

جامعة الجزائر 3



كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

الموضوع:

أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية  
دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية خلال الفترة 2011-2013

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الإدارة المالية للمؤسسات

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:

لخلف عثمان

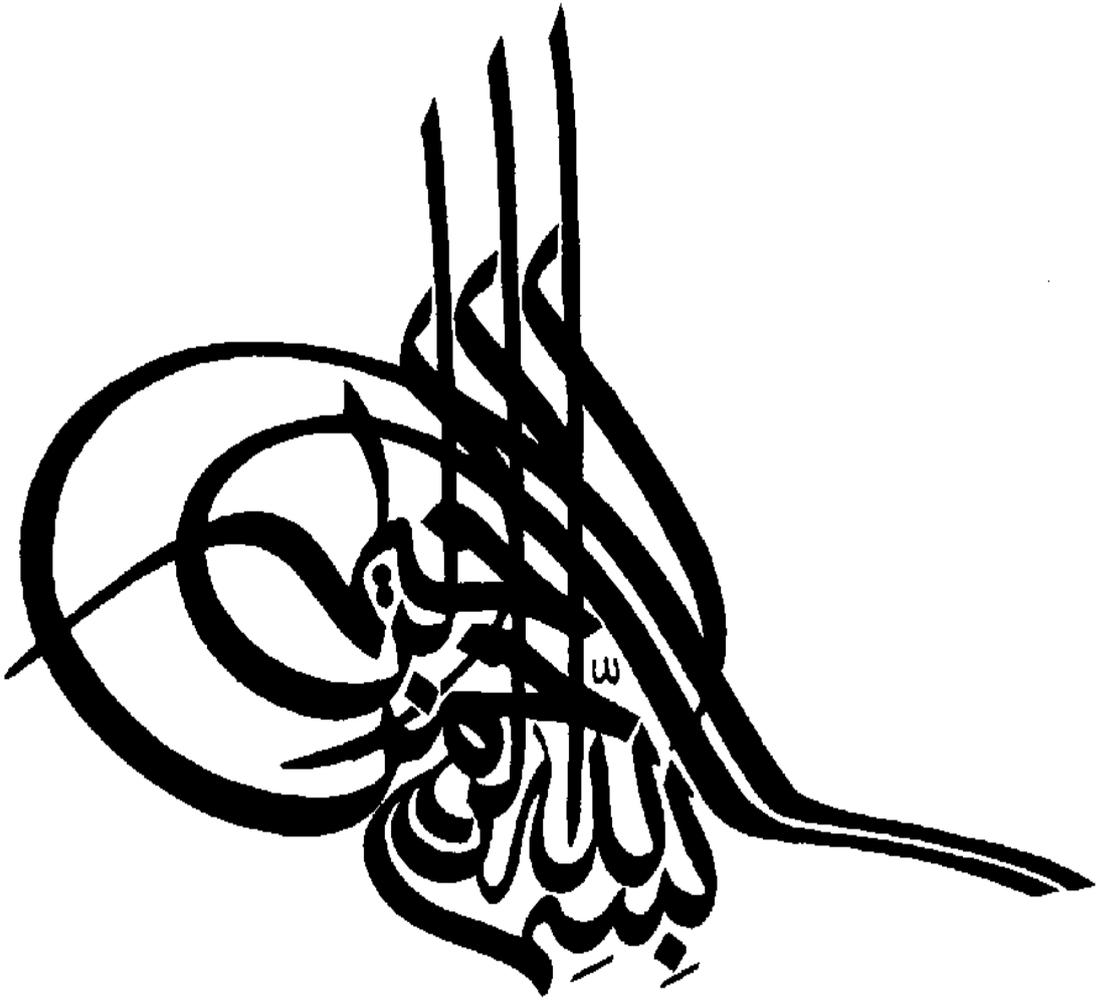
من إعداد الطالب:

بوساق أحمد

لجنة المناقشة

- ❖ أ.د فارس فضيل.....رئيسا
- ❖ أ.د لخلف عثمان.....مقررا
- ❖ د. ايت محمد مراد.....عضوا
- ❖ د. زميت محمد.....عضوا
- ❖ د. شنايت مراد.....عضوا

السنة الجامعية 2015/2016



# كلمة شكر

بسم الله والحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله محمد صلى الله عليه وسلم

أولاً الحمد لله الذي أعانني على اتمام هذا العمل.

أتقدم بالشكر الجزيل إلى الذين مهدوا لنا طريق العلم والمعرفة إلى جميع أساتذتنا الأفاضل وأخص بالذكر الأستاذ الدكتور المشرف لخلف عثمان على تكرمه بقبوله الإشراف على هذا العمل وعلى توجيهاته السديدة وتعاونه معي، فله مني أفضل الشكر وأسمى التقدير.

كما لا يفوتني أن أتقدم بأسمى عبارات التقدير والاحترام والشكر للأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة الموقرة لتخصيص جزء من وقتهم لتقييم هذا العمل.

كما أشكر كل من ساعدني على اتمام هذا البحث وقدم لي العون ومدّ لي يد المساعدة وزودني بالمعلومات اللازمة لإتمامه وأخص بالذكر كل عمال وإطارات مكتبة كلية العلوم الاقتصادية لجامعة الجزائر 3 بدالي ابراهيم .

أحمد

## الفهرس

كلمة شكر

الإهداء

I..... قائمة الجداول

I..... قائمة الأشكال

I..... قائمة المختصرات

I..... الملخص

أ ..... مقدمة عامة

## الفصل الأول : الطرح النظري للهيكل المالي والاستدانة في المؤسسة

09..... تمهيد

10..... المبحث الأول : الهيكل المالي، تكلفة رأس المال وآثر الرافعة

10..... المطلب الأول : الهيكل المالي ومحدداته

16..... المطلب الثاني : مكونات الهيكل المالي

29..... المطلب الثالث : تكلفة رأس المال وآثر الرافعة

المبحث الثاني: نظريات الاستدانة والهيكل المالي في ظل غياب الضرائب، تكاليف الافلاس

41..... والوكالة

41..... المطلب الأول : النظريات المؤيدة لوجود هيكله مالية مثلى

43..... المطلب الثاني: النظريات المناهية لوجود هيكله مالية مثلى

المبحث الثالث: نظريات الاستدانة والهيكل المالي في ظل وجود الضرائب، تكاليف الإفلاس والوكالة.....	50
المطلب الأول: أثر وجود الضرائب وتكاليف الإفلاس على الهيكل المالي.....	50
المطلب الثاني: نظرية التوازن.....	55
المطلب الثالث: النظريات متعددة الأشكال.....	59
خلاصة.....	63

### الفصل الثاني: الوظيفة المالية واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة

تمهيد:.....	65
المبحث الأول: الوظيفة المالية واتخاذ القرار في المؤسسة.....	66
المطلب الأول: ماهية الوظيفة المالية.....	66
المطلب الثاني: ماهية اتخاذ القرار.....	68
المطلب الثالث: القرار المالي في المؤسسة.....	75
المبحث الثاني: الإطار النظري لقرارات الاستثمار في المؤسسة.....	77
المطلب الأول: ماهية الاستثمار.....	77
المطلب الثاني: ماهية القرار الاستثماري.....	80
المطلب الثالث: معايير تقييم المشاريع بهدف اتخاذ قرار الاستثمار.....	89
المبحث الثالث: قرارات توزيع الأرباح في المؤسسة.....	95
المطلب الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة.....	95
المطلب الثاني: قرار توزيع الأرباح ومحدداته.....	97

المطلب الثالث: النظريات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة.....	102
المطلب الرابع: أثر الاستدانة على القرارات المالية.....	106
خلاصة.....	112

### الفصل الثالث : دراسة حالة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

تمهيد.....	114
المبحث الأول : تحليل الوضعية المالي لعينة الدراسة .....	115
المطلب الأول : تحليل مؤشرات التوازن المالي، سيولة المؤسسة ونشاطها.....	115
المطلب الثاني : تحليل الهيكل المالي والتمويل.....	121
المبحث الثاني : منهج الدراسة الميدانية .....	128
المطلب الأول : تقديم العينة وحدود الدراسة.....	128
المطلب الثاني : مراحل بناء نموذج الانحدار المتعدد.....	129
المبحث الثالث: نمذجة قياسية لأثر الاستدانة على قرارات الاستثمار.....	133
المطلب الأول: تقديم المتغيرات التابعة والمستقلة.....	133
المطلب الثاني: دراسة النموذج المتحصل عليه.....	134
المطلب الثالث: عرض وتحليل النتائج.....	141
المبحث الرابع: نمذجة قياسية لأثر الاستدانة على قرار توزيع الأرباح.....	143
المطلب الأول: تقديم المتغيرات التابعة والمستقلة.....	143
المطلب الثاني: دراسة النموذج المتحصل عليه.....	144
المطلب الثالث: عرض وتحليل النتائج.....	151

---

153.....	خلاصة
155.....	خاتمة
161.....	قائمة المراجع
IV.....	الملاحق

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
47	مثال عددي عن عملية المراجعة.	(1-1)
61	تمثيل الفوائض التنظيمية حسب نموذج Mayers 1990	(2-1)
108	اقتراحات تمويل المشروع الاستثماري	(1-2)
115	راس المال العامل للمؤسسات عينة الدراسة	(1-3)
116	احتياجات راس المال العامل للمؤسسات عينة الدراسة	(2-3)
117	الخبزينة الصافية للمؤسسات عينة الدراسة	(3-3)
119	متوسط السيولة العامة للمؤسسات عينة الدراسة	(4-3)
119	متوسط سيولة الأصول للمؤسسات عينة الدراسة	(5-3)
120	متوسط السيولة الأنية للمؤسسات عينة الدراسة	(6-3)
121	تطور معدل دوران الاصول	(7-3)
122	متوسط نسبة هيكل الأصول الثابتة لمؤسسات العينة	(8-3)
123	متوسط نسبة هيكل الأموال الخاصة لمؤسسات العينة	(9-3)
124	نسب التمويل الدائم لمؤسسات العينة	(10-3)
124	نسب التمويل الخاص لمؤسسات العينة	(11-3)
126	تطور نسب المردودية المالية لمؤسسات العينة	(12-3)

126	تطور نسب المردودية الاقتصادية لمؤسسات العينة	(13-3)
137	ملخص نتائج اختبار ستيودنت لنموذج الاستثمار الأول	(14-3)
140	ملخص نتائج اختبار ستيودنت لنموذج الاستثمار الثاني	(15-3)
147	ملخص نتائج اختبار ستيودنت لنموذج توزيع الأرباح الأول	(16-3)
150	ملخص نتائج اختبار ستيودنت لنموذج توزيع الأرباح الثاني	(17-3)

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
41	العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاستدانة وفق نظرية صافي الربح	(1-1)
42	العلاقة بين نسبة الاستدانة وتكلفة رأس المال وفق النظرية التقليدية	(2-1)
43	العلاقة بين نسبة الاستدانة وتكلفة الأموال وفق مدخل صافي ربح العمليات	(3-1)
49	العلاقة بين نسبة الاستدانة وتكلفة الأموال في ظل الاقتراح الثاني لموديفلياني وميلر	(4-1)
52	تأثير الضرائب على القيمة السوقية للمؤسسة وفق مدخل موديفلياني وميلر	(5-1)
54	العلاقة بين نسبة الاستدانة وقيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس	(6-1)
56	العلاقة بين نسبة الاستدانة وتكلفة رأس المال في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس.	(7-1)
56	نسبة الاستدانة وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس	(8-1)
59	العلاقة بين نسبة الاستدانة وقيمة المؤسسة في ظل خضوعها للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة	(9-1)
70	مراحل عملية اتخاذ القرار	(1-2)
74	معايير تصنيف القرارات	(2-2)
82	تموقع القرار الاستثماري في الهيكل التنظيمي لإدارة الاستثمار	(3-2)
84	العوامل المؤثرة في عملية اتخاذ قرار الاستثمار	(4-2)

100	علاقة قرار توزيع الأرباح بقراري الإستثمار والتمويل	(5-2)
116	تطور رأس المال العامل لمؤسسات الدراسة خلال السنوات(2011-2013)	(1-3)
117	تطور حاجيات رأس المال العامل لمؤسسات الدراسة خلال السنوات(2011-2013)	(2-3)
118	تطور الخزينة الصافية لمؤسسات العينة خلال سنوات(2011-2013)	(3-3)
120	تطور مختلف أنواع السيولة للمؤسسات خلال السنوات(2011-2013)	(4-3)
121	تطور معدل دوران الأصول للمؤسسات عينة الدراسة	(5-3)
122	تطور نسب هيكلية الأصول الثابتة	(6-3)
123	تطور نسب هيكلية الأموال الخاصة	(7-3)
125	تطور نسب التمويل للمؤسسات عينة الدراسة في الفترة(2011-2013)	(8-3)
126	تطور نسب المردودية للمؤسسات عينة الدراسة في الفترة(2011-2013)	(9-3)

# المقدمة

تعد المؤسسة الاقتصادية المحرك الأساسي لاقتصاد أي بلد كان، ذلك أن نموه مرهون بمدى سلامتها وقوتها، وهذا في ظل وجود المؤسسة ضمن متغيرات ومعطيات غير مستقرة، وضمن بيئة تسودها ظروف المنافسة الاقتصادية مما يهدد استمراريتها، الأمر الذي يحتم عليها البحث عن الفعالية وتحسين أدائها لضمان بقائها، لذا فإن نجاح أي مؤسسة مرتبط بمدى تحقيق أهدافها والمتمثل أساساً في تعظيم ربحيتها من خلال جودة القرارات المتخذة مستقبلاً.

وتتعدد الوظائف داخل المؤسسة الاقتصادية، ولعل أهمها الوظيفة المالية وهذا لارتباطها الوثيق بتحقيق أهداف المؤسسة من ناحية، ولارتباطها بالموارد المالي والذي يعتبر ذا أهمية بالغة في مواجهة التزاماتها ومن ثم المحافظة على بقائها من الناحية الأخرى، وشهدت الوظيفة المالية تطوراً ملحوظاً عبر الزمن فبعد أن كانت تهتم فقط بتدبير الموارد المالية لتسيير نشاط المؤسسة تطورت وأصبحت تضطلع باتخاذ القرارات.

وتعتبر القرارات المالية (قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح) من المواضيع التي احتلت حيزاً مهماً ضمن اهتمامات منظري الفكر المالي نظراً لبعدها الاستراتيجي من جهة، فنتائجها تستغرق وقتاً طويلاً وتظهر في المدى البعيد، مما يصعب تصحيحها أو الرجوع فيها، كما أن عملية صنع واتخاذ القرارات المالية تبدو في غاية الصعوبة وهذا لارتباطها بعدة عوامل خارجية يصعب التحكم فيها كالتغير في حالة الاقتصاد، القوانين، الضرائب، سعر الفائدة والصرف وغيرها، وعوامل داخلية متعلقة بالمؤسسة من جهة أخرى.

وتعد القرارات المتعلقة باختيار تشكيلة مصادر تمويل المؤسسة بين أموال الملكية وأموال الاستدانة أو ما يسمى بتركيبية الهيكل المالي من التحديات التي تواجه متخذ القرار داخل المؤسسة، وهذا لاختلاف البدائل التمويلية من حيث التكلفة والخطر من جهة ومن حيث إمكانية الحصول عليها من جهة أخرى، لذا وجب على المدير المالي ضرورة التدقيق في تحديد المزيج التمويلي للمؤسسة وفقاً للمعايير الكمية والنوعية وبما يحقق أهداف المؤسسة.

وما يزال الهيكل المالي من المواضيع الأساسية والمعقدة والتي أسالت الكثير من الحبر في الفكر المالي، فمنذ العمل الذي قام بها كل من موديقلياني وميلر سنة 1958، وما تبعه من أعمال كثيرة في هذا الموضوع والتي تضمنت في مجملها مدى وجود هيكلية مالية مثلى للمؤسسة عند مستوى استدانة معين والذي من شأنه تعظيم قيمة المؤسسة، إلا أنه لا يوجد توافق حتى الآن بين المنظرين الماليين، كما أن معظم الأعمال في هذا المجال توصلت إلى تباعد كبير بين النظرية والتطبيق.

كما لا يقل قرار الاستثمار عن القرارات التمويلية كونها تتجه لتحديد الهيكل الأمثل لحجم الاستثمار داخل المؤسسة كما وكيفا، وتلجأ إليها المؤسسة أملاً في زيادة مردودية الاستثمارات من أجل

تعظيم ثروة الملاك وتعظيم قيمتها السوقية، لذا يعد قرارا استراتيجيا ومهما يتطلب اتخاذه دراسة جيدة ومعقدة، لأن هذا القرار نتائجه غير أكيدة ومرتبطة بالمستقبل، الأمر الذي يجعله أخطر وأهم القرارات المالية.

وتعد سياسة تصرف المؤسسة بشأن الأرباح المحققة من المسائل المعقدة، وهذا لتأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من جهة، ولارتباطه بالقرارين السابقين من جهة أخرى، إذ يمكن أن تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا تمويليا مهما يجنب المؤسسة التعرض للعسر المالي الناتج عن الاستدانة كما تعد الأرباح المحتجزة من المصادر التمويلية المنخفضة التكلفة مقارنة بالمصادر الأخرى.

ويعتبر التمويل بالاستدانة من البدائل التمويلية لكثير من المؤسسات خاصة الكبيرة منها نظير توفرها على عنصر الضمانات ولضعف مواردها الداخلية من جهة أو في ظل انعدام البدائل التمويلية لتغطية احتياجاتها التمويلية المتزايدة والتي منها وجود سوق مالي فعال.

## 1- أسباب اختيار الموضوع

هناك عدة عوامل ساهمت بشكل أو بآخر في اختيار موضوع البحث منها الآتي:

- التخصص والذي يعتبر من أهم العوامل الذاتية التي أدت إلى اختيار الموضوع.
- ميول شخصي لدراسة مثل هذه المواضيع.
- يعتبر الموضوع كمدخل لأحد لأهم مواضيع الإدارة المالية والتي لا تزال تحدث جدلا واسعا بين مختلف الباحثين في مجال مالية المؤسسة ألا وهو تفاعل القرارات المالية.
- التعرف على كيفية استخدام بعض الأساليب الإحصائية في دراسة العلاقة بين المتغيرات.

## 2- أهداف البحث

يمكن تلخيص أهداف البحث في العناصر الآتية:

- معرفة أهم مصادر تمويل المؤسسة وتكلفتها وتحديد تكلفة رأس المال؛
- التعرف على أهم نظريات الهيكل المالي والاستدانة في المؤسسة؛
- تحديد مختلف معايير المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية بهدف اتخاذ قرار الاستثمار بالإضافة إلى محددات هذا القرار؛
- تحديد أهم ما توصلت إليه النظريات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة؛

- محاولة إبراز مدى تأثير نسبة الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية على نسبة الاستثمار والنسبة الموزعة من الأرباح.

### 3-الدراسات السابقة

توجد عدة دراسات سابقة أجريت سواء تلك التي تناولت موضوع الهيكل المالي للمؤسسة، أو المتعلقة بدراسة القرارات المالية، ومن بينها:

- دراسة دادن عبد الوهاب تحت عنوان "دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية-نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية-" أطروحة دكتوراه في علوم التسيير جامعة الجزائر 03- 2008، وتدور إشكالية الدراسة حول إمكانية اعتماد طريقة علمية لتحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تسمح بترشيد القرارات المالية ذات التأثير على النمو الداخلي لهذه المؤسسات ؟ وهدفت الدراسة إلى:

- محاولة بناء مقاربة جديدة لتحليل وتفسير المنطق المالي لنمو نسيج من المؤسسات الاقتصادية انطلاقا من الوحدات المكونة له، وهو نسيج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛

- محاولة اختبار مدى تطابق وتلاؤم قواعد وقوانين النظرية المالية مع الواقع العملي ؛

-محاولة بناء نموذج لترشيد القرارات المالية في المؤسسات الجزائرية.

- محاولة إيجاد تفسيرات اقتصادية ومالية للعلاقات الخفية (الضمنية) بين بعض المتغيرات، نسب مالية مفسرة ل: (سياسة الاستثمار، سياسة التمويل وسياسة توزيع الأرباح) باستخدام أسلوب التحليل الإحصائي متعدد الأبعاد.

- دراسة ( Kamal & Others, 2010 ) بعنوان:

### “Impact of financial leverage on dividend policy”

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير الرافعة المالية ممثلة في نسبة الاستدانة الكلية على سياسات توزيعات الأرباح لعينة مكون من ( 403 ) شركة مدرجة في سوق كراتشي المالي خلال الفترة من 2002 / 2008، حيث تمثل الرافعة المالية (نسبة المديونية الإجمالية)، وأظهرت نتائج الدراسة أن الرافعة المالية لها أثر سالب في سياسات توزيعات الأرباح أي كلما اعتمدت المؤسسة على الاستدانة أكثر في هيكلها المالي كلما قل حجم الأرباح الموزعة.

- دراسة أحمد خليل وهو عبارة عن بحث نشر كمقال بعنوان:

" أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياستها في توزيعات الأرباح" ، بقسم المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط: (2011)

وهي دراسة تجريبية لعينة من شركات المساهمة العامة الأردنية أجريت على عينة من المؤسسات المسجلة في سوق عمان المالي، وذلك سنوات 2007.2008.2009، واستخدم الباحث المنهج الوصفي في عرض البيانات، وكانت إشكالية الدراسة تدور حول:

- هل توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي في الشركات المساهمة العامة الأردنية ممثلاً بمتوسط نسبة المديونية وكل من سياستها في توزيع الأرباح ممثلة بمتوسط حصة السهم العادي من التوزيعات (DPS)؟ وكذا ربحية تلك الشركات ممثلة بمتوسط حصة السهم العادي من الأرباح (EPS)؟

وتمثلت أهم نتائج الدراسة في :

- الحرص على توزيع أرباح على المساهمين بنسب معقولة لتشجيعهم على الاحتفاظ بأسهمهم مما يسهم في استقرار المؤسسة واستمراريتها.
- تشجيع أساليب تمويل نشاط المؤسسة من خلال زيادة رأس المال بدلاً من الاعتماد على القروض ذات الفوائد المرتفعة والمصحوبة بمخاطر مرتفعة.
- دراسة الباحث غربي حمزة تحت عنوان "محددات السياسة المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة" أطروحة دكتوراه في المالية- المدرسة العليا للتجارة 2014، وتدور إشكالية الدراسة حول محددات السياسة المالية (سياسة الاستثمار، سياسة توزيع الأرباح، سياسة التمويل) في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عامة والمؤسسات الجزائرية خاصة ، وخلصت الدراسة إلى وجود اختلاف بين محددات السياسة المالية في المؤسسات الجزائرية عنها في بعض الدول الأجنبية من خلال بعض الدراسات التجريبية لاختلاف البيئتين، ومن أهم نتائج الدراسة كانت وجود تأثير نسبة الاستدانة في المؤسسات عينة الدراسة على كل من سياستها في توزيع الأرباح وعلى نسبة الاستثمار.
- دراسة توفيق عبد الجليل وهي عبارة عن بحث نشر كمقال بعنوان:

" أثر هيكل رأس المال على الأداء في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية" ، في المجلة الأردنية المحكمة في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 3، 2014).

وهي عبارة عن دراسة تجريبية لعينة من المؤسسات الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة من 2008 إلى 2012، وهدفت الدراسة إلى تحليل أثر هيكل رأس المال على الأداء لعينة المؤسسات واستخدم الباحث تحليل الانحدار المتعدد لبيان أثر نسبة المديونية، ونسبة الديون إلى حقوق الملكية، ونسبة التغير السنوي في الأصول، ومعدل دوران الأصول، على كل من العائد على

الاستثمار، والعائد على حقوق الملكية، كما استخدمت معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة لتدعيم نتائج الانحدار، وأظهر تحليل معامل الانحدار المتعدد لبيانات الدراسة:

- وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10% لنسبة المديونية على العائد على الاستثمار.

- وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% لنسبة الديون إلى حقوق الملكية على حقوق الملكية، وتشير هذه النتيجة إلى أن مردود التمويل الخارجي أقل تكلفة في الشركات عينة الدراسة خلال فترة الدراسة خلافا للتوقعات.

- وجود أثر طردي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% لمعدل دوران الأصول، ونسبة النمو على العائد على الاستثمار، وأثر طردي لمعدل دوران الأصول ونسبة النمو على العائد على حقوق الملكية.

- دراسة هند ضياء عبد الرسول وهي عبارة عن بحث نشر ك مقال بعنوان "هيكل رأس المال وأثره على قرارات التمويل"، دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 16، العدد 2: 2014).

وتكمن مشكلة البحث في معرفة هل هنالك علاقة بين محددات هيكل رأس المال ونسب المديونية؟ واستعملت الباحثة مجموعة من الأساليب والوسائل الإحصائية في تحليل البيانات وتبويبها وجدولتها بمساعدة البرمجيات الجاهزة لنظام **SPSS 22** منها أسلوب الانحدار الخطي المتعدد و اختبار **D-W** (W) اختبار (VIF) واختبار (f).

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الباحثة ما يلي :

- أن تتجه المؤسسة إلى تمييز ارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة وبدرجة عالية على الأرباح المحتجزة نظرا للخطورة العالية التي تترتب على الاقتراض.

- على المؤسسات محاولة استغلال الوفر الضريبي بأكبر قدر ممكن لزيادة قيمة المؤسسة، وذلك بزيادة الدين الذي يعرف سعر سهم المؤسسة إلى أقصى حد ممكن.

## 5- إشكالية البحث

انطلاقاً مما سبق نتبلور معالم إشكالية البحث في الآتي:

- ما أثر الاستدانة على القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ؟

يمكن أن تتفرع هذه الإشكالية إلى عدة أسئلة فرعية تساعد في الإجابة عليها:

- ما القواعد الواجب على المؤسسة الاقتصادية مراعاتها عند لجوءها للاستدانة في تمويل استثماراتها ؟
- ما أثر الاستدانة على نسبة الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ؟
- ما أثر الاستدانة على نسبة الأرباح الموزعة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية؟

## 6- فرضيات البحث

تطلب تحليل الإشكالية بتفرعها إلى أسئلة فرعية الإجابة عليها بمجموعة من الفرضيات، التي تعتبر كإجابة مبدئية على مختلف الأسئلة المطروحة:

- يجب على المؤسسة عند لجوءها للاستدانة ضرورة التوفيق بين الاستحقاق والسيولة والذي يتوفر بعنصر الضمانات؛
- كلما زادت نسبة الاستدانة ضمن الهيكل المالي للمؤسسة كلما ارتفعت نسبة الاستثمارات،
- كلما زادت نسبة الاستدانة في الهيكل المالي ارتفعت نسبة الأرباح الموزعة.

## 7- المناهج المتبعة

يستلزم انجاز هذا البحث إتباع المنهج الوصفي لعرض المفاهيم المتعلقة بكل من قراري الاستثمار وسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة ، وكذا عرض أهم النظريات التي تتحدث عن الهيكلة المالية، وعلى سياسة توزيع الأرباح، والمنهج التحليلي وذلك من خلال إسقاط ما هو نظري على الواقع الجزائري للمعطيات للوصول إلى هدف البحث ومعرفة مدى تأثير نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة على النسبة الموزعة من الأرباح وعلى نسبة الاستثمار.

## 8- هيكل البحث

وعلى هذا الأساس اقتضت الدراسة إلى تقسيم البحث إلى ثلاث فصول، يتم التطرق في الفصل الأول فيه إلى مختلف النظريات المتعلقة بالهيكل المالي والاستدانة في المؤسسة سواء تلك

المتعلقة بوجود تأثير للهيكال المالي على قيمة المؤسسة أو المنافية لذلك، إضافة إلى مختلف المعايير الأسس المتعلقة بتكلفة رأس المال وأثر الرفع.

بينما يعرض الفصل الثاني مدخل إلى اتخاذ القرار والإدارة المالية، بالإضافة إلى تناول كل من قرار الاستثمار، محدداته، صعوبته، وسائل وطرق تقييم المشاريع الاستثمارية بهدف اتخاذ قرار الاستثمار، بعد ذلك يتم التطرق إلى قرار توزيع الأرباح من خلال التعرف على سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة ومختلف النظريات المتعلقة بها، محددات سياسة توزيع الأرباح وفق النظرية المالية ووفق لبعض الدراسات التجريبية السابقة.

فيما تمثل الفصل الثالث في شكل دراسة نمذجة قياسية بمساعدة برنامج "Eviews 8" وباستخدام طريقة المربعات الصغرى باستخدام بعض المتغيرات الكمية التي تؤثر في سياسة الاستثمار بالمؤسسة من ضمنها نسبة الاستدانة الإجمالية، وكذلك بعض محددات سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة بما فيها نسبة الاستدانة الإجمالية وهذا لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين 2011-2013، بهدف إبراز أثر الاستدانة في كل من قرار الاستثمار و قرار توزيع الأرباح في المؤسسة.

## الفصل الأول

الطرح النظري للميكل المالي  
والاستدانة في المؤسسة

## تمهيد

يعد اختيار تشكيلة الهيكل المالي للمؤسسة من بين عدة بدائل تمويلية من التحديات التي يواجهها المدير المالي أو متخذ القرار داخل لمؤسسة، ذلك أن بناء الهيكل التمويلي للمؤسسة يتطلب مجموعة من المعايير المالية الكمية منها والكيفية، والمتعلقة أساسا بكل من تكلفة رأس المال، المردودية وأثر الرافعة ، لما لها من تأثير على مختلف القرارات المالية الأخرى كقرار الإستثمار وتوزيع الأرباح، مما يلزم المدير المالي ضرورة اختيار التوليفة المثلى لمصادر تمويل المؤسسة بدقة لتحقيق أهدافها والمتمثلة أساسا في تعظيم قيمتها .

ولا يزال موضوع الهيكل المالي للمؤسسة وتأثيره على قيمتها وكذا تكلفة رأس المال يثير جدلا واسعا لدى كثير من المنظرين والمهتمين بالإدارة المالية، وتعتبر أعمال Modigliani et Miler سنة 1958 كبداية لهذا الجدل، لتشهد بعد ذلك نظرية الهيكل المالي عدة مراحل تنظيرية، ولقد ظهرت في هذا السياق عدة نظريات حول مدى تأثير الهيكل المالية للمؤسسة على قيمتها السوقية، أي مدى وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة من عدمه.

وسيتم في هذا الفصل عرض مختلف المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي، محدداته ومكوناته، إضافة الى مفهوم تكلفة رأس المال وأثر الرافعة، ليتم التطرق بعدها الى أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي والاستدانة في المؤسسة، من خلال عرض لأهم هذه النظريات الداعمة لوجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة في ظل غياب الضرائب، تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس وفي وجودها بعدها يتم التطرق لأهم النظريات الحديثة المفسرة للاستدانة والهيكل المالي للمؤسسة.

## المبحث الأول: الهيكل المالي، تكلفة رأس المال وآلية الرفع

تعتبر عملية تصميم الهيكل المالي من صميم التخطيط المالي للمؤسسة، والذي يقع على عاتق المدير المالي، ذلك أن اختيار التوليفة المثلى لمصادر تمويل المؤسسة، يتم وفق حاجة وقدرة المؤسسة وكذا خططها المستقبلية، مع مراعات عنصرى التكلفة والخطر، وتعد آليتا الرافعة وتكلفة رأس المال من العوامل المتحكمة في تحديد تركيبة رأس المال لذا وجب تقديرها بشكل دقيق لما لها من تأثير على قيمة المؤسسة وعلى القرارات الاستراتيجية المستقبلية المتعلقة بها.

### المطلب الأول: الهيكل المالي للمؤسسة، مكوناته ومحدداته

مما لا شك فيه أن اختيار تشكيلة الأموال أحد دعائم نجاح المشروع ولهذا يجب على المدير المالي اختيار مصادر التمويل المناسبة التي تحقق أكبر عائد وبأدنى تكلفة مما يحتم عليه التعرف على مختلف هذه المصادر والمفاضلة بينها لتحقيق أهداف المؤسسة وهو تعظيم قيمتها.

#### أولاً: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة

لقد عرف الهيكل المالي العديد من الكتاب والماليين وهناك عدة مفاهيم ترتبط بالهيكل المالي منها ما يعرف بالهيكل المالي المناسب وهو ما يتم توضيحه تبعا.

#### 1- مفهوم الهيكل المالي للمؤسسة

يقصد بالهيكل المالي توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتمويل استثماراتها<sup>1</sup>، وهي مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم من الميزانية سواء كانت طويلة أو قصيرة الأجل، كما يمكن أن تكون أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية<sup>2</sup>.

كما عرفه جيتمان (Gitman) بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها، وبالتالي فهو يتضمن كافة العناصر التي تتكون منها جانب المطلوبات سواء كانت عناصر طويلة أو قصيرة الأجل<sup>3</sup>.

بينما عرفه "العامري" بأنه العلاقة بين الدين والملكية والذي يشار إليها بنسبة الرافعة المالية.

<sup>1</sup>- Niradjini.A et Priya. K B , "Impact of Capital Structure on Financial Performance of The Listed Trading Companies in Siri Lanka", International Journal of Scientific and Research Publications, volume3,issue 5,may,2013,p:3.

<sup>2</sup>- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 201.

<sup>3</sup>- صبيحة قاسم هاشم، "نظريات هيكل التمويل الحديثة (تطبيق عملي لنظرية الانتقال ودورة حياة الشركة)"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، المجلد 21، العدد 73، 2015، ص: 66.

مما تقدم يتضح أن الهيكل المالي يشمل كافة مصادر التمويل بانواعها المختلفة (أموال ملكية وأموال اقتراض)، وبآجالها المختلفة (قصيرة وطويلة الآجل)، والتي يمكن للمؤسسة المفاضلة بينها آخذة بعين الاعتبار المزايا التي يوفرها كل مصدر تمويلي وهذا حسب حاجة المؤسسة وامكاناتها.

## 2- مفهوم الهيكل المالي المناسب

مما لا شك فيه أن لكل نمط من التمويل درجة مخاطرة و تكلفة تمويل معينين، وعليه يتوجب على المؤسسة حسن اختيار هيكلها المالي في ضوء العائد المطلوب والخطر الممكن قبوله، الذي يندرج ضمن السياسة المالية للمؤسسة، اين يمكن الوصول الى الهيكل المالي المناسب لها.

## 2-1 تعريف الهيكل المالي المناسب

الهيكل المالي المناسب هو الذي يوازن بين العائد والمخاطرة، كما أنه يؤدي الى الإستخدام الأمثل للموارد المتاحة.

## 2-2 خصائص الهيكل المالي المناسب

ويتميز الهيكل المالي المناسب للمؤسسة بالخصائص الآتية<sup>1</sup>:

- الربحية: بمعنى أن يكون هيكل التمويل من العوامل المساعدة على تحقيق المزيد من الأرباح، من خلال التوسع في استخدام الديون وياقل تكلفة، للحد من آثار المخاطر المالية ؛
- السيولة: وذلك بعدم الإفراط في الإعتماد على الديون، لتجنب تعرض المؤسسة للعسر المالي ؛
- المرونة: وهي أن تكون مصادر التمويل ضمن الهيكل المالي قابلة للتعديل وفقا للتغيرات الممكنة، مع مراعاة الحصول على الإحتياجات المالية بأقل تكلفة؛
- الرقابة: بمعنى أن يضم هيكل التمويل أفضل الشروط المالية التي تحد من المخاطر المالية، ومن خطر فقدان السيطرة على ادارة المؤسسة، من خلال الرقابة التي يفرضها المقرضون على ادارة المؤسسة؛
- التحفظ: ويعني المحافظة على المؤسسة من الإنهيار والإرتباك المالي، وأن لاينبغي على الإدارة المالية للمؤسسة تدعيم القدرة على الإقتراض فحسب، بل يجب العمل على توليد تدفقات نقدية والتي من خلالها يتم الوفاء بالتزامات الإقتراض.
- وتعد عملية تدبير الموارد المالية للمؤسسة بالقدر الكافي وفي الوقت المناسب عملية بالغة الأهمية والصعوبة، ذلك أن لكل مصدر تمويلي تكلفة كما يحمل المؤسسة درجة من المخاطرة، ومن هنا يكتسي أهمية قرار التمويل أهميته البالغة ولما له من تأثير على باقي القرارات المالية ، اذ على المدير المالي

<sup>1</sup> - مليكة زغيب والياس بوجعادة ، "دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية" ، ملتقى دولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 14 و15 أبريل 2009، ص:4. .

ضرورة اختيار تشكيلة مصادر الأموال بدقة متناهية بهدف تخفيض التكلفة وبما يتناسب وطبيعة وشكل المؤسسة لتحقيق أهدافها .

### 3- مفهوم قرار التمويل

يعتبر قرار اختيار تشكيلة تمويل المؤسسة بالغ الأهمية لما له من تأثيرات على باقي القرارات المالية في المؤسسة وعلى قيمتها السوقية.

### 3-1- تعريف قرار التمويل

- هو القرار الذي يبحث في الكيفية التي تحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية لتمويل الإستثمارات، هل يجب عليها اصدار أسهم جديدة أو اللجوء الى الإستدانة وغيرها<sup>1</sup>.

- ذلك القرار الذي يتعلق باختيارات التمويل المستعملة من قبل المؤسسة للحيازة على أصول طويلة المدى، لتحقيق توازن بين التمويل قصير الأجل والتمويل طويل الأجل، وكذا بين التمويل عن طريق الاستدانة والتمويل عن طريق الأموال الخاصة، ولهذه القرارات انعكاسات وأثار على أداء المؤسسة وعلى درجة الخطر المالي الذي تتعرض إليه، وبالتبعية على تكلفة رأس المال والعلوّة التي تطالب بها الأطراف الممولة للمؤسسة<sup>2</sup>.

- كما يمكن تعريف قرار التمويل على أنه القرار الذي يهتم بتحديد المزيج الأمثل لمصادر التمويل المختلفة، سواء كانت مملوكة أو مقترضة<sup>3</sup>.

مما سبق يمكن القول بأن القرار التمويلي هو ذلك القرار الذي يبحث عن مختلف المصادر للحصول على الأموال وتقييم واختيار تلك المصادر بهدف الوصول الى المزيج الأمثل بما يتناسب ونوعية الاحتياجات المالية للمؤسسة وبما يعظم قيمتها.

### ثانياً: أهمية القرار التمويلي

يكتسي قرار التمويل أهمية بالغة، إذ يغطي ثلاثة أنواع رئيسية من القرارات<sup>4</sup>:

- اختيار الهيكل المالي، أي التوزيع بين الأموال المقدمة من طرف المساهمين والديون ؛
- سياسة توزيع الأرباح، أي الاختيار بين إعادة استثمار النتيجة (احتجاز الأرباح)، وبين توزيع الأرباح على المساهمين؛

<sup>1</sup> - مليكة زغيب وإلياس بوجعادة ، مرجع سابق، 2009، ص:2.

<sup>2</sup> - عبد الوهاب دادن ، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية -، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2008، ص:46

<sup>3</sup> - عدنان تابه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، البازوري، عمان، الأردن، 2009، ص: 341 .

<sup>4</sup> - Gérard Charreaux, **Finance d'entreprise**, ems, France, 2<sup>e</sup>édition, 2000, p:26.

- الاختيار بين التمويل الداخلي (التمويل الذاتي)، والتمويل الخارجي (الأموال المقدمة من طرف المساهمين أو الاستدانة المالية).

- ويجب على المسير المالي قبل اتخاذ القرار التمويلي وبعده أن يتأكد من أن الأموال المطلوبة ممكنة<sup>1</sup>؛
- توفيرها في الوقت المناسب وبأقل كلفة ممكنة ؛
- استثمارها في المجالات الأكثر فائدة.

### ثانياً: محددات الهيكل المالي للمؤسسة

يجب على المؤسسة عند اختيارها لمصادر التمويل الأخذ بعين الاعتبار جملة من الإعتبارات والمؤشرات تعتبر أساسية عند اتخاذ القرار التمويلي يمكن ابراز أهمها في الآتي:

#### 1- الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الإستخدام

القاعدة العامة في التمويل هي تمويل الموجودات الثابتة بمصادر طويلة الأجل كأموال الملكية أو القروض طويلة ، أما المصادر قصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الإستخدامات القصيرة الأجل، وتعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الإستخدامات عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة من اقتناء هذه الأموال<sup>2</sup>.

#### 2- حجم المؤسسة

للحجم أثر في اختيار مصادر التمويل، ومن البديهي أنه كلما زاد حجم المؤسسة كلما ادى بها الى التنوع في استعمال مصادر التمويل، وكلما قل حجمها كلما قلت مصادر التمويل المعتمدة، وكمثال على ذلك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي لا يمكنها طرح أسهم أو سندات للإكتتاب العام لقلّة حجمها، على عكس المؤسسات الكبيرة التي تنمو بسرعة أكبر وبالتالي فهي بحاجة الى كل مصادر التمويل من فتح رأس المال والإقتراض والتمويل الذاتي وغيرها<sup>3</sup>.

#### 3- طبيعة المؤسسة

تختلف الطبيعة القانونية للمؤسسات، وفي كل شكل قانوني هناك مصدر تمويلي يتوافق وينسجم مع هذا الشكل، فمثلا يمكن للشركة العمومية اصدار أوراق للإكتتاب العام للجمهور بمختلف أنواعها، ويمكن لشركة المساهمة أن تفتح رأسمالها للمساهمة دون تحديد عدد معين للمساهمين<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان، الاردن، الطبعة الثانية، 2008، ص: 48 .

<sup>2</sup> - محمد مفلق عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006 ، ص: 155.

<sup>3</sup> - نورالدين تمجدين، "أهمية مقارنة التدفقات كأساس لصناعة القرارات التمويلية والاستثمارية" ، الملتقى الدولي صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 14-15 أبريل 2009، ص : 14 .

<sup>4</sup> - المرجع نفسه، ص: 14 .

#### 4- تكلفة الاقتراض

حيث تعتبر أهم محدد لإختيار نوع مصدر التمويل في المؤسسة، وترتبط بعدة عوامل كحالة السوق ومدة القرض، ويرى "شاندر" (Chandler) بأنه كلما زادت تكلفة الاقتراض عن معدل العائد على الإستثمار كلما أدى ذلك الى تقليص القروض في تمويل المؤسسة، وهو الأمر الذي أكدته دراسة "تاجرت" (Taggart) والتي أعتبرت أن تكلفة الاقتراض تعد كمحدد أساسي في المزيج التمويلي للمؤسسة<sup>1</sup>.

وقد تلجا الدولة في بعض الأحيان الى منح بعض الإعفاءات الضريبية لتشجيع الإستثمار، مما يقلل من استعمال القروض والمصادر الخارجية الأخرى في التمويل، كما تعتبر سياسة المؤسسة فيما يتعلق بحجز الأرباح بغرض اعادة استثمارها وتكوين المخصصات الى عدم الإعتماد على المصادر الخارجية في التمويل، كما يعتبر هدف المؤسسة في تحقيق الإستقلالية المالية كمانع للجوء الى الاقتراض، و يجب على المؤسسة عند لجوءها للإقتراض مراعاة مايلي:

- معدل الفائدة الذي يزيد أو يقل عن معدل مردودية الإستثمارات المحققة؛
- العلاقة الطردية بين فترة الإستحقاق والمخاطر المترتبة عن الاقتراض.

وفي كل الظروف، فإن للإستدانة حد أقصى يجب على المؤسسة أن لا تتعداه لكي تحافظ على توازنها المالي.

#### 5- المرونة

وتعني قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال، كما تعني تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها، خاصة إذا ما تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال، ويتيح توفر المرونة للمؤسسة إمكانية الخيار من بين بدائل عديدة عندما تحتاج المؤسسة إلى التوسيع أو الانكماش في مجموع الأموال التي تستخدمها وإمكانية استخدام المتاح من الأموال عند الحاجة لها، وتفقد المؤسسة الكثير من مرونتها في الحالات الموالية:

- إذا زادت التزاماتها، ذلك أن الزيادة تحد من القدرة على الاقتراض بشروط معقولة بالرغم من توافر الأموال في الأسواق، وقد لا تستطيع الاقتراض مطلقاً الأمر الذي قد يطررها للجوء إلى زيادة رأس المال؛
- تقديم ضماناتها للقروض الأولى التي حصلت عليها يجعل من أية قروض جديدة تتطلب ضمانات أخرى، وعدم توفرها يحد من قدرة المؤسسة على الاقتراض<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - مليكة زغيب و إلياس بوجعادة ، مرجع سابق، 2009، ص:6.

<sup>2</sup> - محمد مفلح عقل، مرجع سابق، 2006 ، ص:156.

## 6- التوقيت

يقصد بالتوقيت هو تحديد المؤسسة للوقت الذي ستدخل فيه إلى السوق مقترضة لأجل الحصول على الأموال بأدنى كلفة ممكنة وبأفضل الشروط، وهو ذو صلة مباشرة بالعامل السابق، بحيث يجب استخدام المصدر الملائم في الوقت المناسب، من خلال متابعة مختلف التغيرات ومواكبتها في الوقت الضروري<sup>1</sup>.

## 7- الخطر والدخل

من المعروف أن الدائنون يتقدمون على أصحاب المؤسسات في الحصول على الدخل وفي ناتج تصفية المشروع، لهذا فالمساهمون العاديون هم أول من يشعر بالخطر ذلك أن أي انخفاض في المبيعات قد يؤدي إلى عدم حصولهم على الدخل، ومن ناحية أخرى فإن الالتزامات الثابتة (أقساط القروض وفوائدها)، قد تؤدي إلى حرمانهم من الحصول على دخل، ويمكن النظر للخطر في مجال العوامل المحددة من منظورين هما خطر التشغيل وخطر التمويل ويرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها، ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على الاقتراض لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها، أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة ويؤدي هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين وقد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها وفي هذه الحالة تتهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم لأنه آخر من يستوفى حقوقهم عند تصفية المؤسسة<sup>2</sup>.

## 8- الإدارة والسيطرة

إن من بين العوامل الأخرى التي يجب أخذها بعين الاعتبار في اختيار مصادر التمويل هي ميل الإدارة واتجاهها بشأن السيطرة على المؤسسة، فكما هو معروف فإن المقرضين ليس لهم دور في إدارة المؤسسة ولكن يمكنهم وضع بعض الشروط في اتفاقية القرض تحد من أنشطة الإدارة وعليه فإن كان الميل لدى الإدارة لإبقاء الرقابة وعدم توزيع نطاقها فإنها تكون أكثر ميلا لاستخدام نسب عالية من التمويل المقترض والأسهم الممتازة عند وجود حاجة إلى أموال إضافية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، الطبعة الأولى، 2007، ص: 202.

<sup>2</sup> محمد مفلح عقل، مرجع سابق، 2006، ص: 156.

<sup>3</sup> عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، مرجع سابق، 2007، ص: 204.

## 9- نمط التدفق النقدي

المقصود بنمط التدفق هو الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق العائد من عملياته، فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق العوائد لها آثار سلبية على السيولة، ويمكن تفادي هذا الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها مع مواعيد توفر السيولة في المؤسسة، ومن ثم فإن أفضل مصادر التمويل من منظور السيولة هو رأس المال ثم الاقتراض<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي

إن اللجوء إلى الديون يساهم دون شك في خلق تبعية مالية اتجاه الدائنين، في حين زيادة رأس المال عن طريق إدخال مساهمين جدد يؤدي إلى فقدان الرقابة لصالح هؤلاء وفي المقابل تظهر القدرة على التمويل الذاتي كمصدر يسمح بالحفاظ على الاستقلالية المالية، ويمكن تصنيف مصادر التمويل حسب منشأ الأموال إلى مصادر داخلية و مصادر خارجية كالآتي:

- مصادر تمويل داخلي؛
- مصادر تمويل خارجي مباشر؛
- مصادر تمويل خارجي غير مباشر.

### أولاً: مصادر التمويل الداخلي

يمثل التمويل الداخلي الموارد المالية التي تحصل عليها المؤسسة من عملياتها الجارية من دون اللجوء إلى مصادر خارجية وتتمثل أساساً في التمويل الذاتي .

### 1- التمويل الذاتي

يقصد بالتمويل الذاتي مقدرة المؤسسة على تمويل نفسها من مصادرها الداخلية دون اللجوء إلى المصادر الخارجية، ويعتبر أهم مصدر من مصادر التمويل الداخلي لما له من خصائص ومميزات.

#### 1-1- تعريف التمويل الذاتي

يعرف التمويل الذاتي بأنه تدفقات الأموال المتأتية من عمليات المؤسسة وإعادة توظيفها<sup>2</sup>، ويعتبر المصدر الوحيد المتولد من العمليات الإنتاجية للمؤسسة، فهو يساهم في نمو وتطور المؤسسة لأنه من

<sup>1</sup> - محمد مفلح عقل ، مرجع سابق ، 2006 ، ص:159.

<sup>2</sup> - Gérard Charreaux, Op cit, 2000, p:26.

جهة يضمن تجديد وسائل الإنتاج كما يضمن تمويل توسع المؤسسة، وبالتالي فهو يحافظ على وجود المؤسسة وبقائها<sup>1</sup>، وبحسب بإحدى العلاقتين:

- إجمالي التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + الإهلاكات + مؤونة الخسائر والأعباء الطويلة الأجل .

- صافي التمويل الذاتي = النتيجة غير الموزعة + الإهلاكات + مؤونة الخسائر والأعباء الطويلة الأجل.

ويعتبر كميّار تستند عليه الأطراف الخارجية عند التعامل ماليا مع المؤسسة، وتتوقف قدرة المؤسسة على تكوين التمويل الذاتي على عنصرين هما<sup>2</sup>:

- سياسة توزيع الأرباح ؛

- سياسة التفاوض مع المحيط الداخلي والخارجي، وقدرة المؤسسة على التحكم في مختلف المصاريف،

ما يؤدي الى تحقيق فوائض نقدية ترفع في مستوى التمويل الذاتي .

## 2- القدرة على التمويل الذاتي

قدرة التمويل الذاتي هو تقييم الفائض الكامن لمؤسسة ما من خلال فترة زمنية معينة عادة تكون

السنة المالية، وذلك عن طريق الأخذ بالاعتبار كل من التدفقات النقدية المقبوضة والتدفقات النقدية

المدفوعة باحتساب كل من الأعباء الاستثنائية باستثناء نتائج التنازل عن الاستثمارات<sup>3</sup>، وتحسب قدرة

التمويل الذاتي انطلاقا من النتيجة المحاسبية الصافية وفق العلاقة التالية<sup>4</sup>:

قدرة التمويل الذاتي = نتيجة الدورة

+ مخصصات التكاليف المحسوبة (اهلاكات و مؤونات)

+ القيمة المحاسبية الصافية لعناصر الأصول المتنازل عنها

- التكاليف المحسوبة المسترجعة (الإهلاكات و المؤونات المسترجعة)

- إعانات الاستثمار المحولة للنتيجة

- نواتج التنازل عن عناصر الأصول

قدرة التمويل الذاتي = المدخلات النقدية المقبوضة (ما عدا نواتج التنازل عن الاستثمارات) - المخرجات

النقدية المدفوعة.

<sup>1</sup> - مليكة زغيب وميلود بوشنقىر، التسيير المالي (حسب البرنامج الرسمي الجديد)، ديوان المطبوعات الجامعية، 2011، ص:194 .

<sup>2</sup> - الياس بن الساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2011، ص:259.

<sup>3</sup> - Hubert de la bruslerie, Analyse financière information financière et diagnostic, 3<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, France, 2006, p:164 .

<sup>4</sup> - K .Chiha, Finance d'entreprise (approche stratégique), Houma édition, Alger, 2009, p:91 .

### 3- مكونات التمويل الذاتي

يتكون التمويل الذاتي من العناصر الآتية:

#### أ- الاحتياطات

هي عبارة عن مبالغ مالية غير مستحقة، تكون تحت تصرف المؤسسة ويتم تكوينها لمواجهة المخاطر المحتملة.

#### ب- الاهتلاكات

تعرف على أنها تدهور في قيمة الأصول الثابتة المادية من أجل استرجاع أو تجديد الأموال المستثمرة خلال فترة زمنية تتوافق مع مدة حياة الأصل.

#### ج- المؤونات

هي مبالغ تكوّنها المؤسسة لمواجهة الانخفاض غير العادي في قيمة الأصول وكذا مواجهة الخسائر والأخطار المحتمل وقوعها.

#### د- الأرباح غير الموزعة (الأرباح المحتجزة)

تعتبر الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليها المؤسسة لتغطية احتياجاتها المالية، وتعمل الأرباح المحتجزة على تقوية المركز المالي للمؤسسة حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية الى الإقتراض مما يؤدي الى رفع القدرة الإقتراضية للمؤسسة<sup>1</sup>.

### 4- مزايا وعيوب التمويل الذاتي

للتتمويل الذاتي العديد من الإيجابيات كما أنه لا يخلو من العيوب ومن بينها الآتي:

#### أ- مزايا التمويل الذاتي

ينتج عن استخدام التمويل الذاتي في المؤسسة الإقتصادية مجموعة من المزايا نذكر منها:

- يعطي للمؤسسة فرصة الحصول على قروض، ذلك أن الوسطاء الماليين لا يمنحون اعتمادات مالية الا عند مستوى تمويل ذاتي يضمن قدرة المؤسسة على السداد؛

- يعتبر التمويل الذاتي مصدر أساسي خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم التي يتعذر عليها الحصول على مصادر تمويل خارجية؛

<sup>1</sup> - عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره، 2008، ص:378.

- يحافظ على الإستقلالية المالية للمؤسسة، إذ لا يوجد رقابة للدائنين عليه؛  
 - من بين المكونات الأساسية للتمويل الذاتي، نجد كل من الإهلاكات والأرباح المحتجزة، حيث أن الإهلاكات يتم خصمها من الوعاء الضريبي، أما الأرباح المعاد استثمارها ، تحضى بتخفيضات ضريبية بمعدل 30 % وهذا حسب التشريع الجزائري<sup>1</sup>.

### ب- عيوب التمويل الذاتي

بالرغم من المزايا التي يتمتع بها التمويل الذاتي إلا انه لا يخلو من العيوب نوجز بعضها في الآتي:  
 - يؤدي الإعتماد على التمويل الذاتي الى كبح التوسع في النشاط مما يفوت على المؤسسة فرص استثمارية متاحة؛  
 - يؤدي هذا النوع من التمويل الى عدم اهتمام المساهمين بالمؤسسة بسبب قلة الأرباح الموزعة.

### ثانيا: مصادر التمويل الخارجي المباشر

تعتبر مكملة للتمويل الداخلي، حيث تعمل على تغطية النقص المسجل في الاحتياجات المالية للمؤسسة وتضم مصادر التمويل الخارجي المباشر كل من الزيادة في رأس المال و اللجوء الى اصدار الأسهم والسندات.

### 2-1 الرفع في رأس المال

عند استحالة تغطية الاحتياجات المالية عن طريق الموارد الداخلية تلجأ المؤسسة إلى وسائل التمويل الخارجي، من خلال فتح رأسمال المؤسسة للمساهمة الذي يعتبر إحدى مصادر التمويل الخارجية المباشر بحيث يتمثل في<sup>2</sup> :

- الأموال التي ساهم بها المساهمون في المؤسسة؛  
 - الأرباح غير الموزعة والتي تقوم المؤسسة بالاحتفاظ بها في شكل احتياطات.  
 وتختلف وسائل الرفع من رأس المال باختلاف أهداف وتوجهات المسيرين، ويأخذ الرفع من رأس المال أحد الأشكال الآتية:

#### أ- رفع رأس المال نقدا أو عينا

تكون المساهمة الخارجية في رأس المال عند إنشاء المؤسسة، حيث تتحدد المساهمة بوضع رأس مال أولي لتكوين رأس المال أو ضخ أموال إضافية بمناسبة الرفع في رأس المال.

<sup>1</sup>- حميد بوزيدة، التقنيات الجبائية ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ، 2007، ص.22.

<sup>2</sup> -Pascal Barneto et Georges Gregorio, Finance manuel et applications, Dunod, Paris,France, 2<sup>ème</sup> édition, 2009, p:359.

## ب- رفع رأس المال بضم الاحتياطات

يكون هذا النوع من التمويل بضم الاحتياطات الموضوعه في شكل أرباح غير موزعة إلى الأموال الخاصة، هذه الطريقة هي أكثر فعالية في حالة نمو المؤسسة وتكون بتخفيض معدل توزيع الأرباح أو عن طريق طرح أسهم جديدة في شكل أرباح موزعة.

## ج- رفع رأس المال عن طريق تحويل الديون

هذا لا يؤدي إلى زيادة السيولة النقدية، فالديون تدمج في شكل أموال خاصة دائمة بتحويلها إلى شغلين حسب طبيعة الدين<sup>1</sup>:

- إذا كانت هذه الديون قصيرة الأجل يكون تحويلها إلى الأموال الخاصة، مما يؤدي إلى تحسين رأس المال العامل الصافي أي تدعيم الهيكل المالي بزيادة الموارد المالية المخصصة لتمويل الأصول المتداولة.

- أما إذا كانت طويلة الأجل فتحويلها إلى أسهم لا يغير من تركيبة الهيكل المالي، في حين يؤدي إلى تحسين الاستقلالية المالية بسبب استبعاد آجال الاستحقاق، كما يحسن من مستوى المردودية المالية لانخفاض المصاريف المالية.

## 2-2- الأسهم العادية

يعبر السهم عن حصة في ملكية المؤسسة يحق لصاحبه الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات اتجاه الآخرين، كما يحق له حضور اجتماعات الجمعية العمومية والتصويت، وكل سهم يمثل صوتاً واحداً<sup>2</sup>.

