



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة بلحاج بوشعيب - عين تموشنت -

معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير



مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية مؤسسة

تحت عنوان:

تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية  
دراسة حالة شركة سونلغاز فرع عين تموشنت

تحت إشراف الأستاذة:

أ. طويل مريم

إعداد الطالبة:

زروقي ياسمين

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة بلحاج بوشعيب - عين تموشنت -	أ/حسناوي مريم
مشرفا	جامعة بلحاج بوشعيب - عين تموشنت -	أ/طويل مريم
ممتحنا	جامعة بلحاج بوشعيب - عين تموشنت -	أ/سي محمد كمال

السنة الجامعية 2022/2021

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# شكر وثقافة

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات ونشكره على كل العزيمة والصبر الذي منحنا إياها  
طيلة هذا المشوار ليكمل جهدنا بهذا العمل .

كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى الأستاذة الكريمة "طويل مریم" التي وقفت معي طيلة  
فترة إعداد هذه المذكرة وكذا كل أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
وأخص بالذكر الأستاذ الفاضل "درويش عمار" الذي لم يبخل علي بنصائحه ومساعداته  
وتوجيهاته جزاهم الله كل خير جميعا .

كما أتقدم بالشكر كذلك إلى عمال مؤسسة سونلغاز فرع عين تموشنت.

وإلى كل من ساعدني في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد.

# إِهْدَاء

أهدي ثمرة عملي هذا إلى من أشعل مصباح عقلي وإطفاء ظلمة جهلي وكان خير مرشد لي نحو العلم والمعرفة، إلى من علمني أن الحياة صبر وعطاء، أبي الغالي .

إلى من كانت سندي في السراء والضراء، إلى من اجتهدت وحرصت على نشأتي وتربيتي، إلى من يعجز اللسان على الثناء عليها والقلم عن وصف فضلها، أُمِّي الحنونة.

إلى من أتقاسم معهم أجواء المحبة الأسرية إخوتي وجميع أفراد عائلتي.

## فهرس المحتويات

الصفحة	العناوين
.I	البسملة
.II	التشكر
.III	الإهداء
.IV	فهرس المحتويات
.V	قائمة الجداول
.VI	قائمة الأشكال
.VII	قائمة الملاحق
أ-د	المقدمة
01	الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: الدراسات السابقة
03	المطلب الأول: دراسات سابقة لمؤسسات اقتصادية جزائرية
06	المطلب الثاني: دراسات سابقة لمؤسسات في دول أخرى
10	المبحث الثاني: الإطار النظري لهيكل التمويل
10	المطلب الأول: ماهية هيكل التمويل
10	الفرع الأول: مفهوم هيكل التمويل وخصائصه
11	الفرع الثاني: أهمية هيكل التمويل
12	الفرع الثالث: مصادر تمويل المؤسسة
22	المطلب الثاني: النظريات المفسرة لهيكل التمويل ومحددات اختياره
30	المبحث الثالث: العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي
30	المطلب الأول: ماهية الأداء المالي
30	الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي وتقييمه
31	الفرع الثاني: أهمية دراسة الأداء المالي
31	الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في الأداء المالي
32	المطلب الثاني: دور الهيكل التمويلي في التأثير على الأداء المالي للمؤسسة
32	الفرع الأول: التشخيص بواسطة مؤشرات التوازن المالي
35	الفرع الثاني: التشخيص بواسطة النسب المالية
38	الفرع الثالث: تقييم الهيكل التمويلي
40	خلاصة الفصل

## فهرس المحتويات

40	الفصل الثاني: دراسة حالة شركة توزيع الكهرباء والغاز للغرب عين تموشنت
41	تمهيد
42	المبحث الأول: تقديم عام لشركة توزيع الكهرباء والغاز
42	المطلب الأول: التعريف بشركة توزيع الكهرباء والغاز
42	الفرع الأول: التعريف بالمؤسسة الوطنية لتوزيع الكهرباء والغاز
43	الفرع الثاني: خصائص شركة توزيع الكهرباء والغاز للغرب عين تموشنت
44	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لشركة توزيع الكهرباء والغاز
48	المبحث الثاني: عرض القوائم المالية لشركة توزيع الكهرباء والغاز للغرب عين تموشنت
48	المطلب الأول: جانب الأصول للفترة (2016-2018)
49	المطلب الثاني: جانب الخصوم للفترة (2016-2018)
50	المبحث الثالث: دراسة الهيكل التمويلي للشركة
50	المطلب الأول: التعرف على مصادر تمويل الشركة وتطورها
52	المطلب الثاني: تشخيص الهيكل التمويلي للشركة وأثره على الأداء المالي
57	خلاصة الفصل
59	الخاتمة

## قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
48	جانب الأصول من الميزانية المالية لمؤسسة سونلغاز	01
49	جانب الخصوم من الميزانية المالية لمؤسسة سونلغاز	02
50	وسائل التمويل الذاتي لمؤسسة سونلغاز	03
51	المزيج التمويلي لمؤسسة سونلغاز	04
52	حساب رأس المال العامل لمؤسسة سونلغاز	05
53	حساب احتياج رأس المال العامل لمؤسسة سونلغاز	06
54	حساب الخزينة لمؤسسة سونلغاز	07
55	حساب نسب السيولة لمؤسسة سونلغاز	08
56	حساب نسب الهيكل المالي لمؤسسة سونلغاز	09

## قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
21	أنواع مصادر التمويل	01
45	الهيكل التنظيمي لقسم المحاسبة والمالية	02
47	الهيكل التنظيمي العام لمؤسسة سونلغاز	03



## قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
66	ميزانية الأصول لمؤسسة سونلغاز للفترة (2016-2018)	01
67	ميزانية الخصوم لمؤسسة سونلغاز للفترة (2016-2018)	02
68	حساب النتائج لمؤسسة سونلغاز للفترة (2016-2018)	03

المقدمة

المؤسسة هي كيان اعتباري لها العديد من القرارات التي تساهم في تحديد قيمتها وتعظيمها، هذه الأخيرة التي تعتبر من بين الأهداف الرئيسية في الفكر المالي المعاصر، ومن بين هذه القرارات قرار التمويل. فالكيفيات أو الطرق المختلفة التي تحصل بها المؤسسة على ما تحتاج إليه من أموال هي أول ما تفكر به، وهذا ما تتولاه الإدارة المالية للمؤسسات التي تهتم بالبحث عن موارد التمويل ثم المفاضلة بين المتاحة منها، لأن المشكلة ليست في مصادر التمويل في حد ذاتها وإنما تكمن في طريقة المزج بين مختلف مصادر التمويل التي تتميز بالتنوع والتعدد وفي بعض الأحيان بالتعقيد أو بعبارة أخرى كيفية صياغة الهيكل المالي المناسب للمؤسسة بهدف تحقيق الكفاءة والفعالية والوصول إلى الأداء المالي المطلوب الذي يعتبر المرآة العاكسة لاستغلال الموارد المتاحة لها بشكل مثالي، هذا ما يمكنها من خلق عوائد مالية لتحقيق تراكم الثروة من جهة، وتساعدتها في تطوير نشاطها وتوسيعه من جهة أخرى أي تعظيم قيمة المؤسسة.

هذا ما جعل من مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية وتصميم هيكلها المالي إحدى المواضيع الأساسية ضمن مجال الإدارة المالية التي تشكل موضوع جدل المختصين منذ أكثر من نصف قرن في العالم عامة ودول أوروبا الغربية والولايات المتحدة الأمريكية خاصة، حيث كرر نداء رجال الإدارة المالية إلى الحاجة الملحة لاستكمال ما بدأه مودجلياني وميلر منذ 1958.

فمن الضروري التعرف على السلوك التمويلي للمؤسسات في البيئة الجزائرية لما له دور في الظفر بالأداء إلى المثالية، خاصة في ظل تحديات اقتصاد السوق والتوجه نحو الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، وفتح الأبواب للمنافسة الدولية، وما سينجر عنه من قيود خارجية متعددة الأبعاد.

بناء اعلى ما تم ذكره يمكن أن نطرح الإشكالية التالية:

**كيف نفسر تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؟**

وتتفرع هذه الإشكالية إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالهيكل المالي؟ وما هو الفرق بينه وبين هيكل رأس المال؟

- ما هي الخيارات المتاحة أمام المؤسسة لتغطية احتياجاتها التمويلية؟

- هل يمكن للمؤسسة الرفع من مردوديتها بالاعتماد على القروض؟

❖ فرضيات البحث:

- يترجم الهيكل المالي الصورة التي تعكس مختلف مصادرها التمويلية. وهو الأعم في حين هيكل رأس المال ماهو إلا جزء منه.

-تتعدد خيارات التمويل ما بين أموال ملكية وأموال استدانة.

-تزداد مردودية المؤسسة عن طريق الاقتراض من خلال الاستفادة من مزايا الرفع المالي.

❖ أهداف الدراسة:

-اشكالية تحديد الهيكل المالي الأمثل التي مازالت محل جدل وبحث.

-التعرف على مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية.

-محاولة التعرف على أهم العوامل المحددة لاختيار الهيكل المالي.

-تفسير طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسة.

-اختبار أثر الهيكل المالي على الأداء المالي على أرض الواقع وهذا من خلال الدراسة الميدانية لمؤسسة توزيع الكهرباء والغاز للغرب بولاية عين تموشنت.

❖ أهمية الدراسة:

-تكمّن أهمية هذا الموضوع في تسليط الضوء على وظيفة التمويل والتي تعتبر من أهم الوظائف الأساسية داخل المؤسسة وتعتبر المحرك الأساسي لنمو المؤسسة وضمان بقائها.

