



الموضوع

أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية
دراسة حالة مؤسسة مطحنة القمح الذهبي - مجمع إسعادي -
بالعلمة - سطيف -

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص : مالية وحوكمة الشركات

إشراف الأستاذ(ة):

■ بعيسي سامية.

إعداد الطالب(ة):

■ بوطويل عبد الرؤوف.

السنة الجامعية : 2013-2014

إهداء

إهداء

إلى جدتي رحمها الله

إلى كل من أحبه في الله

إلى كل العائلة

إلى كل طالب علم

أهدي هذا الجهد المتواضع

محمد الرؤوف

سُكْرٌ وَتَقْلِيرٌ

شكر وتقدير

(... ربه أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن
أعمل صالحا ترضاه وأدخلي برحمتك في عبادك الصالحين...)

سورة الزمل الآية ﴿19﴾

أشكر الله تعالى وأحمده على إتمام هذا العمل

أشكر أستاذتي المشرفة سامية بعيسي على جهودها وتوجيهاتها
ونصائحها التي قدمت لي

أشكر كل من أساتذة وإدارة كلية العلوم الاقتصادية بجامعة
محمد خيضر - بسكرة - وأقدر كل المجهود المبذول من طرفهم
من أجل الطالب

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى جميع أفراد مؤسسة مطحنة القمح

الذهبي من إداريين أو عمال جزاهم الله خيرا

وأشكر كل من قدم لي يد المساعدة لإتمام هذا البحث

والصلاة والسلام على عبد الله ورسوله سيدنا محمد

عبد الرؤوف

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
	البسمة.
I	الإهداء.
II	شكر وتقدير.
III	فهرس المحتويات.
VI	قائمة الجداول.
VII	قائمة الأشكال.
IX	الملخص بالغة العربية.
XI	الملخص بالغة الأجنبية.
أ - ز	المقدمة العامة.
35 -1	الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال.
2	تمهيد.
3	المبحث الأول: الإطار العام للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
3	المطلب الأول: مفهوم ومحددات الهيكل المالي.
6	المطلب الثاني: المصادر التمويلية للمؤسسة.
9	المطلب الثالث: السياسات التمويلية للمؤسسة.
14	المبحث الثاني: الإطار العام لهيكل رأس المال.
15	المطلب الأول: مفهوم هيكل رأس المال.
16	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في اختيار هيكل رأس المال.
19	المطلب الثالث: تحديد هيكل رأس المال الأمثل.
21	المبحث الثالث: تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية هيكل رأس المال.
21	المطلب الأول: النظرية الكلاسيكية.
23	المطلب الثاني: نظرية مودفيليانمي وميلر.
27	المطلب الثالث: نظرية صافي الربح.
29	المطلب الرابع: النظريات الحديثة المفسرة لهيكل رأس المال.
35	خلاصة الفصل الأول.

فهرس المحتويات

67 -36	الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي.
37	تمهيد.
38	المبحث الأول: مفاهيم حول الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية.
38	المطلب الأول: مفهوم وأهداف الأداء المالي.
40	المطلب الثاني: مفهوم وأهمية تقييم الأداء المالي.
44	المطلب الثالث: خطوات تقييم الأداء المالي والعوامل المؤثرة عليه.
46	المبحث الثاني: تحليل تكلفة التمويل.
46	المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال والعوامل المؤثرة عليها.
50	المطلب الثاني: تكلفة الأموال لمصادر الملكية.
53	المطلب الثالث: تكلفة التمويل لمصادر الإستدانة.
54	المبحث الثالث: قياس أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي.
54	المطلب الأول: أثر الرفع المالي على هيكل رأس المال.
58	المطلب الثاني: علاقة هيكل رأس المال بمردودية المؤسسة.
61	المطلب الثالث: إستخدام نسب هيكل رأس المال في تقييم الاداء المالي للمؤسسة.
67	خلاصة الفصل الثاني.
-68	الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي - مجمع إسعادي - بالعلمة.
69	تمهيد
70	المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي.
70	المطلب الأول: التعريف بالمؤسسة.
71	المطلب الثاني: مراحل الإنتاج بالمؤسسة.
74	المطلب الثالث: التنظيم الإداري للمؤسسة.
76	المبحث الثاني: تحليل مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة.
76	المطلب الأول: تحليل كفاءة الموارد المالية.
82	المطلب الثاني: تحليل المرودية.
84	المطلب الثالث: دراسة أثر الرفع المالي على هيكل رأس المال.

فهرس المحتويات

86	المبحث الثالث: قياس كفاءة هيكل رأس المال على الأداء المالي وتحقيق النتائج.
86	المطلب الأول: تقييم الأداء المالي للمؤسسة باستخدام نسب هيكل رأس المال.
88	المطلب الثاني: هيكل أس المال المناسب للمؤسسة.
90	خلاصة الفصل الثالث.
92	الخاتمة العامة.
96	قائمة المصادر والمراجع.
103	الملاحق.

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-2)	نسب هيكل رأس المال.	62
(1-3)	عرض مكونات هيكل رأس المال بالنسب للفترة (2010 - 2013).	76
(2-3)	تطور النتيجة الصافية للمؤسسة.	80
(3-3)	حساب المردودية الاقتصادية خلال الفترة (2010-2013).	83
(4-3)	حساب المردودية المالية خلال الفترة (2010-2013).	84
(5-3)	قياس أثر الرفع المالي للفترة (2010-2013).	85
(6-3)	قياس مؤشر الرفع المالي للفترة (2010-2013).	86
(7-3)	نسب هيكل رأس المال للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013).	87

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
10	السياسة المعتدلة في التمويل	(1-1)
12	السياسة المتحفظة في التمويل	(2-1)
13	السياسة المغامرة في التمويل	(3-1)
16	تركيبية هيكل رأس المال المناسب	(4-1)
22	العلاقة بين تكلفة الأموال وتكلفة الاقتراض وفق مضمون النظرية التقليدية	(5-1)
23	التغير في القيمة السوقية للشركة بسبب تغير الرفع المالي وفق مضمون النظرية التقليدية.	(6-1)
27	العلاقة بين متغيرات الافتراض الثاني لمودقلياني وميلر.	(7-1)
28	العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال طبقا لنظرية صافي الربح.	(8-1)
30	نظرية التبادل والقيمة السوقية للمؤسسة.	(9-1)
32	تكاليف الوكالة ونسبة الاستدانة.	(10-1)
41	تقييم الأداء المالي في الشركات الاقتصادية	(1-2)
55	أثر الرفع المالي على معدل العائد على مجموع الأصول ومعدل العائد على حق الملكية.	(2-2)
56	أثر الرفع المالي على ربحية السهم الواحد.	(3-2)
75	الهيكل التنظيمي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي.	(1-3)
77	هيكل رأس المال بالنسب لسنة 2010.	(2-3)
78	هيكل رأس المال بالنسب لسنة 2010.	(3-3)
78	هيكل رأس المال بالنسب لسنة 2010.	(4-3)

قائمة الأشكال

78	هيكل رأس المال بالنسب لسنة 2010.	(5-3)
80	تطور رقم الأعمال والقيمة المضافة خلال الفترة (2010-2013).	(6-3)
81	تطور النتيجة الصافية خلال الفترة (2010-2013).	(7-3)
89	نتائج المؤسسة خلال الفترة (2010-2013).	(8-3)

المخلص

إن الهدف من اختيار هيكل رأس المال المناسب يكمن في معرفة إمكانية تأثيره على عوائد المؤسسة، مع اتفاق جملة المفكرين الماليين على عدم وجود هيكل رأسمال أمثل ومناسب لجميع المؤسسات، إذ على المؤسسة اختيار ذلك بما يتماشى وطبيعتها وحجمها واحتياجاتها، بترشيد استخدامها للموارد المتاحة أمامها للرفع من كفاءتها لتحقيق أفضل النتائج بفعالية، و بقياس الأثر الناجم عن هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ومن خلال الإشكالية كيف يؤثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؟، كانت النتائج كالتالي:

- إن الاهتمام ودراسة القرارات المتعلقة بالتمويل يعتبر مكسب للمؤسسة ينعكس على نتائجها.
- تعتبر الموارد المالية الخاصة بالمؤسسة أول مصادر التمويل الذي تلجأ إليه لتمويل أنشطتها.
- تعتمد مؤسسة مطحنة القمح الذهبي على نوعين من مصادر التمويل المتمثلة في التمويل الذاتي والقروض المصرفية.
- تختار المؤسسة هيكل رأس مالها نتيجة لعدة اعتبارات أهمها بنية موجوداتها ومجال نشاطها.
- زيادة نسبة الاستدانة أعلى من نسبة الأموال الخاصة في هيكل رأس المال والرشادة في استخدام تلك الموارد، يؤدي إلى الأثر الإيجابي للرفع المالي والذي ينعكس على تعظيم المردودية المالية للمؤسسة وبالتالي الرفع من عوائد الملاك.
- ارتفاع مستمر للأموال الخاصة للمؤسسة خلال السنوات الأربعة وكذا بالنسبة للمردودية المالية للمؤسسة وهذا ما يعكس تحسن في الأداء المالي بالنسبة للمؤسسة محل الدراسة.
- تحقيق توازن مالي ووضعية مالية جيدة للمؤسسة خلال السنوات الثلاث الأولى من فترة الدراسة.

المخلص

• تؤدي زيادة نسبة الالتزامات قصيرة الأجل على حساب الالتزامات طويلة الأجل من الهيكل المالي في السنة الأخيرة من فترة الدراسة، إلى زيادة المخاطر المالية دون زيادة في النتائج.

• عانت المؤسسة محل الدراسة من سوء تقدير وعدم تكافؤ لعناصر الهيكل المالي في المؤسسة خلال السنة الأخيرة، من خلال الزيادة الكبيرة في الالتزامات قصيرة الأجل ذات التكلفة المتغيرة مقارنة بنشاط المؤسسة الإنتاجي وذات الأصول الثابتة الضخمة.

وكانت معالجة هذا الموضوع بإحدى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية الخاصة المتمثلة في مطحنة القمح الذهبي، ودراسة قراراتها المتعلقة بالتمويل خلال فترة تمتد على مدار أربع سنوات ومدى تحقيقها للنتائج.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، هيكل رأس المال، الرفع المالي، مردودية المؤسسة.

مقدمة عامة

تنطوي الإدارة المالية على كل ما يتعلق بالأموال في المؤسسة، وهي عملية متجددة ومستمرة، حيث يبدأ النشاط المالي منذ التفكير في إنشائها إلى آخر لحظة من حياتها، ومن الطبيعي أنه كلما زاد حجم الاستثمار زاد حجم التمويل، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أهمية عملية التمويل.

تتبع أهمية التمويل من القرارات المترتبة على هذه العملية، كالقرارات التي تتعلق باختيار مصادر التمويل والتركيبية التي يتكون منها هيكل التمويل، وتتميز قرارات التمويل بأنها معقدة وحساسة، لذلك يجب على المدير المالي دراستها دراسة جيدة ومتأنية؛ وذلك لأن عملية اتخاذ القرار يترتب عليها بعض النتائج المهمة مثل: تحديد المركز المالي للمؤسسة، تحديد المركز الائتماني للمؤسسة، تحديد ربحية المؤسسة، تحديد التزامات المؤسسة.

إن دراسة السلوك التمويلي للمؤسسات تتيح وتمكن من تحليل القرارات المالية المتخذة لمواجهة وضعية معينة وتحليل خصائصها المالية، ووفقاً للظروف والمعطيات المتاحة أمام المؤسسة تقوم الإدارة المالية بتقويم مصادر التمويل لاختيار البديل الأفضل للمؤسسة، بعد أن تقوم بتحديد كمية ونوعية احتياجاتها من الأموال والمقصود بكمية الأموال حجم التمويل المطلوب توفيره، ونوعية الأموال ومجال استثمارها أو إنفاقها، بهدف تحقيق الصحة المالية للمؤسسة وبغية الوصول إلى الأداء المالي المطلوب، وذلك من خلال ترشيد السياسة التمويلية لها واختيار المزيج التمويلي الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى، ويقلل من المخاطر ومن ثم تعظيم ثروة الملاك.

وتعتبر دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وكل من تكلفة الأموال والأداء المالي من أهم القضايا التي تهتم بها الإدارة المالية، حيث أنه منذ أزيد من أربعين عاماً، يدور جدل بين العلماء والممارسين في حقل الإدارة المالية، حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل من عدمه، وكذا مدى تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي

مقدمة عامة

للمؤسسة، حيث تم عرض وتقديم بعض النظريات التي تناولت دراسة تلك العلاقة، ضمن هذا الإطار تمحورت إشكالية هذه الدراسة والتي نطرحها في السؤال التالي:

كيف يؤثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؟

من أجل تحليل وتبسيط هذه الإشكالية نطرح الأسئلة التالية:

- هل الاعتماد على التمويل بالاستدانة في هيكل رأس المال بنسبة كبيرة يشكل خطورة على المؤسسة؟
- ما علاقة آلية الرفع المالي بنتيجة المؤسسة ومردوديتها؟
- ما هي العوامل التي يجب مراعاتها للوصول إلى الأداء المالي المرغوب فيه؟

الفرضيات:

سنعتمد في هذه الدراسة الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: الاعتماد على التمويل بالاستدانة في هيكل رأس المال بنسبة كبيرة لا يشكل خطورة على المؤسسة.

الفرضية الثانية: هناك علاقة طردية بين آلية الرفع المالي والنتيجة الصافية للمؤسسة ومردوديتها المالية.

الفرضية الثالثة: يرجع اختلال التوازن المالي في المؤسسة أساسا إلى عدم توفيقها في اختيار الهيكل المالي الذي يتلاءم مع ظروفها وأهدافها.

مبررات اختيار الموضوع:

من بين الأسباب والدوافع التي أدت إلى اختيار هذا الموضوع نذكر:

مقدمة عامة

- تتناسب الموضوع مع تخصص الدراسة.
- الرغبة الذاتية في دراسة موضوع في الجانب المالي وتحليل المعطيات الكمية للوصول إلى النتائج النهائية.
- أهمية الموضوع في العصر الحالي، حيث تعد الوظيفة المالية من بين الوظائف الأساسية، ودائما نجد المؤسسات تعاني من مشكل التمويل، وكيفية اختيار المصدر الملائم.
- الرغبة في توضيح واختبار العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي.

أهمية الدراسة:

تأتي أهمية هذه الدراسة كونها تعالج موضوع ذو أهمية في المؤسسة نظرا لارتباطه بالجانب المالي والوظيفة المالية وتحاول هذه الدراسة توضيح وتبيين أثر مصادر التمويل الخارجية والداخلية على الأداء المالي؛ الذي تصل إليه المؤسسة في ظروف معينة، وإبراز العوامل المؤثرة في ذلك، وبالتالي تساعد في كيفية اختيار المؤسسة لهيكل رأس مال مناسب لها حسب ظروفها وأهدافها حتى تتجنب اختلال التوازن المالي.

أهداف الدراسة:

نهدف من وراء هذه الدراسة إلى توضيح بعض النقاط منها:

- إبراز كيفية اختيار الهيكل المالي والعوامل المؤثرة في اختياره.
- تبين أثر كل من الأموال الخاصة والديون الخارجية ذات الاستحقاق الطويل على الأداء المالي للمؤسسة، وكيفية اختيار السياسة المالية الملائمة حسب الظروف السائدة.
- توضيح العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في المؤسسة، مع إبراز الأثر الناجم عنها.

مقدمة عامة

- التذكير بأهمية تبني هيكل رأس المال الأمثل ومدى تأثيره على ربحية المؤسسة.

منهج الدراسة:

بغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده والإجابة عن الإشكالية المطروحة، اتبع المنهج الوصفي الموافق للدراسة النظرية، القائم على جمع البيانات والمعلومات المرتبطة بالموضوع محل الدراسة، إضافة إلى المنهج التحليلي الموافق لدراسة الحالة الذي يمكننا من تطبيق جانب من المعلومات المتوفرة لدى المؤسسة بغرض دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي.

الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات التي تناولت نفس الموضوع أو درست جزء منه نذكر منها:

1- دراسة: العايب ياسين، "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، المقدمة لنيل شهادة دكتوراه في كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011.

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مختلف التدابير والإصلاحات المنتهجة من طرف الدولة لمعالجة الاختلال المالي للمؤسسة الاقتصادية بصفة عامة، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة وذلك من أجل الوقوف على حقيقة إشكالية التمويل في الجزائر وبحث مختلف المشاكل والأسباب التي ترجع إلى المحيط الخارجي، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن إشكالية التمويل بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ناتجة عن هشاشة خصائصها التي تساعدها على الحصول على التمويل من المصادر الحالية في الجزائر وخص بالذكر البنوك التجارية، حيث تظهر هذه الأخيرة غير متخصصة في معالجة المخاطر الناتجة عن خصوصية المؤسسة الصغيرة والمتوسطة تجاه عدم تماثل المعلومات ومختلف المخاطر.

مقدمة عامة

2- رزقي محمد، " أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة ببرج بوعريريج "، المقدمة لنيل شهادة الماجستير في كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008 .

لقد هدفت هذه الدراسة إلى تحديد تأثير القرارات المالية المتمثلة في قرارات الاستثمار، التمويل وتوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية، وذلك من خلال محاولة التطرق إلى الإدارة المسؤولة عن اتخاذ هذا النوع من القرارات والإطار المرجعي لهذه القرارات المتمثل في السياسة التمويلية بالمؤسسة والقيود التي تتحكم بها في ظل التطور الذي يشهده المحيط المالي في السنوات الأخيرة، ومن أهم النتائج التي خلصت إليها هذه الدراسة أن قرارات الاستثمار التي تتخذها المؤسسة تعتبر جوهر العمليات التي تؤدي إلى خلق قيمة أو هدمها، لذلك يتوجب على المؤسسة العمل على ترشيد القرار الاستثماري بشكل يؤدي بها إلى تحقيق هدفها المنشود، وأن قرار التمويل يؤثر على تكلفة الأموال بالمؤسسة الاقتصادية والتي بدورها تؤثر على قيمتها حيث أن التكلفة المتوسطة المرجحة مفهوم أساسي في هذا المجال بدمجها لتكلفة الأموال الخاصة باعتبارها أموالا ليست مجانية في إطار النظرية المالية الحديثة؛ وأن سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة الاقتصادية لا تؤثر على هدف تعظيم قيمة المؤسسة عبر معيار خلق القيمة.

3- بوربيعة غنية، " محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز"، المقدمة لنيل شهادة الماجستير في كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر3، 2012.

ومن بين أهم النقاط التي هدفت الدراسة إلى معالجتها هي التعرف على أهم المصادر التمويلية للشركة وقياس تكلفة كل مصدر، وتحديد أهم المحددات الكيفية والكمية لاختيار الهيكل المالي المناسب للشركة الاقتصادية، واستعمال مختلف المؤشرات المالية من أجل تقييم أثر السياسات التمويلية المنتهجة على الوضع

مقدمة عامة

المالي للشركة، ومحاولة الإطلاع على سلامة قرارات التمويل في الشركة الاقتصادية الجزائرية من خلال دراسة حالة، أما بالنسبة للنتائج نذكر منها أن اختيار الهيكل المالي للمؤسسة يجب أن يتناسب مع واقعها والمحيط الذي تنشأ فيه بما يحقق أعلى عائد وأقل مخاطرة عندها تكون بصدد الهيكل المالي الأمثل، وأن المؤسسة التي تستفيد من الأثر الإيجابي للرفع المالي وتتحكم فيه، تستطيع رفع قيمتها في السوق وتحقيق معدلات مردودية عالية.

4- مفيدة يحياوي، " تحديد الهيكل المالي الامثل في الشركات العمومية الاقتصادية الجزائرية "، مقالة في مجلة العلوم الإنسانية الصادرة من جامعة محمد خيضر بسكرة، 2002.

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مسار عملية التمويل وانعكاساتها والاختلالات المالية في الشركات العمومية الاقتصادية الجزائرية، ومن أهم النتائج المحصل عليها من هذه الدراسة أن هناك تباين في القرارات التمويلية في الشركات يرجع إلى ظروف مختلفة، وبالتالي لا يمكن تحديد صيغة عامة للهيكل المالي الذي تطبقه كل الشركات، وأن تحديد الهيكل المالي لوحده غير كاف، بل يجب أن يكون متبوعا باستخدام أمثل للأموال المحصل عليها.

حدود الدراسة:

تتطلب هذه الدراسة جزءا نظريا يتعلق بهيكل رأس المال والأداء المالي وجزء تطبيقي، ويتضمن الجزء التطبيقي دراسة حالة مؤسسة مطحنة القمح الذهبي-مجمع إسعادي- خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى سنة 2013.

مقدمة عامة

هيكل البحث:

لدراسة الموضوع دراسة وافية تناولنا الموضوع في ثلاثة فصول:

الفصل الأول: يتناول عموميات أساسية حول هيكل رأس المال، حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، خصص الأول منه لدراسة الإطار العام للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، من حيث المفهوم والمحددات والمصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة والسياسة التمويلية المتبعة من طرفها، أما المبحث الثاني تطرق لماهية هيكل رأس المال، من حيث المفهوم والعوامل المؤثرة في اختيار هيكل رأس المال انتهاء بتحديد هيكل رأس المال الأمثل، أما محتوى المبحث الثالث من هذا الفصل فقد خصص لدراسة المقاربات النظرية حول أمثلية هيكل رأس المال حيث تناول أهم النظريات التي تمس بهذا الجانب.

الفصل الثاني: المعنون بكفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي، تم تقسيمه هو الآخر إلى ثلاث مباحث، تناول المبحث الأول مفاهيم حول الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، في حين خصص المبحث الثاني لتحليل تكلفة التمويل، وتناول المبحث الثالث قياس أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي.

الفصل الثالث: مخصص للدراسة التطبيقية حيث سيتم من خلاله إسقاط الدراسة النظرية على مؤسسة مطحنة القمح الذهبي المتواجدة في المنطقة الصناعية بالعلمة ولاية سطيف، ويحتوي هذا الفصل كذلك على ثلاث مباحث، تناول المبحث الأول تقديم عام للمؤسسة محل الدراسة، وتعرض المبحث الثاني إلى تحليل مؤشرات الأداء المالي، أما المبحث الثالث فخصص لقياس كفاءة هيكل رأس المال على الأداء المالي وتحقيق النتائج.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

تمهيد:

يعد هيكل رأس المال جزء من الهيكل المالي للمؤسسة، وهذا الأخير ناتج عن السياسة المالية المتبعة من طرفها، حيث تؤثر هذه السياسة على قرار التمويل كونها متعلقة باختيار هيكل التمويل المناسب، أي المزيج المتجانس من مصادر التمويل بعد دراسة تكلفة كل مصدر من تلك المصادر، والذي من خلاله تتمكن المؤسسة من تعظيم مستوى ربحيتها، وبالتالي تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم، لذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، حيث خصص المبحث الأول لعرض ماهية الهيكل التمويلي للمؤسسة، وتناول المبحث الثاني الإطار العام لهيكل رأس المال، أما المبحث الثالث تطرقنا فيه إلى المقاربات النظرية حول أمثلية هيكل رأس المال.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

المبحث الأول: ماهية الهيكل التمويلي للمؤسسة

من بين أهم الأمور التي تواجه المؤسسة هو الحصول على التمويل الملائم لمشاريعها وبأقل التكاليف، أي كيفية تحديد تركيبة هيكلها المالي، وعليه سيتم في هذا المبحث التطرق إلى مفهوم الهيكل المالي للمؤسسة وأهم محدداته ومختلف مصادر التمويل وأنواع السياسات التمويلية التي تتبعها المؤسسات.

المطلب الأول: مفهوم ومحددات الهيكل المالي

لبيان الهيكل المالي وتحديد معالمه وإبراز أهميته، سنتطرق في هذا المطلب أولاً إلى مفهوم الهيكل المالي ثم إلى محدداته كما يلي:

الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي

من بين أهم التعاريف الخاصة بالهيكل المالي نذكر ما يلي:

التعريف الأول: " يشير الهيكل المالي إلى الجانب الأيسر من الميزانية العمومية أي تمويل الموارد أو الأصول التي تحتاج إليها المؤسسة، فالهيكل المالي يعكس الصورة المالية للمؤسسة، أو البنية المالية التي تعتمد عليها في الانفاق على استثماراتها".¹

التعريف الثاني: " يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي للمؤسسة توليفة مصادر التمويل التي اختارتها لتغطية استثماراتها، ويتكون الهيكل المالي من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العمومية سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم كانت قصيرة الأجل، وسواء كانت أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية".²

¹ جميل أحمد توفيق، " أساسيات الإدارة المالية "، دار النهضة العربية، بيروت، دون ذكر سنة النشر، ص 301-302.

² عاطف وليم أندراوس، " التمويل والإدارة المالية للمؤسسات "، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 401.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

من التعريفين نجد أن الهيكل المالي يمثل مجموع مصادر الأموال التي يتم بواسطتها تمويل موجودات المؤسسة ويتضمن التمويل المقترض والتمويل الممتلك، أو مصادر الأموال الخارجية التي تتمثل في شتى أنواع القروض (قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل) والتي تحصل عليها المؤسسة من الجهات الخارجية، ومصادر الأموال الذاتية (الداخلية) والتي تتمثل في حقوق الملكية أو ما يعرف برأس المال الممتلك، أو حقوق المساهمين.¹

الفرع الثاني: محددات الهيكل المالي

هناك عدة عوامل أساسية لها تأثير على القرارات الخاصة بتشكيل الهيكل المالي لأية مؤسسة، أهمها ما يلي:

أولاً: الموقف الضريبي للمؤسسة

من بين الأسباب الأساسية التي تدفع المؤسسة للتمويل عن طريق القروض استفادتها من ميزة ضريبية ناتجة عن خصم مدفوعات الفوائد من الربح، حيث تعتبر الفوائد من التكاليف الواجبة الخصم قبل تحديد الربح الخاضع للضريبة، وهو ما يسمح بخفض عبء الضرائب على المؤسسة، غير أنه في بعض الأحيان قد يعفى دخل الشركة من الضرائب أو قد تمنح الشركة حوافز ضريبية تخفض من عبء الضريبة، بينما يؤدي الإعفاء الضريبي والاستفادة من الحوافز الضريبية إلى فقدان الاقتراض كمصدر للتمويل، لأحد مزاياه الأساسية التي تنشأ في حالة ارتفاع الأعباء الضريبية.²

¹ صبيحة قاسم، أحمد نزار جميل، " أثر التدفقات النقدية في عناصر هيكل رأس المال "، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية المجلد الخامس، العدد 14، جامعة تكريت، العراق، 2009.

² عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص402.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

ثانياً: المخاطر المالية

يتعلق الخطر المالي بالنواحي المالية لنشاط المؤسسة، والخطر المالي هو ذلك التذبذب في صافي الأرباح بعد الضريبة، وبالتحديد يمثل مجموع الديون الخطر المالي في المؤسسة، للأعباء المالية كما هو السداد تبعاً لموعد الاستحقاق، يمكن ترجمة الاستحقاق في الأجل القصير إلى خطر زيادة احتمال العسر المالي طالما أن الاستحقاق في الأجل الطويل، يعطي للمؤسسة مزيداً من الوقت حتى يمكن التنبؤ بسداد هذه الالتزامات.¹

وبشكل عام ترتبط هذه المخاطر بقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها، حيث كلما زادت المخاطر المالية التي تواجهها المؤسسة قل اعتمادها على التمويل باستخدام الاقتراض.²

ثالثاً: درجة تحفظ أو جرأة الإدارة

بما أنه لا يوجد هيكل مالي واحد صالح لجميع المؤسسات على اختلاف القطاع الذي تنشط فيه، وعليه فإن تحديد الهيكل المالي للمؤسسة يعتمد على توجهات الإدارة في تحديده بمعنى آخر درجة الإعتماد على القروض في التمويل، حيث أن هناك سياسة التمويل المتحفظة والسياسة المعتدلة والسياسة المغامرة، وسنتناول هذه السياسات بشيء من التفصيل في المطلب الثالث.

رابعاً: خطر الاستغلال

يعد هذا الخطر تابع لطبيعة أنشطة المؤسسة، ويقصد بخطر الاستغلال ذلك الخطر الناجم عن دورة استغلال المؤسسة، وبعبارة أخرى هو عجز المؤسسة عن تمويل دورة الاستغلال بواسطة مستحققاتها الخاصة، والمتمثلة أساساً في الزبائن وعندما يحدث هذا العجز تلجأ المؤسسة إلى الديون قصيرة الأجل لتمويل دورة الاستغلال مما

¹ بوطغان حنان، "تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركة الوطنية للبيتروكيمياء"، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 2007، ص 175-176.

² عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 402.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

ينجم عن هذا الإجراء خطورة تتمثل في خطر الاستغلال، ويعرف أنه التغيير العشوائي لرقم الأعمال الذي ينعكس على التنبؤات المتعلقة لمختلف معايير التسيير (نتيجة الاستغلال و النشاط، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية...)¹.

المطلب الثاني: المصادر التمويلية للمؤسسة

تلجأ المؤسسة عادة عند تمويل نشاطها إلى مصادر مختلفة، حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، وتنقسم مصادر التمويل المتاحة تبعا لعلاقتها بالمؤسسة إلى مصادر تمويل داخلية، ومصادر تمويل خارجية، ويمكن تقسيم مصادر التمويل تبعا لآجالها إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل ومصادر تمويل طويلة الأجل، وهي كما يلي:

الفرع الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل

التمويل قصير الأجل هو الذي يستخدم غالبا لتمويل العمليات الجارية والتي يكون أجلها في حدود السنة ويتوقف استخدام هذا النوع من التمويل أو عدم استخدامه إلى حد كبير على طبيعة عمل كل مؤسسة² وتتمثل هذه المصادر فيما يلي³:

أولا: الائتمان المصرفي

يعد الائتمان المصرفي شكلا مهما من أشكال مصادر التمويل المقترضة قصيرة الأمد، حيث تستخدمه المؤسسة في تمويل عملياتها الجارية ولا تلجأ إلى هذا المصدر إلا عندما تكون كلفة التمويل فيه منخفضة قياسا بالمصادر الأخرى، أو عندما لا تستطيع أن تحصل على احتياجاتها المالية قصيرة الأمد من المصادر الأخرى.

¹ بوطغان حنان، مرجع سبق ذكره، ص 168.

² جميل أحمد توفيق، مرجع سابق، ص 333-334.

³ حمزة محمود الزبيدي، " الإدارة المالية المتقدمة "، مؤسسة الوراق، عمان، 2004، ص 938-951.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

ثانياً: الائتمان التجاري

ويقصد به ذلك القرض الممنوح لمؤسسة معينة نتيجة شراء مواد أولية أو بضاعة دون أن يترتب عليها دفع هذه المشتريات نقداً، إنما تؤخذ صفة المشتريات الآجلة، حيث يسمح للمؤسسة دفع قيمة المشتريات خلال فترة زمنية لا تتعدى السنة.

الفرع الثاني: مصادر التمويل طويلة الأجل

يستخدم هذا النوع من التمويل في تمويل الأصول الثابتة والجزء الثابت من رأس المال العامل والتي تزيد آجالها عن السنة، وتتمثل هذه المصادر في ما يلي:

أولاً: مصادر الملكية

تمثل أموال الملكية أحد أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة لتمويل إنفاقها الاستثماري¹ وتتشكل مصادر التمويل الذاتي أو مصادر الملكية من العناصر التالية:

1- **الأسهم:** السهم عبارة عن حصة في ملكية المؤسسة أو حصة رأس مال المؤسسة، حيث يحق لصاحب السهم المشاركة في أرباح المؤسسة بعد تسديد هذه الأخيرة لالتزاماتها اتجاه الآخرين، والأسهم نوعان (الأسهم العادية والأسهم الممتازة)².

2- **الأرباح المحتجزة:** وتمثل أحد مصادر التمويل الذاتي للمؤسسة، وهي عبارة عن الجزء من حقوق الملكية الذي تستمده المؤسسة من ممارسة عملياتها المربحة ويتمثل في المتبقي من الأرباح العامة بعد تجنب الاحتياطات المختلفة والتوزيعات المقررة.³

¹ عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 328-ص329.

² عبد الوهاب يوسف أحمد، " التمويل وإدارة المؤسسات المالية "، دار الحامد، عمان، 2008، ص 81.

³ يوسف حسن يوسف، " التمويل في المؤسسات الاقتصادية "، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2012، ص 228.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

3- الاحتياطات: تمثل الاحتياطات مبالغ يتم اقتطاعها من الأرباح المحققة لتدعيم المركز المالي للمؤسسة أو لمواجهة خسائر محتملة الوقوع، وتتمتع الاحتياطات بذات المزايا التي تتمتع بها الأرباح المحتجزة.¹

ثانيا: مصادر الاستدانة:

يمثل الاقتراض مصدر تمويلي مهم للمؤسسة ويترتب عليه عبء المديونية يستلزم عليها الوفاء به في الأجل المحدد، ويتشكل هذا النوع التمويلي من العناصر التالية:

1- السندات: السندات هي صكوك مديونية تمثل جزء أو نسبة من قروض طويلة الأجل تصدرها مؤسسات اقتصادية، والسند قابل للتسديد في تاريخ استحقاقه، ويعود على صاحبه بفوائد ثابتة أو متغيرة يتحصل عليها دوريا في تاريخ محدد.²

2- القروض طويلة الأجل: تعرف بأنها قروض تمنحها مؤسسات متخصصة وتتجاوز مدتها سبع سنوات، هدفها الرئيسي هو المساهمة في تغطية المشاريع الإستراتيجية الكبيرة وتمويل الأصول الثابتة التي تزيد مدة إهلاكها عن سبع سنوات، مثل تجهيزات البناء، هياكل المصانع.³

المطلب الثالث: السياسات التمويلية للمؤسسة

يمكن للمؤسسة أن تنتهج ثلاث سياسات في طريقها لتمويل استخداماتها، حيث يمكن أن تنتهج السياسة التمويلية المتحفظة أو السياسة المعتدلة أو يمكنها إتباع السياسة المغامرة، ويترتب إتباع أي سياسة من هذه السياسات درجات متفاوتة في المخاطرة والعائد.

¹ عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 380.

² زواوي فضيلة، " تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر "، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2009، ص 36.

³ المرجع السابق، 2009، ص 45 .

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

الفرع الأول: سياسة التمويل المعتدلة (المقابلة)

إن أساس هذه السياسة هو مبدأ متعارف عليه في الفكر المالي يسمى بمبدأ التغطية، بمعنى أن كل موجود داخل الشركة يمول بمصدر تمويل يتلاءم وطول الحاجة إليه.¹

حسب هذه السياسة تقوم المؤسسة بجعل فترة استحقاق مطلوباتها يتطابق مع فترة أو آجال أصولها، وتقتضي هذه السياسة أن تقوم المؤسسة بتمويل أصولها الثابتة والجزء الدائم من أصولها المتداولة بمصادر تمويل طويلة الأجل، أما الجزء الموسمي من الأصول المتداولة فيتم تمويله عن طريق الاقتراض قصير الأجل، إن إتباع هذه السياسة يجعل خطر التمويل الذي تتحمله المؤسسة مقبولا مع المحافظة على ربحية مقبولة.²

وبالتالي فإن مبدأ التغطية يبرز نقطة هامة، وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل القصيرة ومصادر التمويل الطويلة يتوقف على هيكل الأصول المتداولة، فتطبيقا لمبدأ التغطية كلما زادت الأصول المتداولة المؤقتة كلما زاد الاعتماد على الخصوم المتداولة (مصادر قصيرة الأجل) في التمويل³، ويوضح الشكل التالي تمويل الأصول وفق السياسة المعتدلة:

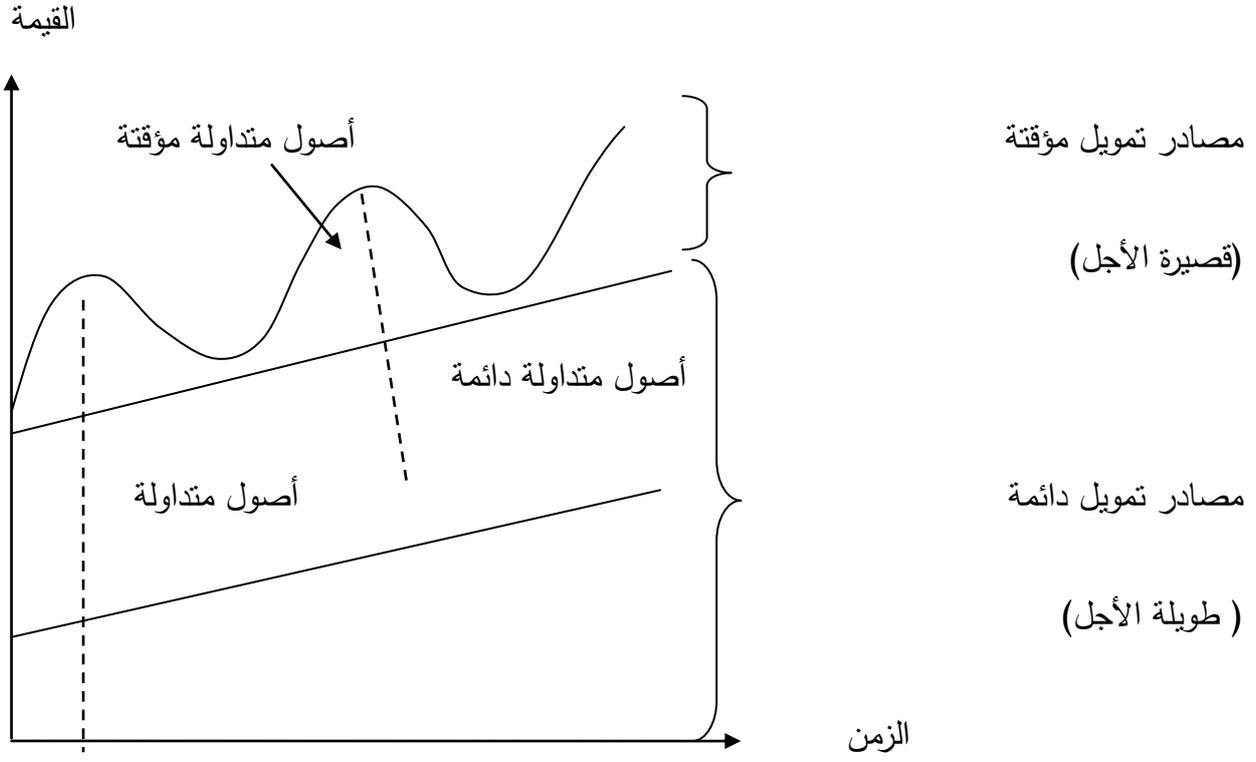
¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 356.

² فايز سليم حداد، "الإدارة المالية"، دار الحامد، عمان، 2010، ص 343.

³ بوربيعة غنية، "محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز"، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2012، ص 7.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

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



المصدر: منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر"، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2000، ص 224.

يظهر بوضوح في هذا الشكل أن الأصول الثابتة قد تم تمويلها بالكامل من خلال مصادر التمويل طويلة

الأجل، في حين استعمل مصدر التمويل قصير الأجل لتمويل الاحتياجات الاستثمارية قصيرة الأجل.¹

فمن غير المنطقي أن تمول المؤسسة الاستثمارات قصيرة الأجل والمتقلبة أساساً بمصادر تمويل طويلة

الأجل وإن تم ذلك فإنه يعني أن تتحمل المؤسسة تكاليف إضافية ممثلة بمدفوعات الفوائد الإضافية لأموال ليس

هناك حاجة لها، الأمر الذي يترك آثاراً سلبية على مستوى ربحية المؤسسة.²

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 8.

² محمد محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 358.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

ورغم سلامة وصراحة هذه السياسة من ناحية تأثيرها على ربحية المؤسسة، إلا أن هذه السياسة تتجاهل مدى ميل إدارة المؤسسة لتحمل المخاطر، ونخلص من ذلك أن مضمون هذه السياسة يقلل من خطر التمويل الذي قد تتعرض له المؤسسة في حدود مقبولة، كما أنه يضمن عائدا مقبولا ويحافظ على ربحية معتدلة.¹

الفرع الثاني: سياسة التمويل المتحفظة

إن أكثر استراتيجيات التمويل محافظة التي تتبعها المؤسسة يجب أن تكون مبنية على تمويل جميع متطلباتها المقترحة من الأموال عن طريق الأموال طويلة الأجل، واستخدام التمويل قصير الأجل في الحالات الطارئة أو في حالة التدفقات النقدية الخارجية غير المتوقعة، إنه من الصعوبة التخيل كيف يمكن تطبيق هذه السياسة وذلك لأن استخدام أدوات التمويل قصيرة الأجل، مثل الذمم الدائنة و المستحقات، عمليا أمر لا بد منه، وفي توضيح هذه السياسة، فإن التمويل قصير الأجل عن طريق الذمم الدائنة والمستحقات سيتم تجاهله.²

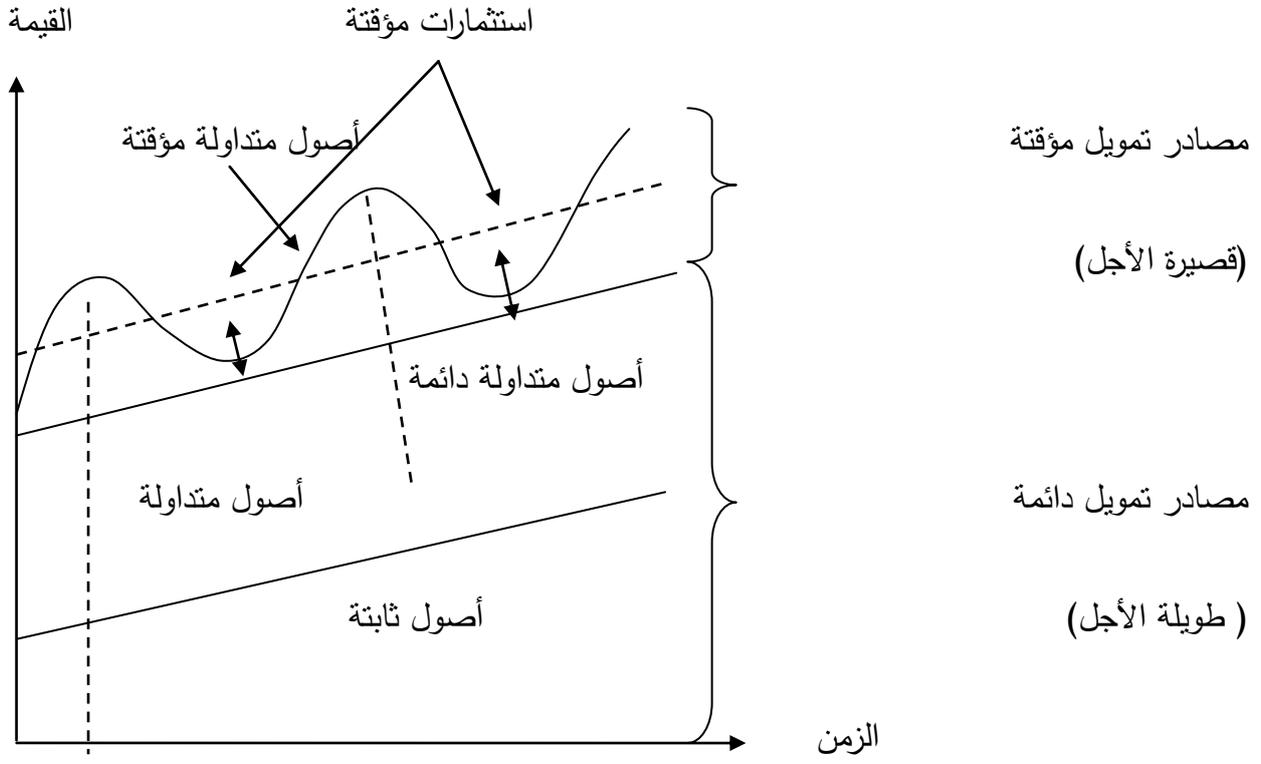
والشكل الموالي يوضح سياسة التمويل المتحفظة:

¹ محمد محمود الزبيدي، ص 359.

² فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص 346.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

الشكل رقم (1-2): السياسة المتحفظة في التمويل.



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 226.

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

ولهذا فإن هذه السياسة تعتبر متحفظة لأن المؤسسة تسعى إلى تمويل جزء من الموجودات المتداولة المؤقتة بمصادر تمويل قصيرة الأمد، وهذا التصرف يعني انخفاض حجم الالتزامات المستحقة على المؤسسة مما يعني تعزيز سيولتها، ويساعد هذا النمط التمويلي أيضا في الحصول على مصادر التمويل طويلة الأمد في الأوقات المناسبة عندما تنخفض تكلفتها، وعموما فإن درجة المخاطرة في هذه السياسة سوف تكون بحدودها الدنيا إلا أن

¹ بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص 9.

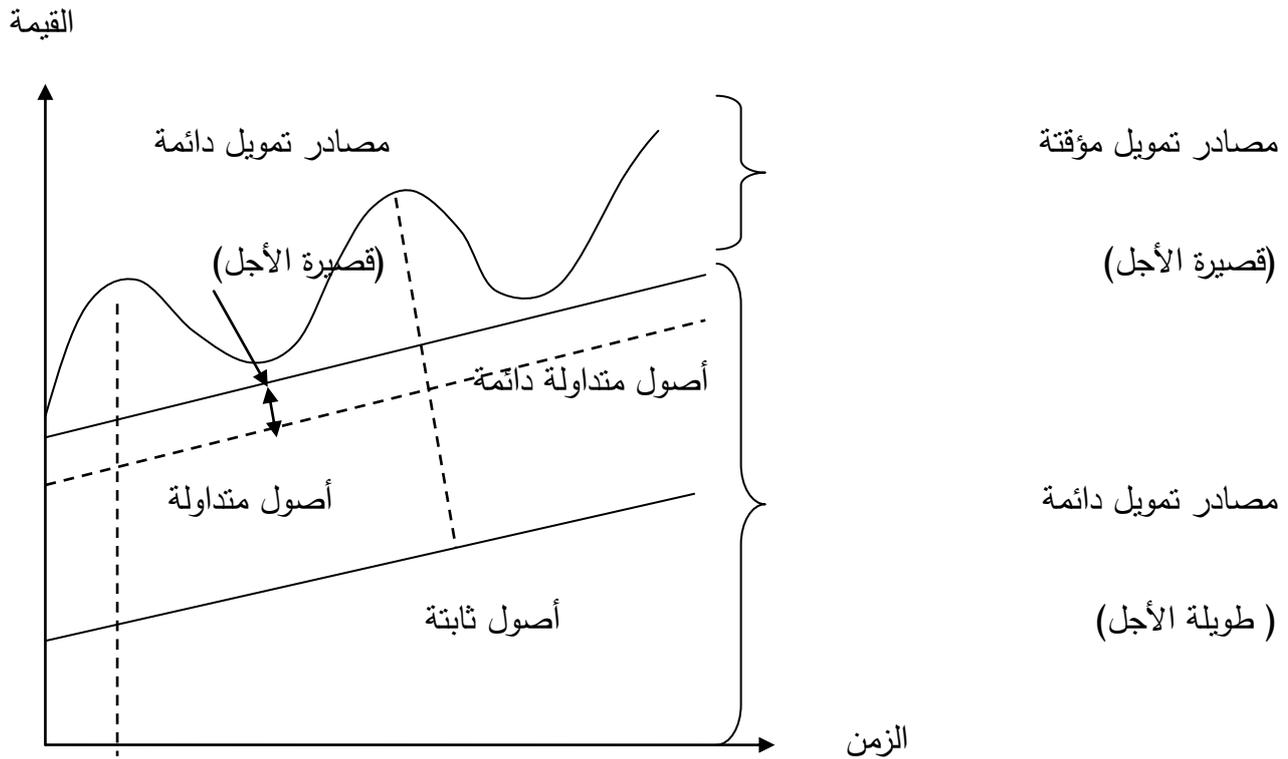
الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

عائد المؤسسة سوف يكون أيضا منخفضا بسبب الارتفاع في تكاليف القروض الطويلة الأجل، بمعنى آخر فإن هذه السياسة سوف تخفض العائد وتخفض المخاطر.¹

الفرع الثالث: سياسة التمويل المغامرة

يمكن تعريف السياسة المغامرة للتمويل على أنها تلك السياسة التي تتبعها المؤسسة لتمويل متطلباتها الموسمية على الأقل، وكذلك احتمال تمويل بعض من متطلباتها الدائمة عن طريق الأموال قصيرة الأجل، والباقي يمول عن طريق الأموال طويلة الأجل²، ويوضح الشكل التالي حدود سياسة التمويل المغامرة:

الشكل رقم (1-3): السياسة المغامرة في التمويل.



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 227.

¹ محمد محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 360.

² فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص 345.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

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

إن المخاطرة المتعلقة بالسياسة المغامرة نتجت بسبب الكمية المحدودة من أموال الاقتراض قصير الأجل وإذا ما اعتمدت المؤسسة كثيرا على هذه الكمية المحدودة، فإنه يصبح من الصعب عليها توفير حاجاتها غير المتوقعة من الأموال.²

المبحث الثالث: الإطار العام لهيكل رأس المال

في ضوء السياسة التمويلية الخاصة بالمؤسسة يتم تحديد هيكل رأس المال المناسب حسب ما يناسبها، وهنا قد يتم الاعتماد على الديون بدرجة أكبر من حقوق الملكية أو عكس ذلك، و في هذا المبحث سنتطرق لمفهوم هيكل رأس المال ونظرياته المختلفة وكذلك العوامل المؤثرة في قرارات تحديده.

¹ محمد محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 362-363.

² فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص 345

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

المطلب الأول: مفهوم هيكل رأس المال

هيكل رأس المال يعني التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتمثل في القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية، ويتضح أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي الذي ينطوي على كل أنواع وأشكال التمويل أي أن¹:

هيكل رأس المال = القروض طويلة الأجل + الأسهم الممتازة + حقوق المساهمين

أو:

هيكل رأس المال = مجموع الأصول - الخصوم المتداولة

كما يمكن تعريفه أيضا بأنه: " ذلك الجزء الذي يشتمل فقط على مصادر التمويل طويلة الأجل التي تتمثل في القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية بما فيها الأسهم الممتازة ".²

إن تحديد الهيكل الأمثل لرأس المال في مؤسسة ما يعني تحديد النسبة الملائمة للديون إلى حقوق الملكية في هذه المؤسسة، ويمكن التعبير عن أموال المشروع في شكل دائرة يتم تقسيمها بين الديون وحقوق الملكية كما يلي³:

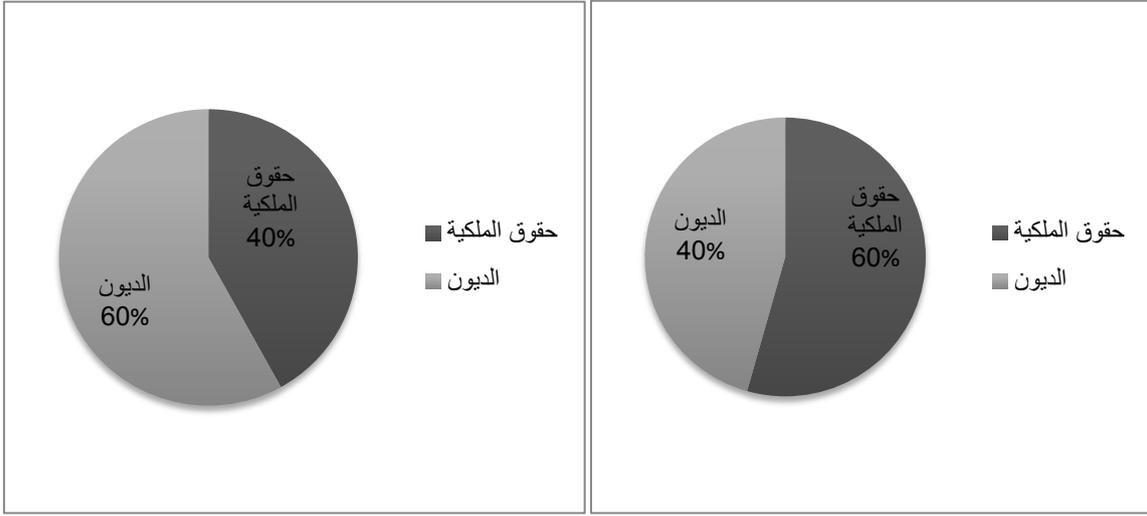
¹ جميل أحمد توفيق، مرجع سابق، ص 302.

² إسلام فيصل أحمد، " أثر الهيكل التمويلي على ربحية شركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيع الأرباح " مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة، جامعة الشرق الأوسط، عمان الأردن، 2011، ص 12.

³ حسين عطا غنيم، " دراسات في التمويل "، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2005، ص 504.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

الشكل رقم (1-4): تركيبة هيكل رأس المال المناسب.



