.149130	0.135724	0.107741

6	6.143880	71.91145	27.27211	0.127795	0.067810	0.565491	0.055344
7	17.44270	14.10567	81.69283	0.149628	0.808852	3.234008	0.009009
8	103.7922	10.98079	87.48188	0.007930	0.447114	1.034923	0.047365
9	455.9153	33.21874	66.45842	0.013832	0.122326	0.135258	0.051426
10	1081.419	67.57718	31.79739	0.109694	0.031868	0.391060	0.092801

Variance
Decomposition
of RE:

Period	S.E.	DT	CAR	LR	PR	RE	RF
1	0.002880	28.63199	69.25526	1.398788	0.000750	0.713212	0.000000
2	0.011198	22.51999	72.51032	0.576149	1.072196	3.206343	0.115000
3	0.107952	14.07792	85.15443	0.007750	0.227249	0.523078	0.009573
4	0.341698	35.75585	63.88053	0.020463	0.139171	0.107660	0.096322
5	0.970682	67.01663	32.38891	0.107177	0.039549	0.395973	0.051762
6	2.398194	21.72368	73.73594	0.183975	0.822719	3.517701	0.015981
7	14.55773	9.041439	89.20598	0.011985	0.494109	1.201486	0.045005
8	67.38774	30.92649	68.69831	0.010677	0.140132	0.175175	0.049209
9	167.9175	63.41492	36.11619	0.092532	0.024038	0.261323	0.090999
10	355.6071	52.87218	41.64802	0.278878	0.949814	4.222761	0.028347

Variance
Decomposition
of RF:

Period	S.E.	DT	CAR	LR	PR	RE	RF
1	0.109217	12.24119	23.02556	1.697413	6.600837	32.79749	23.63752
2	0.148998	13.07336	48.41431	1.224717	4.105019	20.29862	12.88398
3	0.289099	10.64360	74.14948	0.393290	2.791090	8.565436	3.457104
4	3.344518	21.08425	78.31315	0.003873	0.170180	0.391739	0.036811
5	7.775959	47.74950	51.85983	0.045199	0.094970	0.072642	0.177858
6	20.27015	82.15967	16.09050	0.180208	0.223185	1.305588	0.040846
7	86.73720	4.604327	92.61149	0.064736	0.593717	2.123382	0.002350
8	422.8399	16.45723	82.38882	0.002769	0.366355	0.719029	0.065797
9	1705.504	39.91395	59.88236	0.025163	0.072229	0.055744	0.050555
10	3401.217	78.91561	19.57093	0.178501	0.121379	1.108719	0.104863

Cholesky
Ordering: DT
CAR LR PR
RE RF

الملحق رقم 30: نتائج سببية غرانجر:

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 06/05/17 Time: 18:23

Sample: 2010Q1 2016Q4

Lags: 2

NullHypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
CAR does not Granger Cause DT	26	26.8939	2.E-06
DT does not Granger Cause CAR		3.93584	0.0353
LR does not Granger Cause DT	26	2.48150	0.1078
DT does not Granger Cause LR		7.77217	0.0030
PR does not Granger Cause DT	26	0.65211	0.5312
DT does not Granger Cause PR		0.54478	0.5879
RE does not Granger Cause DT	26	1.21987	0.3154
DT does not Granger Cause RE		83.6235	1.E-10
RF does not Granger Cause DT	26	0.05191	0.9495
DT does not Granger Cause RF		1.35812	0.2788
LR does not Granger Cause CAR	26	3.38175	0.0533
CAR does not Granger Cause LR		29.5170	8.E-07
PR does not Granger Cause CAR	26	0.40394	0.6728
CAR does not Granger Cause PR		0.65595	0.5293
RE does not Granger Cause CAR	26	0.09088	0.9135
CAR does not Granger Cause RE		9.91869	0.0009
RF does not Granger Cause CAR	26	0.93223	0.4094
CAR does not Granger Cause RF		0.55047	0.5848
PR does not Granger Cause LR	26	0.95092	0.4024
LR does not Granger Cause PR		0.27193	0.7645
RE does not Granger Cause LR	26	3.61166	0.0449
LR does not Granger Cause RE		0.71388	0.5012
RF does not Granger Cause LR	26	3.77954	0.0396
LR does not Granger Cause RF		1.59234	0.2271
RE does not Granger Cause PR	26	3.86256	0.0373
PR does not Granger Cause RE		0.08306	0.9206
RF does not Granger Cause PR	26	5.35030	0.0132
PR does not Granger Cause RF		1.15192	0.3352
RF does not Granger Cause RE	26	0.10024	0.9050
RE does not Granger Cause RF		5.94684	0.0090

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أهم محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، وبناء نموذج تجريبي يسمح بتفسير السلوك المالي لهذه المؤسسات، وهذا على ضوء الأسس النظرية للهيكل المالية (نظرية التوازن، نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي)، في هذا الإطار قمنا بإجراء دراسة ميدانية لمؤسسة الأجر الأحمر ببرج صباط خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى غاية سنة 2016، وذلك باستخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR، من أجل دراسة تأثير هذه العوامل على نسبة الهيكل المالي، واختيار مدى قدرة هذه النظريات على تفسير السلوك المالي للمؤسسة في البيئة الجزائرية.

وخلصت الدراسة إلى أن كل المتغيرات المستقلة المتمثلة في: السيولة، الربحية، المرودية المالية، المرودية الاقتصادية وهيكل الأصول تعتبر من أهم العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسة، حيث تشير نتائج الدراسة القياسية إلى أن هيكل الأصول يؤثر بسلب في الهيكل المالي على المدى الطويل دون التأثير في المدى القصير والمتوسط، في حين أن بقية المتغيرات تأثيرها ضعيف جدا في المدى الطويل و منعدم في المدى القصير والمتوسط.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، نظرية التوازن، هيكل الأصول، هيكل التمويل، مصادر التمويل، محددات الهيكل المالي.

Résumé:

Cette étude vise à identifier les déterminants les plus importants de la structure financière de l'institution économique, la construction d'un modèle expérimental permet une interprétation du comportement financier de ces institutions, et cela à la lumière des fondements théoriques des structures financières (théorie de l'équilibre, la théorie du signal et la théorie de la capture-out), dans ce contexte, nous avons mené une étude sur le terrain de la Fondation tour de paie rouge EAT pendant la période de 2010 à 2016, en utilisant le modèle vectoriel autorégressif VAR, afin d'étudier l'effet de ces facteurs sur la proportion de la structure financière, la sélection de la capacité de ces théories pour expliquer le comportement financier de l'institution dans l'environnement algérien.

L'étude a conclu que toutes les variables indépendantes de: la liquidité, la rentabilité, la rentabilité financière, la viabilité économique et la structure des actifs est l'un des déterminants les plus importants de la structure financière de l'institution, où les résultats de l'étude norme indiquent que la structure des actifs affecte le pillage dans la structure financière à long terme sans affecter à court et à moyen terme, alors que le reste de l'impact des variables est très faible à long terme et inexistant à court et à moyen terme.

Mots clés: structure financière, Théorie de l'équilibre, la structure de l'actif, la structure de financement, les sources de financement, les déterminants de la structure financière.