تمنح الإدارة المالية التمويل بواسطة إصدار الأسهم الاهتمام الكافي لتأثير ذلك على حقوق المالكين، واحتمال انخفاض نصيبهم من الأرباح بعد اتخاذ قرار التوزيع، إضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المحتجزة، إذ أنّ دخول مساهم جديد يعني المشاركة في جزء من حصة الأرباح، إضافة إلى مشاركته في اجتماعات الجمعية العمومية وفي اختيار أعضاء مجلس الإدارة والمساهمة في اتخاذ القرارات المهمة، ومن بينها تحديد عمليات التمويل الخارجي وسياسة بيع الأسهم وتنميتها ونسبة الأرباح التي توزع على المساهمين.

<sup>1</sup> - إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، مرجع سابق، 2011، ص: 264 .

<sup>2</sup> - دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج، عمان، الأردن، 2009، ص: 122.

## 2-2-1- مزايا وعيوب التمويل بالأسهم العادية

وللتمويل بالأسهم العادية العديد من المزايا، كما أنه لا يخلو من العيوب ويمكن توضيح ذلك في الآتي<sup>1</sup>:

### أ- مزايا التمويل بالأسهم العادية

يحمل التمويل بالأسهم العادية العديد من المزايا نوجز بعضها في الآتي:

- لا يمثل إصدار الأسهم العادية التزام على المؤسسة سواء بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها، إذ أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم يكون بعد تحقيقها واتخاذ القرار بتوزيعها؛
- أن المؤسسة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد، مما يعني عدم وجود التزامات محددة على المؤسسة بالإضافة إلى انخفاض درجة الخطر بالنسبة للمالكين مقارنة بمصادر التمويل الأخرى التي يمكن أن تطلب إشهار إفلاس المؤسسة في حالة عدم تسديد التزاماتها في الوقت المتفق عليه؛
- إن التمويل بإصدار الأسهم يعد توسيع لحقوق الملكية وهنا يخفض من خطر الرافعة المالية، ويعطي ضمانات إضافية للدائنين ويعزز من القوة الائتمانية للمؤسسة في السوق المالي .

### ب- عيوب التمويل بالأسهم العادية

مثلما أن التمويل بالأسهم العادية له العديد من الإيجابيات إلا أنه لا يخلو من العيوب ومنها<sup>2</sup>:

- يؤدي التمويل بالأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية مما يؤثر على إدارة المؤسسة، وأحيانا يفسح المجال للسيطرة على قرارات مجلس الإدارة واتجاهاته واحتمال تغيير طريقة إدارة الشركة بما يتناسب مع توجهات الأعضاء الجدد في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال.
- كما أن اتساع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم الواحد للمستثمرين الحاليين، إضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المتحققة سابقا (الأرباح المحتجزة)، إن المساهم الجديد يحصل على جزء من أرباح المساهمين القدماء سواء التي تتحقق في السنة المالية الحالية أو المجموعة من الفترات السابقة، ويؤثر زيادة عدد المساهمين على تخفيض مبالغ الأرباح المحتجزة التي تساهم في توسيع الاستثمارات باعتبارها مصدر داخلي للتمويل، ومن بين حقوق حملة الأسهم العادية نوجزها في الآتي<sup>3</sup>:

1-Bertrand Jacquilla ,Bruno Solnik , **Marchés Financiers : Gestion de portefeuille et des risques** , Dunod , 2<sup>ème</sup> édition , Paris , P13.

2- دريد كامل آل شيب ، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، دار المسيرة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى ، 2007، ص:205 .

2-Paseal Baraneto et Georges Gregorio, **Op. cit** , 2009, p:339.

- الحق في المشاركة في الأرباح، التصويت والمشاركة في الاجتماعات التي تدعو إليها الشركة والتأثير في القرارات المختلفة التي تتخذها الجمعية العمومية أو مجلس الإدارة .
- الحق في الأرباح الموزعة، يحق لكل مساهم الحصول على حصته من الأرباح الموزعة ويكون توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية بعد التوزيع لحملة الأسهم الممتازة والالتزامات الأخرى.
- يحصل حملة الأسهم على حقوقهم عند تصفية الشركة ولكن بعد أن يحصل كافة الدائنين وحملة الأسهم الممتازة على حقوقهم أولاً.
- إصدار الأسهم والاكتتاب بها بواسطة المؤسسات المالية يكون مقابل عمولات ومصاريف تحملها المؤسسة المصدرة .
- إن ارتفاع نسبة مساهمة حق الملكية في هيكل رأس المال قد يؤدي إلى ارتفاع كلفة رأس المال المستثمر وبالتالي انخفاض العائد على رأس المال المدفوع من المساهمين.

### 2-3- الأسهم الممتازة

وتعد من مصادر التمويل طويلة الأجل ولا تلتزم الجهة المصدرة بتاريخ محدد لرد قيمتها، ويطلق عليها الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات كما أنها تعطي لحاملها الأولوية في توزيعات الأرباح<sup>1</sup>، و أهم الأسباب التي تدفع المؤسسة لإصدار الأسهم الممتازة ما يأتي<sup>2</sup>:

- زيادة الموارد المالية المتاحة للشركة من خلال ما يلقاه هذا النوع من الأسهم من إقبال من المستثمرين المحافظين؛
- المتاجرة بالملكية لتحسين عائد الاستثمار من خلال الفارق الإيجابي بين كلفة الأسهم الممتازة وعائد الاستثمار في المؤسسة؛
- استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة إذ أن معظم الأسهم الممتازة لا تحمل حق التصويت، ولا تشترك في الإدارة مما يمكن المؤسسة الحصول على ما تحتاجه من أموال دون تدخل في الإدارة.

### 2-3-1 مزايا وعيوب الأسهم الممتازة

للتمويل بالأسهم الممتازة العديد من الأيجابيات كما لا يخلو من العيوب ويمكن ايجاز ذلك كما يأتي:

<sup>1</sup> - وليم عاطف أندراوس، مرجع سابق، 2008، ص: 207.

<sup>2</sup> - محمد مفلح عقل، مرجع سابق، 2006، ص: 114 .

### أ- مزايا التمويل بالأسهم الممتازة

يحمل التمويل بالأسهم الممتازة العديد من المزايا و أهمها<sup>1</sup>:

- تجنب المؤسسة دفع الالتزامات الثابتة الواجبة الدفع أو الوفاء بها كالفائدة على السندات؛
- يستطيع المدير المالي عن طريق بيع الأسهم الممتازة تجنب شرط المساهمة المتساوية في المكاسب والذي يتطلبه بيع أسهم عادية جديدة، كما يمكن تجنب إدارة المؤسسة فرض المزيد من الرقابة عليها.

### ب- عيوب التمويل بالأسهم الممتازة

ينجر عن التمويل بالأسهم الممتازة العديد من المساوئ ومنها الآتي:

- تكون في العادة تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكمة الاقتراض، حيث أن حصص الأرباح لا تخرج من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض؛
- المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم الممتازة أعلى من تلك التي يتعرض لها حملة السندات فليس هناك ما يضمن لهم عائدا فوريا، كما أنه في حالات الإفلاس يأتي حملة الأسهم الممتازة بعد أصحاب السندات في الحصول على نصيبهم من أموال التصفية؛
- ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق بالمطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها.

### 2-4- السندات

يمكن للمؤسسة إقتراض الأموال وذلك عن طريق إصدار أوراق مالية تدعى بالسندات، فهي تصنف ضمن الإلتزامات طويلة الأجل، ومن خلالها تلتزم المؤسسة بدفع القيمة الإسمية للسند عند الإستحقاق بالإضافة إلى العائد، ويمكن تعريف السند كما يلي:

### 2-4-1- تعريف السند

"يمثل السند صكا قابل للتداول، إذ يعتبر حامله دائما في مواجهة المنشأة المصدرة وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنويا أو كل نصف سنة، دون النظر للدخل الذي تحققه الشركة أو المنشأة وذلك إلى جانب إعادة سداد أصل السند عند تاريخ الإستحقاق"<sup>2</sup>.

### 2-4-2- مزايا و عيوب التمويل بالسندات

يحمل التمويل بالسندات العديد من المزايا للمؤسسة كما أنه لا يخلو من العيوب.

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997، ص: 51-52 .

<sup>2</sup> - وليم عاطف أندراوس، مرجع سابق، 2008، ص: 380.

### أ- مزايا التمويل بالسندات

- تعد من مصادر التمويل طويلة الأجل، ومن إيجابياتها من جهة المؤسسة المصدرة لها نذكر الآتي<sup>1</sup>:
- قابلية السندات للتداول مع وجود احتمال تحقيق أرباح أو خسائر رأسمالية عند ارتفاع قيمة السند في السوق المالي؛
- لا يحق لحامل السندات الإشتراك في الإدارة أو التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية والمساهمة في قراراتها؛
- تعتبر السندات إحدى الوسائل المهمة في تنويع مصادر التمويل وقد تؤدي إلى زيادة عائد المتاجرة بالملكية في حالة ما إذا كان معدل العائد على الإستثمار أعلى من سعر فائدة السند في حالة انخفاض كلفة التمويل بالسندات مقارنة بالمصادر التمويلية الأخرى؛
- تتصف السندات بانخفاض درجة المخاطر والتي يتحملها حائزها مقارنة بمخاطر حملة الأسهم.

### ب- عيوب التمويل بالسندات

- ومن عيوب التمويل بالسندات دائما بالنسبة للجهة المصدرة لها ما يأتي:
- وجود بعض القيود على اصدار السندات خاصة تلك التي تصدر بضمانات، وذلك بتقديم بعض الأصول ضمانا لحقوق حاملتها، إضافة إلى بعض القيود القانونية والمالية المتعلقة بنسبة المديونية؛
- تعتبر السندات حق دائنية على المؤسسة، إذ تلتزم الجهة المصدرة لها بدفع قيمتها مع الفوائد المترتبة في الفترة المحددة، كذلك هي من الحقوق الممتازة أي تمنح الأولوية في الحصول على مستحقاتها.

### ثالثا: مصادر التمويل الخارجي غير المباشر

إن التمويل غير المباشر يتم بتدخل المؤسسات الوسيطة، أين يمكن للمؤسسة أن تتحصل على مصادر تمويلية من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين، وهناك عدة تصنيفات لمصادر التمويل الخارجي غير المباشر، إذ يمكن تصنيفها حسب المدة إلى نوعين مصادر طويلة، متوسطة الأجل ومصادر قصيرة الأجل.

### 3-1- مصادر التمويل المتوسطة والطويلة الأجل

#### 3-1-1- مصادر التمويل الكلاسيكية

وهي قروض تتحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية وتتميز بالتحديد بالإتفاق المسبق على شروطها ومنها ما يأتي:

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شيب ، مرجع سابق ، 2007 ، ص: 212 .

## أ- قروض طويلة الأجل

وهي إحدى مصادر التمويل الطويلة الأجل، التي تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية المتخصصة كالبنوك و شركات التأمين لمدةً تفوق سبع سنوات. ويتم تحديد مبلغ القرض و سعر الفائدة و طريقة الدفع بالاتفاق مع المقرض وكذلك أسلوب إعادة المبلغ المقرض في المواعيد المتفق عليها، ويتم تسديد هذا المبلغ على شكل دفعات مختلفة حسب الاتفاق بين الطرفين، كما تتوقف شروط القرض على تقييم المركز المالي لكل من المقرض والمقرض، وقد يكون سعر الفائدة بنسبة ثابتة أو متغير، كما يحدد مقدار العمولة و مواعيد و طريقة التسديد عند إبرام عقد منح القرض، بالإضافة إلى بعض الضمانات التي قد يطلبها المقرض مثل الحفاظ على درجة سيولة الأموال، نسبة المديونية، ومقدار الأرباح المسموح بتوزيعها<sup>1</sup>.

## ب- القروض المتوسطة الأجل

تتراوح مدتها بين السنة وسبع سنوات، وتكون موجهة عادة لتمويل الإستثمار في تجهيزات ومعدات الإنتاج وأغلب هذه القروض يكون مرهون بضمان، ويلزم استعمال هذا النوع من مصادر التمويل المؤسسة المقرضة بعض الشروط ومنها الآتي:

- شرط تحديد سقف المديونية حفاظا على ملائمة وقدرة المؤسسة على التسديد مستقبلا؛
- شروط استخدام القروض بالكيفية المتفق عليها وفي الأغراض المحددة كضمان لإسترجاع الأموال؛
- شروط على توزيع الأرباح على المساهمين فلا تتعدى نسبة معينة للحفاظ على نسبة معينة بين الأموال المملوكة والقروض ضمن الهيكل المالي للمؤسسة<sup>2</sup>.

## 3-1-2- التمويل بالإستثمار

نظرا للأعباء التي تنجر عن استعمال المؤسسة لمصادر التمويل الكلاسيكية، دعت الحاجة إلى البحث عن مصادر تمويل جديدة وبدئية تسمح بتجنب عراقيل التمويل الكلاسيكي ومنها ما يعرف بالإستثمار.

## أ- تعريف الإستثمار

ويمكن تعريف الإستثمار على أنه عقد يسمح بموجبه (المؤجر) صاحب أو مالك الموجودات للمستخدم (المستأجر) استخدام وتشغيل الممتلكات بمقابل مدفوعات استئجار منتظمة.

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شيب، مرجع سابق ، 2007، ص: 218 .

<sup>2</sup> - مبارك لسوس ، مرجع سابق، 2012، ص: 190 .

### ب- مزايا التمويل بالإستئجار

يعد التمويل بالإستئجار من وسائل التمويل الخارجي المهمة بالنسبة للمؤسسة الإقتصادية نظرا لما يوفره من مزايا ومنها الآتي<sup>1</sup>:

- يوفر التمويل بالإستئجار للمؤسسة التخلص من قيود الإقتراض، إذ لا يحق للمؤجر أن يضع قيودا على قرارات الإدارة بشأن قروض مستقبلية أو توزيع أرباح أو استثمارات مستقبلية؛
- يحقق قدرا من المرونة للمؤسسة، ويجنبها تحمل تكلفة الأصل ويجنبها تجميد مقدار معتبر من الأموال والتي من الممكن استخدامها للإستثمار في مجالات بديلة؛
- تجنب مخاطر ملكية الأصل إذ تنتقل هاته المخاطر أليا الى الجهة المستأجرة؛
- يعتبر قرار الإستئجار أقل تعقيدا من قرار الشراء مما يجنب المؤسسة الكثير من الإجراءات؛
- يمنح التمويل بالإستئجار للمؤسسة عدة مزايا ضريبية، وهذا في حالة كون فترة الإستئجار أقل من العمر الإفتراضي الذي تقبله مصلحة الضرائب والذي يعد الأساس في حساب قيمة قسط الإندثار؛
- تجنب تحمل تكلفة صيانة الأصل، خاصة عندما يكون الأصل شديد التعقيد ويحتاج لخبرة فنية عالية لصيانته.

### ج- عيوب التمويل بالإستئجار

- من عيوب التمويل بالإستئجار نوجزها في الآتي<sup>2</sup>:
- يعتبر بديل تمويلي مكلف في حال عدم إمكانية الاستفادة من الوفرات الضريبية، و في بعض الأحيان تزيد عن فوائد القرض المستخدم في شراء الأصول؛
  - بسبب سهولة الحصول عليه يعد الاستثمار أقل مردودية مقارنة ببقية البدائل الأخرى.

### 3-2- مصادر التمويل قصيرة الأجل

تلجأ المؤسسات الإقتصادية عموما إلى مصادر التمويل قصيرة الأجل كمصدر لتمويل العمليات الجارية، أي يوجه لتمويل دورة الاستغلال، ويرجع اهتمام المؤسسة بهذا النوع من التمويل إلى سهولة الحصول عليه وانخفاض كلفته ومن بين هاته المصادر نذكر الآتي:

### 3-2-1- الائتمان التجاري

من أكثر مصادر التمويل قصيرة الأجل شيوعا واستخداما من قبل المؤسسات خاصة تلك التي لا تستطيع استخدام مصادر التمويل الأخرى ببسر.

<sup>1</sup> - محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص ص: 715-718 .

<sup>2</sup> - الياس بن الساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2011، ص: 270.

### أ- تعريف الائتمان التجاري

هو ائتمان قصير الأجل، يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم المشتري بشراء البضاعة لإعادة بيعها، وهذا التعريف يستبعد من الائتمان التجاري الائتمان طويل الأجل و متوسط الأجل الذي يمنحه بائعوا الأصول الثابتة، وتعتبر المؤسسات التجارية أكثر استعمالاً لهذا المصدر التمويلي عن باقي المصادر، ويأخذ الائتمان التجاري شكلان.

### ب- أشكال الائتمان التجاري

وهناك أسلوبان لمنح الائتمان التجاري هما<sup>1</sup>:

- **الحساب الجاري** : يعد من أكثر أنواع الائتمان أهمية واستعمالاً، ويتميز بالبساطة وعدم التعقيد في الإجراءات الخاصة بمنحه ويتم منح الائتمان بعد التأكد من توفر الحساب الجاري لدى العميل وكونه يتمتع بملاءة مالية جيدة وسمعة في السوق وقدرة على التسديد.

- **الأوراق التجارية** : تأخذ عدة أشكال كالكمبيالة، السندات، السفتجة، وهي أوراق تستعمل لضمان سداد قيمة البضاعة المشتراة، لكن يعاب عليها أنها تعرض المؤسسات إلى مشاكل في حالة عدم إمكانية التسديد في مواعيد الاستحقاق.

### ج- مزايا الائتمان التجاري

يتميز التمويل بالائتمان التجاري بعدد المزايا نوجز أهمها في الآتي<sup>2</sup>:

- المرونة التي يتمتع بها الائتمان التجاري ، حيث تلجأ إليه الإدارة المالية عندما تحتاج إليه، ففي حالة زيادة المبيعات تستطيع الإدارة المالية زيادة مقدار هذا الائتمان، و ذلك بزيادة الكميات المشتراة بالأجل؛
- سهولة الحصول عليه بسبب عدم وجود حاجة لعمل أي إجراءات تمويلية بشكل رسمي، وليست هناك حاجة للمساومة مع المورد مانح الائتمان فالقرار هو قرار المؤسسة التي تحتاج إلى الائتمان التجاري؛
- يتميز الائتمان التجاري بانخفاض كلفته ولهذا يعتبر من أكثر أنواع مصادر التمويل قبولاً في التمويل القصير الأجل.

### 3-2-2- الائتمان المصرفي

يعتبر الاقتراض من البنوك التجارية من أهم المصادر قصيرة الأجل بعد الائتمان التجاري ويدخل هذا النوع من الاقتراض في الميزانية العمومية للمؤسسة في بند قروض مصرفية قصيرة الأجل أو بنود السحب على المكشوف.

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شيب، مرجع سابق، 2007، ص: 407 .

<sup>2</sup> - سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية (مدخل حديث)، بدون دار نشر، بدون سنة نشر، ص ص: 332-333.

## أ- تعريف الائتمان المصرفي

يمكن تعريف الائتمان المصرفي على أنه تلك القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك<sup>1</sup>، من أجل تغطية احتياجاتها الموسمية للأموال والتي تتمثل عادة في الزيادة الموسمية في المخزون السلعي وحسابات القبض<sup>2</sup>.

## ب- أشكال الائتمان المصرفي

يأخذ الائتمان المصرفي أشكالاً عدة يمكن تلخيص أهمها في الآتي:

### - تسهيلات الصندوق

وهي قروض تعطى لتخفيض صعوبات السيولة المؤقتة الناجمة عن تأخر الإيرادات عن النفقات المدفوعة، وهي ترمي إلى تغطية الرصيد المدين إلى حين عملية التحصيل لصالح الزبائن وهذا في حدود مدة زمنية لا تتجاوز عدد أيام الشهر.

### - السحب على المكشوف

هو قرض يمنحه البنك لصالح الزبون الذي يسجل نقصاً في الخزينة ناجم عن عدم كفاية رأس المال العامل، وهو يسمح بترك حساب الزبون مديناً في مبلغ معين ولفترة أطول قد تصل إلى سنة كاملة وهو الفرق بينه وبين تسهيلات الصندوق التي مدتها لا تتجاوز عدد أيام الشهر.

### - القروض الموسمية

هي قروض تقدم لتمويل المؤسسات التي تتميز بنشاطات موسمية غير منتظمة على طول دورة الاستغلال، حيث تفوق نفقاتها الإيرادات خلال موسم ما كالمحاصيل الزراعية.

### - قروض الربط

وهي عبارة عن قرض يمنح إلى الزبون لمواجهة الحاجة إلى السيولة المطلوبة لتمويل عملية مالية في الغالب تحققها شبه مؤكد، ولكنه مؤجل لأسباب خارجية.

### - تسبيقات على البضائع

عبارة عن قرض يقدم إلى الزبون لتمويل مخزون معين والحصول مقابل الحصول على بضائع كضمان للمقرض، ويمنح هذا القرض خاصة لتمويل المواد الأساسية .

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، الجزء الثاني، 1998، ص: 08.

<sup>2</sup> - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، بدون سنة نشر، ص: 340.

## – الخصم التجاري

يتمثل في قيام البنك بشراء الورقة التجارية من حاملها قبل تاريخ الاستحقاق، وبهذا يحل البنك محل الشخص في الدائنية إلى غاية تاريخ الاستحقاق. هذا مقابل ثمن يستفيد منه البنك يسمى بسعر الخصم الذي يقطع من مبلغ الورقة التجارية، التي عند خصمها لا يحصل الزبون على قيمتها الاسمية كاملة وإنما على مبلغ يقل عن القيمة الاسمية بمقدار مبلغ الخصم.

## ب- مزايا الائتمان المصرفي

للتمويل بالائتمان المصرفي العديد من المزايا نوجزها في الآتي:

- يعتبر التمويل المصرفي أكثر مرونة وأقل تكلفة من الائتمان التجاري؛
- يعد مصدراً تمويلياً مقبولاً لتمويل الأصول الدائمة للمؤسسات التي تعاني من صعوبات في تمويلها عن طريق مصادر تمويل طويلة الأجل؛
- الائتمان المصرفي أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفضل فيه المؤسسة من الاستفادة من الخصم.

## المطلب الثالث: تكلفة رأس المال وآثر الرافعة

تتوفر لدى المؤسسة العديد من المصادر التمويلية لتمويل استثماراتها، سواء كانت داخلية أو خارجية مثلما تم التطرق إليه، هذه المصادر تحكمها معايير عدة، ومما لا شك فيه أن لكل مصدر تمويلي تكلفة، كما أن لتكلفة رأس المال أهمية قصوى كونها تمثل الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار.

## أولاً: مفهوم تكلفة رأس المال

تكتسي تكلفة رأس المال أهمية بالغة لدى صناع القرار المالي وهنالك عدة تعاريف تتعلق بها .

### 1- تعريف تكلفة رأس المال

- تعددت تعاريف تكلفة رأس المال ومن بين أهمها نذكر الآتي:
- تكلفة رأس المال عبارة عن معدل العائد الذي يجب على المؤسسة تحقيقه في المشاريع التي تستثمر فيها من أجل المحافظة على قيمتها السوقية<sup>1</sup>.
- كما يعرفها البعض على أنها التكلفة المتوسطة المرجحة بين تكلفة الديون وتكلفة الأموال الذاتية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2010، ص: 232 .

<sup>2</sup> -Aswath Damodaran, **Finance d'entreprise, Théorie et pratique**, Nouveau Horizon, Belgique, 2<sup>ème</sup> édition, 2007, p:752.

## 2- أهمية تحديد تكلفة رأس المال

- تحقق المؤسسة من حساب تكلفة رأس المال العديد من الفوائد أهمها<sup>1</sup>:
- تعتبر تكلفة رأس المال مقياساً في تقييم المشروعات التي تستخدم فيها الأموال، فإذا تبين أن تكلفة الأموال تزيد على العائد المتوقع من الاستثمار يتم رفض المشروع الاستثماري؛
- إن حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل سوف يساعد الإدارة المالية في اتخاذ القرار المتعلق باختيار انسب تلك المصادر من ناحية التكلفة، حيث يفتضي المنطق المالي وعند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر، أن يتم اختيار المصدر الذي يحمل المؤسسة أقل تكلفة؛
- قرارات الموازنة الرأسمالية لها تأثير رئيسي على المؤسسة، وأن إعداد الموازنة بشكل صحيح يتطلب تقديراً لتكلفة التمويل؛
- يفيد حساب تكلفة التمويل في المفاضلة بين المشروعات الصناعية ذاتها وتحديد مدلولاتها، إضافة إلى دورها في قرارات التسعير والربط بين قيم المؤسسات في الأسواق المالية وبين هيكلها المالية.

## 3- تكلفة مصادر التمويل

- إن لكل مصدر من مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة تكلفة معينة خاصة به وسوف نتطرق إلى هذه التكاليف، وفقاً لمنهجية ترتيب مصادر التمويل أي تكلفة مصادر التمويل الداخلي ثم الخارجي.

### 3-1- تكلفة مصادر التمويل الداخلي

- تتمثل مصادر التمويل الداخلي في التمويل الذاتي، وسوف نكتفي بتقدير تكلفة الأرباح المحتجزة كأهم مكونات التمويل الذاتي، ويعتقد الكثير أن الأرباح المحتجزة لا تكلفة لها، غير أنها فرضية خاطئة لأن احتجاز الأرباح من طرف المؤسسة بهدف إعادة استثمارها لا يتم إلا بموافقة المساهمين، حيث كان بإمكان هؤلاء المساهمين المطالبة بتوزيع هذه الأرباح واستثمارها خارج المؤسسة<sup>2</sup>، وتحسب تكلفة الأرباح المحتجزة بثلاث طرق وهي:

- أسلوب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM؛
- أسلوب عائد السند+علاوة المخاطرة؛
- أسلوب التدفق النقدي المخصوم.

<sup>1</sup> - بسام محمد الآغا، آثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير، إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005، ص:56.

<sup>2</sup> - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، 1997، ص:306.

### 3-1-1- حساب تكلفة الأرباح المحتجزة وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

و لاستخدام هذا النموذج نتبع الخطوات التالية<sup>1</sup>:

- تقدير السعر البعيد عن المخاطر وهو معدل الفائدة على حوالات الخزنة؛
  - تقدير معامل بيتا للسهم واستخدامه كدليل لدرجة المخاطرة التي يواجهها السهم؛
  - تقدير معدل العائد المتوقع في السوق أو على السهم العادي؛
  - إحلال القيم السابقة في معادلة تسعير الموجودات الرأسمالية لتقدير معدل العائد المطلوب على السهم.
- ويمكن استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM لتحديد تكلفة الأموال المحتجزة، والصيغة الرياضية لإيجاد تكلفة الأموال المحتجزة حسب نموذج CAPM هي كالآتي<sup>2</sup>:

$$k_s = R_F + [E(R_m) - R_F] \cdot \beta$$

حيث:  $K_s$  تكلفة الأرباح المحتجزة؛

$R_F$ : معدل العائد الخالي من الخطر؛

$E(R_m)$ : متوسط عائد الأسهم المتداولة في السوق (معدل عائد السوق)؛

$\beta$ : معامل بيتا المخاطرة السوقية للسهم.

حيث:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

### 3-1-2- طريقة عائد السند+ علاوة المخاطرة

تعتمد هذه الطريقة على أساس إضافة ما بين 2% إلى 4% إلى سعر الفائدة السوقية على السندات التي تصدرها نفس المؤسسة للوصول الى المردود المطلوب من السهم، وذلك بافتراض أن مخاطرة أسهم ملكية المؤسسة أعلى من مخاطرة سنداتها<sup>3</sup>.

بافتراض أن سعر الفائدة على سندات المؤسسة هو 9% وأن علاوة المخاطرة تم تقديرها ب 3% فإن:

$$k_s = 3\% + 9\% = 12\%$$

<sup>1</sup> - علي عباس ، الإدارة المالية، دار إترء، عمان، الأردن، ، 2009، ص:174.

<sup>2</sup> - اسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دائر واظ، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص:343.

<sup>3</sup> -المرجع نفسه، ص:344.

### 3-1-3- طريقة عائد السهم+معدل النمو (نموذج التوزيعات)

يتم تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة وفق النموذج المحاسبي، في شكل معدل يحسب على أساس عوائد الأسهم العادية مضافا إليها معدل النمو السنوي المتوقع للتوزيعات، و الصيغة الرياضية لهذا النموذج هي كالتالي:

$$k_s = \frac{D}{P_0} + g$$

حيث:  $P_0$  : القيمة السوقية للسهم؛

$D$  : توزيعات الأرباح في السنة؛

$g$  : معدل النمو السنوي المتوقع للتوزيعات وغالبا يفترض ثباته.

### 3-2-2- تكلفة مصادر التمويل الخارجي المباشر

مثما تم التطرق اليه في مصادر التمويل الخارجي المباشر يتم التعرف على تكلفة كل من الأسهم العادية والممتازة وكذلك السندات كالتالي:

#### 3-2-1- تكلفة الأسهم العادية

تكلفة الأسهم العادية هي عبارة عن معدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لخصم توزيعات أرباح السهم العادي، وهناك أسلوبان يمكن استخدامهما لحساب تكلفة السهم العادي، الأول يعتمد على نموذج قوردن (Gordan Model) ، والثاني يعتمد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية<sup>1</sup>:

- إيجاد معدل نمو توزيعات الأسهم ( $g$ )، والتي تحسب وفقا للمعادلة الآتية:

$$g = r_{réinvestis} \times R_f$$

حيث أن:

$r_{réinvestis}$  : معدل الأموال المعاد استثمارها من قبل المؤسسة ؛

$R_f$  : المردودية المالية المتوقعة للسهم.

<sup>1</sup> - فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 243.

حساب تكلفة الأسهم العادية وفقا للمعادلة الآتية<sup>1</sup>:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0(1 - F_0)} + g$$

حيث:  $D_1$ : الأرباح المتوقعة لكل سهم؛  $P_0$ : القيمة السوقية للسهم؛  
 $F_0$ : مصاريف الإصدار؛  $g$ : معدل النمو للأرباح.

### 3-2-2- تكلفة الأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة كما سبق و أن ذكرنا من مصادر التمويل المهجنة ، وتتمثل تكلفتها في معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة<sup>2</sup>، و عليه فإن تكلفة الأسهم الممتازة تحسب بالعلاقة الآتية:

$$k_{ps} = \frac{D}{P(1 - F_0)}$$

حيث أن  $k_{ps}$ : تكلفة الأسهم الممتازة ؛  $D$ : عائد السهم الممتاز؛  
 $P$ : السعر الاسمي للسهم الممتاز علما أنه من الممكن أن يتضمن هذا السعر علاوة أو خصم؛  
 $F_0$ : نسبة نفقات الإصدار.

### 3-2-3- تكلفة السندات

تصدر السندات متضمنة مجموعة من التكاليف التي تضاف الى التكاليف المالية بعد الضريبة على الأرباح، تتمثل في علاوة التسديد وتكلفة الإصدار، وهو ما يميزها عن الديون، ويمكن حساب تكلفة السند باستخدام العلاقة الآتية<sup>3</sup>:

$$K_d = \frac{i + \frac{1}{n(P_0 - I_5)}}{\frac{1}{2}(I_0 + P_0)}$$

حيث:

$K_d$ :تكلفة السند؛

<sup>1</sup>-Richard brealey et al, **Principes de gestion financière**, édition française dirigée par Christophe Thibierge, 8<sup>eme</sup> édition ,Pearson éducation, Paris, 2007,PP :72-74.

<sup>2</sup>- حمزة محمود الزبيدي، **مرجع سابق**، 2008، ص:510.

<sup>3</sup>- إلياس بن الساسي ويوسف قرشي، **مرجع سابق**، 2011، ص:324 .

$n$ : مدة القرض؛

$i$ : معدل الفائدة الثابت على السند؛

$I_S$ : معدل الضريبة على الأرباح؛

$I_0$ : القيمة الإسمية للسند؛

$P_0$ : قيمة اصدار السند

### 3-3- تكلفة مصادر التمويل الخارجي غير المباشر

وتتضمن مصادر التمويل الغير المباشرة، مصادر طويلة ومتوسطة الأجل ومصادر قصيرة الأجل.

### 3-3-1- تكلفة المصادر الطويلة والمتوسطة الأجل

يتم عرض تكلفة كل من القروض الكلاسيكية الطويلة والمتوسطة الأجل بالإضافة الى تكلفة قروض الاجار.

### 3-3-1-1- تكلفة القروض المالية الطويلة والمتوسطة الأجل

تكلفة القرض هي معدل التكلفة المحسوب آخذا بعين الاعتبار الوفرات الضريبية على الفوائد وكذا على اهتلاكات اقساط القروض المسددة ومصاريف الاصدار، ويمكن حسابها وفق العلاقة الآتية<sup>1</sup>:

$$E = \sum_{t=1}^N \frac{M_i}{(1 + K_d)^t} + \frac{n}{(1 + K_d)^t}$$

حيث أن:

$k_d$ : تكلفة القرض؛  $E$ : قيمة القرض؛

$M_i$ : مقدار الفوائد المدفوعة على القرض؛  $n$ : دفعات تسديد المبلغ الأصلي للقرض.

وفي حالة تسديد القرض بأقساط ثابتة مع الفوائد فإن العلاقة السابقة تعطى نتيجة مماثلة للعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$K_d = K_{d1}(1 - IS)$$

حيث:

$K_{d1}$ : تكلفة القرض بعد الضريبة على الأرباح؛

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2008، ص: 709 .

<sup>2</sup> الياس بن الساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2011، ص: 323 .

## 3-3-1-2- تكلفة قرض الايجار

تمثل تكلفة قرض الايجار معدل التكلفة الذي يضمن تعادل قيمة الاقساط المدفوعة مع اجمالي القرض المتحصل عليه، ويمكن حسابها من خلال العلاقة الآتية<sup>1</sup>:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{A_i \cdot IS + L_i(1 - IS)}{(1 + K_{CB})^i} + \frac{VR_n}{(1 + K_{CB})^n}$$

حيث:

$V_0$ : قيمة الأستثمار الممول بقرض الايجار؛

$K_{CB}$ : تكلفة قرض الايجار؛

$N$ : مدة القرض؛

$IS$ : الضريبة على أرباح الشركات؛

$VR_n$ : قيمة اعادة شراء الاستثمار عند نهاية الايجار؛

$A_i$ : قسط الاهتلاك السنوي؛

$L_i$ : قسط الايجار السنوي.

## 3-3-2- تكلفة مصادر التمويل غير المباشر القصيرة الأجل

ويتم تقدير تكلفة كل من الائتمان التجاري و تكلفة الأوراق التجارية القابلة للخصم كالاتي:

## 3-3-2-1- تكلفة الإئتمان التجاري

يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويل مجاني في حالة غياب الخصم النقدي أو في حالة قيام المؤسسة بسداد قيمة مشترياتها خلال فترة الخصم، غير انه يعد وسيلة تمويل مرتفعة التكلفة إن لم تتمكن المؤسسة من دفع ما عليها خلال فترة الخصم، وترتبط تكلفة الائتمان التجاري بشكل جوهري بالعقد المبرم بين المورد والزبون وتحسب بالعلاقة الآتية<sup>2</sup>:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{\text{مدة الائتمان} - \text{مدة الخصم}} \times \frac{360}{(1 - \text{نسبة الخصم})}$$

<sup>1</sup> - الياس بن الساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، ص:324.

<sup>2</sup> - محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، 2010، ص: 294.

## 3-3-2-2- تكلفة الأوراق التجارية القابلة للخصم

يؤدي تحصيل الورقة التجارية من طرف البنك بدل المؤسسة الى خصم مجموعة من التكاليف من قيمتها، والمتمثلة في معدل الفائدة الإسمي، علاوة التطهير وعمولات مقابيل التكاليف الإدارية والمخاطر والخدمات المقدمة ويمكن حساب تكلفتها انطلاقا من المعادلة الآتية<sup>1</sup>:

$$M - FF = \frac{M}{(1 + Y_d)^{j+3}}$$

حيث:  $FF$  المصاريف المالية وتحسب بالعلاقة التالية:

مع العلم أن:

$j$ : اليوم الذي قدمت فيه الورقة التجارية للخصم؛

$j + 1$ : اليوم الذي تم فيه تحصيل الورقة؛

$M$ : قيمة الورقة التجارية؛

$i$ : معدل الفائدة الإسمي؛

$Y_d$ : معدل الفائدة الحقيقي للخصم .

## 4- التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

بعدما تم التطرق الى مفهوم تكلفة رأس المال، وكذا حساب تكلفة كل مصدر تمويلي على حدى،

يمكن حساب مايسمى بتكلفة رأس المال وذلك بضرب الوزن المرجح لكل مصدر تمويلي في تكلفة هذا المصدر وجمع نتائج هذه العمليات نحصل على التكلفة المتوسطة المرجحة لهيكل رأس المال أو تكلفة رأس المال وتحسب بالعلاقة الآتية<sup>2</sup>:

$$K = K_e \frac{E}{E + D} + K_d (1 - i) \frac{D}{E + D}$$

حيث  $K_e$ : تكلفة الأموال الذاتية في الهيكل المالي؛

$K_d$ : تكلفة الديون؛

$i$ : الضريبة على الأرباح،

$D$ : حصة الديون في الهيكل المالي؛

<sup>1</sup> - إلياس بن الساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2011، ص: 325.

<sup>2</sup> - Pierre Vernimmen, Finance D'entreprise, 8eme édition, par Pascal Cuiry et Yann Le Fur, Dalloz, Paris, 2010, P : 848.

**E:** حصة أموال الملكية في الهيكل المالي.

ومن خلال التعريف السابق لتكلفة رأس المال يتحدد دورها في اتخاذ قرار الإستثمار، إذ تمثل معدل العائد الأدنى للمقترح الإستثماري، بعبارة أخرى أنه يتم رفض الاقتراح الإستثماري الذي يقل العائد المتوقع منه عن تكلفة رأس المال.

### ثانياً: الهيكل المالي وآثر الرافعة

لاشك ان هناك علاقة وطيدة بين الهيكل المالي ومايسمى بالرفع، وينقسم الرفع الى رفع مالي وآخر تشغيلي ومجموعهما يطلق عليه الرفع الكلي.

#### 1- الرافعة في الادارة المالية

تعني كلمة رافعة في علم الطبيعة أو في الفيزياء استخدام أداة صغيرة لرفع أشياء ثقيلة نسبياً، أما في علم الإدارة المالية فيقصد بالرفع استخدام التكاليف الثابتة للتأثير على العائد المتوقع، إن تحليل الرفع عبارة عن المدى الذي يمكن به زيادة الأرباح في المؤسسة نتيجة زيادة التكاليف الثابتة أو أموال الإقتراض، و يقسم إلى قسمين، هما الرفع المالي، الرفع التشغيلي<sup>1</sup>.

#### 2- الرافعة التشغيلية

يهتم موضوع الرافعة التشغيلية بالتغير الذي يحدث في الأرباح التشغيلية (قبل دفع الفوائد والضرائب) نتيجة التغير في إيرادات المبيعات، ولعل وجود التكاليف الثابتة هو الذي يجعل أي تغير في التكاليف الثابتة بنسبة معينة يترتب عليه تغير في الأرباح التشغيلية بنسبة أكبر، وكلما زاد اعتماد المؤسسة على الموجودات الثابتة كلما زادت الرافعة التشغيلية، والعكس صحيح أي كلما تركزت معظم تكاليف الإنتاج على العمل اليدوي والعمالة كلما قلت درجة الرافعة التشغيلية<sup>2</sup>. ومن خلال ما سبق يمكن تعريف الرافعة التشغيلية كمايلي:

#### 1-2- تعريف الرافعة التشغيلية

يمكن تعريف الرافعة التشغيلية على أنها الاستخدام المتاح للكلف التشغيلية الثابتة من أجل تعظيم تأثير التغيرات التي تحصل في المبيعات أو الربح التشغيلي أو ما يطلق عليه الأرباح قبل الفوائد والضرائب<sup>3</sup>. وتعرف كذلك على أنها المدى الذي يصل إليه استخدام التكاليف الثابتة في النشاط الاقتصادي الذي تمارسه المؤسسة.

<sup>1</sup> - بسام محمد الأغا، مرجع سابق، 2005، ص:77.

<sup>2</sup> - أسعد حميد العلي، مرجع سابق، 2010، ص:179.

<sup>3</sup> - عادل صالح الراوي ومحمد مزعل حميد، " أهمية الرافعة المالية والتشغيلية في تعظيم أرباح المشاريع الصناعية "، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، كلية الإدارة والاقتصاد، بغداد، مجلد 4، العدد 9، 2012، ص:313.

## 2-2- قياس درجة الرافعة التشغيلية

نظرا لاختلاف المؤسسات في استخدام الرافعة التشغيلية، لذا وجب استخدام آلية لقياس مستوى ودرجة الرفع التشغيلي والذي يرمز له بالرمز (DOL)، والتي تعرف على أنها:

"التغير النسبي في الأرباح التشغيلية (الأرباح قبل الفوائد والضرائب) الناتج عن التغير النسبي في إيرادات المبيعات"<sup>1</sup>، وبحسب كالاتي<sup>2</sup>:

$$DOL = \frac{Q(P - V_C)}{Q(P - V_C) - F_C}$$

حيث:

$DOL$ : درجة الرفع التشغيلي؛

$V_C$ : التكاليف المتغيرة للوحدة؛

$P$ : سعر البيع للوحدة؛

$Q$ : عدد الوحدات المباعة؛

$F_C$ : التكاليف الثابتة.

## 3- الرافعة المالية

تختلف المؤسسات في حجم استخدامها للقروض في هيكلها التمويلي وهذا وفقا لعدة معطيات، وينشأ عن استخدام القروض في هيكل تمويل المؤسسة ما يسمى بالرفع المالي.

### 3-1- تعريف الرفع المالي

- تعرف الرافعة المالية على أنها الاستخدام المحتمل للكلف المالية الثابتة من أجل تعظيم تأثير التغيرات التي تحصل في الأرباح التشغيلية<sup>3</sup>.

- أو هو نسبة الديون ضمن هيكل تمويل المؤسسة، أو نسبة استخدام الديون ذات التكلفة الثابتة<sup>4</sup>.

فعندما تقوم المؤسسة بالاستدانة واستثمار هذه الأموال في مشاريع مربحة تدر أرباحا تغطي التكاليف المالية للديون وتفوقها لتحقق فوائض تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية للأصل والأعباء المالية الناتجة عن القرض، مما يؤدي هذا إلى تحقيق فوائض ترفع من مردودية الأموال الخاصة ولهذا

<sup>1</sup> - أسعد حميد العلي، مرجع سابق، 2010، ص: 184.

<sup>2</sup> - عادل صالح الراوي ومحمد مزعل حميد، مرجع سابق، 2012، ص: 314.

<sup>3</sup> - المرجع نفسه، 2012، ص: 314.

<sup>4</sup> - محمد جاسم محمد، "علاقة نسبة الرفع المالي وتكلفة رأس المال في مؤشرات سوق الأوراق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، مجلد 10، تشرين 2، 2014، ص: 157.

سمي بأثر الرفع، كما يسمح أثر الرافعة المالية بتبيان مردودية الأموال الخاصة ( $r_{cp}$ ) ويعبر عن الصيغة الرياضية لأثر الرافعة بالشكل الآتي:

$$R_{CP} = \left\{ R_e + (R_e - i) \frac{D}{CP} \right\} (1 - IS)$$

حيث:

$(R_e - i)$ : الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة؛

$\frac{D}{CP}$ : الرافعة المالية ونقيس تركيبة الهيكل المالي؛

$(R_e - i) \frac{D}{CP}$ : أثر الرافعة المالية.

### 3-2- أشكال الرفع المالي

ويأخذ الرفع المالي أشكالا ثلاث تتمثل في الآتي<sup>1</sup>:

أ- الرفع المالي الجيد: وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الاموال المقترضة أكبر من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه إرتفاع العائد للملاك وزيادة نسبة العائد على الاصول وعلى حقوق الملكية

ب- الرفع المالي المتوسط: أين يكون العائد على الاموال المقترضة مساوياً لتكلفة الاقتراض مما يترتب عليه عدم إحداث أي تغير في العائد على الملاك وبقاء نسبة العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية ثابتة.

ج- الرفع المالي العكسي : والتي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أقل من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه إنخفاض معدل العائد على الاصول وانخفاض معدل العائد على حقوق الملكية.

وتعتبر كل من الرافعة المالية وتكلفة رأس المال من المحددات الأساسية لإختيار هيكل تمويل المؤسسة، حيث يؤثر كل منهما على الآخر، كما ان مختلف النظريات التي تناولت موضوع الهيكل المالي والاستدانة في المؤسسة انطلقت من هذين المفهومين لما لهم من تأثير على قيمة المؤسسة، وهو ما يتم تناوله في المبحث الموالي.

<sup>1</sup> - جميل حسن النجار، "مدى تأثير الرفع المالي على أداء الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين"، مجلة جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، مجلد 15، عدد 1، 2013، ص: 289.

## المبحث الثاني: نظريات الاستدانة والهيكل المالي في ظل غياب الضرائب، تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس.

بنيت هاته الدراسات النظرية انطلاقا من فرضيات بعيدة نوع ما عن الواقع العملي كغياب الضرائب وتكلفة الإفلاس الناجمة عن الإفراط في الاستدانة، مما فتح المجال واسعا امام كثير من الانتقادات كانت بمثابة بوادر لظهور العديد من الدراسات تكون أكثر انسجاما مع الواقع العملي، وسيتم تقسيم الدراسات التي تناولت هذا الطرح الى وجهتين، وجهة تقر بوجود هيكله مالية مثلى وأخرى تنفي ذلك.

### المطلب الأول: النظريات المؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل.

وتعتبر كل من نظرية صافي الربح والنظرية التقليدية أهم النظريات المؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة في حالة غياب الضرائب، تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس.

#### 1- نظرية صافي الربح (NI) Net Income

وتفترض هذه النظرية أن كل من تكلفة الاستدانة وحقوق الملكية ثابت لا يتغير بتغير نسبة الاستدانة، أي ارتفاع أو انخفاض في نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في معدل العائد على الإستثمار الذي يطلبه المقرضون أو الملاك، بمعنى زيادة نسبة الإقتراض تؤدي الى انخفاض تكلفة الأموال وارتفاع قيمة المؤسسة<sup>1</sup>، ونقوم نظرية صافي الربح على الفرضيات الآتية<sup>2</sup>:

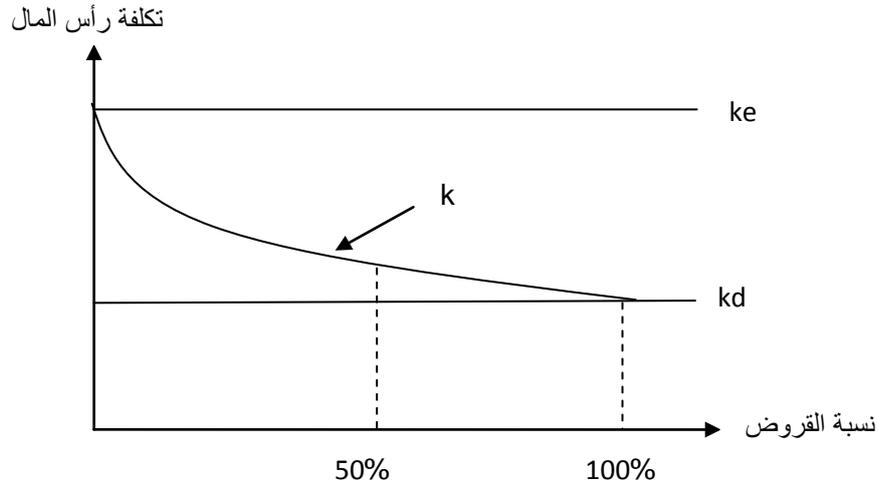
- معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين ومعدل عائد السندات والديون يبقى ثابت؛
- معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين اكبر من معدل العائد على السندات والديون؛
- ثبات حجم الإستثمار.

وبما أن تكلفة التمويل بالأسهم أكبر من تكلفة القروض فإن المؤسسة تلجا الى استعمال القروض في هيكلها المالي بأكبر نسبة ممكنة بهدف الوصول الى أدنى قيمة لتكلفة رأس المال، فحسب نظرية صافي الربح يكون الهيكل المالي للمؤسسة أمثل عندما تكون ممولة بالديون بصفة كاملة، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الآتي:

<sup>1</sup> - منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة الرابعة، 2000، ص: 635.

<sup>2</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، 2008، ص: 534.

الشكل رقم (1-1): العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاستدانة وفق نظرية صافي الربح .



المصدر: مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 31، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009، ص:183.

وكما يوضحه الشكل فإن تكلفة رأس المال حسب نظرية صافي الربح تتخفض كلما ارتفعت نسبة الديون في الهيكلة المالية، مما ينعكس بالإيجاب على قيمة المؤسسة والتي تكون في أقصاها لما تكون المؤسسة ممولة كلياً بالديون.

ولكن يعاب على مدخل صافي الربح تجاهله للعلاقة الطردية بين المخاطر التي يتعرض لها المالكين والمقرضين، والزيادة في نسبة الاستدانة<sup>1</sup>، أي عدم واقعية فرضيات المدخل من خلال: - ثبات العائد الذي يطلبه المساهمين والذي من المفترض أن يرتفع مع كل زيادة في الديون؛ - عدم واقية ثبات العائد على الديون، أي أن المقرضين يزيدون في أسعار الفائدة عند زيادة الاستدانة حفاظاً على مصالحهم، ولقد أدت هذه الانتقادات إلى ظهور مدخل آخر أطلق عليه المدخل التقليدي، وقد تبع نفس فكرة مدخل صافي الربح فيما يتعلق بوجود هيكل مالي أمثل.

## 2- النظرية التقليدية

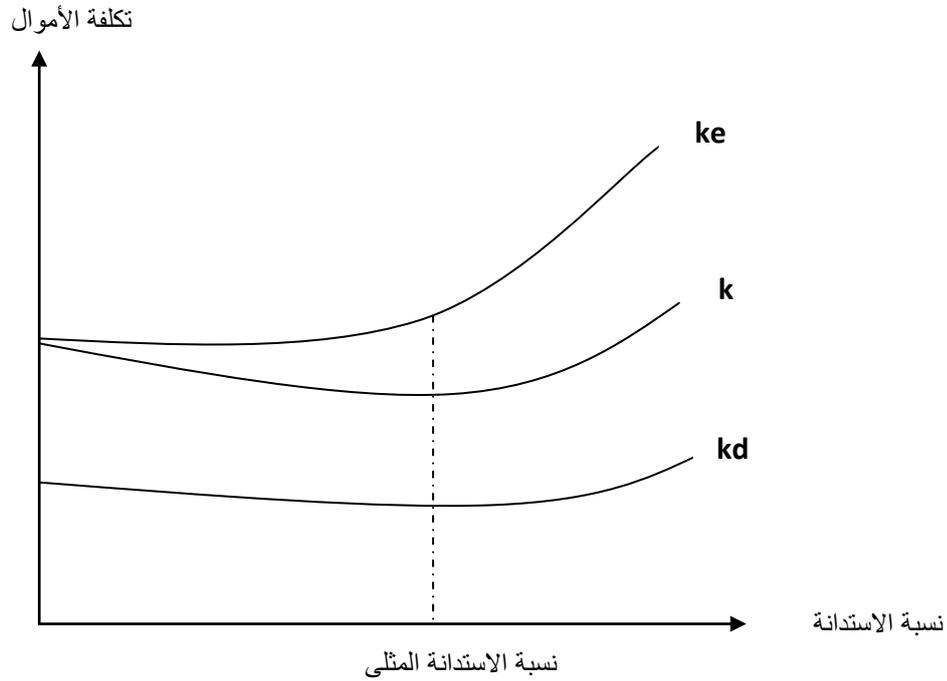
يؤكد مؤيدي هذه النظرية على وجود هيكل مالي أمثل ينشأ عند مستوى معين من الاستدانة عن نقطة اقتراض مثلى، عند تشكيلة مميزة من أموال الاقتراض والأموال المملوكة تجعل من تكلفة رأس المال عند حدها الأدنى، ومنه تكون قيمة المؤسسة في حدها الأقصى وذلك عند مستويات مناسبة من الرفع المالي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - زغيب مليكة، "علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية (دراسة نظرية تحليلية)" ، مجلة العلوم الإنسانية ، العدد 31، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009، ص:183.

<sup>2</sup> - Pierre Vernimmen, **Op-cit** , 2010, P:785.

وتفترض هذه النظرية ارتفاع تكلفة الأموال الذاتية بزيادة الديون وذلك بسبب المخاطر التي تنتجها الديون والتي سيتعرض لها المساهمون، ومنه فإن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين والذي يمثل تكلفة الأموال الذاتية يرتفع مع ارتفاع التمويل بالديون<sup>1</sup>، ويعتبر هؤلاء أن تكلفة الاستدانة تكون ثابتة<sup>2</sup>، إلى حد معين رغم ارتفاع حجم الاستدانة، لتبدأ في الارتفاع بزيادة الرافعة المالية وهذا لارتفاع معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين، وبالتالي تنخفض تكلفة رأس المال في البداية بشكل تدريجي مع زيادة نسبة الاستدانة، إلى أن تصل إلى حد معين يتغير فيه مسار تكلفة رأس المال نحو الارتفاع، كلما زاد حجم الاستدانة ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (1-2): العلاقة بين نسبة الاستدانة وتكلفة رأس المال وفق النظرية التقليدية .



المصدر: منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الرابعة، 2000، ص: 644.

حيث يوضح الشكل رقم (1-2) أنه توجد هيكلية مالية مثلى عند مستوى معين من الاستدانة، أين تكون تكلفة رأس المال في قيمتها الدنيا، والقيمة السوقية للمؤسسة في أعلى قيمة لها .

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق ، 2000، ص: 643.

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، الإدارة المالية (مدخل القيمة واتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 330.

## المطلب الثاني: النظريات المعارضة لوجود هيكله مالية مثلى

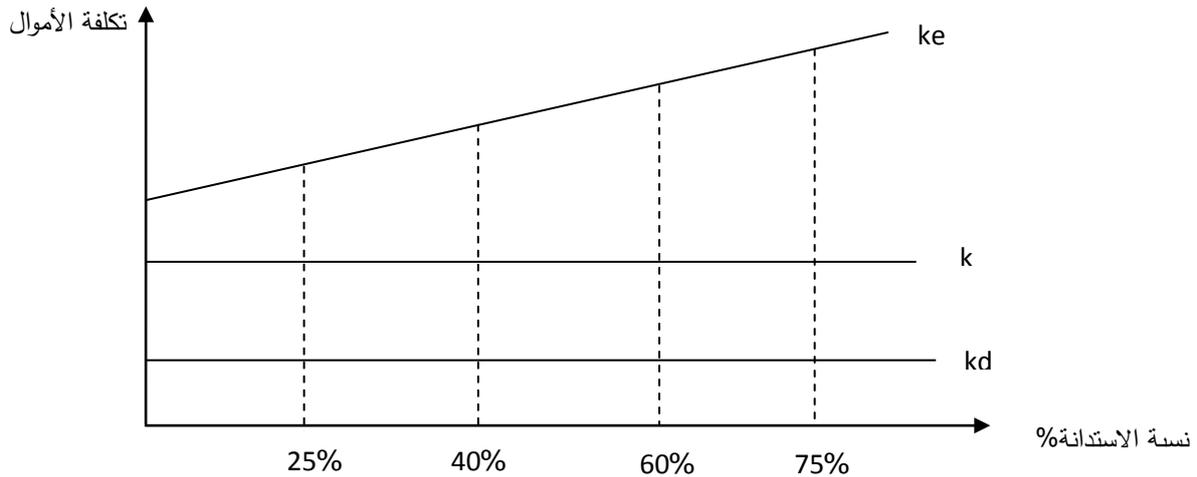
وأهم النظريات النافية لوجود هيكله مالية مثلى للمؤسسة في غياب الضرائب، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة نجد نظرية صافي ربح العمليات ومدخل موديقلياني وميلر وهو ما يتم تناوله في هذا المطلب.

### 1- نظرية صافي ربح العمليات

على عكس المدخلين السابقين، فإن مؤدي هذا المدخل يساندون انفصال الهيكل المالي عن قيمة المؤسسة، فقيمة المؤسسة مستقلة عن القرارات التمويلية ولا تتأثر بالتغيرات في الهيكل المالي، ويقوم هذا المدخل على الافتراضات الآتية<sup>1</sup>:

- تتحدد القيمة السوقية للمؤسسة بخصم ارباح العمليات؛
- التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة أيا كانت نسبة المديونية في المؤسسة.
- زيادة الاقتراض وما يصاحبها من زيادة المخاطر يؤدي الى مطالبة اصحاب الاسهم بزيادة معدل العائد المطلوب مما يؤدي الى زيادة تكلفة الملكية، ومن ناحية اخرى فان زيادة تكلفة الملكية يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاقتراض ناتج من زيادة الاعتماد على هذا المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبيا، ولهذا فمن المتوقع ان تظل تكلفة رأس المال ثابتة، فاعتماد المؤسسة على المصادر المنخفضة الكلفة يؤدي الى الغاء اثر الزيادة في كلفة التمويل، وبالتالي فقيمة المؤسسة لا تكون عرضة لاثر الهيكل المالي<sup>2</sup>، ويمكن توضيح ماسبق من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (1-3): العلاقة بين نسبة الاستدانة وتكلفة الأموال وفق مدخل صافي ربح العمليات.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005، ص: 104.