المصدر: حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 504.

من خلال هذا الشكل والذي يبين تركيبة هيكل رأس المال يتوجب على المؤسسة اختيار التركيبة المثلى لهيكل رأس مالها والذي يحقق التوازن بين العائد المتوقع والمخاطرة من هذا التمويل المستهدف، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الحصول على التمويل أي المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في اختيار هيكل رأس المال

تتقيد المؤسسة عند اتخاذها لقرار اختيار هيكل رأس المال بمجموعة من القيود، حيث يجب أن تأخذ في الاعتبار العوامل التالية:

الفرع الأول: مدى استقرار المبيعات

تستطيع المؤسسة التي تتميز بمبيعاتها بالاستقرار النسبي أن تعتمد وهي مطمئنة على التمويل من خلال القروض، وتتحمل من تكلفة ثابتة أعلى من المؤسسات التي تتسم بعدم استقرار مبيعاتها، وتأسيساً على ذلك فإن

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

المؤسسات التي تتميز باستقرار الطلب على منتجاتها يمكنها في غالبية الأحوال استخدام نسب عالية من الرفع المالي (الاقتراض) مقارنة بالمؤسسات الصناعية¹.

الفرع الثاني: هيكل الأصول (بنية الموجودات)

إن المؤسسة التي تمتلك أصولاً يمكن تقديمها كضمان للمقرضين يكون لديها الدافع في الاعتماد على الأموال المقترضة بدرجة كبيرة أي أن هنالك علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين، حيث أن نسبة الاقتراض تزداد كلما زادت نسبة الأصول الثابتة بوصفها أكثر الأصول ملائمة لتقديمها كضمان، وقدرتها على تحقيق أعلى ربحية من الموجودات، نظراً لاتجاه أصحاب الملكية للاستثمار في مشاريع ذات مخاطرة مرتفعة نسبياً، فإنه إذا كان يتم عن طريق الاقتراض سيدفع ذلك الدائنين لطلب رهن أصول المشروع لصالحهم وحمايتهم في حالة فشل المشروع ويقل تمويل المدينين لمشاريع لا تحتوي على أصول قابلة للرهن، وبالتالي تقل تكلفة الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين أصحاب الملكية والدائنين، وبالتالي سيقبل فائض الأموال لدى المؤسسة نتيجة لتسديد القروض، والذي يمكن أن يستخدمه المديرون لصالحهم الذاتي².

الفرع الثالث: معدل النمو

تعتمد المؤسسات التي تتميز بسرعة نموها على التمويل باستخدام القروض بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة بتكاليف التمويل بالدين يشجع المؤسسات على زيادة الاعتماد على الاقتراض، بيد أنه قد تواجه تلك المؤسسات في اعتمادها المتزايد على الاقتراض مخاطر أكبر بشكل قد يقلل من رغبتها في اللجوء إلى الاقتراض³.

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 404.

² سليمان شلاش، علي البقوم وسالم العون، "العوامل المحددة للهيكلة المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997-2001)"، مجلة المنارة، المجلد 14 العدد 01، جامعة آل البيت، الأردن، 2008، ص 58.

³ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 404.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

الفرع الرابع: الربحية

ووفق افتراض تسلسل مصادر التمويل، فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل، ثم تتبعها القروض، ويأتي بعدها إصدار أسهم جديدة، وبذلك يتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة، ولدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة، وبالتالي يتوقع أن تكون هناك علاقة عكسية بين الربحية ونسبة الديون والسبب في ذلك أن المؤسسات التي تتمتع بربحية متدنية وتواجه فرصا استثمارية جيدة، - دون شك - ستلجأ إلى التمويل الخارجي، وستبدأ بالديون قبل إصدار حقوق الملكية، ووفقا لمبدأ التدرج في استخدام مصادر التمويل، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع مستوى الديون في المؤسسات على الجانب الآخر، وبالتالي التمتع بربحية مرتفعة، من خلال استخدام أرباحها في تمويل الاستثمارات، الأمر الذي يجعل نسبة ديونها متدنية.¹

الفرع الخامس: التوجهات الإدارية

بما أنه ليس بإمكان أي شخص أن يثبت أن هناك هيكل رأس مال محدد من الممكن أن يقود إلى زيادة سعر أسهم الشركة، أكثر من هيكل آخر، فإنه بإمكان الإدارة أن تستخدم حكمها الشخصي بخصوص هيكل رأس المال الأنسب، وبعض الإدارات تتوجه إلى أن تكون محافظة أكثر من غيرها، وهكذا فإنها تعتمد على التمويل المقترض بشكل أقل، في حين أن إدارات أخرى قد تعتمد على التمويل المقترض بشكل أكبر.²

الفرع السادس: التحكم أو السيطرة

إن تأثير التمويل بالافتراض بالمقارنة بتأثير التمويل بالأسهم على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة يمكن أن يؤثر في هيكل رأس المال، فإذا كانت الإدارة في الوقت الراهن لديها سيطرة في الشركة (تمتلك أكثر من 50%

¹ سليمان شلاش، علي البقوم وسالم العون، مرجع سابق، ص 62.

² صبيحة قاسم، أحمد نزار جميل، مرجع سابق، ص 66.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

من الأسهم) ولكنها ليست في مركز يسمح لها بشراء أي أسهم إضافية، فسوف تفضل استخدام القروض على الأسهم العادية في التمويل باعتبار أنه لو تم هذا التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة فإن ذلك قد يفقدها السيطرة على المؤسسة، وعليه فإن تلبية اعتبارات السيطرة يمكن أن تؤدي إما إلى استخدام الاقتراض أو حقوق الملكية في التمويل، باعتبار أن نوع التمويل الأفضل بالنسبة للإدارة يختلف من موقف إلى آخر، وفي جميع الأحوال تغلب الإدارة اعتبارات السيطرة والتحكم على غيرها من الاعتبارات الأخرى إذا كانت في وضع لا تشعر فيه بالأمان.¹

المطلب الثالث: تحديد هيكل رأس المال الأمثل

يشير هيكل رأس المال إلى التوليفة الخاصة بالديون وأموال الملكية المستخدمة من قبل المؤسسة في تمويل أصولها وتعد قرارات هيكل رأس المال من القرارات المهمة التي تقوم بها إدارات المؤسسات، حيث أن هذه القرارات تعد مركز القرارات المالية والمحاسبية الأخرى، ويعتبر التأكد من التكلفة المنخفضة لرأس المال واحداً من أهم الأهداف الرئيسية التي يسعى لها أي مدير مالي بأية مؤسسة مهما اختلف نشاطها؛ وذلك لارتباطها بتعظيم الأرباح، حيث تحاول معظم إدارات المؤسسات إلى الوصول إلى المستوى الأمثل لهيكل رأس المال والمتمثل في النقطة التي تكون فيها تكلفة رأس المال أقل ما يمكن.²

إن التركيبة المستهدفة لرأس المال هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب به من قبل إدارة المؤسسة والمكون من كل من التمويل المقترض (الخصوم) والتمويل الممتلك (حقوق الملكية)، والتي يتحقق عندها تعظيم

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 405.

² علاء صالح السعدي، " هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه، مجلة الاقتصادي الخليجي"، العدد 23، جامعة البصرة، العراق 2012 .

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

قيمة سهم المؤسسة في السوق المالي بمعنى آخر، فالحديث هنا هو عن تركيبة جانب الخصوم وحقوق الملكية في الميزانية للمؤسسة، والذي يتم الاعتماد عليه في تمويل جانب الأصول من تلك الميزانية.¹

يجب على المدير المالي أن يختار الهيكل المالي الأنسب، والذي يوضح العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها المنشأة في تمويل موجوداتها، ونسبة كل عنصر فيه، مع الأخذ بعين الاعتبار الموازنة بين العائد والمخاطر الناجمين عن الهيكل المستهدف، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مصدر التمويل منخفضة التكلفة، ومتوازنة مع العائد الذي يحققه، والمتمثل في زيادة الربحية، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.²

إن إشكالية الهيكل المالي الأمثل تبقى دائما مطروحة ولو نظريا، نظرا لوجود أثر الرفع المالي من جهة، الذي يشجع على استعمال الديون أكثر في حالة النتائج المهمة وبحث الشركة على استقلاليتها من جهة أخرى إضافة إلى أن التباين في القرارات التمويلية في الشركات يرجع إلى ظروف مختلفة منها الحالة الاقتصادية وتوافر الأنواع المختلفة من الأموال و طبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة، وبالتالي لا يمكن تحديد صيغة عامة للهيكل المالي الذي تطبقه كل المؤسسات.³

المبحث الثالث: تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية هيكل رأس المال

لقد تناولت عدد من النظريات المالية المختلفة موضوع هيكل رأس المال في محاولة منها معالجة إشكالية أمثلية هيكل رأس المال ومن أهم هذه النظريات هي: النظرية الكلاسيكية (التقليدية)، نظرية مودكيلياني وميلر ونظرية صافي الربح، والنظريات الحديثة.

¹ بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص 120.

² سليمان شلاش، علي البقوم وسالم العون، مرجع سابق، ص 51.

³ يحيوي مفيدة، مرجع سابق.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

المطلب الأول: النظرية الكلاسيكية (التقليدية)

لقد نظر المدخل التقليدي إلى هيكل رأس المال من خلال الاعتقاد بأن كل مؤسسة لها شكلا من أشكال المديونية بالاعتماد على خصائص تلك المؤسسة وإمكانياتها، وتمثل طاقة المديونية مبلغ أو كمية الدين الذي يتوجب على المؤسسة أن تقوم باقتراضه لتقليل كلفة رأس المال، بما أن كلفة الديون هي كلفة الديون هي تكلفة منخفضة ولا تتغير (أو تتغير بشكل قليل)، (وفقا لافتراضات هذه النظرية، التي تفترض أن تكلفة الديون لا تتغير أو تتغير بشكل قليل)، في حين أن كلفة الملكية الاعتيادية في أغلب الأحيان لا تتغير أيضا، وصولا إلى نقطة المبلغ الاعتيادي للمديونية بالنسبة للمؤسسة.¹

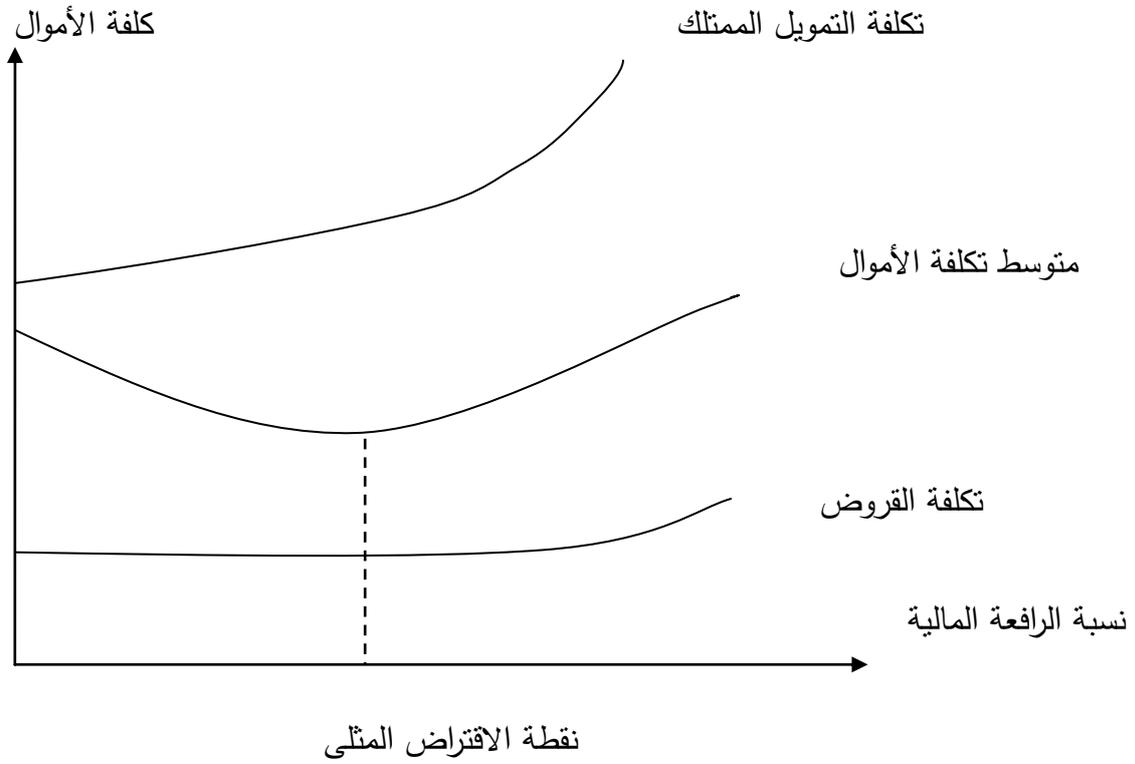
ويفترض هذا الاتجاه التقليدي أن هناك هيكل أمثل لرأس المال، إذ يمكن للمؤسسة من خلال تحديد درجة المديونية تخفيض تكلفة رأس المال المستثمر وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة، فمع زيادة المديونية ذات التكلفة المنخفضة يرتفع العائد المطلوب تحقيقه على رأس المال المملوك إلا أن هذا الارتفاع لا يتم بالشكل الذي يتعادل تماما مع التخفيض في تكلفة القروض، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى تخفيض تكلفة رأس المال المستثمر، ومع استمرار الاقتراض يرتفع العائد الواجب تحقيقه على رأس المال المملوك بشكل قد يتخطى التخفيض في تكلفة رأس المال بسبب الاعتماد على مصادر التمويل الرخيصة وهي الديون، كما ترتفع تكلفة الديون مع استمرار المؤسسة في الاقتراض²، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكلين التاليين:

¹ صبيحة قاسم، أحمد نزار جميل، مرجع سابق، ص 61.

² حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص 505-506.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

الشكل رقم (1-5): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض وفق مضمون النظرية التقليدية.

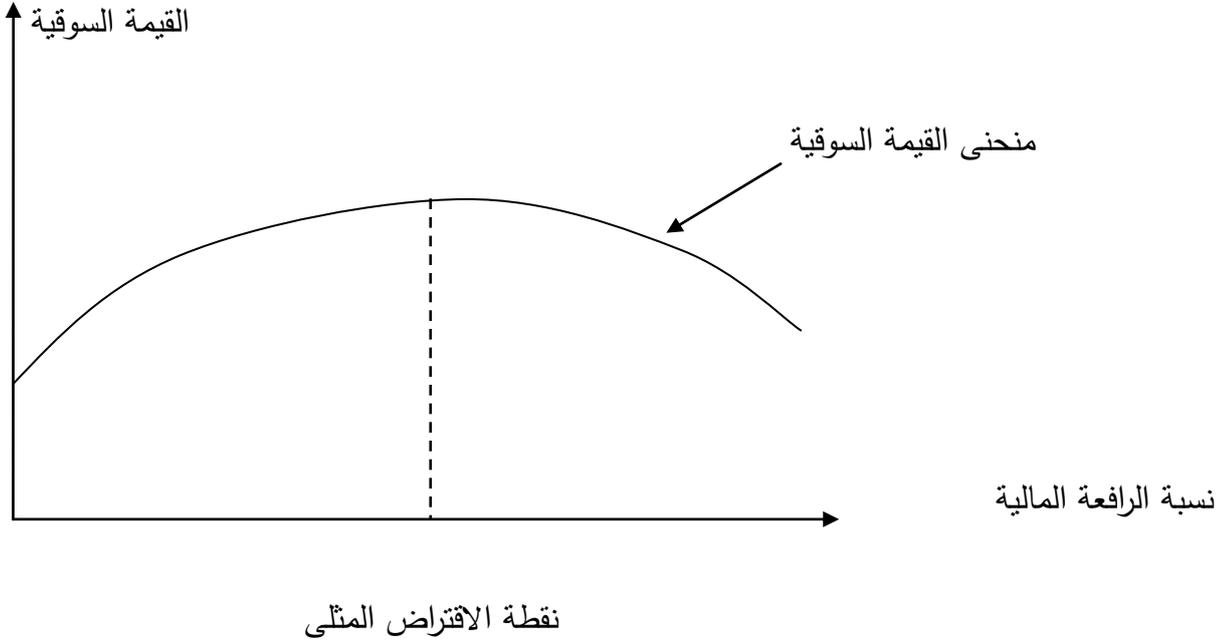


المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 334.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

الشكل رقم (1-6): التغير في القيمة السوقية للشركة بسبب تغير الرفع المالي وفق مضمون النظرية

التقليدية.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 784.

يوضح الشكلين رقم (05) و(06) أن هناك نقطة تمثل نسبة الاقتراض المثالية، وأصحاب المدخل التقليدي

يتفقون على وجود هيكل رأس مال مثالي من شأنه أن يجعل القيمة السوقية للمؤسسة أكبر ما يمكن.¹

المطلب الثاني: نظرية مودقلياني و ميلر

توصل كل من مودقلياني و ميلر Modigliani - Miller في عام 1958م، إلى أنه في ظل غياب الضريبة

فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بالرفع المالي، ومن ثم لا يوجد هيكل رأس مال مثالي، ويمكن شرح ما

¹ محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 334.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

توصل إليه مودقلياني و ميلر من خلال اقتراحهما، حيث أن هذين الاقتراحين أسسا على افتراضات معينة ترتبط بسلوك كل من المستثمرين وسوق رأس المال¹، وتتمثل هذه الافتراضات في ما يلي²:

- أن أسواق رأس المال هي أسواق منافسة تامة، إذ تتوفر المعلومات للمستثمرين مع عدم وجود تكلفة لمعاملات البيع و الشراء في الأوراق المالية، إلى جانب وجود عدد كبير من المتعاملين في الأوراق المالية (بيع وشراء) دون التأثير في الأسعار.

- تصنيف المؤسسات على أساس المخاطرة نسبة إلى التباين في الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

- إن الافتراض خال من المخاطرة ولا توجد حدود لإصدار الديون، لذلك فإن معدل الفائدة على الدين ثابت.

- أن قيمة المؤسسة تعتمد على دخلها التشغيلي، وأن توقعات المستثمرين متجانسة حول القيمة المستقبلية المتوقعة لدخل المؤسسة.

وتتمثل اقتراحات كل من مودقلياني و ميلر من خلال ما يلي:

الفرع الأول: الاقتراح الأول لمودقلياني وميلر

في ظل هذا الاقتراح فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكل رأس مالها³، وبعبارة أخرى القيمة السوقية لأي شركة مقترضة أو غير مقترضة لا علاقة لها بهيكل رأس المال، فقيمة المؤسسة تتحدد برسملة العائد المتوقع على أساس معدل الرسملة الذي يتمثل في معدل العائد على الاستثمار في السهم العادي لمؤسسة

¹ محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 336.

² طلعت مريم، "العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل التمويلي في المؤسسات الاقتصادية دراسة واقع مؤسسة الرياض - سطيف" - مذكرة ماستر في العلوم التجارية، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة فرحات عباس سطيف، 2011، ص 93.

³ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 337.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

من ذات فئة المخاطر، ولكنها تعتمد فقط على أموال الملاك في التمويل¹، ويمكن صياغة الاقتراح الأول في شكل معادلة تكشف عن القيمة السوقية لأي شركة تنتمي إلى فئة مخاطرة معينة كما يلي²:

$$\text{القيمة السوقية للشركة} = \text{القيمة السوقية لحق الملكية} + \text{القيمة السوقية للقروض}$$
$$= \text{صافي ربح العمليات} / \text{معدل الخصم}$$

نلاحظ من تركيب المعادلة أعلاه أن القيمة السوقية للمؤسسة تتوقف على مقدار صافي ربح العمليات ومعدل الخصم المستخدم الذي يمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار المناسب لشريحة الخطر الذي تنتمي إليه المؤسسة المعنية؛ وليس على تشكيلة هيكل التمويل كونها مستقلة عن مستويات الرفع المالي، ولكي يثبت مودقلياني وميلر صحة الاقتراح الأول، والذي يشير إلى أن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة إلا أنها تنتمي لنفس شريحة الخطر، إذ أكد على أنه إذا لم يتحقق التساوي بين القيمتين، فسوف يظهر المراجعون لإتمام العلاقة التوازنية بين القيمتين، وقد أطلقا على هذه العملية اسم عملية المراجعة.

وتتطوي فكرة المراجعة على أن المستثمر يستطيع أن يحول استثماراته من مؤسسة تعتمد على القروض في تمويل جزء من أصولها إلى مؤسسة أخرى مشابهة ولكنها تعتمد على أموال الملكية بالكامل في التمويل، وبترتيب على ذلك أن المستثمر يمكنه أن يحقق العائد الذي كان يحققه من قبل ودون زيادة في المخاطر، ولكن باستثمار أقل، إذ ليس هناك مبرر لقيام هذه المؤسسة التي تعتمد على أموال ملكية فقط بإجراء أي تعديل في هيكلها المالي (أي حصولها على القروض) للاستفادة من مزايا نسبة الرفع المالي، والتي تحقق ميزة للملاك وذلك طالما أن الملاك أنفسهم قادرون على تحقيق ذلك دون مساعدة من المؤسسة، وفي حقيقة الأمر تؤدي فكرة المراجعة

¹ طلעות مريم، مرجع سابق، ص 94.

² حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 792.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

في النهاية إلى تساوي القيمة السوقية لهاتين المؤسستين، وعليه يمكن أن نخلص إلى أنه إذا تماثلت مؤسستان في كافة الأوجه عدا هيكل رأس المال، وإذا كانت القيمة السوقية لأحدهما تفوق القيمة السوقية للأخرى فإن فكرة المراجعة كفيلة بأن تحقق التوازن بينهما.¹

الفرع الثاني: الاقتراح الثاني لمودقلياني وميلر

والذي يمكن اشتقاقه من الاقتراح الأول، فيعطي مقياساً لتكلفة رأس المال المملوك²، ويشير إلى أن معدل العائد المطلوب لمؤسسة تعتمد على الاقتراض يعادل معدل العائد المطلوب لمؤسسة أخرى مماثلة وتتنمي لنفس شريحة الخطر لكنها لا تعتمد على الاقتراض في هيكل رأس مالها بالإضافة إلى عائد إضافي لتعويض المخاطر المالية الناجمة عن الاقتراض.³ ويمكن صياغة هذا الاقتراح رياضياً من خلال المعادلة الآتية⁴:

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

نستنتج من الاقتراح الثاني ومن خلال المعادلة السابقة أن معدل العائد الذي يطلبه الملاك في المؤسسة التي تعتمد على الاقتراض في هيكل رأس مالها، يعادل معدل العائد لمؤسسة مماثلة وتتنمي لنفس شريحة المخاطر ولكنها لا تعتمد على الاقتراض في هيكل رأس مالها، والنقطة الهامة في الافتراض الثاني متعلقة بتكلفة الأموال التي تظل ثابتة لا تتغير ولا تتأثر بمكونات هيكل رأس المال وتساوي في نفس الوقت معدل العائد على أموال

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياص، مرجع سابق، ص 205.

² فرود ويستون، يوجين برجام، ترجمة عبد الرحمان دعالة بيلة، " التمويل الإداري "، دار المريخ، المملكة العربية السعودية 2009، ص 318.

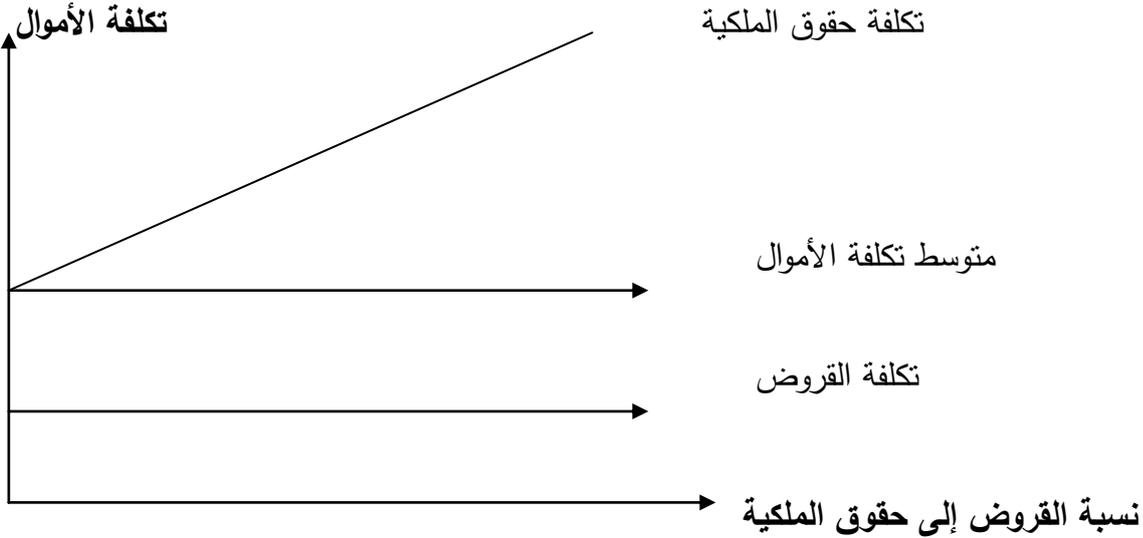
³ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 343.

⁴ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 802.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

الملكية في مؤسسة مماثلة تنتمي لنفس شريحة الخطر ولا تعتمد على الافتراض في هيكل رأس مالها¹، ويمكن عرض مضمون الاقتراح الثاني في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-7): العلاقة بين متغيرات الافتراض الثاني لمودقلياني وميلر.



المصدر: حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص 522.

من خلال الشكل أعلاه يمكن التعبير عن الاقتراح الثاني بأنه لا تختلف كل من قيمة المؤسسة ومتوسط

تكلفة الأموال في المؤسسة باختلاف مصادر الأموال وما إذا كانت مملوكة أو مقترضة.²

المطلب الثالث: نظرية صافي الربح

تفترض هذه النظرية أنه يمكن زيادة القيمة السوقية للشركة، وتدني تكلفه الأموال، عن طريق زيادة نسبة

الافتراض في هيكل رأس المال، وتقوم هذه النظرية على الافتراضات التالية³:

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 345.

² حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص 523.

³ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 316.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

- الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر، ونتيجة لذلك فمعدل العائد الذي

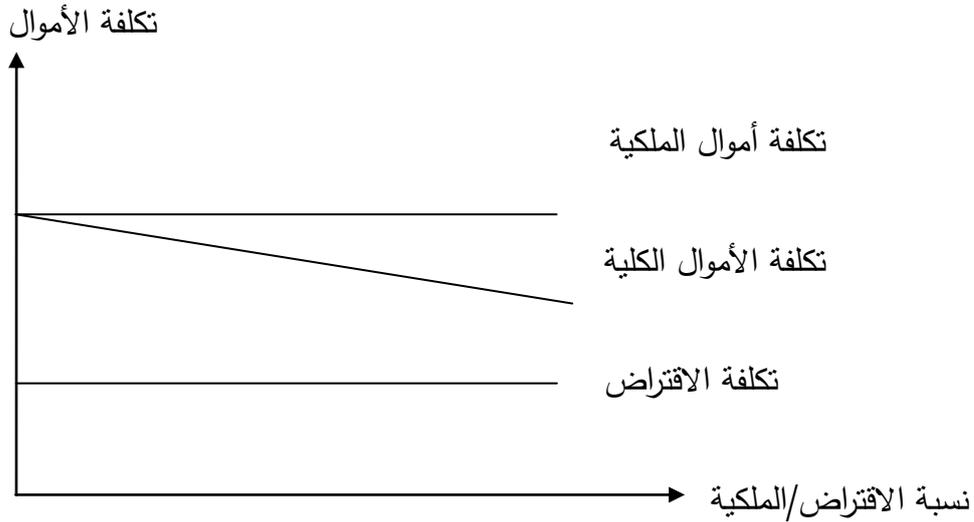
يطلبه الملاك ومعدل الفائدة على السندات أو الاقتراض تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسب الرفع المالي.

- معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض (السندات) وذلك لتعويض

الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين.

ويمكن توضيح ما جاء في النظرية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-8): العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال طبقاً لنظرية صافي الربح.



المصدر: عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياص، مرجع سابق، ص 193.

ويتضح من الشكل أن تكلفة الأموال الكلية تتخفض كلما زادت نسبة الاقتراض إلى الملكية، وتستمر هذه

التكلفة في الانخفاض إلى أن تصل إلى أدناها وتصبح مساوية لتكلفة أموال الاقتراض، وحيث أن انخفاض تكلفة

الأموال يعني ارتفاع قيمة المؤسسة، فإن الهيكل المثالي لرأس مال المؤسسة طبقاً لهذه النظرية هو ذلك الذي

يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة.¹

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياص، مرجع سابق، ص 193.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

ويعاب على مدخل صافي الربح أنه يفترض أن الملاك سوف لا يطالبون بعائد إضافي نتيجة الاعتماد المتزايد للمؤسسة على الاقتراض، وهو افتراض غير واقعي إذ من المتوقع أن يصاحب الارتفاع في نسب الاقتراض في هيكل رأس المال ارتفاع في درجة المخاطرة التي يتعرض لها الملاك، ومن ثم من المتوقع أن يطالب الملاك بعائد أعلى، ويضاف إلى ذلك افتراض أن تكلفة القروض ستظل ثابتة بالرغم من الارتفاع في نسب الرفع المالي، حيث يتعرض المقرضين لدرجات خطر مرتفعة، فينتقل جزء من المخاطر التي يتعرض لها الملاك إلى المقرضين بزيادة نسب الرفع المالي، خاصة تلك الحالات التي تظهر فيها بوادر مواجهة المؤسسة للعرس المالي.¹

المطلب الرابع: النظريات الحديثة المفسرة لهيكل رأس المال

يتناول هذا الجزء وفي ظل النظريات المالية الحديثة مختلف النظريات المفسرة لهيكل رأس المال أو الهيكل المالي، والتي ظهرت في منتصف السبعينات، ونعرضها فيما يلي:

الفرع الأول: نظرية التبادل (التوازن)

إن الانتقادات التي وجهت لنظرية مودقلياني وميلر قد أدت إلى تطوير ما يعرف بنظرية التبادل والتي تقوم بموجبها المؤسسة بالمفاضلة أو بالمبادلة بين منافع التمويل بالمدىونية في مقابل معدلات الفائدة المرتفعة وكلفة الإفلاس، وتعرف نظرية التبادل على أنها نظرية توازن بين الوفرات الضريبية للدين وكلفة الإفلاس²، بمعنى آخر فإن القرار الأمثل للاقتراض والذي يضمن أعلى قيمة سوقية للمؤسسة ما هو إلا محصلة للتوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفرات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه كلفة الإفلاس.³

¹ بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص 56-ص 57.

² صبيحة قاسم، أحمد نزار جميل، مرجع سابق، ص 62.

³ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 816.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

أما أهم الافتراضات الخاصة بهذه النظرية فهي¹:

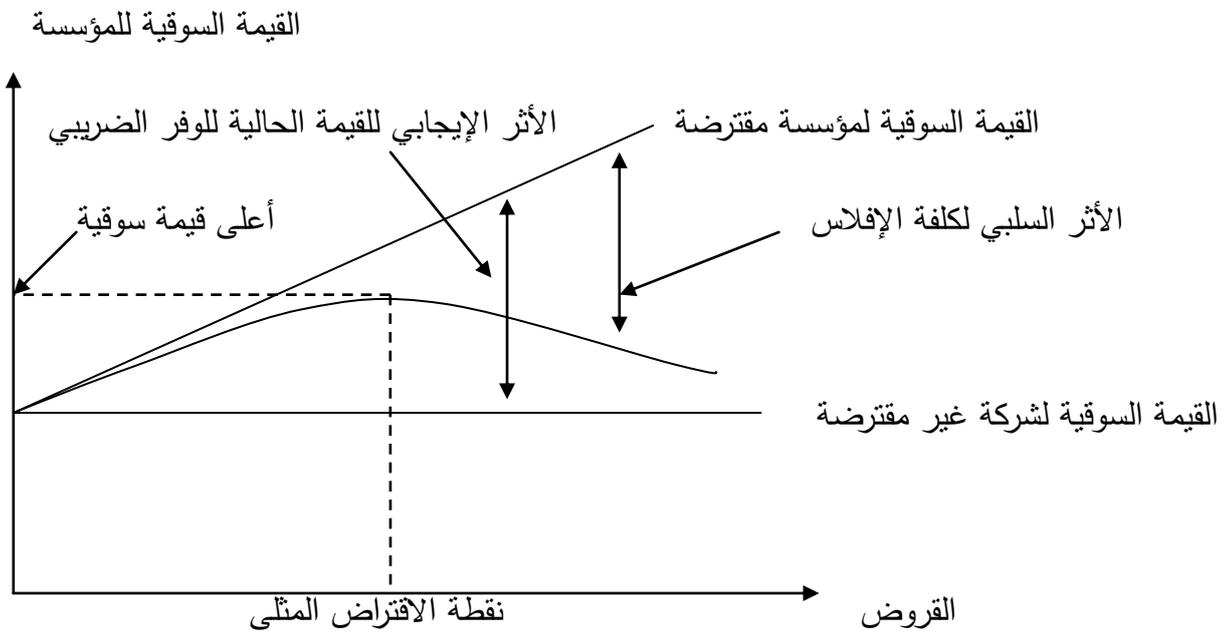
- توجه المؤسسة إلى وضع نسبة مديونية إلى القيمة المستهدفة وبشكل تدريجي.
- عدم وجود كلفة لتعديل هيكل رأس مال المؤسسة أو أنها قد تكون موجودة ولكن بنسب منخفضة.
- إن نسب المديونية المثلى يمكن تحديدها من خلال التبادل بين كلفة ومنافع الاقتراض مع الاحتفاظ بموجوداتها وخططها الاستثمارية مستقرة.

- إن أسواق رأس المال هي أسواق ذات أداء جيد، وبهذا فهي تستجيب للضرائب المختلفة.

- قيام المؤسسة باستبدال الدين بالملكية أو الملكية بالدين لحين تعظيم قيمة المؤسسة.

ويعرض الشكل الآتي صورة نظرية التبادل (التوازن) في صياغة هيكل التمويل:

الشكل رقم (1-9): نظرية التبادل والقيمة السوقية للمؤسسة.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 817.

¹ صبيحة قاسم، أحمد نزار جميل، مرجع سابق، ص 62-63.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

كما يظهر من الشكل أعلاه، فإن زيادة الأموال المقترضة في هيكل أموال المؤسسة يترتب عليه ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة وهو ما يعكسه ميل الخط المستقيم وذلك بسبب القيمة الحالية للوفر الضريبي، بمعنى آخر كلما زاد الاقتراض كلما زادت القيمة الحالية للوفر الضريبي، مما يعني زيادة في القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة.¹

الفرع الثاني: نظرية الوكالة

ونعني بالوكالة أن يفوض شخص أو مجموعة من الأشخاص (الموكل) شخص آخر يسمى الوكيل للقيام بعملية اتخاذ القرار نيابة عنه في حدود العقد المبرم، وتنشأ عن علاقة الوكالة عدة تكاليف تسمى تكاليف الوكالة، متمثلة في نظام للرقابة وتحفيز الوكيل للعمل على تحقيق أهداف الملاك.

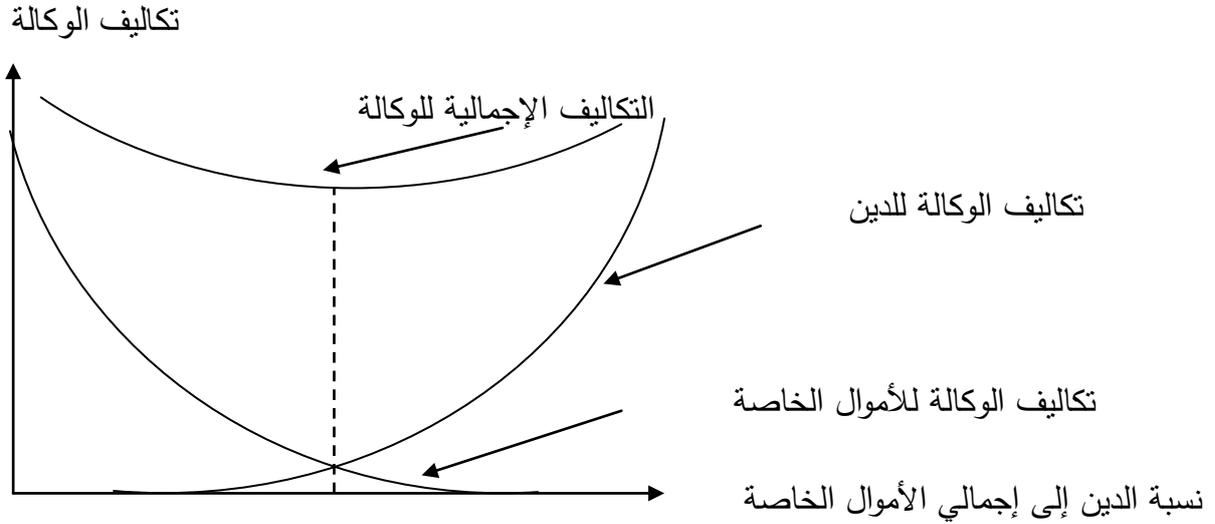
ترتفع تكاليف الوكالة للأموال الخاصة بارتفاع الحصة المتنازل عنها من قبل المسير للمساهمين الخارجيين من جهة وزيادة نسبة الدين من جهة ثانية، وعليه يتحقق هيكل رأس المال الأمثل عند تدنية التكاليف الإجمالية للوكالة إلى حدها الأدنى²، والشكل التالي يبين ذلك:

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 818.

² العايب ياسين، " إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر "، أطروحة دكتوراه، فرع الاقتصاد المالي، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص 52.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

الشكل رقم (1-10): تكاليف الوكالة ونسبة الاستدانة.



المصدر: العايب ياسين، " إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية "، أطروحة دكتوراه، فرع الاقتصاد المالي، جامعة منتوري قسنطينة، 2011، ص 53.

من خلال الشكل السابق والذي يبين أن تحقق الهيكل الأمثل لرأس المال يكون عند نقطة التقاء المنحنيين وعندها نلاحظ أن التكاليف الإجمالية للوكالة تكون عند مستواها الأدنى.

إن وجود تركيز في الملكية قد يعمل على تخفيض فرص الانتهازية ونزعة المدراء لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصلحة المساهمين مما يؤدي إلى تخفيض التضارب في المصالح بشكل عام، فإذا عمل كبار المساهمين كمراقبين على أداء المدراء فمن المتوقع أن لا تستطيع الإدارة أن تعمل على تخفيض نسبة المديونية في المؤسسة بما يحقق مصالحها الخاصة وبعبارة أخرى فإن المؤسسات التي عليها رقابة شديدة من قبل المساهمين عادة ما تكون نسبة المديونية فيها مرتفعة.

ومن جهة أخرى وبسبب رغبة المدراء بالاحتفاظ بوظائفهم، فإن من مصلحتهم أن تستمر المؤسسة وهذا يعني أنهم عادة ما يرغبون بنسبة مديونية منخفضة في هيكل التمويل للتقليل من مخاطر إفلاس المؤسسة، كما أن نسبة المديونية ينظر لها من قبل المساهمين على أنها عامل ضغط وعامل سيطرة على إدارة المؤسسة وزيادة

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

نسبة المديونية يعمل على التقارب بين مصالح الإدارة الشخصية ومصالح المساهمين، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة.¹

الفرع الثالث: نظرية الإشارة

هناك ما يعرف بالمعلومات المتماثلة بين المدراء والمستثمرين، لكن في حقيقة الأمر أن المدراء يمتلكون معلومات أفضل من المستثمرين الخارجيين، وهذا ما يعرف بالمعلومات غير المتماثلة، والتي يكون لها تأثير كبير على هيكل رأس المال الأمثل، وغالبا ما يعتبر أي قرار تتخذه الإدارة (على اعتبار أنها تمتلك معلومات أفضل) على أنه مؤشر للمستثمرين والذي قد يؤثر في سعر أسهم الشركة في السوق.²

تعتمد عملية التشوير *la signalisation* بالهيكل المالي على التشوير أساسا بنسبة الاستدانة، من قبل الإدارة، وتؤدي نظرية الإشارة بالمسير إلى اختيار هيكل تمويل معين يعتمد على الاستدانة من أجل الإشارة إلى قيمة المؤسسة.³

لقد بين روس (S.ROSS) أن أي تغيير في السياسة التمويلية للمؤسسة يؤدي إلى تغيير نظرة المستثمرين لها فهي بذلك تشكل إشارات للسوق، في ظل وجود مبدأ الإشارة وعدم تماثل المعلومات فإنه ينبغي على المؤسسات أن تترك هامشا من قدرتها على الاقتراض من خلال الحفاظ على نسبة منخفضة من الديون، هذا الهامش سيسمح لها بأن تحصل على فرص استثمارية مربحة جديدة دون أن يكون عليها أن تقوم

بإصدار أسهم جديدة بقيمة منخفضة من شأنها أن تؤثر سلبا على قيمة أسهمها في السوق وبالتالي فقدان تلك

¹ قيس أديب الكيلاني وآخرون، "العوامل المؤثرة على استخدام الدين في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية للفترة (2000-2009)", جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، الأردن، 2011.

² صبيحة قاسم، أحمد نزار جميل، مرجع سابق، ص 64.

³ العايب ياسين، مرجع سابق، ص 55.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

المزايا الجديدة التي قد تتجر عن تبني هذا الاستثمار الجديد.¹

من خلال ما تقدم يمكن الوصول إلى نتيجة مفادها أنه في ظل وجود عدم تماثل المعلومات ونظرية الإشارة فإن المؤسسة يكون من مصلحتها أن تسعى إلى تمويل الاستثمارات الجديدة عن طريق الديون بدلا من الاعتماد على إصدار الأسهم الجديدة باعتبار أن هذه الأخيرة تعطي إشارات سلبية حول أداء المؤسسة من شأنها أن تؤثر على السعر الحالي لأسهمها وهو ما قد يؤدي إلى محو الآثار الإيجابية الممكن تحقيقها من الاستثمارات الجديدة.²

¹ رزقي محمد، " أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة ببرج بوعريج "، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008 ص 73.

² نفس المرجع السابق، ص 74.

الفصل الأول: عموميات أساسية حول هيكل رأس المال

خلاصة الفصل الأول:

تطرقنا في هذا الفصل إلى أهم الجوانب المتعلقة بهيكل رأس المال بداية بمفاهيم حول السياسة المالية التي تمثل المنهج المتبع من طرف المؤسسة، والتي على أساسها يتم اختيار هيكل رأس المال المناسب للمؤسسة ووضحنا الهيكل التمويلي للمؤسسة انطلاقاً من مفهوم الهيكل المالي، كما بينا اختلاف الهيكل المالي بين المؤسسات على أساس المحددات، وحددنا مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة من مصادر تمويل قصيرة الأجل ومصادر تمويل طويلة الأجل، وتتضمن هذه الأخيرة على مصادر داخلية ومصادر خارجية للتمويل، وكذلك تطرقنا إلى الإطار العام لهيكل رأس المال ووضحنا أنه جزء من الهيكل المالي حيث أن هيكل رأس المال يتكون من مصادر التمويل طويلة الأجل فقط، بينما الهيكل المالي يتكون من جميع مصادر التمويل الطويلة والقصيرة الأجل، ووضحنا مختلف النظريات المفسرة لهيكل رأس المال بعدها تناولنا العوامل المؤثرة في قرار هيكل رأس المال.

إن أمام المؤسسة قرارات مالية في غاية الأهمية ولعل أهمها اختيار هيكل رأس المال المناسب أو المثالي لها حيث أن هذا الأخير هو المحدد الأساسي لاستمرارية المؤسسة، لأن تكوين هيكل رأس مال مثالي ذو مزيج مناسب من أموال الملكية والدين، من شأنه أن يحقق أهداف المؤسسة، وبالتالي التوفيق في تحقيق مختلف المصالح للأطراف التي لها علاقة بالمؤسسة.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

تمهيد:

تعد دراسة هيكل رأس المال ومصادر التمويل طويلة الأجل أمراً قي غاية الأهمية، ومعرفة أثر ذلك على الأداء المالي للمؤسسة يعد أمراً مطلوباً لابد من الوصول إليه، حيث تسعى المؤسسة جاهدة إلى تحديد هيكل رأس المال مناسب لها من ناحية التكاليف وكذا التوقيت المناسب، والعائد التي يعود عليها من إنفاق الأموال المستثمرة، كل ذلك ينطوي على إتباع سياسة مالية معينة بعد تخطيط مالي مسبق وذلك لتحقيق الغاية المنشودة وهي الرفع من مردودية المؤسسة، الأمر الذي ينعكس على عوائد أسهم المؤسسة وزيادة قيمتها السوقية، وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، تناولنا في المبحث الأول مفاهيم حول الأداء المالي الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، وفي المبحث الثاني تكلفة التمويل، أما المبحث الثالث تطرقنا فيه إلى قياس أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

المبحث الأول: مفاهيم حول الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

يعتبر الأداء المالي مؤشرا للمؤسسة حيث يعكس مدى تحقيقها لأهدافها، ويعتبر الجانب المالي في المؤسسة من أهم الجوانب لارتباطه باستمرارية المؤسسة من زوالها، حيث سنتناول في هذا المبحث مفهوم وأهداف الأداء المالي، ثم نتعرف على مفهوم تقييم الأداء المالي وأهميته، ثم نتطرق إلى خطوات تقييم الأداء المالي والعوامل المؤثرة على هذه العملية.

المطلب الأول: مفهوم وأهداف الأداء المالي

للأداء المالي جانبان الكفاءة والفعالية، أي كفاءة المؤسسة في استخدام الموارد والفعالية تكون في مدى تحقيق النتائج والأهداف، ويمكن تحديد مفهوم للأداء المالي ومختلف أهدافه فيما يلي:

الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي

يمثل الأداء المالي جزءا من الأداء الكلي للمؤسسات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز الأهداف، وهو الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها المؤسسات، ويساهم في إتاحة الموارد المالية وتزويد المؤسسة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة، والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم، ومما سبق فإن الأداء المالي¹:

- أداة تحفيز لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتوجيهها تجاه المؤسسات الناجحة.
- أداة لتدارك الثغرات والمشاكل والمعوقات التي قد تظهر في مسيرة المؤسسة.
- أداة لتحفيز العاملين والإدارة في المؤسسة.

¹ محمد محمود الخطيب، "الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات"، دار الحامد، عمان، 2010، ص 45.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

كما يعرف الأداء المالي على أنه تشخيص الصحة المالية للمؤسسة لمعرفة مدى قدرتها على إنشاء قيمة ومجابهة المستقبل، ويعبر الأداء المالي عن مدى قدرة المؤسسة على الاستغلال الأمثل لمواردها في الاستخدامات ذات الأجل الطويل والقصير من أجل تشكيل ثروة.¹

الفرع الثاني: أهداف الأداء المالي

يتمثل الهدف الأول للأداء المالي للمؤسسة معرفة الوضعية المالية للمؤسسة مقارنة بما هو مخطط والتعديل إذا لزم الأمر، حيث إن الأداء المالي يمكن أن يحقق للمستثمرين الأهداف التالية²:

- يمكن المستثمر من متابعة ومعرفة نشاط المؤسسة وكما يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة، وتقدير مدى تأثير أدوات الأداء المالي من ربحية وسيولة ونشاط ومدى توزيعات على سعر السهم.

- يساعد المستثمر في إجراء عملية التحليل والمقارنة وتفسير البيانات المالية وفهم التفاعل بين البيانات المالية لاتخاذ القرار الملائم لأوضاع المؤسسات.

ويقوم الأداء المالي بتسليط الضوء على العوامل التالية³:

- العوامل المؤثرة في المردودية المالية.
- أثر السياسات المالية المتبناة من طرف المسيرين على مردودية الأموال الخاصة.
- مدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في إنجاح السياسة المالية وتحقيق فوائض وأرباح.
- مدى تغطية مستوى النشاط للمصاريف العامة.

¹ بن خروف جليبة، " دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرار - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنجاز القنوات KANAGHAZ"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة أحمد بوقرة، يومرداس 2009، ص 76-77.

² محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 47.

³ دادن عبد الغني، " قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية"، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2006، ص

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

المطلب الثاني: مفهوم وأهمية تقييم الأداء المالي

بعد التعرف على الأداء المالي بمفهومه الواسع، تأتي مرحلة التقييم أي الحكم على كفاءة الموارد المستخدمة والنتائج المحققة، وهناك عدة تعاريف لعملية تقييم الأداء المالي نوجزها فيما يأتي مع التعرف على أهمية تقييم الأداء المالي.

الفرع الأول: مفهوم تقييم الأداء المالي

لكي نتقن أي إدارة على نقاط القوة والضعف وعلى الفرص المتاحة والمعوقات التي يمكن أن تواجهها يتعين عليها القيام بعملية تقييم أدائها وخاصة الأداء المالي باعتباره يزود الإدارة بالمعلومات اللازمة التي تسمح باتخاذ القرارات الاستثمارية وعلى سد الثغرات والمعوقات التي يمكن أن تظهر مستقبلا، وعليه فإن عملية تقييم الأداء المالي ما هي إلا قياس للنتائج المحققة أو المنتظرة في ضوء معايير محددة مسبقا وتقديم حكم على إدارة الموارد الطبيعية والمالية المتاحة للشركة وهذا لخدمة أطراف مختلفة لها علاقة بالمؤسسة.¹

إن تقييم الأداء المالي للمؤسسة يعني تقدير حكما ذو قيمة على إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتاحة لإدارة المؤسسة وعلى طريقة الاستجابة لإشباع رغبات أطرافها المختلفة، بمعنى آخر يعتبر تقييم الأداء المالي للمؤسسة عملية تقيس النتائج المختلفة أو المنتظرة في ضوء معايير محددة سلفا، من خلال إجراءات ووسائل وطرق القياس محددة، وبالتالي فهي تكشف عن أهميتها للإدارة وذلك للأسباب التالية:²

- تحديد مستوى تحقيق الأهداف من خلال قياس و مقارنة النتائج مما يسمح بالحكم على الفعالية.
- تحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على الكفاءة، كما يظهر في

الشكل الموالي:

¹ محمد نجيب دبابش، طارق قدوري، " دور النظام المحاسبي المالي في تقييم الأداء المالي بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة تطبيقية لمؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة"، الملتقى الوطني حول واقع وآفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر يومي 5-6/05/2013، جامعة الوادي، الجزائر.

² السعيد فرحات جمعة، " الأداء المالي لمنظمات الأعمال"، دار المريخ، الرياض، 2000، ص 39.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

بالإضافة إلى تقييم الموجودات، إما للجهات التي تستفيد من هذا التقييم وهي إدارة المستثمرين والمقرضين والجهات الرسمية¹.

يعني تقييم الأداء المالي تقديم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتحدة (إدارة المؤسسة ومدى إشباع منافع ورغبات أطرافها المختلفة)، أي أن تقييم الأداء المالي هو قياس النتائج المحققة أو المنتظرة على ضوء معايير محددة سلفاً لتحديد ما يمكن قياسه ومن ثم مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية، وتحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على درجة الكفاءة².
تقييم الأداء المالي يعرف على أنه قياس العلاقة بين العناصر المكونة للمركز المالي للمؤسسة (الأصول المطلوبات، حقوق المساهمين /النشاط التشغيلي) للوقوف على درجة التوازن بين هذه العناصر، وبالتالي تحديد مدى متانة المركز المالي للمؤسسة وعلى ضوء ذلك يمكن قياس التنبؤ بالفشل المالي.

من التعاريف السابقة نستخلص التعريف التالي:

تمثل عملية تقييم الأداء المالي وسيلة لمعرفة الوزن المالي للمؤسسة وقياس لمدى كفاءتها المالية ومستوى تحقيقها لأهدافها وإعادة النظر في الخطط المالية ومعالجة النقائص لضمان استمرارها بين منافسيها.

الفرع الثاني: أهمية تقييم الأداء المالي

تعتبر عملية تقييم الأداء إحدى وسائل الإدارة الفعالة للتحقق من مدى انجاز الأهداف المخططة للمؤسسة وأداة للكشف عن الانحرافات وردّها للجهات المسؤولة عنها³.

وهيب ذلك تعد أداة رئيسية لازمة للإجراء الرقابي في المؤسسة، فهي تظهر على طريق تصحيح وتعديل

الإستراتيجية والخطة وترشيد استخدام الموارد المتاحة¹.

¹ شياح نعيمة، " دور التحلي المالي في تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية "، مذكرة ماجستير، تخصص تسيير المؤسسات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008، ص30.

² دادن عبد الغني، مرجع سابق، ص 41.