-تسخر الجزائر بثروات طبيعية وبشرية هائلة، من بين هذه الثروات البترول والغاز الطبيعي وبالتالي تحتاج هذه المؤسسات في هذا القطاع إلى تسيير عقلائي ومحكم واستغلالها في استثمارات تعود بالنفع للدولة.

❖ أسباب اختيار الموضوع:

-توافق الموضوع مع التخصص وهو مالية مؤسسة.

-تعد مسألة تمويل المؤسسات الاقتصادية من بين المواضيع الحساسة وذات أهمية بالغة في مجال مالية مؤسسة.

❖ حدود الدراسة:

- الحدود الزمنية: كانت الدراسة خلال الفترة الممتدة من بين (2016-2018).
- الحدود المكانية: تمت هذه الدراسة في مؤسسة توزيع الكهرباء والغاز للغرب بولاية عين تموشنت.
- الحدود الموضوعية: من بين النسب المالية تم استخدام فقط نسب الهيكل المالي، نسبة السيولة، بالإضافة إلى مؤشرات التوازن المالي.

❖ صعوبات الدراسة:

- المعلومات المتحصل عليها من قبل المؤسسة فيها بعض الأخطاء، وتم استغراق بعض الوقت للحصول عليها.
- وجود صعوبة في ترجمة الدراسات الأجنبية.

❖ هيكل الدراسة:

من أجل القيام بهذه الدراسة تم تقسيمها إلى فصلين فصل نظري وفصل تطبيقي بحيث كل فصل يتضمن ثلاث مباحث.

الفصل الأول يحمل عنوان أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية حيث ينقسم إلى ثلاثة مباحث على التوالي: الدراسات السابقة، الإطار النظري لهيكل التمويل، العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي.

أما الفصل الثاني فهو عبارة عن دراسة ميدانية لأثر المزيج التمويلي على الأداء المالي عن طريق النسب المالية ومؤشرات التوازن المالي.

## الفصل الأول

أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي  
للمؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

إن من مهمات الإدارة المالية اتخاذ القرار الاستثماري ومن ثم القرار التمويلي الملائم، وتعد قرارات التمويل من القرارات المعقدة التي تتطلب الدراسة والبحث لتحديد مصدر التمويل سواء كان عن طريق التمويل الممتلك أو عن طريق المديونية، أو تحقيق المزيح التمويلي الذي يحقق أدنى تكلفة، ومن هنا انطلق هذا البحث لمعرفة كيف هو الهيكل التمويلي الأمثل اعتمادا على النظريات المفسرة، ولما له دور في التأثير على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية وبغرض ضبط المفاهيم خصصنا هذا الفصل كمدخل للهيكل المالي والأداء المالي، ولكن قبل ذلك توجهنا أولا إلى بعض الدراسات التي عالجت الموضوع، بالإضافة إلى أهم المؤشرات التي تدرس الهيكل المالي، وهذا من خلال ثلاث مباحث كما يلي :

- المبحث الأول: الدراسات السابقة.
- المبحث الثاني: الإطار النظري لهيكل التمويل.
- المبحث الثالث: علاقة الهيكل المالي بالأداء المالي.

### المبحث الأول: الدراسات السابقة

نظرا لاعتبار هيكل التمويل من أهم القضايا في الادارة المالية ويعتبر ضمن ميادين مالية مؤسسة هناك العديد من المذكرات والأطروحات التي انصب اهتمامها بهذا الموضوع وبالتالي يحتوي هذا المبحث على مجموعة من الدراسات التي تناولت الموضوع أو احدى جوانبه منها دراسات في دول عربية، غربية، بالإضافة إلى المحلية.

### المطلب الأول: دراسات سابقة لمؤسسات اقتصادية جزائرية

#### 1. دراسة بوربيعة غنية (2012)<sup>1</sup> بعنوان "محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة

مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز الجزائر"

هدفت الدراسة إلى النظر لأهم العوامل المحددة لاختيار التوليفة المثلى لتمويل المؤسسة الاقتصادية، حيث قاموا بتحليل البيانات المتمثلة في الميزانيات وجدول حساب النتائج للسنوات (2006-2009) باستعمال مؤشرات التوازن المالي ومختلف النسب المالية من أجل تقييم أثر السياسة التمويلية على الوضع المالي للمؤسسة وفي الأخير اختيار الهيكل المالي المناسب بناء على المحددات المدروسة، ومن بين النتائج المتوصل إليها: تتفاوت الأهمية النسبية للعوامل المحددة لاختيار الهيكل المالي المناسب من مؤسسة اقتصادية إلى أخرى بما يتناسب مع طبيعتها، احتياجاتها، استراتيجيتها، وبيئتها، فالمؤسسة محل الدراسة ركزت على السيولة حيث توصلت إلى وجود علاقة موجبة بينها وبين نسبة الديون، علاقة موجبة بين نمو المؤسسة واللجوء إلى الاقتراض، لجوء المؤسسة إلى التمويل عن طريق الاقتراض بنسب عالية حيث حققت من خلاله قيمة مضافة، وقدمت الدراسة مجموعة من التوصيات من بينها: تنوع مصادر التمويل وتقليل اعتمادها على الاستدانة بالدرجة الأولى، رغم أنها تستفيد من أثر الرفع المالي وذلك لضمان استقلاليتها المالية وسلطة اتخاذ القرار، تحرير الاقتصاد في الجزائر وبالتالي الاتجاه نحو تحرير الأسواق المالية ما يسمح بظهور وسائل جديدة.

1 بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز الجزائر، مذكرة ماجستير، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2012



## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

2. دراسة زوينة مخلخل (2020)<sup>2</sup> بعنوان "مساهمة نظام المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات التمويلية بالمؤسسة دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة"

هدفت الدراسة إلى إلقاء الضوء على دور نظام المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات التمويلية بالمؤسسة الاقتصادية، ومن أجل الإلمام بالجوانب النظرية قامت الباحثة وصف نظام المعلومات المحاسبية للمؤسسة بدءاً بالمدخلات ثم المعالجة إلى مرحلة المخرجات وأخيراً اتخاذ القرار التمويلي عن طريق عملية التحليل المالي للقوائم المالية خلال الفترة (2013-2016)، و من أهم النتائج المتوصل إليها: يتطلب اتخاذ القرار التمويلي دراسة وتحليل القوائم المالية المتحصل عليها من نظام المعلومات المحاسبية التي تمكن مستخدميها من تقييم الوضع المالي للمؤسسة، من خلال تحليل الهيكل التمويلي لفترة الدراسة تم الحكم على المؤسسة بأنها تتمتع بتحرر مالي وهذا من خلال اعتمادها بصورة أساسية في تمويل مشاريعها بالأموال الخاصة كما أوصت الباحثة بضرورة الإفصاح عن القوائم المالية بشكل جيد، وتنظيم ندوات وملتقيات فيما يخص هذا الموضوع لتنمية الوعي للمحاسبين، المؤسسات العامة، الطلبة ... الخ.

3. دراسة أنفال حدة (2012)<sup>3</sup> بعنوان "تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير القرارات المالية في المؤسسة على سبل اختيار الاستراتيجية المناسبة لها في عصر تسوده المنافسة ورفع حصتها في السوق، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة استخدمت الباحثة بعض الأدوات الكيفية والكمية التي تتمثل في الملاحظة والمقابلة، حيث قامت بتحليل ثلاث ميزانيات للسنوات (2008-2010) باستعمال نسب الهيكل وإعطاء لمحة عن الاستراتيجيات المتبعة لكل سنة من السنوات المدروسة، ومن بين النتائج المتوصل إليها: مؤسسة GMS تتسم بالاستقرار المالي وتركيزها على التمويل عن طريق رأس المال والقروض قصيرة الأجل وابتعادها عن الديون المتوسطة والطويلة الأجل بالإضافة إلى تسديد هذه الأخيرة من أجل التمتع بالاستقلالية المالية، إن العلاقة بين الهيكل المالي و استراتيجية

2 زوينة مخلخل، مساهمة نظام المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات التمويلية بالمؤسسة دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة، اطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2020  
3 أنفال حدة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة، مذكرة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2012

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

المؤسسة هي علاقة تكافؤ، إذ أن الخيار الاستراتيجي للمؤسسة يكون بناء على شكل هيكل التمويل المعتمد، ويمكن اختيار هيكل رأس المال على ضوء استراتيجية المؤسسة التي سوف تتبعها.

### 4. دراسة مولود فتحي وقطاف عبد القادر(2018)<sup>4</sup> بعنوان "دراسة تحليلية لأثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال الجزائر"

هدفت الدراسة إلى معرفة مدى تأثير السياسة التمويلية التي تتبعها المؤسسة الاقتصادية في الأداء المالي لها، حيث تم عرض القوائم المالية من ميزانيات وحساب النتائج وتحليلها للسنوات(2013-2015) باستعمال مؤشرات التوازن المالي ومختلف النسب المالية وتوصلت هذه الدراسة إلى أن وسائل التمويل تعتبر المحرك الأساسي لنشاط المؤسسة وتتنوع حسب نشاط المؤسسة واحتياجاتها، الخيار الأفضل في طريقة التمويل بالنسبة لهذه المؤسسة هو الاعتماد على المصادر الداخلية لتغطية احتياجاتها، وهذا من خلال تحقيق رأس المال العامل قيم موجبة، كما أشارت النسب المالية المتمثلة في نسب السيولة ونسب الهيكل المالية إلى أن المجمع يتحكم جيدا في سياسة الديون ويعتمد نسبيا على الاقتراض الخارجي ومختلف المصادر الأخرى وهذا الأداء انعكس ايجابا على المردودية بمختلف أنواعها المالية والاقتصادية.