<sup>1</sup> - الحناوي محمد صالح و العبد جلال ابراهيم ، مرجع سابق ، 2006، ص: 323.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2004، ص: 199.

ومثلما يوضحه الشكل نلاحظ أن تكلفة رأس المال تبقى ثابتة بغض النظر عن نسبة الاستدانة على عكس تكلفة الأموال الذاتية التي ترتفع بارتفاع الديون نتيجة ارتفاع المخاطر التي يتعرض لها المساهمين، ويقابله انخفاض تكلفة الديون الأمر الذي يجعل تكلفة رأس المال ثابتة، ومنه ثبات قيمة المؤسسة، ومن بين الأعمال المؤيدة لاستقلالية قيمة المؤسسة عن هيكلها المالي ما جاء به موديقلياني وميلر .

## 2- مدخل موديقلياني وميلر

يعتبر موديقلياني وميلر من رواد النظرية المالية المعاصرة، إذ يشار إليهما على أنهما مؤسسا النظرية المالية الحديثة ويطلق على نظريتهما بنظرية الهيكل المالي، وهما يتفقان مع مدخل صافي ربح العمليات من حيث استقلالية قيمة المؤسسة عن هيكلها المالي<sup>1</sup>، ويقوم مدخل موديقلياني وميلر في ظل غياب الضرائب، تكلفة التبادل وتكلفة الإفلاس<sup>2</sup>، على الافتراضات الآتية:

- يمكن للمستثمرين الاقتراض دون قيود وبنفس الشروط التي تقتض بها المؤسسة،
  - السوق تسوده الكفاءة فالمستثمر يمكنه بيع وشراء ما يحتاجه من أوراق مالية مع إمكانية حصوله على كافة المعلومات والبيانات التي يحتاجها دون أي تكلفة؛
  - يمكن وضع المؤسسة في مجموعات على أساس درجات المخاطرة التي ينطوي عليها النشاط، وهو ما يعني وجود فئات مخاطرة متجانسة، حيث تتعرض كل مؤسسة داخل المجموعة لنفس درجة المخاطرة<sup>3</sup>؛
  - لا وجود للأرباح المحتجزة بمعنى توزيع كل الأرباح المحققة من طرف المؤسسة.
- وتقوم نظرية موديقلياني وميلر على أساس أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها، ومن ثم فمهما كانت تشكيلة الهيكل المالي فالقيمة الكلية للمؤسسة لا بد وأن تساوي القيمة الكلية للاستثمارات المكونة لها سواء تم تمويل هاته الاستثمارات من قروض أو من أموال ذاتية، وهذا يعني أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس على قرارات التمويل<sup>4</sup>.

ويُقسم موديقلياني وميلر نظريتهما في ظل غياب الضرائب، تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس إلى اقتراحين اثنين ويمكن شرحهما فيما يأتي:

## 2-1 الاقتراح الأول

حسب هذا الاقتراح فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستقل عن هيكلها المالي، فهي تتحدد بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار، يناسب خصائص الخطر

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سابق، 2004، ص:204.

<sup>2</sup> - Aswath Damodaran, **Op-cit**, 2007, P:748.

<sup>3</sup> - منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، 2005، ص:109.

<sup>4</sup> - عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سابق، 2004، ص ص:204-205 .

لشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة، وأن القيمة السوقية للمؤسسة هي انعكاس لقرارات الاستثمار وليس قرارات التمويل<sup>1</sup>، وهذا ما عبر عنه ميرتون ميلر (Merton Meller) بقوله<sup>2</sup>: "حجم البتزا غير مرتبط بكيفية تجزئتها"، ويمكن التعبير عن القيمة السوقية لأي مؤسسة تنتمي لنفس شريحة المخاطر وفق المعادلة الآتية:

$$V = \frac{NOI}{K_0}$$

حيث:

V: القيمة السوقية؛

K<sub>0</sub>: معدل الخصم؛

NOI: صافي الربح التشغيلي.

وطالما أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي، وأن ليس لذلك الهيكل تأثير على ربح العمليات، هذا يعني ضمناً أن تكلفة رأس المال لأي مؤسسة تنتمي لنفس شريحة المخاطرة سواء اعتمدت في تمويلها على الإقراض أم لا مستقلة عن هيكلها المالي، بمعنى أن تكلفتنا رأس المال لمؤسسة مستدينة وغير مستدينة متساويتان أي:

$$k_{eu} = k_t$$

حيث:

k<sub>eu</sub>: تكلفة الأموال الذاتية لمؤسسة غير مقترضة؛

k<sub>t</sub>: تكلفة رأس المال لمؤسسة غير مقترضة؛

وحسب هذا الطرح فإنه حتى وإن لم تتعادل قيمتي هاتين المؤسستين مؤقتاً، فإن المراجعة كفيلة بإعادة التوازن لهما.

## 2-1-1- المراجعة

تشير عملية المراجعة إلى أنه إذا اختلفت قيمة مؤسستين متماثلتين في كل شيء ماعداً في هيكلهما المالي، فإن اختلاف القيمة السوقية للمؤسستين سيكون اختلافاً مؤقتاً وإن عملية المراجعة تكون كفيلة بإعادة التوازن للمؤسستين، وتقوم عملية المراجعة على فكرة الرفع المالي الشخصي أو الداخلي والذي يعتمد عليه المستثمرون عند القيام بعملية المراجعة<sup>3</sup>، ذلك أن المستثمر في المؤسسة المستدينة يمكنه

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2008، ص: 556.

<sup>2</sup> - Pierre vernimmen, Op-cit, 2010, P: 565.

<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سابق، 2006، ص: 339.

تحقيق نفس العائد بقدر أقل من الاستثمار دون تحمل مخاطرة إضافية، نظراً لقدرة الاقتراض بنفس معدلات الفائدة التي تستطيع بها المؤسسات الاقتراض<sup>1</sup>، على ضوء هذا المضمون فإن عملية المراجعة تتحقق كالاتي<sup>2</sup>:

أ - عندما تكون القيمة السوقية للمؤسسة المرفوعة (المقترضة) عالية

- يقوم المستثمر ببيع كل استثماراته ( كل أسهمه) في المؤسسة المقترضة؛

- يفترض المستثمر أموالاً تتناسب واستثماراته في المؤسسة المقترضة؛

- يقوم المستثمر بشراء أوراق مالية ( استثمارات) في المؤسسة غير المقترضة بما يساوي حصته من حقوق الملكية في الشركة المقترضة؛

- إذا ما تمت عملية التزجيج، فإن المستثمر سوف يحقق عائد على استثماراته في المؤسسة غير

المقترضة يساوي ذات العائد الذي يتحقق له في المؤسسة المقترضة ولكن باستثمار أقل عما كان

يستثمر سابقاً.

ب- عندما تكون القيمة السوقية للمؤسسة غير المرفوعة ( مؤسسة غير المقترضة) عالية:

- يسعى المستثمر إلى بيع كل استثماراته في المؤسسة غير المقترضة؛

- يقوم المستثمر بشراء استثمارات في المؤسسة المقترضة وبما يعادل حصته في المؤسسة غير المقترضة؛

- إذا ما تمت العملية، فإن المستثمر سوف يحقق نفس العائد في المؤسسة المقترضة ولكن بمقدار أقل

من الاستثمارات، أو أنه يحقق عائد أكبر على نفس استثماراته السابقة.

ولتوضيح عملية المراجعة أكثر نأخذ المثال العددي الآتي:

2-1-2 مثال عددي<sup>3</sup>

ليكن لدينا الجدول رقم ( 1-1) والذي يخص مؤسستين A و b، المؤسسة الأولى مستدينة والثانية غير مستدينة.

<sup>1</sup> - منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، 2005، ص: 126.

<sup>2</sup> - حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق، عمان، الأردن ، 2004، ص ص: 794-795.

<sup>3</sup> - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق ، 2008، ص ص: 559-561.

الجدول رقم (1-1): مثال عددي عن عملية المراجعة.

B	A	
0	300 000	D
%0	%10	$k_d$
150 000	150 000	NOI
%16	%16	$k_e$
150 000	150 000	NOI
0	30 000	$k_d \cdot D$
150 000	120 000	صافي ربح الملاك=
%16	%16	$k_e /$
937 500	750 000	=E
0	300 000	D+
937 500	1 050 000	V=
%16	%14.2	K
%0	%40	D/E

المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان، الطبعة الثانية، 2008، ص: 559.

حيث:

E: الأموال الذاتية؛

D: الديون؛

V: القيمة السوقية للمؤسسة؛

NOI: صافي ربح العمليات؛

K: تكلفة رأس المال؛

$k_d$ : تكلفة الديون؛

$k_E$ : تكلفة الأموال الذاتية.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن للمؤسستين، A و B نفس الخصائص ماعدا الهيكلة المالية، والقيمة السوقية للمؤسسة A أكبر من القيمة السوقية للمؤسسة B .

ولنفرض وجود مستثمر في الشركة A كان يستثمر 20% من أسهمها المصدرة ، عملية المراجعة تحصل لما:

-يقوم المستثمر ببيع كل ما يملكه من أسهم المؤسسة A،  $Um150000 = 0.20 * 750000$ .

-يفترض المستثمر مبلغا بنفس نسبة الاق بتأض في المؤسسة A أي 40% وبنفس التكلفة أي 10%،  
 فيصبح المبلغ المقترض:  $Um.60.000=0.40*150.000$   
 -المبلغ الذي يملكه المستثمر الآن هو:  $Um.210.000=60.000+150.000$   
 -يشترى المستثمر 20% من المؤسسة B أي:  $0.20*937500=187500$ .  
 -المبلغ المتبقي لدي المستثمر بعد الاستثمار هو:  $Mu22500=187500-210000$ .  
 -العائد الذي كان يحققه المستثمر هو:  $UM24000=0.16*150000$ .  
 -والعائد الذي يحققه بعد التغيرات الجديدة هو:  $Um30000=0.16*187500$ .  
 -وبالتالي يدفع المستثمر الفائدة على الديون:  $Um6000=0.10*60000$ .  
 -يبقى للمستثمر:  $Um24000=6000-30000$ ، وهو نفس العائد الذي كان يحققه المستثمر في المؤسسة A.

ويلاحظ من التحليل أعلاه، أن المستثمر في المؤسسة الم ستدينة وهي ذات قيمة سوقية أعلى يستطيع أن يبيع حصته فيها ويشترى نفس الحصة في المؤسسة غير الم ستدينة وذات القيمة السوقية أقل، محققا نفس العائد الذي كان يحققه في المؤسسة الأولى ولكن باستثمار مبلغ اقل مما كان يستثمره في المؤسسة الأولى.

## 2-2- الاقتراح الثاني

ينبثق الاقتراح الثاني الذي قدمه موديفلياني وميلر من اقتراحهم الأول، ويتضمن هذا المقترح أن معدل العائد المطلوب من طرف ملاك مؤسسة ذات رفع مالي تعتمد على<sup>1</sup>:

- كلفة العائد المطلوب من مؤسسة لا تعتمد على الديون وتتنمي إلى نفس شريحة المخاطرة؛  
 -كلفة التمويل؛  
 -نسبة الرفع المالي.

وانطلق موديفلياني وميلر في تحليلهما من الصياغة الرياضية لتكلفة رأس المال:

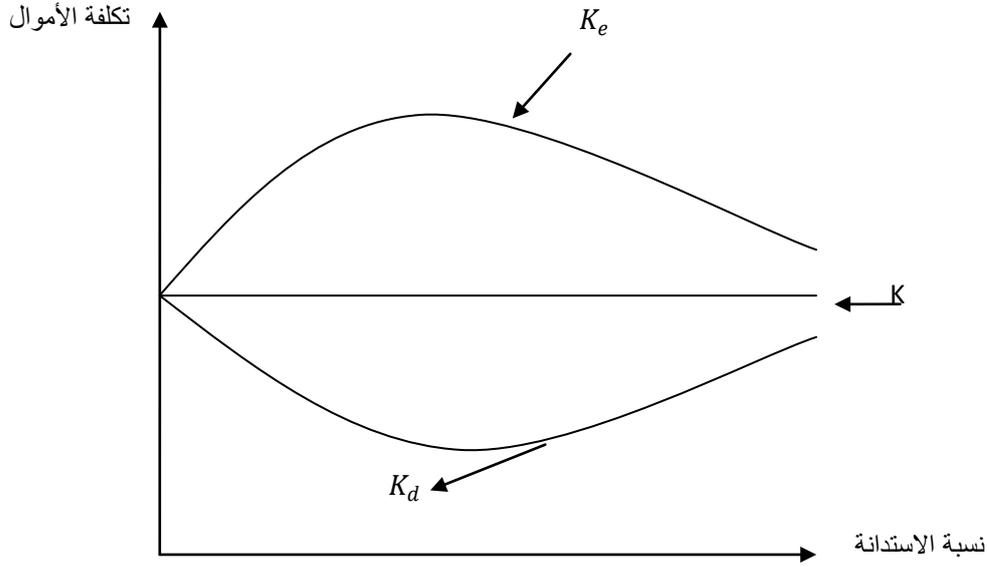
$$K = k_e \frac{E}{E + D} + k_d \frac{D}{E + D} \Rightarrow k_e = K + (K - k_d) \times \frac{D}{E}$$

ويقتضي الاقتراح الثاني لموديفلياني وميلر أن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين في المؤسسة الم ستدينة يساوي معدل العائد المطلوب من قبل مؤسسة مماثلة وتتنمي لنفس شريحة المخاطرة ولكنها غير مستدينة، إضافة إلى بدل المخاطرة الذي يتحدد بالفرق بين تكلفة رأس المال وتكلفة الديون مضروبا في نسبة الاستدانة إلى حق الملكية، لتعويض المخاطرة المالية الناجمة عن الاستدانة<sup>2</sup>.  
 ويمكن توضيح الاقتراح الثاني لموديفلياني وميلر من خلال الشكل الآتي:

<sup>1</sup> - محمد قاسم خصاونة ، أساسيات الإدارة المالية ، دار الفكر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2011، ص: 204 .

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العبد ، مراجع سابق، 2006، ص: 243.

الشكل رقم (1-4): العلاقة بين نسبة الاستدانة وتكلفة الأموال في ظل الاقتراح الثاني لموديقلياني وميلر.



المصدر: الحناوي محمد صالح وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، الدارالجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 371.

كما يظهر من خلال الشكل أن زيادة الاستدانة في هيكل تمويل المؤسسة سوف يترتب عليه ارتفاع في تكلفة أموال الملكية، وهو ما يعني ضمناً ارتفاع تكلفة رأس المال، غير إن الاعتماد على الاستدانة (مصدر تمويل رخيص التكلفة)، سوف يعوض الارتفاع في تكلفة رأس المال تماماً، ولذلك ستظل ثابتة. ورغم سلامة مدخل موديقلياني وميلر من الناحية النظرية إلا أن ما يعاب عليه إغفاله الكثير من الأمور الموجودة في الحياة العملية مثل الضرائب وكلفة الإفلاس، وهذا ما نتج عنه النظرية المصححة لموديقلياني وميلر.

### المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالية في وجود الضرائب، تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس.

بعد ثبوت صعوبة تجسيد فرضيات النموذج الأول على أرض الواقع، خاصة تلك المتعلقة بعدم وجود ضرائب، ما أدى بالباحثين تدريجياً إلى إدخال كل من الضرائب وتكلفة الإفلاس كعوامل مؤثرة في تكلفة رأس المال، مما تجسد عنه ظهور مجموعة من النظريات في ظل الفرضيات الجديدة.

#### المطلب الأول: أثر وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس على الهيكل المالي للمؤسسة

بعد الانتقادات الموجهة لنظرية موديقلياني وميلر الأولى لسنة 1958، وهو ما تجسد في نظريتهما الجديدة لعام 1963، أدرك موديقلياني وميلر أن اعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها التمويلي يسبب أثراً إيجابياً يتمثل في الوفرة الضريبية وآخر سلبي يتمثل في كلفة الإفلاس.

#### 1-مدخل مودغلياني وميلر في ظل وجود الضرائب

يتحقق الوفرة الضريبية نتيجة اعتماد المؤسسة على الديون، فاعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها التمويلي ينتج عنه انخفاض في تكلفة رأس المال مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا نظراً لاعتبار فائدة الديون مصاريف تتحملها المؤسسة قبل أن تخضع للضريبة، لذلك نجد أن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة أعلى من القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة بمقدار الوفرة الضريبية<sup>1</sup>. واعتبر ماسيليس (Masulis) 1988، الأثر الجبائي للاستدانة المحدد الأول للهيكل المالي، نظراً لخاصية الاقتصاد في الضريبة بسبب الفوائد المالية الناجمة عن الاستدانة، استناداً إلى الفرضية القائلة بأن المؤسسة المحققة لمردودية لا بد لها من تفضيل الاستدانة للتخفيف من العبء الضريبي<sup>2</sup>. ويقسم موديقلياني وميلر نظريتهما في ظل غياب الضرائب إلى اقتراحين، ويمكن شرحهما فيما يأتي:

#### 1 1- الاقتراح الأول

يقضي هذا الاقتراح أن القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة في ظل وجود الضريبة تزيد عن القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير مستدينة، بمقدار القيمة الحالية للوفرات الضريبية الناجمة عن الاستدانة، وأن الفرق بين قيمتي المؤسستين لا يزيد ولا يقل عن القيمة الحالية للوفرات الضريبية، والملاحظ أن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تزداد باستمرار مع زيادة الاقتراض في الهيكل التمويلي طالما كان معدل الضريبة

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2008، ص: 568.

<sup>2</sup> عبد الوهاب دادن، " الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة " ، مجلة الباحث، العدد 07، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2009-2010، ص: 317.

على دخل المؤسسة موجب شريطة أن تحقق المؤسسة أرباح ولا تستفيد من الإعفاءات الضريبية<sup>1</sup>، وتعطى قيمة المؤسسة المستدينة بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$V_l = V_u + \tau D_l$$

حيث:

$V_l$  : القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة ؛  $V_u$  : القيمة السوقية لمؤسسة غير مستدينة؛  
 $\tau D_l$  : القيمة الحالية للوفر الضريبي.

## 2-1 الاقتراح الثاني

يقضي هذا الاقتراح بأن تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مستدينة، تساوي تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة تنتمي لنفس شريحة الخطر مضافا إليها علاوة خطر ناجمة عن الاستدانة تتحدد على أساس الفرق بين تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة وتكلفة الاستدانة، معدل الضريبة على أرباح الشركات، وكذلك نسبة الرفع المالي في المؤسسة<sup>3</sup>، ويمكن توضيح هذا الاقتراح من خلال المعادلة الآتية:

$$K_e = K_e^* + (K_e^* - i) \frac{D}{E} (1 - i)$$

حيث:

$K_e$  : معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين لمؤسسة مستدينة؛  
 $K_e^*$  : معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين لمؤسسة غير مستدينة؛  
 $i$  : معدل الفائدة على الديون .

وبالتالي فإن تكلفة الأموال الخاصة ترتفع مع زيادة اعتماد المؤسسة على الاستدانة ولكن بصورة أقل مما كانت عليه في حال غياب الضرائب.  
 أي أن قيمة المؤسسة ترتفع كلما اعتمدت المؤسسة أكثر على الاستدانة، لأن هذا سيؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال، والتي تعطى بالعلاقة التالية :

$$K = K_e \frac{E}{E+D} + \frac{D}{E+D} (1 - i) K_d$$

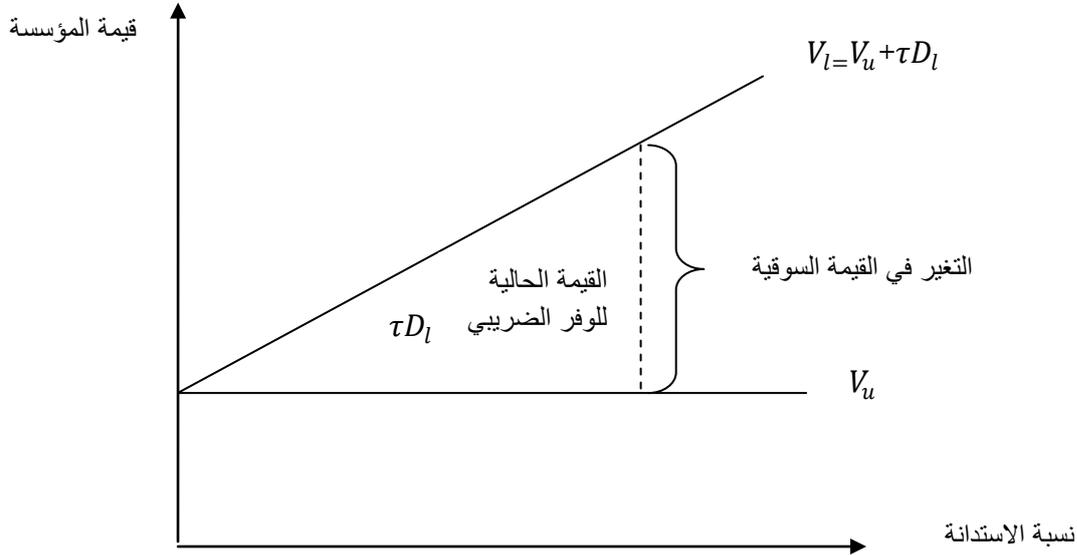
<sup>1</sup> - محمد زيدان وجمال قدام، "اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر-دراسة قياسية للفترة 2011-2013"، مجلة روى اقتصادية، جامعة الواد، الجزائر، العدد 9، ديسمبر 2015، ص:128.

<sup>2</sup> - مليكة زغيب ، مرجع سابق ، 2009، ص:160.

<sup>3</sup> - منير ابراهيم هندي، مرجع سابق ، 2005، ص:160.

إن حسب موديقلياني وميلر فإن القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة أكبر منها في المؤسسة الغير مستدينة بمقدار القيمة الحالية للوفر الضريبي مثلما يوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (1-5): تأثير الضرائب على القيمة السوقية للمؤسسة وفق مدخل موديقلياني وميلر.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، 2008، ط2، ص:571.

وكما يوضحه الشكل رقم (1-5) أن للضريبة أثر إيجابي على قيمة المؤسسة المقترضة، وكلما زادت نسبة الديون في الهيكل المالي كلما زاد هذا الأثر والمتمثل في الوفر الضريبي، ومنه الوصول إلى هيكل مالي أمثل يعظم قيمة المؤسسة.

إلا أن طرح موديقلياني وميلر لم يستمر طويلا، عندما تناول ميلر سنة 1977 ما يسمى بالضريبة الشخصية المفروضة على دخل المستثمر وأثرها على الهيكل المالي.

## 2- ميلر وأثر الضريبة الشخصية على الهيكلة المالية

توصل ميلر (1977) Miller إلى أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي وهذا حتى في ظل وجود الوفر الضريبي، وهذا بسبب إدخال عامل آخر يتمثل في الضريبة الشخصية سواء تلك التي يتحملها المساهمون على دخولهم من تلك الأسهم أو تلك التي يتحملها المقرضون على سنداتهم، ووفقا لميلر فإن قيمة المؤسسة في ظل خضوع المستثمرين (حملة الأسهم والسندات) للضريبة الشخصية تحسب بالعلاقة الآتية<sup>1</sup>:

$$V_L = V_u + \left(1 - \frac{(1-t)(1-t')}{(1-t'')}\right) \times D$$

حيث:

<sup>1</sup> - منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، 2005، ص: 189.

$V_L$ : قيمة المؤسسة المستدينة؛  $V_U$ : قيمة المؤسسة الغير مستدينة ؛

$t$ : معدل الضريبة على أرباح الشركات ؛  $t'$ : معدل الضريبة على دخل حملة الأسهم ؛

$t''$ : معدل الضريبة على دخل حملة السندات .

وقد توصل ميلر إلى الاستنتاجات الآتية:

- عندما يكون معدل ضريبة حملة الأسهم أقل من الضريبة على دخل حملة السندات فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المتولدة عن الاستدانة سوف ترتفع وترتفع قيمة المؤسسة والعكس بالعكس.

- في حالة غياب الضرائب على الشركات وعلى دخل المستثمرين أي:  $t' = t = t'' = 0$ ، فإن قيمة الوفورات الضريبية تساوي الصفر مما يدل على حيادية أثر الاستدانة على قيمة المؤسسة .

- في حالة غياب الضرائب على دخل المستثمرين أي:  $t' = t'' = 0$ ، أو تساوي معدل الضريبة على دخل حملة الأسهم مع معدل الضريبة على دخل حملة السندات أي:  $t' = t''$ ، فإن قيمة الوفورات الضريبية تساوي:  $t \times D$  وهو مقدار الزيادة في القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة عنه في مؤسسة غير مستدينة .

- في حالة غياب الضرائب على حملة الأسهم فإن قرار تشكيل الهيكل المالي يعتمد على المعدلين:  $t, t''$ ، وإذا كانت  $(t < t'')$ ، فإن الاستدانة تؤثر بالسلب على الوفورات الضريبية ومنه على قيمة المؤسسة.

يعرض ارتفاع المديونية بشكل كبير في المؤسسة إلى خطر الإفلاس وهو ما استبعده كل من موديقلياني وميل في تحليلهما السابق، فما هي التأثيرات الناتجة عن وجود تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة؟ .

### 3-التأثيرات الناتجة عن وجود تكلفة الإفلاس

أحيانا تعطي الاستدانة للمؤسسة أثر إيجابي من حيث الرافعة المالية الموجبة، ومن حيث ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة بالقدر التي تحققه من الوفورات الضريبية، ولكن عند الاستدانة إلى حد معين، يؤدي الى ظهور مخاطر الإفلاس مصطحبة معها تكاليف الإفلاس، وتعود هذه التكاليف إلى التكاليف التي تتحملها المؤسسة التي تواجه صعوبات في قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه الغير<sup>1</sup>، و يرجع هذا إلى عدم قدرة المؤسسة في تسديد قيمة القروض و الفوائد في تواريخ الاستحقاق مما يعطي الحق للمقرضين لاتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة.

<sup>1</sup> - عبد الوهاب دادن، مرجع سابق، 2009-2010، ص:317.

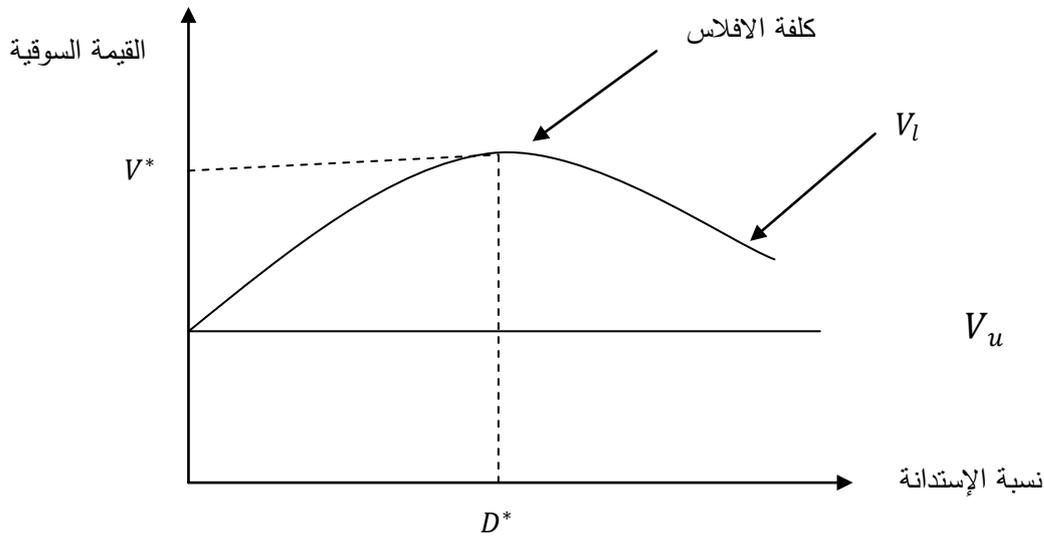
## 3-1 مضمون تكلفة الإفلاس

عرف اتمان ( 1984 ) ATTMAN نوعين من تكاليف الإفلاس تكاليف مباشرة وأخرى غير مباشرة<sup>1</sup>، وتتعلق التكاليف المباشرة بعملية التصفية (تكاليف الإجراءات القانونية والإدارية) والخسائر الناجمة عن بيع أصول المؤسسة بأقل من قيمتها الدفترية، أما التكاليف غير مباشرة تتمثل أساسا في الانخفاض المحتمل في الأرباح نتيجة عدة أسباب منها ارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضون أو ارتفاع حجم الفوائد نتيجة زيادة الأموال المقترضة إضافة عن الخسائر الناجمة عن فقدان ثقة الممولين والموردين (تكاليف الصورة أي المصدقية المالية والتجارية)<sup>2</sup>.

## 3-2 تأثير تكلفة الإفلاس على المقرضين وعلى المساهمين

يدرك المقرضون أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس في حالة حدوثه، إذ قد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم، لذلك يقومون من البداية بنقل تلك التكاليف إلى المساهمين تحسبا لوقوع الإفلاس، مما يترتب عليه تحمل المساهمين لمخاطر الإفلاس لوحدهم<sup>3</sup>، وقيام المقرضين بنقل تكاليف الإفلاس إلى المساهمين يعني أنهم أصبحوا يتحملون تكاليف الإفلاس لوحدهم، وهكذا كلما زاد حجم الاستدانة زادت تكلفة الإفلاس وعليه يحصل ارتفاع في تكلفة رأس المال الأمر الذي يسبب انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة<sup>4</sup>، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (1-6): العلاقة بين نسبة الاستدانة وقيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس.



المصدر: الزبيدي حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق، عمان، الأردن 2004، ص: 815.

<sup>1</sup> - Zane Swanson et others, The Capital Structure Paradigm: Evolution of Debt/Equity Choices, Praeger, London, 2003, P:68.

<sup>2</sup> - يوسف قريشي وبن الساسي الياس، مرجع سابق، 2011، ص: 414.

<sup>3</sup> - منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، 1998، ص: 251.

<sup>4</sup> - يوسف قريشي وبن الساسي الياس، مرجع سابق، 2011، ص: 415.

ويبين الشكل رقم (1-6) أنه كلما زادت نسبة الاستدانة عن المستوى  $D^*$ ، كلما انخفضت قيمة المؤسسة، وهذا بسبب ظهور تكلفة الإفلاس ثم ترتفع الأمر الذي يسبب ارتفاع تكلفة رأس المال والذي بدوره يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، أي أن القيمة السوقية للمؤسسة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.

أي أن قيمة المؤسسة حسب موديليانى وميلر بإدخال الوفورات الضريبية و في ظل وجود تكلفة الإفلاس تتحول إلى العلاقة الآتية:

$$V_l = V_u + \tau D_l - VAECF$$

حيث:

$VAECF$ : القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.

### المطلب الثاني: نظرية التوازن

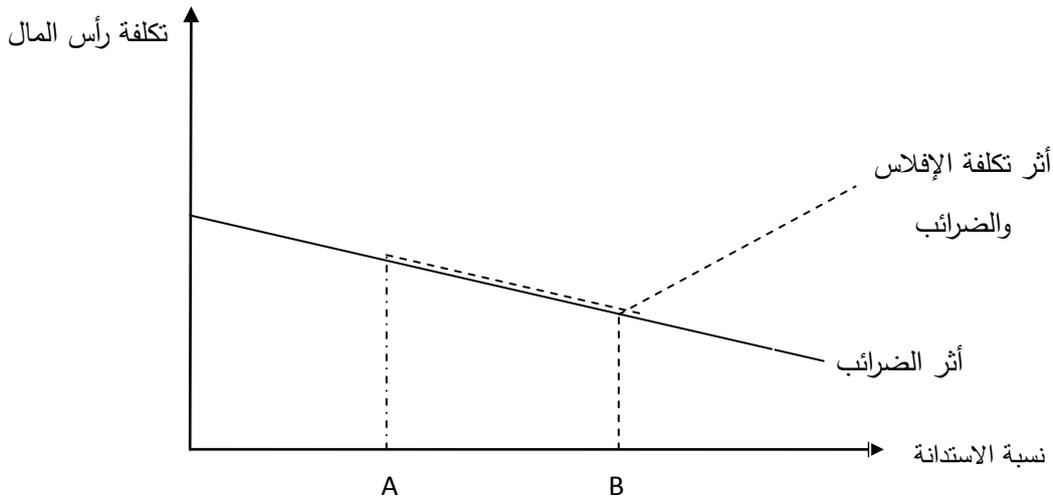
تفترض نظرية التوازن للهيكل المالية أو نظرية (TOT) Trade-off Theory، والتي تفاضل بين التكلفة والمردود<sup>1</sup>، وجود نسبة استدانة مثلى تنشأ كمحصلة للتأثير السلبي والإيجابي لأثر الاستدانة، وقد عرفت النظرية مرحلتين، حيث تطرقت المرحلة الأولى إلى محصلة التوازن بين الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس، بينما في المرحلة الثانية تم إدخال ما يسمى بتكاليف الوكالة.

### 1- نظرية التوازن في ظل إضافة تكاليف الإفلاس

تبين مما سبق أن زيادة نسبة الاستدانة بالهيكل المالي يترتب عليها أثرين متضادين على تكلفة رأس المال و قيمة المؤسسة، حيث تؤدي زيادة نسبة الاقتراض إلى تخفيض تكلفة الأموال بسبب الوفورات الضريبية و من ثم زيادة قيمة المؤسسة، من ناحية أخرى يترتب عليها تزايد احتمال الإفلاس و ما صاحبه من تكاليف مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال و من ثم انخفاض قيمة المؤسسة، وبالتالي يتحقق الهيكل المالي الأمثل بالموازنة بين التأثير الإيجابي للوفر الضريبي وتكاليف الإفلاس، وللتوضيح أكثر نقترح الشكل الآتي:

<sup>1</sup> - توفيق عبد الجليل، "أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 3، ماي 2014، ص:390.

الشكل رقم (1-7): العلاقة بين نسبة الاستدانة وتكلفة رأس المال في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس.

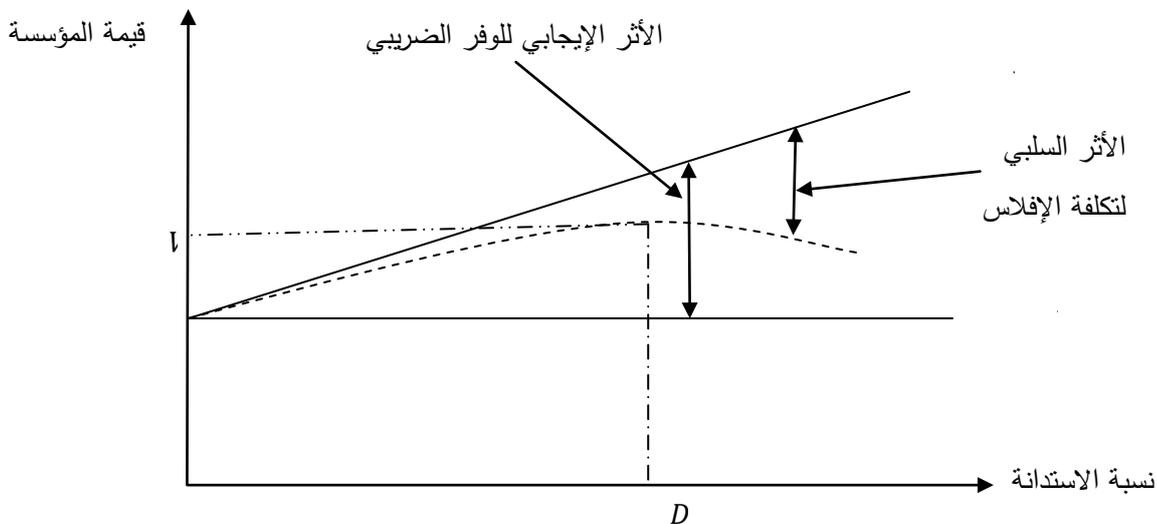


المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، عمان، 2005، ص:175.

يتضح أنه في حالة عدم وجود مخاطر الإفلاس فإن تكلفة رأس المال تعرف انخفاض مستمر كلما زادت نسبة الاستدانة بسبب تأثير الوفورات الضريبية، وفي حالة وجود الضرائب و تكاليف الإفلاس تعرف تكلفة رأس المال في البداية انخفاض حتى تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة A، لكن بعد النقطة A تبدأ تكاليف الإفلاس تظهر غير أن حجمها أقل من الوفورات الضريبية و عليه تستمر تكلفة رأس المال في الانخفاض و ذلك بمعدل أقل مما سبق إلى أن تصل النسبة إلى النقطة B عند هذه النقطة تفوق تكاليف الإفلاس قيمة الوفورات الضريبية مما يؤدي بتكلفة رأس المال إلى الارتفاع.

الهيكل المالي الأمثل في وجود الضرائب و تكاليف الإفلاس يتحدد بالنقطة التي تكون عندها تكلفة رأس المال في حدها الأدنى (النقطة B). والشكل الموالي يوضح ذلك

الشكل رقم (1-8): نسبة الاستدانة وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق، الطبعة الثانية، 2008، ص:574.

ومن خلال الشكل رقم ( 2-7) تعتبر  $D$  الاستدانة المثلى والتي عندها تتساوى القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس (كمتغير سلبي) والقيمة الحالية للوفر الضريبي (كمتغير ايجابي) أين تكون فيها القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى قيمة لها في ظل مستوى أدنى لتكلفة رأس المال .

## 2- نظرية التوازن في ظل إضافة تكاليف الوكالة

بعد انفصال التسيير عن الملكية أصبح يُنظر للمؤسسة على أنها مجموعة من العقود بين أعضاء الفريق (مسيرين، مساهمين ودائنين) وكل عضو يسعى لتحقيق مصالحه الشخصية وبالتالي التخلي عن فرضية عدم التضارب بين مصالح مختلف الأعوان الاقتصاديين والذين لهم علاقة بنشاط المؤسسة مما أدى إلى ظهور نظرية الوكالة .

## 2-1- مضمون نظرية الوكالة

تعتمد نظرية الوكالة على العلاقات القانونية (التعاقدية) التي تحكم أطراف عقد الوكالة (علاقة الموكل/الوكيل) إذ يلتزم الوكيل برعاية مصالح الموكل وبالتالي ينظر للمؤسسة على أنها ائتلاف لعدد من علاقات الوكالة مثل علاقة الإدارة بالمالكين، علاقة الإدارة بالعاملين وعلاقة المساهمين بالمدقق الخارجي<sup>1</sup>.

علاقة الوكالة هي عقد بموجبه يقوم الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل للقيام بمهام معينة نيابة عنه وباسمه فيما يتعلق بالمؤسسة، هذه العلاقة توجد بين الملاك والمساهمين أو أي مقرض آخر، وقد تكون بين المدراء و المسيرين، إلا أن هذه العلاقة تتميز بالتعارض، حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر، وبالتالي تحاول نظرية الوكالة التي جاء بها كل من جونسون وماكلين Jensen et Meckling (1976) لتقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مفاده " أن كل عون اقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة"<sup>2</sup>.

## 2-2- فروض نظرية الوكالة

تقوم نظرية الوكالة على الفرضيات الآتية:

- ليس بالضرورة أن تتطابق أهداف المسيرين (المدراء) مع المساهمين (الملاك) وعدم تساوي المتعاملين في الحصول على المعلومة حول المؤسسة ومحيطها؛

<sup>1</sup> - صبيحة قاسم هاشم، مرجع سابق، 2015، ص:69.

<sup>2</sup> - الياس بن الساسي و يوسف قريشي، مرجع سابق، 2011، ص:418.

- تحدث نظرية الوكالة التناقض بين المساهمين والمسيرين ، وبين المساهمين والمقرضين .  
وتصنف تكاليف الوكالة التي تنشأ بين المسيرين والمالكين إلى ثلاث أصناف وهي<sup>1</sup>:
- **تكاليف المراقبة:** والتي يتحملها الموكل من أجل التحقق من أن المسير يقوم بتحقيق مصلحته أي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة؛
- **تكاليف البرهنة:** والتي تتجسد في قيام المسير بإبراز نوعية تسييره الجيد للمالكين، من خلال المؤشرات التي يظهرها والتي تبرهن على حسن تسييره؛
- **التكاليف الباقية:** هي الفارق بين الخسائر المحتملة بسبب السلوك غير الرشيد للوكيل من جهة ومجموع تكاليف البرهنة والمراقبة من جهة أخرى، أو هي تلك التي تتجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة للمسير .
- وحسب نظرية يانسن وماكلاين ( Jensen et meckling (1976) يسعى المسيريون إلى نقل مستوى مخاطرة المؤسسة لصالح المساهمين ما من شأنه الإضرار بمصلحة المقرضين، وكمثال على ذلك إذا كانت المؤسسة استثمارات قائمة وقررت الإدارة تنفيذ استثمارات جديدة لكن بمخاطر أعلى من مخاطر الاستثمارات القائمة، وحاولت تمويلها عن طريق إصدار سندات، فإنها تفشل ما لم تكن لتلك السندات معدلات فائدة أعلى من معدلات السندات السابقة، وإذا ما تحقق ذلك يصبح من المتوقع هبوط القيمة السوقية للسندات القائمة، ما من شأنه أن يلحق ضرراً بالدائنين القدامى، لكن إذا ما حقق تنفيذ المشروع أرباحاً أكثر من المتوقع، فالمستفيد الوحيد هو المساهم، ذلك لأن نصيب الدائنين محدد مسبقاً بنسب الفوائد، وفي حالة تحقيق المشروع للفشل أدى إلى تصفية المؤسسة، فإن جانبا من الخسائر الناجمة عن ذلك قد يتحمله الدائنون القدامى والجدد على حد سواء<sup>2</sup>.
- وبإضافة تكلفة الوكالة إلى كل من الوفر الضريبي وتكلفة الإفلاس، يمكن المقارنة بين القيمة السوقية لمؤسستين إحداهما مستدينة والأخرى غير مستدينة كالتالي<sup>3</sup>:

$$V_L = V_I + \tau D - VAECF - VACA$$

حيث: VACA تمثل تكلفة الوكالة.

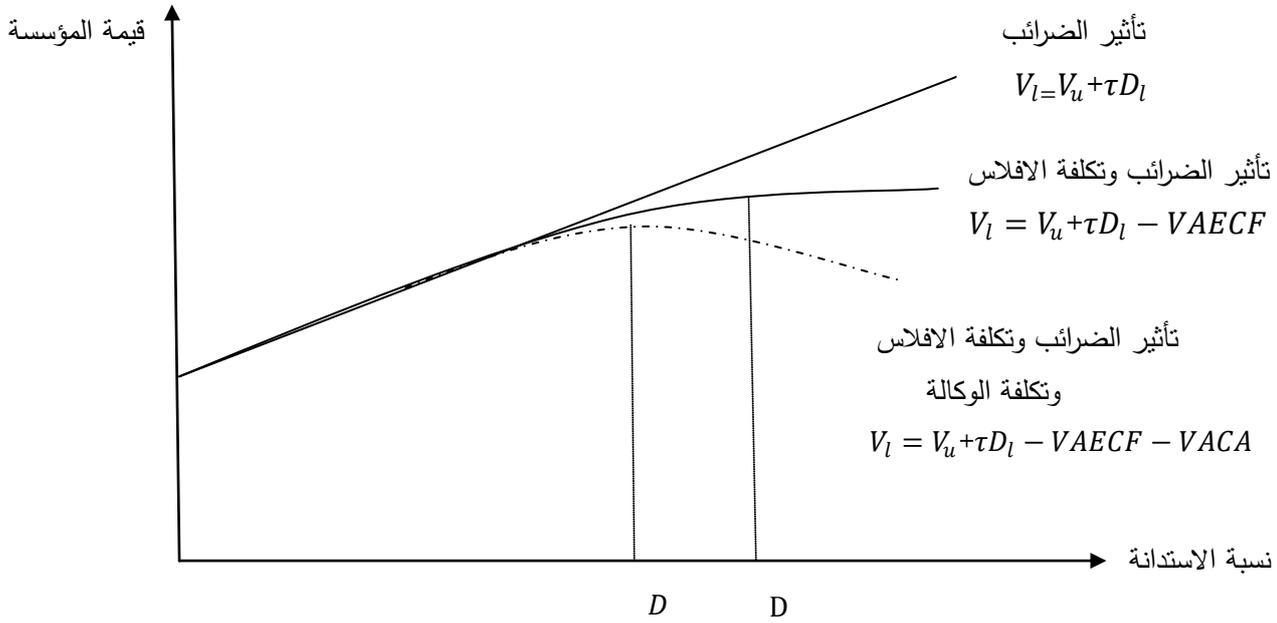
ومن خلال الشكل الموالي يمكن توضيح كيف تصبح قيمة المؤسسة في حالة إضافة تكلفة الوكالة إلى كل من تكلفة الإفلاس والوفر الضريبي.

<sup>1</sup>- Samira Rifki et Abdessadeq Sadeq, op-cit, 2001, P:47.

<sup>2</sup>- Zane Swanson et others, Op-cit, , 2003, P:68.

<sup>3</sup> - محمد زيدان وجمال قدام، مرجع سابق، 2015، ص:132.

الشكل رقم (1-9): العلاقة بين نسبة الاستدانة وقيمة المؤسسة في ظل خضوعها للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، المكتب العربي الحديث، 2000، ص: 673 .

ويوضح الشكل رقم (1-9) الحالات الثلاث للهيكل المالي والذي من شأنه تعظيم قيمة المؤسسة كالاتي:

- حالة وجود ضرائب على أرباح المؤسسة، يتحقق الهيكل المالي الأمثل عند أعلى مستوى للاستدانة؛
- يتحقق الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة عن مستوى الاستدانة  $d'$ ، وهذا في ظل وجود ضرائب على أرباح المؤسسة إضافة إلى وجود تكلفة الإفلاس؛
- بينما يتحقق الهيكل المالي الأمثل الذي يعظم قيمة المؤسسة عند مستوى الاستدانة  $d^*$ ، وهذا في ظل وجود ضرائب على أرباح المؤسسة، وجود تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

### المطلب الثالث: النظرية المتعددة الأشكال

تعتبر من النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي، وظهرت منتصف السبعينات من القرن العشرين، ومن أهم التيارات التي تنطوي عليها، نظرية الإشارة و نظرية الانتقال التدريجي للتمويل.

#### 1- نظرية الإشارة

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى الكاتب روس (Ross 1977)، وتقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل (التناظر) المعلوماتي، التي تتميز بها الأسواق<sup>1</sup>، وتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مسيري المؤسسات الأحسن أداءا هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة تميزها عن

<sup>1</sup> - عبد الوهاب دادن ، مرجع سابق، 2009، ص: 319.

غيرها من المؤسسات الأقل أداءاً، وأهم ما يميز هذه المؤشرات هو صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة، ومن أمثلة هذه المؤشرات، هيكل رأس المال، سياسة مكافآت رأس المال أو اللجوء الى أوراق مالية معقدة<sup>1</sup>، وتقوم نظرية الإشارة على فكرتين مهمتين وهما<sup>2</sup>:

- تكون المعلومات موزعة بشكل غير متساوي، إذ أن المديرين يمتلكون معلومات غير متوفرة لدى المستثمرين؛

- حتى وإن كانت المعلومات نفسها متوفرة ومتاحة للجميع إلا أنها لا تفهم وتدرک بالطريقة نفسها.

وحسب هذه النظرية فإن المعلومات حول الفرص المستقبلية للمؤسسة وكذا الظروف الحالية تكون أفضل عند المسيرين مقارنة بالمستثمرين، مما يؤثر في تحديد التركيبة المثلى للهيكل المالية للمؤسسة، وتلجأ المؤسسة إلى التمويل بالديون عندما تتوقع ظروف مستقبلية مشجعة، بينما تلجأ إلى إصدار أسهم جديدة كنمط تمويلي لما تتوقع ظروف مستقبلية سيئة، إذن الهيكل المالية للمؤسسة تتوقف على الإشارات الصادرة عنها والتي تحمل توقعات عن الظروف المستقبلية التي تواجهها<sup>3</sup>.

## 2- نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل (Pecking Order Theory (POT)

وتعتبر من النظريات الحديثة التي تفسر السلوك التمويلي للمؤسسة، وظهرت في منتصف

الثمانينات من القرن العشرين، وتفترض هذه النظرية وجود ترتيب بين مختلف مصادر التمويل، كما تؤيد وجود تأثير متبادل بين قراري التمويل والاستثمار، واستبعدت هذه النظرية فرضية وجود نسبة مثلى للهيكل المالية مستندة إلى فرضية عدم التناظر في المعلومة، ليس فقط بين المسيرين والأطراف الخارجية المهتمة بمستقبل المؤسسة، وإنما حتى بين الأطراف داخل المؤسسة، لذلك فإن المؤسسة تعتمد تمويلاً بحسب الترتيب والأولوية (hiérarchie de financement)، تملية ضرورة الأموال الخارجية وليس السعي إلى تحقيق هيكل مالي أمثل، هذه الأولوية للتمويل تتحدد بدلالة الأهداف الموضوعية من قبل مسيري المؤسسة<sup>4</sup>، وشهدت هذه النظرية عدة مراحل تنظيرية تمثلت في عدة نماذج.

## 2-1 نموذج مايرز ومادلوف 1984 Mayers et majluf ومايرز 1984 Mayers

يعود الفضل في تطوير نظرية POT لكل من Myers et Majluf (1984) و Myers (1984)، وحسب نظرية POT فإن المؤسسة لا تهدف إلى الوصول لنسبة استنادة معينة، بحيث تؤكد بأن المؤسسة تلجأ للتمويل الخارجي فقط لعدم كفاية التمويل الداخلي، إذ أن مصادر التمويل الخارجية غير مرغوب فيها بسبب عدم تماثل المعلومة بين المسيرين والمستثمرين، مع ذلك تستعمل المؤسسة هذا النوع من التمويل،

<sup>1</sup> - الياس بن الساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2011، ص ص: 429-430.

<sup>2</sup> - صبيحة قاسم هاشم، مرجع سابق، 2015، ص: 70.

<sup>3</sup> - النعيمي عدنان تاية والتميمي أرشد فؤاد، مرجع سابق، 2009، ص ص: 432-433.

<sup>4</sup> - عبد الوهاب دادن، مرجع سابق، 2008، ص ص: 146-147.

محاولة منها مراعاة ترتيب مصادر التمويل، وفي هذه الحالة تفضل في المقام الأول الاعتماد على الديون، ثم السندات القابلة للتحويل وفي الأخير الأسهم .

## 2-2 نموذج ويليامسون 1988 Williamson

ويقوم هذا النموذج على افتراض أن مختلف الأطراف الاقتصاديين في المؤسسة (مساهمون، مسيرون، مقترضون) يملكون رشادة اقتصادية محدودة، وأنهم يستطيعون تغيير سلوكهم ليصب في مصلحتهم عند انتهاء العقد، وبالتالي فإن مصادر التمويل تعتبر وسيلة لتحقيق أهداف هؤلاء المتعاملين<sup>1</sup>.

وحسب ويليامسون فإن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله يلعب دورا كبيرا في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه، فعندما يتعلق الأمر بتمويل أصل خاص (أصل له استعمالات محدودة من قبل قلة من المؤسسات)، فاللجوء إلى الرفع من رأس المال يكون أكثر فاعلية من الاستدانة، أما إذا تعلق الأمر بتمويل أصل غير خاص هنا تكون الاستدانة المصدر التمويلي الأكثر ملائمة<sup>2</sup>.

## 2-3 نموذج مايرز 1990 Mayers

ويشير هذا النموذج إلى أنه في المدى البعيد تكون الفرضية السلوكية للمسيرين هي تعظيم ثروة المؤسسة، وعليه فإن:

$$\text{ثروة المؤسسة } E = \text{قيمة الأموال الخاصة } E + \text{القيمة الحالية للفوائض التنظيمية } S$$

كما هو موضح في الميزانية المالية الآتية:

جدول رقم (1-2): تمثيل الفوائض التنظيمية حسب نموذج Myers1990.

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

المصدر: الياس بن الساسي ويوسف قريشي ، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل، عمان، 2011، ص:431.

ويعكس الفوائض التنظيمي القيمة المحينة للتكاليف الناجمة عن الأجور العالية جدا، وينظر مايرز إلى المؤسسة على أنها تكتل يبحث عن رفع حجم الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية (بمعنى سلطته وقدرته على منح امتيازات للمستخدمين) وفي هذه الحالة يكون الرفع من رأس المال أفضل من اللجوء إلى الاستدانة إذا كان من الضروري اللجوء إلى تمويل خارجي<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>- Samira Rifqi et Abdessadeq Sadq, Op-cit, 2001, p:20.

<sup>2</sup>- الياس بن الساسي ويوسف قريشي ، مرجع سابق، 2011، ص ص:430-431.

<sup>3</sup>- عبد الوهاب دادن، مرجع سابق، 2008، ص: 149.

إنّ يقوم مدخل مايرز على فرضية أنّ المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة، ويتحقق هذا من خلال زيادة الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية، وبالتالي فإنّ الرفع في رأس المال يفضل على الاستدانة إذا كان من الصعب اللجوء إلى هذه الأخيرة، إنّ حسب نموذج Myers ترتيب مصادر التمويل يكون التمويل الذاتي، الرفع في رأس المال، ثمّ الاستدانة كحلّ أخير<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup>-Rifqi Samira et Abdessadeq Sadq, **Op-cit**, 2001, p:19.

## خلاصة

يعبر عن الهيكل المالي بتشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها، وممالا شك فيه أن لكل نمط من التمويل درجة مخاطرة و تكلفة معينين، وعليه يتوجب على المؤسسة حسن اختيار هيكلها المالي في ضوء العائد المطلوب و الخطر الممكن قبوله.

تباينت النظريات المفسرة لهيكله المالية في المؤسسة، وكذا تأثير مستوى الاستدانة ضمن تشكيلة الأموال على قيمة المؤسسة، أين اختلفت وجهات النظر حول مدى وجود هيكله مالية مثلى للمؤسسة تكون عندها تكلفة رأس المال عند أدنى مستوياتها، وهذا في ظل مجموعة من الفرضيات كوجود الضرائب على الأرباح، الضرائب الشخصية على دخل المستثمر، وجود تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة وفي غياب هاته الفرضيات، أين تعددت الآراء منها النظريات التي دعت الى وجود هيكله مالية مثلى كنظرية صافي الربح والنظرية التقليدية، ومنها ما نفى وجود هيكله مالية مثلى على غرار طرح موديقلياني وميلر.

ومما لاشك فيه أن قرار التمويل ليس وحده من يؤثر على قيمة المؤسسة بل هناك قرارين هامين لا يقل أهمية عن سابقهما، ألا وهما قرار الاستثمار وسياسة المؤسسة اتجاه الأرباح الموزعة، ليبقى السؤال مطروحا حول مدى تأثير تشكيلة الهيكل المالي على قراري الاستثمار وتوزيع الأرباح في المؤسسة وهم ما سيتناوله الفصل الموالي من البحث.

## الفصل الثاني

الموظيفة المالية والقرارات

المالية في المؤسسة

## تمهيد

تعتبر الوظيفة المالية من الوظائف الأساسية لقيام واستمرار النشاط الاقتصادي حيث تطور مفهومها عبر الزمن، فبعد ان كانت عبارة عن النشاط الذي يركز أساسا على تحصيل الأموال بالطريقة الأقل كلفة، أي تسيير الأموال اللازمة لسير نشاط المؤسسة، اتخذت مفهوما أكثر اتساعا أين أصبحت تهتم أكثر باتخاذ القرارات، من خلال تحديد نوع وتوقيت الإحتياجات المالية للمؤسسة مع مراعاة عنصري تكلفة المصادر التمويلية وكذا مخاطرتها، وكذا تحديد حجم الأموال المستثمرة ونوعية الإستثمارات بما يضمن كفاءة هاته الأموال المستثمرة بتعظيم العائد عليها، إضافة الى التحكم في سياسة الأرباح داخل المؤسسة عن طريق تحديد حجم الأرباح المحتجزة والموزعة وفقا لحاجة المؤسسة وخططها المستقبلية.

كما تعتبر القرارات المالية إحدى أهم المواضيع في الإدارة المالية، كما أن القرار المالي هو الذي تعتمد عليه المؤسسة في مختلف نشاطاتها، إذ أنه أهم محدد لقيمة المؤسسة ومن خلاله تحقق أهدافها المختلفة.

يهدف الفصل إلى دراسة المفاهيم الأساسية المتعلقة بموضوع البحث والمتمثلة في القرارات المالية، وتشمل هذه القرارات كل من قرارات الاستثمار وقرارات توزيع الأرباح، لذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالآتي:

تناول المبحث الأول مفاهيم عامة حول الوظيفة المالية واتخاذ القرار من خلال التطرق الى القرار واتخاذ القرار، خصائص القرار، خطوات ومراحل اتخاذ القرار وكذا أنواع القرارات .

بينما عرض المبحث الثاني قرار الاستثمار من خلال التعرض لمفهوم الاستثمار وخصائص المشروع الاستثماري، ثم لمفهوم، أهمية، مبادئ، محددات، تصنيفات وصعوبات اتخاذ القرار الاستثماري، وكذا خطوات تقييم المشاريع الاستثمارية بهدف اتخاذ القرار وطرق المفاضلة بين مختلف أدوات التقييم.

ويهتم المبحث الثالث بتناول قرار توزيع الأرباح ومحدداته، من خلال شرح مفهوم توزيع الأرباح في المؤسسة، أنواع سياسات توزيعات الأرباح، العوامل المؤثرة عليها، إضافة الى أهم النظريات التي اهتمت بتفسير سياسات توزيع الأرباح في المؤسسة.