³ مجيد جعفر الكرخي، " تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية باستخدام النسب المالية "، دار المناهج، الأردن، 2010، ص 43.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

وبالتالي تسمح بتقييم الأداء إلى الكشف من مدى تحقيق القدرة على توليد الإيرادات والقدرة الكسبية في المؤسسة حيث أن الأولى تعني قدرة المؤسسة على توليد إيرادات سواء من أنشطتها الجارية أو الرأسمالية أو الاستثنائية بينما تعني الثانية قدرة المؤسسة على تحقيق فائض من أنشطتها من أجل مكافأة عوامل الإنتاج وفقا للنظرية الحديثة²،

تتبع أهمية الأداء المالي خاصة في متابعة أعمال المؤسسات وتفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها وتقييم مستويات أدائها وفعاليتها وتوجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح والمطلوب من خلال تحديد المعوقات وبيان أسبابها واقتراح إجراءاتها التصحيحية وترشيد الاستخدامات العامة للمؤسسات واستثماراتها وفقا للأهداف العامة للمؤسسات والمساهمة في اتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على الاستمرارية والبقاء والمنافسة، وبشكل عام يمكن حصر أهمية الأداء المالي في أنه يسمح بتقييم الجوانب التالية³:

- ربحية المؤسسة.
- سيولة المؤسسة.
- تطور نشاط المؤسسة.
- مديونية المؤسسة.
- تطور توزيعات المؤسسة.
- طور حجم المؤسسة.

المطلب الثالث: خطوات تقييم الأداء المالي والعوامل المؤثرة عليه

هناك عدة خطوات نعتمدها في عملية تقييم الأداء المالي وهناك عدة عوامل يجب مراعاتها تؤثر على هذه العملية، ويمكن تلخيص ذلك فيما يأتي:

¹ السعيد فرحات جمعة، مرجع سابق، ص 41.

² دادن عبد الغاني، مرجع سابق، ص 41.

³ محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 46-47.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

الفرع الأول: خطوات تقييم الأداء المالي

يمكن تلخيص عملية تقييم الأداء المالي بالخطوات التالية¹:

- الحصول على مجموعة القوائم المالية السنوية وقائمة الدخل، حيث إن من خطوات الأداء المالي إعداد الموازنات والقوائم المالية والتقارير السنوية المتعلقة بأداء المؤسسات خلال فترة زمنية معينة.
- احتساب مقاييس مختلفة لتقييم الأداء مثل نسب الربحية والسيولة والنشاط والرفع المالي والتوزيعات وتتم بإعداد واختيار الأدوات المالية التي تستخدم في عملية تقييم الأداء المالي.
- دراسة وتقييم النسب، وبعد استخراج النتائج يتم معرفة الانحرافات والفروقات ومواطن الضعف بالأداء المتوقع أو مقارنته بأداء المؤسسات التي تعمل في نفس القطاع.
- وضع التوصيات الملائمة معتمدين على عملية تقييم الأداء المالي من خلال النسب، بعد معرفة أسباب هذه الفروق وأثرها على المؤسسات للتعامل معها ومعالجتها.

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على الأداء المالي

هناك عدة عوامل تؤثر على أداء المؤسسة من الناحية المالية وتعتبر هي المحدد عن التخطيط المالي واتخاذ القرارات، وتتلخص هذه العوامل في التالي²:

أولاً: الهيكل التنظيمي

هو الوعاء أو الإطار الذي تتفاعل فيه جميع المتغيرات المتعلقة بالمؤسسات وأعمالها، ففيه تتحدد أساليب الاتصالات والصلاحيات والمسؤوليات وأساليب تبادل الأنشطة والمعلومات، حيث يتضمن الهيكل التنظيمي الكثافة الإدارية هي الوظائف الإدارية في المؤسسات والتمايز الرأسي هو عدد المستويات الإدارية في المؤسسات وأما التمايز الأفقي فهو عدد المهام التي نتجت عن تقسيم العمل والانتشار الجغرافي من عدد الفروع والموظفين،

¹ محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 51-52.

² نفس المرجع السابق، ص 48-51.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

ويؤثر الهيكل التنظيمي على أداء المؤسسات من خلال المساعدة في تنفيذ الخطط بنجاح عن طريق تحديد الأعمال والنشاطات التي ينبغي القيام بها ومن ثم تخصيص الموارد لها بالإضافة إلى تسهيل تحديد الأدوار للأفراد في المؤسسات والمساعدة في اتخاذ القرارات ضمن المواصفات التي تسهل لإدارة المؤسسات اتخاذ القرار بأكثر فاعلية.

ثانياً: المناخ التنظيمي

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

ثالثاً: التكنولوجيا

هي عبارة عن الأساليب والمهارات والطرق المعتمدة في المؤسسة لتحقيق الأهداف المنشودة والتي تعمل على ربط المصادر بالاحتياجات، ويندرج تحت التكنولوجيا عدد من الأنواع كتكنولوجيا الإنتاج حسب الطلب وتكون وفقاً للمواصفات التي يطلبها المستهلك، وتكنولوجيا الإنتاج المستمر التي تلتزم بمبدأ الاستمرارية وتكنولوجيا الدفعات الكبيرة، وعلى المؤسسات تحديد نوع التكنولوجيا المناسبة لطبيعة أعمالها والمنسجمة مع أهدافها وذلك بسبب أن التكنولوجيا من أبرز التحديات التي تواجه المؤسسات والتي لا بد لهذه المؤسسات من التكيف مع التكنولوجيا على شمولية الأداء لأنها تعطي جوانب متعددة من القدرة التنافسية وخفض التكاليف والمخاطرة والتوزيع بالإضافة إلى زيادة الأرباح والحصة السوقية.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

رابعاً: الحجم

يعتبر الحجم من العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسات سلباً فقد يشكل الحجم عائقاً لأداء المؤسسات، حيث إن زيادة الحجم فإن عملية إدارة المؤسسة تصبح أكثر تعقيداً، ومنه يصبح أداءها أقل فاعلية، وقد أجريت عدة دراسات حول علاقة الحجم بأداء المؤسسات، وبينت أن العلاقة بين الحجم والأداء علاقة طردية.

المبحث الثاني: تحليل تكلفة التمويل

من بين أكثر المواضيع التي تهتم المؤسسة هي اختيار مصدر تمويلي على حساب مصدر تمويلي آخر ويكون هذا الاختيار على أساس درجة المخاطرة واختلافها بين مصادر التمويل المتاحة وهذا يعني أن هناك اختلاف في كلفتها، حيث تهدف المؤسسة من وراء كل هذا إلى إمكانية تحقيق هيكل تمويلي أمثل والذي من خلاله تسعى المؤسسة إلى زيادة الربحية والرفع من عائد السهم، وسنحاول في هذا المبحث التطرق إلى مختلف تكاليف كل مصدر تمويلي والعوامل المؤثرة في تحديد تكلفته.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال والعوامل المؤثرة في تحديدها

للموارد المالية التي تحصل عليها المؤسسة تكلفة تسمى تكلفة الأموال وتتحدد هذه التكلفة حسب طبيعة المورد المالي سواء كان أموال الملكية أو أموال استدانة بالإضافة إلى ذلك هناك عدة عوامل تؤثر في تحديد هذه التكلفة، وفيما يلي عرض لمختلف المفاهيم المتعلقة بتكلفة الأموال والعوامل المؤثرة في تحديدها.

الفرع الأول: مفاهيم أساسية حول تكلفة الأموال

تمثل البنود الواردة في جانب الخصوم وحقوق الملكية بأي ميزانية عمومية مكونات الهيكل المالي للمؤسسة وتبعاً لذلك فإن أي زيادة في الأصول الكلية للمؤسسة، يجب أن يتم تمويلها من خلال زيادة أحد أو بعض مكونات الهيكل المالي للمؤسسة، ويعتبر رأس المال أحد العوامل الضرورية لعملية الإنتاج، وهو شأنه كشأن أي

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

عامل إنتاجي له تكلفته الخاصة به، وتمثل تكلفة كل مكون من مكونات الهيكل المالي للمؤسسة تكلفة لهذا المكون.¹

إن حساب كلفة الأموال لكل عنصر من عناصر التمويل سوف تمكن المؤسسة من اختيار أنسب تلك المصادر من ناحية الكلفة، حيث يقتضي المنطق المالي، وعند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر والمصاحبة له، أن يختار المصدر الذي يحمل المؤسسة أقل كلفة ممكنة.²

إن تكلفة الأموال تتوقف على نوعية المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه، وبالطبع كلما انخفضت تكلفة الأموال كلما كان لذلك أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة، وهذا يتطلب اختيارها للهيكل المالي المناسب الذي يحقق التوازن بين العائد و المخاطرة الناجمة عن استخدام مصادر تمويل منخفضة التكلفة متوازنة مع العائد الناجم عنها والمتمثل في زيادة الربحية، وتحقيق هذا الهدف يتوقف على المفاضلة بين هياكل التمويل البديلة المتاحة والاختيار من بينها.³

تختلف تكلفة التمويل من مورد مالي إلى آخر حسب الطبيعة، فإذا كان مصدر التمويل هو الاستدانة فإن المؤسسة في موضع مخاطرة، نظرا لكونها ملزمة بتحمل تكلفة الأموال التي حازت عليها على سبيل الاستدانة مهما كانت مرد ودية تلك الأموال، عندئذ نقول أن المؤسسة أمام ما يسمى بتكلفة الاستدانة بينما إذا كان مصدر التمويل هو الأموال الخاصة في هذه الحالة المؤسسة أمام ما يعرف بتكلفة الأموال الخاصة، إذ أن هذا المصدر من التمويل يمثل ملكية في رأس مال المؤسسة، وهي بالتالي على علاقة بالأرباح المتوقعة من طرف المساهمين، كما أنه قد يكون مصدر تمويل المؤسسة مزيجا من الموردين السابقين، ومن ثم تتحمل المؤسسة النوعين من التكلفة (تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة).⁴

¹ عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 409-ص410.

² حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 706.

³ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياص، "مدخل معاصر في الإدارة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 155-ص156.

⁴ دادن عبد الوهاب، "تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي"، مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2006.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في تحديد تكلفة الأموال

تتأثر تكلفة الأموال بعدد من العوامل، بعضها يخرج عن نطاق سيطرة المؤسسة، فيما يقع البعض الآخر تحت سيطرة المؤسسة ويتأثر بسياساتها، وتتمثل هذه العوامل في ما يلي¹:

أولاً: العوامل التي لا تخضع لسيطرة المؤسسة

يعد كل من مستوى أسعار الفائدة ومعدلات الضرائب السائدة أهم العوامل التي لا تخضع لسيطرة المؤسسة وتؤثر على تكلفة الأموال.

1- مستوى أسعار الفائدة:

إذا كانت أسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد الوطني تتجه للارتفاع فإن تكلفة التمويل تزيد، لأن المؤسسات ستكون مضطرة لدفع معدلات فائدة أعلى للمقرضين وحملة السندات، ولا يقتصر تأثير ارتفاع أسعار الفائدة على القروض والسندات فقط بل يؤدي أيضا إلى رفع تكلفة كل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية، ولاشك أن انخفاض تكلفة الأموال يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية لمنتجات المؤسسة بشكل قد يعطيها ميزة تنافسية.

2- معدلات الضرائب:

تتحدد أسعار الضرائب بموجب التشريعات الضريبية، وبالتالي فهي تخرج عن نطاق سيطرة المؤسسة، وتؤثر أسعار الضرائب على تكلفة الأموال، فهي تؤخذ في الاعتبار عند احتساب تكلفة الاقتراض، كما أن مستوى الضرائب يؤثر بطريقة أخرى على تكلفة الأموال، فإذا قررت الحكومة مثلا تحديد معدلات منخفضة للضرائب على الأرباح الرأسمالية عن المعدلات المقررة على الربح الدوري، فإن هذا يعطي أفضلية للتمويل بالأسهم العادية، حيث يؤدي ذلك الإجراء إلى تخفيض تكلفة الأسهم بالمقارنة بتكلفة الاقتراض، الأمر الذي ينعكس على الهيكل المالي المستهدف للمؤسسة، حيث تتجه المؤسسات نحو مزيد من التمويل باستخدام الأسهم العادية والأرباح المحتجزة في مواجهة التمويل بالاقتراض.

¹ عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 420.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

ثانياً: العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة:

تتعدد العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة وتؤثر على الهيكل المالي للمؤسسة من أهمها ما يلي¹:

1- سياسة المؤسسة بشأن الهيكل المالي:

يمكن للمؤسسة أن تغير من هيكلها المالي بشكل يغير أيضاً من تكلفة الأموال، وكما سلف الذكر فإن تكلفة الاقتراض بعد الضريبة تكون أقل من تكلفة التمويل باستخدام حقوق الملكية، فإن هذا يغير من الأوزان النسبية لمصادر التمويل داخل الهيكل التمويلي بشكل يخفض من التكاليف، بيد أن الزيادة في الاعتماد على القروض في مواجهة تناقص الاعتماد على حقوق الملكية تؤدي إلى ارتفاع درجة الخطر المرتبطة بالهيكل المالي بشكل يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل مرة أخرى.

2- سياسة التوزيعات:

إن ارتفاع الأرباح الموزعة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة بحيث لا تكفي هذه الأخيرة لتمويل احتياجات المؤسسة من الموارد الإضافية اللازمة لتنفيذ الاستثمارات الجديدة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال.

3- السياسة الاستثمارية للمؤسسة:

لما تغير المؤسسة من سياستها الاستثمارية وتنتج نحو الاستثمار في أصول مغايرة للأصول الحالية فإن تكلفة الأموال الإضافية الجديدة تعكس فقط درجة خطورة النشاط الجديد وليس الأنشطة القديمة، وتأسيساً على ذلك فإن تغيير السياسة الاستثمارية للمؤسسة ينعكس على تكلفة الاستثمار نتيجة لتباين مستويات الخطر بين الأنواع المختلفة للاستثمار.

¹ عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 420.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

المطلب الثاني: تكلفة الأموال لمصادر الملكية

تتمثل تكلفة الأموال المملوكة في العائد المدفوع للمساهمين نتيجة وضع أموالهم تحت تصرف المؤسسة وتتكون الأموال المملوكة (كما سبق ذكرها) من الأسهم العادية والممتازة، الأرباح المحتجزة والاحتياطات. و يواجه قياس تكلفة التمويل مشاكل تكمن في عنصرين هما:

الأول عنصر عدم التأكد، حيث أن كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة قد لا تدر بالضرورة عوائد موجبة مؤكدة، وفي مواعيد محددة يقينا، العنصر الثاني هو أن مصادر التمويل المتاحة متنوعة ومتباينة، وكل منها يعمل في ضل قوانين مؤقتة ومختلفة.¹

الفرع الأول: تكلفة الأسهم العادية:

تمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة، فحملة الأسهم العادية يسعون إلى الحصول على معدل عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن الحصول عليه من استثمارات أخرى بديلة لها نفس درجة المخاطرة، وعليه يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم² ، ونميز نوعين من تكلفة الأسهم العادية مبينة كالتالي:

أولاً: تكلفة الأسهم العادية المتداولة (القديمة):

هناك اختلاف كبير في قيم الأسهم، حيث أن للسهم قيمة اسمية أصدر بها، وهناك العديد من القيم التي تتكون نتيجة للظروف الاقتصادية والتاريخية والقانونية والمحاسبية فالسهم قيمة سوقية، قيمة دفترية... الخ

¹ بسام محمد الأغا، " أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار "، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة أعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005، ص 63.

² عدوي هاجر، " محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية "، مذكرة ماجستير، تخصص علوم تسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011 ص 45.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

هذا ما يؤدي إلى اختلاف تكلفة التمويل بالأسهم العادية من مؤسسة إلى أخرى، وكذلك يكون الاختلاف بين
تكلفة التمويل بالأسهم مقارنة بمصادر التمويل المتاحة.¹

ومما سبق يمكن استخدام عدة طرق لحساب تكلفة الأسهم العادية، ومن بين أهم هذه الطرق طريقة
Gordon-Shapiro، حيث افترض جوردن وشابيرو أن الأرباح يمكن أن تتزايد كل سنة بمعدل متوسط و منه
تحسب تكلفة السهم العادي وفق العلاقة التالية:²

$$\text{تكلفة الأسهم العادية المتداولة} = \left[\frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{سعر السهم في السوق}} \right] + \text{معدل نمو التوزيعات}$$

ثانياً: تكلفة الأسهم العادية الجديدة: وتحسب وفق المعادلة التالية:³

$$\text{تكلفة الأسهم العادية الجديدة} = \frac{\text{معدل العائد المتوقع (الموزع)}}{\text{القيسمة السوقية للسهم} - \text{مصاريف الإصدار المصاحبة}}$$

الفرع الثاني: تكلفة الأسهم الممتازة.

وهي العائد الثابت الذي يتحصل عليه حملة الأسهم الممتازة يتمثل في النسبة المئوية من القيمة الاسمية
للسهم، وتحسب وفق العلاقة التالية:⁴

¹ أنفال حدة خبيزة، " تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية "، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012، ص 42.

² عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سابق، ص 720.

³ مالك حسين الحافظ، " أثر تكلفة التمويل على التشكيلة التمويلية "، مجلة المنصور، العدد 12، كلية المنصور الجامعة، بغداد العراق 2009.

⁴ محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، " الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 278.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

تكلفة الأسهم الممتازة = توزيعات السهم الواحد / صافي سعر السهم

حيث أن صافي سعر السهم يكون بعد اقتطاع مصاريف الإصدار والعمولات.

الفرع الثالث: تكلفة الأرباح المحتجزة

يدعي البعض أن الأرباح المحتجزة هي أموال مجانية لا تكلفة لها، فالأرباح المحتجزة تمثل أرباحا تحققت غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم، وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مختلفة، غير أن هذا الإدعاء غير صحيح لأن هذه الأرباح المحتجزة تمثل تكلفة من وجهة نظر حملة هذه الأسهم، وتتمثل التكلفة في مقدار العائد الذي كان يمكنهم الحصول عليه لو أن المؤسسة وزعت هذه الأرباح وقام حملة الأسهم باستخدامها في استثمارات بديلة.¹

وبما أن هدف الإدارة المالية هو تحقيق مصالح الملاك، فإن المؤسسة لا ينبغي أن تحتجز هذه الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع على استثمارها يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك؛ ونظرا لأن احتجاز الأرباح المحتجزة لا ينطوي على أي مصروفات فإن تكلفة الاعتماد على هذه الأموال هو معدل العائد الواجب تحقيقه من استثمار هذه الأموال والذي يجب أن يتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه الملاك أي حملة الأسهم العادية، إذا كانت الأرباح المحتجزة تخضع للضريبة على الدخل فيجب تخفيض مبالغ هذه الأرباح بمقدار الضريبة ولتقدير تكلفة الأرباح المحتجزة وباستخدام نموذج القيمة الحالية للمكاسب نستخدم المعادلة التالية:²

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياص، مرجع سابق، ص 172- ص 173.

² عدوي هاجر، مرجع سابق، ص 53.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{العائد المتوقع} \times (1 - \text{معدل الضريبة})}{\text{سعر السهم في السوق}}$$

ولا يعتبر هذا النموذج الوحيد في حساب تكلفة الأرباح المحتجزة فهناك عدة نماذج لحساب هذه التكلفة.

المطلب الثالث: تكلفة التمويل لمصادر الاستدانة

نتيجة لاستفادة المؤسسة من مصادر تمويل خارجية هناك تكلفة تتحملها بالمقابل وهذه الأخيرة تتحدد بالاعتماد على سياسة المؤسسة في الاقتراض الخارجي، وتقتصر دراستنا على قياس تكلفة الاقتراض طويل الأجل نوضحها في ما يأتي.

تتشكل تكلفة الاقتراض طويل الأجل من تكلفة السندات وتكلفة الاقتراض المصرفي ويمكن توضيح ذلك كما

يلي:

- **تكلفة السندات:** ويتم حساب هذه التكلفة وفق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة السند} = \text{عائد السند لموعد الاستحقاق} \times (1 - \text{الضريبة})$$

حيث:

$$\text{عائد السند} = [\text{الفوائد السنوية} + (\text{قيمة السند عند انقضاء مدته} - \text{صافي سعر بيع السند}) / \text{مدة السند}] / [(\text{قيمة السند عند انقضاء مدته} - \text{صافي سعر بيع السند}) / 2]$$

- **تكلفة الاقتراض المصرفي:** وتحسب وفقا للعلاقة التالية¹:

$$\text{تكلفة الاقتراض} = \text{سعر الفائدة} - \text{الوفر الضريبي}$$

¹ عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 410.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

المبحث الثالث: قياس أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي

تعد القرارات المالية السليمة أساساً لسلامة هيكل رأس المال وبالتالي تحقيق الربحية المنشودة بأقل التكاليف إن اختيار هيكل رأس المال المناسب من طرف المؤسسة ذو التوليفة المتناسقة بين الملكية والديون يكون على أساس الدراسة، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث حيث سندرس أثر الرفع المالي على تركيبة هيكل رأس المال؟

المطلب الأول: أثر الرفع المالي على هيكل رأس المال

الرافعة المالية هي نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول أو إجمالي قيمة المؤسسة، وتقاس الرافعة المالية بالدرجة التي تعتمد فيها المؤسسة على القروض في تمويل أصولها¹، الرفع المالي هو نسبة القروض إلى مجموع الخصوم، والبحث عن الهيكل المالي الأمثل يستوجب دراسة أثر الرفع المالي.

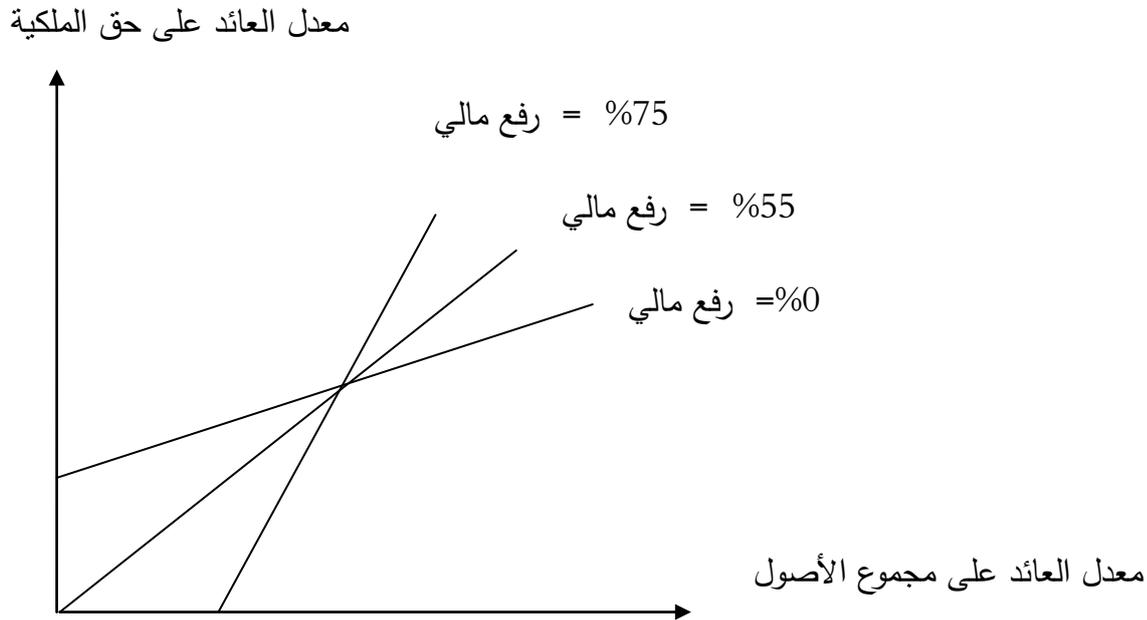
فبعد حصول المؤسسة على مواردها المالية ستقوم بتوظيفها والنتائج المحققة يجب أن تقارن بالأصول المستخدمة من جهة وبالأموال الخاصة الموظفة من جهة أخرى وبالتالي نحصل على معدل العائد على مجموع الأصول ومعدل العائد على حق الملكية²، إن العلاقة بين معدل العائد على مجموع الأصول ومعدل العائد على حق الملكية في ظل معدلات رفع مالي مختلفة تظهر في الشكل التالي:

¹ عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سابق، ص 90.

² يحيوي مفيدة، " تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية "، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثالث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002 .

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

الشكل رقم (2-2): أثر الرفع المالي على معدل العائد على مجموع الأصول ومعدل العائد على حق الملكية.



المصدر: يحيىوي مفيدة، مرجع سابق.

إن نقطة التقاء المنحنيات الثلاثة تدعى بنقطة عدم الاهتمام وفيها يكون:

- معدل العائد على مجموع الأصول = معدل الفائدة.

- معدل العائد على حق الملكية = معدل العائد على مجموع الأصول (1- معدل الضريبة)

فكلما زاد معدل العائد على مجموع الأصول عن سعر الفائدة فيمكن الاعتماد أكثر على القروض والعكس

صحيح، ومعدل العائد على مجموع الأصول يرتبط بنتيجة الاستغلال المحققة في الشركة ومنه طريقة التمويل

(اقتراض أو تمويل ذاتي) لها علاقة مباشرة بهذه النتيجة.¹

ويمكن عرض أثر الرفع المالي على النتيجة ومنه على ربحية السهم الواحد في ضل مستويات مختلفة من

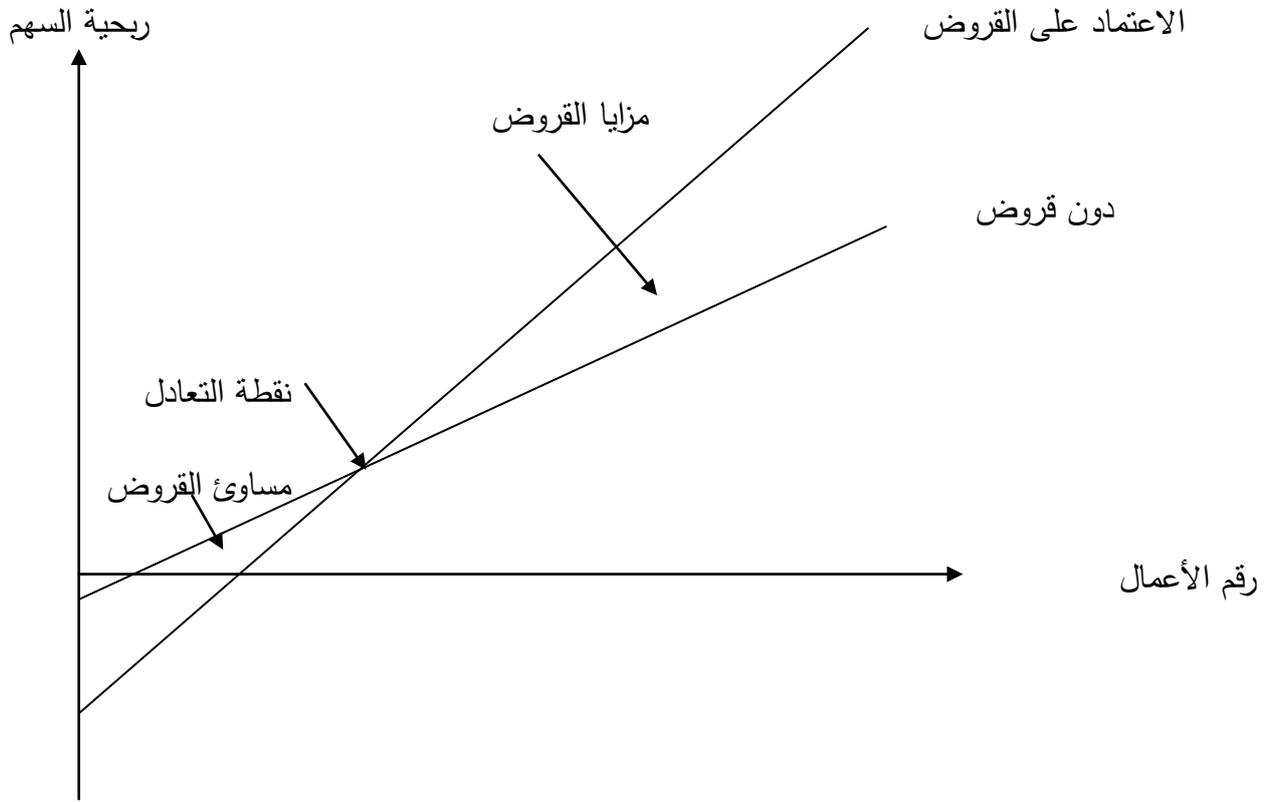
رقم الأعمال وعند اعتماد المؤسسة كليا على مصدر التمويل الممتمك أو عندما تستخدم القروض في هيكل

التمويل¹، كما هو مبين في الشكل التالي:

¹ يحيىوي مفيدة، مرجع سابق.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

الشكل رقم (2-3): أثر الرفع المالي على ربحية السهم الواحد.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 757.