### 5. دراسة نبيلة سهايلية وجبار بوكثير (2017)<sup>5</sup> بعنوان "عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري"

هدفت الدراسة إلى توضيح أثر الهيكل المالي للمؤسسة ممثلا بنسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة على قيمتها السوقية (السعر السوقي للسهم)، ومن أجل اختبار الفرضيات تم الاعتماد على التحليل الاحصائي خلال الفترة (2011-2014) وخلصت الدراسة إلى أن الهيكل المالي يمكن أن يدخل في تفسير التغيرات التي تطرأ على السعر السوقي لمجمع صيدال بنسبة 40.09٪ وهذا من خلال عنصري الديون والضرائب، كما تبين وجود علاقة عكسية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة والسعر السوقي للمجمع.

4مولود فتحي، قطاف عبد القادر، دراسة تحليلية لأثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال الجزائر، مجلة اضافات اقتصادية، العدد 2، جامعة غرداية الجزائر، 4 سبتمبر 2018  
5نبيلة سهايلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائر، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 5، جامعة العربي بن مهيدي ام البواقي الجزائر، جوان 2017

6. دراسة مراد حجاج وعبد اللطيف مصطفى وفاطمة الزهراء شايب (2019)<sup>6</sup> بعنوان "قياس أثر الرفع

المالي على الأداء المالي دراسة حالة عينة من شركات الإسمنت الجزائرية"

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي لعينة من شركات الإسمنت الجزائرية، وهذا بتوفير مؤشرات الأداء المتمثلة في معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على المبيعات، معدل دوران الأصول، معدل نمو رقم الأعمال، حيث تم اختيار عينة مكونة من 12 شركة للفترة (2010 - 2016)، وللوصول إلى نتائج الدراسة تم الاعتماد على التحليل الاحصائي، خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات تأثير سلبي للرفع المالي على كل من العائد على الأصول العائد على المبيعات وتوجد علاقة ذات تأثير إيجابي للرفع المالي على كل من معدل دوران الأصول و معدل نمو رقم الأعمال، في حين لا توجد علاقة تأثير للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية، ومن بين التوصيات المقدمة أنه لتفادي التأثير السلبي للرفع المالي على الأداء المالي للشركات يجب على شركات الإسمنت الجزائرية العمل على تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الخارجية والداخلية في ظل استخدام القروض للتمويل بهدف زيادة الربحية وتجنب مخاطر السيولة مما يجعل الرفع المالي يؤثر إيجابا على الأداء المالي للشركات.

المطلب الثاني: دراسات سابقة لمؤسسات في دول أخرى

1. دراسة كوار عباس حسين الشريف (2021)<sup>7</sup> بعنوان "تأثير هيكل التمويل في تعزيز قيمة الشركة بإطار

نظرية الالتقاط دراسة حالة لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى بيان تأثير هيكل التمويل في تعزيز قيمة الشركة وفق نظرية الالتقاط، و من أجل اختبار الفرضيات تم استخدام التحليل الاحصائي، وتألف مجتمع الدراسة من شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وتم اختيار 60 شركة كعينة للدراسة في الفترة ما بين 2004 إلى غاية 2019، واعتمدت الدراسة على مجموعة من المؤشرات المالية لهيكل التمويل وفق نظرية الالتقاط وهي نسبة

<sup>6</sup>مراد حجاج، عبد اللطيف مصطفى، فاطمة الزهراء شايب، قياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي دراسة حالة عينة من شركات الإسمنت

الجزائرية، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية، العدد2، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 01 ديسمبر 2019

<sup>7</sup>كرار عباس، حسين الشريف، تأثير هيكل التمويل في تعزيز قيمة الشركة بإطار نظرية الالتقاط دراسة حالة لعينة من الشركات الصناعية

المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، قسم ادارة اعمال كلية الادارة والاقتصاد جامعة كربلاء، 2021

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الموجودات، ونسبة القروض إلى إجمالي الموجودات، و نسبة الأسهم العادية إلى إجمالي الموجودات، ومؤشر قيمة الشركة وهو سعر الإغلاق في نهاية العام في عدد الأسهم المصدرة، وخلصت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات أهمها وجود علاقة تأثير مؤشرات هيكل التمويل في تعزيز ورفع قيمة المؤسسة وفقا للنظرية المدروسة حيث أن الشركات الصناعية عينة الدراسة تهتم بالأرباح المحتجزة كمصدر أول للتمويل بنسب متفاوتة ومن ثم الاعتماد على القروض كمصدر ثاني للتمويل إذا كانت متاحة، ومن ثم الاتجاه نحو الأسهم العادية كمصدر ثالث للتمويل في حالة عدم كفاية الأرباح المحتجزة والقروض لتمويل الاحتياجات المالية لتلك الشركات هذه الآلية لم تسبب في خفض قيمة المؤسسة بل العكس، كما قدمت الدراسة مجموعة من التوصيات أبرزها: من الضروري دراسة نظرية الالتقاط من قبل المديرين في هذه الشركات وتبني أفكارها لما لها من دور في ترشيد قرارات التمويل.

### 2. دراسة بسام حقي (2016)<sup>8</sup> بعنوان "دراسة أثر الهيكل التمويلي في الأداء المالي للمصارف الإسلامية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى فحص أثر الهيكل التمويلي في الأداء المالي للمصارف الإسلامية العاملة في سوريا والمدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وتألف مجتمع الدراسة من ثلاث مصارف إسلامية عاملة في سوريا، ونظرا لصغر حجم مجتمع الدراسة فقد تم الاعتماد على أسلوب الحصر الشامل، وعلى بيانات التقارير المالية لهذه المصاريف للفترة ما بين 2010 إلى 2016، حيث تم استخدام التحليل الإحصائي، خلصت الدراسة إلى أن نسبة حقوق الملكية للأصول (التمويل الذاتي) لها تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية على نسبة العائد على حقوق الملكية، بينما نسبة الودائع إلى إجمالي الأصول التي تعتبر هنا تمويل خارجي كان لها تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على نسبة العائد على حقوق الملكية ومن بين التوصيات المقدمة جذب الودائع وتنميتها بسبب تأثيرها الإيجابي على الربحية في المصارف الإسلامية.

<sup>8</sup> بسام حقي، أثر الهيكل التمويلي في الأداء المالي للمصارف الإسلامية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، قسم إدارة أعمال، الجامعة الافتراضية السورية، 2016

3. دراسة أمجد إبراهيم آدم محمد (2014)<sup>9</sup> بعنوان "أثر استخدام الديون على الربحية دراسة تطبيقية على البنوك المدرجة في سوق الأسهم السعودية"

هدفت الدراسة إلى فحص أثر استخدام الديون (الرفع المالي) ممثلاً بنسبة الديون إلى الأصول على ربحية البنوك بالمملكة العربية السعودية المقاسة بكل من العائد على الاستثمار، والعائد على حقوق الملكية، وريح السهم، وتألف مجتمع الدراسة من 12 بنكاً وتم استبعاد بنكين لعدم كفاية المعلومات، وهذا خلال الفترة (2006-2012)، تم استخدام حيث تم استخدام التحليل الاحصائي وأظهرت نتائج الدراسة إلى وجود أتردال احصائياً للديون على الأرباح مقاسه بالعائد على حقوق الملكية ولم يتوصل البحث إلى وجود أثر للديون دال احصائياً بكل من العائد على الاستثمار، وريح السهم العادي .

4. دراسة<sup>10</sup> Hung The DINH et Cuong Duc PHAM (2020) بعنوان:

"The Effect of Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Listing Pharmaceutical Enterprises"

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر هيكل رأس المال للمؤسسات الصيدلانية المدرجة في سوق الأسهم في الفيتنام، وتألف مجتمع الدراسة من 30 مؤسسة صيدلانية في الفيتنام في الفترة ما بين (2015-2019)، تم استعمال التحليل الاحصائي ، وتوصلت النتائج إلى أن نسبة الرافعة المالية، ونسبة الديون إلى الأصول لهم علاقة ايجابية مع الأداء المالي للمؤسسات ومن هذا الصدد أوصت الدراسة بضرورة تبني هذه المؤسسات هيكل رأس مالي بنسبة دين أعلى مثل اصدار السندات طويلة الأجل وهذا مع توسيع النطاق للحفاظ على التنمية والقدرة على سداد الديون .

<sup>9</sup>أمجد إبراهيم آدم محمد، أثر استخدام الديون على الربحية دراسة تطبيقية على البنوك المدرجة في سوق الأسهم السعودية، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة، العدد 2، جامعة الازهر، يوليو 2014

10 Hung The DINH, Cuong Duc PHAM, **The Effect of Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Listing Pharmaceutical Enterprises**, Journal of Asian Finance, Economics and Business, Vol 7 No 9, 2020 P.329-340

5. دراسة Vishun Prasad G (2019)<sup>11</sup> بعنوان:

"Impact of Capital Structure on Financial Performance of Small Finance Banks in India"

هدفت الدراسة إلى فحص أثر هيكل رأس المال ممثلاً بنسبة الديون إلى الأصول على الأداء المالي المقاس بنسبة العائد على حقوق الملكية للبنوك الصغيرة في الهند، وتألف مجتمع الدراسة من 08 بنوك خلال الفترة (2017-2018) وتم استخدام التحليل الاحصائي، وأظهرت النتائج بوجود أثر كبير لهيكل رأس المال على الأداء المالي لهذه البنوك أي على ربحيتها وأوصت الدراسة باستخدام مزيجاً مثالياً من حقوق الملكية بالإضافة إلى الديون اثناء تصميم هيكل رأس المال لأن لها دور في التأثير على الربحية.