### المبحث الأول: الوظيفة المالية واتخاذ القرار في المؤسسة

تعتبر عملية اتخاذ القرار جوهر النشاط الإنساني ومحور اهتمامه حيث لا يكاد يخطو خطوة إلا وتتطوي على قرار، ويرجع سر العملية لإرتباطها بحل المشكلات، فـلأفراد يتخذون قراراتهم معتمدين على قدراتهم وظروفهم الشخصية، أما على مستوى المؤسسة فعملية اتخاذ القرار تصبح أكثر أهمية وأشد خطورة وأبعد تأثيراً، ذلك لأن القرار لا يتعلق بشخص واحد وإنما يتضمن عدة أفراد أو جماعات، ويشمل عدة جوانب منها فني والآخر تنظيمي وقانوني ومالي وغيرها .

#### المطلب الأول: ماهية الوظيفة المالية

تعتبر الوظيفة المالية واحدة من أهم الوظائف في نشاط المؤسسة فلا يمكن لأي مؤسسة أن تقوم بوظائفها الأخرى من انتاج وتسويق بدون الأموال اللازمة لتمويل مختلف أوجه النشاط.

#### - أولاً : مفهوم الوظيفة المالية وخصائصها

تعددت المفاهيم الخاصة بالوظيفة المالية وتطورت بتطور الدور الذي تؤديه داخل المؤسسة، كما تتميز الوظيفة المالية بمجموعة من الخصائص عن باقي الوظائف داخل المؤسسة.

#### 1-1- مفهوم الوظيفة المالية

يمكن ذكر اهم التعاريف المتعلقة بالوظيفة المالية في الآتي:

**التعريف الأول :** "هي مجموعة من المهام والأنشطة التي تقوم بها عدد من المصالح والأقسام، تهدف الى ادارة التدفقات المالية والبحث عن الموارد المالية الضرورية والاستخدام الأمثل"<sup>1</sup>.

**التعريف الثاني:** "هي تلك الوظيفة التي تمثل الإطار الفكري لإتخاذ القرارات المالية في المؤسسة وكيفية اتخاذ تلك القرارات"<sup>2</sup>.

**التعريف الثالث:** "هي الوظيفة التي تتعلق بكافة التصرفات الخاصة بالحصول على الأموال وحسن استخدامها في المؤسسة أي إدارة الأموال"<sup>3</sup>.

#### 1-2- خصائص الوظيفة المالية

تعتبر الوظيفة المالية من أهم وظائف المؤسسة ومن بين ما يميزها عن باقي الوظائف في المؤسسة

الآتي:

<sup>1</sup> - الياس بن الساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق ، 2011،ص:25.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي وآخرون، مرجع سابق ، 2002،ص:01.

<sup>3</sup> - السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، دار المريخ للنشر، السعودية، 2002، ص:31.

- أنها تتداخل في جميع نشاطات المؤسسة، فنشاطات المؤسسة خاصة الاقتصادية ذات طابع مالي؛
- لا يمكن لأي مؤسسة أن تقوم بنشاطها من إنتاج أو تسويق أو غيرها من وظائف المشروع دون توافر الأموال اللازمة لتمويل أوجه النشاط المختلفة وأوجه الإنفاق المتنوعة، ولهذا فالوظيفة المالية تعتبر الدعامة الأساسية التي يعتمد عليها نشاط المشروع لتحقيق أهدافه<sup>1</sup>؛
- أن نتائج القرارات المالية لا تظهر مباشرة بل قد تستغرق وقتاً طويلاً مما قد يؤدي إلى صعوبة اكتشاف الأخطاء و إصلاحها و يعرض المؤسسة للأخطار وخاصة خطر الإفلاس.

### - ثانياً: أهمية الوظيفة المالية

- مما لا شك فيه أن أي قرار داخل المؤسسة مهما كان شكله لا بد أن يسبقه دراسة مالية للاحاطة بكل الظروف والنتائج المحتمل وقوعها بعد تنفيذه، وتقوم الوظيفة المالية بالتسيير المالي باستخدام منظومة متكاملة من الأدوات وتقنيات التسيير وتتلخص أهم أدوار الوظيفة المالية في الآتي<sup>2</sup>:
- ضمان التمويل لمختلف نشاطات المؤسسة ؛
- وضع أسس التخطيط المالي والموازنات التقديرية؛
- مراقبة التدفقات النقدية وتسييرها بما يتوافق مع قواعد التوازن المالي؛
- مساعدة المسيرين في الإدارة العليا على وضع الخطط طويلة الأجل وبناء سياسة مالية تمكن من تنفيذ تلك الخطط خصوصاً ما تعلق منها بحياسة الأصول وقرارات توزيع الأرباح والقرارات التمويلية.
- وتتوقف أهمية الوظيفة المالية إلى حد كبير على حجم المشروع فالمشروعات الصغيرة تمارس هذه الوظيفة بصفة عامة من خلال الإدارة المحاسبية، بينما تزداد أهمية هذه الوظيفة مع نمو المشروع<sup>3</sup>.

### - ثالثاً: أهداف الوظيفة المالية

- تسعى الوظيفة المالية إلى تحقيق أهداف متعددة نابعة من الأهداف الإستراتيجية للإدارة العليا للمؤسسة، تكون متطورة متماشية مع التطورات الحاصلة في المؤسسة لتتماشى مع السياسات الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية ويمكن إبراز هذه الأهداف فيما يلي:

### 3-1- دراسة الحاجة المالية المرتبطة بنشاط المؤسسة

- طبقاً لخطة الإستراتيجية والعملية وذلك لتحديد الوسائل المالية الضرورية لتغطية هذا النشاط، والوقت المناسب للحصول عليها مع مراعاة مختلف الأنشطة التي سوف تتفق عليها وزمن تنفيذها.

<sup>1</sup> - عبير بكرى سر الختم، دور الإدارة المالية في اتخاذ القرارات المالية الرشيدة، أطروحة دكتوراه، تخصص محاسبة، جامعة أم درمان الإسلامية، السودان، 2014، ص:51.

<sup>2</sup> - الياس بن الساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2011، ص:26.

<sup>3</sup> - عبير بكرى سر الختم، مرجع سابق، 2014، ص:35.

### 3-2- دراسة الإمكانيات المتوفرة أمام المؤسسة للحصول على الأموال المطلوبة

بحيث تعمل على المقارنة بين مختلف الاختيارات الممكنة، واقتراح أحسنها مردودية وأقلها تكلفة للمؤسسة، وهنا تراعي فيه مختلف طرق التمويل والعوامل المؤثرة فيها من خلال ما توفره السوق النقدية والسوق المالية، وما تحققه المؤسسة من مردودية في ظروفها الحالية والمستقبلية ووضعيتها المالية.

### 3-3 اختيار أحسن طرق التمويل

وتكون عادة في شكل مزيج بين مختلف المصادر التمويلية بأقل تكلفة ومخاطرة وتهدف الى تحقيق أحسن مردودية مالية.

### المطلب الثاني: ماهية إتخاذ القرار

تعد عملية اتخاذ القرار جوهر النشاط الإنساني لارتباطها بحل المشكلات، أما على مستوى المؤسسة فعملية اتخاذ القرار تصبح أكثر أهمية وأشد خطورة وأبعد تأثيراً، ذلك لأن القرار لا يتعلق بشخص واحد وإنما يتضمن عدة أفراد أو جماعات، ويشمل عدة جوانب منها تنظيمي وقانوني ومالي وغيرها .

### أولاً: مفهوم اتخاذ القرار

يعتبر القرار عملية المفاضلة بين مجموعة من البدائل والمقترحات الممكنة، وفق اسس ومناهج علمية وتتم عملية اتخاذ القرار بعدة مراحل بهدف الوصول الى القرار الرشيد.

### 1- تعريف القرار

هناك عدة تعريفات للقرار تختلف باختلاف وجهات نظر مقدمه ويمكن ذكر بعضها في الآتي:

- يعرفه الهمشري بأنه: "الحل أوالتصرف أو البديل الأفضل الذي يتم اختياره من بين عدة حلول أو تصرفات أو بدائل متاحة أمام متخذ القرار لحل مشكلة معينة"<sup>1</sup>.

- القرار في ماهيته هو "الإختبار من بدائل مختلفة، وكذلك عدم اتخاذ قرار إزاء حالة ما يعتبر قرارا بحد ذاته والقرار الإداري في المؤسسات الإقتصادية هو الرأي النهائي الذي تتوصل اليه إدارة المؤسسة وتعتمده وتتخذه من آراء بديلة مختلفة"<sup>2</sup>.

- كما يعرفه منتزبرغ (Mintz berg) بأنه: "إلتزام محدد نحو نشاط أو عمل ما" ويختلف مفهوم الإلتزام بعمل شيء ما عن الكلام عنه فقط<sup>3</sup>.

1- مصطفى عليان ربحي ، أسس الإدارة المعاصرة، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص: 69 .

2- نعيم ابراهيم الظاهر، أساسيات الإدارة (المبادئ والتطبيقات الحديثة)، عالم الكتاب الحديث، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص: 94.

3- سكينه بن حمود ، مدخل للتفسير والعمليات الإدارية، شركة دار الأمة، الجزائر، 2012، ص: 179 .

## 2- خصائص القرار

يتسم القرار في المؤسسة بجملة من الخصائص نوجز أهمها في الآتي<sup>1</sup>:

- أ- **التعقيد**: أي ان هناك عدة عوامل متداخلة فيه وبالتالي يحتاج الى عمق في التحليل والقدرة على الربط بين مختلف المتغيرات الداخلة في العملية .
- ب- **التكلفة والجهد**: أي يحتاج الى تخصيص كم من الموارد لجمع المعلومات ومعالجتها، وكذا تخصيص موارد لتنفيذ مختلف الأعمال المرتبطة باتخاذ القرار .
- ج- **عدم التأكد**: وهو ما يجعل النتائج احتمالية في أغلب الأحيان .

## 3- عناصر عملية اتخاذ القرار

تتكون عملية اتخاذ القرار من عناصر أساسية تتمثل في الآتي:

- أ- **متخذ القرار**: ويكون فرد واحد أو مجموعة من الأفراد، حسب نوع القرار<sup>2</sup>.
- ب- **موضوع القرار**: وتتمثل في المشكلة التي تتطلب من متخذ القرار البحث عن حل بشأنها<sup>3</sup>.
- ج- **الهدف والمعيار**: الهدف هو الدليل أو الغرض، أي ماذا نريد من وراء اتخاذ القرار؟ أما المعيار فيتمثل في أساس اختيار بديل من بين مجموعة من البدائل<sup>4</sup>.
- د- **البيانات والمعلومات**: لابد من جمع قدر كاف من المعلومات لإتخاذ اي قرار تتعلق أساسا بطبيعة المشكلة أسبابها، أطرافها وتأثيراتها، قد تكون هاته البيانات عن الماضي، الحاضر أو المستقبل، حيث تعد عملية توفير المعلومات اللازمة بالكمية الكافية وفي الوقت المناسب عن المشكلة موضوع البحث مسألة حيوية لنجاح القرار .
- هـ- **التنبؤ**: بما ان كثيرا من القرارات تتعامل مع متغيرات مستقبلية مجهولة، فالتنبؤ يساعد متخذ القرار في أن يستطلع ما يحدث في المستقبل، لذا يعتبر ركن أساسي في عملية اتخاذ القرار .
- و- **البدائل**: حيث من النادر أن يكون حل واحد للمشكلة، بينما تكون هناك مجموعة بدائل او حلول .

<sup>1</sup> - حسين رحيم ، أساسيات نظرية القرار والرياضيات المالية، منشورات مكتبة إقرأ، الجزائر، الطبعة الأولى ، 2011، ص: 15.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه ، 2011، ص: 16.

<sup>3</sup> - مصطفى عليان ربحي ، مرجع سابق، 2007، ص: 71 .

<sup>4</sup> - حسين رحيم ، مرجع سابق، 2011، ص: 16 .

ي-المناخ الذي يتم فيه اتخاذ القرار: وهو الجو العام الذي تم فيه اتخاذ القرار، حيث تضع الظروف بنوعها الداخلية والخارجية معوقات أما متخذ القرار، يجب ان يحسن التعامل معها، ومن أمثلة هذه المعوقات، ضعف الإمكانيات المالية، ضعف كفاءة مستوى العاملين وغيرها<sup>1</sup>.

#### 4- مراحل عملية اتخاذ القرار

تمر عملية اتخاذ القرار بعدة مراحل كل مرحلة تحتاج إلى عدة إجراءات وذلك بهدف الوصول إلى قرارات سليمة، ويختلف عدد هذه الخطوات وطريقة ترتيبها باختلاف المفكرين، ويمكن توضيح المراحل التي يمر بها القرار وفق الشكل الآتي:

الشكل (2-1): مراحل عملية اتخاذ القرار



المصدر: كاسر نصر منصور، الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية، ط1، دارحامد، عمان، 2006، ص:45.

من خلال الشكل السابق يمكن شرح المراحل الأساسية لاتخاذ القرار كالتالي:

- **تشخيص المشكلة:** والحقيقة أن سوء تشخيص المشكلة وتحري أسبابها يؤدي بالضرورة إلى ارتكاب أخطاء في جميع المراحل التالية لها، والقرار في هذه الحالة سوف يزيد من الآثار السلبية على مصلحة المؤسسة، فالمسير الناجح يستطيع التنبؤ بالمشكلات قبل وقوعها ويستعد لها بقرارات مسبقة إذا ما ظهرت أعراضها.

<sup>1</sup> - مصطفى عليان ربحي، مرجع سابق، 2007، ص ص: 72-73.

- **تحديد البدائل:** إذ أنه ليس هناك قرار إن لم تكن هناك بدائل متوفرة لدى متخذ القرار ، وإلا أصبح لا داعي لعملية اتخاذ القرار .
- **تقييم البدائل:** وهذا بتحديد كافة نقاط القوة والضعف لكل بديل من البدائل المتاحة (الحلول) ، واختيار البديل المناسب باستخدام المعايير والطرق المتوفرة لدى متخذ القرار ، وكذلك بالإعتماد على خبرته وعلى دقة المعلومات المتعلقة بكل بديل .
- **اتخاذ القرار:** من خلال اختيار البدائل وذلك باستخدام مختلف طرق التقييم الموضوعية من قبل الإدارة ثم تنفيذ القرار بعد ذلك .
- **تنفيذ القرار ومتابعته:** بعد تحديد البديل المناسب أو مجموعة البدائل يتم تنفيذ القرار ، تليه المتابعة إذ أن عملية اتخاذ القرار لا تكون قد تمت إلا بعد التحقق من أن القرار المتخذ يحقق أهداف المؤسسة أو متخذ القرار .

## ثانيا: أنواع القرارات

تتعدد المعايير التي يمكن اتخاذها أساسا للتصنيف كما في أنواع القرارات المنظور إليها من زوايا مختلفة، ويمكن ذكر بعض المعايير التي على أساسها تصنف القرارات فيما يأتي:

### 1- تصنيف القرارات وفقا لإمكانية برمجتها

يمكن تصنيف القرارات وفق هذا المعيار إلى صنفين كالآتي<sup>1</sup>:

#### 1-1- القرارات المبرمجة

وهي تلك القرارات التي تتصف بأنها متكررة بصورة مستمرة، وتتعلق غالبا بالأعمال الجارية والمعتادة، حيث يمكن جدولتها أو برمجتها ، كما يمكن البت فيها بناء على التجارب السابقة، ومن أمثلتها قرار منح إجازة لأحد العاملين بالمؤسسة، أو القرار بصرف العلاوة الدورية للموظف وغيرها.

#### 1-2- القرارات غير المبرمجة

تصدر مثل هاته القرارات بقصد معالجة المشاكل المعقدة التي تتطلب اهتماما خاصا، والتي لا تتكرر باستمرار، ويغلب على هذه القرارات الصفة الدائمة، والإخلال بها أو القصور في تنفيذها يعرض المؤسسة للأخطار والخسائر، ومنها مثلا اختيار موقع المؤسسة أو المشروع أو السوق وغيرها.

<sup>1</sup> - سميرة بيالة ، **المدير وعملية اتخاذ القرار في إطار إدارة المؤسسة** ، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، فرع إدارة الأعمال، جامعة الجزائر، 2004، ص: 129 .

## 2- تصنيف القرارات وفقا لطرق اتخاذها

يمكن تصنيف القرارات وفق هذا المعيار إلى:

### 2-1- قرارات إنفرادية

وهي القرارات التي ينفرد متخذ القرار بصنعه، وبالتالي فإن عملية تحديد المشكلة وتحليلها واختيار البديل المناسب لحلها تعتبر عمليات متأثرة كلياً بالخيارات السابقة والأحكام الشخصية للفرد متخذ القرار.

### 2-2- قرارات جماعية

أما القرار الجماعي فهو الذي يكون ثمرة جهد ومشاركة جماعية، وحسب درجة تأثير أفراد الجماعة على إتخاذ القرار النهائي.

### 3- تصنيف القرارات وفقا لأهميتها

وتصنف القرارات وفق معيار الأهمية إلى الأنواع التالية:

### 3-1- قرارات إستراتيجية

تهتم القرارات الإستراتيجية بتحديد برنامج العمل المستقبلي للمؤسسة، إعداد الخطط المستقبلية والسياسات كقرارات تحديد مجال النشاط الإنتاجي أو الخدمي الذي ستمارسه المؤسسة أو إختيار الأسواق والمنتجات من أجل ضمان تكيف المؤسسة مع المحيط، مثل إقامة مصنع للسيارات، قرار تعميم استعمال الأنترنت... إلخ<sup>1</sup>.

### 3-2- قرارات تكتيكية (إدارية)

وهي قرارات تتعلق بإعادة الهيكل التنظيمي وحدود السلطات والمسؤوليات والعلاقات بين الوظائف، فهذا النوع من القرارات ينصب على تنظيم وتطوير الموارد المادية، البشرية، المالية والتكنولوجية، ومن أمثلة هذه القرارات عمل ميزانية للمؤسسة العام القادم، قرارات إدارية بتعيين أو ترقية موظف<sup>2</sup>.

### 3-3- قرارات تنفيذية (تشغيلية)

وتتمثل في القرارات اللازمة للتعامل مع المشاكل المتصلة بتنفيذ خطط المؤسسة، ومثل هذه القرارات تتطلب قدراً ضئيلاً من الإبداع والاستقلالية، كون معظمها إجراءات نمطية معينة، ومثال على هذه القرارات تلك المتعلقة بضبط توقيت الموظفين، وجدولة إجازاتهم، وتنظيم حركة التوزيع والنقل والتسعير وغيرها.

<sup>1</sup> جمال الدين لعويسات، الإدارة وعملية اتخاذ القرار، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2000، ص: 27.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص: 28.

#### 4- تصنيف القرارات وفقا للوظائف الأساسية للمؤسسة

تصنف القرارات وفق هذا المعيار كالاتي<sup>1</sup>:

##### 4-1- قرارات تتعلق بالإنتاج

يتضمن هذا النوع قرارات عديدة في هذا المجال مثل: حجم الإنتاج، حجم المصنع، موقع المصنع، التصميم الداخلي للمصنع، طرق الإنتاج، إجراءات الشراء، طرق دفع الأجور، أهمية التفتيش وغيرها.

##### 4-2- قرارات تتعلق بالمبيعات (التسويق)

وتشمل هذه القرارات تلك المتعلقة بتحديد نوعية السلعة ومواصفاتها، وتحديد الأسواق التي سيتم البيع فيها و قنوات التوزيع التي توصلها إلى السوق....إلخ.

##### 4-3- قرارات تتعلق بالتمويل أو قرارات مالية

القرارات التي تتخذ في هذا المجال تحدد شروط الإئتمان، حجم رأس المال اللازم ورأس المال العامل والسيولة النقدية، وطرق التمويل أو خطط إعادة التمويل (قروضا مصرفية أو شخصية أو إعادة استثمار الأرباح). كما تتضمن تحديد نسبة الأرباح المطلوب تحقيقها وكيفية توزيعها والإجراءات المحاسبية الخاصة بذلك، كما يهتم هذا النوع من القرارات بتحديد تكاليف العمليات، الإجراءات المحاسبية، الاندماج، التصفية.

##### 4-4- قرارات تتعلق بالأفراد

تتخذ في هذا المجال قرارات تتعلق بتحديد مصادر الحصول على القوى العاملة، وطرق اختيارهم وتعيينهم وبرامج تدريبهم، وأسس تحليل الوظائف وتقويمها، وسياسة دفع الأجور والتعويضات والمكافآت وغيرها.

#### 5- تصنيف القرارات حسب درجة توفر المعلومات

ووفقا لهذا المعيار تنفرع القرارات الى الأنواع الآتية<sup>2</sup>:

##### 5-1- قرارات في حالة التأكد

وهي التي تتخذ في ظروف التأكد التام، اين تكون آثار القرار ونتائجه معروفة مسبقا.

<sup>1</sup> - صبري فائق عبد الجواد أبو سبت، تقييم دور نظم المعلومات الإدارية في صنع القرارات الإدارية في الجامعات الفلسطينية في قطاع غزة،

مذكرة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005، ص ص: 54-56.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص ص: 54-56 .

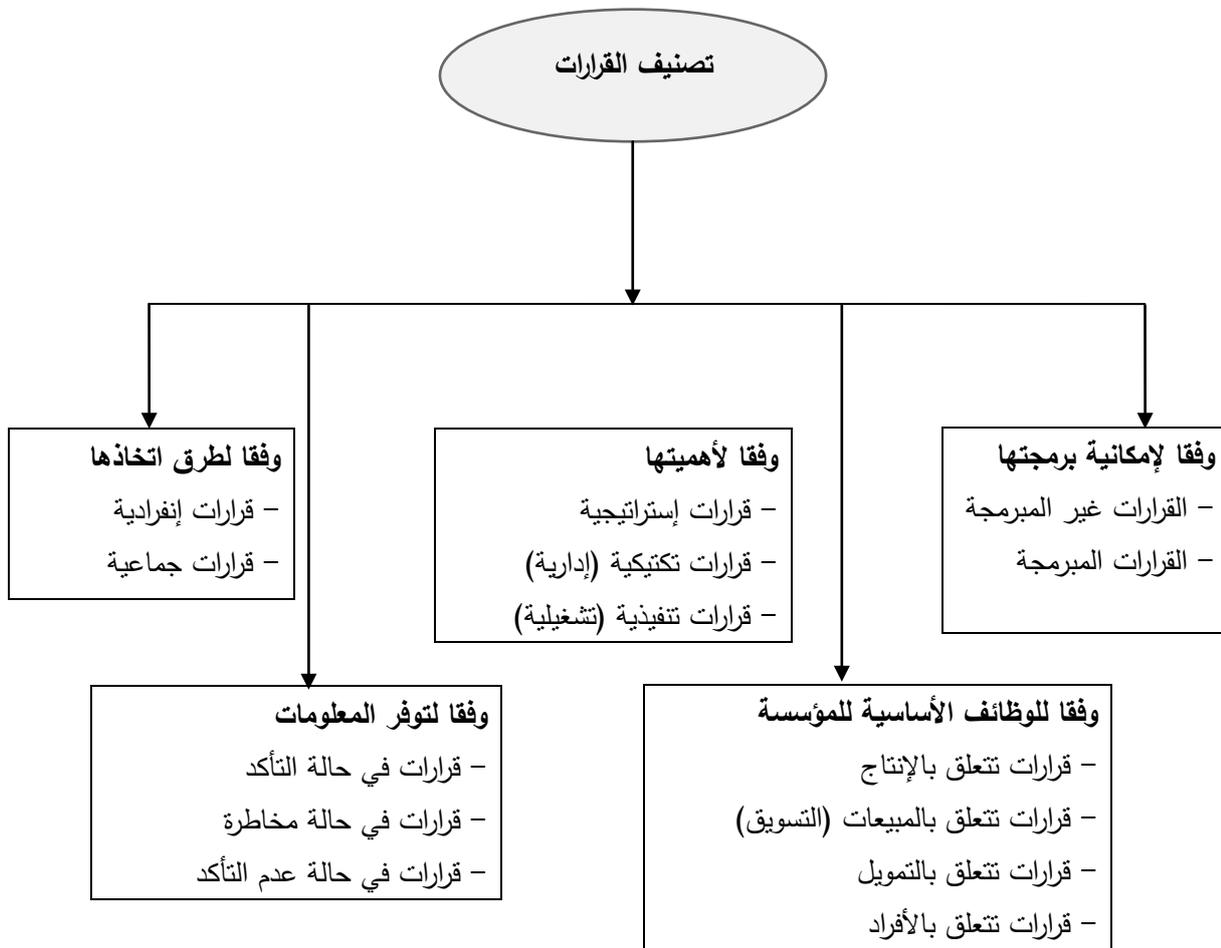
## 5-2- قرارات في حالة المخاطرة

وهي التي تتخذ في ظروف وحالات محتملة الوقوع، وبالتالي على متخذ القرار أن يقدر الظروف والمتغيرات المحتملة الحدوث مستقبلا وكذا درجة احتمال حدوثها .

## 5-3-القرارات في حالة عدم التأكد

وهي التي غالبا ما تقوم بها الإدارة العليا عند تحديد أهداف المشروع العام وسياسته، ويصعب على الإدارة تحديد الظروف المتوقع حدوثها، بسبب عدم توفر معلومات كافية، وبالتالي صعوبة التنبؤ بها . والشكل الموالي يلخص أهم القرارات وفق المعايير المذكورة آنفا:

الشكل (2-2): معايير تصنيف القرارات



المصدر: من إعداد الطالب إنطلاقا من مما تم التطرق اليه في هذا المطلب.

### المطلب الثالث: القرار المالي في المؤسسة

حظيت القرارات المالية باهتمام كبير من طرف مختلف الدارسين والباحثين، وتولد هذه القرارات في مجموعها تأثيراً مشتركاً على نمو المؤسسة وعلى إستراتيجيتها متوسطة وبعيدة المدى.

#### -أولاً: تعريف القرار المالي

هو كل قرار يوازن بين الحصول على الأموال وامتلاك أصول (طبيعية، مالية)، وتهدف القرارات المالية إلى تمويل الاستثمارات مع تحقيق أعلى ربح وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة<sup>1</sup>.

#### -ثانياً: مراحل اتخاذ القرار المالي

يمر القرار المالي وكغيره من القرارات بمجموعة من المراحل للوصول إلى قرار سليم يعزز من قيمة المؤسسة، ويمكن تلخيص أهم مراحل إتخاذ القرار المالي كالآتي<sup>2</sup>:

- تحديد المشكلة ومنه تحديد القرار المراد اتخاذه، سواء كان قرار استثمار، تمويل أو توزيع أرباح؛
- تحديد مختلف البدائل الممكنة وهذا وفقاً لنوع القرار المتخذ، فإن كان قرار استثمار يتم تحديد مختلف المشاريع التي توافق الطلب، وإن كان قرار تمويل فيتم فيه تحديد مختلف مصادر التمويل الممكنة، أما إن كان قرار توزيع الأرباح فيتم فيه اتخاذ قرار توزيع من عدمه؛
- جمع المعلومات حول مختلف البدائل الموجودة من أجل اختيار أنسب بديل؛
- تقييم البدائل من خلال المعايير المستعملة من طرف المؤسسة؛
- اختيار البديل والذي يكون حلاً للمشكلة، بحيث يتم اختيار البديل الأمثل؛
- متابعة القرار المتخذ.

#### -ثالثاً: أهمية القرارات المالية

تعد القرارات المالية إحدى المشكلات المعقدة التي تواجه إدارة المؤسسة بشكل عام والإدارة المالية بشكل خاص<sup>3</sup>، لأن القرار المالي يهدف إلى تعظيم قيمة المؤسسة فالتوليفة الجيدة بين قرارات الاستثمار، التمويل، وتوزيع الأرباح تساهم في تحقيق أهداف المؤسسة، فهناك ارتباط وثيق بين مختلف هذه القرارات، وتختلف أهميتها باختلاف نوع القرار ويمكن توضيح ذلك كالآتي:

<sup>1</sup> - مليكة زغيب والياس بوجعادة ، مرجع سابق، 2009، ص:1.

<sup>2</sup>-Pierre Conso et Farouk Hemici, **Gestion Financière de L'entreprise**, 11<sup>ème</sup> édition, DUNOD, Paris 2005, p:573.

<sup>3</sup> - سفيان خليل المناصير ، **القرارات المالية وأثرها في تحديد الخيار الإستراتيجي باستخدام استراتيجية النمو**، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان، عمان، الأردن، 2010، ص:12.

- يحدد قرار الاستثمار حجم الأموال التي ستستثمر، ونوع الأصول التي يتم الاستثمار فيها، إذ يترتب عن هذا القرار مجموعة من الأخطار، بسبب عدم معرفة النتائج المستقبلية لهذا النوع من القرارات؛
- يسعى قرار التمويل لإيجاد الكيفية التي تحصل بها المؤسسة على الأموال اللازمة لتمويل هذه الاستثمارات، و عليها اختيار مصدر التمويل الذي يناسبها (إصدار أسهم جديدة، الاستدانة... الخ)، اين يتم اتخاذ قرار استثماري بما يتلائم مع الإمكانيات التمويلية للمؤسسة مراعية في ذلك مردودية الاستثمار المنفذة وكذا تكلفة مصدر التمويل المختار<sup>1</sup>؛
- يتعلق قرار توزيع الأرباح بالجزء من الأرباح والذي ستقوم المؤسسة بتوزيعه على المساهمين أو تقوم بإعادة استثماره، ومما لا شك فيه أن فعالية قراري الإستثمار والتمويل تؤثر بشكل ايجابي في قرار توزيع الأرباح في المؤسسة، إذ يمكن المؤسسة من تحقيق أرباح أعلى وبالتالي توزيعات أكثر.

<sup>1</sup> - مليكة زغيب و إلياس بوجعادة ، سابق، 2009، ص:3.

## المبحث الثاني: الإطار النظري لقرارات الإستثمار

يهدف الإستثمار الى التضحية بالسيولة الحالية بهدف الحصول على إيرادات مستقبلية تفوق رأس المال المستثمر، مما يعني أن قرار الإستثمار يتخذ بناءً على التوقعات المستقبلية للتدفقات النقدية، لذا فهو يرتبط بشكل مباشر بمستقبل المؤسسة، والخطأ في هذه القرارات يمكن أن يقود المؤسسة الى التعثر والإفلاس وصولاً الى التصفية، لذا وجب على المؤسسة ضرورة التدقيق في اتخاذ مثل هاته القرارات وفقاً للمعايير والطرق المستحدثة للوصول الى قرار سليم من شأنه تحقيق أهداف المؤسسة.

### المطلب الأول: ماهية الاستثمار

يعد الإستثمار العصب الرئيسي للتنمية الإقتصادية بما يحققه من زيادة في الثروة وكذا الطاقة الإنتاجية، ويتناول المطلب تعريف الإستثمار، تصنيف الإستثمارات وكذا خصائص المشاريع الإستثمارية.

#### - أولاً: تعريف الاستثمار

يعتبر مصطلح الاستثمار غير محدد، ويختلف تعريفه باختلاف الزاوية التي ينظر بها اليه، وهناك عدة تعريفات نذكر منها الآتي:

- الاستثمار هو ذلك النشاط الذي يترتب عليه القيام بخلق طاقة جديدة أو زيادة الطاقة الحالية للمؤسسة أو إستبدال الأصول الحالية بأصول أكثر كفاءة وطاقة<sup>1</sup>؛
- كما يمكن تعريف الاستثمار بأنه المبادلة بين نفقات حاضرة وأكيدة، على أمل الحصول على مداخيل مستقبلية ترافقها مردودية مرضية<sup>2</sup>؛
- أما من وجهة النظر المالية يتمثل الإستثمار في مجموع النفقات التي ستؤتي عبر الزمن مداخيل كفيلة بتغطية النفقة الإبتدائية التي إستلزمها المشروع الإستثماري، والإستثمار من خلال المفهوم المالي يرتبط برصيد التدفقات المالية الناتجة عن المشروع، حيث أن هناك تدفقات مالية خارجة في شكل نفقات، وهناك تدفقات مالية داخلة في شكل إيرادات والفرق بينهما يعبر لنا عن صافي التدفقات النقدية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - مبارك لسوس، مرجع سابق، 2012، ص: 115 .

<sup>2</sup> - K .Chiha, **OP-cit**, 2009, p:136.

<sup>3</sup> - العباس بهناس وأحمد بيرش، "الأسس والمناهج العلمية لإتخاذ القرار في المؤسسة الإقتصادية"، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، أبريل 2009، ص:130.

**- ثانيا: تصنيف الاستثمارات**

يمكن تصنيف الاستثمار وفق عدة معايير نذكر منها على سبيل المثال لا على سبيل الحصر الآتي:

**2- تصنيف الاستثمار حسب معيار المدة**

وتنقسم الإستثمارات وفقا لمعيار المدة الى الأنواع الآتية<sup>1</sup>:

- أ- إستثمارات طويلة الآجل: وهي التي يزيد عمرها الإنتاجي عموما عن سبع سنوات .
- ب- إستثمارات متوسطة الآجل: وهي استثمارات تتراوح مدة حياتها الإنتاجية بين سنتين وسبع سنوات.
- ج- إستثمارات قصيرة الآجل: تضم الإستثمارات التي تقل مدة حياتها الإنتاجية عن السنتين.

**2-2- تصنيف الاستثمارات حسب طبيعة أثرها**

وتنقسم الاستثمارات وفق هذا المعيار الى:

- أ- إستثمارات إنتاجية: موجهة لإنتاج السلع والخدمات، وتكون في شكل الحيازة على أصول مادية.
- ب- استثمارات غير إنتاجية: وتكون ذات طبيعة غير مادية وتكون في شكل استثمارات مالية يكون الغرض منها الحصول على موارد مالية دون أن يقابلها انتاج مثل الأسهم والسندات، وأخرى معنوية كبراءة الإختراع ومصاريف الأبحاث والتطوير .

**2-3- تصنيف الاستثمارات حسب علاقتها ببعضها**

وتشمل الاستثمارات حسب الطبيعة الأنواع الآتية<sup>2</sup>:

- أ- الاستثمارات (المشاريع) المستقلة: يكون مشروعين أو أكثر مستقلين إذا كان تنفيذ أحدهما لا يؤثر على تنفيذ الآخر، أي أن كلا المشروعين ليس سببا في الإيرادات التي يحصل عليها المشروع الآخر.
- ب- الاستثمارات المانعة تبادليا: يكون مشروعين مانعين تبادليا إذا كان اختيار المشروع الأول يلغي اختيار المشروع الآخر.
- ج- الاستثمارات المكملة: وهي المشاريع الإستثمارية التي لا يمكن تنفيذ احداها إلا بتنفيذ الآخر.

<sup>1</sup> الحسين بلعجوز والجودي صاطوري ، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ، 2012، ص:10 .

<sup>2</sup> جمال الدين المرسي و أحمد عبد الله اللحح ، الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، مصر، 2007 ، ص:42 .

## 2-4- تصنيف الاستثمارات حسب الهدف أو الغرض

نجد في هذا الصنف من الاستثمارات ما يلي:

أ- الاستثمارات الإحلالية: هذه الاستثمارات تتم بهدف الحفاظ على الطاقة الإنتاجية نفسها، من خلال إحلال آلات جديدة بدل الأخرى القديمة<sup>1</sup>.

ب- استثمارات التحديث أو التجديد: تهدف إلى تدنية التكلفة بتكثيف الآلية، أي تطوير جهاز الإنتاج الحالي وتحديثه للتقليل من العمالة الإضافية<sup>2</sup>، وتهدف إلى الحفاظ على الطاقة الإنتاجية للمؤسسة<sup>3</sup>.

ج- استثمارات الإنتاجية: يكون الهدف منها أساسا السيطرة على تكاليف الإنتاج.

د- استثمارات التوسع: تكون هذه الاستثمارات من أجل زيادة الطاقة الإنتاجية لإستعاب ارتفاع الدخل مستقبلا<sup>4</sup>.

هـ- استثمارات التحسين (الاستثمارات الابتكارية): وهي يتم من خلالها اكتساب تكنولوجيا جديدة بغرض تركيب وبيع منتجات جديدة في أسواق حالية أو جديدة.

## 2-5- استثمارات استراتيجية

وينقسم الاستثمار وفق هذا المعيار إلى الآتي<sup>5</sup>:

أ- الاستثمارات الهجومية: وتسعى من خلالها المؤسسة إلى إيجاد أسواق ووضعيات استراتيجية جديدة، مقارنة بمنافسيها.

ب- الاستثمارات الدفاعية: تهدف المؤسسة من خلال هذا النوع إلى الحفاظ على وضعيتها التنافسية في سوق تتميز بالمنافسة الشديدة.

ج- استثمارات التنوع: من خلال تنوع نشاطات المؤسسة (استراتيجية التنوع).

د- استثمارات تفرضها الظروف أو الدولة: فهذه الاستثمارات غرضها اجتماعي، بحيث لا ترتبط بالنشاط الأساسي للمؤسسة<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> الحسين بلعجوز والجودي صاطوري ، مرجع سابق ، 2012، ص:11.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي ، أساسيات التمويل والإدارة المالية ، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص:252 .

<sup>3</sup> الحسين بلعجوز والجودي صاطوري ، مرجع سابق، 2012، ص: 11 .

<sup>4</sup> مبارك لسوس، مرجع سابق، 2012 ، ص: 120 .

<sup>5</sup> - K. Chiha, Op -cit, 2009, p:136.

<sup>6</sup> عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، 2002، ص: 251 .

### ثالثا: عناصر المشروع الإستثماري

يتكون المشروع الإستثماري من مجموعة من العناصر نذكر منها الآتي:

**3-1- رأس المال المستثمر:** هو مجموع النفقات التي يجب أن تتحملها المؤسسة، لتنفيذ المشروع الإستثماري والذي يتكون عامة من:<sup>1</sup>

- المصاريف الإعدادية مثل مصاريف الأبحاث والدراسات؛
- تكلفة الحصول على الأصول الثابتة المادية؛
- تكلفة الحصول على الأصول المعنوية؛
- احتياجات رأس المال العامل.

**3-2- عوائد الإستثمار:** وهي تلك التدفقات الصافية للخرينة المتولدة عن استغلال الإستثمار، أي رصيد تدفقات الموارد والنفقات الناتجة عن عمليات الإستثمار والإستغلال.<sup>2</sup>

**3-3- نفقة المشروع الإستثماري:** وهي تلك النفقات المباشرة وغير المباشرة والمتعلقة بانجاز المشروع الإستثماري<sup>3</sup>، وتشمل:

- **التكاليف الإبتدائية:** وهي تلك النفقات الأولية اللازمة لإقامة مشروع ما، أي التي تصرف لحظة ظهور فكرة المشروع، إلى غاية اجراء تجارب تشغيل المشروع.<sup>4</sup>

- **تكاليف تشغيل المشروع:** النفقات اللازمة لإستغلال المشروع، مثل الأجور وتكاليف التكوين وغيرها.

**3-4 مدة الحياة:** تمثل الفترة التي يحقق فيها المشروع الإستثماري إيرادات صافية مدة حياة المشروع أو عمره، ويختلف العمر الأقتصادي والتي تعني الفترة التي يكون فيها تشغيل المشروع اقتصاديا، أي تحقيق تكلفة مع وجود عائد، أما العمر الإنتاجي فيعني الفترة التي يكون فيها المشروع الإستثماري صالحا للإنتاج

**3-5 القيمة الباقية:** وهي القيمة المتوقعة من قبل المؤسسة بعد نهاية الإستعمال العادي للإستغلال .

### المطلب الثاني: ماهية القرار الاستثماري

يعد قرار الإستثمار قرارا بالغا الأهمية لإرتباطه بمستقبل المؤسسة وسنحاول التعرف على هذا القرار من خلال تعريفه وأهميته، العوامل المؤثرة فيه اضافة الى محدداته.

<sup>1</sup> - مليكة زغيب وميلود بوشنقير، مرجع سابق، 2011، ص: 159 .

<sup>2</sup> - خميسي شيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة، الجزائر، 2010، ص: 141

<sup>3</sup> - المرجع نفسه، ص: 141 .

<sup>4</sup> - الحسين بلعجوز و الجودي صاطوري، مرجع سابق، 2012، ص: 15 .

## أولاً- مفهوم قرار الإستثمار، أهميته وصعوبة اتخاذه

يستند مفهوم القرار الإستثماري الرشيد على مبدأ الرشادة الإقتصادية، الذي يقوم عليه علم الإقتصاد أساساً، إذ من المفترض أن يتسم متخذ القرار الإستثماري بالقدرة على التصرف في الموارد النادرة، أي البحث عن كيفية استخدام الموارد الإقتصادية أحسن استخدام بهدف تحقيق أكبر عائد.

### 1-1- مفهوم قرار الإستثمار

القرار الإستثماري هو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الإستثماري الذي يعطي أكبر عائد من بين بديلين على الأقل<sup>1</sup>، ويتكون قرار الإستثمار من كل القرارات التي لها تأثير فعلي على المدخلات المستقبلية للأموال<sup>2</sup>، ويتم التوصل الى قرار الإستثمار باستخدام دراسة الجدوى الإقتصادية، وبالتالي فهو يقوم على دراسات مبنية على أسس علمية تأخذ بعين الإعتبار جميع العوامل المؤثرة على هذا القرار وتخضع للتحليل العلمي الدقيق للوصول الى أدق التقديرات الممكنة للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة المتوقعة .

### 1-2- أهمية القرارات الإستثمارية

تأخذ القرارات الإستثمارية أهميتها البالغة للأسباب الآتية:

- يمتد القرار الإستثماري دائماً الى أنشطة مستقبلية وبالتالي يرتبط بدرجة من المخاطرة<sup>3</sup>؛
- المبالغ المنفقة على هذه الإستثمارات عادة ما تكون ضخمة، وتمثل وزناً مهماً من الهيكل المالي للمؤسسة<sup>4</sup>؛
- يترتب على القرار الإستثماري تكاليف ثابتة من الصعب تعديلها أو الرجوع فيها؛
- إن اتخاذ قرارات الإستثمار في الأصول الثابتة يقلل من المرونة التي تتمتع بها المؤسسة في اتخاذ القرارات المستقبلية لأن نتائج القرارات الرأسمالية تمتد لأجل طويلة نسبياً<sup>5</sup>؛
- تحيط بقرار الإستثمار مجموعة من الظروف الصعبة من الصعب التغلب عليها مثل ظروف عدم التأكد و تغير قيمة النقود وكلها تحتاج الى أسس ومنهجية علمية للتعامل معها ؛
- يعتبر القرار الإستثماري قرار غير متكرر حيث أن كل المجالات التطبيقية لدراسة الجدوى لا يتم القيام بها إلا على فترات زمنية متباعدة .

<sup>1</sup> عبد الحميد عبد المطلب، دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الإستثمارية، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 38 .

<sup>2</sup> عبد الوهاب دادن ، مرجع سابق، 2008، ص: 44 .

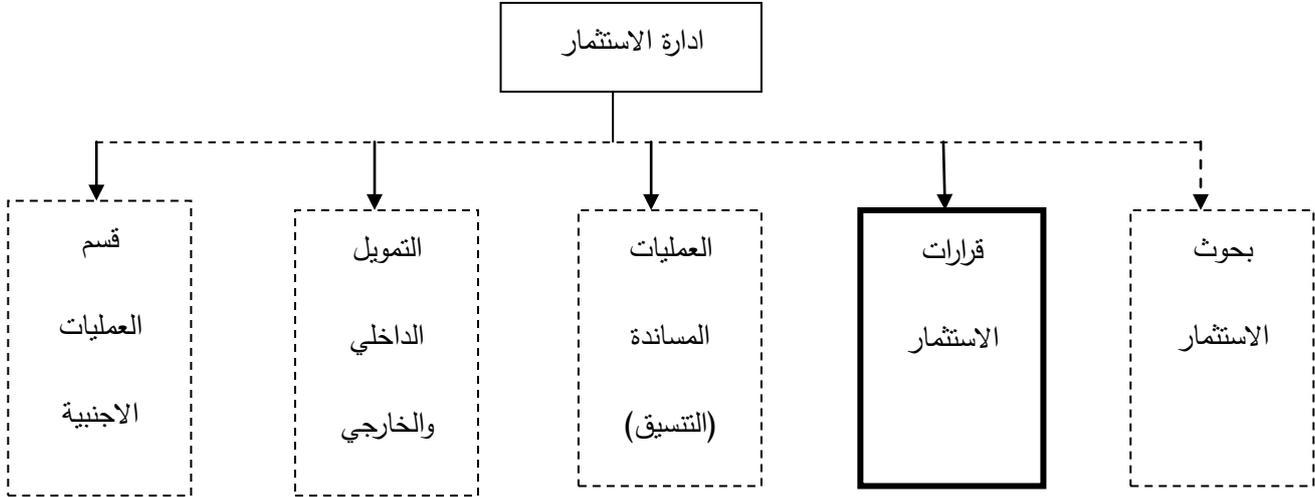
<sup>3</sup> الحسين بلعجوز والجودي صاطوري ، مرجع سابق، 2012، ص: 23.

<sup>4</sup> K.Chiha, **OP cit**, 2009, p:137.

<sup>5</sup> اسعد حميد العلي، مرجع سابق، 2010، ص: 278 .

وإذا اردنا تحديد مكانة وموقع القرار الاستثماري في شكل هيئة ادارية أو متخذ القرار الاستثماري في الهيكل التنظيمي للمؤسسة فهي قسم تنطوي تحت ادارة واشراف قسم ادارة الاستثمار كما يوضحه الشكل الآتي:

الشكل (2-3): تموقع القرار الاستثماري في الهيكل التنظيمي لادارة الاستثمار.



المصدر: بن براهيم الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الاسلامية، اطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2013، ص:77.

### 1-3- صعوبة اتخاذ القرارات الإستثمارية

يحيط بالقرار الاستثماري العديد من المشاكل والظروف التي يصعب التغلب عليها كظروف عدم التأكد والمخاطرة وكذا عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي، مما يتطلب وجود أسس ومناهج علمية للتعامل معها، ويمكن ايجاز البعض منها في الآتي:

- صعوبة تقدير الإيرادات التي تتولد من بعض الاستثمارات<sup>1</sup>، إضافة إلى أن النفقات الرأسمالية يصعب تحديد العائد منها والآثار المترتبة عليها، ولهذا فإن الاقتراحات التي تنطوي على مثل هذه النفقات تحتاج إلى جهود عديدة لإقناع الإدارة إلى جدوى القيام بها؛

- ترتبط قرارات الاستثمار بشكل وثيق بقرارات التمويل مما يتعين معه تخطيط هيكل التمويل الأمثل عند اتخاذ قرار الاستثمار<sup>2</sup>؛

- عدم الدقة في التنبؤ بالمبيعات سيؤدي إلى الاستثمار الزائد عن الحد أو الاستثمار الأقل من الحد في الأصول الثابتة ولا شك أن التنبؤ الخاطئ باحتياجات المؤسسة من الأصول الثابتة يترتب عليه نتائج

<sup>1</sup> - جمال الدين المرسي وأحمد عبد الله اللحج، مرجع سابق، 2007، ص: 413.

<sup>2</sup> - بن براهيم الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الاسلامية، اطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2013، ص:79.

خطيرة كتحملها أعباء كثيرة غير ضرورية أو ضياع جزء من السوق وحصول الشركات المنافسة على هذا الجزء<sup>1</sup>؛

- يتضمن قرار الاستثمار تخصيص قدر من الموارد المتاحة حاليا للحصول على عوائد مغرية مستقبلا، مما يستدعي من المؤسسة ضرورة البحث عن مصادر تمويلية بديلة كالاقتراض<sup>2</sup>؛

- ينطوي قرار الاستثمار على مخاطر يصعب تقديرها لارتباطها بالمستقبل<sup>3</sup>.

## - ثانيا: أنواع القرارات الإستثمارية والعوامل المؤثرة فيها

تنقسم القرارات الاستثمارية الى عدة اقسام وتتأثر بمجموعة من العوامل ويمكن توضيح ذلك فيمايلي:

### 2-1 أنواع القرارات الإستثمارية

من أهم انواع القرارات الإستثمارية نذكر ما يأتي:

#### أ- قرارات تحديد أولويات الإستثمار

وهي القرارات التي يكون فيها المستثمر أمام عدد من البدائل على المستثمر إختيار البديل الأمثل، وإذا اعتبرنا أن العائد على الإستثمار هو الذي يحكم تفضيلاته، فإنه يقوم بترتيب البدائل الإستثمارية وفقا لهذا المدخل<sup>4</sup>.

#### ب- قرارات قبول أو رفض الإستثمار

في هذه الحالة يكون المستثمر امام بديل واحد لإستثمار أمواله في نشاط معين أو الإحتفاظ به دون استثمار، هذا القرار يجعل فرص الإختيار أمام المستثمر محدودة جدا عكس النوع الأول، وفي هذه الحالة على المستثمر أن يقبل بالبديل الإستثماري الذي تمت دراسة الجدوى التفصيلية له أو يرفضه لعدم امكانية التنفيذ<sup>5</sup>.

#### ج- قرارات الإستثمار المانعة تبادليا

توجد العديد من فرص الإستثمار في مثل هذا النوع من القرارات، لكن عندما يختار المستثمر بديل معين فعليه أن يضحى في نفس الوقت ببديل آخر، أي النشاط الأول يمنع تبادليا نشاط آخر.

<sup>1</sup> - جمال الدين المرسي وأحمد عبد الله اللحج ، مرجع سابق، 2007 ، ص:414 .

<sup>2</sup> - الغالي بن براهيم ، مرجع سابق، 2013، ص:79.

<sup>3</sup>-Abdellah Boughaba, **Projets D'investissement(analyse, évaluation financière et économique)** , 3<sup>ème</sup> édition, Berti , 2015, P :13.

<sup>4</sup> - عبد الحميد عبد المطلب ، مرجع سابق، 2000، ص: 43 .

<sup>5</sup> - الحسين بلعجوز والجودي صاطوري، مرجع سابق، 2012، ص:24.

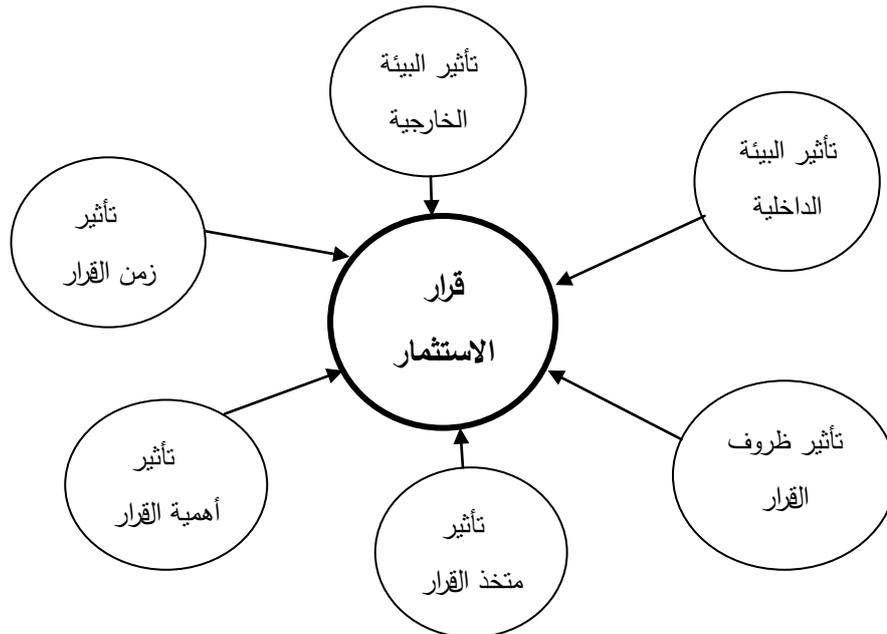
## د- القرارات الإستثمارية في ظروف التأكد والمخاطرة وعدم التأكد

فهناك قرارات تتم في ظروف تكاد تنعدم فيها المخاطرة، اين يكون لدى متخذ القرار القدر الكافي من المعلومات كما تكون لديه دراية كافية بالمستقبل ونتائجه مما يسهل عملية اتخاذ القرار الإستثماري، لكن بالمقابل هناك قرارات تتم في درجة عالية من المخاطرة تحتاج لخبرة عالية لدراسة الجدوى مما يصعب عملية اتخاذ القرار .

### 2-2- العوامل المؤثرة في قرار الاستثمار

إن وقوع الاخطاء وعدم الاهتمام الجيد بدراسة البدائل الاستثمارية المقترحة يعرض متخذ القرار الاستثماري الى الوصول الى نتائج خاطئة، ويرجع ذلك لوجود عدة عوامل تؤثر على عملية اتخاذ القرار سواء كانت داخلية أم خارجية، وسواء تعلق الامر بالظروف المحيطة بعملية اتخاذ القرار أو سلوكيات متخذ القرار نفسه ويمكن اجمال العوامل المؤثرة على اتخاذ قرار الاستثمار في المؤسسة في الشكل الآتي:

الشكل رقم: (2-4) العوامل المؤثرة في عملية اتخاذ قرار الاستثمار.



المصدر: بن براهيم الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الاسلامية، اطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2013، ص: 88.

ويتضح من الشكل السابق أن قرار الإستثمار تتحكم فيه مجموعة من العوامل سواء كانت داخلية أو خارجية، متعلق بشخص متخذ القرار أو بظروف اتخاذ القرار، وتتمثل العوامل الخارجية أساسا في التشريعات والقوانين السائدة وكذا العوامل الاقتصادية المتعلقة بظروف الرواج والكساد وكذا ظروف المنافسة، فيما تتمثل العوامل الداخلية في عوامل البيئة الداخلية كحجم المؤسسة، موردها البشري ومدى نموها وكذا في المتعاملين مع المؤسسة، فيما تتمثل العوامل المتعلقة بمتخذ القرار في شخصيته، مركزه

المالي ومكانته الإجتماعية، بينما تتجلى عوامل ظروف القرار في ظروف التأكد والمخاطرة المتعلقة بالقرار، بينما يعتبر عامل أهمية القرار من العوامل المؤثرة على قرار الاستثمار حيث كلما زادت أهمية القرار زادت أهمية جمع أكبر معلومات متعلقة به، بينما يؤدي الزمن دورا بارزا في التأثير على القرار الاستثماري وكلما زادت الفترة الزمنية المتاحة أمام متخذ القرار مكنه من اتخاذ قرار رشيد.

### - ثالثا: مبادئ ومحددات القرار الاستثماري

يقوم قرار الإستثمار على مجموعة من المبادئ وتحكمه مجموعة من القيود والمحددات ويمكن توضيح ذلك في الآتي:

### 3-1- مبادئ قرار الإستثمار

يبني قرار الإستثمار على العديد من المبادئ من أهمها الآتي:

أ- **مبدأ تعدد الخيارات:** يعطى تعدد البدائل لمتخذ القرار مرونة أكبر تمكنه من اتخاذ القرار المناسب، فهذا المبدأ يمكن المستثمر من إختيار البديل الذي يتناسب مع الهدف الذي يسعى الى تحقيقه<sup>1</sup>.

ب- **مبدأ الخبرة والتأهيل:** فيجب أن يتمتع متخذ القرار بدراية وخبرة، والإستعانة بخبرة المختصين في هذا المجال اذا تطلب الأمر ذلك.

ج- **مبدأ الملاءمة:** بمعنى تحديد المجالات الإستثمارية المناسبة واختيار الإدارة المناسبة والمتاحة للمستثمر<sup>2</sup>، و مدى ملائمة المشروع الاستثماري من حيث العائد المتوقع، درجة المخاطرة ونسبة الأمان ومقدار السيولة المتوقعة.

د- **مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الإستثمارية:** أي أن المؤسسة تقوم بتنويع استثماراتها بهدف تقليل مخاطر الاستثمار<sup>3</sup>، ولا يمكن للمستثمر أن يضمن العائد على استثماراته الا بتحقيق الشرطين الآتيين:

- ان تكون التدفقات النقدية المتوقعة من الإستثمار مؤكدة تماما من حيث القيمة؛
  - ان تكون التدفقات النقدية المتوقعة من الإستثمار مؤكدة تماما من حيث التوقيت الزمني.
- وأي خلل في الشرطين السابقين ينعكس على عائد الإستثمار، كما يؤدي الى مستوى معين من المخاطرة، لذا ولتجنب المخاطر الإستثمارية لا بد من تنويع مجالات الإستثمار قدر المستطاع.

<sup>1</sup> - طلال كداوي، **تقييم القرارات الاستثمارية**، دار اليازوري، عمان، الأردن 2008، ص: 19.

<sup>2</sup> - سفيان خليل المناصير، **مرجع سابق**، 2010 ص: 31.

<sup>3</sup> - محمد قاسم خصاونة، **مرجع سابق**، 2011، ص: 77.

### هـ - الموازنة بين العائد والمخاطرة

من الواضح أن المستثمر يربط قراره الاستثماري بمتغيرين أساسيين هما العائد المتوقع من الاستثمار ودرجة المخاطرة المرافقة له، لذا وجب على متخذ القرار الاستثماري أن يوزي بين هذين المتغيرين عن طريق تقدير احتمال تحقق العائد، ذلك أن درجة المخاطرة تقاس باحتمال عدم تحقق العائد المتوقع وهذا باستخدام بعض الأساليب الاحصائية المستعملة في التنبأ مثل التباين والانحراف المعياري.