نلاحظ من الشكل أعلاه أنه كلما حققت المؤسسة رقم أعمال مرتفع عن نقطة التعادل كلما كان الاعتماد في التمويل على القروض أحسن، وكلما كان رقم الأعمال المحقق منخفض عن نقطة التعادل كان الاعتماد في التمويل على المصادر الداخلية للمؤسسة أفضل.

وهنا يظهر أثر الرفع المالي يعني أنه بزيادة الاعتماد على القروض تزيد الخسائر أو الأرباح بنسب مهمة حسب النتيجة المحققة في المؤسسة مما يعني أنه يمكنها أن تعتمد على القروض أكثر فأكثر طالما وضعيتها المالية جيدة.²

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 756.

² يحيى مفيده، مرجع سابق.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

لكن من ناحية أخرى فإنه كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية ارتفعت تكلفة القروض بنسبة أكبر، إذ أن تكلفة القروض ترتفع بمعدل متزايد مع الرافعة، ويعود السبب في ذلك إلى أنه كلما زادت نسبة القروض لدى المؤسسة كلما زادت مصروفات الفوائد على تلك القروض وبالتالي ارتفاع احتمالية عدم كفاية دخل المؤسسة قبل الفائدة والضريبة لتغطية هذه المصروفات، وبهذه الحالة فإن الدائنين سيدركون زيادة المخاطرة من خلال زيادة نسبة الديون، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة للمؤسسة.¹

يقاس الرفع المالي بدرجة التغير النسبي في العائد على السهم أو على رأس المال المرتبط بتغير معين في الدخل قبل الفائدة والضريبة، وتقاس درجة هذا التغير طبقاً للمعادلة التالية²:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{التغير النسبي في العائد على السهم أو على رأس المال}}{\text{التغير النسبي في الدخل قبل الفائدة والضريبة}}$$

وتقادياً لاحتساب نسبة كل من التغير النسبي في العائد على السهم والدخل، يمكن وضع صيغة المعادلة بالشكل التالي³:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{الربح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{الربح قبل الفائدة والضريبة} - \text{فوائد الديون}}$$

إن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المؤسسة فكلما ازداد اعتماد المؤسسة على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة.¹

¹ محمود فهد، " أثر الرافعة المالية في كلفة التمويل ومعدل العائد على حق الملكية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد 21 جامعة كربلاء، العراق، ص 242.

² مفاح محمد عقل، " مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي"، مكتبة المجتمع العربي، عمان، 2010، ص 404.

³ نفس المرجع السابق، ص 404.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

ويمكن كذلك حساب مؤشر الرفع المالي والذي عبارة عن نسبة المديونية حيث تظهر هذه النسبة العلاقة بين الديون طويلة الأجل و الأموال الخاصة وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كان وضع المؤسسة المالي أفضل وإذا تجاوزت الواحد فإن ذلك يعني أن الديون طويلة الأجل أكبر من الأموال الخاصة وهذا وضع خطير على المؤسسة والأفضل أن لا تزيد هذه النسبة عن 0.5²، وتحسب وفق العلاقة التالية³:

$$\text{نسبة المديونية} = \text{إجمالي المطلوبات طويلة الأجل} / \text{حقوق الملكية (الأموال الخاصة)}$$

المطلب الثاني: علاقة هيكل رأس المال بمرادوية المؤسسة

تعتبر المرادوية معيار مهم لتقييم أداء المؤسسة الاقتصادية، وتعبر عن قدرة وسائل المؤسسة على تحقيق نتائج جيدة، فالمرادوية هي العلاقة بين النتائج التي تحقها المؤسسة والوسائل المستخدمة في ذلك، فقياسها يسمح للمسيرين معرفة كفاءة ورشد المؤسسة في استخدام مواردها، تعرف المرادوية بأنها قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح نتيجة لاستخدام رأس مالها في نشاطها الاستغلالي، فإذا أردنا حسابها فالعلاقة المعبرة عنها هي:

النتائج المحققة/الوسائل المستعملة؛

تعتبر المرادوية معياراً أفضل من الربح أو النتائج للحكم على أداء المؤسسة، لأن الربح عبارة عن رقم مطلق لا يشير إلى حجم رأس المال أو الاستثمارات التي حققتها، بينما المرادوية تربط بين الطرفين، الأمر الذي يسهل إجراء المقارنات مع معدلات المرادوية للسنوات السابقة ودراسة تطورها وإجراء مقارنات مع مؤسسات تنتمي إلى نفس القطاع لكن تختلف في أعبائها الضريبية وتختلف في هيكلها المالي.⁴

ولدراسة مرادوية المؤسسة نعتمد على أسلوبين مهمين هما:

¹ مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، " تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي "، دار المسيرة، عمان، 2011، ص 281.

² بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص 144.

³ عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، " التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة "، دار اليازوري، الأردن، 2008، ص 118.

⁴ عادل عشي، " الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم "، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002، ص 82-83.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

- المردودية الاقتصادية.

- المردودية المالية.

الفرع الأول: المردودية الاقتصادية

وتسمى أيضا معدل العائد على مجموع الأصول، وهي مقارنة نتيجة الاستغلال بمجموع الأموال المستثمرة.¹ وبذلك فهي تمثل العلاقة بين النتيجة الاقتصادية التي تحققها المؤسسة ومجموع الأموال التي استعملتها. قد يعبر عن النتيجة الاقتصادية بالفائض الإجمالي للاستغلال أو بنتيجة الاستغلال، أما الأموال المستخدمة في تحقيق هذه النتيجة فيعبر عنها عادة بأصول المؤسسة، قياس المردودية الاقتصادية يسمح للمؤسسة بمعرفة قدرتها على تحقيق الأرباح بعيدا عن تأثير التمويل.²

إن المردودية الاقتصادية، تعكس كفاءة أنشطة العمليات والأنشطة الاستثمارية وليس الأنشطة التمويلية.³

وتحسب المردودية الاقتصادية بالعلاقة التالية:⁴

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \text{نتيجة الاستغلال} / \text{الأصول}$$

وتقيس هذه النسبة مقدار العائد الذي تحققه المؤسسة الاقتصادية عند استخدام مقدار معين من الأموال

خلال فترة معينة، وهي بذلك تقيس قوة إيرادات الأصول.⁵

الفرع الثاني: المردودية المالية

وتسمى أيضا معدل العائد على حق الملكية وهي نسبة النتيجة الصافية إلى مجموع الأموال الخاصة⁶

¹ يحيواوي مفيدة، مرجع سابق، ص .

² عادل عشي، مرجع سابق، ص 84.

³ فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص 82.

⁴ عادل عشي، مرجع سابق، ص 85.

⁵ وليد ناجي الحياوي، " التحليل المالي "، من منشورات الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2007، ص 163.

⁶ يحيواوي مفيدة، مرجع سابق.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

وتسمى كذلك مردودية الأموال الخاصة، وهي العلاقة بين النتيجة التي حققتها المؤسسة والأموال الخاصة فهي تقيس العائد المالي المتحقق من استثمار أموال أصحاب المؤسسة، وتحسب بالعلاقة التالية¹:

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

وتستخدم هذه النسبة في قياس مقدار الربح المتحقق كنسبة مئوية من حقوق المساهمين، وبالتالي معدل العائد الذي يجنيه المستثمرون من استثمار أموالهم، كمردود على مخاطرتهم في توظيف أموالهم، وتدل هذه النسبة على مدى كفاءة الإدارة في توظيف أموال المساهمين.²

الفرع الثالث: أثر المردودية الاقتصادية والمردودية المالية على هيكل رأس المال

إن المردودية الاقتصادية والمردودية المالية مؤشرين غير متساويين في القيمة إلا في حالات خاصة، ويعود السبب في عدم التساوي إلى وجود أثر الرفع المالي، هذا الأخير يتمثل في الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، ويسمح أثر الرفع المالي بمعرفة الأثر الإيجابي أو السلبي لديون المؤسسة على مردوديتها المالية.³

والعلاقة التي تربط المردودية الاقتصادية بالمردودية المالية هي⁴:

$$\text{المردودية المالية} = \text{المردودية الاقتصادية} + (\text{المردودية الاقتصادية} - \text{سعر الفائدة}) \times \frac{\text{الديون}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

وهنا يمكن أن نميز بين ثلاث حالات تتعرض لها المؤسسة⁵:

¹ عادل عشي، مرجع سابق، ص 86.

² فهمي مصطفى الشيخ، " التحليل المالي "، SME Financial، فلسطين، 2008، ص 46.

³ عادل عشي، مرجع سابق، ص 86.

⁴ يحيى مفيدي، مرجع سابق.

⁵ نفس المرجع السابق.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

- حالة المردودية الاقتصادية أقل من سعر الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي في غير صالح المؤسسة أي بزيادة الاعتماد على القروض تتخفض المردودية المالية.

- حالة المردودية الاقتصادية تساوي سعر الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي بدون أثر على المردودية المالية.

- 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 للتأثير الإيجابي على مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) لأن المردودية الاقتصادية تغطي أعباء الاقتراض.

المطلب الثالث: استخدام نسب هيكل رأس المال في تقييم الأداء المالي للمؤسسة

تعتبر دراسة نسب هيكل رأس المال قياس لكفاءة المؤسسة في سياساتها التمويلية ومدى تحقيقها والتزامها بهيكل رأس المال المناسب أو المخطط، ويستدل بهذه النسب لتقييم كفاءة الأداء المالي للمؤسسة.

الفرع الأول: مفهوم نسب هيكل رأس المال

وهي النسب التي تمثل العلاقة بين قيمة بندين أو أكثر من بنود القائمة المالية في لحظة زمنية معينة، وعلى مدار نفس الفترة المحاسبية، وتستخدم هذه النسب كأدوات لتقييم مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها طويلة الأجل، كما تقيس أيضا مدى نجاح سياسات التمويل المتبعة في المؤسسة وذلك في الموازنة بين مصادر التمويل الداخلي والخارجي ومن ثم انعكاسات هذه السياسة على مخاطر الرفع المالي.¹

الفرع الثاني: أنواع نسب هيكل رأس المال

من أهم هذه النسب والتي تدل على هيكل رأس المال يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

¹ محمد مطر، "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والانتمائي"، دار وائل، عمان، 2006، ص 32، ص 39.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

الجدول رقم (1-2): جدول يمثل أهم نسب هيكل رأس المال.

نوع النسبة	التعيين
نسبة الديون من هيكل رأس المال	الالتزامات طويلة الأجل / مجموع هيكل رأس المال
نسبة التمويل الدائم	الأموال الدائمة / الأصول الثابتة
نسبة التمويل الذاتي	الأموال الخاصة / الأصول الثابتة
نسبة تغطية الالتزامات طويلة الأجل	الأصول الثابتة / الالتزامات طويلة الأجل
نسبة الاستقلالية المالية	الأموال الخاصة / مجموع الخصوم
نسبة القدرة على سداد الديون طويلة الأجل	(التدفقات النقدية المتولدة من العمليات - توزيعات الأرباح) / الالتزامات الجارية من القروض طويلة الأجل

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على عدة مصادر.

أولاً: نسبة الديون من هيكل رأس المال:

وهذه النسبة تقيس نسبة هيكل رأس المال (الذي هو عبارة عن الالتزامات طويلة الأجل وحقوق الملكية) إلى

الالتزامات طويلة الأجل، لبيان المخاطر المالية التي تتحملها المؤسسة، ويتم حسابها كما يلي¹:

$$\text{نسبة الديون هيكل رأس المال} = \frac{\text{الالتزامات طويلة الأجل}}{\text{مجموع هيكل رأس}}$$

ثانياً: نسبة التمويل الدائم:

وتعود هذه النسبة إلى فلسفة التوازن المالي القائمة على تمويل الأصول الثابتة بالأموال الدائمة ذات

الاستحقاق طويل الأجل، حيث تضم الأموال الدائمة الأموال الخاصة (رأس المال + الاحتياطات + الأرباح

المحتجزة) + الديون طويلة الأجل، ويتم حساب هذه النسبة وفق العلاقة التالية¹:

¹ محمد المبروك أبو زيد، " التحليل المالي للشركات وأسواق مالية "، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2009، ص160-ص161.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

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

إذا كانت النسب أقل من الواحد فهذا يعني أن جزءا من الأصول الثابتة ممول بالديون قصيرة الأجل وهذا مؤشر سلبي خطير على المؤسسة.

ثالثا: نسبة التمويل الذاتي:

تعتبر هذه النسبة تكملة للنسبة السابقة حيث تقيس إمكانية المؤسسة في تمويل أصولها الثابتة بأموالها الخاصة وتحسب كما يلي²:

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

ويمكننا تمييز ثلاث حالات لهذه النسبة:

- إذا كانت هذه النسبة مساوية للواحد فمعنى هذا أن الأموال الخاصة تعادل الأصول الثابتة أي أن رأس المال العامل الخاص معدوم.

- إذا كانت هذه النسبة أقل من الواحد يعني هذا أن المؤسسة تمول كل أصولها الثابتة بواسطة أموالها الخاصة.

- إذا كانت هذه النسبة أكبر من الواحد فهذا يعني أن المؤسسة تمول كل أصولها الثابتة بأموالها الخاصة وهناك فائض من هذه الأموال إضافة إلى الديون طويلة الأجل يمول الأصول المتداولة وهذا غير جيد بالنسبة إلى المؤسسة.

¹ بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص 144.

² مقدم عبيرات وآخرون، "دراسة الحالات في المحاسبة ومالية المؤسسة"، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008، ص 80.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

خامسا: نسبة الاستقلالية المالية:

وتقيس هذه النسبة مدى استقلالية المؤسسة عن دائئها وتحسب كما يلي¹:

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

والقيمة النموذجية لهذه النسبة هي أن لا تتخفص عن 0.5، أي لا يجب أن تكون الأموال الخاصة أقل من 50% من مجموع الخصوم وإلا ستكون موارد المؤسسة مشكلة بأكثر من 50% من الديون وهذا الأمر يفقد المؤسسة استقلاليتها المالية.

سادسا: نسبة القدرة على سداد الديون طويلة الأجل:

يوضح هذا المعدل مقدار الجزء من التدفقات النقدية المتولدة من العمليات المطلوبة لسداد قسط الدين طويل الأجل والفوائد المستحقة خلال السنة القادمة، وكلما انخفض هذا المعدل، انخفضت قدرة المؤسسة على خدمة ديونها في المستقبل، وإذا انخفض هذا المعدل عن الواحد، فهذا يعني عدم قدرة المؤسسة على توليد نقدية من العمليات تكفي لسداد قسط القرض طويل الأجل والفوائد المستحقة عليه، حيث أن التدفقات النقدية من العمليات تتضمن كل من صافي الربح بعد الضريبة بالإضافة إلى المصروفات التي لا تتطلب خروج نقدية ويحسب هذا المؤشر بالمعادلة التالية²:

$$\text{القدرة على سداد الديون طويلة الأجل} = \frac{\text{التدفقات النقدية المتولدة من العمليات} - \text{توزيعات الأرباح}}{\text{الالتزامات الجارية من القروض طويلة الأجل}}$$

¹ مقدم عبيرات وآخرون، مرجع سابق، ص 81.

² محمد سعيد عبد الهادي، " الإدارة المالية الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية "، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، 2008،

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

ويمكن حساب نسبة تغطية الديون طويلة الأجل حيث تمثل مقدرة المؤسسة تغطية تلك الديون من خلال الأصول الثابتة وهذا في حالة التصفية وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة تغطية الديون طويلة الأجل} = \frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{الالتزامات طويلة الأجل}}$$

ولأجل تقديم تقييم أوسع للهيكل التمويلي للمؤسسة يجب استخراج نسب العناصر المكونة للهيكل التمويلي، لبيان حصة كل عنصر من هذه العناصر في مكونات الهيكل التمويلي، لإعطاء صورة أكثر وضوحاً عن مصادر التمويل¹:

- الوزن النسبي لرأس المال = رأس المال / الخصوم.

- الوزن النسبي للاحتياطيات = الاحتياطيات / الخصوم.

- الوزن النسبي للأرباح المحتجزة = الأرباح المحتجزة / الخصوم.

- الوزن النسبي للالتزامات طويلة الأجل = الالتزامات طويلة الأجل / الخصوم.

ولأجل التأكد من فعالية استخدام مصادر التمويل يمكن اشتقاق نسبة أخرى تبين مقدار الأداء الأولي لاستثمار التمويل بواسطة المعادلة التالية:

$$\text{معدل الأداء الأولي} = \text{الاحتياطيات} + \text{الأرباح المحتجزة} / \text{رأس المال}$$

النسب السابقة يسترشد بها للأغراض التالية²:

- مقدار التناسق في الهيكل التمويلي، حيث كلما كان الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية أكبر من الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية يقدم دليلاً أولياً على القدرة المالية للمؤسسة في تمويل استثماراتها.

¹ وليد ناجي الحياي، "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي"، إثناء للنشر، الأردن، 2009، ص 45.

² وليد ناجي الحياي، مرجع سابق، ص 47.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

- للتحقق من التناسق في الهيكل التمويلي المشار إليه جيد يتم اشتقاق معادلة تسمى بمعادلة الأداء الأولي للدلالة على أن استخدام الأموال تم بكفاءة.

الفصل الثاني: كفاءة هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي

خلاصة الفصل الثاني:

تناولنا في هذا الفصل مفاهيم حول الأداء المالي ثم تطرقنا إلى تحليل تكلفة التمويل والتي تتضمن تكلفة التمويل لمصادر الملكية وتكلفة التمويل لمصادر الاستدانة، وبمعرف تكلفة كل مصدر من المصادر التمويلية تستطيع المؤسسة المفاضلة واختيار المصدر التمويلي المتاح الأقل تكلفة، وبعدها تناولنا قياس أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي وتضمن هذا الجزء أثر الرفع المالي على هيكل رأس المال ويقاس ذلك بنسبة الديون إلى هيكل رأس المال، وحددنا استخدام نسب هيكل رأس المال في دورها في تقييم الأداء المالي للمؤسسة. وعليه نستنتج من دراسة هذا الفصل أن تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي يكون من خلال تأثيره على مردودية المؤسسة أو من خلال تأثيره على تكلفة الأموال أو كلاهما معا.

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيّف-

تمهيد:

بعد الدراسة النظرية وفي إطار تدعيم الجانب النظري الذي تعرفنا من خلاله على هيكل رأس المال وأثره على الأداء المالي، ومختلف المفاهيم الأساسية المتعلقة بهذا الجانب، سنقوم بإسقاط تلك المفاهيم على مؤسسة مطحنة القمح الذهبي لمجمع إسعادي، حيث سنتطرق في المبحث الأول إلى تقديم عام للمؤسسة، أما المبحث الثاني فتطرقنا فيه إلى تحليل مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة، أما في المبحث الثالث فيتم فيه قياس أثر كفاءة هيكل رأس المال على الأداء المالي وتحقيق النتائج.

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة - سطيف -

المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي

في هذا المبحث سنقوم بتقديم عام لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي لمجمع إسعادي، وذلك بالتطرق أولاً إلى التعريف بالمؤسسة ثم التعرف على منتجات المؤسسة ومراحل إنتاجها، وأخيراً عرض الهيكل التنظيمي للمؤسسة.

المطلب الأول: التعريف بمؤسسة مطحنة القمح الذهبي

في هذا المطلب سيتم التعرف بنشاط ومكانة المؤسسة محل الدراسة، وذلك بعد إعطاء لمحة قصيرة حول نشأتها وتطورها.

الفرع الأول: نشأة المؤسسة محل الدراسة

تم إنشاء مؤسسة القمح الذهبي من طرف السيد إسعادي مصطفى، وكانت بداية التأسيس والبناء سنة 1997م، حيث أن المؤسسة تنتج السميد والفريضة، أما بداية الإنتاج الفعلي فكان سنة 2002 في شهر أبريل بطاقة إنتاجية ابتدائية بلغت 300 طن موزعة بين السميد والفريضة، بالتساوي أي 150 طن سميد و150 طن فريضة، أما بالنسبة لعدد العمال في بداية النشاط والتأسيس كان لا يتجاوز 83 عاملاً موزعين بين عمال الورشات والإداريين، أما فيما يخص تسويق المنتج كان يقتصر في بداية الأمر على منطقة سطيف وضواحيها بمعدل 90% من الإنتاج أما الجزء الباقي فكان يسوق في ولاية برج بوعرييج.¹

الفرع الثاني: التعريف بالمؤسسة محل الدراسة.

تعتبر مؤسسة القمح الذهبي من الشكل القانوني مؤسسة ذات مسؤولية محدودة وتنتمي إلى قطاع الصناعات الغذائية، وتقع المؤسسة في المنطقة الصناعية بمدينة العلمة ولاية سطيف، وتتربع على مساحة قدرها 2.4

¹ مقابلة مع أحد ملاك المؤسسة السيد توفيق إسعادي، يوم 05 ماي 2014 بالمقر الاجتماعي لمؤسسة القمح الذهبي بالعلمة.

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

هكتار، ويقدر رأس المال الاجتماعي للمؤسسة حاليا بـ 255.000.000 دج، ولضمان السير الحسن لأنشطة المؤسسة فهي تحتوي على 132 عاملا، حيث يتكون عدد الإداريين من 24 إداري أما الموظفين من عمال الورشات وغيرهم فعددهم 108 عامل¹، ويتمثل الإنتاج الأساسي للمؤسسة في السميد والفرينة وبقايا الطحين الموجهة لتغذية الأنعام، وتم استحداث مؤخرا منتج جديد يتمثل في العجائن الغذائية بمختلف أنواعها والكسكس وتسوق منتجات المؤسسة عبر كل ولايات القطر الوطني، زيادة على تصدير الكسكس بمقدار 20 طن للإمارات العربية المتحدة وتحديدا لدبي، وتحصلت الشركة كذلك على عقد لتصدير 4000 طن من العجائن الغذائية لنفس البلد لكن نتيجة للعراقيل الإدارية المفروضة من طرف الدولة حال دون تصدير الكمية المذكورة.

المطلب الثاني: مراحل الإنتاج بالمؤسسة

يتمثل نشاط المؤسسة بإنتاج نوعين من المنتجات موجهة سواء للاستهلاك الوسيط أو للاستهلاك النهائي حيث يتمثل المنتج الأول في السميد والفرينة ومن خلالهما تستخلص بقايا الطحين (النخالة) الموجهة لتغذية المواشي، أما المنتج الثاني فيتمثل في العجائن الغذائية بمختلف أنواعها والكسكس، وتتمثل مدخلات مؤسسة القمح الذهبي من المواد الأولية لعملية الإنتاج في القمح الصلب والقمح اللين ويتم تمويل المؤسسة بهذه المادة الأولية من مزارع تابعة للمؤسسة ومن السوق الوطنية، مع العلم أن المؤسسة متحصلة على شهادة إدارة الجودة وفقا للمعيار ISO 9001 سنة 2009، ويمر كل منتج قبل إنتاجه بعدة مراحل.

الفرع الأول: مراحل إنتاج السميد والفرينة.²

لتبسيط مراحل عملية الإنتاج بالنسبة لهذا المنتج، سيتم عرضها في النقاط التالية:

¹ معلومات مقدمة من طرف مصلحة الموارد البشرية.

² معلومات مقدمة من طرف مصلحة الإنتاج، الفرع الخاص بإنتاج السميد والفرينة والفرع الخاص بإنتاج العجائن الغذائية والكسكس، يوم 05 ماي 2014 بالمقر الاجتماعي للمؤسسة.

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

1. جلب القمح ووضعه في حاويات خاصة إما للتخزين أو للإنتاج.
2. بعدها يؤخذ القمح من الحاويات الخاصة بالإنتاج ويوضع في آلات خاصة لتنظيفه من الشوائب.
3. بعد تنظيف القمح من الشوائب تأتي عملية غسله بالماء بآلات خاصة.
4. بعدها يوضع القمح في حاويات وتسمى عملية استراحة القمح، حيث أن القمح الصلب يستريح لوقت حدد بين 6 ساعات و 12 ساعة، أما القمح اللين فيستريح ما بين 24 ساعة و 32 ساعة.
5. بعد استراحة القمح يؤخذ للتنظيف مرة ثانية.
6. بعد عملية التنظيف يمر القمح بآلات الطحن.
7. بعد عملية الطحن يمر القمح بآلات للغرلة لفرز السميد والفرينة عن البقايات (النخالة).
8. بعد عملية الغرلة والفرز يوضع السميد في حاويات للحفظ، نفس الشيء بالنسبة للفرينة.
9. وفي الأخير تأتي عملية التغليف، حيث يتم وضع السميد والفرينة في أكياس خاصة بكل منتج، بعدها تجمع في المخازن وتكون جاهزة للتسويق.