6. دراسة Nassar S (2016)<sup>12</sup> بعنوان:

"The impact of capital structure on financial performance of the firms Evidence Borsa Istanbul"

هدفت الدراسة إلى البحث في أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي المتمثلة بكل من العائد على حقوق الملكية، ربح السهم، العائد على الأصول، كما وتم قياس هيكل رأس المال من خلال نسبة الديون إلى الأصول، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، ويتكون مجتمع الدراسة من 136 شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في بورصة اسطنبول خلال الفترة (2005 - 2012)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر سلبي لهيكل رأس المال على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية و ربح السهم والعائد على الأصول حيث وجدت استخدام الديون عند مستوى عالي أثر على عائد هذه الشركات.

Vishun Prasad G, **Impact of Capital Structure on Financial Performance of Small Finance Banks 11 in India**, International Journal of Research in Business Studies and Management, Volume 6, Issue 4, 2019, P 29,35

Nassar S, **The impact of capital structure on Financial performance of the firms 12 Evidence Borsa Istanbul**, Journal of Business and Financial Affairs, N 5, 2016

### المبحث الثاني: الإطار النظري لهيكل التمويل

بناء على قرار التمويل يتم تحديد هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة، وذلك حسب ظروفها الخاصة، وتكلفة كل بديل من عناصر الهيكل المالي، لذلك يتطلب أولاً ما هو هيكل التمويل ثم هيكل التمويل الأمثل، وما هي مكوناته، وكذلك سوف نتطرق في هذا المبحث إلى النظريات المفسرة لهذا الهيكل ومحددات اختياره.

### المطلب الأول: ماهية هيكل التمويل

#### أولاً: مفهوم هيكل التمويل وخصائصه:

قبل التعرف على هيكل التمويل سوف نتطرق إلى مفهوم كلمة تمويل والتي تعني توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام<sup>13</sup>.

يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي للشركة توليفة مصادر التمويل التي اختارتها الشركة لتغطية استثماراتها ويتكون الهيكل المالي من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العمومية سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم كانت قصيرة الأجل، وسواء كانت أموال دين أو أموال ملكية. ويختلف الهيكل المالي عن هيكل رأس المال الذي يتضمن هذا الأخير مصادر التمويل طويلة الأجل فقط ممثلة في القروض طويلة الأجل والسندات إلى جانب حقوق الملكية ويطلق على هذا الجزء كذلك بالتمويل الدائم<sup>14</sup>.

يجب أن يكون لدى إدارة المشروع دائماً تصور محدد لهيكلها المالي في ضوء العديد من التغيرات، فإذا كانت النسبة الفعلية للأموال المقترضة بداخل الهيكل المالي للشركة أقل من النسبة المستهدفة فإن أي توسعات خاصة بالشركة تستدعي زيادة الهيكل المالي للشركة ويتم ذلك من خلال إصدار السندات مثلاً أو

13 مولود فتحى وقطاف عبد القادر، دراسة تحليلية لأثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع

صيدال الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص. 224.

14 سليم مجلخ، وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام الانحدار الذاتي، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة قلمة، العدد 6، جوان 2019، ص. 120.

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية، أما إذا كانت نسبة الدين أعلى من النسبة المستهدفة فإن التمويل الاضائي يتم من خلال أموال الملكية<sup>15</sup>.

أما هيكل التمويل الأمثل فهو الذي يعتمد على نوع مصادر التمويل الذي اختارته المؤسسة والذي يتميز ب:

✓ تحقيق أقصى عائد وتلبية احتياجات المؤسسة بأقل تكلفة ممكنة.

✓ تنمية الثروة والاستخدام الأمثل للموارد ورفع معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي مما يكون له الأثر الاجتماعي في خلق فرص عمل جديدة وتنمية الدخل القومي<sup>16</sup>.

### ثانياً: أهمية هيكل التمويل:

أظهر الباحثون أن الأداء الحقيقي للشركات وقيمتها قد تكون مشروطة بشكل كبير بقراراتها وفرصها التمويلية، ويمكن اعتبار هذا الاحتمال بمثابة الدافع الأساسي لسبب اهتمام واضعي السياسات المالية والأكاديميين نمط التمويل الشركات، وأن مزيج تمويل الشركات مهم في تحديد قرارات الاستثمار الرأسمالي وعلاوة على ذلك لوحظ أن قرارات التمويل السليمة ضرورية لتعزيز بقاء الشركات واستدامتها على المدى الطويل، ويجب على المديرين التأكد من قيامهم باتخاذ قرارات تساهم بمشاريع استثمارية من شأنها أن تضيف إلى قيمة الشركة.

لكي تحاول شركة ما تقليل متوسط تكلفة رأس المال فإنها تطلب أولاً معلومات عن التكاليف المرتبطة بمصادر التمويل المختلفة المتاحة لها، ثانياً تحتاج إلى معرفة كيفية الجمع بين هذه المصادر المختلفة للتمويل من أجل الوصول إلى هيكل تمويل أمثل، والذي يساعد في تعزيز الشركة<sup>17</sup>.

15 حركاتي نبيل، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة (2009-2014)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 01، ديسمبر 2018 ص.217

16 عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص.400

17 كزار عباس حسين الشريف، تأثير هيكل التمويل في تعزيز قيمة الشركة بإطار نظرية الالتقاط دراسة حالة لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.24



ثالثا: مصادر تمويل المؤسسة:

يمكن تقسيم مصادر التمويل المتاحة للمشروع إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل، ومصادر تمويل طويلة الأجل، ويمكن تقسيمها تبعا لمعيار العلاقة بالشركة إلى مصادر تمويل داخلية (ذاتية)، والتي يطلق عليها كذلك مصادر التمويل المملوكة ونجد من أهمها الأسهم العادية، الأرباح المحتجزة، والاحتياطات. فيما تتمثل مصادر التمويل الخارجية في الأموال التي يتم الحصول عليها من خارج الشركة أو المنشأة أهمها القروض طويلة الأجل وقصيرة الأجل، السندات والتسهيلات الائتمانية، والتمويل التأجيري... الخ وفيما يلي نتعرف على كل مصدر على حدى:

**1- التمويل المملوكة:** وهو عبارة عن مجموعة الأموال التي تمتلكها المؤسسة والذي يتألف من الأموال التي جهزها الملاك أي الأسهم بنوعيتها (أموال الملكية خارجية المصدر)، والفائض المحقق خلال نشاط المؤسسة أي التمويل الذاتي (أموال الملكية داخلية المصدر).

**1-1 التمويل الذاتي:** هو اعتماد المؤسسة على الأموال التي تتولد نتيجة العمليات الجارية على مستواها دون اللجوء إلى مصادر خارجية وبحسب بالعلاقة التالية:

**اجمالي التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + الإهلاكات + مؤونات الأعباء والخسائر.**

**صافي التمويل الذاتي = النتيجة غير الموزعة (الأرباح المحتجزة) + الإهلاكات + مؤونات الأعباء والخسائر.**

حيث أن: النتيجة غير الموزعة (الأرباح المحتجزة) = النتيجة الصافية - التوزيعات.

من المعادلة يتضح لنا العناصر المحددة للتمويل الذاتي والمتمثلة في النتيجة الصافية، الإهلاكات، المؤونات، الأرباح الموزعة، الأرباح المحتجزة، نضيف إليها الاحتياطات، وفيما يلي تعريف كل عنصر على حدى:

**1-1-1 الإهلاكات، المؤونات والاحتياطات:** الإهلاك هو خلق موارد أساسية التي تعتبر كتكاليف تحمل إلى النتيجة، لتجديد الأصول نتيجة استعمالها خلال مدة زمنية معينة، وهي تشكل رأس مال مهلك موجه لتمويل الأصول الجديدة، حيث تتعرض وسائل الانتاج إلى تدني قيمتها نظرا للعديد من العوامل كالتطور التكنولوجي، الاستعمال المكثف، عامل الزمن...، حيث تسجل سنويا أفساط اهتلاك مختلف الاستثمارات

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

في هيكل التكاليف وبالتالي تخفيض النتيجة بمقدار الإهلاك، ما يعني تخفيض في الضريبة التي سوف تدفع لخزينة الدولة هذا التخفيض يخصص لإعادة حيازة الاستثمارات فهو من عناصر التمويل الذاتي المهمة<sup>18</sup>.

أما المؤونة فهي كذلك تسجل محاسبيا ضمن هيكل التكاليف نتيجة الانخفاض في قيمة أحد عناصر الأصول، أو الارتفاع في قيمة أحد عناصر الخصوم في المستقبل مثل مؤونات المعاشات والالتزامات المماثلة، انخفاض قيم المخزون...، ولا تعتبر المؤونات مصدر تمويل إلا إذا أصبحت غير مبررة، حيث أن الجزء الغير مبرر تفرض عليه ضريبة والجزء الباقي هو الذي يتم أخذه كمصدر تمويل<sup>19</sup>.

في حين الاحتياطات تمثل مبالغ يتم تجنيبها من الأرباح المحققة لتدعيم المركز المالي للمنشأة أو لمواجهة خسائر محتملة الوقوع، ويتوقف تكوين الاحتياطات على نتيجة أعمال المنشأة وتحقيقها لأرباح، ويتم حجز الاحتياطات إما بمقتضى القانون أو النظام الأساسي للشركة فهي تدخل ضمن حقوق ملاك المنشأة، أو يتم تكوينها بقرارات صادرة من مجلس الإدارة وبموافقة الجمعية العمومية للشركات كاحتياطات التوسعات والتجديدات... الخ<sup>20</sup>.

رغم مزايا التمويل الذاتي والتي من بينها ضمان الاستقلالية المالية للمؤسسة، والعمل على رفعها، وينمي الأموال الخاصة إلا أنه لا يخلو من عدة انتقادات وهي أنه غير كافي دائما، ويتعلق بالنتيجة وتسيير المؤسسة<sup>21</sup>.