### 3-2- محددات القرار الإستثماري

تحد المستثمر سواء كان فردا أو مؤسسة عند قيامه بالاستثمار مجموعة من المحددات تؤثر بشكل أو بآخر في توجهاته وتفضيلاته نحو الاستثمار، ويتمثل أهمها في الآتي:

#### - التطور التكنولوجي

فالتطور التكنولوجي من شأنه أن يؤدي إلى فتح طرق استثمارية جديدة وبالتالي زيادة قدرة المؤسسة على توسيع حجم الاستثمار أو القيام باستثمارات جديدة<sup>1</sup>.

#### - اتجاه التوقعات ودرجة المخاطرة

فإذا كان التوقع متمثلا في التفاؤل أو التشاؤم فإنه بالتالي لابد أن تؤثر في قرار الاستثمار وحجمه، ففي حالة التفاؤل ستتشجع المؤسسة على زيادة حجم الاستثمار وتوسيع مجالاته وعلى عكس ذلك فعند توقع الانكماش تقل الفرص الاستثمارية ومن ثم حجم الاستثمار<sup>2</sup>.

#### - التمويل السلوكي

إن لتفضلات المستثمرين اتجاه المخاطرة تأثيرا كبيرا على اتخاذ القرار الاستثماري، لأن المستثمرون حذرين بطبيعتهم ويتجنبون الخطر فسيكونون حذرين أيضاً عندما يقدمون على الاستثمار بأموالهم، إن الذي يغير سلوكهم الاستثماري في ظل المخاطرة المتغيرة ليس فقط في نظرته الشخصية إلى المخاطرة ولكن أيضاً في نظرته إلى المال ذاته أي الربح والخسارة، ذلك أن المال يعد عاملاً قوياً في تغير السلوك، وينبثق هذا من العمل في التمويل السلوكي والذي بين أن المدراء و المستثمرين ينظرون إلى الأرباح والخسائر على نحو غير متماثل والذي يعني الشعور بالمرارة لخسارة دولار واحد أكثر من الشعور بالسعادة لربح دولار واحد<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - بداح محسن السبيعي، العلاقة بين الرفح المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة الكويتية، مذكرة ماجستير تخصص محاسبة، جامعة الشرق الأوسط، فلسطين، 2012، ص: 32.

<sup>2</sup> - محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، بدون بلد النشر، الطبعة الأولى، 2007، ص: 500.

<sup>3</sup> - مهدي عطية موحى الجبوري، "التمويل السلوكي ودوره في اتخاذ القرارات المالية"، مجلة جامعة بابل للعلوم الإنسانية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بابل، مجلد 22، العدد 4، 2014، ص: 800.

### - حجم وطبيعة السوق الاستثماري

إذ أن اتساع حجم السوق يعد من عوامل زيادة الكفاءة في استخدام الموارد الاقتصادية المتاحة وتحقيق الوفورات الاقتصادية وبالتالي زيادة الاستثمار، بالإضافة إلى أن المناخ الاستثماري الذي يتضمن العوامل الأساسية والضرورية لخلق البيئة التي تسمح بالمشاركة والاستثمار في مجالات التنمية الاقتصادية سوف تؤدي أيضا إلى خلق الفرص الاستثمارية وزيادتها<sup>1</sup>.

### - القوانين والتعليمات المالية

لا شك أن للقوانين المالية أثرا واضحا في زيادة حجم الاستثمار، ومن هذه الأمور القانونية مسألة الضرائب والتي تؤثر بشكل مباشر على قرار الاستثمار وفي تحديد اتجاهاته وطبيعته وحجم العائد المتوقع من تلك الفرص الاستثمارية<sup>2</sup>.

### هـ- التدفقات النقدية

وتؤثر التدفقات النقدية بمختلف أنواعها وأشكالها على القرار الاستثماري ومن أمثلة تلك التدفقات:

- التدفقات النقدية الداخلة والخارجة والتي يندرج تحتها ثمن شراء الأصل؛

- التدفقات النقدية السنوية المتعلقة بتشغيل وإدارة الأصل الاستثماري؛

- التدفقات النقدية المتوقعة في نهاية المدة للأصل الاستثماري؛

- التدفقات النقدية الخارجة المتمثلة في الضرائب.

كما توصلت بعض الدراسات التجريبية خاصة الأجنبية منها إلى مجموعة من محددات الاستثمار في المؤسسات والتي ترى ان لها علاقة مباشرة في التأثير على نسبة الاستثمار في المؤسسة سواء كان تأثيرا سلبيا أو ايجابيا.

### 3-3- محددات الاستثمار في المؤسسات في الدراسات التجريبية السابقة

أظهرت العديد من الدراسات التجريبية التي تحاول تحديد أهم العوامل المؤثرة على الاستثمار في المؤسسات ومن بين أهم العوامل رقم الأعمال، التدفقات النقدية، نسبة الاستدانة ضمن الهيكل المالي، تكلفة رأس المال، معدل النمو... الخ.

<sup>1</sup> - بداح محسن السبيعي، مرجع سابق، 2012، ص: 32.

<sup>2</sup> - محمد الصيرفي، مرجع سابق، 2007، ص: 500.

## - رقم الأعمال

أظهرت العديد من الدراسات أن رقم الأعمال يعتبر المتغير الأكثر تفسيراً لمستوى الاستثمار في المؤسسة فحسب كل من هال وجورجنسون (1967) <sup>1</sup> HALL ET JORGENSON، وشيرينكو (1993) CHIRINKO يعتبر معامل متغير رقم الأعمال مهم جداً وله دلالة إحصائية كبيرة في شرح وتفسير الاستثمار في المؤسسة، وتتوافق هذه النظرية مع طرح موديليانى وميلر (1958)، والتي فصلت قرار الاستثمار عن قرار التمويل في المؤسسة.

## - التدفق النقدي

بينت العديد من الدراسات التجريبية على وجود علاقة طردية بين التدفقات النقدية ومستوى الاستثمار في المؤسسة منها دراسة فازاري وآخرون (1988) <sup>2</sup> FAZZARI & AL، دراسة هوشي وآخرون (1991) <sup>3</sup> HOCHI & ALL.

## - الديون

أكدت العديد من الدراسات التجريبية العلاقة العكسية بين مستوى الاستدانة وحجم الاستثمار من بينها دراسة مايرز (1977) <sup>4</sup> MAYERS، جونسون (1986) <sup>5</sup> JENSEN، دراسة ستيلز (1990) <sup>6</sup> STULZ، دراسة لي وراتي (2008) <sup>7</sup> Lee & Ratti، فإذا كان هناك مستوى عال من الديون في المؤسسة، فهذا يعني استخدام جزء كبير من السيولة النقدية لتسديد هذه الديون وفوائدها، وسيكون من الصعب على المؤسسات الوفاء بالتزاماتها مع الدائنين وبالتالي مع وجود نسبة استدانة كبيرة فإن الحساسية اتجاه الاستثمار ترتفع، وهو ما يؤكد العلاقة العكسية بين مستوى الاستدانة وحجم الاستثمار في المؤسسة.

## - فرص النمو

أبرزت العديد من الأبحاث والدراسات على وجود علاقة طردية بين الاستثمار والنمو مثل دراسة فازاري وآخرون (1988) <sup>8</sup> Fazzari & All، فالمؤسسة في المرحلة الأولى من دورة حياتها المزيد من فرص النمو مقارنة بالمؤسسات التي وصلت إلى مرحلة النضج، حيث تتسم المشاريع الاستثمارية في المؤسسات التي وصلت لمرحلة النضج بالندرة وبأقل ربحية <sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - Hall R and Jorgenson D, "Tax Policy and Investment Behavior", American Economic Review, American Economic Association, Vol. 58, 1967, pp: 391-396.

<sup>2</sup> - Fazzari, S, Hubbard G and Peterson B, "Financing Constraints and Corporate Investme", Brookings Papers on Economics Activity, Washington DC, Vol. 1, 1988, pp: 141-144.

<sup>3</sup> -Hoshi,T, Kashyap A and Scharfstein D, "Corporate Structure Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Panel Data", Quarterly Journal of Economics, Oxford Univesity Press, Vol. 106, 1991, pp. 33-36

<sup>4</sup> - حمزة غربي، السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2014، ص:210.

### -معدل تكلفة رأس المال

يعبر معدل الفائدة عن تكلفة رأس المال، والذي يعتبر كمحدد للاستثمار في المؤسسات حسب النظرية النيوكلاسيكية، وفي اطار نظرية الوكالة وجد كل من غوش و غوش (2006) Ghoch & Ghoc<sup>1</sup>، علاقة عكسية بين معدل الفائدة والاستثمار، ويرجع ذلك بسبب التباين وعدم تماثل المعلومات الذي يؤدي بالذاتين للرفع في تكلفة الاستدانة، وهو الأمر الذي يؤثر على ارتفاع تكلفة رأس المال وبالتالي انخفاض مستوى الاستثمار في المؤسسة.

ويجب على المدير المالي قبل اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد ضرورة المفاضلة بين البدائل والمقترحات الاستثمارية لإختيار أحسنها وفق طرق ومعايير مختلفة.

### المطلب الثالث: طرق تقييم المشاريع الإستثمارية بهدف إتخاذ القرار

عتبر عملية تقييم البدائل الاستثمارية من أهم النشاطات التي تهتم بها الوظيفة المالية عند اتخاذها لقرار الاستثمار وهناك عدة طرق للتقييم تستعمل في ذلك، ولكن قبل ان نعرض عليها من الضروري تقديم أهم خطوات تقييم المشاريع الاستثمارية .

#### - أولاً: خطوات تقييم المشروعات الاستثمارية

يخضع تقييم المشروع الرأسمالي المقترح لعدة خطوات هي<sup>2</sup>:

- تحديد التكلفة الاستثمارية المتوقعة للمشروع؛
- تقدير التدفقات النقدية من المشروع بما فيها القيمة المتوقعة للمشروع في نهاية عمره المتوقع؛
- تحديد درجة الخطر المصاحبة للتدفقات النقدية الخاصة بالمشروع ويتطلب ذلك توافر معلومات عن التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية؛
- تحديد تكلفة الأموال التي تستخدم لخصم التدفقات النقدية انطلاقاً من تحديد درجة خطورة المشروع؛
- تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة والتي تستخدم كأساس لتحديد قيمة الأصول محل التقييم؛
- يتم مقابلة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من المشروع بقيمة التكلفة الاستثمارية للمشروع، فإذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية تفوق قيمة التكلفة الاستثمارية يتم قبول المشروع، وفي حالة العكس يرفض المشروع، وبمعنى آخر إذا كان معدل العائد المتوقع على الاستثمار أكبر من تكلفة رأسماله يقبل المشروع وفي حالة العكس يرفض المشروع.

<sup>1</sup>-Ghosh, S., Ghosh S, “**Impact of Liquidity Constraint on Firms Investment**”, *Economia Internazionale*, Camera di Commercio, Genova, Vol.54, 2006, pp: 17-21

<sup>2</sup>- وليم عاطف أندراوس، مرجع سابق، 2008، ص ص: 260-261.

## ثانياً: أدوات وطرق المفاضلة بين البدائل الاستثمارية

تتعدد الطرق والأدوات التي يمكن استخدامها لتقييم البدائل الاستثمارية والوصول إلى قرار بشأن قبول وتنفيذ البديل الاستثماري أو رفضه وعدم تنفيذه، سواء كان ذلك في ظل التأكد أو عدم التأكد والمخاطرة.

### 1- أدوات وطرق المفاضلة بين البدائل الاستثمارية في ظل التأكد التام

يوجد العديد من الأدوات والطرق التي تستخدم للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية فمنها ما يأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود ومنها ما يتجاهلها.

#### 1-1- طرق المفاضلة التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود

تعتمد هذه الطرق على البيانات التاريخية وتتجاهل امكانية تغير القيمة الزمنية للنقود ومن أبرزها، طريقة فترة الإسترداد ومعدل العائد المحاسبي .

#### أ- فترة الإسترداد: *délai de récupération*

تعرف فترة الإسترداد بأنها الفترة من عمر الإستثمار التي يكون المستثمر خلالها قد استرد قيمة رأسماله المستثمر وهي لاتأخذ بعامل الزمن بالإعتبار في التعامل مع قيمة التدفقات النقدية<sup>1</sup>، يعرف هذا المعيار بأنه الفترة الزمنية اللازمة لاسترداد مبلغ رأس المال المستثمر من خلال التدفقات النقدية الصافية ويحسب كمايلي<sup>2</sup>:

$$DR = \frac{CP}{I^o}$$

حيث:

DR: فترة الإسترداد؛

I<sup>o</sup>: مبلغ الإنفاق استثماري،

CP: التدفق النقدي السنوي

ومن ايجابيات معيار فترة الإسترداد في تقييم المشاريع الإستثمارية نذكر الآتي:

- تعطي أهمية ضمنية للوقت؛

- تأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية وليس النتائج المحاسبية، ومن عيوب طريقة فترة الاسترداد نذكر

الآتي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، دار صفاء، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2014، ص: 324 .

<sup>2</sup> - مليكة زغيب و ميلود بوشنقىير ، مرجع سابق، 2012، ص: 162 .

<sup>3</sup> - علي عباس ، مرجع سابق، 2008، ص: 192 .

- لا تأخذ مفهوم القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار؛
- عدم الموضوعية في تحديد فترة الاسترداد المثلى فالأمر متروك لاجتهاد متخذ القرار؛
- عدم الاهتمام بالتدفقات النقدية الداخلة التي تتم بعد أن يسترد المشروع كامل تكاليفه.

### ب- معدل العائد المحاسبي

هي طريقة محاسبية تعتمد على إيجاد النسبة المئوية لمتوسط صافي الربح المحاسبي بعد خصم الإهلاك والضريبة إلى متوسط التكلفة الاستثمارية للمشروع وبحسب كمايلي<sup>1</sup>:

$$\text{متوسط معدل العائد} = \frac{\text{صافي الربح المحاسبي السنوي بعد الضريبة}}{\text{متوسط تكلفة الاستثمار}}$$

### 1-2- طرق المفاضلة التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود

على عكس المعايير السابقة، تعتمد هذه الطرق على مفهوم القيمة الزمنية للنقود، ومن أهمها، معيار صافي القيمة الحالية، صافي القيمة الحالية المعدل، مؤشر الربحية ومعدل العائد الداخلي .

#### 1-2-1- القيمة الحالية الصافية

وفقا لهذه الطريقة يتم حساب القيمة الحالية لجميع التدفقات المتوقعة وتجمع جبريا ثم يطرح منها أصل المبلغ المستثمر، فإذا كان الناتج موجبا يقبل المشروع أما إذا كان صافي القيمة الحالية سالبا فيتم رفض المشروع<sup>2</sup>، وتحسب بالعلاقة الآتية<sup>3</sup>:

$$VAN = \sum_{t=1}^n cp \frac{1}{(1+i)^t} - I^o$$

حيث:

$I^o$  : مبلغ الإستثمار الأولي،

$cp$ : التدفقات النقدية الصافية،

$i$  : معدل الخصم .

#### 1-2-2- صافي القيمة الحالية المعدل

مما لا شك فيه أن النموذج السابق لصافي القيمة الحالية يعبر ولو بشكل غير واضح عن تأثير الهيكل المالي على قرار الاستثمار في ظل استعمال المتوسط المرجح لتكلفة الأموال كمعدل للخصم، أين

<sup>1</sup> - وليم عاطف أندراوس، مرجع سابق، 2008، ص: 270.

<sup>2</sup> - أسعد حميد العلي، مرجع سابق، 2010، ص: 279 .

<sup>3</sup> -Abdellah Boughaba, Op-cit, 2015, p:32.

يتوقف قرار قبول أو رفض اقتراح استثماري على صافي القيمة الحالية لتدفقاته النقدية، وكذا تكلفة الأموال المستخدمة في تمويله، ولتلافي هذا القصور اقترح (Mayers 1974) أسلوب صافي القيمة الحالية المعدل والذي يعبر عنه<sup>1</sup>:

$$\text{صافي القيمة الحالية المعدل} = \text{ق ح (استثمار)} - \text{ك} + \text{ق ح (تمويل)}$$

- حيث يطلق على الشق الأول بصافي القيمة الحالية الأساسية (على فرض أنه لا يترتب عليه أي تدفقات نقدية إضافية، مثل الأرباح المحتجزة).

- ق ح (تمويل): تمثل القيمة الحالية للتدفق النقدي الإضافي المتولدة عن المصدر المستخدم في تمويل الاقتراح الاستثماري (تكلفة إصدار أوراق مالية والوفرات الضريبية التي تنجم عن الإقراض).

ويُظهر نموذج صافي القيمة الحالية المعدل بوضوح أن قرار الإستثمار يتأثر بالتدفقات النقدية الإضافية التي تصاحب طريقة التمويل.

### 1-2-3 مؤشر الربحية (IP)

ويعرف على أنه نسبة مجموع التدفقات النقدية المحيئة إلى تكلفة الاستثمار، وهو يقيس الربحية المحققة عن كل دينار مستثمر ويحسب وفق العلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$IP = 1 + \frac{VAN}{I^o}$$

### 1-2-4 معدل العائد الداخلي (TIR)

يعتبر من الطرق الواقعية التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار، ويقوم على افتراض أن المبالغ والتدفقات النقدية المتوقعة سيتم استثمارها ولن تبقى عاطلة، وهو المعدل الذي يجعل من صافي القيمة الحالية (VAN) معدومة<sup>3</sup>، ويحسب وفق العلاقة الآتية:

$$\sum_{p=1}^n cp \frac{1}{(1+x)^n} - I^o = 0$$

حيث: X هو معدل العائد الداخلي .

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 2005، ص: 392.

<sup>2</sup> - مبارك لسوس، مرجع سابق، 2012، ص: 184 .

<sup>3</sup> - المرجع نفسه، 2012، ص: 128 .

## 2- أدوات وطرق المفاضلة بين البدائل الاستثمارية في حالة عدم التأكد

يتم اتخاذ قرار الإستثمار عادة دون معرفة الأحداث المستقبلية للظروف المحيطة بالاستثمار، في هذه الحالة يكون القرار أُتخذ في حالة عدم يقين، ومفهوم عدم التأكد يشمل حالتين، عدم تأكد نسبي وتام.

### 2-1-1- معايير المفاضلة بين البدائل الاستثمارية في حالة عدم التأكد النسبي

اي احتمال تحقق ظاهرة معينة معروف وتستخدم في مجال اختيار الاستثمارات في البيئة الاحتمالية عدة أدوات أهمها التباين والانحراف المعياري ومعامل الإختلاف، ويمكن شرح أهمها كالآتي<sup>1</sup>:

#### 2-1-1-1- معيار الأمل الرياضي: $E(VAN)$

ويستعمل في قياس مردودية المشاريع، ويكون الإختيار على المشاريع ذات المردودية الأكبر ويحسب بضرب التدفقات المتوقعة في الإحتمالات المكافئة كمايلي:

$$E(VAN) = \sum_{i=1}^n \frac{E(Ci)}{(1+x)^i} - I$$

#### 2-1-1-2- معيار التباين: $V(VAN)$

يسمح لنا بقياس مخاطرة المشاريع الأستثمارية ويحسب وفق العلاقة:

$$V(VAN) = \sum_{i=1}^n \frac{Pi(Xi - E(Ci))^2}{(1+x)^{2i}}$$

حيث يتم اختيار المشروع الأقل قيمة تباين، أي الأقل مخاطرة.

#### 2-1-1-3- معامل الإختلاف: $C(VAN)$

ويستعمل في حالة عدم الوصول الى نتائج متقاربة وفق الطريقتين السابقتين ويحسب كالآتي:

$$C(VAN) = \frac{V(VAN)}{E(VAN)}$$

ويقيس مخاطرة الوحدة النقدية الواحدة المستثمرة ، ويختار المشروع ذو معامل الإختلاف الأقل قيمة .

### 2-2- معايير المفاضلة بين البدائل الاستثمارية في حالة عدم التأكد التام

وتوجد تحت ظل هاته الظروف عدة معايير لتقييم الاستثمارات بهدف اتخاذ القرار يتمثل أهمها في الآتي:

<sup>1</sup> - مليكة زغيب وميلود بوشنقىر، مرجع سابق، 2012، ص ص: 187-189 .

### 2-2-1- معيار القيمة العظمى (معيار التفاؤل) Max.Max

ينظر متخذ قرار الاستثمار في هذا المعيار الى المستقبل بتفاؤل كبير، اذ يفترض حدوث أفضل الحالات والظروف، فهو معيار تفاؤلي يركز على قبول المخاطر بغية تحقيق الربح مهما كانت النتائج، ومن ثم يختار أعظم قيمة عظمى للقيمة الحالية الصافية.

### 2-2-2- معيار ولد wald (معيار التشاؤم) Max.Min

عكس معيار التفاؤل، اين ينظر متخذ القرار الى المستقبل بحذر شديد وبالتالي يختار أسوأ الحالات، فمتخذ القرار يبحث عن أسوأ النتائج ويحاول اختيار البديل الذي يحقق أعلى العوائد، فهو معيار تشاؤمي يركز على تحقيق الأمان كأولوية أساسية فهو يتميز بالحذر وعليه يختار أعظم قيمة دنيا للقيمة الحالية الصافية.

### 2-2-3- معيار هرويز Hurwicz

وهو معيار توفيقي بين معيار التفاؤل والتشاؤم، وحسب هذا المعيار لا يجب أن يكون متخذ القرار متفاؤل للغاية، واقترح تعديل معيار Wald بادخال فكرة معامل التفاؤل ( $\alpha$ ) والذي يتراوح بين القيمتين صفر وواحد وهي ان يختار متخذ القرار أكبر القيم وأصغرها في مصفوفة القرار، وأن يرجح أهميتها بحسب شعوره وتقديره لدرجة التفاؤل.

### 2-2-4- معيار لابلاس Laplace (تساوي الاحتمالات)

يعتمد معيار لابلاس على أن المستقبل غامض ومجهول وليس أمام متخذ القرار أسباب كافية لتمييز حالة عن حالة أخرى من حالات الطبيعة لذلك سمي بمعيار "عدم كفاية الاسباب"<sup>1</sup>، يعتمد هذا المعيار على حساب التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية، وبما أن التوقع الرياضي يعبر عن مردودية المشروع فإنه يتم اختيار أكبر توقع رياضي للقيمة الحالية الصافية.

### 2-2-5- معيار سافاج Savage (تدنية الأسف الاعظم)

ويتميز بالحذر نسبيا ولتطبيق هذا المعيار لابد من بناء مصفوفة الفرصة الضائعة أو مصفوفة الندم للبدائل المتاحة، حيث نختار أعظم قيمة في كل عمود ونطرح منها باقي القيم الأخرى ويعتمد الاختيار على إيجاد أكبر قيمة ندم في كل سطر ثم اختيار أقل فرصة ضائعة للقيمة الحالية الصافية.

ورغم تعدد الطرق والمعايير المستخدمة لتقييم المشاريع، إلا أنه يمكن القول أن لكل مؤسسة ظروفها الداخلية المحيطة بها لذا فإنها تأخذ المعيار الذي يتلائم مع ظروفها في سبيل تقييم المشاريع الاستثمارية ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري الأمثل بما يحقق أهدافها.

<sup>1</sup> - مبارك لسوس ، مرجع سابق، 2012، ص: 159.

## المبحث الثاني: قرارات توزيع الأرباح

تعتبر الطريقة التي يتم التصرف بها بالأرباح المتحققة في المؤسسة من المشكلات الرئيسية التي تترك الإدارة المالية والمدير المالي على وجه الخصوص، فقد وجد المدير المالي نفسه بين وجهتين، وجهة تقول بتوزيع الأرباح، وأخرى تفضل احتجاز هذه الأرباح وإعادة استثمارها، وفي هذا السياق ظهرت مجموعة من النظريات، بعضها ينظر الى أن توزيع الأرباح في المؤسسة مسألة لانقاش فيها نظرا لتأثيرها على قيمة المؤسسة، في حين يرى التيار الآخر بعدم جدوى توزيع الأرباح.

### المطلب الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة

إن عملية ضبط سياسة التوزيعات داخل المؤسسة في غاية الأهمية وهي من المهام والمشاكل التي يواجهها المدير المالي، نظرا لتأثيرها على عدة متغيرات وخاصة على قيمة المؤسسة .

### أولاً: مفهوم توزيعات الأرباح

يقصد بالتوزيعات تلك التدفقات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن سنوات سابقة وفقا لربحية المؤسسة وسيولتها وبمصادقة مجلس إدارة المؤسسة<sup>1</sup> .

- توزيعات الأرباح هي العامل الرئيسي الذي يعتمد عليه المساهمين والمستثمرين من أجل تقييم سعر المؤسسة في السوق، هذه التوزيعات تمثل أحد مصادر التدفقات النقدية للمساهمين وتزويدهم بمعلومات عن أداء المؤسسة الحالي والمستقبلي، ولأن الأرباح المحتجزة هي أحد أشكال مصادر التمويل الداخلي فإن توزيع الأرباح يؤثر بشكل كبير على حاجات المؤسسة من التمويل الخارجي<sup>2</sup> .

ويرى بعض الباحثين أن اعتماد استراتيجية الاستقرار في التوزيعات يعتبر حلا مهما، نظرا للأسباب الآتية<sup>3</sup> :

- المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح: إذ تعتبر سياسة توزيع الأرباح من العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة من خلال أنها تقدم حلا لمشكلة عدم التأكد التي يعاني منها المستثمرين في سوق الأوراق المالية؛

- مدى رغبة المستثمرين في العوائد الحالية: وبالتالي فإن سياسة توزيع أرباح مستقرة ستمكن المستثمرين من الحصول على عوائد فورية محددة حسب رغباتهم؛

- الاعتبارات القانونية: إذ يعتبر القانون أن هذه السياسة تعتبر ميزة بالنسبة للمؤسسات التي تعتمدها.

<sup>1</sup> - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالنورصة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، 2009، ص: 122، بتصرف .

<sup>2</sup> - فايز سليم حداد، مرجع سابق، 2010، ص: 299 .

<sup>3</sup> - سفيان خليل المناصير، مرجع سابق، ص ص: 49-50 .

لذا يمكن القول أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر من أهم السياسات في المؤسسات نظرا لارتباطها المباشر مع المساهمين من جهة ولتأثير سياسة التوزيع على سعر سهم المؤسسة من جهة أخرى .

### - ثانيا: أنواع سياسات توزيع الأرباح

يوجد العديد من سياسات توزيع الأرباح يمكن للمؤسسة أن تتبعها ويمكن توضيح أهمها فيما يأتي:

#### 1- سياسة الأرباح المتبقية

تقضي هذه السياسة بتوزيع ما تبقى من الأرباح بعد احتجاز ما يلزم لتمويل الاستثمارات، ويتم هذا حسب الخطوات الآتية<sup>1</sup>:

- تحديد احتياجات المشاريع الاستثمارية؛
- تحديد المبلغ المطلوب لتمويل تلك المشاريع؛
- احتجاز المبلغ المطلوب وتوزيع الباقي؛
- يجب عدم حجز الأرباح إذا كان معدل المرادوية المتوقع من الاستثمارات أقل من المعدل المطلوب.

#### 2- سياسة التوزيعات الثابتة

تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات نقدية للمساهمين كنسبة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل به المؤسسة، ويمكن حسابها عن طريق تقسيم توزيعات الأرباح النقدية لكل سهم على صافي الربح لكل سهم عادي من الأرباح المحققة، والمشكلة في تطبيق هذه السياسة أنه إذا انخفضت أرباح المؤسسة أو حققت خسائر في فترة معينة فإن توزيعات الأرباح ستخف، ولأن توزيعات الأرباح تعتبر كمؤشر على أحوال المؤسسة فإن هذا سيؤثر بشكل سلبي على سعر السهم في السوق<sup>2</sup> .

#### 3- سياسة التوزيعات المستقرة

تعني هذه السياسة اختيار نسبة توزيع محددة مسبقا، ويعتبر المساهمين هذه السياسة بأنها ايجابية تخفض من درجة عدم التأكد لديهم في ما يتعلق بتوزيعات الأرباح المستقبلية وبالتالي فتوزيعات الأرباح حسب هذه السياسة لا تتخف أبدا وتتجه المؤسسات الى سياسة التوزيع المستقرة للأسباب الآتية<sup>3</sup>:

- اعتقاد الكثير من المدراء أن هذه السياسة تؤدي الى زيادة أسعار الأسهم؛
- أن سياسة التوزيعات المستقرة تؤدي الى التأكد بشأن التدفقات النقدية من التوزيعات.

<sup>1</sup> - عدنان تايه النعيمي والساقي سعدون مهدي، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2008، ص:455.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002 ، ص:393.

<sup>3</sup> - عاطف جابر طه عبد الرحيم، التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص:399 .

#### 4- سياسة التوزيعات العادي زائد اضافة

تقوم على أساس توزيع الأرباح العادية التي توزعها المؤسسة عادة، بالإضافة الى توزيع أرباح اضافية في نهاية السنة، ويناسب هذا النوع من سياسة توزيع الأرباح المؤسسات التي تنقلب مكاسبها من سنة الى أخرى<sup>1</sup>.

#### المطلب الثاني: قرار توزيع الأرباح ومحدداته

يعتبر قرار توزيع الأرباح في المؤسسة في غاية الأهمية نظرا لتأثيره على مستقبل المؤسسة، ولإرتباطه بكل من قرار الإستثمار والتمويل، وهناك عدة محددات تحده.

#### - أولا: مفهوم قرار توزيع الأرباح

- يقصد بقرار توزيع الأرباح قيام المؤسسة بتوزيع هذه الأرباح على المساهمين اما في شكل نقدي أو في شكل أسهم<sup>2</sup>.

- يتعلق قرار توزيع الأرباح بتحديد النسبة من الأرباح التي يتم دفعها نقدا للمساهمين وكذا التي يتم توزيعها في شكل أسهم، ويرتبط قرار التوزيع ارتباطا قويا بقرار التمويل، ذلك أن الأرباح الموزعة تعتبر من أهم مصادر التمويل في بعض المؤسسات فضلا عن ميزتها في زيادة قدرة المؤسسة على الإقتراض<sup>3</sup>.

#### ثانيا: أهمية قرار توزيع الأرباح

- يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التي تؤثر على قيمة المؤسسة، والتي يترتب عليها تأثير على الخطط الإستثمارية والتمويلية لتلك المؤسسة، فضلا على أنها تعطي اشارات لجمهور المستثمرين الحاليين والمحتملين حول وضعية وأداء المؤسسة، والتي تندرج في إطار نظرية الإشارة أو المحتوى المعلوماتي<sup>4</sup>، مما يجعل من هذا القرار يحظى بأهمية بالغة ليس فقط من طرف مالكي المؤسسة ومسيرها ولكن حتى من جمهور المستثمرين والمحليلين الماليين؛

- يستمد قرار توزيع الأرباح أهميته البالغة من خلال تأثيره على العديد من المجالات المالية لاسيما على القرارات المالية الأخرى، إذ يؤثر قرار توزيع الأرباح على تدفق الأموال وسيولتها وتكلفتها، وبالتالي فهو

<sup>1</sup> - عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سابق، 2008، ص: 401 .

<sup>2</sup> - غنيم أحمد محمد، الإدارة المالية (مدخل للتحويل من الفقر إلى الثراء)، المكتبة العصرية، القاهرة، 2008، ص: 208 .

<sup>3</sup> - جليل كاظم مدلول العارضي ، مرجع سابق، 2014، ص: 52 .

<sup>4</sup> - عبد الوهاب دادن وحورية بديدة ، " تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC 40 تحليل احصائي خلال الفترة 2007-2009" ، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة، الجزائر، العدد العاشر، ديسمبر 2011، ص: 2 .

يؤثر على قرار الهيكل المالي للمؤسسة، كما أنه يؤثر على اتجاهات المستثمرين مستقبلاً نحو عمليات الإستثمار<sup>1</sup>؛

- يؤدي قرار التوزيع الأمثل الى احداث توازن بين التوزيعات والنمو المستقبلي للمؤسسة.

### ثالثاً: محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة

هناك مجموعة من العوامل تحد سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة ويمكن تلخيص أهمها في الآتي :

#### 1- القيود المفروضة على توزيع الأرباح

تؤثر القيود التي تفرضها النظم السياسية لبعض المؤسسات على قرار توزيع الأرباح، ومن أهم هذه القيود إلزام المؤسسات بتكوين احتياطات من الأرباح لتدعيم رأس المال أو لمقابلة احتياجات السيولة، بالإضافة إلى أن عقود القروض تشتمل على بعض القيود التي تؤثر على قرار توزيع الأرباح أيضاً<sup>2</sup>.

#### 2- القيود الداخلية

إذ تتحدد قدرة المؤسسة على توزيع الأرباح وفقاً لكمية السيولة النقدية المتوفرة لديها، فقد تكون المؤسسة حققت أرباح وفيرة خلال السنوات السابقة ولكن نظراً لاحتجاز هذه الأرباح واستعمالها لتمويل وتوسعة العملية التشغيلية للمؤسسة فإنه لا تتوفر لها السيولة الكافية لتوزيع أرباح عالية على المساهمين<sup>3</sup>.

#### 3- التشريعات القانونية

تخضع المؤسسات لقوانين وأنظمة الدولة التي تعمل فيها مثل قانون الشركات وقانون هيئة سوق الأوراق المالية وأنظمتها وتعليماتها، فمعظم دول العالم لا تسمح للمؤسسات بدفع توزيعات من رأسمالها القانوني والذي يقاس بالقيمة الاسمية للأسهم العادية وفي بعض الدول يضاف لها علاوة إصدار الأسهم العادية كذلك لا يسمح للمؤسسات عادة أن توزع الأرباح إذا كانت غير مليئة مالياً أو مغلقة قانونياً، هذه التشريعات القانونية لرأس المال توضع من أجل حماية أموال الدائنين والمقرضين<sup>4</sup>.

#### 4- اعتبارات سوقية

يقوم المستثمرون باتخاذ قراراتهم بشأن شراء الأسهم بناء على مجموعة من المعايير من بينها سياسة توزيع الأرباح المتبعة من طرف المؤسسة، وبالتالي يضع المسؤولون في الإدارة المالية سياسة توزيع الأرباح حسب طبيعة الاستجابة المتوقعة من طرف المستثمرين.

<sup>1</sup> - أحمد محمد غنيم ، مرجع سابق ، 2008 ، ص: 208 .

<sup>2</sup> - المرجع نفسه ، 2008 ، ص: 212 .

<sup>3</sup> - فايز سليم حداد ، مرجع سابق ، 2010 ، ص: 310 .

<sup>4</sup> - محمد قاسم خصاونة ، مرجع سابق ، ص: 214 .

## 5- المردودية السابقة والحالية

توصلت الكثير من الدراسات السابقة على وجود علاقة طردية بين الأرباح الحالية والسابقة على أرباح السهم، فالمؤسسة إذا أرادت تمويل احتياجاتها الاستثمارية وكانت طاقة التمويل الذاتي غير كافية، فإنها تلجأ إلى التمويل الخارجي، كما يمكن تفسير العلاقة الطردية بين الأرباح الحالية والسابقة على اتخاذ قرار توزيع أرباح في بنظرية الإشارة، فالهدف من المسيرين هو إرسال إشارة إلى المستثمرين لها دلالة على أن للمؤسسة أرباحا معتبرة، وأنها تتمتع بوضعية مالية جيدة، ومهما اختلف الهدف من تغيير نسب أرباح الموزعة، فإن الكثير من الدراسات التجريبية مثل بنارتزي وآخرون Benartzi et al (1997)، أكدت بأن توزيع الأرباح يعطي معلومات مستقبلية وآنية عن المؤسسة<sup>1</sup>.

## 6- أثر الضريبة

تكون توزيع الأرباح في المؤسسة حسب دخل الملاك، فإذا كانوا من أصحاب الدخل المرتفعة فهذا يعني أنهم يخضعون لمعدلات ضريبية مرتفعة، وبالتالي تقوم المؤسسة بتخفيض نسبة توزيع الأرباح، والعكس بالعكس<sup>2</sup>.

## 7- حجم المؤسسة والمرحلة التي تمر بها في حياتها

عادة ما تقوم المؤسسات التي تمر بمرحلة النمو وخاصة إذا كان هذا النمو سريعا باحتجاز معظم أرباحها، بينما غالبا ماتقوم المؤسسات التي وصلت إلى مرحلة النضج بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها<sup>3</sup>. إضافة الى ذلك فإن حجم المؤسسة يؤثر في حجم الأرباح الموزعة، وحسب نظرية الوكالة فإنه كلما كبر حجم المؤسسة يتسع نطاقها تتفصل الملكية عن التسيير، وهو ما يؤدي إلى نشأة نظرية الوكالة بين المسيرين والمساهمين، وفي هذه الحالة يجب على المسير التأكيد على حسن أدائه من خلال عدة مؤشرات، أهمها توزيع أرباح على المساهمين، عكس المؤسسات الصغيرة والتي من خصائصها أن المالك هو المسير، وتندعم في هذا النوع من المؤسسات تكاليف الوكالة.

## 8- النمو

أجريت أبحاث عديدة لدراسة العلاقة بين سياسة التوزيع وفرص النمو المتحققة، أبرزها دراسة كل من دنيس وأصوبوف (Denis and Osobov, 2008) على عينة من الدول (كندا واليابان والمملكة المتحدة وألمانيا وفرنسا والولايات المتحدة) حيث أظهرت هذه الدراسة وجود علاقة متباينة بين سياسة توزيع

<sup>1</sup> - حمزة غربي، مرجع سابق، 2014، ص: 276.

<sup>2</sup> - Narjess Boubakri et autres, **Les principes de la finance d'entreprise**, gaëtan morin, Canada, 2005, p:177.

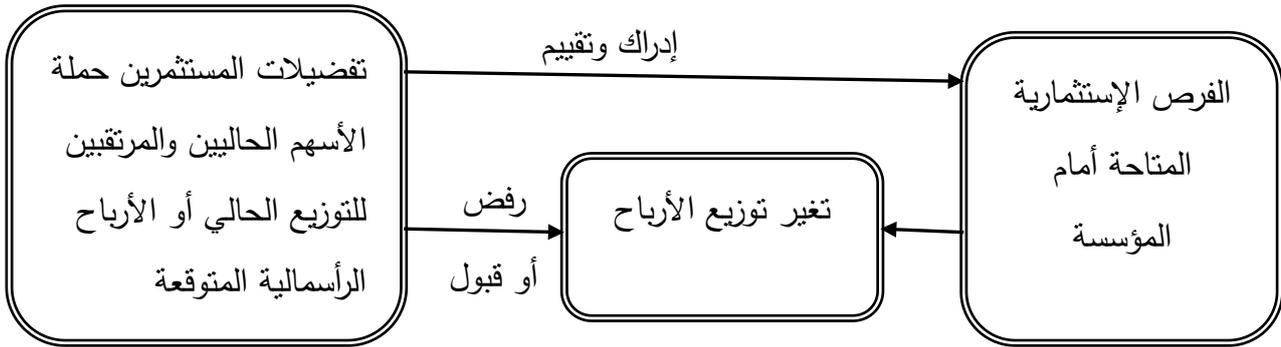
<sup>3</sup> - غنيم أحمد محمد، مرجع سابق، 2008، ص: 213.

الأرباح وفرص النمو المتحققة في المؤسسة، بعبارة أخرى هناك علاقة بين فرص النمو وسياسة التوزيع ولكن اتجاه هذه العلاقة يختلف من دولة إلى أخرى بحسب ما أكدته الدراسات المعدة في هذا المجال<sup>1</sup>.

### 9- الفرص الاستثمارية للمؤسسة وتفضيلات المساهمين

اذ تستمد تغير سياسة توزيع الأرباح أهميتها من خلال الفرص الإستثمارية المتاحة أمام المؤسسة، والكيفية التي تعد بها الهياكل التمويلية، بغرض تعظيم ثروة الملاك، بالإضافة الى انعكاس تفضيلات المستثمرين وحملة الأسهم الحاليين والمستقبليين تجاه التوزيع الحالي أو الأرباح المستقبلية المتوقعة:

الشكل (2-5): علاقة قرار توزيع الأرباح بقراري الإستثمار والتمويل.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2008، ص 621 .

حيث يتضح من الشكل، أن الفرص الأستثمارية وتفضيلات المستثمرين وحملة الأسهم ترتبط عكسيا مع عكسيا مع المقسوم من الأرباح، أذ أن أي زيادة في الفرص الأستثمارية تؤدي الى حتمية تخفيض الأرباح الموزعة شريطة أن تكون العوائد تفوق كلفة تمويل تلك الإستثمارات، ليكون ذلك مبررا وعاكسا لتفضيلات المستثمرين الحاليين والمستقبليين لتوزيع الأرباح المتوقعة .

### 10- بدائل التمويل المتاحة

تشمل بدائل التمويل المتاحة على ما يلي<sup>2</sup>:

- تكلفة إصدار أسهم جديدة، فإذا كانت تكلفة الإصدار كبيرة مما يرفع تكلفة حقوق الملكية، فإن المؤسسة تلجأ إلى تخفيض نسبة توزيع الأرباح واحتجازها لتمويل حاجتها من الأموال؛
- إمكانية استبدال الدين، فإذا لم تستطع المؤسسة زيادة الديون في هيكلتها المالية لتمويل حاجاتها بسبب تكلفة التمويل، فإنها لا بد وأن تستخدم مصادر التمويل بالملكية بما فيها الأرباح المحتجزة، وهو الأمر الذي يقلل من النسبة الموزعة من الأرباح؛

<sup>1</sup> - نور توفيق محمد، " العلاقة بين تباين المعلومات وسياسة توزيع الأرباح "، مجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العدد 111، 2011، ص: 238.

<sup>2</sup> - حمزة غربي، مرجع سابق، 2014، ص: 219.

- رغبة إدارة المؤسسة في التحكم، فإذا كانت للمؤسسة رغبة في التحكم فيها، فلن تلجأ إلى التمويل بإصدار أسهم جديدة لمساهمين جدد، بل تلجأ إلى الأرباح المحتجزة.

### 11- احتياجات المستثمرين

بحيث أن المساهمين الذين يعيشون على توزيعات الأرباح إما نسبيا أو كليا، بالنسبة لهم فإن استقرار التوزيعات مهم جدا<sup>1</sup>.

### 12- مدى توافر الموارد النقدية بالمؤسسة

نظرا لأن العائد الذي يتم توزيعه على المساهمين يكون في معظم الأحيان عائدا نقديا، لذا فإنه إذا توافرت النقدية اللازمة بالمؤسسة، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة توزيعات الأرباح، بينما ينخفض مقدار العائد الذي يتم توزيعه على المساهمين في حالة عدم كفاية هذه الموارد النقدية، حيث يتم في هذه الحالة توجيه الجزء الأكبر من أرباح المؤسسة إلى الأرباح المحتجزة<sup>2</sup>، وكما هو معلوم هناك ضريبة دخل على الأرباح النقدية التي يستلمها المساهمون، ورغم أن المؤسسة تدرك أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل من الضريبة على التوزيعات النقدية إلا أن هناك بعض المؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح كبيرة للإعتبارات الآتية<sup>3</sup>:

#### - الرغبة بدخل جاري

إذ أن الأسهم التي تتميز بتوزيعات مرتفعة يكون الطلب عليها كبيرا خاصة من طرف الأفراد الذين يعتمدون في عيشهم على هذه الدخول وبالتالي يضمنون دخلا مستقرا وثابتا نسبيا.

#### - التمويل السلوكي

وتقوم بعض المؤسسات بتوزيع أرباح عالية لأنه وكما هو معروف في المالية الحديثة أن المستثمر في البداية هو إنسان وليس لديه القدرة دائما في التحكم في قراراته المالية وبالتالي لا يستطيع أن يتقيد باستمرار بالقواعد التي يضعها لنفسه، وهو ما يسمى بالتمويل السلوكي.

#### - تكاليف الوكالة

ليتنجب المدراء المؤسسة تكاليف الرقابة عليهم في حال حققت المؤسسة أرباحا كبيرة، وهو ما يسمى بتكاليف الوكالة، فإنهم يقومون بتوزيع هذه الأرباح أو إعادة شراء أسهم الشركة.

<sup>1</sup> - Narjess Boubakri et autres, **OP-cit**, p:177 .

<sup>2</sup> - غنيم أحمد محمد، **مرجع سابق**، 2008، ص: 213 .

<sup>3</sup> - أسعد حميد العلي، **مرجع سابق**، ص ص: 386-383 .

-المحتوى المعلوماتي للتوزيعات: إذ أصبح في الوقت الحالي إعلان المؤسسة عن توزيع أرباحها يؤثر مباشرة بزيادة السعر السوقي للسهم، والعكس صحيح.

### المطلب الثالث: النظريات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة

عند اتخاذ قرار توزيع الأرباح يجب أن لا يغفل المدير المالي عن الهدف من اتخاذ هذا القرار ألا وهو تعظيم قيمة المؤسسة، ولقد ناقشت العديد من النظريات الطريقة التي بموجبها يتم التصرف في الأرباح المحققة، سواء في ظروف التأكد أو في ظل البيئة غير الأكيدة .

#### أولاً: نظريات سياسات التوزيع في ظروف التأكد التام

نعني بظروف التأكد التام أن الأرباح والاستثمارات المحققة معروفة مسبقاً و دون وجود مخاطر، وتتمثل أهم هذه النظريات في كل من نظرية موديكلياني وميلر، أو مايسمى بنظرية عدم ملائمة التوزيعات وكذلك نظرية فوردن، وسيتم توضيح أهم أسس النظريتين في الآتي:

### 1- نظرية موديكلياني وميلر (Modigliani et Miller) 1961

حسب هذه النظرية، والتي سميت بنظرية عدم ملائمة التوزيعات، لا أثر لقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، ويعتقد كل من موديكلياني وميلر أن قيمة المؤسسة هي انعكاس لقرارات الاستثمار أي تتحدد بمدى قدرة الإدارة المالية على استغلال تلك الإستثمارات لتوليد الأرباح أما كيفية التصرف في هذه الأرباح باحتجازها أو بتوزيعها فلا تأثير له على قيمة المؤسسة، وأن تصرف الإدارة المالية بتوزيع الأرباح على حملة الأسهم أو احتجازها داخل المؤسسة ليس له علاقة بالتغيرات الحاصلة في اسعار الأسهم، وينطلق الباحثان من الفروض الآتية<sup>1</sup>:

- رشاده المستثمر؛
- تعمل المؤسسة في ظل السوق الكفاء؛
- تعمل المؤسسة في ظل ظروف التأكد التام ولهذا فإن المستثمرين قادرين على التنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية وكذلك بتوزيعات الأرباح وبشكل مؤكد؛
- لا توجد ضريبة، ولذلك ليس هناك اختلاف في معدلات الضريبة المفروضة على توزيعات الأرباح وعلى الأرباح الرأسمالية؛
- سياسة الاستثمار في المؤسسة ثابتة.

تقوم نظرية (Modigliani et Miller) على أن ثروة المساهمين قبيل إجراء التوزيعات تتمثل في القيمة السوقية للأسهم العادية مضافاً إليها قيمة التوزيعات المحصل عليها، فإذا ما حققت المؤسسة أرباحاً

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سابق ، 2008، ص ص:643-644.

و قررت توزيع جزء منها فان القيمة السوقية للسهم بعد الإعلان عن إجراء توزيعات سوف تنخفض بنفس قيمة التوزيعات التي حصل عليها حامل السهم، أما إذا لم يتم الإعلان عن إجراء أي توزيعات فسوف ترتفع القيمة السوقية للسهم بمقدار الأرباح التي لم يتم توزيعها، أي أن سياسة توزيع الأرباح لا تعني شيء لحامل السهم فإذا أجريت التوزيعات سوف تزيد ثروته بمقدار هذه التوزيعات، أما إذا لم تجرى أي توزيعات فسوف تزيد القيمة السوقية للسهم بنفس مقدار التوزيعات التي لم يحصل عليها، وبالتالي تستطيع المؤسسة اختيار سياسة التوزيع التي تناسبها دون أن تشغل نفسها بمدى جاذبية السياسة المتبعة لحملة الأسهم العادية فلن تؤثر سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين أي لن تؤثر على قيمة المؤسسة<sup>1</sup>.

## 2- نظرية جوردن (Gordon Model) 1962

يمثل نموذج جوردن واحدا من أكثر النماذج التي قدمت تفسيراً لسياسة توزيع الأرباح، ويختلف جوردن اختلافاً جوهرياً عن مودقلياني وميلر، إذ يعتقد أن سياسات توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة، وينطلق من جملة فرضيات وهي<sup>2</sup>:

- لا وجود للتمويل الخارجي؛
- معدل المردودية المطلوب والمتوقع على الاستثمارات ثابت؛
- لا يخضع دخل المؤسسة أو المستثمر للضرائب؛
- معدل نمو المؤسسة ثابت ويساوي نسبة الأرباح المحتجزة مضروباً في نسبة المردودية المتوقعة؛
- معدل المردودية المطلوب أكبر من معدل النمو؛
- نسب الأرباح الموزعة ثابتة.

يعتبر جوردن أن القيمة السوقية للسهم هي محصلة لقرارات الاستثمار وليس لقرار التمويل، وهذا تحت شرط أن معدل المردودية المطلوب يساوي معدل المردودية المتوقع من الاستثمار، وفي غير ذلك يكون هناك أثر لقرار التوزيع على قيمة المؤسسة، ففي حالة ما إذا كان معدل المردودية المتوقع أقل من المطلوب فإن القيمة سوف تنخفض مع الزيادة في الأرباح المحتجزة وفي الحالة العكسية ترتفع القيمة مع الارتفاع في التوزيعات ومنه يصبح لسياسة التوزيع أثر على قيمة المؤسسة.

### - ثانياً: نظريات سياسات التوزيع في ظروف عدم التأكد

لقد اقتصر التحليل السابق على وجهات النظر فيما يخص سياسة التوزيعات في المؤسسة، في ظل البيئة الأكيدة وفيما يأتي يتم عرض أهم وجهات النظر حول سياسة التوزيعات في المؤسسة في ظل البيئة غير الأكيدة.

<sup>1</sup>-هندي منير ابراهيم، مرجع سابق، 2000، ص: 691.

<sup>2</sup>- الحناوي محمد صالح والعبد جلال ابراهيم، مرجع سابق، 2006، ص: 368.

## 1- وجهة نظر مدغلياني وميلر

حسب مودغلياني وميلر وفي ظل عدم التأكد لا تؤثر سياسة الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة وهذا على افتراض أن المؤسسات تعمل في ظروف المنافسة الكاملة فالمستثمر يستطيع أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه، ومن ثم فلن يهتم بسياسة التوزيع التي تقرها المؤسسة، فإذا كانت التوزيعات التي قررتها المؤسسة لا تكفي لتزويد المستثمر بالدخل الذي يحتاجه فيمكن للمستثمر أن يبيع جزء من الأسهم التي يمتلكها بما يضمن تغطية تلك الاحتياجات، ومن ناحية أخرى إذا كانت التوزيعات تزيد عن احتياجاته فيمكنه استخدام الفائض في شراء المزيد من أسهم المؤسسة، بعبارة أخرى يمكن للمستثمر أن يحدد وينفذ سياسة التوزيع التي تناسبه من خلال عملية بيع وشراء جزء من الأسهم التي يمتلكها، وبناءا عليه فللمؤسسة حرية اختيار سياسة التوزيع التي تروق لها<sup>1</sup>.

## 2- وجهة نظر قوردن Gordon (نظرية عصفور في اليد)

تعرف هذه النظرية أيضا بنظرية تفضيل العائد، ويمثل توزيع الأرباح صورة هذا العائد، وطبقا لهذه النظرية فإن المستثمرين يفضلون الاستثمار في المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أكبر من الأرباح، وبالتالي يقبلون على شراء أسهم المؤسسات التي تقوم بتوزيع المزيد من أرباحها في صورة توزيعات للعائد، ويعزفون عن شراء أسهم المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة منخفضة من هذه الأرباح على شكل توزيعات للعائد مما يترتب عليه انخفاض أسعار أسهم تلك المؤسسات<sup>2</sup>، ويقوم النموذج على فكرة منطقية تتعلق بدرجة المخاطر التي يحتمل أن يتعرض لها المستثمر فتؤكد على تأثير العلاقة بين الزمن وعدم التأكد، حيث أن درجة التأكد بشأن التوزيعات تتناقص كلما طال تاريخ استحقاق هذه التوزيعات ومن هنا جاءت تسمية النظرية بعصفور في اليد<sup>3</sup>، وفي ضوء ذلك فإن المستثمرين يفضلون دائما الحصول على عوائد نقدية في شكل توزيعات للعائد في أقل وقت ممكن وعدم الانتظار للحصول على تلك التوزيعات مستقبلا بعد مرور فترة زمنية حيث تزداد درجة عدم التأكد الخاصة بتوقيت ومقدار حصولهم على التوزيعات خلال الأعوام القادمة .

## - ثالثا: قضايا أخرى تتعلق بسياسة توزيع الأرباح

بالإضافة الى النظريات السابقة هناك نظريات أخرى تعرضت لمقسوم الأرباح، أبرزها أثر محتوى المعلومات على المستثمرين (الإشارة)، نظرية أثر الزبون ونظرية الوكالة.

<sup>1</sup> - منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق، 2000، ص ص: 699-700 .

<sup>2</sup> - غنيم أحمد محمد ، مرجع سابق، 2008، ص: 210 .

<sup>3</sup> - منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق، 2000، ص: 705.

### 3-1- فرضيات المحتوى المعلوماتي أو الاشارات

افتترضت هذه النظرية أن كل شخص مستثمر ا كان او إدارة لديهم معلومات متجانسة حول مستقبل عوائد المؤسسة والتوزيعات المستقبلية، لكن في الواقع تختلف التوقعات عند حامل الأسهم فالادارة لديها معلومات أفضل<sup>1</sup>، حيث يرى أصحاب هذه النظرية ان زيادة التوزيعات النقدية تكون عادة مصحوبة بزيادة في سعر السهم، ويؤدي تخفيض التوزيعات الى انخفاض في سعر السهم وهذا يشير الى تفضيل المستثمرين التوزيعات النقدية على الأرباح الرأسمالية، فإدارة المؤسسة تكون مترددة في تخفيض الأرباح الموزعة إلا إذا كانت تتوقع الزيادة في العوائد المستقبلية أعلى من المتوقع، هي إشارة ان الإدارة تتوقع عوائد إضافية مستقبلية، و أي تخفيض في الأرباح الموزعة هو إشارة أن العوائد المستقبلية للمؤسسة ستخفض ومنه يتغير سعر السهم ليعكس المعلومات حول العوائد المستقبلية.

فمثلا إذا توقع المستثمر زيادة في معدل التوزيعات بنسبة 5% وحصلت هذه الزيادة بالفعل فإن سعر السهم لن يزداد بشكل مهم عند الإعلان عن هذه الزيادة، لأن المعلومة متوقعة، وقد تم استخدامها في تقييم السهم (أي تم خصمها)، لكن إذا توقع المستثمر زيادة 5% ولكنها زادت بنسبة 25% فإن هذه الزيادة سيرافقها زيادة في قيمة السهم ، والعكس سيحصل لو أن الزيادة كانت أقل من المتوقع أو أن التوزيعات انخفضت<sup>2</sup>.

### 3-2- الأثر الزبائني

هناك مجموعة من الزبائن يفضلون توزيع الأرباح مثل المتقاعدين، فهم يفضلون قيام المؤسسة بدفع أرباح نقدية لأنهم خاضعين لمستويات متدنية من الضريبة، هذه الفئة إذا كانت مستثمرة في أسهم بها توزيعات مخالفة لاحتياجاتهم فسوف تتخفض قيمة تلك الأوراق المالية نتيجة السلوك المعاكس لاحتياجاتهم، في حين إذا كانت الفئة المفضلة لاحتجاز الأرباح فان قيمة الأسهم سترتفع بسبب زيادة الطلب، وبالتالي بإمكان كل مستثمر أن يشتري الأسهم الموافقة لاحتياجاته، والمؤسسة تختار السياسة التي تراها تحقق تطورها ونموها<sup>3</sup>.

وإن انتقال المساهم من مؤسسة لأخرى تتناسب تفضيلاته ورغباته يكون غير فعال بسبب عمولات الوسطاء، واحتمال دفع ضرائب رأسمالية، بالإضافة الى احتمال نقص المساهمين الذين يفضلون توزيع الأرباح، لذا يجب على الإدارة ان تتجنب تغيير سياسة توزيع الأرباح التي لديها باستمرار، فالتغيير المستمر سوف يؤدي الى قيام المستثمرين الحاليين الى بيع أسهمهم ومنه انخفاض سعر الأسهم الذي قد

<sup>1</sup> - محمد قاسم حساونة، مرجع سابق، 2011، ص:217.

<sup>2</sup> - عدنان تايه النعيمي، مرجع سابق، ص 485 .

<sup>3</sup> - محمد قاسم حساونة، مرجع سابق، 2011، ص:217.

يكون مؤقت أو دائم، وعلى المؤسسة عدم تغيير سياسة التوزيع بشكل متكرر إلا إذا كانت أسباب تتعلق بالتوقعات الحالية والمستقبلية لعوائد المؤسسة.

### 3-3- تكاليف الوكالة وسياسة التوزيعات

توصل "kalay 1982" في دراسة له حول سياسة توزيع الأرباح ونظرية الوكالة الى أن دفع توزيعات والمؤسسة في حالة عسر مالي يؤدي الى تحويل الثروة من الدائنين الى المساهمين، في حين توصل "lewellan" أن معدل التوزيعات يرتبط إيجابا مع علاوة المسيرين وأجورهم السنوية والتي لها أثر سلبي على قيمة المؤسسة، وتعتبر تكاليف الصفقات والوكالة هي نتيجة لقيود خارجية مفروضة من السوق ومن طبيعة الملكية وتركيزها، لكن هناك قيود داخلية مرتبطة بالمستثمر في حد ذاته مثل التفضيلات والجانب النفسي له<sup>1</sup>.