ملاحظة: القمح الصلب يكون لإنتاج السميد، أما القمح اللين فهو لإنتاج الفرينة، حيث أنهما يمران على نفس مراحل الإنتاج، وتقدر الطاقة الإنتاجية للسميد والفرينة بـ 3000 قنطار في اليوم موزعة بينهما بالتساوي، في حين أن بقايا الطحين (النخالة) يتم تعبئتها في الشاحنات مباشرة وتوجه للمزارع لتغذية المواشي.

الفرع الثاني: مراحل إنتاج العجائن الغذائية والكسكس.¹

¹ معلومات مقدمة من طرف مصلحة الإنتاج، الفرع الخاص بإنتاج السميد والفرينة والفرع الخاص بإنتاج العجائن الغذائية والكسكس، يوم 05 ماي 2014 بالمقر الاجتماعي للمؤسسة.

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

تتمثل المادة الأولية لإنتاج العجائن والكسكس في السميد والذي يتم إنتاجه على مستوى المؤسسة، وتقدر الطاقة الإنتاجية للمؤسسة لهذا النوع من المنتجات بـ 140 قنطار في اليوم، وفي ما يلي عرض لمختلف مراحل إنتاج هذه المنتجات:

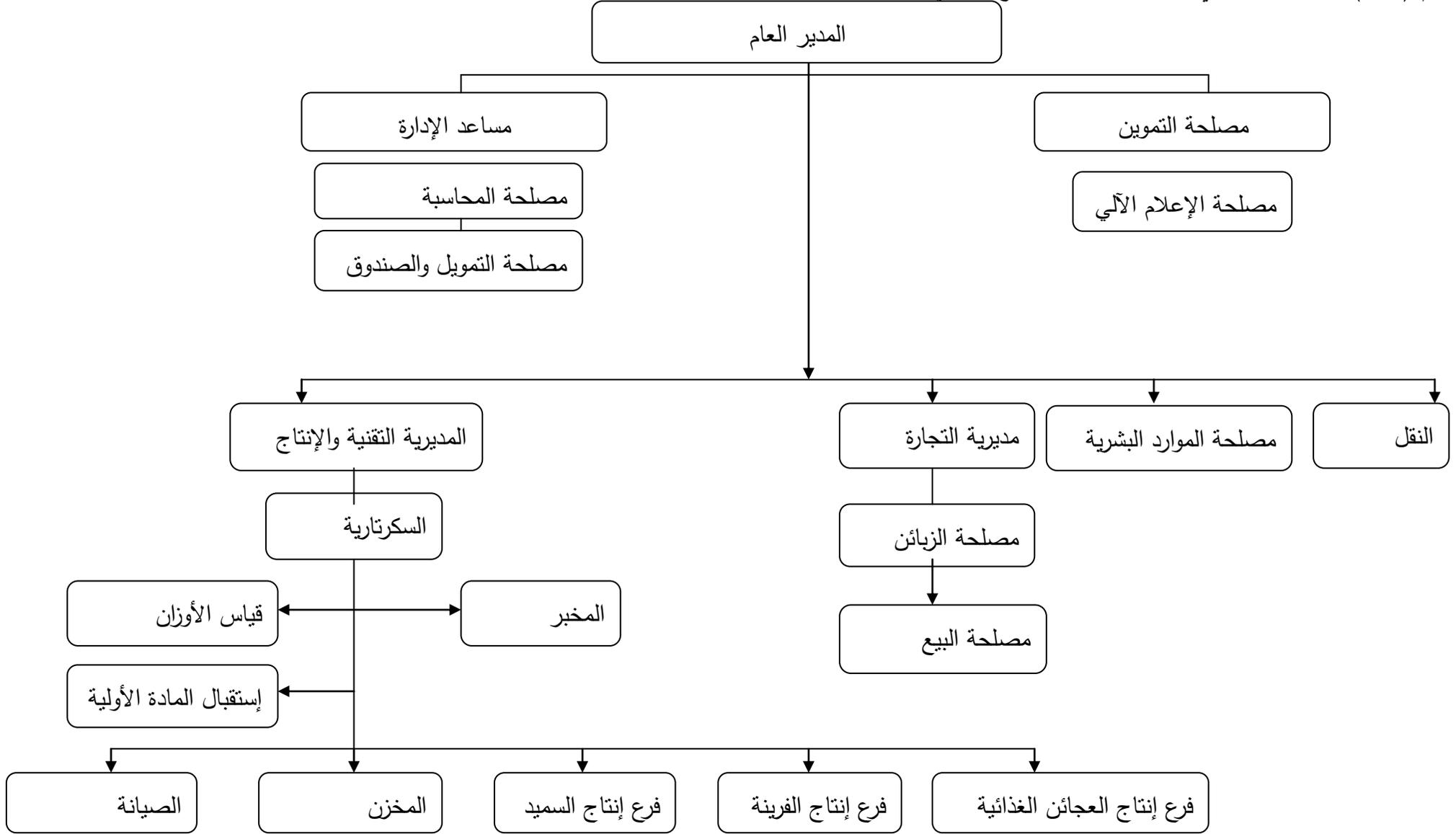
1. تتمثل العملية الأولى بوضع السميد في آلة خاصة لخلطه بالماء بقصد الحصول على عجينة.
2. بعد وضع السميد في الآلة يتم تمرير هذه العجينة على قالب بقوة ضغط لتحديد الشكل حسب نوع الكسكس وهو على شكلين رقيق ومتوسط والعجائن الغذائية المراد الحصول عليها وهي على عدة أنواع طويلة (سباقيتي) وقصيرة (مرفقيات، لولبيات...).
3. بعد عملية تحديد الشكل يتم وضع المنتج في غرف خاصة بالتجفيف، مع مراعاة درجة الرطوبة والتي تكون ما بين 8% و 10%، أي أنه لو زادت أو نقصت درجة الرطوبة عن النسب المذكورة يصبح المنتج غير صالح.
4. بعد عملية التجفيف يجمع المنتج في حاويات ويكون جاهز للمرحلة الأخيرة.
5. تأتي هنا مرحلة التعليب وهي المرحلة الأخيرة، بعدها يجمع المنتج النهائي في المخازن ويكون قابل للتسويق.

المطلب الثالث: التنظيم الإداري لمؤسسة القمح الذهبي

يمكن تلخيص تنظيم مؤسسة مطحنة القمح الذهبي في الشكل التالي:

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

الشكل رقم (1-3): الهيكل التنظيمي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي.



الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

المبحث الثاني: تحليل مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة

اعتمادا على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة يمكن تحليل الوضع المالي لها، والحكم على مدى فعاليتها من النتائج المحققة، وكذا تحديد مدى كفاءة الموارد المالية، وذلك من خلال دراسة تطور هيكل رأس مال المؤسسة وتحليل النتائج المحصلة من طرفها، ثم نتطرق إلى تحليل مردودية المؤسسة الاقتصادية والمالية، ثم نتناول دراسة أثر الرفع المالي على هيكل رأس المال.

المطلب الأول: تحليل كفاءة الموارد المالية

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

الفرع الأول: تطور هيكل رأس المال خلال السنوات 2010، 2011، 2012، 2013.

سيتم في هذا الجزء عرض مكونات هيكل رأس المال (الأموال الخاصة + الديون طويلة الأجل) ونسبة كل مكون إلى مجموع الأموال الدائمة كما هو مبين في الجدول التالي:

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح
الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

الجدول رقم (3-1): عرض مكونات هيكل رأس المال بالنسب للفترة (2010 - 2013). الوحدة: دج

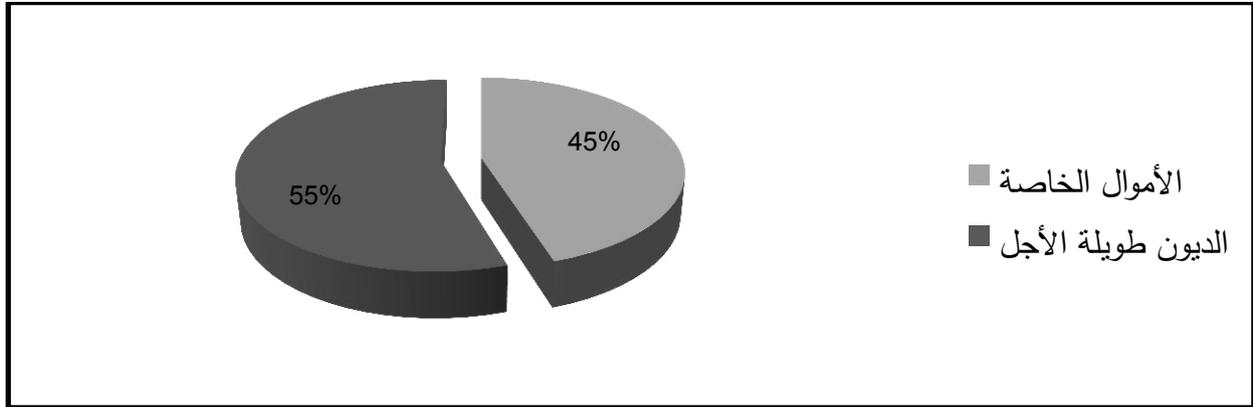
2011		2010		البيان / السنة
النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	الخصوم
43%	379 693 614	45%	384 139 377	الأموال الخاصة
57%	507 209 912	55%	478 354 921	الديون طويلة الأجل
100%	886 903 526	100%	862 494 298	الأموال الدائمة
2013		2012		البيان / السنة
النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	الخصوم
91%	447 114 618	46%	413 265 180	الأموال الخاصة
9%	41 560 186	54%	484 997 042	الديون طويلة الأجل
100%	488 674 804	100%	898 262 222	الأموال الدائمة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة.

وللتوضيح يمكن تجسيد النتائج السابقة من الجدول في الأشكال البيانية التالية:

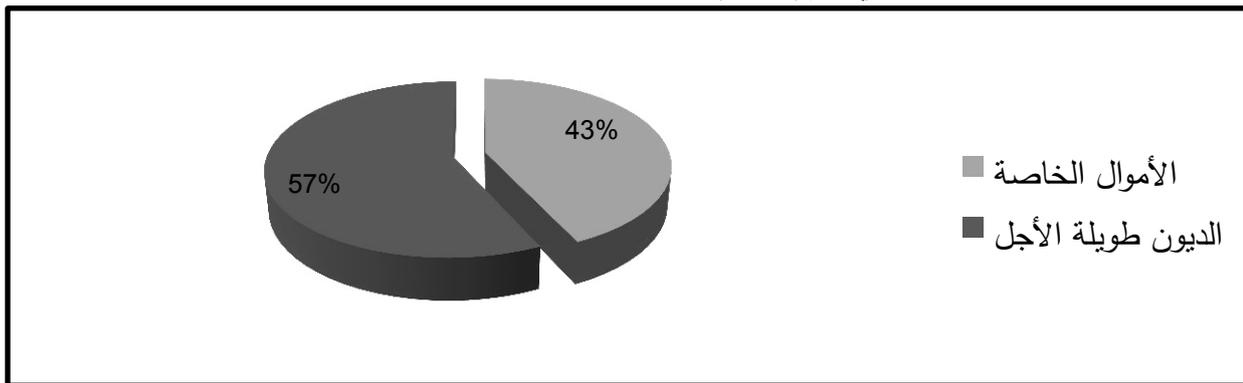
الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

الشكل البياني رقم (3 - 2): هيكل رأس المال بالنسب لسنة 2010.



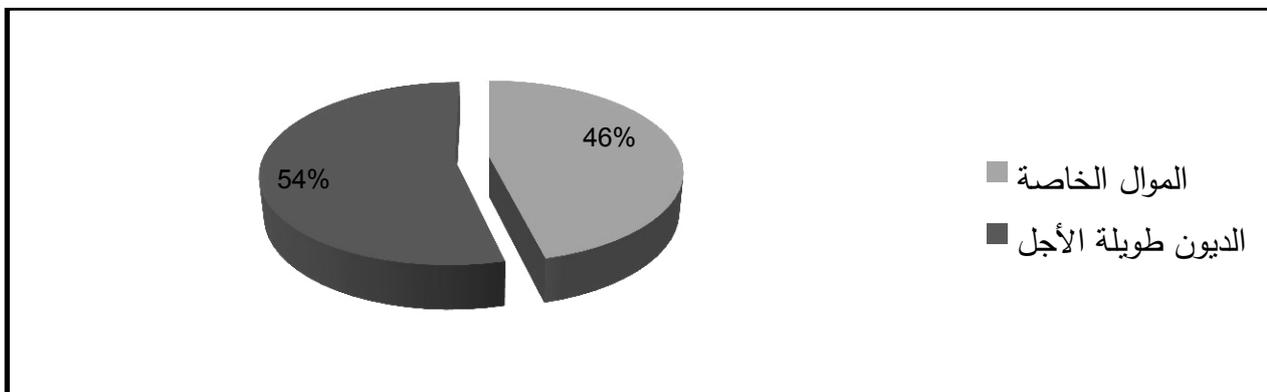
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (3 - 1).

الشكل البياني رقم (3 - 3): هيكل رأس المال بالنسب لسنة 2011.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (3 - 1).

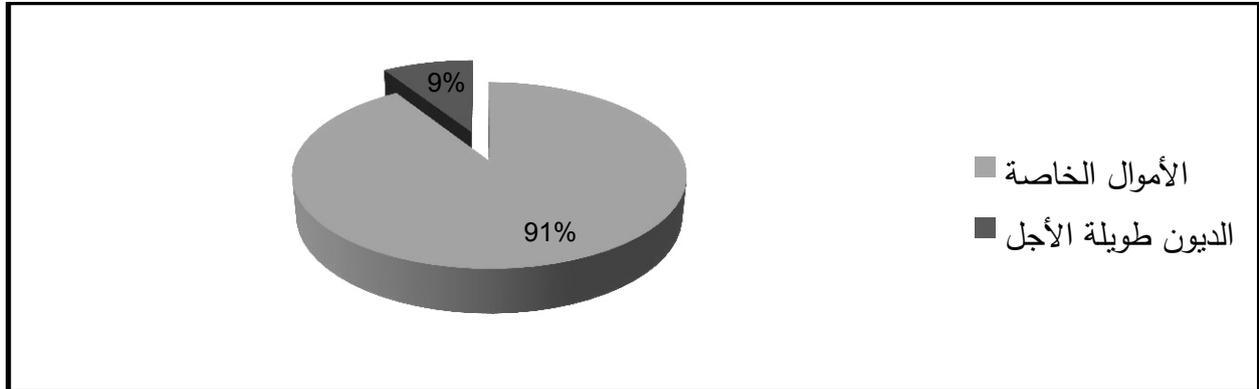
الشكل البياني رقم (3 - 4): هيكل رأس المال بالنسبة لسنة 2012.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (3 - 1).

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

الشكل البياني رقم (3- 5): هيكل رأس المال بالنسب لسنة 2013.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (3- 1).

من خلال الأشكال البيانية السابقة والتي تمثل تطور لمكونات هيكل رأس المال (الأموال الخاصة + الديون طويلة الأجل) خلال السنوات 2010، 2011، 2012، 2013، نلاحظ خلال السنوات الثلاث الأولى أن المؤسسة تعتمد على الديون طويلة الأجل بنسبة تفوق 50% من مجموع هيكل رأس المال (الأموال الدائمة) حيث أن هناك جانبان من هذه السياسة فالجانب الإيجابي يتمثل في الاستفادة من أثر الرفع المالي، أما الجانب السلبي فإنه يزيد من مخاطر عدم القدرة على السداد وزيادة المخاطر المتعلقة بالاستقلالية المالية للمؤسسة حيث أن الأموال الخاصة تمثل 45%، 43%، 46%، على التوالي للسنوات المذكورة، أما في السنة الأخيرة (سنة 2013)، فالمؤسسة قلصت نسبة الديون طويلة الأجل من مجموع هيكل رأس المال لتصبح 9%، وهذا راجع لسداد كل الديون غير الجارية التي على المؤسسة، لتبقى القروض والديون المالية هي الممثلة لتلك النسبة في هيكل رأس المال، وبذلك تصبح المؤسسة ذات استقلالية مالية بحكم نسبة الأموال الخاصة التي تبلغ نسبتها 91% من مجموع هيكل رأس المال.

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

الفرع الثاني: دراسة تحليلية لنتائج المؤسسة

سيتم في هذا الجزء دراسة تطور رقم الأعمال والقيمة المضافة المنتهية بالنتيجة الصافية مع العلم أن معدل نمو

النتيجة الصافية = (النتيجة الصافية n - النتيجة الصافية n-1) / النتيجة الصافية n-1، من خلال الميزانيات

المقدمة من طرف المؤسسة يمكن تلخيص النتائج في الجدول التالي:

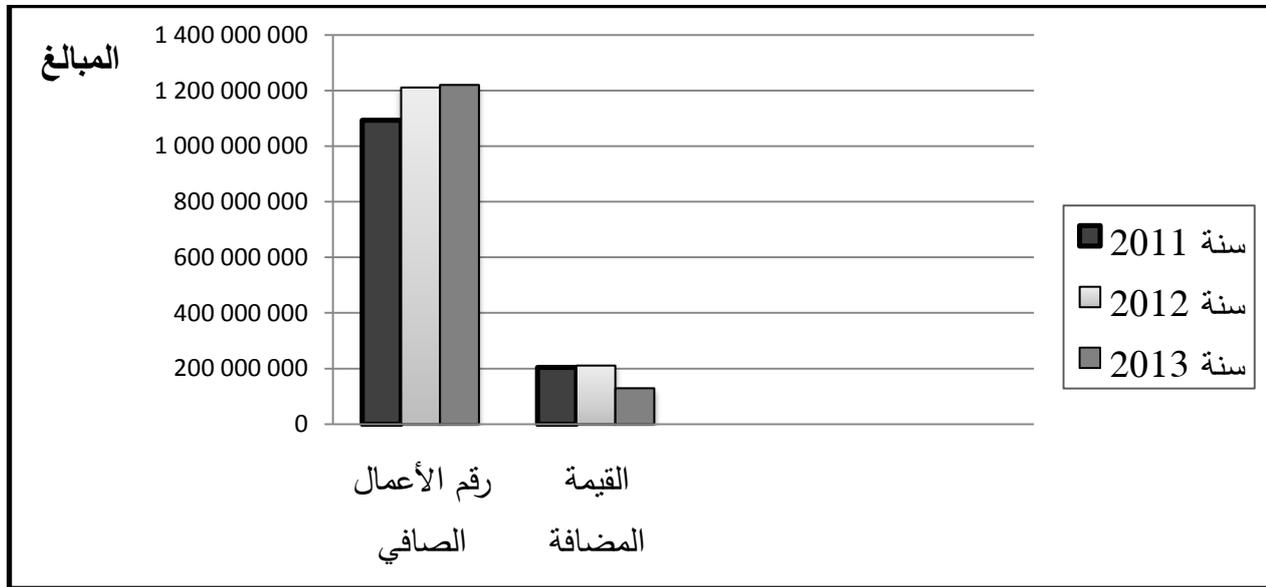
الجدول رقم (3 - 2): تطور النتيجة الصافية للمؤسسة. الوحدة: دج.

البيان / السنة	2010	2011	2012	2013
رقم الأعمال الصافي	1 066 143 726	1 093 379 785	1 211 003 427	1 220 762 097
إنتاج السنة المالية	1 081 576 533	1 066 046 032	1 216 522 588	1 222 158 926
استهلاك السنة المالية	(882 386 365)	(862 360 177)	(1 005 677 385)	(1 092 938 057)
القيمة المضافة	199 190 168	203 685 855	210 845 204	129 220 868
النتيجة الصافية	16 720 408	20 554 236	33 571 566	33 849 438
معدل تطور النتيجة الصافية		22.93%	63.33%	0.8%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على جدول حسابات النتائج للمؤسسة.

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

الشكل البياني رقم(3- 6): تطور رقم الأعمال والقيمة المضافة خلال الفترة (2010-2013).



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول السابق.

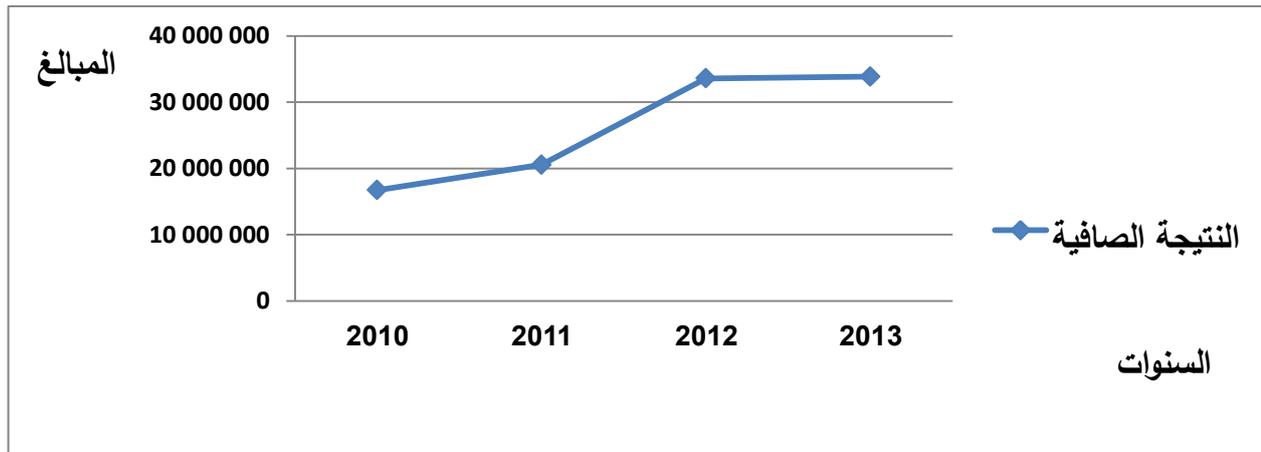
نلاحظ من خلال الجدول والشكل البياني أعلاه أن رقم الأعمال في زيادة ملحوظة نتيجة الزيادة في الإنتاج المباع والخدمات المقدمة من طرف المؤسسة، أما بالنسبة لإنتاج السنة المالية والذي يساوي إلى رقم الأعمال منقوصا منه الإنتاج المخزن أو المنتقص من المخزون، حيث نلاحظ من سنة 2010 إلى سنة 2011 رغم الزيادة في رقم الأعمال، إلا أن إنتاج السنة المالية قد انخفض بقيمة 15 530 501 دج، وهذا راجع إلى الزيادة في الإنتاج المخزن أو المنتقص من المخزون الذي يؤثر سلبا على إنتاج السنة المالية.

نلاحظ كذلك أن المؤسسة حققت قيمة مضافة متزايدة خلال السنوات الثلاث الأولى وهذا دليل على نمو المؤسسة، أما في السنة الأخيرة انخفضت القيمة المضافة بقيمة 81 624 336 دج مقارنة بالسنة السابقة، وهذا التراجع يعود إلى الزيادة في استهلاك السنة المالية بقيمة 87 260 672 دج بالمقارنة مع السنة السابقة، لكن السبب الرئيسي وراء ذلك هو قيام المؤسسة بتخفيض الديون طويلة الأجل وزيادة في الالتزامات قصيرة الأجل

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

لكن كان من المفروض ومع زيادة القيمة المضافة أي زيادة حجم المؤسسة الأمر الذي يتطلب التوسع في الاقتراض طويل الأجل بدل التمويل قصير الأجل الذي يزيد من المخاطر المالية للمؤسسة.

الشكل البياني رقم (3-7): تطور النتيجة الصافية خلال الفترة (2010-2013).



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول السابق.

من خلال الجدول والشكل البياني يتبين أن المؤسسة حققت نتيجة صافية موجبة خلال السنوات محل الدراسة حيث حققت زيادة بمقدار 3 833 828 دج في سنة 2010 بمعدل 22.93 %، وبمقدار 13 017 320 دج في سنة 2012 بمعدل 63.33 %، وحققت زيادة جد ضعيفة بمقدار 247 872 دج في سنة 2013 بمعدل 0.8 % مقارنة بالسنوات السابقة، هذا التراجع في النتيجة الصافية مرده إلى الانخفاض في القيمة المضافة للمؤسسة لهذه السنة، لكن السبب الرئيسي وراء هذه النتيجة ومن خلال الجدول رقم (3-1) أين تم عرض تطور مكونات هيكل رأس المال، نلاحظ الانخفاض الكبير للأموال الدائمة والذي سببه تقليص حجم المديونية طويلة الأجل إلى حد كبير الأمر الذي انعكس سلبيا على النتيجة الصافية للمؤسسة.

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

المطلب الثاني: تحليل المردودية

سيتم في هذا الجزء تقييم المردودية الاقتصادية للمؤسسة أي معرفة معدل العائد على مجموع الأصول وكذلك المردودية المالية أي معرفة معدل العائد على حق الملكية.

الفرع الأول: تقييم المردودية الاقتصادية

حيث أنه يعبر عنها بالعلاقة التالية: المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال/ الأصول، ويمكن توضيح

ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(3-3): حساب المردودية الاقتصادية خلال الفترة (2010-2013).

الوحدة: دج.

البيان	السنة	2010	2011	2012	2013
نتيجة الاستغلال		40 116 435	35 948 833	45 909 373	52 603 556
مجموع الأصول		1 025 157 191	974 399 993	926 484 972	937 435 092
المردودية الاقتصادية		0.039	0.037	0.049	0.056

المصدر: إعداد الطالب اعتمادا على جدول حسابات النتائج للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن المردودية الاقتصادية المحققة في دورة 2010 هي 0.039، ويمثل هذا

المعدل أن الدينار الواحد المستثمر في المؤسسة يحقق ربح مقداره 0.039 دج، في حين أنها انخفضت بمقدار

طفيف في سنة 2011 لتبلغ 0.037، وبلغت 0.049 و 0.056 على التوالي للسنوات 2012 و 2013، وهذا

يعني أن قدرة الدينار الواحد المستثمر على توليد الأرباح في تزايد.

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

الفرع الثاني: تقييم المردودية المالية

يعبر عن المردودية المالية بالعلاقة التالية: المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة، ويمكن

توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(3-4): حساب المردودية المالية خلال الفترة (2010-2013).

الوحدة: دج.