**1-1-2 الأرباح المحتجزة:** هي الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك الشركة، أو لم يتم تخصيصه كاحتياطات للشركة، وتستخدم الشركة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها، كذلك لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق

18 محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص. 112، 118، 119.

19 يزيد سليم محمد، أثر هيكل رأس المال في الأداء المالي للشركات دراسة ميدانية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، قسم إدارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2016 ص. 35.

20 شرابي باية كتر، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة دراسة جالة عينة من المؤسسات الجزائرية، مذكرة ماجستير، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2014، ص. 16، 17.

21 علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، مذكرة مقدمة لاستكمال الماجستير، قسم علوم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2009، ص. 65.

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

أرباح، وتعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للشركة، وأي زيادة فيها تؤدي إلى زيادة القيمة الرأسمالية للشركة، وتخضع الأرباح المحتجزة مثلها مثل الأرباح الموزعة للضريبة على دخل الشركات، يقيم المساهمين توزيعات الأرباح على الأسهم العادية بشكل أعلى من تقييمهم للأرباح الرأسمالية الناتجة عن نمو متوقع في قيمة الأسهم، لأن هذه التوزيعات ينظر إليها من طرف المساهمين كدلالة على قوة المركز المالي للشركة وعلى وجود دلائل مشرقة لربحية الشركة في المستقبل، ولا يصاحب الأرباح المحتجزة تكلفة إصدار كما هو الحال بالنسبة للأسهم العادية الأمر الذي يعزز من ميزة الأرباح المحتجزة كمصدر ذاتي للتمويل طويل الأجل في مواجهة الأسهم<sup>22</sup>.

**1-2 التمويل بالأسهم:** هو تمويل خارجي تعتمد المؤسسة لزيادة رأس مالها إذ تلجأ إلى طرح أسهم، وهي عبارة عن حصص متساوية من رأس المال لصالح المكتتبين ويؤكد ذلك على وثيقة تسمى السهم تحمل قيمته الإسمية ويمكن تقسيم الأسهم إلى نوعين الأسهم العادية والممتازة.

**1-2-1 الأسهم العادية:** هي ملكية لحاملها في المؤسسة المصدرة له، لحامله الحق في الحصول على عائد متغير يتحدد حسب النتيجة المصرفية للمؤسسة، فهو يتحمل الربح والخسارة، ليس له تاريخ استحقاق، وتأخذ الأسهم العادية عدة قيم تتمثل في:

-قيمة دفترية مدونة في دفاتر المؤسسة المصدرة للسهم مساوية لحق الملكية على عدد الاسهم العادية.

-قيمة إسمية مدونة في وثيقة السهم عند إصداره تتحدد فيها نسبة المساهم بحق الملكية.

-قيمة سوقية تتحدد نتيجة تفاعل العرض والطلب في السوق المالي، وتتغير في أي لحظة زمنية.

-قيمة تصفوية يحصل عليها حامله في حالة تصفية الشركة بعد استبعاد كافة الالتزامات وحقوق حملة الأسهم الممتازة<sup>23</sup>.

وتتميز الأسهم العادية بخاصيتين أساسيتين هما:

22 عاطف وليم اندراوس، التمويل والادارة المالية للمؤسسات دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008، ص. 378، 379  
23 جديدين لحسن، محاضرات في الأسواق المالية والمالية المعاصرة، (موجهة الى السنة الاولى ماستر تخصص اقتصاد نقدي وبنكي)، معهد العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة بلحاج بوشعيب، 2019، ص. 26

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

❖ **خاصية حق المطالبة بالمتبقي أو الأخير:** إذ أنه في حالة تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم العادية حق المطالبة فقط بالمبالغ المتبقية من قيمة أصول الشركة، بعد منح كل الحقوق للأطراف الأخرى كالعمال والسلطات الضريبية والدائنين وحملة السندات وغيرهم، أما في حالة الشركات التي لم تخضع لعملية تصفية يكون لحملة الأسهم العادية الحق فقط في المطالبة بالجزء المتبقي من الدخل التشغيلي بعد سداد الضرائب والفوائد المستحقة للدائنين وحملة السندات إلى جانب نصيب حملة الأسهم الممتازة من التوزيعات. ويمكن القول بأن حق حملة الأسهم في المطالبة بنصيبهم من الأرباح يكون مرهون برغبة الإدارة في صرف هذه التوزيعات أو إعادة استثمارها في الشركة بهدف زيادة القيمة المستقبلية لهذه الأسهم.

❖ **خاصية المسؤولية المحدودة:** بمعنى لا يسألون عن ديون الشركة إلا في حدود حصصهم من رأس مال الشركة، بالإضافة إلى هذه الحقوق تخول لهم ما يلي:

- الاشتراك في الجمعيات العمومية.
- حق التصويت فيما يتعلق بالقرارات المصيرية الخاصة بالشركة، بالإضافة إلى حق التصويت في اختيار أعضاء مجلس إدارة الشركة.
- حق أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس مال الشركة.

تعتبر الأسهم العادية من وجهة نظر المشروع مصدر تمويلي أقل خطرا من الناحية المالية بالمقارنة بالقروض والسندات والأسهم الممتازة حيث ليس هناك إلزام على الشركة بسداد توزيعات ثابتة للمساهمين مثل وهو الحال مع حملة الأسهم الممتازة، كما أن عدم سداد هذه التوزيعات لا يترتب عليه تعرض الشركة للإفلاس مثل ما يحدث في حالة القروض أو السندات عند التوقف على تسديد ما عليها من ديون، وعلى العكس من ذلك فهي تعتبر بالنسبة لحاملها خطرا أعلى مقارنة بمصادر التمويل الأخرى، حيث يعد حملة الأسهم آخر الفئات التي تحصل على نصيبها من الأرباح في حالة استمرار الشركة ومن فائض التصفية في حالة تصفية الشركة كما يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد مما يفقد المساهمين القدامى السيطرة على قرارات الشركة ولكن يمكن التغلب على ذلك بمنح المساهمين القدامى حق الأولوية في شراء

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

الاصدارات الجديدة من الأسهم العادية ومن أجل ختام الفقرة يمكن القول أن الأسهم العادية لا يترتب عليها أي وفرة ضريبية مثل القروض والسندات<sup>24</sup>.

**1-2-2 الأسهم الممتازة:** تشبه الأسهم العادية من حيث أنها أسهم ملكية، والأصل في الأسهم الممتازة أنها تكون تراكمية بمعنى أنه في حالة عدم تسجيل التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل اجراء أي توزيعات على حملة الأسهم العادية، وبما أن حملة الأسهم الممتازة لهم الأسبقية على حملة الأسهم العادية في التوزيعات وفي أموال التصفية، فيؤدي ذلك انخفاض المخاطر النسبية التي يتعرضون لها قياسا مع حملة الأسهم العادية<sup>25</sup>.

### 2- التمويل بالاستدانة:

يعتبر التمويل بالاقتراض من المصادر الأساسية في المؤسسات إذ يشكل أحد بدائل الاستثمار لدى العديد من المستثمرين، ويكون اللجوء إليه عادة عند عدم كفاية الأموال المملوكة لتلبية احتياجات المؤسسة، أو تجنباً لتكاليفها فتكون مجبرة على اللجوء إلى الاقتراض من جهات خارجية قصد ضمان التمويل الدائم لاستثماراتها، وبالتالي تحقيق أهداف المؤسسة على المدى الطويل، وهذا ما يعرف بالاقتراض الطويل الأجل ومن أهم الأشكال المنظمة له: السندات، القروض الطويلة الأجل، والتمويل بالاستئجار.

**1-2-1 التمويل عن طريق السندات:** تعرف السندات على أنها دين لحامله على الجهة المصدرة له، يصدر بقيمة إسمية لحامله الحق في الحصول على عائد سنوي ثابت يتمثل في سعر الفائدة بدون مراعاة نتيجة المؤسسة، وله تاريخ استحقاق وتنتهي علاقته بالمؤسسة بمجرد استرجاع قيمته عند المؤسسة<sup>26</sup>.

وتتصف السندات بالنسبة لحاملها بانخفاض درجة المخاطر مقارنة بالمخاطر التي يتحملها حملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة، على العكس بالنسبة للمنشأة تمثل مصدرا تمويليا مرتفع الخطر مقارنة بكل

24 عاطف وليم اندراوس، التمويل والادارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص. 369، 370، 376، 377

25 محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص. 138

26 جويدن لحسن، محاضرات في الأسواق المالية والمالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص. 24

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

من الأسهم العادية والأسهم الممتازة حيث يتعين عليها سداد مدفوعات الفائدة سواء حققت أرباح أو لم تحقق لأن هذا سيعرضها لمخاطر الإفلاس<sup>27</sup>.

توجد عدة أنواع من السندات أهمها:

**1-1-2 السندات القابلة للاستدعاء:** عادة يتم سداد أصل السندات عند حلول تاريخ استحقاقها، وهناك أنواع أخرى من السندات وتكون في حالة ارتفاع أسعار الفائدة، بحيث استدعائها واستبدالها بإصدار سندات أخرى بأسعار فائدة أقل من الأسعار القديمة، يكون مقابل ذلك علاوة إضافية تسدها الشركة عند الاستدعاء تضاف إلى القيمة الإسمية للسند<sup>28</sup>

**2-1-2 السندات القابلة للتحويل لأسهم:** أي يمكن استبدالها بعدد محدد من الأسهم العادية عند أي وقت وفي مقابل هذه الميزة تصدر هذه السندات بأسعار فائدة أقل من السندات العادية، ويتم التحويل على أساس معدل يسمى بمعدل التحويل.

**3-1-2 السندات المضمونة:** تحمي هذه السندات عائد حاملها من خطر عدم السداد حيث تقوم الشركة المصدرة للسند برهن بعض أصولها ضمانا للوفاء بالدين وفوائده<sup>29</sup>.