### المطلب الرابع: أثر الاستدانة على القرارات المالية

ومن الضروري الوقوف على كيفية تفاعل القرارات المالية، لما لذلك من أثر على الهدف الذي تسعى إليه المؤسسة وهو تعظيم ثروة الملاك، وتبقى الاستدانة من الخيارات التي تلجأ اليها المؤسسة إما لعدم كفاية التمويل الذاتي، أو نظير ما يوفره هذا المصدر التمويلي للمؤسسة من مزايا عدة، واختلفت الآراء بخصوص طبيعة تأثير مستوى الاستدانة على كل من نسبة الاستثمار والنسبة الموزعة من الأرباح في المؤسسة.

#### - أولا: أثر الاستدانة على قرار الاستثمار

هناك تباين في الآراء فيما يخص تأثير الاستدانة على قرار الاستثمار، وأشارت بعض الدراسات التجريبية إلى وجود تأثير سلبي لمستوى الاستدانة على قرار الاستثمار في المؤسسة، بينما أثبتت أخرى على أن التمويل بالاستدانة له تأثير ايجابي على مستوى الاستثمار.

#### 1-1- أثر الرفع المالي على اتخاذ القرارات الاستثمارية

اثبتت بعض الدراسات السابقة أن وجود مستوى عال من الديون في المؤسسة يعني استخدام جزء كبير من السيولة النقدية لتسديد هذه الديون وفوائدها، أين يصعب على المؤسسة الوفاء بالتزاماتها مع الدائنين، وبالتالي كلما كانت نسبة الاستدانة كبيرة في المؤسسة ارتفعت الحساسية اتجاه الاستثمار، وهو ما يؤكد العلاقة العكسية بين مستوى الاستدانة وحجم الاستثمار في المؤسسة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - علي بن الضب، مرجع سابق، 2009 ص:157.

<sup>2</sup> - حمزة غربي، مرجع سابق، 2014، ص:110.

كما بينت بعض الدراسات السابقة التي أجريت لإختبار العلاقة بين درجة الرفع المالي ممثلة في نسبة الاستدانة الكلية والقرارات الاستثمارية، إلى أن المؤسسات التي يكون لديها فرص وبدائل استثمارية متعددة وكبيرة الحجم يقل توجهها للتمويل بالدين، بينما يزداد توجه المؤسسات للتمويل بالدين كلما تقلصت البدائل والفرص الاستثمارية المتاحة أمام هذه المؤسسات في حين أشارت نتائج دراسات أخرى إلى أنه لا يوجد علاقة ثابتة ومنتظمة بين درجة الرفع المالي وحجم الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسات بل أن هذه العلاقة تختلف لدى المؤسسات باختلاف الدول التي تنتمي إليها<sup>1</sup>.

بينما أثبتت دراسة أجريت على عينة من الشركات الصناعية الصيدلانية الهندية خلال الفترة الممتدة بين (1998-2009)، عن وجود علاقة تأثير إيجابي بين مستوى الرافعة المالية معبرا عنها بنسبة الديون إلى مجموع الخصوم ونسبة الاستثمار في الشركات الكبيرة الحجم، وعلاقة تأثير سلبي مع المؤسسات متوسطة وصغيرة الحجم<sup>2</sup>.

في المقابل فإن نظرية الإشارة تشير إلى علاقة الرفع المالي بالقرار الاستثماري بشكل مخالف لما تقدم، فنظرية الإشارة تعتبر أن القيمة الحقيقية للمؤسسة بمثابة معلومة خاصة محتكرة من طرف المسيرين (الإدارة) فقط، ذلك لأن المعلومات غير منشورة، وإن كانت منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة، لهذا تعتبر هذه النظرية أن الهيكل المالي للمؤسسة عبارة عن مرآة عاكسة لوضعها اتجاه المستثمرين، حيث أن المؤسسة التي تقدم على الاقتراض رغم الخطر المالي الناتج عنه، دليل واضح على أن هذه الأخيرة تنتظر عوائد مستقبلية عالية من مشاريعها الاستثمارية.

### 1-2- تأثير الاستدانة على قرار الاستثمار من خلال أسلوب صافي القيمة الحالية المعدل

لقد تم الإشارة سابقا في الجزء المتعلق بأسلوب صافي القيمة الحالية المعدل إلى أن طريقة التمويل تؤثر في قرار الاستثمار، وهذا بسبب اختلاف بين مصادر التمويل من حيث الكلفة ومن حيث التدفقات النقدية المترتبة على استخدامها ويمكن توضيح ذلك من خلال الآتي<sup>3</sup>:

- تمويل الاقتراح الاستثماري عن طريق أرباح المحتجزة لا يصاحبه أي تدفقات نقدية إضافية، في حين نجد أن التمويل عن طريق الاستدانة يتولد عنها وفورات ضريبية، تعتبر بمثابة التدفقات النقدية الداخلة،

<sup>1</sup> - جميل حسن النجار، "مدى تأثير الرفع المالي على أداء الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين"، مجلة جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، مجلد 15، عدد 1، 2013، ص ص: 290-291.

<sup>2</sup> - Franklin John. S, Muthusamy. K, "Impact of Leverage on Firms Investment Decision", International Journal of Scientific & Engineering Research, Volume 2, Issue 4, April-2011,p:5.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 2005، ص ص: 391-396.

بينما التمويل بالأسهم يترتب عليه تدفقات نقدية خارجية تتمثل في تكلفة الإصدار وكذا الخصومات التي يحصل عليها مشترخوا هذه الأسهم ، وللتوضيح أكثر نأخذ المثال الآتي:

**-مثال:** نفترض مؤسسة تود تنفيذ اقتراح استثماري، تكلفته 10 ملايين دينار، عمره الإنتاجي 10 سنوات، يتولد عنه تدفقات نقدية سنوية بمبلغ 2 مليون دينار، بمعدل عائد 14% وأمام متخذي القرار ثلاث اقتراحات ممثلة في الجدول الموالي:

جدول رقم(2-1):اقتراحات تمويل المشروع الاستثماري.

الإقتراح الأول	-يتم تمويل المشروع بواسطة أموال الملكية (الأرباح المحتجزة) -معدل العائد على الأرباح المحتجزة 14%
الإقتراح الثاني	-إصدار اسهم تكلفة الإصدار 5 % من قيمة الأسهم
الإقتراح الثالث	- تمويل المشروع بقرض مدعم من طرف الدولة - قيمة القرض 3 ملايين دينار بمعدل فائدة 6%، علما أن معدل الفائدة السائد في السوق هو 10%. - يتم تسديد القرض على 10 أقساط. - الباقي إصدار اسهم عادية بتكلف إصدار 5%.

**المصدر:** من اعداد الطالب بناء على معطيات المثال التطبيقي.

ويتم دراسة المفاضلة بين الاقتراحات الثلاث باستخدام صافي القيمة الحالية، اين يتم اختيار الاقتراح الذي يضمن صافي قيمة عالية موجب.

**-الإقتراح الأول-**

اين يتم التمويل عن طريق الارباح المحتجزة بمعدل خصم 14%

$$VAN = cfi \frac{1 - (1 + r)^{-N}}{r} - I$$

$$r=0.14, n=10, Ct=2000000$$

$$VAN = 2000000 \times 5.216 - 10000000$$

$$VAN= 432231.$$

حيث يتم قبول الإقتراح الأستثماني اعتبارا من أن  $VAN > 0$ .

### -الإقتراح الثاني-

-تمويل المشروع بواسطة اصدار أسهم بمعدل خصم 5%.

هذا يعني أن على المؤسسة أن تصدر أسهما بقيمة 10526315 دينار كي تمويل المشروع ذي التكلفة 10 ملايين دينار.

تكلفة الإصدار تساوي 526315.

حيث تعتبر تكلفة الإصدار بمثابة تدفقات نقدية خارجة والمترتبة على قرار التمويل بأسهم العادية جديدة، وبما أن هذه التكلفة تدفع قبيل تنفيذ الإقتراح الأستثماني فإنها تمثل في حد ذاتها قيمة حالية

$$VAN = (cfi \frac{1 - (1 + r)^{-N}}{r} - I) \pm CFT$$

$$VAN = 2000000 \times 5.216 - 10000000 - 526315$$

$$VAN = -94316$$

-والإقتراح الإستمثاري مرفوض باعتبار أنه يحقق صافي قيمة حالية سالبة.

### -الإقتراح الثالث-

- التمويل عن طرق قرض بمعدل فائدة 6%.

- نبحت عن قسط الإهلاك بالعلاقة التالية:

$$E = a \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

E: قيمة القرض، A: القسط السنوي.

i: معدل الفائدة على القرض، n: عدد السنوات

$$3000000 = a \frac{1 - (1 + 0.06)^{-10}}{0.06}$$

، وهي قيمة القسط السنوي للقرض.  $a = 407608$

إن حصول المؤسسة على قرض بمعدل فائدة أقل من المعدل السائد في السوق، يترتب عليه بعض المكاسب، فقد تفوق قيمة القرض القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي ستدفعها المؤسسة لسداد القرض

حيث:

-القيمة الحالية للمكاسب المتولدة عن الإقتراض هي:

$$VA = E - a \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

$$VA = 3000000 - 407608 \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

$$VA = -407608 \times 6.145 + 3000000$$

القيمة الحالية للمكاسب المتولدة عن الإقتراض هي: **VA= 495249**

-ومنه صافي القيمة الحالية المعدلة هو:

التدفقات النقدية الإضافية

$$VAN = cfi \frac{1 - (1 + r)^{-N}}{r} - I \pm cfi$$

تكلفة الإصدار      المكاسب المتولدة عن الإقتراض

$$VAN = 2000000 \frac{1 - (1 + 0.14)^{-10}}{0.14} - 10000000 - 368421 + 495249$$

**Van=558828**

حيث ان: **368421** تعبر عن تكلفة الإصدار اسهم تبلغ محصلاتها **7368421** يخصم منها تكلفة الإصدار لتبقى 7 ملايين دينار، مضافة الى القرض الحكومي (03 ملايين دينار) لتمويل الإقتراح الذي تكلفته 10 ملايين.

-ويتم قبول الإقتراح على اعتبار صافي القيمة الحالية الموجب بالاضافة الى اعتباره أحسن بديل تمويلي مقارنة بالبديلين السابقين لانه يحقق أكبر صافي قيمة حالية.

مما سبق ومن خلال مقارنة صافي القيمة الحالية المعدل للإقتراحات الثلاث يكشف بوضوح عن فاعلية تأثير الإقتراض على قرار الإستثمار، ذلك أنه يضمن أعلى قيمة حالية مقارنة بجالتي التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة وإصدار الأسهم اين تم رفض المتقترح لتحقيقه قيمة حالية صافية سالبة، وهذا ما يبين وجود تأثير ايجابي للاستدانة على قرار الاستثمار.

## - ثانياً - اثر الاستدانة على قرار توزيع الأرباح

ان طبيعة الهيكل التمويلي يؤثر في كثير من الأحيان في سياسة إدارتها في توزيع الأرباح، إذ غالباً ما تكون المؤسسات ذات الرفع المالي المرتفع متحفظة في سياستها لتوزيع الأرباح، وذلك إما لقيود يفرضها عليها الدائنون في توزيعات تلك الأرباح، أو لأن ارتفاع مديونيتها يجعل الجزء الأكبر من فوائدها يوجه إلى تسديد فوائد الديون بدلاً من توزيعها على المساهمين<sup>1</sup>.

وهناك عدة دراسات تجريبية تناولت أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة وتوضيح كيفية اتخاذ القرار المتعلق بتوزيع الأرباح أو احتجازها، من بينها دراسة هاشم حسن (2008) على عينة تتكون من 77 شركة مساهمة مدرجة بسوق العراق للأوراق المالية التي تم اختيارها عشوائياً.

توصل الباحث في دراسته إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الاستدانة في المؤسسات ونسب توزيع الأرباح، إضافة إلى وجود علاقة عكسية بين حاجة المؤسسات لإجراء التوسعات والاستثمارات ونسبة توزيع الأرباح<sup>2</sup>.

وخلصت دراسة أجريت على مجموعة من المؤسسات المالية في بولندا، إلى أن هناك علاقة سلبية غير معنوية بين سياسات توزيع الأرباح ونسب الاقتراض، أي كلما اعتمدت المؤسسة أكبر على التمويل بالدين كلما انخفض مستوى التوزيعات النقدية على المستثمرين<sup>3</sup>.

إلا أن بعض الدراسات توصلت إلى نتائج مخالفة لما تم ذكره، أي أن أثبتت وجود علاقة طردية بين مستوى الاستدانة الكلية كمحدد رئيسي لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة ونسبة الموزع من الأرباح، أي أنه كلما ارتفعت نسبة الاستدانة الكلية في الهيكل المالية للمؤسسة سترتفع نسبة الأرباح الموزعة والعكس بالعكس، فالمؤسسة أقل استدانة أقل توزيعاً للأرباح، وهو ما يبرز دور الأرباح المحتجزة كشكل من أشكال التمويل الذاتي في المؤسسة، فإذا أرادت المؤسسة تفادي الاستدانة فعليها أن تحتجز نسبة كبيرة من أرباحها المحققة لتمويل المشاريع الحالية أو المستقبلية.

<sup>1</sup> - أحمد خليل، أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياستها في توزيعات الأرباح (دراسة اختبارية)، رسالة ماجستير، كلية المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، 2011.

<sup>2</sup> - هاشم حسن حسين، "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، جامعة الموصل، العدد 17، 2008، ص: 209-218.

<sup>3</sup> - نور توفيق محمد، مرجع سابق، 2011، ص ص: 238-239.

## خلاصة

تعد الوظيفة المالية أحد الوظائف الأساسية من وظائف المؤسسة الاقتصادية، والتي تؤثر بشكل كبير في تحقيق أهداف المؤسسة، كونها تتعامل مع المورد المالي الذي يشكل أحد الدعامات الأساسية لبقاء المؤسسات واستمراريتها، ازدادت أهميتها في العقود الأخيرة نتيجة لتفاعل العديد من العوامل من بينها ارتفاع حدة المنافسة بين المؤسسات الاقتصادية، مما أدى إلى تعاظم الدور الذي تؤديه في تعظيم قيمة المؤسسة.

وتعتبر القرارات المالية من أهم المواضيع التي حظيت باهتمام متزايد من قبل الباحثين في مجال مالية المؤسسة مما أسفر عن ظهور عدد كبير من الدراسات التي تناولتها، وتعتبر هذه القرارات ذات طبيعة إستراتيجية لأنها على ارتباط مباشر بنشاط المؤسسة المستقبلي.

يهتم قرار الاستثمار بتحديد مبلغ الأموال الواجب استثمارها وكذا اختيار نوع الأصول موضوع هذه الاستثمارات، وتعتبر عملية التخطيط الاستثماري بما تتضمنه من تقييم جيد للمشروعات ذات تأثير على قيمة المؤسسة، حيث ترتفع أسعار أسهم المؤسسة مع ارتفاع فعالية وكفاءة إجراءات التقييم المالي المشروعات بالمؤسسة، لذلك يعتبر من أهم وأعقد قرارات المؤسسة بسبب طبيعة العملية الاستثمارية ذاتها ولتأثيره الطويل المدى على نشاط المؤسسة.

ويتعلق قرار توزيع الأرباح بالمقدار من الأرباح المحققة الذي سيتم توزيعه على المساهمين والجزء الذي سيعاد استثماره، وقد اهتمت العديد من النظريات بتفسير تأثير هذه السياسة لتوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، كما اختلفت الدراسات التجريبية في تحديد أثر الاستدانة على النسبة الموزعة من الأرباح في المؤسسات بين تأثير ايجابي وسليبي والسؤال الذي يطرح نفسه ما نوع التأثير الذي يتركه حجم الاستدانة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية على كل من مستوى الاستثمار وعلى توجيهها في سياسة توزيع الأرباح، وهو ما سيتم تناوله في الفصل الثالث من البحث.

## الفصل الثالث

دراسة حالة عينة من  
المؤسسات الاقتصادية

## تمهيد

إن الهدف من الدراسة يتمحور حول تحديد نوع الأثر الذي تحدثه الاستدانة على كل من نسبة الاستثمار وعلى النسبة الموزعة من الأرباح، و سيتم عرض أهم المراحل التي تقوم عليها النمذجة القياسية، وذلك بتقدير المعالم وإجراء الاختبارات الإحصائية المعروفة بهدف اختيار أحسن نموذج مفسر للظاهرة المدروسة وتحديد العلاقة بين المتغيرات ويتم هذا عن طريق مراحل صياغة النموذج بتحديد المتغيرات المفسرة التي تؤثر على المتغير التابع على ضوء المعطيات المتحصل عليها من المصادر المعتمدة والمتمثلة في البيانات المالية للمؤسسات المتحصل عليها من المركز الوطني لسجل التجاري بالمحمدية.

تقديم المعالم و هذا بعد استعمال البيانات الخاصة بمتغيرات الظاهرة، والتي هي عبارة عن نسب مالية مأخوذة من البيانات المالية لعينة المؤسسات عددها 32 مؤسسة وعلى أساسها يتم التقدير بانتقاء إحدى الطرق الملائمة، وتم اختيار طريقة المربعات الصغرى (MCO) ويتم الحصول على النتائج بمساعدة برنامج "Eviews 8"، الذي يمدنا بالمعلومات القياسية حول الظاهرة المدروسة.

ولكن قبل كل هذا سيتم عرض وتحليل الوضعية المالية لمؤسسات عينة الدراسة من حيث مؤشرات التوازن المالي، هيكل تمويل العينة ومردوديتها.

### المبحث الأول: تحليل الوضعية المالية لمؤسسات عينة الدراسة

قبل عرض منهجية الدراسة وأهم المتغيرات المطلوبة في الدراسة والأدوات والأساليب الإحصائية المستعملة، وجب عرض وتحليل الوضعية المالية لمؤسسات عينة الدراسة من خلال الوقوف على مميزات الهيكلية المالية للعينة المدروسة وكذا دراسة مؤشرات التوازن المالي بالإضافة إلى النسب المالية المتعلقة المرودية والسيولة.

#### المطلب الأول: تحليل مؤشرات التوازن المالي، سيولة المؤسسة ونشاطها

يعبر عن مؤشرات التوازن المالي في المؤسسة بكل من رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل والخزينة، حيث تنطلق قاعدة التوازن الأدنى من فكرة تغطية الموارد الطويلة للاحتياجات طويلة الأجل.

#### -أولا: تحليل التوازن المالي

يتم تحليل التوازن المالي عن طريق دراسة كل رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل والخزينة.

#### 1- رأس المال العامل (FR)

وهم مؤشر يبين الوضعية المالية للمؤسسة، ويحسب بطريقتين سواء من أعلى الميزانية أو من أسفلها، وهو الفائض من تغطية الأصول الثابتة عن طريق الأموال الدائمة، وهو يسمح ما إذا كانت المؤسسة تعرف كيف تواجه خياراتها الإستراتيجية بخصوص الاستثمارات، سياسة توزيع الأرباح والاستدانة، والاحتفاظ بجزء منه لتمويل دورة الاستغلال ويحسب كالآتي:

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

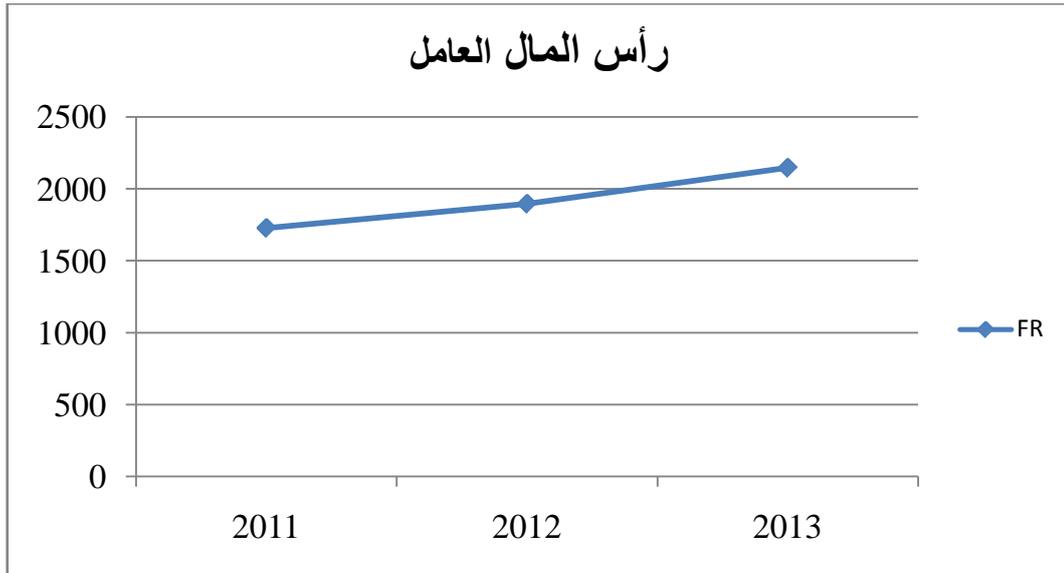
وبعد حساب رأس المال العامل لعينة الدراسة توصلنا إلى النتائج الآتية:

جدول رقم: (3-1) رأس المال العامل للمؤسسات عينة الدراسة الوحدة: مليون دج

السنوات	2011	2012	2013
المؤشر	1729	1897	2147
FR			

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من برنامج EXEL والملاحق رقم: 09،10،08

الشكل رقم (3-1): تطور رأس المال العامل لمؤسسات العينة خلال سنوات (2011-2013).



المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من الجدول رقم (3-1)

من خلال الشكل نلاحظ أن المؤسسات عينة الدراسة حققت رأس مال عامل موجب خلال السنوات الثلاث وهو في تطور مستمر مما يدل على وجود فائض في السيولة ويعطي للمؤسسات قدرة على الوفاء بديونها في تواريخ استحقاقها والمؤسسات تحترم قاعدة التوازن المالي.

## 2- احتياجات رأس المال العامل (BFR)

وهو عبارة عن العجز الذي يظهر عندما لا تستطيع المؤسسة مواجهة ديونها المترتبة عن النشاط بواسطة مخزوناتا وحقوقها لدى المتعاملين، مما يتوجب عليها البحث عن مصادر تمويلية أخرى وبحسب كالاتي:

$$\text{الاحتياج في رأس المال العامل} = \text{احتياجات الاستغلال} - \text{موارد الاستغلال}$$

وبعد حساب احتياجات رأس المال العامل لعينة الدراسة توصلنا إلى النتائج التالية:

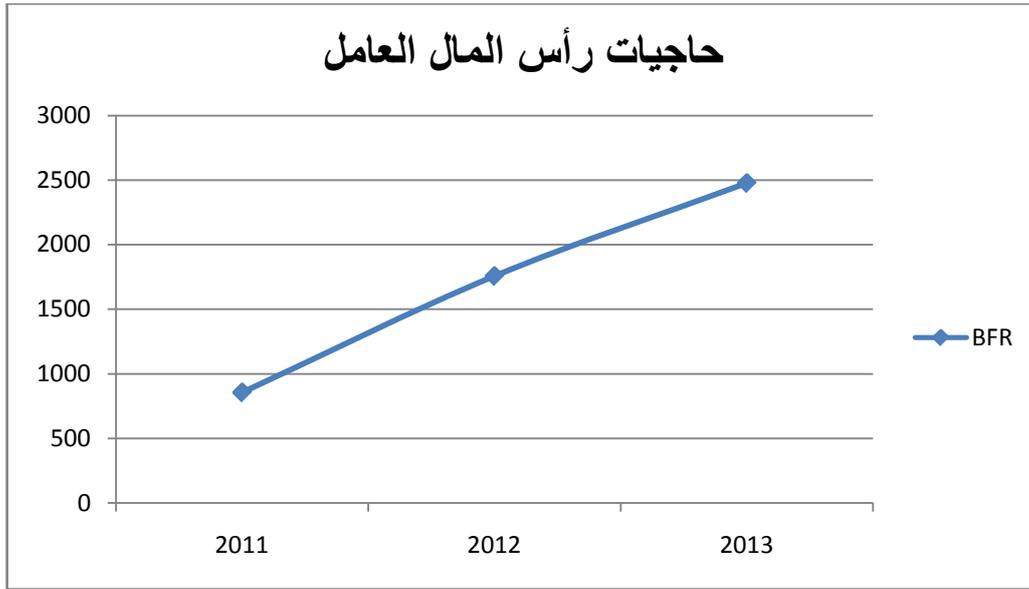
الوحدة: مليون دج

جدول رقم: (3-2) احتياجات رأس المال العامل للمؤسسات عينة الدراسة

السنوات	2011	2012	2013
المؤشر	857	1758	2478

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من برنامج EXEL والملاحق رقم: 08،09،10

الشكل رقم (2-3): تطور حاجيات رأس المال العامل لمؤسسات الدراسة خلال السنوات (2011-2013).



المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من الجدول رقم(2-3).

حقق الاحتياج في رأس المال العامل لمؤسسات الدراسة قيمة موجبة خلال سنوات الدراسة الثلاث وهو في تزايد مستمر، مما يدل على أن هناك احتياج على مستوى دورة الاستغلال ربما ناتج عن التباعد بين آجال تسديد العمال وآجال استحقاق الموردين، أي أن موارد الدورة لا تغطي احتياجاتها مما يلزم المؤسسة البحث عن مصادر تمويلية لتغطية هذا الاحتياج.

### 3- الخزينة (TR)

وتعرف على أنها مجموع الأموال التي تكون تحت تصرف المؤسسة خلال لحظة زمنية معينة وهي تعكس صورتها التسييرية، وهي عبارة عن الفرق بين رأس المال العامل واحتياجات رأس المال العامل أي:

الخزينة الصافية=رأس المال العامل-احتياجات رأس المال العامل

والجدول الآتي بين الخزينة الصافية للمؤسسات عينة الدراسة خلال سنوات 2011، 2012، 2013.

الوحدة: مليون دج

جدول رقم: (3-3) الخزينة الصافية للمؤسسات عينة الدراسة

السنوات	2011	2012	2013
المؤشر	872	139	-331

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من برنامج EXEL والملاحق رقم: 08، 09، 10

وبعد حساب مختلف القيم يمكن تمثيل ذلك بيانيا من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم(3-3):تطور الخزينة الصافية لمؤسسات العينة خلال سنوات (2011-2013)



المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من الجدول رقم (3-3).

من خلال الشكل رقم (3-3)، يلاحظ أن المؤسسة حققت خزينة موجبة خلال السنتين الأوليتان من الدراسة لكنها تراجعت خلال السنة الأخيرة للتحقق العجز خلال سنة 2013 مما يستلزم المؤسسة ضرورة البحث عن مصادر تمويل آخري لتغطية العجز المسجل في الخزينة.

### ثانيا: تحليل السيولة والنشاط

يتم تحليل هذان المؤشران عن طريق مجموعة من النسب المالية انطلاقا من الميزانية، كنسب السيولة العامة، سيولة الأصول وبعض المؤشرات المتعلقة بنشاط المؤسسة كمعدل دوران الأصول.

#### 1- السيولة

تحليل سيولة المؤسسات عينة الدراسة يمر على دراسة نسبة سيولة الأصول، السيولة العامة والسيولة الآنية.

#### 1-1 السيولة العامة

وتبين مدى قدرة المؤسسة على تغطية ديونها القصيرة الأجل عن طريق الأصول المتداولة وتحسب بالعلاقة

$$\text{السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$$

والجدول الموالي يبين متوسط السيولة العامة لعينة الدراسة:

جدول رقم: (3-4) متوسط السيولة العامة للمؤسسات عينة الدراسة.

السنوات	2011	2012	2013
المؤشر			
السيولة العامة	3.85	3.93	4.39

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من برنامج EXEL والملاحق رقم: 08.09.10

### 1-2 نسبة سيولة الأصول

وهي نسبة يتم من خلالها تقييم رؤوس الأموال المتداولة بمجموع الأصول وتتغير هذه النسبة حسب نشاط المؤسسة وتحسب وفق العلاقة الآتية:

$$\text{سيولة الأصول} = (\text{الأصول المتداولة} / \text{مجموع الأصول})$$

جدول رقم: (3-5) متوسط سيولة الأصول للمؤسسات عينة الدراسة.

السنوات	2011	2012	2013
المؤشر			
سيولة الأصول	0.56	0.52	0.47

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من برنامج EXEL والملاحق رقم: 08.09.10

### 1-3- نسبة السيولة الآتية

وهي النسبة التي تمكن المقارنة بين السيولة الموجودة تحت تصرف المؤسسة مع الديون قصيرة الأجل ويستحسن أن تكون هذه النسبة بين 0.2 و 0.3 وتحسب وفق العلاقة:

$$\text{السيولة الآتية} = (\text{قيم جاهزة/د ق أ})$$

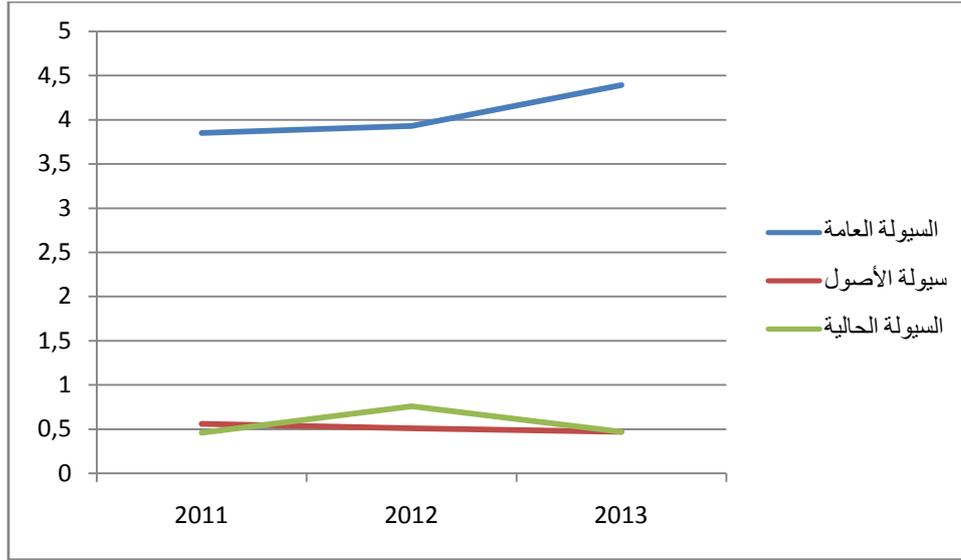
وبعد حساب مختلف أنواع السيولة لمؤسسات عينة الدراسة انطلاقا من جداول EXEL توصلنا إلى النتائج الآتية:

جدول رقم: (3-6) تطور السيولة الآتية لمؤسسات العينة.

السنوات	2011	2012	2013
المؤشر	0.46	0.76	0.47
السيولة الآتية			

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من برنامج EXEL والملاحق رقم: 08,09,10

الشكل رقم(3-4): تطور مختلف أنواع السيولة للمؤسسات خلال السنوات(2011-2013)



المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من الجداول رقم(3-4)،(3-5)،(3-6).

من خلال الشكل يمكن استنتاج الآتي:

-السيولة العامة بالمؤسسات أكبر من الواحد وهي في تزايد مستمر مما يعني أن المؤسسات المدروسة تتمتع بسيولة معتبرة تمكنها من مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل، إذن هي في حالة جيدة.

-سيولة الأصول تشهد ارتفاعا وهي أكبر من 0.5 مما يعني أن المؤسسات تحقق أرباحا والأصول المتداولة للمؤسسات عينة الدراسة أكبر من أصولها الثابتة.

-السيولة الحالية مرتفعة وهي أكثر من 0.3 خلال سنوات الدراسة وبلغت أقصاها خلال سنة 2012 حين بلغت 0.76 غير أنها انخفضت خلال سنة 2013 لتبلغ 0.47، وللمؤسسة القدرة على مواجهة التزاماتها القصيرة.

## 2- معدل دوران الأصول

وتمثل هاته النسبة إنتاجية الأصول، أو عدد المرات التي تتحول فيها الأصول إلى مبيعات، ويقدم هذا المؤشر معلومات غير ساكنة، أي يأخذ بعين الاعتبار البعد الزمني للتحليل وتحسب وفق العلاقة:

معدل دوران الأصول = (النتيجة الصافية/إجمالي الأصول)

وبعد حساب النتائج نستخلص الجدول الآتي:

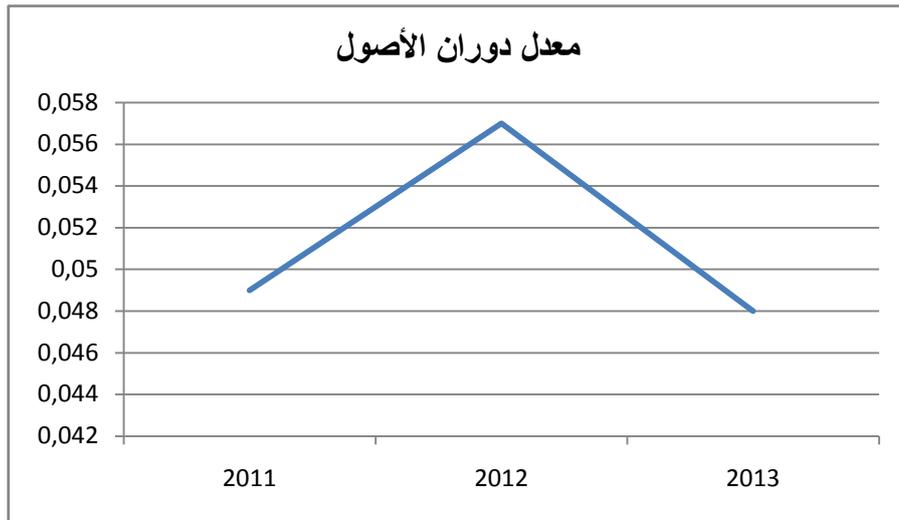
جدول رقم: (3-7) تطور معدل دوران الأصول لمؤسسات العينة.

السنوات	2011	2012	2013
المؤشر	0.049	0.057	0.048
معدل دوران الأصول	0.049	0.057	0.048

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من برنامج EXEL والملاحق رقم: 08,09,10

ويمكن شرح وتوضيح النتائج من خلال الشكل الموالي

الشكل رقم(3-5): تطور معدل دوران الأصول للمؤسسات خلال السنوات(2011-2013)



المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من الجداول رقم(3-7).

من خلال الشكل يتضح أن مؤسسات العينة، حققت معدلات دوران للأصول ضعيفة خلال مرحلة الدراسة، رغم أنها ارتفعت خلال سنة 2012 لكنها لم تتعدى 6%، مما يدل على عدم فعالية استخدام الموارد المتاحة من طرف المؤسسة، وعليها إعادة النظر في إنتاجية أصولها.

**المطلب الثاني: تحليل الهيكل المالي والتمويل**

من خلال حساب مجموعة من النسب المالية الدالة على الهيكلية المالية التي تصف الوضعية

المالية وكذا نسب التمويل التي تقيس فعالية المؤسسات وتطور وضعيتها خلال فترة الدراسة ( 2011-2013).

## - أولا: نسب الهيكلية المالية

وهي نسب تصف الوضعية المالية للمؤسسة خلال فترة معينة وتتمثل أهم هذه النسب في الآتي:

## 1- نسب هيكلية الأصول

وهي نسبة تبين وزن الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول وتحسب كالاتي:

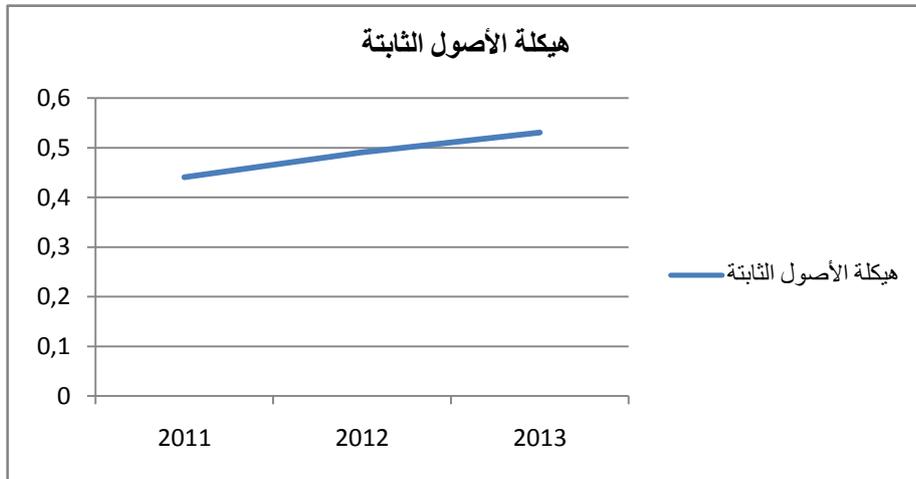
$$\text{نسبة هيكلية الأصول} = \frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

جدول رقم: (3-8) متوسط نسبة هيكلية الأصول الثابتة للعينة خلال سنوات الدراسة.

السنوات	2011	2012	2013
المؤشر	0.44	0.49	0.53
هيكلية الأصول الثابتة	0.44	0.49	0.53

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من برنامج EXEL والملاحق رقم: 08,09,10

الشكل رقم (3-6): تطور نسب هيكلية الأصول الثابتة للمؤسسات عينة الدراسة.



المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من الجدول رقم (3-7).

من خلال الشكل يتبين أن نسبة هيكلية الأصول في تطور من سنة إلى أخرى لتقارب نسبة 53% خلال سنة 2013، وهي نسبة معتبرة لأصول الثابتة للمؤسسات المدروسة، مسجلة زيادة تقدر ب 22% مقارنة بسنة 2011، مما يبين أن المؤسسات قامت باستثمارات معتبرة خلال الفترة.

## 2- نسبة هيكلية الأموال الخاصة

تعبّر هذه النسبة عن وزن الأموال الخاصة إلى إجمالي الخصوم وتعطى بالعلاقة الآتية:

نسبة هيكله الأموال الخاصة = (الأموال الخاصة/إجمالي الخصوم)

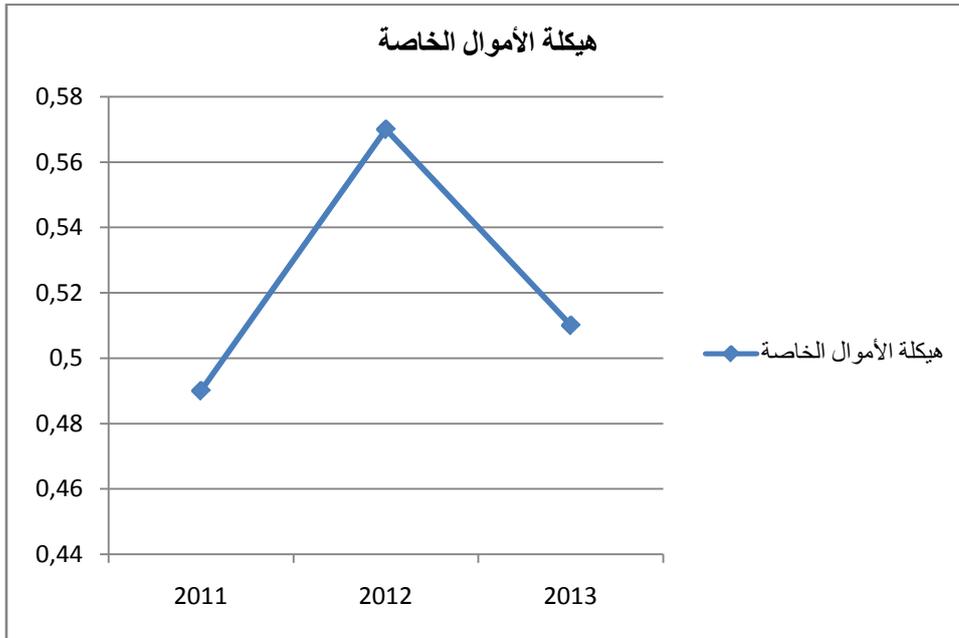
والجدول الآتي يوضح أهم هذه النسب المحسوبة لعينة المؤسسات.

جدول رقم: (3-9) مختلف متوسط هيكله الأموال الخاصة للمؤسسات المدروسة خلال سنوات الدراسة.

السنوات	2011	2012	2013
المؤشر	0.49	0.57	0.51
هيكله الأموال الخاصة	0.49	0.57	0.51

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من برنامج EXEL والملاحق رقم: 08،09،10

الشكل رقم (3-7): تطور نسب هيكله الأموال الخاصة للمؤسسات عينة الدراسة



المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من الجدول رقم (3-8)

يتضح أن نسبة هيكله الأموال الخاصة شهدت ارتفاعا ملحوظا خلال سنوات الدراسة لتقارب نسبة 56% خلال 2013، وهي نسبة لا بأس بها تعبر نسبيا عن الاستقلالية المالية للمؤسسات عينة الدراسة.

ثانيا: نسب التمويل

وهي النسب التي تربط بين أصول وخصوم المؤسسة، وتساعد على تشخيص التوازنات المالية للمؤسسات في المديين المتوسط والطويل، من خلال تقييم مختلف السياسات المتبعة من طرف المؤسسة.

## 1- نسبة التمويل الدائم

وتقيس مدى قدرة المؤسسة على تمويل أصولها الثابتة بأموالها الدائم، وهي تعبر عن نسبة رأس المال العامل وتحسب وفق العلاقة:

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

والجدول الموالي يوضح متوسط نسبة التمويل الدائمة للعينة خلال السنوات الثلاثة.

جدول رقم: (3-10) نسب التمويل الدائم لمؤسسات العينة

السنوات	2011	2012	2013
المؤشر			
التمويل الدائم	1.82	1.93	2.14

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من برنامج EXEL والملاحق رقم: 08,09,10

## 2- نسبة التمويل الخاص

وهي تبين درجة اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة دون اللجوء إلى الاستدانة في تمويلها لأصولها الثابتة وتعطى بالعلاقة الآتية:

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

والجدول الموالي يبين نسب التمويل الذاتي لمؤسسات العينة خلال فترة الدراسة:

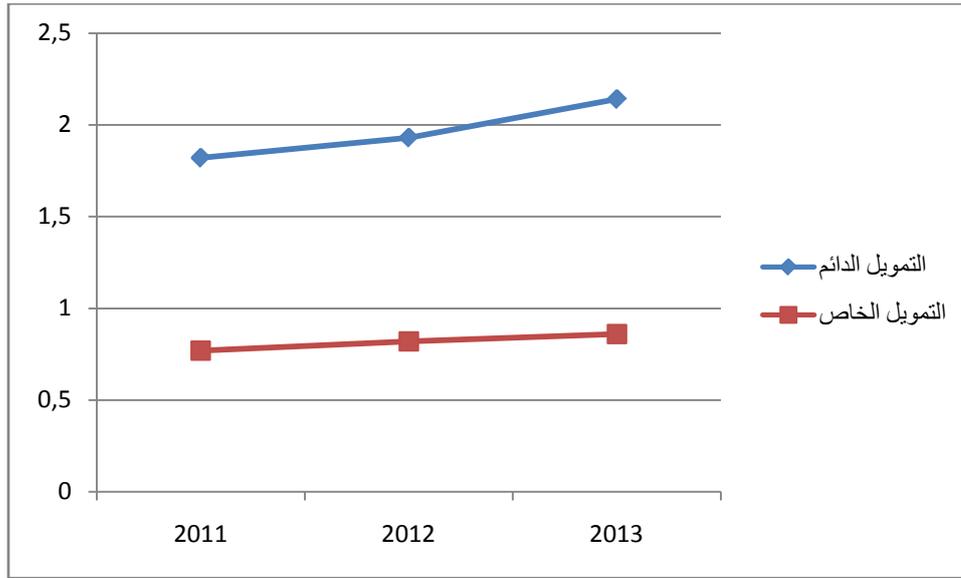
جدول رقم: (3-11) نسب التمويل الخاص لمؤسسات العينة .

السنوات	2011	2012	2013
المؤشر			
التمويل الخاص	0.77	0.82	0.86

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من برنامج EXEL والملاحق رقم: 08,09,10

ويمكن توضيح نسب التمويل لعينة الدراسة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم(3-8): تطور نسب التمويل للمؤسسات عينة الدراسة في الفترة (2011-2013).



المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من الجدول رقم(3-9)

من خلال الشكل يلاحظ أن نسب التمويل الدائم في تطور مستمر من سنة إلى أخرى، وهي أكبر من الواحد خلال كافة سنوات الدراسة، مما يدل على أن المؤسسات تتمتع برأس مال عامل موجب والأصول الثابتة مغطاة بالأموال الدائمة، نفس الشيء فيما يخص نسبة التمويل الخاص شهدت هي الأخرى تطورا ظاهرا خلال سنوات الدراسة لتبلغ 86% خلال سنة 2013، والمؤسسات تحاول تعزيز استقلاليتها المالية من خلال تقليص حجم الاستدانة والرفع من حجم التمويل الذاتي.

### - ثالثا: تحليل المردودية

تعرف المردودية على أنها قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح من خلال نشاطاتها وقراراتها المختلفة وتتمثل أهم نسب المردودية في:

#### 1- المردودية المالية

وتعبر عن مدى مساهمة الأموال الخاصة في تحقيق النتيجة ويعبر عنها وفق العلاقة الآتية:

$$\text{نسبة المردودية المالية} = (\text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}) \times 100$$

ويعد حساب النسب المتعلقة بالمردودية المالية تم التوصل إلى النتائج حسب الجدول الآتي:

جدول رقم: (3-12) تطور نسب المردودية المالية لمؤسسات العينة

السنوات	2011	2012	2013
المؤشر			
المردودية المالية	11.96	10.5	13.28

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من برنامج EXEL والملاحق رقم: 08.09.10

## 2- المردودية الاقتصادية

وهي المردودية من وجهة نظر الوسائل المستعملة لممارسة نشاطها وتحسب كآتي:

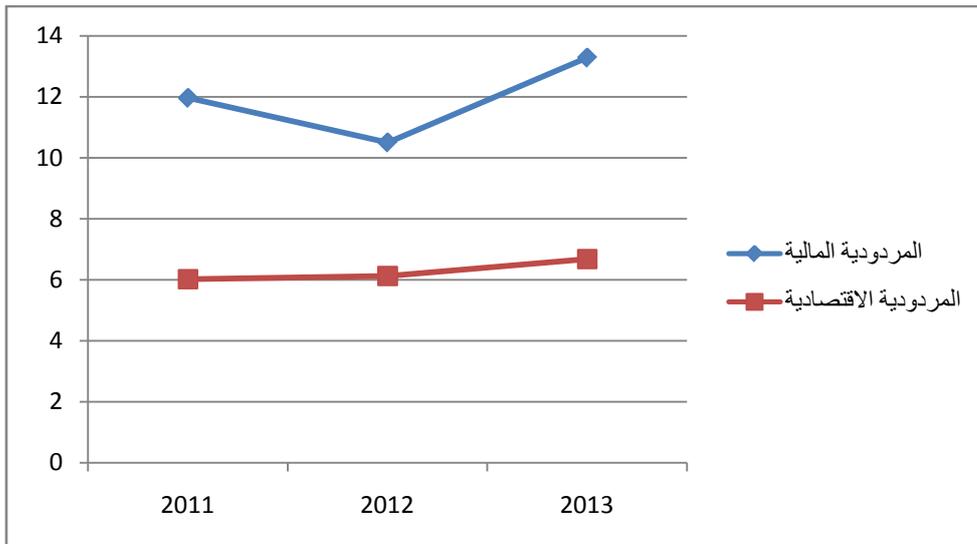
$$\text{نسبة المردودية الاقتصادية} = (\text{النتيجة الصافية} / \text{إجمالي الأصول}) \times 100$$

جدول رقم: (3-13) تطور نسب المردودية الاقتصادية لعينات الدراسة خلال سنوات الدراسة. الوحدة %

السنوات	2011	2012	2013
المؤشر			
المردودية الاقتصادية	6.02	6.12	6.68

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من برنامج EXEL والملاحق رقم: 08.09.10

الشكل رقم (3-9): تطور نسب المردودية للمؤسسات عينة الدراسة في الفترة (2011-2013).



المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من الجدول رقم (3-7).

من خلال الشكل نلاحظ أن مؤسسات الدراسة حققت نسب مردودية اقتصادية ضعيفة خلال سنوات الدراسة لم تتعدى 6%، وهي نسب ضعيفة جدا تدل على الأداء الضعيف للنشاط وكذا عدم الاستغلال الجيد لأصول المؤسسات، أو أن الأرباح التي حققتها المؤسسات من عملياتها غير كافية ولا تسمح بالحصول على معدل عائد مناسب على الأصول، أما فيما يخص المردودية المالية فحققت هي الأخرى نسب ضعيفة، رغم أنها سجلت نسبة 13.28% خلال سنة 2013، مسجلة زيادة في حدود 10% مقارنة بسنة 2011، مما يتوجب عليها إعادة النظر في استثماراتها.

## المبحث الثاني: منهج الدراسة الميدانية

يهدف المبحث إلى عرض منهج الدراسة الميدانية، وذلك انطلاقاً من تقديم العينة محل الدراسة، ظروف الحصول عليها وكذا الحدود المكانية والزمانية المتعلقة بمعطيات الدراسة على مستوى أول، ليتم بعد ذلك عرض أهم مراحل بناء نموذج الانحدار المتعدد على مستوى ثان، بعدها يتم تقديم بعض الاختبارات الإحصائية المستخدمة لتقييم النماذج الإحصائية ككل واختبار معنوية معالمها.

### المطلب الأول: تقديم العينة وحدود الدراسة

قبل الشروع في الدراسة الميدانية التي نحاول على إثرها بناء نموذجي انحدار متعدد نوضح من خلالها مدى تأثير نسبة الاستدانة الكلية في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية على نسبة الاستثمار من جهة وعلى نسبة الأرباح الموزعة، نرى من المناسب تقديم العينة محل الدراسة أولاً، ثم التطرق لأهم حدود هذه الدراسة.

#### 1- تقديم عينة الدراسة

من أجل تحقيق هدف البحث هذا و المتمثل في محاولة تحدي أثر الاستدانة الكلية على كل من قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح في المؤسسات الجزائرية، قمنا بجمع عينة مكونة من 32 مؤسسة اقتصادية مسجلة لدى المركز الوطني للسجل التجاري منوعة من حيث الموقع الجغرافي، أي العينة تحتوي على مؤسسات من مناطق مختلفة الشمال، الوسط والجنوب، وهذا خلال الفترة الزمنية الممتدة من سنة 2011 إلى غاية سنة 2013، وتحاول الدراسة استنتاج نوع الأثر لنسب الاستدانة الكلية في عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية على نسبة الاستثمار فيها من جهة وعلى النسبة الموزعة من الأرباح، حيث تم الحصول على البيانات المالية للعينة من المركز الوطني للسجل التجاري الكائن بالمحمدية بالجزائر العاصمة وتضمن البيانات الآتية:

- تقرير الجمعية العامة المتضمن المصادقة على الحسابات الاجتماعية باللغتين العربية والفرنسية لمؤسسات العينة لسنوات 2011، 2012، 2013.

- الميزانيات السنوية باللغتين العربية والفرنسية لمؤسسات العينة لسنوات 2011، 2012، 2013.

- جدول حسابات النتائج باللغتين العربية والفرنسية لمؤسسات العينة لسنوات 2011، 2012، 2013.

#### 2- حدود الدراسة

تجرى الدراسة الحالي في إطار حدود تتعلق بمعطيات الدراسة، وأخرى متعلقة بالإطار المكاني للدراسة، وهو ما سوف يتم تناوله فيها يلي:

### أ- الحدود المتعلقة بمعطيات الدراسة

بناء على الهدف من الدراسة والمعطيات المتوفرة هناك حدود متعلقة بمعطيات الدراسة وهي:

- تم اختيار العينة بناء على اعتماد المؤسسة على الاستدانة ضمن الهيكل المالي؛
- اعتماد المؤسسات الكبيرة واستبعاد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- اعتماد المؤسسات التي حققت نتائج ايجابية خلال فترة الدراسة؛
- صعوبة اختيار نوع نشاط العينة مثلا كاختيار المؤسسات الصناعية، وهذا لصعوبة الحصول على حجم العينة في ظل المحددات السابقة؛
- اختلاف السجلات المحاسبية المطبقة من مؤسسة لأخرى، ولهذا لا تخضع لقوانين وأعراف موحدة، وبالتالي ستؤثر هذه السياسات والإجراءات على صحة النتائج وسلامتها، وهي أمور خارجة عن إرادة الباحث.

### ب- الحدود المكانية

حاول الباحث قدر المستطاع التنوع في مؤسسات العينة من حيث الموقع الجغرافي ، وتضم العينة مؤسسات من مناطق مختلفة، الوسط، الجنوب، الشرق محاولة منه للوصول إلى نتائج أحسن، رغم أن الدراسة تنطلق من فرضية أن السياسة المالية للمؤسسات الجزائرية لا يتأثر بالموقع الجغرافي، فجميع هذه المؤسسات تعمل في بيئات اقتصادي واجتماعي متشابهة، فهي مؤسسات تحمل نفس الخصائص و تواجه نفس القيود.

### المطلب الثاني: مراحل بناء نموذج الانحدار المتعدد

يتطلب البحث اعتماد أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار علاقة الأثر بين الاستدانة ونسبة الاستثمار من جهة، وكذا الأثر بين الاستدانة ونسبة الأرباح الموزعة من جهة أخرى، وسيتم عرض أهم خطوات بناء نموذج الانحدار المتعدد.

#### 1- تعين النموذج

تقوم هذه المرحلة على التعريف بمتغيرات النموذج و تعين نوع العلاقة التي تربط المتغير التابع بالمتغيرات المستقلة كل على حد (متغيري بمتغيري) عن طريق العرض البياني كما يلي<sup>1</sup>:

- وضع العرض البياني للمتغير التابع بالنسبة للمتغيرات المستقلة ( كل متغير مستقل على حدى).

1- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2000 ، ص: 21.

- تقريب الشكل النطاقي المتحصل عليه إلى إحدى الأشكال الدائقي المعروفة ( خطي، أسري، ... الخ)، ثم استنتاج الشكل الدالي النهائي للنموذج ككل، حيث يتم اختيار الشكل الدالي الغالب، و يتوقف ذلك على خبرة و تجربة الباحث.

وتجدر الإشارة أن مرحلة تعيين نوع العلاقة الدالقي بين المتغيري التابع و المتغيري المستقلة للنموذج تتوقف على طبيعة قاعدة المعطيات، وفيما يلي عرض لأهم أنواع المعطيات:

### 1-1- معطيات مقطعية

توضح المعطيات المقطعية الوهي التي يأخذها متغيري ما بالنسبة لأفراد عينة ما عند نقطة زمنية معينة، وبالتالي تحدد هذه المعطيات مدى تعري و هيمة متغيري ما من فرد لأخر عند نفس النقطة من الزمن، وعليه فان العرض النطاقي لمتغيري النموذج سيمثل و هي المتغيري التابع بدلالة كل متغيري مستقل على حدى من فرد لأخر عند نفس النقطة من الزمن.

### 1-2- معطيات على شكل سلسلة زمنية

تحتوي السلسلة الزمنية على و هي متغيري ما عند نقاط زمنية مختلفة، فهي تصف بذلك سلوك هذا المتغير عبر الزمن، ويلاحظ أن معطيات السلسلة الزمنية قد تكون لأيام، أسابيع، أشهر أو سنوات تعرض عموما في صورة متوسطات، وعليه فان التمثيل البياني للنموذج يعرض و هي المتغيري التابع بدلالة كل متغيري مستقل على حدى لنفس المتغيري عند نقاط زمنية مختلفة.

### 1-3- معطيات على شكل سلسلة زمنية مقطعية

تشكل معطيات السلسلة الزمنية المقطعية مزيجا من النوعين السابقين، فهي تقدم معطيات عن مجموعة من الأفراد عبر سلسلة زمنية، فللعرض البياني لمتغيري النموذج سيكون له عدة أبعاد ولا يمكن تمثيله على معلم للمستوي متعامد متجانس، إلا أنه في هذه الحالة ولتعيين نوع العلاقة الدالية بين متغيري النموذج يمكن الاعتماد على العرض البياني للمتغيري المستقلة بالاعتماد على متوسط هذه المتغيري خلال مدة الدراسة، وهذا ما يسمح بتحديد الشكل الدالي لمجموعة من الأفراد عبر الزمن.

## 2- تقدير معالم النموذج

يتوقف اختيار طريقة تقدير معالم النموذج على أساس طبيعة و شكل العلاقة الدالية بين المتغيري التابع و المتغيري المستقلة، بحيث يمكن لهذه العلاقة أن تأخذ احد الأشكال التالية:

- علاقة خطية: في هذه الحالة تستعمل طريقة المربعات الصغرى.

- علاقة أسية: تحول هذه العلاقة إلى العلاقة الخطية ثم تطبق طريقة المربعات الصغرى.

أما في حالة النماذج غير الخطية، فتستخدم الطرق غير الخطية في عملية تقدير معاملات النموذج ومنها طريقة التريجيج الأعظم، طريقة المربعات الصغرى غير الخطية وغيرها.

### 3- مرحلة اختبار النموذج

تتطلب دراسة صلاحية النموذج القيام بدراسة القدرة التفسيرية للنموذج باستعمال معامل التحديد على مستوى أول، ثم القيام باختبار معنوية النموذج على مستوى ثاني.