البيان	السنة	2010	2011	2012	2013
النتيجة الصافية		16 720 408	20 554 236	33 571 566	33 849 438
الأموال الخاصة		384 139 377	379 693 614	413 265 180	447 114 618
المردودية المالية		0.043	0.054	0.081	0.076

المصدر: إعداد الطالب اعتمادا على جدول حسابات النتائج للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معدل المردودية المالية في زيادة على مر السنوات محل الدراسة هذا حيث في سنة 2010 بلغت المردودية المالية 0.043، أي أن كل دينار واحد الذي يستثمره أصحاب رأس المال ينتج ربح قدره 0.043 دج، وارتفعت المردودية المالية في سنة 2011 لتبلغ 0.054 أي أن كل دينار مستثمر من رأس المال يولد ربح قدره 0.054 دج، وفي سنة 2012 بلغت المردودية المحققة 0.081 فالدينار المستثمر من رأس المال يولد ربح 0.081 دج، وفي سنة 2013 بلغت المردودية المحققة 0.076، ما يعني أن ربحية الدينار الواحد لأصحاب رأس المال قد انخفضت لتصبح 0.076 دج، وهذا الانخفاض يرجع إلى التدني الكبير لمعدل الزيادة في النتيجة الصافية لسنة 2013 مقارنة بالسنوات السابقة، بالإضافة إلى أن الأموال الخاصة في زيادة لكل سنة كما هو مبين في الجدول.

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

المطلب الثالث: دراسة أثر الرفع المالي على هيكل رأس المال

مما سبق وبعد حساب المردودية الاقتصادية والمردودية المالية نقوم بحساب أثر الرفع المالي والذي هو عبارة عن الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، ثم نقوم بدراسة مؤشر الرفع المالي.

الفرع الأول: قياس أثر الرفع المالي

من خلال النتائج السابقة للمردودية يمكن قياس أثر الرفع المالي والتي نعرضها في الجدول التالي:

الجدول رقم(3- 5): قياس أثر الرفع المالي للفترة (2010-2013).

السنة	2010	2011	2012	2013
المردودية المالية	0.043	0.054	0.081	0.076
المردودية الاقتصادية	0.039	0.037	0.049	0.056
أثر الرفع المالي	0.004	0.017	0.032	0.02

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم(3-3) والجدول رقم(4-3).

نلاحظ من خلال الجدول أن أثر الرفع المالي للسنوات الأربع موجب وبالتالي فهو ذو تأثير إيجابي على مردودية المؤسسة، بمعنى أنه كلما زادت الديون طويلة الأجل في هيكل رأس المال انعكس ذلك بالإيجاب على مردودية المؤسسة، ويمكن تفسير تراجع المعدل الإيجابي لأثر الرافعة المالية في السنة الأخيرة (2013) بأن المؤسسة قلصت الديون طويلة الأجل من هيكل رأس مالها بشكل كبير الأمر الذي أثر على المردودية المالية بالانخفاض لسنة 2013 مقارنة بسنة 2012.

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

الفرع الثاني: مؤشر الرفع المالي

يتمثل مؤشر الرفع المالي في نسبة المديونية طويلة الأجل، والتي تم حسابها وفق الجدول التالي:

الجدول رقم (3-6): قياس مؤشر الرفع المالي للفترة (2010-2013).

النسبة	البيان	2010	2011	2012	2013
نسبة المديونية طويلة الأجل	إجمالي المطلوبات طويلة الأجل / حقوق الملكية(الأموال الخاصة)	1.24	1.33	1.17	0.09

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة.

من خلال الجدول نلاحظ أن مؤشر الرفع المالي لهيكل رأس المال في السنوات الثلاثة الأولى أكبر من الواحد الصحيح، وهذا يعني أن الديون طويلة الأجل أكبر من الأموال الخاصة، الأمر الذي يزيد من المخاطر المالية التي تتحملها المؤسسة لكن في مقابل ذلك هناك ارتفاع للمردودية المالية لتلك السنوات، وعلى خلاف السنة الأخيرة محل الدراسة أين خفضت المؤسسة من الالتزامات طويلة الأجل بشكل كبير الأمر الذي انعكس على مردوديتها المالية بالتراجع وهذا ما يؤكد أثر الرفع المالي المذكور سابقا.

المبحث الثالث: قياس كفاءة هيكل رأس المال على الأداء المالي وتحقيق النتائج

سيتم في هذا المبحث عرض لتقييم الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي باستخدام نسب هيكل رأس المال والتعليق على نتائج تلك النسب، ثم تقييم هيكل رأس المال للمؤسسة خلال السنوات محل الدراسة واستنتاج هيكل رأس المال المناسب للمؤسسة بالاعتماد على النتائج السابقة.

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

المطلب الأول: تقييم الأداء المالي للمؤسسة باستخدام نسب هيكل رأس المال

من خلال الجدول التالي والذي يمثل مختلف نسب هيكل رأس المال والتي تعطي صورة عن التوازن المالي وتحليل البنية التمويلية في الأجل الطويل، ومن خلال نتائج تلك النسب يمكن الحكم على أداء المؤسسة المالي ومدى الفعالية في تحقيق النتائج، ومن أهم تلك النسب والنتائج المحصل والتي نلخصها في الجدول التالي:

الجدول رقم(3- 7): نسب هيكل رأس المال للمؤسسة خلال الفترة (2010-2013).

2013	2012	2011	2010	البيان	نوع النسبة
9%	54%	57%	55%	الالتزامات طويلة الأجل / مجموع هيكل رأس المال	نسبة الديون من هيكل رأس المال
0.6	1.2	1.11	1.09	الأموال الدائمة / الأصول الثابتة	نسبة التمويل الدائم
0.55	0.55	0.47	0.48	الأموال الخاصة / الأصول الثابتة	نسبة التمويل الذاتي
19.68	1.54	1.58	1.65	الأصول الثابتة / الالتزامات طويلة الأجل	نسبة تغطية الالتزامات طويلة الأجل
0.46	0.45	0.40	0.34	الأموال الخاصة / مجموع الخصوم	نسبة الاستقلالية المالية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة.

ويمكن تفسير نتائج الجدول السابق كالتالي:

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

- نسبة الديون من هيكل رأس المال: تشير هذه النسبة إلى الوزن النسبي للالتزامات طويلة الأجل من هيكل رأس المال، ومن خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن المؤسسة اعتمدت في تركيبه هيكل رأس مالها على التمويل الخارجي بنسبة تفوق 50% خلال السنوات الثلاث الأولى، أما بالنسبة للسنة الأخيرة غيرت المؤسسة من تركيبه هيكل رأس مالها لتصبح نسبة الديون طويلة الأجل 9% من مجموع الأموال الدائمة.

- نسبة التمويل الدائم: تعبر هذه النسبة عن مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة للمؤسسة، ويلاحظ من الجدول أن النسبة أكبر من الواحد خلال السنوات الثلاث الأولى وهذا مؤشر على أن المؤسسة تحقق توافق بين التمويل والاستثمار أي تمويل الأصول الثابتة بالأموال الدائمة ذات الاستحقاق الطويل الأجل ويشير هذا إلى وجود هامش أمان للمؤسسة، في حين أنه خلال السنة الأخيرة كانت النسبة أقل من الواحد يعني هذا أن الأموال الدائمة لا تغطي الأصول الثابتة، حيث يدل هذا على أن جزءا من الأصول الثابتة ممول بالديون قصيرة الأجل أي وجود حالة عدم تحقيق التوازن المالي وهذا مؤشر سلبي وعلى المؤسسة تدارك ذلك.

- نسبة التمويل الذاتي: تقيس هذه النسبة إمكانية تمويل المؤسسة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة، والملاحظ من خلال النتائج أنها أقل من الواحد ما يعني أن الأموال الخاصة لا تغطي مجمل الأصول الثابتة، ما يعني أن هناك عجز في التمويل الذاتي للمؤسسة.

- نسبة تغطية الالتزامات طويلة الأجل: تدل هذه النسبة على قدرة المؤسسة في تغطية الالتزامات طويلة الأجل، ويلاحظ من خلال النتائج أن هذه النسبة مرتفع حتى تبلغ أقصاها خلال السنة الأخيرة حيث أنه في حالة التصفية تستطيع المؤسسة تسديد التزاماتها طويلة الأجل.

- نسبة الاستقلالية المالية: توضح هذه النسبة درجة استقلالية المؤسسة عن دائنيها، نستنتج من النتائج في الجدول السابق أن الأموال الخاصة تمثل نسبة أقل من 50% الأمر الذي يعني أنها لا تملك استقلالية مالية والجدير بالذكر هنا أنه خلال السنة الأخيرة ذكرت سابقا أن المؤسسة قلصت من الديون طويلة الأجل بشكل

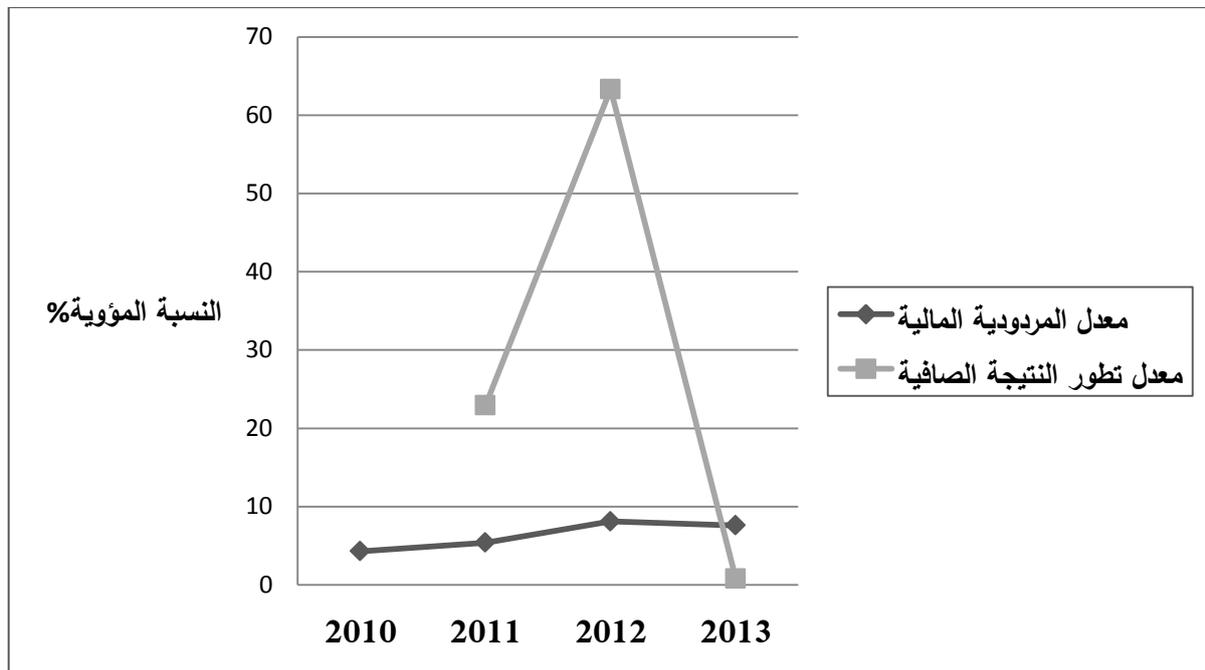
الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

كبير لكن نسبة الاستقلالية المالية لم ترتفع ويرجع هذا الأمر إلى أن المؤسسة عمدت إلى زيادة الديون قصيرة الأجل بنسبة كبيرة جدا خلال سنة 2013 حيث بلغت الزيادة لهذه النسبة بـ 204.5% الأمر الذي حال دون استقلاليتها المالية.

المطلب الثاني: هيكل رأس المال المناسب للمؤسسة

يمكن اقتراح هيكل رأس المال المناسب للمؤسسة من خلال النتائج المحققة والتي سيعبر عنها بمعدل المردودية المالية ومعدل تطور النتيجة الصافية والتي سنتعرض لها في الشكل البياني التالي:

الشكل البياني رقم (3-8): نتائج المؤسسة خلال الفترة (2010-2013).



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (2-3) والجدول رقم (3-4).

نلاحظ من خلال هذا الشكل البياني أن النتائج المحققة من طرف المؤسسة بلغت أقصاها سنة 2012 سواء بالنسبة للمردودية المالية أو بالنسبة للنتيجة الصافية، حيث نجد أن هناك علاقة طردية بين معدل تطور النتيجة

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

الصافية و معدل المردودية المالية، حيث كلما ارتفع معدل الأولى ارتفع معدل الثانية، ومنه نستنتج أن فعالية المؤسسة تظهر في سنة 2012 مقارنة بالسنوات الأخرى محل الدراسة، ويربط هذه النتائج مع مؤشر الرفع المالي المبين في الجدول رقم (3- 7) أين بلغت نسبة هذه السنة 117% ، نقول أن الديون طويلة الأجل تفوق أموال الملكية بنسبة 17%، وعليه يمكن القول بأن هيكل رأس المال المناسب ذو الكفاءة العالية والتي من خلالها تتحقق فعالية الأداء المالي للمؤسسة لما تكون نسبة الأموال الخاصة من الأموال الدائمة 46% ونسبة الديون طويلة الأجل من الأموال الدائمة 54%، وعلى الرغم من أن نسبة الديون تفوق الأموال الخاصة إلا أنها لا تزيد من المخاطر المالية للمؤسسة بحكم أن تكلفة الديون طويلة الأجل تعتبر من التكاليف الثابتة.

الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمؤسسة مطحنة القمح الذهبي مجمع إسعادي بالعلمة -سطيف-

خلاصة الفصل الثالث:

من خلال النتائج المتحصل عليها نقول أن المؤسسة اتبعت المزج بين أموال الملكية والمديونية في هيكل رأسمالها حيث حازت المديونية على النسبة الأكبر من تلك التركيبة خلال السنوات الثلاث الأولى واعتمدت المؤسسة السياسة المالية المتحفظة في التمويل، أي تمويل الأصول الثابتة بالموارد ذات الاستحقاق الطويل الأجل، ماعدا في السنة الأخيرة أين قامت المؤسسة بتسديد الجزء الأكبر من الديون طويلة الأجل، والرفع من الديون قصيرة الأجل أي أنها اتبعت السياسة المالية المغامرة في التمويل، أي أنها قامت بتمويل جزء من الأصول الثابتة بالموارد ذات الاستحقاق قصير الأجل، الأمر الذي انعكس على نتائجها سلبيا بحكم أن نشاط المؤسسة ليس نشاط موسمي أين تستطيع الاعتماد على هذه السياسة، بل هو نشاط دائم على مدار السنة موجه للاستهلاك العام.

خاتمة عامة

من خلال ما جاء في هذه الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي يمكن القول أن عملية التمويل تعتبر من القرارات الهامة ضمن مجموعة القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية من أجل تحقيق أهداف المؤسسة أهمها الاستثمارية وتعظيم العائد، وتتجلى أهمية قرار التمويل في الاختيار الأمثل لهيكل رأس مال المؤسسة والذي يتماشى مع ظروفها وأهدافها ويكون هذا الاختيار نتيجة المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة.

إن بلوغ درجة معينة من الاستدانة قد يظهر أثره في زيادة مردودية المؤسسة، وبالتالي زيادة أرباح المساهمين لكن في مقابل ذلك ترتفع المخاطر المالية التي تواجهها المؤسسة والمتمثلة أساسا في عدم القدرة على السداد الأمر الذي يضعها في موقف صعب قد يعرضها للتصفية، خاصة بالنسبة للالتزامات ذات الاستحقاق طويل الأجل وذات التكلفة الثابتة.

وعليه فإن عملية اختيار نسبة الاستدانة تتطلب دراسة مسبقة لهيكل رأس المال من طرف المؤسسة، بمعنى آخر ترشيد استخدام تلك الموارد دون مبالغة وذلك لتقليل تكاليفها والأخطار التي تنجم عنها، واستخدام الموارد بعقلانية، أي اختيار المورد المالي ذو التكلفة الأقل والعائد الأعلى، ومن خلال ذلك يتم اختيار التشكيلة المناسبة لهيكل رأس المال.

تأسيسا على هذه الاستنتاجات نقول أن الأداء المالي الجيد يتجلى من خلال توفيق المؤسسة في اختيار هيكل رأس مالها المناسب من مصادر الملكية ومصادر الاستدانة بما يخدم احتياجاتها وأهدافها، من خلال ما تقدم يمكن الحكم على صحة فرضيات البحث أو عد صحتها كما يلي:

الفرضية الأولى: والمتمثلة في أن الاعتماد على التمويل بالاستدانة في هيكل رأس المال بنسبة كبيرة لا يشكل خطورة على المؤسسة، هذه الفرضية صحيحة وهذا ما أكده الجانب التطبيقي حيث أن نسبة الدين كانت أكبر من أموال الملكية في المؤسسة، زيادة على ذلك كانت هناك نتائج إيجابية محققة متمثلة في النتيجة الصافية للمؤسسة ومردوديتها المالية.

خاتمة عامة

الفرضية الثانية: والمتمثلة في أن هناك علاقة طردية بين آلية الرفع المالي والنتيجة الصافية للمؤسسة ومردوديتها المالية، هذه الفرضية صحيحة حيث أنه كلما كان أثر الرافعة المالية أكبر لهيكل رأس مال المؤسسة ارتفعت النتيجة الصافية والمردودية المالية، أي أنه عند تحقيق نتائج مهمة يمكن الاعتماد أكثر على الاقتراض في هيكل رأس المال.

الفرضية الثالثة: يرجع اختلال التوازن المالي في المؤسسة أساساً إلى عدم توفيقها في اختيار الهيكل المالي الذي يتلاءم مع ظروفها وأهدافها، هذه الفرضية صحيحة حيث أن اختلال التوازن المالي يرجع إلى عدم التوفيق في اختيار الهيكل المالي، وهذا ما أكدته الدراسة التطبيقية في السنة الأخيرة من فترة الدراسة أين كانت عدم الكفاءة في استخدام الموارد المالية، أين خفضت المؤسسة من ديونها طويلة الأجل ذات التكلفة الثابتة وزادت من الديون قصيرة الأجل ذات التكلفة المتغيرة والأمر الذي لا ليطمأنى وهيكل أصولها، وانعكس هذا سلباً على النتيجة والمردودية.

النتائج:

ويمكن عرض أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة في ما يلي:

- إن الاهتمام ودراسة القرارات المتعلقة بالتمويل يعتبر مكسب للمؤسسة ينعكس على نتائجها.
- تعتبر الموارد المالية الخاصة بالمؤسسة أول مصادر التمويل الذي تلجأ إليه لتمويل أنشطتها.
- تعتمد مؤسسة مطحنة القمح الذهبي على نوعين من مصادر التمويل المتمثلة في التمويل الذاتي والقروض المصرفية.
- تختار المؤسسة هيكل رأس مالها نتيجة لعدة اعتبارات أهمها بنية موجوداتها ومجال نشاطها.

خاتمة عامة

- زيادة نسبة الاستدانة أعلى من نسبة الأموال الخاصة في هيكل رأس المال والرشادة في استخدام تلك الموارد، يؤدي إلى الأثر الإيجابي للرفع المالي والذي ينعكس على تعظيم المردودية المالية للمؤسسة وبالتالي الرفع من عوائد الملاك.
- ارتفاع مستمر للأموال الخاصة للمؤسسة خلال السنوات الأربعة وكذا بالنسبة للمردودية المالية للمؤسسة وهذا ما يعكس تحسن في الأداء المالي بالنسبة للمؤسسة محل الدراسة.
- تحقيق توازن مالي ووضعية مالية جيدة للمؤسسة خلال السنوات الثلاث الأولى من فترة الدراسة.
- تؤدي زيادة نسبة الالتزامات قصيرة الأجل على حساب الالتزامات طويلة الأجل من الهيكل المالي في السنة الأخيرة من فترة الدراسة، إلى زيادة المخاطر المالية دون زيادة في النتائج.
- عانت المؤسسة محل الدراسة من سوء تقدير وعدم تكافؤ لعناصر الهيكل المالي في المؤسسة خلال السنة الأخيرة، من خلال الزيادة الكبيرة في الالتزامات قصيرة الأجل ذات التكلفة المتغيرة مقارنة بنشاط المؤسسة الإنتاجي وذات الأصول الثابتة الضخمة.

التوصيات: من خلال ما تقدم من نتائج يمكن الخروج بالتوصيات التالية:

- على المؤسسة التخفيض من الالتزامات قصيرة الأجل والرفع من نسبة الالتزامات طويلة الأجل في هيكلها المالي للإفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي.
- يجب القيام بدراسة مسبقة قبل اتخاذ قرار التمويل من أجل تحقيق كفاءة الهيكل المالي للمؤسسة.
- العمل على تقييم الأداء المالي للمؤسسة ومدى تحقيق النتائج بشكل دوري، واكتشاف الخلل ومعالجته.
- إمكانية التمويل عن طريق إستراتيجيات حديثة تساعد على نمو المؤسسة.

خاتمة عامة

آفاق البحث: من خلال هذا البحث وبعد معالجة إشكالية تأثير هيكل رأس المال على المؤسسة الاقتصادية، اتضح لنا في الأخير مجموعة من المواضيع المرتبطة بهذا الجانب يمكن أن تكون مشاريع لبحوث مستقبلية، منها:

- مدى تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية.
- دور إستراتيجيات التمويل الحديثة في نمو المؤسسة.
- أهمية التمويل عن طريق البورصة للمشاريع الاستثمارية.

قائمة المراجع

أولاً: الكتب:

- 1- جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، دون ذكر سنة النشر.
- 2- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007
- 3- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق ، عمان، 2004
- 4- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد، عمان، 2008
- 5- عبد الغفار حنفي ورسمية زكى قرياص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002
- 6- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006
- 7- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2005
- 8- فرود ويستون يوجين برجام، ترجمة عبد الرحمان دعاله بيلة، التمويل الإداري، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2009.
- 9- يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2012.
- 10- جمعة السعيد فرحات ، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، دار المريخ، الرياض، 2000.
- 11- محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد، عمان، 2010.
- 12- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد، عمان، 2010.
- 13- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي، عمان، 2010.
- 14- مؤيد راضي خنفر وغسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، 2011.

قائمة المراجع

- 15- جعفر الكرخي، تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية باستخدام النسب المالية، دار المناهج، الأردن، 2010.
- 16- فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، SME Financial، فلسطين، 2008.
- 17- وليد ناجي الحياي، التحليل المالي، من منشورات الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2007.
- 18- عدنان تايه النعيمي وارشاد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار اليازوري، عمان الأردن، 2008.
- 19- مقدم عبيرات وآخرون، دراسة الحالات في المحاسبة ومالية المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008.
- 20- وليد ناجي الحياي، مذكرات التحليل المالي في المنشأة التجارية، من منشورات الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2007.
- 21- محمد المبروك أبوزيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، الطبعة الثانية، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2009.
- 22- محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، الطبعة الثانية، دار وائل، عمان، 2006.
- 23- محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية الإستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، 2008.
- 24- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2000.
- 25- وليد ناجي الحياي، الإتجاهات الحديثة في التحليل المالي، الطبعة الأولى، إثراء للنشر، الأردن، 2009.

ثانيا: المذكرات:

- 1- زاوي فضيلة ،تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر ،مذكرة ماجستير ،تخصص مالية المؤسسة ،جامعة أحمد بوقرة بومرداس ،2009
- 2- عدوي هاجر، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، تخصص علوم تسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011
- 3- إسلام فيصل أحمد، أثر الهيكل التمويلي على ربحية شركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيع الأرباح، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة، جامعة الشرق الأوسط، 2011
- 4- طلعت مريم، العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل التمويلي في المؤسسات الاقتصادية دراسة واقع مؤسسة الرياض-سطف-، مذكرة ماستر في العلوم التجارية، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة فرحات عباس سطيف، 2011.
- 5- بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة أعمال، الجامعة الإسلامية غزة، 2005.
- 6- العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد المالي، جامعة منتوري قسنطينة، 2011.
- 7- شباح نعيمة، دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الجزائرية، مذكرة ماستر، تخصص تسيير المؤسسات، جامعة بسكرة، 2008.

قائمة المراجع

8- بن خروف جليظة، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرار - دراسة حالة

المؤسسة الوطنية لإنجاز القنوات KANAGHAZ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية

المؤسسة، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2009.

9- أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة

المطاحن الكبرى للجنوب-بسكرة-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاد صناعي،

جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012.

10- بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الاشغال

والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة

الجزائر 3، 2012.

11- رزقي محمد، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة الوطنية

للتوضيب وفنون الطباعة ببرج بوعرريج، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد

وتسيير المؤسسة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008.

12- عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير،

تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2002.

13- بوطغان حنان، "تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركة الوطنية

للبيتروكيمياء" ، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة،

2007،

ثالث: المجلات والمدخلات والمقابلات:

1- صبيحة قاسم وأحمد نزار جميل، أثر التدفقات النقدية في عناصر هيكل رأس المال، مجلة تكريت

للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد الخامس، العدد 14، جامعة تكريت، 2009.

قائمة المراجع

- 2- دادن عبد الغني، قراءة في الاداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2006.
- 3- يحيايوي مفيدة، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثالث، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2002.
- 4- دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2006.
- 5- مالك حسين الحافظ، أثر كلفة التمويل على التشكيلة التمويلية، مجلة المنصور، العدد 12، كلية المنصور الجامعة، 2009.
- 6- سليمان شلاش وعلي البقوم وسالم العون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997-2001)، مجلة المنارة، المجلد 14 العدد 01، 2008.
- 7- محمد نجيب دبابش وطارق قدوري، دور النظام المحاسبي المالي في تقييم الاداء المالي بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة تطبيقية لمؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة، الملتقى الوطني حول واقع وآفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر يومي 5-6/05/2013، جامعة الوادي، الجزائر.
- 8- قيس أديب الكيلاني وآخرون، العوامل المؤثرة على استخدام الدين في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية للفترة (2000 - 2009)، بحث رقم (DRGS-2011-10)، منشورات جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، 2011.
- 9- علاء صالح السعدي، هيكل رأس المال و العوامل المؤثرة عليه، مجلة الإقتصادي الخليجي، العدد 23، جامعة البصرة، العراق، 2012.

قائمة المراجع

- 10- محمود فهد، أثر الرافعة المالية في كلفة التمويل ومعدل العائد على حق الملكية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد21، جامعة كربلاء، العراق، ص 242.
- 11- قيس أديب الكيلاني، العلاقة بين تركيبة الملكية وتركيب رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية دراسة تطبيقية للفترة (2004-2008)، مجلة تنمية الرافدين، العدد100 المجلد 32، جامعة الموصل الأردن، 2010.
- 12- زغيب مليكة وغلاب نعيمة، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-
- 13- مقابلة مع أحد ملاك مؤسسة مطحنة القمح الذهبي السيد توفيق إسعادي، بالمقر الإجتماعي للمؤسسة بمدينة العلةمة، يوم 05 ماي 2014.