**4-1-2 السندات غير المضمونة:** هي سندات غير مضمونة بأية أصول وتعتمد على المركز الائتماني للمؤسسة المصدرة<sup>30</sup>.

---

27 عاطف وليم اندراوس، التمويل والادارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص. 381  
28 شرابي بابة كنزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة دراسة جالة عينة من المؤسسات الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص. 33  
29 يزيد سليم محمد، أثر هيكل راس المال في الأداء المالي للشركات دراسة ميدانية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 32  
30 محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص. 160

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

**2-1-1-5 السندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم:** هي سندات تصدرها الشركات بأسعار فائدة منخفضة نسبياً، يحصل صاحبها على صك يعطيه الحق في شراء أسهم في تاريخ لاحق بسعر يحدد عند شراء السند وتتيح هذه السندات للشركات فرصة توفير أموال بتكلفة منخفضة بالمقارنة بالأسهم العادية<sup>31</sup>.

**2-1-1-6 سندات الدخل:** الأصل في هذا النوع من السندات أنها لا تحقق عائد لصاحبها إلا إذا حققت الشركة المصدرة لها أرباح. وتنص عقود سندات الدخل على ضرورة قيام المنشأة باحتجاز جزء من الأرباح في صندوق يهدف لاستهلاك هذا النوع من السندات وسداد قيمتها عند تاريخ استحقاقها<sup>32</sup>.

**2-1-1-7 السندات ذات العائد المتغير:** كما ذكرنا سابقاً نظراً لتقلبات أسعار الفائدة وارتفاع معدلات التضخم ظهر هذا النوع من السندات والذي يشجع الشركة في الحصول على أموال لتمويل نشاطاتها نظراً لقدرته على جذب المقرضين لما يوفره من آلية تدعم قدرتهم على مواجهة مخاطر التضخم وتقلب أسعار الفائدة<sup>33</sup>.

**2-2 التمويل عن طريق القروض طويلة ومتوسطة الأجل:** وهي تسليف الأموال دفعة واحدة لمدة معينة ما بين خمسة سنوات وثلاثين سنة من طرف مؤسسات مالية كالبنوك أو شركات التأمين لصالح المؤسسة مقابل سعر فائدة الذي يمثل نسبة محددة من قيمة القرض، والذي يتم الاتفاق عليه مع شروط العقد من بينها تاريخ الاستحقاق، الرهانات... الخ إلا أن هذه الشروط يمكن أن تتغير بسبب اختلاف المخاطر الناتجة عن المتغيرات الاقتصادية الكلية مثلاً ارتفاع معدل الفائدة<sup>34</sup>.

يمكن أن نتحدث عن بعض المزايا الخاصة التمويل بالاستدانة والانتقادات:

- لحملة السندات الحق في الحصول على الفوائد قبل دفع أي توزيعات لحملة الأسهم الممتازة والأسهم العادية، وكذلك لهم الحق في الحصول على كافة حقوقهم في حالة تصفية الشركة.

31 علي بن صب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.70

32 شرابي باية كثر، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص.34

33 يزيد سليم محمد، أثر هيكل راس المال في الأداء المالي للشركات دراسة ميدانية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.33

34 علي بن صب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.68

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

- تحقق وفورات ضريبية نتيجة لجواز خصم فوائدها من وعاء ضريبة الدخل ما يترتب على ذلك زيادة ربحية الشركة.

ومن الانتقادات الموجهة إليها :

- ليس لحملة السندات الحق في التدخل في إدارة الشركة او في حضور الجمعيات أو حق التصويت داخلها.
- غالباً ما تكون فوائد السندات ثابتة الأمر الذي يجعلها تتأثر سلباً بارتفاع معدلات التضخم، مما يسبب خسائر لحملة السندات وكذلك الأصل في هذه السندات أن تكون عوائدها ثابتة الأمر الذي يؤدي إلى تآكل هذه العوائد بفعل معدلات التضخم المتزايدة، هذا ما أدى إلى ظهور أنواع من السندات ذات أسعار فائدة متغيرة تأخذ في حسابها التغيرات في معدلات التضخم وأسعار الفائدة السوقية
- مخاطر الافلاس.
- لا تكون متاحة للعديد من المؤسسات مثل PME بسبب عدم توفر الضمانات<sup>35</sup>.

**3-2 التمويل بالاستئجار:** ظهر في السنين الأخيرة في معظم الدول الاتجاه نحو استئجار المباني والمعدات بدلاً من شرائها، وبعد أن كان الاستئجار مقتصرًا على استئجار العقارات من أراضي ومباني أصبح يشمل جميع الأصول الثابتة تقريباً حيث تستفيد المؤسسة المستأجرة من الحصول على منافع الأصل دون امتلاكه ويتشابه التمويل بالاستئجار مع التمويل بالاقتراض من حيث دفعات الاستئجار وهي عبارة عن التزامات تعاقدية ثابتة (الاستئجار المالي)، في نفس الوقت يمكن أن تستفيد المؤسسة المستأجرة من المرونة التشغيلية (التأجير التشغيلي أو تأجير الخدمات) حيث يمكنها تعديل تركيبة موجوداتها بتكلفة بسيطة استجابة لأي تغيرات قد تطرأ على السوق، كذلك يشكل الاستئجار بديلاً مناسباً للاستفادة من المعدات التي تخضع للتطور الفني السريع المستمر ويخفض من تكلفة الاقتراض بسبب كبر حجم شركات التأجير وكفايتها المالية وميزاتها الضريبية.<sup>36</sup>

35 عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص. 380، 381.

36 أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، قسم إدارة أعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2016، ص. 17، 18



### 2-4 التمويل عن طريق القروض قصيرة الأجل:

**2-4-1 الائتمان التجاري:** هو ائتمان قصير الأجل يحصل عليه المشتري من المورد من أجل شراء بضائع تسدد لاحقاً بغرض إعادة بيعها، كما أن إجراءات الحصول عليه سهلة وليست معقدة مقارنة بالائتمان المصرفي أي لا يحتاج إلى إجراءات سوى المعرفة وبناء الثقة بين البائع والمشتري ويتخذ شكل الحساب الجاري أو شكل الكمبيالة أو السند الاذني<sup>37</sup>.

**2-4-2 الائتمان المصرفي:** تلجأ إليه المؤسسة من أجل تلبية احتياجات دورة الاستغلال من المؤسسات المالية (البنوك)، ويكون على صورتين:

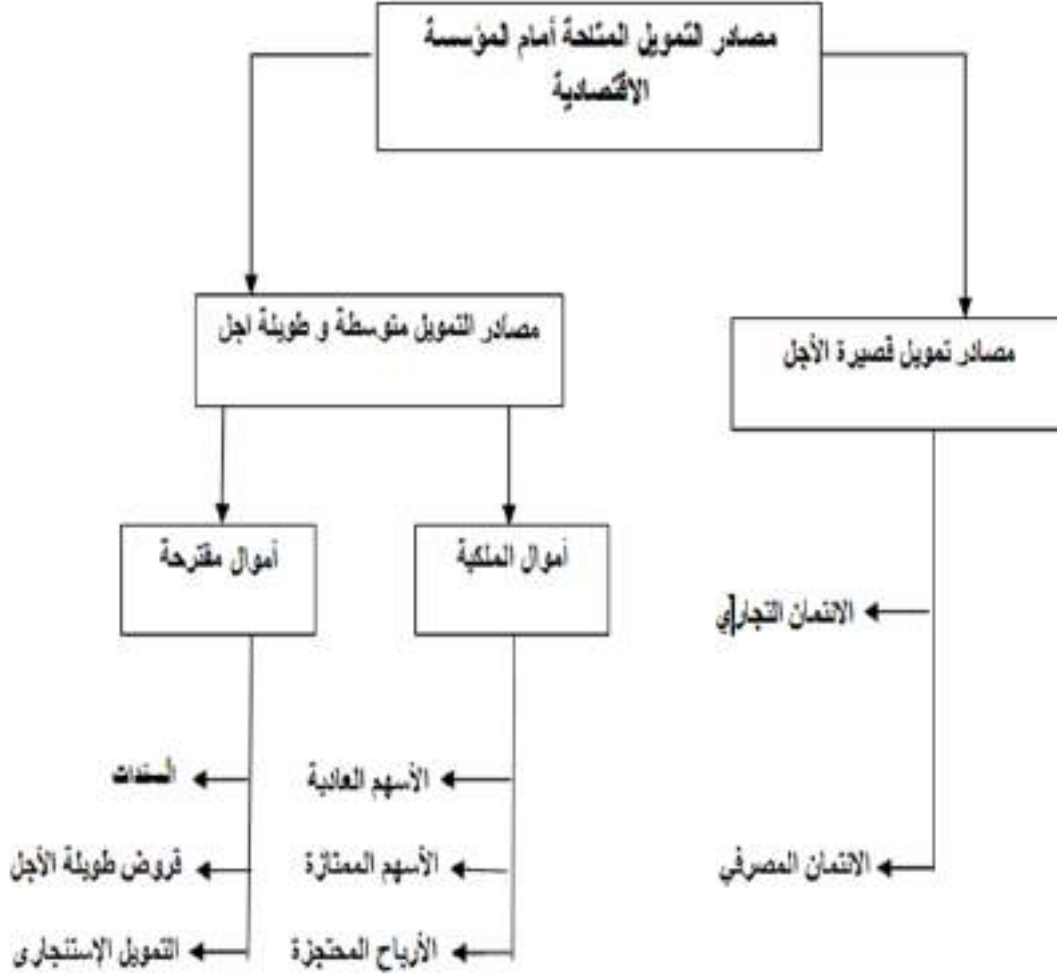
- **القرض:** تسليم الأموال دفعة واحدة اضافة إلى بعض الشروط تشترطها البنوك.
- **الاعتماد:** هو ترك مبلغ مالي تحت التصرف لمدة معينة مقابل سعر فائدة معين على ما تم سحبه فعلاً، وعادة ما يوضع له حد أقصى يعرف بالسقف الائتماني، حيث يوجد العديد من الاعتمادات التي تمنحها البنوك للمؤسسات مثلاً اعتمادات الخزينة فهي تحتاجها لمعالجة الاختلالات في الخزينة كحلول أجل الاستحقاقات الجبائية واستحقاقات المودعين... الخ<sup>38</sup>.