#### 3-1- دراسة القدرة التفسيرية

يتم الاعتماد في قياس القدرة التفسيرية للنموذج على معامل التحديد  $R^2$ ، ويقاس هذا المعامل نسبة التغير في المتغير التابع، ويمكن التمييز بين ثلاث حالات<sup>1</sup>:

$R^2=1$  : يدل على وجود علاقة معنوية تامة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع سببه التغير في المتغيرات المستقلة.

$0 < R^2 < 1$  : هذا يعني وجود علاقة معنوية غير تامة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع سببه التغير في المتغيرات المستقلة.

$R^2=0$  : هذا يعني عدم وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع سببه التغير في المتغيرات المستقلة.

#### 3-2- اختبار معنوية النموذج

في هذه المرحلة يتم اختبار معنوية النموذج على إجراء اختبارين على الأقل، ويمكن توضيح ذلك في الآتي:

- اختبار الأسس النظرية: يرتكز هذا الاختبار على دراسة مدى تطابق النظرية مع نتائج التقدير.

- الاختبارات الإحصائية: تستعمل هذه الاختبارات لدراسة معنوية المعلمات المقدرة، ويتم التركيز غالبا على الاختبارات الموالية:

#### - اختبار فيشر (F) Fisher

يؤخذ بهذا الاختبار لتقييم النموذج ككل، و ذلك عن طريق وضع فرضيتين بديلتين، تتمثل الأولى في أن كل المتغيرات المستقلة لا تفسر التغير في المتغير التابع بمعنى:

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_n = 0$$

أما الفرضية البديلة فهي تفرض العكس أي:

<sup>1</sup> - جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، دار الخلدونية، الجزائر، 2007، ص: 82.

و يتم اختبار المعنوية الكلية للانحدار بحساب قيمة الإحصائية  $F$  و تسمى  $(F_{obs})$ ، ثم نقارن هذه القيمة المحسوبة ل  $F$  مع قيمة  $F$  الجدولية  $(F_c)$  عند مستوى ثقة معين ، فإذا كانت  $(F_{obs})$  أكبر من  $(F_c)$  فنقبل الفرضية البديلة  $H_1$ ، أما إذا كانت أقل فنقبل الفرضية الابتدائية  $H_0$ .

### - اختبار (T) Student

أما هذا الاختبار فيستخدم لدراسة معنويات المعاملات المقدرة كل على حدى، و ذلك عن طريق وضع فرضيتين بديلتين بالنسبة لكل معامل ما عدا المعامل الثابت كما يلي<sup>1</sup>:

المتغير المستقل الموافق لا يؤثر على المتغير التابع:  $H_0$

المتغير المستقل الموافق يؤثر على المتغير التابع:  $H_1$

هذا الاختبار يمكننا من فحص معنوية المعامل المقدرة، التي تقيس تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع ، ويعتمد على المقارنة بين القيمة المحسوبة  $|T_c|$  والقيمة الجدولية  $(T_{n-k-1}^\alpha)$  المقروءة من جدول ستودنت.

و تكون قاعدة اتخاذ القرار كالتالي :

$|T_c| > T_{n-k-1}^\alpha$  نرفض فرضية العدم  $H_0$ ، أي أن  $\beta_i$  معنوي .

$|T_c| < T_{n-k-1}^\alpha$  نقبل فرضية العدم  $H_0$ ، أي أن  $\beta_i$  غير معنوي .

### -اختبار Durbin Watson (DW)

يستعمل هذا الاختبار للكشف عن وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى، و يتم ذلك من خلال حساب الإحصائية  $(DW_{obs})$  ، التي تمثل النسبة بين مجموع مربع فروق الأخطاء و مجموع مربع هذه الأخطاء و مقارنتها مع القيمتين الجدوليتين ل  $(D_L)$  و  $(D_U)$  بهدف حصر قيمة  $DW_{obs}$  لاتخاذ القرار المناسب حول وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى<sup>2</sup>.

المبحث الثالث: نمذجة قياسية لأثر الاستدانة على قرارات الاستثمار بطريقة المربعات الصغرى.

<sup>1</sup> - جيلالي جلاطو، مرجع سابق، 2007، ص: 94.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه ، ص: 103.

سيتم في هذا الجزء من البحث بتحديد نموذج نسبة الاستثمار في العينة المدروسة والتي تمثل 32 مؤسسة لمدة ثلاث سنوات أو خلال سنوات 2011-2012-2013 و لتحديد الشكل العام لهذه النمذجة، يفترض بنا إيجاد صيغة معينة للعلاقات الموجودة بين المتغيرات التي هي محل الدراسة.

وقبل التطرق إلى تحديد النموذج يجب الإشارة إلى الشكل المطروح و هو دالة الاستثمار هي دالة خطية لمتغيرات الدراسة.

#### المطلب الأول: تقديم المتغيرات التابعة والمستقلة

انطلاقاً من هدف الدراسة والمعلومات المتحصل عليها حول عينة الدراسة وبعض الدراسات السابقة حول الموضوع تمثلت المتغيرات التابعة والمستقلة فيما يلي:

- المتغير التابع "variable explicative" يتمثل في نسبة الاستثمار في سنة الدراسة، وانطلاقاً من هدف الدراسة والمعطيات المتوفرة تم تحديد المتغير التابع بحجم الاستثمار خلال سنة الدراسة أي:

$$INV_N = \frac{inv.nett_n}{total.actif_n}$$

- المتغيرات المفسرة "variables explicatives":

تم اختيار مجموعة من المتغيرات التي تحد سياسة الاستثمار في المؤسسة بناء على ماتوفر من معطيات واعتماداً على بعض الدراسات السابقة وكانت كالاتي:

التدفقات النقدية والتي تحسب عن طريق قسمة الأرباح الصافية للسنة إضافة إلى قسط الاهتلاك -  $cf$ :  
والمؤونات، وفرق القيمة على مجموع الميزانية لنفس السنة أي:

$$cf_n = \frac{resultat.net_n + Am.Pr.Pv_n}{Total.Bilan_n}$$

-  $TD$ : نسبة الاستدانة الكلية في الهيكلية المالية للمؤسسة وهو المتغير المدروس في البحث، والذي يعبر عنه بمجموع الديون على مجموع الأصول أي:

$$TD = \frac{Total.Dettes_n}{Total.Passif_n}$$

-  $cr$ : معدل النمو والذي يعبر عنه بنسبة التغير في رقم الأعمال أي:

$$cr = \frac{CA_n - CA_{n-1}}{CA_n}$$

—  $kd$ : تكلفة التمويل بالاستدانة والتي يعبر عنها عن طريق قسمة الأعباء المالية على مجموع الديون مطروح منها قيمة المورددين مع ضرب الكل في نسبة الضريبة أي:

$$kd = \frac{\text{Charges. financiere}_n}{\text{Dettes}_n - \text{Fournisseurs}_n} * (1 - \tau)$$

حيث:  $\tau$  تمثل الضريبة على أرباح المؤسسات.

— TA: حجم المؤسسة والذي تم قياسه بواسطة اللوغاريتم النيبييري لرقم الأعمال أي:

$$TA = \ln(CA)$$

المطلب الثاني: دراسة النموذج المتحصل عليه

بعد الاستعانة بجداول EXEL لحساب أهم نسب ومتغيرات الدراسة، يمكن التعرف على العلاقة الرياضية التي تربط بين مختلف المتغيرات، وذلك بالاعتماد على برنامج 8 Eviews ويمكن صياغة الشكل العام للنموذج الكلي حسب ما سبق كآتي:

$$Inv_i = B_0 + B_1 cf + B_2 td + B_3 cr + B_4 Kd + B_5 ta$$

حيث  $i$ : يمثل عدد المشاهدات

المفاتيح:

—  $Inv_n$ : نسبة الاستثمار والذي يعبر عنه بنسبة الاستثمار الصافي للسنة على مجموع الميزانية أي:

$$Inv_n = \frac{Inv.nett_n}{Total.Actif_n}$$

CF: التدفقات النقدية والتي تحسب عن طريق قسمة الأرباح الصافية إضافة إلى قسط الاهتلاك والمؤونات، وفرق القيمة على مجموع الميزانية لنفس السنة أي:

$$cf_n = \frac{resultat.net_n + Am.Pr.Pv_n}{Total.Bilan_n}$$

—  $td$ : نسبة الاستدانة الكلية في الهيكلة المالية للمؤسسة وهو المتغير المدروس في البحث، والذي يعبر عنه بمجموع الديون على مجموع الأصول أي:

$$td = \frac{Total.Dettes_n}{Total.Passif_n}$$

— Cr: معدل النمو والذي يعبر عنه بنسبة التغير في رقم الأعمال أي:

$$cr = \frac{CA_n - CF_{n-1}}{CA_n}$$

–  $Kd$ : تكلفة التمويل بالاستدانة والتي يعبر عنها عن طريق قسمة الأعباء المالية على مجموع الديون مطروح منها قيمة الموردين لنفس السنة مع ضرب الكل في نسبة الضريبة أي:

$$Kd = \frac{Charges.\text{financiere}_n}{Dettes_n - Fournisseurs_n} \times (1 - \tau)$$

حيث:  $\tau$  تمثل الضريبة على أرباح المؤسسات.

–  $TA$ : حجم المؤسسة والذي تم قياسه بواسطة اللوغاريتم النيبيري لرقم الأعمال أي:

$$TA = \ln(CA)$$

### 1- النموذج الأول

يتم تقدير نموذج الانحدار المتعدد باستعمال طريقة المربعات الصغرى، وهذا بإدخال المتغير المدروس وهو نسبة الاستدانة الكلية.

#### 1-1- تقديم النموذج قياسيا

يكتب المتغير التابع  $Y_i$  على شكل علاقة خطية بدلالة جميع المتغيرات المفسرة وبعد تقدير هذه المعادلة باستعمال طريقة المربعات الصغرى و بالاستعانة ببرنامج (Eviews 8) تحصلنا على النتائج التالية :

$$INV = 4.571 - 0.22CF + 3.636 TD + 2.276CR - 0.250Kd + 0.240 TA$$

(2.018)    (1.72)    (2.413)    (1.869)    (-3.714)    (1.669)

$$R^2 = 0.698 \quad F = 74.231 \quad D-W = 2.03 \quad n = 96$$

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من مخرجات (Eviews 8) والملحق رقم(1)

### 1-2- تحليل النموذج

#### – التحليل الاقتصادي للنتائج

من خلال نتائج معادلة الانحدار الخطي نلاحظ أن:

–الثابت اتخذ إشارة موجبة ما يدل على انه توجد متغيرات مفسرة أخرى تؤثر بالإيجاب على نسبة الاستثمار بالمؤسسة.

- الإشارة الموجبة لمعاملات كل من نسبة الاستدانة  $td$  ، نسبة النمو  $cr$  والحجم  $ta$  تدل على العلاقة الطردية التي تربطهم نسبة الاستثمار في المؤسسة و ذلك يكون كما يلي:
  - ارتفاع نسبة الاستدانة الكلية في المؤسسات عينة الدراسة بـ 1% يؤدي الى ارتفاع حجم الاستثمار بنسبة 3.636%.
  - ارتفاع نسبة النمو بـ 1% يؤدي إلى ارتفاع حجم الاستثمار بنسبة 2.276%.
  - ارتفاع حجم المؤسسات عينة الدراسة بـ 1% يؤدي إلى ارتفاع حجم الاستثمار بنسبة 0.240%
  - الإشارة السالبة لمعاملات كل من تكلفة التمويل بالاستدانة  $(Kd)$  ونسبة التدفقات النقدية للسنة  $(cf)$  تدل على العلاقة العكسية بين حجم الاستثمار وهذه المتغيرات وتكون العلاقة كمايلي:
  - ارتفاع تكلفة التمويل بالاستدانة بنسبة 1% يؤدي إلى انخفاض حجم الاستثمار بنسبة 0.250 %
  - ارتفاع نسبة التدفقات النقدية الحالية بـ 1% يؤدي إلى انخفاض حجم الاستثمار بنسبة 0.22 %
- التحليل الإحصائي للنتائج**

يتم التحليل الإحصائي باستخدام النماذج التي تم التطرق إليها في المبحث الثاني من الفصل، سواء التي تقيس جودة النموذج أو تلك التي تقيس معنوية المعالم.

**أ- جودة التوفيق (جودة النموذج)**

إن النموذج ذو جودة تفسيرية جيدة ( $R^2 = 0.698$ ) يعني أن المتغير التابع مفسر من قبل المتغيرات المستقلة وهذا بنسبة 69.8% أما الباقي وهو 30.2% فمرده إلى أخطاء عشوائية لم يتم تعيينها .

**ب- معنوية المعالم (Test Student)**

يتم اختبار معنوية المعالم باختبار الفرضية التالية:

$$\left\{ \begin{array}{ll} H_0: \beta_i = 0 & \text{فرضية العدم} \\ H_1: \beta_i \neq 0 & \text{الفرضية البديلة} \end{array} \quad i=1 \dots 6$$

هذا الاختبار يمكننا من فحص معنوية المعالم المقدره، التي تقيس تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع ، ويعتمد على المقارنة بين القيمة المحسوبة  $|T_c|$  المستخرجة ببرنامج  $Eviews 8$  و القيمة الجدولة  $(T_{n-k-1}^\alpha)$  المقروءة من جدول ستودنت مع درجة حرية  $(n-k-1)$  حيث  $n=96$  تمثل عدد المشاهدات ، و  $K=5$  تمثل عدد المتغيرات المفسرة المقدره و تكون قاعدة اتخاذ القرار كالتالي :

$|T_c| > T_{n-k-1}^\alpha$  نرفض فرضية العدم  $H_0$ ، أي أن  $\beta_i$  معنوي يختلف عن الصفر عند درجة المعنوية  $\alpha = 5\%$ ، والجدول التالي يلخص اختبار معنوية المعالم:

الجدول رقم (3-14): ملخص نتائج اختبار ستودنت للنموذج الأول للاستثمار.

المعالم	المدلولية	$ T_c $	$T_t$	الملاحظة	القرار
$\beta_0 = 4.571$	0.0471	2.018	1.96	$T_t < T_c$	معنوي
$\beta_1 = -0.22$	0.1745	1.72	1.96	$T_t > T_c$	Cf غير معنوي
$\beta_2 = 3.636$	0.0396	2.413	1.96	$T_t < T_c$	Td معنوي
$\beta_3 = 2.276$	0.0016	1.869	1.96	$T_t < T_c$	cr معنوي
$\beta_4 = -0.250$	0.0043	-3.714	1.96	$T_t < T_c$	Kd معنوي
$\beta_5 = 0.240$	0.710	1.669	1.96	$T_t > T_c$	Ta غير معنوي

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم 1

نلاحظ أن قيمة ستودنت المطلقة المحسوبة لكل من معالم حجم الاستدانة الكلية، نسبة النمو و تكلفة التمويل بالاستدانة أكبر من القيمة المجدولة و بالتالي ترفض فرضية انعدام هذه المعالم  $H_0$  بذلك تكون معنوية كما تبينه قيمة مدلولية المقدر و هي أقل من 0,05، وكذلك بالنسبة للثابت.

أما بالنسبة لمعالم كل من نسبة التدفقات النقدية، والحجم فإن قيمة ستودنت المطلقة المحسوبة أقل من القيمة المجدولة و بالتالي تقبل فرضية انعدام المعالم  $H_0$  كما تبينه قيمة مدلولية المقدر وهي أكبر من 0,05، إذا ليس لها تأثير على حجم الاستثمار.

### ج- اختبار المعنوية الكلية ( Test de Fisher )

يكتب اختبار فيشر على الشكل التالي:

$$\begin{cases} H_0: \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = 0 \\ H_1 = \exists i / \beta_i \neq 0 \quad i=0 \dots 5 \end{cases}$$

هذا الاختبار يمكننا من فحص المعنوية الكلية للنموذج بعد المقارنة بين القيمة المحسوبة  $F_c$  المستخرجة ببرنامج Eviews 8، و القيمة المجدولة  $F_{(k-1)(n-k)}^\alpha$  بدرجتي حرية (n-5=91)،

( $k-1=4$ ) المقروءة من جدول فيشر، وبمعنوية  $\alpha=0.05$  نجد أن،  $F_c = 74.231 > F_t = 2.290$ ، إذا نرفض فرضية العدم أي يوجد على الأقل معامل واحد غير معدوم إذا النموذج ذو معنوية كلية فالمتغيرات المفسرة تأثر في النموذج.

#### د- الارتباط الذاتي للأخطاء (Test Durbin Watson)

$$\begin{cases} H_0: \rho = 0 \\ H_1: \rho \neq 0 \end{cases}$$

من خلال النتائج المتحصل عليها سابقا لدينا قيمة D-W المحسوبة تساوي إلى 2.03 ومن جدول D-W حسب عدد المشاهدات  $n=96$  وعدد المتغيرات المقدر في النموذج  $k=5$  لمستوى الدلالة  $\alpha$  قيمة D-W الجدولة تكون كالتالي:

القيمة السفلى  $dl=1.98$ ، القيمة العليا  $du=1.78$ ، ومنه القيمة  $4-dl=2.02$  و القيمة  $4-du=2.22$  وبذلك تكون القيمة المحسوبة D-W واقعة في المجال  $[2.02 - 2.22]$  أي في المجال الذي لا يوجد فيه ارتباط ذاتي للأخطاء.

بعد التحليل نستنتج أن هذا النموذج مقبول اقتصاديا و إحصائيا، وللوقوف بصورة أوضح على اثر متغيرة الاستدانة الكلية على الاستثمار نقوم بنمذجة قياسية مع حذف هاته المتغيرة.

#### 2- النموذج الثاني

سيتم القيام بدراسة نمذجة قياسية بنفس الطريقة السابقة لكن بعد حذف المتغيرة المعنية ب الدراسة وهي نسبة الاستدانة الكلية، وهذا للوقوف على حجم تأثيرها ضمن متغيرات النموذج الأخرى.

#### 2-1- تقديم النموذج

بعد حذف متغير الاستدانة الكلية وتم تقدير هذه المعادلة باستعمال طريقة المربعات الصغرى، بالاستعانة ببرنامج Eviews 8 فتحصلنا على النتائج التالية:

$$INV = 3.17 - 0.11CF + 3.126CR - 1.36KD + 1.23TA$$

$$(2.98) \quad (1.214) \quad (2.123) \quad (-2.98) \quad (0.98)$$

$$R^2 = 0.59 \quad F = 71.116 \quad D-W = 2.14 \quad n = 96$$

المصدر: من إعداد الطلب انطلاقا من مخرجات (Eviews 8) الملحق رقم (2)

## 2-2- تحليل النموذج

يتم وصف وتحليل النموذج اقتصاديا وإحصائيا.

### - تحليل النموذج اقتصاديا

- الثابت اتخذ إشارة موجبة ما يدل على انه توجد متغيرات مفسرة أخرى تؤثر بالإيجاب على نسبة الاستثمار بالمؤسسة.

- الإشارة الموجبة لمعاملات كل من نسبة النمو  $CF$  والحجم  $ta$  تدل على العلاقة الطردية التي تربطهم نسبة الاستثمار في المؤسسة و ذلك يكون كما يلي:

- ارتفاع نسبة النمو بـ1% يؤدي إلى ارتفاع حجم الاستثمار بنسبة 3.126%

- ارتفاع حجم المؤسسة بـ1% يؤدي إلى ارتفاع حجم الاستثمار بنسبة 1.23%

- الإشارة السالبة لمعاملات كل من تكلفة التمويل بالاستدانة  $(KD)$  ونسبة التدفقات النقدية  $(cf)$  ، تدل على العلاقة العكسية بين حجم الاستثمار وهذه المتغيرات وتكون العلاقة كمايلي:

- ارتفاع تكلفة التمويل بالاستدانة بنسبة 1% يؤدي إلى انخفاض حجم الاستثمار بنسبة 1.36%.

- ارتفاع نسبة التدفقات النقدية بـ: 1% يؤدي إلى انخفاض حجم الاستثمار بنسبة 0.11%.

من خلال النتائج يمكن القول أن النموذج مقبول اقتصاديا.

### - التحليل الإحصائي للنتائج

سيتم القيام بالتحليل الإحصائي للنتائج باستخدام الاختبارات المعروف سواء تلك المتعلقة بدراسة جودة النموذج ككل، أو المتعلقة بمعنويات المعالم.

#### أ- جودة التوفيق (جودة النموذج)

إن النموذج ذو جودة مقبولة نوعا ما  $(R^2 = 0.59)$  يعني أن المتغير التابع مفسر من قبل المتغيرات المستقلة بنسبة 65% أما الباقي و هو 41% فمرده للمتغيرة التي تم حذفها من النموذج وهي نسبة الاستدانة الكلية وهو ما يثبت أهميته في النموذج والباقي إلى الأخطاء العشوائية لم يتم تحديدها.

#### ب- معنوية المعالم (Test student)

ليكن اختبار الفرضية التالية:

$$\left\{ \begin{array}{ll} H_0: \beta_i = 0 & \text{فرضية العدم} \\ H_0: \beta_i \neq 0 & \text{الفرضية البديلة} \end{array} \quad i = \overline{1,3}$$

من اجل قبول أو رفض الفرضية  $H_0$  نقوم بالاختبار الاتي:

إذا كان  $T_{cal} > T_{tab}$  فاننا نرفض الفرضية  $H_0$  و العكس صحيح

نتائج اختبار ستيودنت مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم: (3-15) ملخص نتائج اختبار ستودنت للنموذج الثاني للاستثمار.

المعالم	المدلولة	$ T_c $	$T_t$	الملاحظة	القرار
$\beta_0 = 3.17$	0.0254	2.98	1.96	$T_t < T_c$	C معنوي
$\beta_1 = -0.11$	0.5479	1.214	1.96	$T_t > T_c$	cf غير معنوي
$\beta_2 = 3.12$	0.0015	2.123	1.96	$T_t < T_c$	cr معنوي
$\beta_3 = -1.36$	0.0125	-2.98	1.96	$T_t < T_c$	Kd معنوي
$\beta_4 = 1.23$	0.645	-0.98	1.96	$T_t > T_c$	TA غير معنوي

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم(2)

نلاحظ أن قيمة ستيودنت المطلقة المحسوبة لكل من معالم نسبة النمو و تكلفة التمويل بالاستدانة أكبر من القيمة المجدولة و بالتالي ترفض فرضية انعدام هذه المعالم  $H_0$  بذلك تكون معنوية كما تبينه قيمة مدلولة المقدر و هي أقل من 0,05، و كذلك بالنسبة للثابت.

أما بالنسبة لمعالم كل من نسبة التدفقات النقدية ، والحجم فإن قيمة ستيودنت المطلقة المحسوبة أقل من القيمة المجدولة و بالتالي تقبل فرضية انعدام المعالم  $H_0$  كما تبينه قيمة مدلولة المقدر و هي أكبر من 0,05، إذا ليس لها تأثير على حجم الاستثمار.

ج- اختبار المعنوية الكلية ( *Test de Fisher* )

يمكن اختبار نموذج فيشر على الشكل التالي:

$$\begin{cases} H_0: \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0 \\ H_1: \exists i/\beta_i \neq 0 \quad i=0 \dots 4. \end{cases}$$

بمقارنة  $F_c = 71.116$  مع القيمة المجدولة بدرجةتي حرية  $(n - k = 92)$ ،  $(k - 1 = 3)$  عند مستوى المعنوية  $\alpha = 5\%$  نجد ان  $F_c = 71.116 > F_t = 2.45$ ، اذن نرفض فرضية العدم  $H_0$  أي يوجد على الأقل معامل واحد غير معدوم إذن النموذج ذو معنوية كلية أي أن المتغيرات المفسرة بصفة كلية تؤثر في النموذج.

## د- الارتباط الذاتي للأخطاء ( test Durbin Watson )

$$\begin{cases} H_0: \rho = 0 \\ H_1: \rho \neq 0 \end{cases}$$

من خلال النتائج المتحصل عليها سابقا لدينا قيمة D-W المحسوبة تساوي إلى 2.14 ، ومن جدول D-W حسب عدد الملاحظات (n = 96) و عدد المتغيرات المقدر في النموذج (k = 4) لمستوى الدلالة  $\alpha$  نلاحظ ان قيمة D-W المجدولة هي كالتالي:

القيمة العليا ( $d_U = 2.01$ )، القيمة السفلى ( $d_L = 1.8$ )، ومنه القيمة ( $4 - d_U = 1.99$ )، والقيمة ( $4 - d_L = 2.20$ )، وبذلك تكون القيمة المحسوبة لـ D-W واقعة في المجال [2.20 - 1.99]، أي في المجال الذي لا يوجد فيه ارتباط ذاتي للأخطاء.

## المطلب الثالث: عرض وتحليل النتائج المتعلقة بقرار الاستثمار

بعد القيام بتحديد نموذج الانحدار المتعدد، وهذا وفق مرحلتين لمعرفة طبيعة الأثر الذي تحدثه نسبة الاستدانة على نسبة الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية وجب تحليل هذه النتائج وفق ما تم التوصل اليه ومقارنتها بما تم التوصل اليه وفق بعض الدراسات التجريبية.

## 1- عرض النتائج

يتمثل هدف النمذجة القياسية التي تم القيام بها في معرفة طبيعة وحجم تأثير نسبة الاستدانة الكلية ضمن بعض المحددات لسياسة الاستثمار في المؤسسة وهذا من خلال عينة تتكون من 32 مؤسسة اقتصادية خلال المرحلة (2011-2013)، وهذا بإتباع طريقة المربعات الصغرى لبناء نموذج الانحدار المتعدد.

كشف نموذج الانحدار المتعدد عن تأثير عدة متغيرات على نسبة الاستثمار في عينة المؤسسات المدروسة، منها حجم التدفقات النقدية، نسبة النمو، تكلفة التمويل بالاستدانة وغيرها .

كما أثبت النموذج عن التأثير الايجابي لحجم الاستدانة الكلية وهو المتغير المعني بالدراسة، على حجم الاستثمار، أي أن هناك تأثير طردي لحجم الاستدانة الكلية على نسبة الاستثمار، حيث بين النموذج الثاني بعد حذف معلمة الاستدانة الكلية عن انخفاض القدرة التفسيرية للنموذج  $R^2$  من 0.698 إلى 0.59 مما يدل على قيمة تأثير هذه المعلمة ضمن النموذج الكلي.

## 2- تحليل النتائج

توصلت الدراسة كما تم ذكره إلى وجود تأثير طردي لنسبة الاستدانة الكلية على نسبة الاستثمار وهو ما يتوافق مع العديد من الدراسات التجريبية السابقة.

وهي نتيجة منطقية بالنظر إلى الهدف من الافتراض، فالمؤسسة التي تُقدم على الاستدانة رغم المخاطر الناجمة عنها، لا شك أنها تريد الزيادة في حجم استثماراتها وانتظار عوائد مرتفعة من هاته الاستثمارات، إضافة إلى وجود مؤشرات على التأثير الايجابي للاستدانة على نسبة الاستثمار، وهي معلمة كل من النمو، إذ يشير النموذج الكلي إلى وهو ما يتوافق مع ما جاء به نموذج صافي القيمة الحالية المعدل الذي اقترحه مايرز " Mays " ، وكذلك مع ما توصلت إليه العديد من الدراسات التجريبية.

كدراسة " **Franklin John. S, Muthusamy. K** " التي أجريت على عينة من الشركات الصناعية الصيدلانية الهندية، أين أثبتت وجود تأثير ايجابي بين مستوى الرافعة المالية معبرا عنها بنسبة الديون إلى مجموع الخصوم ونسبة الاستثمار في الشركات الكبيرة الحجم. وعلى عكس ما توصلت إليه بعض الدراسات كدراسة " **جميل حسن النجار** " والتي خلصت الى نتيجة مفادها أنه يزداد توجه المؤسسات للتمويل بالدين كلما تقلصت البدائل والفرص الاستثمارية المتاحة أمام هذه المؤسسات.

ويمكن القول إلى انه لا يوجد علاقة ثابتة ومنتظمة بين حجم الاستدانة، ونسبة الاستثمار في المؤسسة بل أن هذه العلاقة تختلف لدى المؤسسات باختلاف الدول التي تنتمي إليه.

**المبحث الرابع: نمذجة قياسية لأثر الاستدانة على قرار توزيع الأرباح بطريقة المربعات الصغرى.**

سيتم في هذا الجزء من البحث تحديد النموذج المتعلق بقرار توزيع الأرباح في العينة المدروسة والتي تمثل 32 مؤسسة لمدة ثلاث سنوات أو خلال سنوات 2011-2012-2013 و لتحديد الشكل العام لهذه النمذجة، يفترض إيجاد صيغة معينة للعلاقات الموجودة بين المتغيرات التي هي محل الدراسة. وقبل التطرق إلى تحديد النموذج يجب الإشارة إلى الشكل المطروح وهو دالة نسبة الأرباح الموزعة وهي دالة خطية لمتغيرات الدراسة.

**المطلب الأول: تقديم المتغيرات التابعة والمستقلة**

انطلاقاً من هدف الدراسة والمعلومات المتحصل عليها حول عينة الدراسة وبعض الدراسات السابقة حول الموضوع تمثلت المتغيرات التابعة والمستقلة فيما يلي:

- المتغير التابع "variable explicative"

TDD: نسبة الأرباح الموزعة، والذي يعبر عنه بنسبة الأرباح الموزعة إلى النتيجة الصافية أي:

$$TDD = \frac{Dividend}{Résultat Net}$$

- المتغيرات المفسرة "variables explicatives":

-RE: المردودية الاقتصادية وتحسب عن طريق قسمة النتيجة الصافية على مجموع الميزانية لنفس السنة:

$$RE = \frac{resultat.net_n}{Total.Bilan_n}$$

-GAR: الضمانات وتحسب عن طريق قسمة مجموع الأصول الملموسة والمخزونات على مجموع الميزانية أي:

$$GAR = \frac{Actif T + Stocks}{Total Bilan}$$

- cr: النمو والذي يعبر عنه مثلما سبق وأن ذكرنا التغير في رقم الأعمال أي:

$$cr = \frac{CA_n - CA_{n-1}}{CA_n}$$

-td: نسبة الاستدانة الكلية في الهيكل المالية للمؤسسة وهو المتغير المدروس في البحث، والذي يعبر عنه بمجموع الديون على مجموع الأصول أي:

$$td = \frac{Dettes_n}{Total. Passif_n}$$

TA - حجم المؤسسة والذي تم قياسه بواسطة اللوغاريتم النيبيري لرقم الأعمال أي:

$$TA = \ln(CA)$$

المطلب الثاني: دراسة النموذج المتحصل عليه.

بعد الاستعانة بجداول EXEL لحساب أهم نسب ومتغيرات الدراسة، يمكن التعرف على العلاقة الرياضية التي تربط بين مختلف المتغيرات، وذلك بالاعتماد على برنامج Eviews8 ويمكن صياغة الشكل العام للنموذج الكلي حسب ما سبق كآتي:

$$Tdd = B_0 + B_1TA + B_2RE + B_3GAR + B_4CR + B_5TD$$

حيث i : يمثل عدد المشاهدات

-المفاتيح:

TDD - نسبة الأرباح الموزعة، والذي يعبر عنه بنسبة الأرباح الموزعة الى النتيجة الصافية أي:

$$TDD = \frac{Dividend}{Résultat Net}$$

RE- المرودية الاقتصادية وتحسب عن طريق قسمة النتيجة الصافية على مجموع الميزانية :

$$RE = \frac{resultat.net_n}{Total.Bilan_n}$$

GAR - الضمانات وتحسب عن طريق قسمة مجموع الأصول الملموسة والمخزونات على مجموع الميزانية أي:

$$GAR = \frac{Actif T + Stocks}{Total Bilan}$$

cr - النمو والذي يعبر عنه مثلما سبق وأن ذكرنا التغير في رقم الاعمال أي:

$$cr = \frac{CA_n - CA_{n-1}}{CA_n}$$

td - نسبة الاستدانة الكلية في الهيكل المالية للمؤسسة وهو المتغير المدروس في البحث، والذي يعبر عنه بمجموع الديون على مجموع الأصول أي:

$$td = \frac{Dettes_n}{Total. Passif_n}$$

TA - حجم المؤسسة والذي تم قياسه بواسطة اللوغاريتم النيبيري لرقم الأعمال أي:

$$TA = \ln(CA)$$

### 1- النموذج الأول

يتم تقدير نموذج الانحدار المتعدد باستعمال طريقة المربعات الصغرى، وهذا بإدخال المتغير المدروس وهو نسبة الاستدانة الكلية، بنفس الطريقة المستخدمة في النموذج الأول المتعلق بقرار الاستثمار.

#### 1-1- تقديم النموذج قياسيا:

يكتب المتغير التابع  $Y_i$  على شكل علاقة خطية بدلالة جميع المتغيرات المفسرة وبعد تقدير هذه المعادلة باستعمال طريقة المربعات الصغرى وبالإستعانة ببرنامج (Eviews 8) تحصلنا على النتائج التالية:

$$Tdd = 2.14 + 2.21TA + 0.21RE + 0.047GAR - 1.25CR + 1.21TD$$

$$(2.13) \quad (1.98) \quad (2.04) \quad (1.012) \quad (-3.01) \quad (0.046)$$

$$R^2 = 0.57 \quad F = 70.147 \quad D-W = 2.19 \quad n = 96$$

المصدر: من اعداد الطلب انطلاقا من مخرجات (Eviews 8) والملحق رقم (3)

### 1-2- تحليل النموذج

يتم تحليل النموذج اقتصاديا وإحصائيا بناء على النتائج المتحصل عليها من مخرجات Eviews 8 .

#### - التحليل الاقتصادي للنتائج

من خلال نتائج معادلة الانحدار الخطي نلاحظ أن:

- الثابت اتخذ إشارة موجبة ما يدل على انه توجد متغيرات مفسرة أخرى تؤثر بالإيجاب على نسبة الأرباح الموزعة بالمؤسسة.

- الإشارة الموجبة لمعاملات كل من نسبة المردودية  $RE$  ، نسبة الاستدانة الكلية  $td$ ، الضمانات  $gar$  والحجم  $ta$ ، تدل على العلاقة الطردية التي تربطهم بنسبة الأرباح الموزعة في المؤسسة وذلك يكون كما يلي:

- ارتفاع نسبة المردودية الاقتصادية بـ 1% يؤدي إلى ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة بنسبة 0.21% .

- ارتفاع حجم المؤسسات عينة الدراسة بـ 1% يؤدي الى ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة بـ 2.21% .

- ارتفاع حجم الضمانات بـ1% يؤدي الى ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة بـ0.047%
  - ارتفاع نسبة الاستدانة الكلية بـ1% يؤدي إلى ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة بنسبة 1.21%.
  - الإشارة السالبة لمعلمة نسبة النمو  $CR$  تدل على العلاقة العكسية بين نسبة الأرباح الموزعة وهذه المتغيرة وتكون العلاقة كمايلي:
  - ارتفاع نسبة النمو بنسبة 1% يؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح الموزعة بنسبة 1.25%
- أ- جودة التوفيق (جودة النموذج)

إن النموذج ذو جودة تفسيرية جيدة ( $R^2 = 0.57$ ) يعني أن المتغير التابع مفسر من قبل المتغيرات المستقلة وهذا بنسبة 57% أما الباقي وهو 43% فمرده إلى أخطاء عشوائية لم يتم تعيينها.

#### ب- معنوية المعالم (Test Student)

يتم اختبار معنوية المعالم باختبار الفرضية التالية:

$$\left\{ \begin{array}{ll} H_0: \beta_i = 0 & \text{فرضية العدم} \\ i=1 \dots H_1: \beta_i \neq 0 & \text{الفرضية البديلة} \end{array} \right.$$

فحص معنوية المعالم المقدر، و تقيس تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع، ويعتمد على المقارنة بين القيمة المحسوبة  $|T_c|$  المستخرجة ببرنامج *Eviews 8* و القيمة المجدولة  $(T_{n-k-1}^\alpha)$  المقروءة من جدول التوزيع الطبيعي (نستعمل التقريب للتوزيع الطبيعي كون المشاهدات أكبر من 30) مع درجة حرية  $(n-k-1)$  حيث  $n=90$  تمثل عدد المشاهدات، و  $K=5$  تمثل عدد المتغيرات المفسرة المقدر و تكون قاعدة اتخاذ القرار كالتالي:  $|T_c| > T_{n-k-1}^\alpha$  نرفض فرضية العدم  $H_0$ ، أي أن  $\beta_i$  معنوي يختلف عن الصفر عند درجة المعنوية  $\alpha = 5\%$ ، والجدول يلخص اختبار معنوية المعالم:

الجدول رقم (3-16): ملخص نتائج اختبار ستودنت للنموذج الأول لتوزيع الأرباح.

المعالم	المدلولية	$ T_c $	$T_t$	الملاحظة	القرار
$\beta_0 = 2.14$	0.001	2.13	1.96	$T_t < T_c$	C معنوي
$\beta_1 = 2.21$	0.046	1.98	1.96	$T_t < T_c$	TA معنوي
$\beta_2 = 0.21$	0.045	2.04	1.96	$T_t < T_c$	RE معنوي



D-W حسب عدد المشاهدات  $n=96$  وعدد المتغيرات المقدر في النموذج  $k=6$  لمستوى الدلالة  $\alpha$  قيمة D-W الجدولة تكون كالتالي: القيمة السفلى  $dl=1.98$ ، القيمة العليا  $du=1.78$ ، ومنه القيمة  $4-dl=2.02$  و  $4-du=2.22$  وبذلك تكون القيمة المحسوبة D-W واقعة في المجال  $[2.02-2.22]$  أي في المجال الذي لا يوجد فيه ارتباط ذاتي للأخطاء.

بعد التحليلان الاقتصادي والإحصائي اللذان قمنا بهما نستنتج أن هذا النموذج مقبول اقتصاديا وإحصائيا، وللوقوف بصورة أوضح على اثر متغيرة الاستدانة الكلية على حجم الأرباح الموزعة، نقوم بنمذجة قياسية للنموذج السابق مع حذف هاته المتغيرة.

## 2- النموذج الثاني

سيتم القيام بدراسة نمذجة قياسية بنفس الطريقة السابقة لكن بعد حذف المتغيرة المعنية ب الدراسة وهي نسبة الاستدانة الكلية، وهذا للوقوف على حجم تأثيرها ضمن متغيرات النموذج الأخرى.

### 2-1- تقديم النموذج

يكتب المتغير التابع على شكل علاقة خطية بدلالة المتغيرات المفسرة، بعد حذف متغير الاستدانة الكلية وتم تقدير هذه المعادلة باستعمال طريقة المربعات الصغرى، بالاستعانة ببرنامج "Eviews8" فتحصلنا على النتائج التالية:

$$Tdd = 1.25 + 1.39TA + 1.41RE - 0.65CR + 0.36GAR$$

$$(2.12) \quad (2.15) \quad (3.02) \quad (-0.54) \quad (1.03)$$

$$R^2 = 0.49 \quad F = 60.54 \quad D-W = 2.11 \quad n = 96$$

المصدر: من اعداد الطلب انطلقا من مخرجات (Eviews 8) الملحق رقم(4).

## 2-2- تحليل النموذج

### - التحليل الاقتصادي للنتائج

من خلال نتائج معادلة الانحدار الخطي نلاحظ أن:

- الثابت اتخذ إشارة موجبة ما يدل على انه توجد متغيرات مفسرة أخرى تؤثر بالإيجاب على نسبة الأرباح الموزعة بالمؤسسة.

- الإشارة الموجبة لمعاملات كل من نسبة المردودية  $RE$ ، الضمانات  $gar$  والحجم  $ta$ ، تدل على العلاقة الطردية التي تربطهم بنسبة الأرباح الموزعة في المؤسسة وذلك يكون كما يلي:

- ارتفاع نسبة المردودية الاقتصادية بـ1% يؤدي إلى ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة بنسبة 1.41%.
- ارتفاع حجم المؤسسات عينة الدراسة بـ1% يؤدي إلى ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة بـ: 1.39%.
- ارتفاع حجم الضمانات بـ1% يؤدي إلى ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة بـ 0.36%.
- الإشارة السالبة لمعلمة نسبة النمو  $CR$  تدل على العلاقة العكسية بين حجم الاستثمار وهذه المتغيرة وتكون العلاقة كمايلي:

-ارتفاع نسبة النمو بنسبة 1% يؤدي الى انخفاض نسبة الأرباح الموزعة بنسبة 0.65 %  
من خلال النتائج يمكن القول أن النموذج مقبول اقتصاديا.

### - التحليل الإحصائي للنتائج

#### أ- جودة التوفيق (جودة النموذج)

إن النموذج ذو جودة تفسيرية مقبولة نوع ما ( $R^2 = 0.49$ ) يعني أن المتغير التابع مفسر من قبل المتغيرات المستقلة وهذا بنسبة 49% أما الباقي وهو 51% فمرده الى المعلمة التي تم حذفها من النموذج وهي معلمة نسبة الاستدانة الكلية، وإلى أخطاء عشوائية لم يتم تعيينها.

#### ب- معنوية المعالم (Test Student)

يتم اختبار معنوية المعالم باختبار الفرضية التالية:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \beta_i = 0 \quad \text{فرضية العدم} \\ i=1 \dots H_1: \beta_i \neq 0 \quad \text{الفرضية البديلة} \end{array} \right.$$

هذا الاختبار يمكننا من فحص معنوية المعالم المقدره، التي تقيس تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع، ويعتمد على المقارنة بين القيمة المحسوبة  $|T_c|$  المستخرجة ببرنامج *Eviews 8* و القيمة الجدولة ( $T_{n-k-1}^\alpha$ ) المقروءة من جدول التوزيع الطبيعي (نستعمل التقريب للتوزيع الطبيعي كون المشاهدات أكبر من 30) مع درجة حرية ( $n-k-1$ ) حيث  $n=96$  تمثل عدد المشاهدات، و  $K=4$  تمثل عدد المتغيرات المفسرة المقدره و تكون قاعدة اتخاذ القرار كالتالي:  $|T_c| > T_{n-k-1}^\alpha$  نرفض فرضية العدم  $H_0$ ، أي أن  $\beta_i$  معنوي يختلف عن الصفر عند درجة المعنوية  $\alpha = 5\%$ ، والجدول التالي يلخص اختبار معنوية المعالم:

الجدول رقم(3-17): ملخص نتائج اختبار ستودنت للنموذج الثاني لتوزيع الأرباح.

المعالم	المدلولية	$ T_c $	$T_t$	الملاحظة	القرار
---------	-----------	---------	-------	----------	--------

C معنوي	$T_t < T_c$	1.96	2.12	0.007	$\beta_0 = 1.25$
TA معنوي	$T_t < T_c$	1.96	2.15	0.0126	$\beta_1 = 1.39$
RE معنوي	$T_t < T_c$	1.96	3.02	0.001	$\beta_2 = 1.41$
CR معنوي	$T_t < T_c$	1.96	2.54-	0.013	$\beta_3 = -0.65$
GAR غير معنوي	$T_t > T_c$	1.96	1.03	0.458	$\beta_4 = 0.369$

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم 4

نلاحظ أن قيمة ستودنت المطلقة المحسوبة لكل من معالم، المردودية الاقتصادية، الحجم و نسبة النمو أكبر من القيمة المجدولة و بالتالي ترفض فرضية انعدام هذه المعالم  $H_0$  بذلك تكون معنوية كما تبينه قيمة مدلولية المقدر و هي أقل من 0,05، و كذلك بالنسبة للثابت.

أما بالنسبة لمعلمة الضمانات، فإن قيمة ستودنت المطلقة المحسوبة أقل من القيمة المجدولة و بالتالي تقبل فرضية انعدام المعالم  $H_0$  كما تبينه قيمة مدلولية المقدر و هي أكبر من 0,05، إذا ليس لها تأثير على حجم الأرباح الموزعة.

### ج- اختبار المعنوية الكلية (Test de Fisher)

يكتب اختبار فيشر على الشكل التالي:

$$\begin{cases} H_0: \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0 \\ H_1 = \exists i / \beta_i \neq 0 \quad i=0 \dots 4 \end{cases}$$

هذا الاختبار يمكننا من فحص المعنوية الكلية للنموذج بعد المقارنة بين القيمة المحسوبة  $F_c$  المستخرجة ببرنامج Eviews 8، و القيمة المجدولة  $F_{(k-1)(n-k)}^\alpha$  بدرجتي حرية  $(n-5=91)$ ،  $(k-1=4)$  (المقروءة من جدول فيشر، وبمعنوية  $\alpha=0.05$  نجد أن  $F_c = 70.14 > F_t = 2.290$  إذا نرفض فرضية العدم أي يوجد على الأقل معامل واحد غير معدوم إذا النموذج ذو معنوية كلية فالمتغيرات المفسرة تأثر في النموذج.

### د- الارتباط الذاتي للأخطاء (Test Durbin Watson)

$$\begin{cases} H_0: \rho = 0 \\ H_1: \rho \neq 0 \end{cases}$$

من خلال النتائج المتحصل عليها سابقا لدينا قيمة D-W المحسوبة تساوي إلى 2.03 ومن جدول

D-W حسب عدد المشاهدات  $n=96$  وعدد المتغيرات المقدر في النموذج  $k=5$  لمستوى الدلالة  $\alpha$  قيمة D-W الجدولة تكون كالتالي: القيمة السفلى  $dl=1.96$ ، القيمة العليا  $du=1.76$ ، ومنه القيمة  $4-dl=2.44$  و  $4-du=2.24$  القيمة المحسوبة ل: D-W واقعة في المجال  $[2.02-2.22]$  أي في المجال الذي لا يوجد فيه ارتباط ذاتي للأخطاء.

### المطلب الثالث: عرض وتحليل النتائج المتعلقة بقرار توزيع الأرباح

بعد القيام بتحديد نموذج الانحدار المتعدد، وهذا وفق مرحلتين لمعرفة طبيعة الاثر الذي تحدثه نسبة الاستدانة على نسبة الأرباح الموزعة في المؤسسات الاقتصادية ووجب تحليل هذه النتائج وفق ما تم التوصل اليه ومقارنتها بما تم التوصل اليه وفق بعض الدراسات التجريبية.

#### 1- عرض النتائج

كشفت نموذج الانحدار المتعدد عن تأثير عدة متغيرات على نسبة الأرباح الموزعة في عينة المؤسسات المدروسة، منها المردودية الاقتصادية، نسبة النمو، الضمانات، الحجم ونسبة الاستدانة الكلية وغيرها.

كما بين النموذج عن وجود تأثير ايجابي لحجم الاستدانة الكلية على نسبة الأرباح الموزعة وهو المتغير المعني بالدراسة، اي ان هناك تأثير طردي لحجم الاستدانة الكلية على نسبة الاستثمار، حيث بين النموذج الثاني بعد حذف معلمة الاستدانة الكلية عن انخفاض القدرة التفسيرية للنموذج  $R^2$  من 0.57 الى 0.49 مما يدل على قيمة تأثير هذه المعلمة ضمن النموذج الكلي.

#### 2- تحليل النتائج

توصلت الدراسة كما تم ذكره الى وجود تأثير طردي لنسبة الاستدانة الكلية على نسبة الموزع من الأرباح وهو ربما نتيجة مخالفة تماما لكثير من الدراسات السابقة وحتى من الناحية المنطقية لكن يمكن تفسير النتيجة المتوصل اليها من خلال أنه يمكن اعتبار الاستدانة كأحد البدائل التمويلية المفضلة من طرف بعض المؤسسات نظير ما يوفره هذا المصدر التمويلي من وفر ضريبي كبديل للتمويل الذاتي والمتمثل في الأرباح المحتجزة، فالمؤسسة أقل استدانة أقل توزيعا للأرباح والعكس بالعكس، وهو ما يبرز دور الأرباح المحتجزة كشكل من أشكال التمويل الذاتي في المؤسسة، فإذا أرادت المؤسسة تقادي الاستدانة فعليها أن تحتجز نسبة كبيرة من أرباحها المحققة لتمويل مشاريعها الاستثمارية، وهو ما يجسد العلاقة الطردية بين الاستدانة والأرباح الموزعة.

إضافة إلى ذلك وحسب نظرية الوكالة فإن كبر حجم المؤسسة يتسع نطاقها تتفصل الملكية عن التسيير، وهو ما يؤدي إلى نشأة نظرية الوكالة بين المسيرين والمساهمين، وفي هذه الحالة يجب على المسير التأكيد على حسن أدائه من خلال عدة مؤشرات، أهمها توزيع أرباح على المساهمين.

وعلى عكس ما توصلت إليه بعض الدراسات كدراسة "هاشم حسن حسين" والتي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الاستدانة في المؤسسات ونسب توزيع الأرباح، إضافة إلى وجود علاقة عكسية بين حاجة المؤسسات لإجراء التوسعات والاستثمارات ونسبة توزيع الأرباح.

ويمكن القول إلى انه لا يوجد علاقة ثابتة ومنتظمة بين حجم الاستدانة، ونسبة الاستثمار في المؤسسة بل أن هذه العلاقة تختلف لدى المؤسسات باختلاف الدول التي تنتمي إليها.

## خلاصة

تحد سياسة الاستثمار في المؤسسة العديد من المتغيرات، وتم التوصل إلى وجود تأثير ايجابي لكل من نسبة التدفقات النقدية، الحجم، نسبة النمو ونسبة الاستدانة الكلية على حجم الاستثمار، بالإضافة إلى محددات كمية وكيفية أخرى لم تتناولها الدراسة، وتعتبر نسبة الاستدانة الكلية من المتغيرات الأساسية المؤثرة على حجم الاستثمار وهو ما تم التوصل إليه في الدراسة، وهو ما يؤكد التأثير المتبادل لكل من قرار الاستثمار والتمويل فكلاهما يؤثر على الآخر، ومما لاشك فيه أن طريقة التمويل تؤثر في نوعية وحجم المشاريع الاستثمارية، وهناك اختلاف في حجم وطبيعة تأثير حجم الاستدانة على نسبة الاستثمار في المؤسسة، وهو ما يعكس النتائج المتوصل إليها وفق العديد من الدراسات التجريبية مما يعني أن طبيعة وحجم هذا التأثير يختلف باختلاف البيئة الاقتصادية، الاجتماعية وحتى السياسية التي تنتمي إليها المؤسسة.

كما يرتبط قرار توزيع الأرباح بقرار التمويل ارتباطا وثيقا، وهو ما أكدته النتائج المتحصل عليها، أين أكدت الدراسة وجود ارتباط ايجابي بين حجم الاستدانة والنسبة الموزعة من الأرباح في عينة المؤسسات المدروسة، ورغم أن النتائج المتوصل إليها تخالف العديد من نتائج الدراسات التجريبية السابقة، إلى أنه يمكن إرجاع ذلك لعدة عوامل منها الاختلاف الواضح بين الدراسات النظرية والجانب التطبيقي وكذلك اختلاف البيئة الجزائرية عن كثير من بلدان الأخرى، كما يمكن إن يرجع ذلك إلى مستوى موثوقية المعلومة المالية ومدى مطابقتها للوضع الحقيقية لهاته المؤسسات.

الختامة

## خاتمة

يهدف هذا البحث إلى تحديد أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وذلك من خلال تحديد أثر نسبة الاستدانة على كل من نسبة الاستثمار ونسبة الأرباح الموزعة في هذه المؤسسات.

لاستمرارية نشاط أي مؤسسة اقتصادية وقيامها بمهامها لا بد من اعتمادها على مصادر تمويلية مختلفة، وهناك عدة معايير لتصنيف مصادر التمويل منها معيار الشكل، وتنقسم وفق هذا المعيار إلى مصادر تمويل داخلي يتمثل أساسا في التمويل الذاتي بمختلف مكوناته وأهمها الأرباح المحتجزة، ومصادر خارجية منها المباشر والمتمثل أساسا في الزيادة في رأس مال المؤسسة وإصدار الأسهم والسندات، وأخرى غير مباشرة تتم بتدخل المؤسسات الوسيطة كالبنوك وشركات التأمين، وتتنوع هاته المصادر بين قصيرة الأجل والمتمثلة أساسا في كل من الائتمان التجاري والائتمان المصرفي والتمويل عن طرق أوراق السوق النقدي، وكذا مصادر التمويل متوسطة الأجل، والتي تتكون في القروض متوسطة الأجل والاستئجار، والمصادر طويلة الأجل، لكقروض البنكية طويلة الأجل والتمويل بالاندماج.

ومما لا شك فيه أن لكل مصدر من هذه المصادر تكلفة، لذا وجب على المؤسسة تحديد تكلفة كل مصدر تمويلي بدقة، والتكلفة المرجحة لتكاليف مصادر التمويل تسمى تكلفة رأس المال، لها أهمية كبيرة في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة.

ويعد اختيار تشكيلة الهيكل المالي للمؤسسة إحدى المواضيع المهمة في الإدارة المالية ولتي أخذت حيزا كبيرا في الحقل المالي ، ويتأثر قرار تركيبية الهيكلية المالية في المؤسسة بعدة عوامل منها الداخلية كطبيعة وحجم المؤسسة، الموقف الضريبي للمؤسسة، المرونة المالية ودرجة تحفظ الإدارة وغيرها، وأخرى خارجة عن نطاق المؤسسة منها نمط التدفق النقدي، تكلفة رأس المال وغيرها، ونظرا لأهمية تحديد الهيكلية المالية للمؤسسة تمخض عنه ظهور العديد من النظريات، منها ما بني على فرضيات يصعب تطبيقها في الواقع العملي، تمثلت أساسا في طرح كل من موديقلياني وميلر سنة 1958 ، إضافة إلى نظرية صافي الربح، النظرية التقليدية ونظرية صافي ربح العمليات.

لنتبثق بعدها مجموعة من النظريات في ظل إدخال مجموعة من الفرضيات، منها ال نظرية المعدلة موديقلياني وميلر في ظل وجود الضرائب سنة 1963 ، والتي رفضت فرضية انعدام وجود الضرائب، إضافة إلى نظريات أخرى في ظل إدخال كل من الضرائب الشخصية على دخل المستثمر، تكلفة الإفلاس وتكاليف الوكالة، إضافة إلى نظرية الإشارة و نظرية الترتيب السلمي التي توضح ترتيب مصادر التمويل للمؤسسة.

ولا يختلف اثنان عن الدور الذي تلعبه الوظيفة المالية داخل المؤسسة، فبالإضافة إلى دورها في تدبير الأموال اللازمة لسير نشاط المؤسسة وفق حاجاتها وإمكانياتها ، تؤدي الوظيفة المالية دورا هاما والمتمثل في اتخاذ القرارات المتعلقة بالسياسة المالية في المؤسسة.

وتعتبر القرارات المالية من المواضيع المهمة في الإدارة المالية لتأثيرها المباشر في قيمة المؤسسة، ويعد قرار الاستثمار قرار استراتيجيا داخل المؤسسة نظرا للظروف التي تحيط به والتي يصعب التغلب عليها والمتمثلة في عدم التأكد والمخاطرة، وكذا لارتباطه الوثيق بباقي القرارات المالية الأخرى خاصة قرار التمويل و قرار توزيع الأرباح، ويمر قرار الاستثمار قبل اتخاذه بعدة مراحل منها ما يسمى بدراسة الجدوى والتي تعتبر ذات أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسة، لأن اختيار أحسن مشروع يؤدي إلى رفع القيمة السوقية لها، غير أن اختيار المشاريع يحتمل لعدة معايير، سواء كان ذلك في حالة التأكد التام، والتي تشمل على معايير لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، كمدة الاسترداد، ومعدل العائد المحاسبي، والمعايير التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، مثل معيار القيمة الحالية الصافية، صافي القيمة الحالية المعدل، معدل العائد الداخلي ومعيار مؤشر الربحية، كما أن هناك معايير تستخدم في حالة المخاطرة، والتي تركز على التوقع الرياضي لعوائد المشاريع وتباينها، مثل معيار التوقع، التباين، معامل الاختلاف ومعايير أخرى لم يتم التطرق إليها.

كما لا يقل قرار توزيع الأرباح في المؤسسة أهمية عن باقي القرارات المالية ، والذي يعبر عنه بالنسبة التي وزعت من الأرباح المحققة سواء الحالية أو المحتجزة سابقا على الشركاء والمساهمين، وهناك عدة أشكال لتوزيع الأرباح، فمنها التوزيع النقدي والتوزيع غير النقدي، وتحد سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة عدة متغيرات منها عوامل داخلية متعلقة بالقيود المفروضة على توزيع الأرباح إضافة إلى التشريعات القانونية، الحجم والمرحلة التي تمر بها المؤسسات، إضافة إلى مدى توفر البدائل التمويلية للمؤسسة وغيرها، ونظرا للأهمية البالغة التي تؤديها سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة ظهرت الكثير من النظريات في ظل مجموعة من الفروض و التي عالجت هذا الموضوع ومدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وهذا في ظروف التأكد التام، وفي ظروف عدم التأكد منها نظرية عدم ملائمة التوزيعات والتي تدعو بحيادية توزيع الأرباح اتجاه القيمة السوقية للمؤسسة، بالإضافة الى نظرية التفضيل الضريبي، نظرية عصفور في اليد وغيرها.

ولقد تباينت وجهات النظر فيما يتعلق بتأثير الهيكل المالي ممثلا بنسبة الاستدانة الكلية على كل من قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح في المؤسسة، ففي حين توصلت بعض الدراسات التجريبية إلى أن هناك علاقة عكسية بين نسبة الاستدانة في المؤسسة ونسبة الاستثمار وكذا نسبة الربح الموزع، أكدت أخرى أن هناك تأثير ايجابي لمستوى الاستدانة على كل من قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح، كما

توصلت بعض الدراسات الى استقلالية مستوى الاستدانة في المؤسسة عن نسبة الاستثمار وعمل النسبة الموزعة من الأرباح.