37 بوربيعة غنية محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز الجزائر مرجع سبق ذكره، ص. 30، 31

38 علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 72، 73

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

الشكل رقم(01): أنواع مصادر التمويل



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على أنواع مصادر التمويل

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لهيكل التمويل ومحددات اختياره

أ- النظريات المفسرة لهيكل التمويل:

تمثل قضية هيكل التمويل الأمثل أحد أهم القضايا في مجال التمويل التي نالت اهتماماً نظرياً وتجريبياً من جانب المفكرين والباحثين في هذا المجال مما أدى إلى تباين الآراء حول فكرة وجود هيكل تمويلي أمثل من عدمه وظهور العديد من النظريات والمدائل التي عاجلت هذا الموضوع.

### 1. النظرية التقليدية للهيكال المالي :

كلمة تقليدية ليس لأنها قديمة من الناحية التاريخية وإنما كون افكارها يؤخذ بها لتحليل النتائج وكذلك مزجت بين نظريتان كانوا قبلها هما نظرية صافي الربح، ونظرية صافي ربح العمليات.

يجيب رواد هذه النظرية على السؤال هل يوجد هيكل مالي أمثل "بنعم"، إذ أن المخاطر المتأتية من التمويل الذاتي أعلى من المخاطر الناجمة عن الاستدانة، ومن جهة أخرى فإن تكلفة الاقتراض التي تندرج ضمن المصاريف المالية تحقق تخفيض في الوعاء الضريبي لحساب الضريبة على الأرباح، بينما عوائد رأس المال الناجمة عن التمويل الذاتي لا تتميز بتلك الخاصة لكونها تأتي بعد حساب النتيجة، وبالتالي فإن الديون تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال. فبإمكان المنشآت من خلال هذه النظرية الوصول إلى مزيج أمثل لعناصر الهيكل التمويلي وذلك من خلال استخدام الاقتراض بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية للمنشأة ولم توضح هذه النظرية كمية الاقتراض المعقولة، وإنما دعت المنشآت إلى المحافظة على التوازن بين درجة المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون وبين الانتفاع من مزاياها، وذلك لأن الخطر التمويلي سيزداد إلى درجة يهدد وجود المنشأة ومستقبلها في حالة زيادة الديون عن الحد المعقول، وهذا ما أصبح ما يعرف لاحقاً بمفهوم الرفع المالي، حيث يجعل من تكلفة الأموال المرجحة (والتي تمثل هذه الأخيرة معدل المردودية الأدنى الواجب تحقيقه من مشروع استثماري سواء عن طريق الأموال الخاصة أو الاستدانة) في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمنشأة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مقبولة ومميزة من الرفع المالي إضافة إلى ذلك فإن هذه النظرية تفترض أن العائد المطلوب من قبل الملاك الذي يمثل تكلفة التمويل الممتلك يبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها الاعتماد على التمويل المقترض بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد هؤلاء<sup>39</sup>.

39 نشأت حكمت عليوي، أثر الرفع المالي على الأداء المالي في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، مذكرة

ماجستير، قسم المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، 2019، ص.21.

### 2. نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل:

تم وضعها من قبل كلامنموديلياي وميلر **Miller & Modigliani** ، إذ تذكر هذه النظرية أن قيمة المنشأة لا تتأثر بكيفية تمويل المنشأة، ولا يهم إذا كان رأس المال العامل للمنشأة قد ارتفع عن طريق إصدار سندات أو أسهم، ومرت هذه النظرية بمرحلتين: المرحلة الأولى في عام 1958 ومن أهم الافتراضات التي جاءت بها:

- لا وجود للضرائب .
- توفر المعلومات.
- لا توجد تكاليف لإنجاز المعاملات .
- وجود سوق تنافسية كاملة.
- تقسيم الشركات إلى مجموعات متجانسة على أساس درجة المخاطرة لنشاطها.
- تساوي الفرد والشركة من ناحية القدرة على الاقتراض.

تعرض هذان الباحثان الى مجموعة من الانتقادات جراء الفرضيات التي وضعوها والتي نذكر منها: على غرار وهمية غياب الضرائب انتقدت العناصر السابقة الذكر بأنها غير واقعية وصعبة التحقيق، إضافة إلى ذلك اعتبرت تساوي الفرد والشركة من ناحية القدرة على الاقتراض وهذا غير ممكن لأن الفرد لا يستطيع الاقتراض بنفس كمية الشركات<sup>40</sup>.

**المرحلة الثانية في عام 1963:** في هذه الحالة اعترف بأن قيمة المنشأة التي يتكون هيكلها المالي من ديون وأموال خاصة تفوق قيمة المنشآت المماثلة لها والتي يكون هيكلها المالي يتكون فقط من الأموال الخاصة وهذا من خلال الوفورات الضريبية وهذا من خلال مقال تصحيحي بعنوان "ضرائب دخل الشركة وكلفة رأس المال تصحيح<sup>41</sup>.

40 أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 33، 34.

41 نشأت حكمت عليوي، أثر الرفع المالي على الأداء المالي في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، مرجع سبق ذكره، ص. 23.

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

بالإضافة إلى النظريات السابقة ظهرت عدة نظريات حديثة حاولت تفسير سلوك الهيكل المالي للمؤسسة وهيكل رأس المال ومن الأسباب التي دعت الى ظهور هذه النظريات هي:

- ❖ تكاليف الوكالة، حيث يقوم المقرض بمراقبة أنشطة المؤسسة .
- ❖ زيادة احتمالية الإفلاس نتيجة الالتزامات الزائدة بالقروض.
- ❖ التكلفة المتعلقة بحصول المديرين على معلومات أكثر عن مستقبل الشركة<sup>42</sup>.

### 3. نظرية العلاقة التوازنية:

إن زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي يترتب عليها انخفاض في متوسط تكلفة الأموال وارتفاع في قيمة المؤسسة بالتبعية بسبب الوفورات الضريبية، غير أن زيادة نسبة الأموال المقترضة عن حد معين يترتب عليه ارتفاع مخاطر افلاس المؤسسة وتكاليف الوكالة.

#### ❖ تكلفة الافلاس:

تأتي مخاطر الإفلاس بسبب عدم قدرة المؤسسة على تسديد قيمة القروض في تواريخ الاستحقاق مما يعطي الحق للمقرضين لاتخاذ اجراءات قانونية قد تنتهي بإفلاس المؤسسة، ويترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف، التكاليف المباشرة وتعلق بعملية التصفية (تكاليف الاجراءات القانونية والادارية)، وكذا الخسائر الناجمة عن بيع أصول المؤسسة بقيمة أقل من قيمتها الدفترية، وتكاليف غير مباشرة وتشمل الانخفاض المحتمل في الأرباح نتيجة عدة أسباب كارتفاع حجم الفوائد نتيجة لزيادة الأموال المقترضة أو نتيجة لارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضون ضف إلى ذلك خسارة ثقة الموردين والممولين.

#### ❖ تكلفة الوكالة:

الوكالة هي عقد بموجبه يقوم الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل للقيام بمهام معين نيابة عنه وباسمه فيما يتعلق بالمؤسسة، هذه العلاقة توجد بين الملاك والمساهمين أو أي مقرض أموال آخر، والمدراء أو المسيرين، إلا أن هذه العلاقة تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر، وبالتالي هذا التناقض ينجر عنه تكاليف تعرف بتكاليف الوكالة وتعبر عن المصاريف الإضافية الواجبة الدفع

<sup>42</sup>صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة المؤسسة دراسة عينة من الشركات الأجنبية، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، العدد 83، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2015 ص.28

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

للتأكد من حسن تأدية الوكلاء للمهام الموكلة إليهم، وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين الأولى أنه ليس بالضرورة أن تكون أهداف المدراء والملاك متطابقة، والثانية أنهم ليسوا متساويين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها<sup>43</sup>، والنتيجة هنا هي أن على الشركة أن توازن بين فوائض الاقتراض وتكاليفه للوصول إلى المستوى الأمثل لهيكل التمويل ويتم ذلك ند النقطة التي تتساوى فيها الفوائض الحدية لكل وحدة إضافية من الدين مع التكاليف الحدية للدين<sup>44</sup>

### 4. نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات:

حسب هذه النظرية فإن المعلومات غير متماثلة. حيث أنه يمكن للمديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين، وحتى وإن كانت هذه المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة. الإشارة تتمثل في الصورة التي يحاول المسيرين إعطائها لمختلف المتعاملين مع المؤسسة (مساهمين أو المستثمرين) للمردودية والتوقعات المستقبلية، وإشارات متعددة نذكر من بينها هيكل المال، سياسة توزيع الأرباح أو اللجوء إلى إصدار أوراق مالية، فمثلا إذا كانت مؤسسة ما نسبة الاستدانة عندها مرتفعة فهذه إشارة على المستقبل المالي الجيد، وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، أما إذا كانت المؤسسة تقوم بإصدار أسهم جديدة فهذا يدل على الأداء غير الجيد في هذه المؤسسة ومحاولة منها مشاركة المستثمرين الجدد في الخسائر المتوقعة.