تخلّلت إشكالية البحث فيما يلي:

ما أثر الاستدانة على القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية؟

بعد معالجة هذه الإشكالية، تم التوصل إلى عدة نتائج يمكن إيجازها في الآتي:

- لكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة خاصة، والتكلفة المرجحة لمصادر التمويل تسمى بتكلفة رأس المال، لها الأخيرة أهمية بالغة جدا في المؤسسة، لما لها من دور في اختيار المشاريع وتحديد الهيكل المالية المناسبة؛

- توجد عدة معايير لتقييم المشاريع والمفاضلة بينها في المؤسسة، كما تختلف حسب حالة التأكد التام، حالة المخاطرة وحالة عدم التأكد. ويعتبر تحديد وحساب التدفقات النقدية من أساسيات معايير تقييم والمفاضلة بين المشاريع؛

- لا تتوافق نظريات الهيكل المالية للمؤسسات فيما بينها، فلكل نظرية نتائجها، وتختلف هذه النتائج انطلاقا من الفرضيات التي اعتمدت عليها؛

- لسياسة توزيع الأرباح أهمية كبيرة في المؤسسة، لما لها من دور في رفع القيمة السوقية لها وهذا ما أدى إلى ظهور العديد من النظريات في الأدبيات المالية التي أوضحت أهمية سياسة توزيع أرباح السهم على قيمة المؤسسة السوقية، أين تباينت فيما بينها سواء من حيث الفروض التي انطلقت منها أو من فيما يتعلق بتأثيرها على قيمة المؤسسة؛

- لكل مؤسسة ظروفها الداخلية المحيطة بها لذا فإنها تأخذ النموذج الذي يتلاءم مع ظروفها في سبيل تقييم المشاريع الاستثمارية ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري الأمثل بما يحقق أهدافها؛

- تسعى الوظيفة المالية إلى تحقيق التوازن المالي عن طريق البحث عن مصادر التمويل الملائمة؛

- زيادة نسبة الاستدانة في تشكيل الهيكل المالي يستدعي ارتفاع العائد المطلوب من طرف المساهمين؛

- التوليف الأمثل لقرارات التمويل الاستثمار وتوزيع الأرباح، يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة؛

- يمكن الوصول إلى الهيكل مالي مناسب للمؤسسة بالتحكيم بين تكاليف الإفلاس والوفد الضريبي؛

- تؤدي الاستدانة دور التوفيق في تضارب المصالح بين الوكيل والموكل فبالإضافة فإن الاستدانة تفضل من طرف المؤسسة كونها تحقق وفرة ضريبية .

من خلال النتائج السابقة، يمكن مناقشة الفرضيات المتعلقة بالبحث على النحو الآتي:

- صحة الفرضية الأولى، والمتمثلة في القواعد الواجب مراعاتها من قبل المؤسسة الاقتصادية عند

لجوءها للاستدانة، ومن خلال التحليل المالي لعينة الدراسة اتضح أن المؤسسات تهتم بمعياري الاستحقاق

والسيولة فهي تتمتع برأس مال عامل موجب خلال الفترة المدروسة، أي أنها تمول احتياجاتها الطويلة الأجل عن طريق الأموال الدائمة، كما تتمتع بنسب سيولة معتبرة، وتحصلت على القروض عن طريق الضمانات (الأصول المادية)، باعتبار عينة المؤسسات كبيرة الحجم، أي تتمتع بأصول مادية معتبرة.

- **صحة الفرضية الثانية**، أي أن هناك تأثير طردي للاستدانة على نسبة الاستثمار، فاستخدام أسلوب الانحدار المتعدد تم الوصول إلى النموذج الأول والذي يبين العلاقة بين نسبة الاستثمار ومختلف متغيرات المستقلة وهي الحجم، النمو، التدفقات النقدية، تكلفة الاستدانة ونسبة الاستدانة الكلية في المؤسسة، يثبت النموذج أن هناك علاقة طردية قوية بين نسبة الاستثمار ونسبة الاستدانة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أي أنه كلما ارتفعت نسبة اعتماد المؤسسة على الديون ضمن تشكيلة الهيكل المالي ارتفعت نسبة الاستثمار فيها، بحيث كانت نسبة توفيق النموذج تساوي 76% لتتخفص هذه النسبة إلى 71% بعد حذف متغيرة الاستدانة الكلية من النموذج، وهو ما يثبت قوة تأثير معلمة الاستدانة الكلية على نسبة الاستثمار.

- **صحة الفرضية الثالثة**، أي أن هناك تأثير طردي لنسبة الاستدانة الكلية على نسبة الأرباح الموزعة، ومن خلال النموذج الثاني وباستخدام أسلوب الانحدار المتعدد والذي يبين العلاقة بين قرار توزيع الأرباح ومختلف المتغيرات المستقلة وهي المردودية المالية، الحجم، النمو، الضمانات ونسبة الاستدانة الكلية، أنه توجد علاقة طردية بين نسبة الأرباح الموزعة ونسبة الاستدانة، أي أن ارتفاع نسبة الاستدانة في المؤسسات الاقتصادية يؤدي إلى ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة، بحيث كانت نسبة توفيق النموذج تساوي 57% لتتخفص هذه النسبة إلى 49% بعد حذف متغيرة الاستدانة الكلية من النموذج، وهو ما يثبت قوة تأثير معلمة الاستدانة الكلية على قرار توزيع الأرباح.

من خلال ما سبق وكإجابة على الإشكالية الرئيسية للبحث، يمكن القول أن هناك تأثير إيجابي للاستدانة على كل من قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

كما يمكن وضع عدة اقتراحات للدراسة تتمثل في الآتي:

- ضرورة الاستفادة من البيانات التاريخية والتجارب السابقة في اتخاذ القرارات المختلفة والمتعلقة بكيفية تمويل أنشطة المؤسسة المختلفة؛
- ضرورة الاستفادة من الدراسات والبحوث العلمية وبشكل خاص للدهول المتقدمة في اتخاذ القرارات المالية المناسبة لدى المؤسسة؛
- ضرورة الاعتماد على رؤية واضحة وشاملة للنماذج الفكرية في الإدارة المالية والتي تتكامل فيها النماذج التقليدية والمعاصرة لعملية اتخاذ القرارات المالية الرشيدة؛

- زيادة الاهتمام بفهم العوامل والأنماط السلوكية لتأثيرها الكبير في ممارسات الأفراد الواقعية كالعواطف والإدراكات والمشاعر والطموح والمواقف لتأثيرها الكبير على القرارات المالية؛
- الاهتمام بتوفير المعلومات الدقيقة والصحيحة وفي الوقت المناسب لإرشاد المدراء لتحليل المواقف واتخاذ القرارات المناسبة لمواجهة التحديات والمشاكل؛
- التأكيد على زيادة التواصل والتفاعل بين إدارة المؤسسات والمراكز البحثية والأكاديمية لتحسين ورفع مستوى المعرفة والمهارة لدى الممارسين لعملية اتخاذ القرارات؛
- على المؤسسة قبل اتخاذ أي قرار استثماري تحديد خطة زمنية بحيث توضع برامج لاستثمارات على المدى البعيد تمكنها من الدخول إلى السوق العالمية؛
- ضرورة تفعيل السوق المالي، وإرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع؛
- إصلاح النظام الجبائي، وذلك لتأثير الضريبة على تكلفة رأس المال، باعتبار هذه الأخيرة كأهم محدد للقرارات المالية خاصة قرار التمويل والاستثمار.

ويمكن القول أنه كان بالإمكان الوصول إلى نتائج أفضل لو تم اختيار قطاع نشاط معين لعينة المؤسسات، أو دراسة تحليلية لمؤسسة واحدة، أو القيام بدراسة مقارنة بين مؤسستين مختلفتين، وانطلاقاً من هذا يمكن وضع أفاق للدراسة تتمثل في:

- تفاعل القرارات المالية وأثره على القيمة السوقية للمؤسسة ،
- دراسة مقارنة لتأثير الهيكل المالي على القرارات المالية لمؤسستين إحداهما مدرجة في السوق المالي؛
- التمويل السلوكي وأثره على القرارات المالية.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

أولاً : المراجع باللغة العربية

- كتب

- 1- العلي اسعد حميد ، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دائر وائل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- 2- آل شيب دريد كامل ، مبادئ الإدارة المالية ، دار المناهج ، عمان، الأردن ، 2009.
- 3- آل شيب دريد كامل ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، دار المسيرة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
- 4- الحناوي محمد صالح وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 5- الحناوي محمد صالح وجمال إبراهيم العبد، الإدارة المالية (مدخل القيمة واتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 6- الزبيدي حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق، عمان، الأردن، 2004.
- 7- الزبيدي حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2008.
- 8- الصيرفي محمد، إدارة المال وتحليل هيكله ، دار الفكر الجامعي، بدون بلد النشر، الطبعة الأولى، 2007.
- 9- الظاهر نعيم إبراهيم ، أساسيات الإدارة (المبادئ والتطبيقات الحديثة) ، عالم الكتاب الحديث ، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
- 10- العامري محمد علي إبراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- 11- المرسي جمال الدين واللحاح أحمد عبد الله، الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، مصر، 2007 .
- 12- المناصير سفيان خليل، القرارات المالية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي باستخدام استراتيجية النمو، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان، عمان، الأردن ، 2010.
- 13- بلعجوز الحسين وصاطوري الجودي ، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012.
- 14- بن الساسي الياس وقريشي يوسف ، التسيير المالي (الإدارة المالية) ، دار وائل، عمان، الأردن الطبعة الثانية، 2011.
- 15- بن حمود سكيينة ، مدخل للتسيير والعمليات الإدارية، شركة دار الأمة، الجزائر، 2012.

- 16- بوزيدة حميد، التقنيات الجبائية ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
- 17- تايه النعيمي عدنان وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة ، اليازوري، عمان، الأردن، 2009.
- 18- تايه النعيمي عدنان والساقي سعدون مهدي، الإدارة المالية النظرية والتطبيق ، دار المسيرة، عمان، الأردن ، الطبعة الثانية، 2008.
- 19- تايه النعيمي عدنان وكاسب الخرشة ياسين، أساسيات في الإدارة المالية ، دار المسيرة، عمان، الطبعة الأولى، 2007 .
- 20- جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، دار الخلدونية، الجزائر، 2007.
- 21- جمعة السعيد فرحات ، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، السعودية، 2000.
- 22- حداد فايز سليم ، الإدارة المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2010.
- 23- حنفي عبد الغفار ، أساسيات التمويل والإدارة المالية ، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 24- حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية زكى ، مدخل معاصر في الإدارة المالية ،الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002 .
- 25- حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية زكى ، مدخل معاصر في الإدارة المالية ،الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004 .
- 26- خصاونة محمد قاسم ، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2011.
- 27- رحيم حسين ، أساسيات نظرية القرار والرياضيات المالية " ، منشورات مكتبة اقرأ ، الجزائر، الطبعة الأولى، 2011.
- 28- زغيب مليكة و بوشنقير ميلود ، التسيير المالي (حسب البرنامج الرسمي الجديد) ، ديوان المطبوعات الجامعية، 2011.
- 29- سمير محمد عبد العزيز ، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية ، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية ، 1997.
- 30- شيحة خميسي ، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة، الجزائر، 2010.
- 31- عاطف جابر طه عبد الرحيم، التمويل والإدارة المالية ، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 32- عباس علي ، الإدارة المالية، دار إثراء، عمان، الأردن، 2009.
- 33- عبد المطلب عبد الحميد ، دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية ، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.

- 34- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 35- عقل محمد مفلح، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006 .
- 36- عليان ربحي مصطفى ، أسس الإدارة المعاصرة، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
- 37- غنيم أحمد محمد، الإدارة المالية(مدخل للتحويل من الفقر الى الثراء) ، المكتبة العصرية، مصر، 2008.
- 38- كاسر نصر منصور، الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية ، الطبعة 1، دارحامد، عمان، 2006.
- 39- كداوي طلال ، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري، عمان، الأردن ، 2008.
- 40- لسوس مبارك، التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012.
- 41- لعويسات جمال الدين ، الإدارة وعملية اتخاذ القرار، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2000.
- 42- مدلول العارضي جليل كاظم ، الإدارة المالية المتقدمة، دار صفاء، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2014.
- 43- مطاوع سعد عبد الحميد ،الإدارة المالية(مدخل حديث)، بدون دار نشر، بدون سنة نشر .
- 44- هندي منير إبراهيم، الإدارة المالية(مدخل تحليلي معاصر) ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية، مصر، الطبعة الرابعة، 2000.
- 45- هندي منير إبراهيم ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998.
- 46- هندي منير إبراهيم ، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2005.

#### - المقالات -

- 1- حسن النجار جميل ، "مدى تأثير الرفع المالي على أداء الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين"، مجلة جامعة الأزهر ، غزة ، فلسطين ، مجلد 15 ، عدد 1 ، 2013.
- 2- دادن عبد الغني، "قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتكلفة التمويل"، مجلة الباحث ، العدد 6 كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2008.

- 3- دادن عبد الوهاب، "الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مجلة الباحث، العدد 07، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2010.
- 4- دادن عبد الوهاب وبديدة حورية، " تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40 تحليل احصائي خلال الفترة 2007-2009"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر العدد العاشر، ديسمبر 2011.
- 5- زرقون محمد، "أثر الائتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد 8، 2010.
- 6- زيدان محمد و قدام جمال، "اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر - دراسة قياسية للفترة 2011-2013"، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الواد، الجزائر، العدد 9، ديسمبر، 2015.
- 7- صالح الراوي عادل و مزعل حميد محمد، "أهمية الرفاعة المالية والتشغيلية في تعظيم أرباح المشاريع الصناعية"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الانبهار، كلية الإدارة والاقتصاد، بغداد، مجلد 4، العدد 9، 2012.
- 8- عبد الجليل توفيق، "أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 3، ماي، 2014.
- 9- عطية موحى الجبوري مهدي، "التمويل السلوكي ودوره في اتخاذ القرارات المالية"، مجلة جامعة بابل للعلوم الإنسانية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بابل، مجلد 22، العدد 4، 2014.
- 10- قاسم هاشم صبيحة، "نظريات هيكل التمويل الحديثة-تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة-"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، المجلد 21، العدد 73، 2015.
- 11- محمد جاسم محمد، "علاقة نسبة الرفع المالي وتكلفة رأس المال في مؤشرات سوق الأوراق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، كلية الادارة والاقتصاد، العراق، مجلد 10، تشرين 2، 2014.
- 12- نور توفيق محمد، "العلاقة بين تباين المعلومات وسياسة توزيع الأرباح"، مجلة تنمية الرافدين، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العدد 2011.

13- هاشم حسن حسين، "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، جامعة الموصل، العدد 17، 2008.

- مذكرات وأطروحات الدكتوراه

- مذكرات الماجستير

1- الأغا بسام محمد، آثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير، ادارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005

2- بداح محسن السبيعي، العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة الكويتية، مذكرة ماجستير تخصص محاسبة، جامعة الشرق الأوسط، فلسطين، 2012.

3- بن الضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، 2009.

4- صبري فائق عبد الجواد أبو سبت، تقييم دور نظم المعلومات الإدارية في صنع القرارات الإدارية في الجامعات الفلسطينية في قطاع غزة، مذكرة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005.

5- بيالة سميرة، المدير وعملية اتخاذ القرار في إطار إدارة المؤسسة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع إدارة الأعمال، جامعة الجزائر 3، 2004.

- أطروحات الدكتوراه

1- بن براهيم الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013.

2- دادن عبد الوهاب، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2008.

3- غربي حمزة، السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2014.

4- مزغيش إيمان، دور بعض الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسات الرياضية، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة وتسيير الرياضي، معهد التربية الرياضية والبدنية، جامعة الجزائر 3، 2014.

5- سر الختم عبير بكري، دور الإدارة المالية في اتخاذ القرارات المالية الرشيدة ، أطروحة دكتوراه، تخصص محاسبة، جامعة أم درمان الإسلامية، السودان، 2014.

#### - الملتقيات

1- بهناس العباس وبيرش أحمد، " الأسس والمناهج العلمية لاتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية " ، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد بوضياف، المسيلة ، الجزائر، أبريل ، 2009.

2- تمجدين نورالدين، " أهمية مقارنة التدفقات كأساس لصناعة القرارات التمويلية والاستثمارية " الملتقى الدولي صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية ، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 14-15 أبريل، 2009.

3- زغيب مليكة وبوجعادة الياس، " دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية " ، ملتقى دولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف ، المسيلة ، الجزائر، 14 و 15 أبريل، 2009.

#### - ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

#### -Les Ouvrages

1- Damodaran Aswath, Finance d'entreprise, Théorie et pratique, Nouveau Horizon, Belgique, 2<sup>ème</sup> édition, 2007.

2- Boughaba Abdellah, Projets D'investissement(analyse, évaluation financière et économique) , 3eme édition, Berti , 2015.

3- Bertrand Jacquilla ,Bruno Solnik , Marchés Financiers : Gestion de portefeuille et des risques , Dunod , 2<sup>ème</sup> édition , Paris .

4- Gérard Charreaux, Finance d'entreprise, ems, France, 2<sup>ème</sup> édition, 2000.

5- Hubert de la bruslerie, Analyse financière information financière et diagnostic, 3<sup>e</sup> édition, Dunod, Paris, France, 2006.

5- K .Chiha, Finance d'entreprise (approche stratégique), Houma édition, Alger, 2009.

6- Narjess Boubakri et autres, Les principes de la finance d'entreprise, gaëtanmorin, Canada,2005

7- Pascal Barneto et Georges Gregorio, Finance manuel et applications, Dunod, Paris,France, 2<sup>ème</sup> édition, 2009.

8- Pierre Conso et Farouk Hemici, Gestion Financière de L'entreprise, 11<sup>ème</sup> édition, DUNOD, Paris 2005.

- 9- Pierre Vernimmen, **Finance D'entreprise**, 8<sup>ème</sup> édition, par Pascal Cuiry et Yann Le Fur, Dalloz, Paris, 2010
- 10- Richard Brealey et al, **Principes de gestion financière**, édition française dirigée par Christophe Thibierge, 8<sup>ème</sup> édition, Pearson éducation, Paris, 2007.
- 11- Zane Swanson, Bin Srinidhi and Ananth Seetharaman, **The Capital Structure Paradigm: Evolution of Debt/Equity Choices**, Praeger, London, 2003

#### **-Les articles 167**

- 1- Fazzari, S, Hubbard G and Peterson B, **“Financing Constraints and Corporate Investment”**, Brookings Papers on Economic Activity, Washington DC, Vol. 1, 1988.
- 2- Franklin John. S, Muthusamy. K, **“Impact of Leverage on Firms Investment Decision”**, International Journal of Scientific & Engineering Research, Volume 2, Issue 4, April-2011, p:5.
- 3- Ghosh, Ghosh S S, **“Impact of Liquidity Constraint on Firms Investment”**, Economia Internazionale, Camera di Commercio, Genova, Vol.54, 2006.
- 4- Hall R and Jorgenson D, **“Tax Policy and Investment Behavior”**, American Economic Review, American Economic Association, Vol. 58, 1967.
- 5- Hoshi, T, Kashyap A and Scharfstein D, **“Corporate Structure Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Panel Data”**, Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press, Vol. 106, 1991
- 6- Niradjini. A et Priya. K B, **“Impact of Capital Structure on Financial Performance of The Listed Trading Companies in Sri Lanka”**; International Journal of Scientific and Research Publications, volume 3, issue 5, may, 2013
- 7- Rifki Samira et Abdessadeq Sadeq, **“La Structure Financière de la Firme a-t-elle une influence sur sa Valeur”**, la Revue Problèmes Economiques, 2001.

الملاحق

## ملحق رقم: 01

## نموذج الأول للعلاقة بين قرار الاستثمار ومختلف متغيرات الدراسة

Dependent Variable: INV  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/09/15 Time: 16:57  
 Sample: 1 96  
 Included observations: 95

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.571634	2.256610	2.018200	0.0471
CF	-0.223220	0.394044	1.721196	1.7453
CR	2.276719	0.057345	1.869766	0.0016
KD	-0.250155	0.215449	-3.714548	0.0043
TA	0.240548	0.058018	1.669548	0.2407
TD	3.636548	0.175297	2.413548	0.0396
R-squared	0.698546	Mean dependent var		0.298097
Adjusted R-squared	0.683554	S.D. dependent var		0.412851
S.E. of regression	0.420711	Akaike info criterion		1.177086
Sum squared resid	15.57579	Schwarz criterion		1.365266
Log likelihood	-48.91159	Hannan-Quinn criter.		1.253125
F-statistic	74.23145	Durbin-Watson stat		2.035478
Prob(F-statistic)	0.002185			

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews 8".

ملحق رقم: 02

نموذج الثاني للعلاقة بين قرار الاستثمار ومختلفه متغيرات الدراسة

Dependent Variable: INV  
Method: Least Squares  
Date: 12/09/15 Time: 20:57  
Sample: 1 96  
Included observations: 95

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.178716	0.519220	2.988422	0.0255
CF	-0.112231	0.393944	1.214587	0.5479
CR	3.125840	0.056451	2.123203	0.0016
KD	-1.362549	0.741109	-2.985425	0.0125
TA	1.236587	0.325479	0.985480	0.6450
R-squared	0.598745	Mean dependent var		0.298097
Adjusted R-squared	0.516587	S.D. dependent var		0.412851
S.E. of regression	0.421470	Akaike info criterion		1.170937
Sum squared resid	15.80966	Schwarz criterion		1.332235
Log likelihood	49.61952	Hannan-Quinn criter.		1.236113
F-statistic	68.36580	Durbin-Watson stat		2.143916
Prob(F-statistic)	0.004140			

المصدر: مخرجات برنامج "8" Eviews.

ملحق رقم: 03

نموذج أول للعلاقة بين قرار توزيع الأرباح ومختلفة متغيرات الدراسة

Dependent Variable: TDD  
Method: Least Squares  
Date: 12/09/15 Time: 20:29  
Sample: 1 96  
Included observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.145778	1.124994	2.136540	0.0015
TD	1.365478	0.382606	3.214587	0.0125
TA	2.214875	0.128462	1.987654	0.0466
RE	0.217933	2.277167	2.042540	0.0458
GAR	0.047450	0.214548	1.012365	0.3658
CR	-1.254587	1.658746	-3.012548	0.0366

R-squared	0.574822	Mean dependent var	0.408663
Adjusted R-squared	0.550548	S.D. dependent var	0.873168
S.E. of regression	145.2146	Akaike info criterion	2.681922
Sum squared resid	0.214588	Schwarz criterion	2.868905
Log likelihood	121.7322	Hannan-Quinn criter.	2.757503
F-statistic	70.14759	Durbin-Watson stat	2.195887
Prob(F-statistic)	0.031548		

المصدر: مخرجات برنامج "8".Eviews

## ملحق رقم: 04

## نموذج ثانوي للعلاقة بين قرار توزيع الأرباح ومختلفة متغيرات الدراسة

Dependent Variable: TDD  
 Method: Least Squares  
 Date: 09/15/15 Time: 09:31  
 Sample: 1 96  
 Included observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.256546	1.117394	2.125466	0.0077
TA	1.394227	0.127842	2.154787	0.0126
RE	1.412549	2.263334	3.021459	0.0014
CR	-0.654880	1.643212	-2.546188	0.0134
GAR	0.369857	0.380113	1.036589	0.4587
R-squared	0.495488	Mean dependent var		0.408663
Adjusted R-squared	0.485478	S.D. dependent var		0.873168
S.E. of regression	125.5478	Akaike info criterion		2.662645
Sum squared resid	71.10207	Schwarz criterion		2.822917
Log likelihood	-121.8070	Hannan-Quinn criter.		2.727430
F-statistic	60.54785	Durbin-Watson stat		2.111129
Prob(F-statistic)	0.032146			

المصدر: مخرجات برنامج "8" Eviews.

## الملحق رقم: 05

## المعلومات المالية للمؤسسات عينة الدراسة لسنة 2011

الوحدة دينار جزائري

entreprise	إجمالي الميزانية	أصول غير جارية	أصول جارية	أموال دائمة	أموال خاصة	إجمالي الديون	ديون قصيرة الأجل	ديون متوسطة وطويلة	نتيجة صافية
E1	1,193,829,968	346,825,249	847,004,719	364,416,942	221,288,033	972,541,935	829,413,026	143,128,909	21,932,325
E2	330,251,981	253,028,574	77,223,407	308,997,272	293,309,332	36,942,649	21,254,709	15,687,940	5,997,097
E3	27,520,563,664	3,800,047,095	23,720,516,569	10,131,850,466	4,878,143,440	22,642,420,224	17,388,713,198	5,253,707,026	671,705,180
E4	3,708,024,876	1,589,703,386	2,118,321,490	3,655,630,194	3,593,913,040	114,111,836	52,394,682	61,717,154	127,696,807
E5	1,021,602,875	189,364,104	832,238,771	427,520,743	388,285,560	633,317,315	594,082,132	39,235,183	10,224,249
E6	25,945,457,684	16,468,785,796	9,476,671,888	24,153,319,940	14,977,799,595	10,967,658,089	1,792,137,744	9,175,520,345	791,196,379
E7	73,412,295,152	28,800,174,712	44,612,120,441	64,527,064,009	62,476,090,790	10,936,204,363	8,885,231,144	2,050,973,219	373,164,375
E8	8,377,273,090	1,145,548,560	7,231,724,530	5,602,835,395	2,762,599,749	5,614,673,341	2,774,437,695	2,840,235,646	,509,799,129
E9	4,213,505,102	28,700,363	4,184,804,739	363,731,091	361,441,999	3,852,063,103	3,849,774,011	2,289,092	14,255,736
E10	6,804,327,498	3,853,548,600	2,950,778,898	6,521,273,175	6,196,702,353	607,625,145	283,054,323	324,570,822	290,568,039
E11	549,061,196	498,435,647	50,625,549	396,609,554	304,425,443	244,635,753	152,451,642	92,184,111	9,251,086
E12	2,526,741,625	1,236,057,232	1,290,684,393	1,416,521,522	388,204,977	2,138,536,648	1,110,220,103	1,028,316,545	45,170,179
E13	21,961,144,166	3,892,894,619	18,068,249,547	9,042,430,251	8,149,479,266	13,811,664,900	12,918,713,915	892,950,985	306,508,438
E14	2,347,977,418	674,574,710	1,673,402,708	1,077,231,248	1,020,923,720	1,327,053,698	1,270,746,170	56,307,528	33,714,697
E15	405,017,551	81,991,431	323,026,120	316,433,525	270,888,345	134,129,206	88,584,026	45,545,180	46,213,898
E16	4,128,376,445	2,293,756,344	1,834,620,101	3,003,936,863	2,578,601,504	1,549,774,941	1,124,439,582	425,335,359	121,882,796
E17	9,108,471,383	5,886,595,310	3,221,876,073	8,557,877,669	7,234,072,015	1,874,399,368	550,593,714	1,323,805,654	400,075,991
E18	631,216,753	103,394,138	527,822,615	210,950,482	166,943,891	464,272,862	420,266,271	44,006,591	20,059,259
E19	15,031,049,435	8,667,106,213	6,363,943,222	9,580,620,715	5,828,619,407	9,202,430,028	5,450,428,720	3,752,001,308	395,440,695
E20	5,550,538,957	3,014,741,591	2,535,797,366	3,916,609,114	3,301,889,127	2,248,649,830	1,633,929,843	614,719,987	361,119,399
E21	1,312,257,117	314,620,456	997,636,661	895,336,183	888,191,478	424,065,639	416,920,934	7,144,705	122,167,427
E22	815,549,314	366,548,700	449,000,614	595,773,621	443,119,764	372,429,550	219,775,693	152,653,857	43,011,797
E23	891,034,685	718,795,258	172,239,427	518,993,903	518,993,903	372,040,783	372,040,783	0	18,739,220
E24	5,131,986,756	4,346,724,026	785,262,729	1,464,611,250	1,385,323,513	3,746,663,243	3,667,375,506	79,287,737	14,138,256
E25	912,434,633	421,337,362	491,097,271	654,503,003	647,465,726	264,968,907	257,931,630	7,037,277	103,076,811
E26	1,441,969,516	776,312,211	665,657,305	1,098,312,719	683,071,351	758,898,165	343,656,797	415,241,368	49,278,984
E27	3,026,240,013	2,388,795,032	637,444,981	2,083,610,395	2,012,033,712	1,014,206,301	942,629,618	71,576,683	169,555,164
E28	3,088,437,030	366,470,605	2,721,966,425	211,359,217	211,359,217	2,877,077,813	2,877,077,812	0	59,960,452
E29	762,495,352	204,250,156	558,245,196	340,642,449	84,949,052	677,546,300	421,852,903	255,693,397	10,478,069
E30	7,082,848,803	590,388,415	6,492,460,388	787,180,136	767,163,453	6,315,685,350	6,295,668,668	20,016,683	100,259,028
E31	10,867,903,092	8,928,099,009	1,939,804,083	9,297,026,299	3,247,475,359	7,620,427,733	1,570,876,793	6,049,550,940	575,872,544
E32	27,277,970,867	11,161,030,680	16,116,940,187	19,537,283,516	13,795,482,542	13,482,488,325	7,740,687,351	5,741,800,974	660,480,315

المصدر: القوائم المالية للمؤسسات عينة الدراسة

## الملاحق رقم: 06

## المعلومات المالية للمؤسسات عينة الدراسة لسنة 2012

الوحدة دينار جزائري

entreprise	إجمالي الميزانية	أصول غير جارية	أصول جارية	أموال دائمة	أموال خاصة	إجمالي الديون	ديون قصيرة الأجل	ديون متوسطة وطويلة	نتيجة صافية
E1	1,120,173,755	145,048,586	975,125,169	871,073,631	178,938,961	94,123,474	786,258,144	692,134,670	22,381,455
E2	343,473,955	269,053,918	74,420,037	318,058,488	278,686,527	64,787,428	25,415,467	39,371,961	6,897,971
E3	27,610,249,371	8,052,468,256	19,557,781,115	11,667,300,405	5,281,414,820	22,328,834,551	15,942,948,966	6,385,885,585	776,084,034
E4	3,690,131,085	1,582,588,891	2,107,542,194	3,615,305,063	3,553,672,032	136,459,053	74,826,022	61,633,031	40,241,008
E5	1,048,179,627	297,135,283	751,044,344	503,298,291	399,519,831	648,659,796	544,881,336	103,778,460	11,234,271
E6	25,798,426,535	15,416,204,286	10,382,222,249	23,575,146,469	14,379,164,505	11,419,262,030	2,223,280,066	9,195,981,964	598,635,089
E7	97,883,060,203	38,400,232,949	59,482,827,254	86,036,085,345	83,301,454,386	14,581,605,817	11,846,974,858	2,734,630,959	497,552,500
E8	25,451,037,608	1,255,841,866	24,195,195,742	4,604,753,686	2,400,630,323	23,050,407,285	20,846,283,922	2,204,123,363	353,365,056
E9	4,495,441,043	70,259,318	4,425,181,725	383,827,157	374,865,679	4,120,575,364	4,111,613,886	8,961,478	13,423,680
E10	7,114,705,702	3,752,143,525	3,362,562,177	6,763,373,274	6,311,243,704	803,461,998	351,332,428	452,129,570	221,941,350
E11	679,272,668	486,795,200	192,477,468	586,767,718	366,828,849	312,443,819	92,504,950	219,938,869	72,224,657
E12	2,613,234,957	1,233,546,232	1,379,688,725	2,230,610,129	652,811,952	1,960,423,005	382,624,828	1,577,798,177	163,733,534
E13	20,605,845,428	3,389,512,171	17,216,333,257	10,585,483,054	10,014,862,508	10,590,982,920	10,020,362,374	570,620,546	295,769,089
E14	2,162,971,544	581,942,158	1,581,029,386	1,141,059,921	1,084,257,554	1,078,713,990	1,021,911,623	56,802,367	76,734,164
E15	473,476,275	81,637,180	391,839,095	333,781,350	320,975,782	152,500,493	139,694,925	12,805,568	34,832,348
E16	4,883,519,323	2,239,330,694	2,644,188,629	2,948,806,699	2,539,453,109	2,344,066,214	1,934,712,624	409,353,590	41,544,604
E17	11,203,006,670	7,909,263,471	3,293,743,199	10,320,978,626	8,713,719,791	2,489,286,879	882,028,044	1,607,258,835	908,089,985
E18	759,156,646	129,840,750	629,315,896	245,205,286	176,558,386	582,598,260	513,951,360	68,646,900	22,014,494
E19	15,018,627,049	8,391,102,457	6,627,524,592	9,498,971,490	6,643,342,416	8,375,284,633	5,519,655,559	2,855,629,074	214,723,010
E20	5,210,488,213	2,910,550,958	2,299,937,255	3,830,226,341	3,828,892,761	1,381,595,452	1,380,261,872	1,333,580	527,003,633
E21	1,371,650,249	327,110,254	1,044,539,995	1,022,929,831	1,012,199,472	359,450,777	348,720,418	10,730,359	124,007,994
E22	810,937,086	369,314,082	441,623,004	564,463,970	420,272,068	390,665,018	246,473,116	144,191,902	7,628,086
E23	1,370,822,593	1,105,838,859	264,983,734	798,452,158	798,452,158	572,370,435	572,370,435	0	28,829,569
E24	7,331,409,651	6,209,605,752	1,121,803,899	2,092,301,785	1,979,033,590	5,352,376,061	5,239,107,866	113,268,195	20,197,508
E25	1,162,654,221	398,618,873	764,035,348	1,082,040,198	520,156,166	642,498,055	80,614,023	561,884,032	117,832,609
E26	1,690,309,311	785,536,270	904,773,041	1,640,879,523	1,565,551,591	124,757,720	494,297,888	75,327,932	51,755,847
E27	3,424,328,361	2,318,793,413	1,105,534,948	2,207,304,109	2,134,485,168	1,289,843,193	1,217,024,252	72,818,941	218,347,459
E28	4,010,957,182	475,935,851	3,535,021,331	274,492,490	274,492,490	3,736,464,692	3,736,464,691	0	77,870,717
E29	1,191,748,368	271,364,737	920,383,631	717,795,322	91,953,822	1,099,794,546	473,953,046	625,841,500	16,958,937
E30	8,431,962,861	702,843,351	7,729,119,510	937,119,209	913,289,825	7,518,673,036	7,494,843,652	23,829,384	119,355,986
E31	11,379,306,572	10,152,922,780	1,226,383,792	10,252,823,731	3,779,775,714	7,599,530,858	1,126,482,841	6,473,048,017	527,880,732
E32	30,021,145,494	11,454,745,445	18,566,400,049	21,087,910,309	14,746,506,012	15,274,639,482	786,258,144	6,341,404,297	965,160,951

المصدر: القوائم المالية للمؤسسات عينة الدراسة

## الملاحق رقم: 07

## المعلومات المالية للمؤسسات عينة الدراسة لسنة 2013

الوحدة دينار جزائري

entreprise	إجمالي الميزانية	أصول غير جارية	أصول جارية	أموال دائمة	أموال خاصة	إجمالي الديون	ديون قصيرة الأجل	ديون متوسطة وطويلة	نتيجة صافية
E1	1,243,237,549	295,924,990	947,312,559	371,118,648	151,253,548	1,091,984,001	872,118,901	219,865,100	33,097,115
E2	373,699,663	292,730,663	80,969,000	346,047,635	303,210,941	70,488,722	27,652,028	42,836,694	7,504,992
E3	36,361,074,206	8,688,275,965	27,672,798,241	13,822,633,993	5,356,081,405	31,004,992,801	22,538,440,213	8,466,552,588	516,546,584
E4	3,378,295,189	1,460,585,570	1,917,709,619	3,317,669,040	3,261,539,303	116,755,886	60,626,149	56,129,737	289,178,617
E5	1,871,897,396	897,734,602	974,162,794	1,218,016,247	399,363,455	1,472,533,941	653,881,149	818,652,792	13,287,206
E6	25,130,165,386	14,378,598,271	10,751,567,115	22,953,464,347	10,956,021,396	14,174,143,990	2,176,701,039	11,997,442,951	423,143,109
E7	106,526,586,173	42,733,923,839	63,792,662,334	100,364,439,440	96,919,072,010	9,607,514,163	6,162,146,733	3,445,367,430	262,179,370
E8	8,966,648,497	1,150,217,818	7,816,430,679	6,131,394,325	3,605,609,384	5,361,039,113	2,835,254,172	2,525,784,941	204,979,060
E9	4,171,250,164	27,199,448	4,144,050,716	4,048,646,706	4,035,411,572	135,838,592	122,603,458	13,235,134	11,747,364
E10	7,713,240,904	3,595,693,310	4,117,547,594	7,235,892,071	6,694,913,645	1,018,327,259	477,348,833	540,978,426	428,424,941
E11	672,774,198	518,070,154	154,704,044	582,232,341	360,262,621	312,511,577	90,541,857	221,969,720	35,399,670
E12	3,221,289,093	1,380,503,343	1,840,785,750	2,591,578,868	806,230,627	2,415,058,466	629,710,225	1,785,348,241	153,418,674
E13	14,405,417,941	2,464,303,889	11,941,114,052	9,305,094,405	8,886,038,050	5,519,379,891	5,100,323,536	419,056,355	322,972,989
E14	2,336,039,909	627,937,835	1,708,102,074	1,191,688,337	1,057,670,085	1,278,369,824	1,144,351,572	134,018,252	27,104,700
E15	672,479,340	84,808,355	587,670,985	358,222,291	347,001,777	325,477,563	314,257,049	11,220,514	40,996,550
E16	5,220,997,029	2,479,356,446	2,741,640,583	3,094,523,809	2,283,153,468	2,937,843,561	2,126,473,220	811,370,341	227,879,641
E17	12,136,869,299	8,589,397,156	3,547,472,143	11,330,413,992	9,742,006,242	2,394,863,057	806,455,307	1,588,407,750	1,611,992,500
E18	772,627,088	130,274,038	642,353,050	275,585,325	174,154,122	598,472,966	497,041,763	101,431,203	15,529,070
E19	16,564,709,359	8,653,454,647	7,911,254,712	9,814,252,061	7,469,979,881	9,094,729,478	6,750,457,298	2,344,272,180	4,637,464
E20	6,811,573,538,204	6,807,999,999,257	3,573,538,947	8,506,472,197	4,255,195,067	6,807,318,343	2,556,041,213	4,251,277,130	549,902,306
E21	1,559,274,607	303,921,532	1,255,353,075	1,175,524,974	1,170,082,483	389,192,124	383,749,633	5,442,491	157,883,010
E22	914,918,465	320,086,945	594,831,520	581,044,926	484,635,908	430,282,557	333,873,539	96,409,018	44,229,805
E23	1,273,282,063	948,719,757	324,562,306	694,220,803	690,802,000	582,480,063	579,061,260	3,418,803	107,595,713
E24	7,740,776,989	6,612,435,623	1,128,341,366	2,121,411,169	2,017,613,580	5,723,163,409	5,619,365,820	103,797,589	27,686,493
E25	1,111,372,808	388,906,665	722,466,143	961,846,015	398,206,923	713,165,885	149,526,793	563,639,092	120,255,538
E26	2,849,149,390	1,398,271,607	1,450,877,783	1,955,672,819	770,324,680	2,078,824,710	893,476,571	1,185,348,139	66,548,617
E27	3,360,040,155	2,466,991,252	893,048,903	2,252,779,859	2,196,227,981	1,163,812,174	1,107,260,296	56,551,878	57,650,640
E28	6,337,057,838	580,874,701	5,756,183,137	451,421,489	378,741,614	5,958,316,224	5,885,636,349	72,679,875	104,249,123
E29	2,189,280,319	709,153,453	1,480,126,866	995,266,965	147,302,459	2,041,977,860	1,194,013,354	847,964,506	21,459,626
E30	10,994,169,803	698,481,722	10,295,688,081	968,973,638	968,973,638	10,025,196,165	10,025,196,164	0	169,072,000
E31	11,928,741,134	9,570,418,899	2,358,322,235	10,486,504,725	3,708,613,871	8,220,127,263	1,442,236,409	6,777,890,854	356,855,178
E32	30,099,573,372	11,308,739,240	18,790,834,132	16,748,436,102	16,748,436,102	13,351,137,270	8,342,936,667	0	658,147,326

المصدر: القوائم المالية للمؤسسات عينة الدراسة

## الملاحق رقم: 08

## المؤشرات والنسب المالية لمؤسسات بحينة الدراسة لسنة 201

entreprise	FR	BFR	TR	نسبة السيولة العامة	سيولة الأصول	السيولة الاثنية	دوران الأصول	نسبة هيكلية الأصول الثابتة	نسبة هيكلية الأموال الخاصة	نسبة التمويل الدائم	نسبة التمويل الخاص	نسبة المردودية المالية	نسبة المردودية الاقتصادية
E1	17,591,693	8,743,071	8,848,622	1.02	0.71	0.55	0.02	0.29	0.19	1.05	0.64	0.10	0.02
E2	55,968,698	27,816,443	28,152,255	3.63	0.23	0.18	0.02	0.77	0.89	1.22	1.02	0.02	0.02
E3	4,331,803,371	3,146,906,275	3,184,897,096	1.36	0.86	0.66	0.02	0.14	0.18	2.67	1.28	0.14	0.09
E4	2,065,926,808	1,026,765,624	1,039,161,184	40.43	0.57	0.44	0.03	0.43	0.97	2.30	1.33	0.04	0.02
E5	238,156,639	118,363,850	119,792,789	1.40	0.81	0.63	0.01	0.19	0.38	2.26	0.90	0.03	0.01
E6	7,684,534,144	3,819,213,470	3,865,320,674	5.29	0.37	0.28	0.01	0.63	0.58	1.47	0.91	0.08	0.02
E7	61,637,744,794	1,745,636,831	1,766,710,917	2.47	0.61	0.47	0.10	0.39	0.37	0.99	0.33	0.10	0.08
E8	3,457,286,835	2,215,271,557	2,242,015,278	2.61	0.86	0.66	0.04	0.14	0.33	2.03	2.41	0.05	0.02
E9	335,030,728	166,510,272	168,520,456	1.09	0.99	0.76	0.00	0.01	0.09	2.03	1.24	0.17	0.09
E10	2,667,724,575	1,325,859,114	1,341,865,461	10.42	0.43	0.33	0.04	0.57	0.91	1.69	1.02	0.10	0.04
E11	101,826,093	-50,607,568	-51,218,525	0.33	0.09	0.07	0.10	0.91	0.55	0.80	0.61	0.12	0.09
E12	180,464,290	89,690,752	90,773,538	1.16	0.51	0.39	0.02	0.49	0.15	1.15	0.31	0.12	0.06
E13	2,149,535,632	2,559,319,209	2,590,216,423	3.22	0.82	0.63	0.06	0.18	0.37	1.99	0.24	0.16	0.11
E14	402,656,538	200,120,299	202,536,239	1.32	0.71	0.55	0.01	0.29	0.43	1.60	0.88	0.10	0.01
E15	234,442,094	116,517,721	117,924,373	3.65	0.80	0.61	0.11	0.20	0.67	2.03	0.36	0.17	0.11
E16	710,180,519	352,959,718	357,220,801	2.78	0.44	0.34	0.03	0.56	0.62	2.13	0.96	0.05	0.03
E17	2,671,282,359	1,327,627,332	1,343,655,027	5.85	0.35	0.27	0.15	0.65	0.79	1.45	0.33	0.19	0.15
E18	107,556,344	53,455,503	54,100,841	2.75	0.84	0.64	0.03	0.16	0.26	2.04	1.02	0.12	0.03
E19	913,514,502	454,016,707	459,497,795	1.17	0.42	0.33	0.09	0.58	0.39	1.85	0.67	0.24	0.09
E20	901,867,523	448,228,159	453,639,364	1.55	0.46	0.35	0.07	0.54	0.59	1.30	0.90	0.11	0.07
E21	580,715,727	288,615,716	292,100,011	2.16	0.76	0.58	0.09	0.24	0.68	2.33	2.82	0.14	0.09
E22	229,224,921	113,924,786	115,300,135	2.04	0.55	0.42	0.05	0.45	0.54	2.12	0.24	0.10	0.05
E23	294,773,020	146,502,191	148,270,829	3.26	0.19	0.15	0.12	0.81	0.48	2.45	0.24	0.12	0.09
E24	1,125,072,633	559,161,098	565,911,534	2.78	0.15	0.12	0.00	0.85	0.36	0.99	0.90	0.10	0.00
E25	233,165,641	115,883,324	117,282,317	1.90	0.54	0.41	0.10	0.46	0.71	1.55	0.62	0.12	0.09
E26	322,000,508	160,034,252	161,966,256	1.94	0.46	0.36	0.03	0.54	0.47	1.41	0.88	0.07	0.03
E27	305,184,637	-151,676,765	-153,507,872	3.52	0.21	0.16	0.06	0.79	0.66	1.46	0.55	0.08	0.06
E28	4,645,602,234	2,308,864,310	2,336,737,924	3.36	0.88	0.68	0.02	0.13	0.29	3.25	0.24	0.10	0.02
E29	136,392,293	67,786,970	68,605,323	1.32	0.73	0.56	0.01	0.27	0.11	1.67	0.42	0.12	0.01
E30	3,012,403,796	2,295,147,048	2,322,855,061	3.63	0.99	0.76	0.01	0.09	0.76	3.25	0.33	0.10	0.01
E31	368,927,290	183,356,863	185,570,427	1.23	0.18	0.14	0.03	0.82	0.30	1.04	0.36	0.12	0.06
E32	2,376,252,836	2,174,997,659	2,201,255,177	2.08	0.69	0.53	0.08	0.48	0.59	1.93	1.02	0.15	0.09
<b>Moyenne</b>	<b>1,729,560,630</b>	<b>856,719,119</b>	<b>867,061,804</b>	<b>3.84</b>	<b>0.57</b>	<b>0.44</b>	<b>0.049</b>	<b>0.438</b>	<b>0.490</b>	<b>1.80</b>	<b>0.81</b>	<b>0.11</b>	<b>0.06</b>

المصدر: من اعداد الطالب انطلاقا من الملحق رقم 5

## الملاحق رقم: 09

## المؤشرات والنسب المالية لمؤسسات هيئة الدراسة لسنة 2012

entreprise	FR	BFR	TR	نسبة السيولة العامة	سيولة الأصول	السيولة الآتية	دوران الأصول	نسبة هيكلية الأصول الثابتة	نسبة هيكلية الأموال الخاصة	نسبة التمويل الدائم	نسبة التمويل الخاص	نسبة المردودية المالية	نسبة المردودية الاقتصادية
E1	188,867,025	105,512,304	83,354,721	3.25	0.73	1.02	0.02	0.13	0.28	2.47	1.55	0.13	0.05
E2	49,004,570	27,376,855	21,627,715	3.65	0.18	0.25	0.02	0.78	0.81	1.18	1.02	0.02	0.01
E3	3,614,832,149	2,019,459,301	1,595,372,848	3.25	0.62	0.87	0.03	0.29	0.23	1.45	0.66	0.15	0.09
E4	2,032,716,172	1,135,595,627	897,120,545	4.25	0.52	0.73	0.07	0.43	0.96	2.28	1.33	0.01	0.01
E5	206,163,008	115,174,865	90,988,143	3.25	0.62	0.87	0.04	0.28	0.38	1.69	0.90	0.03	0.01
E6	8,158,942,183	4,558,068,259	3,600,873,924	4.67	0.37	0.52	0.01	0.60	0.56	1.53	0.93	0.08	0.02
E7	47,635,852,396	26,612,208,042	21,023,644,354	2.47	0.59	0.83	0.10	0.39	0.37	0.99	0.33	0.10	0.08
E8	3,348,911,820	1,870,900,458	1,478,011,362	2.65	0.91	1.27	0.04	0.18	0.19	2.03	1.91	0.05	0.02
E9	313,567,839	175,177,564	138,390,275	4.25	0.83	1.16	0.09	0.36	0.08	2.03	1.24	0.17	0.09
E10	3,011,229,749	1,682,251,256	1,328,978,493	6.23	0.45	0.63	0.03	0.53	0.89	1.80	1.02	0.10	0.04
E11	99,972,518	55,850,569	44,121,949	4.25	0.26	0.36	0.10	0.72	0.54	1.21	0.75	0.12	0.09
E12	997,063,897	557,018,937	440,044,960	3.61	0.47	0.66	0.06	0.47	0.66	1.81	0.53	0.22	0.06
E13	7,195,970,883	4,020,095,465	3,175,875,418	3.22	0.72	1.01	0.11	0.63	0.49	1.99	0.24	0.21	0.11
E14	559,117,763	312,356,292	246,761,471	2.58	0.73	1.02	0.04	0.27	0.50	1.96	0.88	0.10	0.06
E15	252,144,170	140,862,665	111,281,505	5.26	0.83	1.16	0.07	0.17	0.68	2.03	0.36	0.11	0.07
E16	709,476,005	396,355,310	313,120,695	4.17	0.52	0.73	0.01	0.46	0.52	2.13	0.96	0.02	0.01
E17	2,411,715,155	1,347,326,902	1,064,388,253	3.73	0.29	0.41	0.17	0.71	0.78	1.30	0.33	0.22	0.17
E18	115,364,536	64,449,461	50,915,075	3.97	0.71	0.99	0.03	0.28	0.39	1.89	1.02	0.12	0.06
E19	1,107,869,033	618,921,247	488,947,786	3.63	0.44	0.62	0.08	0.56	0.44	1.85	0.79	0.18	0.08
E20	919,675,383	513,785,130	405,890,253	4.56	0.44	0.62	0.07	0.56	0.73	1.32	0.90	0.14	0.10
E21	695,819,577	388,726,021	307,093,556	4.12	0.56	0.78	0.09	0.24	0.74	2.33	3.09	0.12	0.09
E22	195,149,888	109,022,284	86,127,604	2.78	0.54	0.76	0.07	0.46	0.52	2.12	0.24	0.02	0.01
E23	307,386,701	171,724,414	135,662,287	3.26	0.19	0.49	0.12	0.81	0.48	2.45	0.24	0.12	0.09
E24	4,117,303,967	2,300,169,814	1,817,134,153	3.26	0.15	0.21	0.04	0.85	0.36	0.99	0.90	0.10	0.00
E25	683,421,325	381,799,623	301,621,702	4.25	0.52	0.73	0.10	0.34	0.45	2.71	0.62	0.12	0.09
E26	855,343,253	477,845,393	377,497,860	3.23	0.54	0.75	0.03	0.46	0.93	2.09	1.68	0.03	0.03
E27	111,489,304	62,284,527	49,204,777	3.52	0.32	0.45	0.03	0.68	0.86	1.46	0.55	0.10	0.06
E28	201,443,360	112,538,190	88,905,170	3.36	0.88	1.23	0.02	0.47	0.47	3.25	0.24	0.10	0.02
E29	446,430,585	246,646,732	199,783,853	5.68	0.63	0.88	0.01	0.23	0.79	2.65	0.34	0.16	0.01
E30	234,275,858	129,434,176	104,841,682	3.63	0.72	1.01	0.01	0.22	0.76	3.25	0.33	0.10	0.01
E31	99,900,951	55,193,896	44,707,055	3.27	0.11	0.15	0.03	0.89	0.51	1.01	0.35	0.12	0.06
E32	9,633,164,864	5,322,190,533	4,310,974,331	3.52	0.62	0.87	0.08	0.38	0.49	1.93	1.02	0.12	0.07
<b>Moyenne</b>	<b>1,896,407,281</b>	<b>1,752,697,566</b>	<b>1,388,226,993</b>	<b>3.92</b>	<b>0.52</b>	<b>0.76</b>	<b>0.057</b>	<b>0.49</b>	<b>0.57</b>	<b>1.93</b>	<b>0.82</b>	<b>0.11</b>	<b>0.061</b>

المصدر: من اعداد الطالب انطلاقا من الملحق رقم 6

## الملاحق رقم: 10

## المؤشرات والنسب المالية لمؤسسات بحدة الدراسة لسنة 2013

entreprise	FR	BFR	TR	نسبة السيولة العامة	سيولة الأصول	السيولة الاثنية	دوران الأصول	نسبة هيكلية الأصول الثابتة	نسبة هيكلية الأموال الخاصة	نسبة التمويل الدائم	نسبة التمويل الخاص	نسبة المردودية المالية	نسبة المردودية الاقتصادية
E1	75,193,658	86,472,706	-11,279,049	3.26	0.76	0.47	0.03	0.36	0.26	1.89	0.51	0.22	0.05
E2	-274,121,489	-315,239,713	41,118,223	4.39	0.31	0.63	0.04	0.59	0.77	0.66	0.27	0.09	0.01
E3	5,134,358,028	5,904,511,732	-770,153,704	1.23	0.22	0.18	0.01	0.28	0.22	1.59	0.62	0.10	0.09
E4	1,857,083,470	2,135,645,991	-278,562,521	4.52	0.57	0.65	0.09	0.43	0.97	2.27	1.12	0.09	0.01
E5	320,281,645	368,323,892	-48,042,247	1.49	0.52	0.21	0.01	0.48	0.21	1.36	0.53	0.03	0.01
E6	8,574,866,076	9,861,095,987	-1,286,229,911	4.94	0.43	0.71	0.07	0.57	0.44	1.60	0.76	0.31	0.02
E7	16,465,861,600	18,935,740,840	-2,469,879,240	10.35	0.60	1.48	0.09	0.40	0.91	2.35	1.18	0.15	0.08
E8	4,981,176,507	5,728,352,983	-747,176,476	2.76	0.42	0.39	0.10	0.39	0.40	5.33	1.97	0.33	0.02
E9	4,021,447,258	4,624,664,347	-603,217,089	6.76	0.99	0.97	0.03	0.87	0.97	5.95	1.06	0.00	0.09
E10	3,640,198,761	4,186,228,575	-546,029,814	8.63	0.53	1.23	0.06	0.47	0.87	2.01	0.98	0.06	0.04
E11	64,162,187	73,786,515	-9,624,328	1.71	0.23	0.24	0.05	0.77	0.54	1.12	0.70	0.10	0.09
E12	1,211,075,525	1,392,736,854	-181,661,329	2.92	0.57	0.42	0.05	0.43	0.25	1.88	0.58	0.19	0.06
E13	6,840,790,516	7,866,909,093	-1,026,118,577	2.34	0.83	0.33	0.03	0.62	0.62	3.78	0.93	0.15	0.11
E14	563,750,502	648,313,077	-84,562,575	1.49	0.73	0.21	0.01	0.27	0.45	1.90	1.03	0.03	0.06
E15	273,413,936	314,426,026	-41,012,090	5.61	0.31	0.80	0.06	0.39	0.56	4.22	1.16	0.12	0.06
E16	615,167,363	707,442,467	-92,275,104	1.29	0.53	0.18	0.04	0.47	0.48	1.77	0.92	0.10	0.04
E17	2,741,016,836	3,152,169,361	-411,152,525	4.40	0.21	0.63	0.13	0.71	0.80	1.59	1.13	0.17	0.13
E18	145,311,287	167,107,980	-21,796,693	1.29	0.71	0.18	0.02	0.49	0.24	2.12	1.18	0.09	0.06
E19	1,160,797,414	1,334,917,026	-174,119,612	1.17	0.48	0.17	0.09	0.52	0.45	2.13	0.86	0.19	0.09
E20	1,017,497,734	1,170,122,394	-152,624,660	1.40	0.26	0.20	0.04	0.47	0.27	1.83	1.25	0.13	0.00
E21	871,603,442	1,002,343,958	-130,740,516	3.27	0.77	0.47	0.06	0.38	0.75	3.87	1.27	0.13	0.10
E22	260,957,981	300,101,678	-39,143,697	1.78	0.61	0.25	0.05	0.35	0.53	1.82	1.27	0.09	0.05
E23	-254,498,954	-292,673,797	38,174,843	4.48	0.23	0.64	0.08	0.75	0.54	0.94	0.73	0.16	0.09
E24	-4,491,024,454	-5,164,678,122	673,653,668	1.81	0.15	0.26	0.02	0.85	0.29	0.66	0.47	0.01	0.07
E25	572,939,350	658,880,253	-85,940,903	4.83	0.65	0.69	0.11	0.49	0.36	2.47	1.02	0.30	0.09
E26	557,401,212	641,011,394	-83,610,182	1.62	0.51	0.23	0.02	0.49	0.48	1.66	0.55	0.09	0.02
E27	-214,211,393	-246,343,102	32,131,709	5.65	0.27	0.81	0.06	0.73	0.65	0.91	0.67	0.12	0.08
E28	-129,453,212	-148,871,194	19,417,982	0.98	0.47	0.14	0.02	0.41	0.36	0.91	0.65	0.28	0.02
E29	286,113,512	329,030,539	-42,917,027	1.24	0.27	0.18	0.01	0.32	0.56	1.48	0.21	0.15	0.01
E30	270,491,917	311,065,705	-40,573,788	5.13	0.51	0.73	0.02	0.41	0.27	1.39	0.77	0.17	0.02
E31	916,085,826	1,053,498,700	-137,412,874	1.64	0.20	0.23	0.03	0.80	0.31	1.86	0.39	0.10	0.06
E32	10,447,897,465	12,015,082,085	-1,567,184,620	4.50	0.31	0.64	0.02	0.69	0.56	1.97	1.03	0.16	0.09
<b>Moyenne</b>	<b>2,141,363,485</b>	<b>2,462,568,007</b>	<b>-321,204,523</b>	<b>3.40</b>	<b>0.47</b>	<b>0.49</b>	<b>0.048</b>	<b>0.521</b>	<b>0.510</b>	<b>2.10</b>	<b>0.87</b>	<b>0.14</b>	<b>0.06</b>

المصدر: من اعداد الطالب انطلاقا من الملحق رقم 7

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