هنا يمكن القول أن تركيبة رأس المال مرتبطة بالإشارات الصادرة التي تحمل توقعات حول إدارة المؤسسة في المستقبل.<sup>45</sup>

### 5. نظرية الالتقاط (نظرية تسلسل مصادر المعلومات):

قد تم توجيه الاهتمام إلى نظرية الالتقاط أو نظرية تسلسل مصادر التمويل على الرغم من هيمنة نظرية التبادل على الحلقات المالية للشركة لمدة طويلة، حيث يواجه المدير الاختيار بين إصدار الدين وإصدار الأسهم على النقيض من نظرية التبادل فهناك رأي آخر لكيفية اتخاذ قرار التمويل، والمتمثل بنظرية الالتقاط

43 شرابي باية كنز، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة دراسة جالة عينة من المؤسسات الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص. 116، 120

44 حركاتي نبيل، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة (2009-2014)، مرجع سبق ذكره، ص. 218

45 شرابي باية كنز، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة دراسة جالة عينة من المؤسسات الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص. 126، 127

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

التي جاءت من دراسة دونالدسون **Donaldson** عام 1961 عن ممارسات التمويل لعينة من الشركات الكبيرة ولاحظ أن الإدارة تستخدم بصورة كبيرة المصادر الداخلية للأموال تمويلًا لها مع استبعاد الأموال الخارجية إلا في حالة نفاذ الأموال الداخلية فعندها تحتاج الشركة إلى الأموال الخارجية، وتفترض هذه النظرية أن الشركة عندما تبحث عن تمويل استثماراتها تمويلًا طويل الأجل فهي لديها تفضيلات في استخدام مصادر التمويل المختلفة، التفضيل الأول هو استخدام مصدر التمويل الداخلي والمتمثل في الأرباح المحتجزة، وفي حالة عدم كفاية هذا المصدر تلجأ الشركة إلى مصدر التمويل الخارجي والمتمثل في الديون وتقوم بإصدار الأسهم العادية الجديدة كملجأ أخير عندما تصبح غير قادرة على استيعاب ديون جديدة<sup>46</sup>.

**ب- محددات هيكل التمويل:** مثل ما ذكرنا سابقًا تختار المؤسسة هيكلها التمويلي في ضوء العديد من العوامل والاعتبارات وفي هذا العنصر سوف نتطرق لأهم هذه العوامل التي تؤثر على قرار الشركة المتعلق بهيكلها التمويلي.

### 1. الربحية:

على غرار الربح الذي هو عبارة عن صافي الدخل تظهره قائمة المركز المالي من خلال الفرق بين إيرادات المؤسسة وبين تكاليفها، فتشير الربحية إلى الكفاءة التشغيلية والتي تعني قدرة المؤسسة على تحقيق العوائد الكافية للمالكين، المقرضين، والعاملين.

هناك علاقة عكسية بين الربحية ونسبة الدين، وهذا يعني أنه كلما زادت الأرباح زاد التمويل الداخلي وانخفضت نسبة الرفع المالي بالشركة<sup>47</sup>.

### 2. السيولة:

نعني بالسيولة توفير أموال سائلة كافية لدى المؤسسة لمواجهة الالتزامات المترتبة عليها عند استحقاقها، أو هي القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسائر كبيرة، وإذا تحقق هذا الأمر فسوف تكسب المؤسسة ثقة من قبل المتعاملين معها وتمكنها من الوفاء بتسديد التزاماتها، وكذلك

46 صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة المؤسسة عينة من الشركات الأجنبية، مرجع سبق ذكره، ص. 70

47 سليم مجلح، وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام الانحدار الذاتي، مرجع سبق ذكره، ص. 121

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

تعطي لها المرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مجابهة الأزمات الطارئة عند وقوعها.

يجب خلق الموازنة بين السيولة والربحية لأنه كما ذكرنا سابقا أن الربحية تسمح بتوسيع وزيادة نشاطات واستثمارات المؤسسة تعود بالنفع على حملة الأسهم وعلى سمعتها وهذا ما يتعارض مع هدف السيولة التي تفضل الاحتفاظ بالنقد وهذا ما يتعارض مع هدف الربحية التي ترى بأن عدم توظيف المؤسسة لجزء من أموالها ذات عوائد مجزية، لذا يجب على الإدارة المالية في المؤسسة أن تخلق نوعا من الموازنة بين السيولة والربحية، فالمدير المالي الجيد هو الذي يكون قادرا على توجيه استثماراتها واستغلال فوائدها النقدية بما يؤدي إلى زيادة الربحية وبالوقت نفسه المرونة الكافية لتوفير الأموال لمواجهة الالتزامات المالية للمؤسسة<sup>48</sup>.

### 3. هيكل الأصول:

يرى البعض أن ارتفاع نسبة الأصول الثابتة إلى اجمالي الأصول يؤدي إلى ارتفاع نسبة التكاليف الثابتة بسبب حجم تكاليف اهتلاك الأصول الثابتة، وهذا ما يجعل أرباح المؤسسة شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات في هذه الحالة تتجنب الاقتراض.

في نفس الوقت يرى البعض الآخر أن الشركات التي تحوز على نسبة كبيرة من الأصول الثابتة يمكن أن تقدمها كضمان للمقرضين ويكون لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة<sup>49</sup>.

### 4. درجة الرقابة أو السيطرة على الشركة:

يهتم المساهمون بهذا العامل، فإذا كانت النسبة العظمى من الأسهم مملوكة للقلة من المساهمين، مما يعني سيطرتهم على الشركة كما أنهم يهتمون بمعرفة أثر البدائل التمويلية على درجة رقابتهم على الشركة فمن الممكن أن لا يقوموا بإصدار أسهم جديدة لأنه يترتب على ذلك إضافة مساهمين جدد مما يؤدي إلى فقدان

48 بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص. 124، 128

49 حركاتي نبيل، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة (2009-2014)، مرجع سبق ذكره، ص. 220



## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

لعنصر السيطرة، بينما في الشركات الكبيرة الحجم حيث يوجد العديد من المساهمين فإن هذا العنصر ليس بذات الأهمية<sup>50</sup>.

### 5. الوفرات الضريبية:

أحد الأسباب التي تدفع الشركة التمويل عن طريق القروض، لأن فوائدها من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة على الأرباح، ومن ثم يتولد عنها وفرات ضريبية تترك أثارا ايجابية على قيمة المؤسسة<sup>51</sup>.

### 6. حجم الشركة:

تتميز الشركات الكبرى عادة بتنوعها واستقرارها، فاحتمالية الإفلاس في هذه الشركات هو أقل نسبة من الشركات الصغيرة، وتشير الدراسات إلى أن الشركات الكبيرة تميل إلى إصدار الدين طويل الأجل بينما الشركات الصغيرة تميل إلى الديون قصيرة الأجل في تمويل مشاريعهم، وبسبب ميزة الحجم والقدرة التفاوضية مع الدائنين فإن الشركات الكبيرة تتحمل كلفة أقل في إصدار الديون والأسهم مقارنة مع الشركات الصغيرة وهو يخلق لديها الدافع لزيادة الأموال المقترضة<sup>52</sup>.

### 7. معدل النمو:

يتوقف تحقيق النمو في المؤسسة في تحقيق الربح من جهة وما توزعه من تلك الأرباح على المساهمين من جهة أخرى، وكلما ارتفعت قيمة الربح السنوي المحقق ارتفعت معه نسبة الاحتجاز ومن ثم تحقيق معدل نمو مرتفع للمنشأة، وبالتالي تزداد الفرصة أمام الإدارة لاستخدام تلك الأرباح في تمويل أنشطتها عوضا عن استخدام مصادر التمويل الخارجي وما يصاحبه عادة من مخاطر الرفع المالي<sup>53</sup>.

---

50 عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص.337  
51 صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة المؤسسة دراسة عينة من الشركات الأجنبية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، العدد 83، 2015، ص. 67  
52 سليم مجلخ، وليد بشيبي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام الانحدار الذاتي، مرجع سبق ذكره، ص.122  
53 نشأت حكمت عليوي، أثر الرفع المالي على الأداء المالي في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، مرجع سبق ذكره، ص.31

### 8. معدل الفائدة:

هناك أثر عكسي بين أسعار الفائدة ونسبة الدين ففي الوقت الذي تكون فيها أسعار الفائدة عالية نجد ان الشركات تمتنع عن زيادة الدين<sup>54</sup>.

### 9. الملائمة:

تعرف الملائمة على أنها مدى توافق وملائمة أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الاستخدامات في الأصول والعمليات التي ستقوم هذه الأموال بتمويلها<sup>55</sup>.

---

54 أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.49

55 سليم مجلخ، وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام الانحدار الذاتي، مرجع سبق ذكره، ص.122

### المبحث الثالث: العلاقة بين الهيكل التمويلي والأداء المالي

يُحظى الأداء المالي باهتمام متزايد من قبل الباحثين، والإداريين، والمستثمرين لأنه هو السبيل للحفاظ على البقاء والاستمرار، حيث تسمح عملية تقييم الأداء المالي باختبار مدى استغلال الموارد المتاحة أمامها وفقاً للأهداف المسطرة، واتخاذ الإجراءات اللازمة من أجل تفادي الفوارق الناتجة عن سوء الأداء في المستقبل.

#### المطلب الأول: ماهية الأداء المالي

##### أولاً: مفهوم الأداء المالي وتقييمه

"الأداء هو إنجاز عمل يساعد على تحقيق الأهداف الرئيسية للمؤسسة"<sup>56</sup>.

ويعرف الأداء المالي على أنه "كفاءة وفعالية النشاط المالي المتعلق بالشركة، أي القدرة على تحقيق النتائج التي تتطابق مع الخطط والأهداف المرسومة بالاستغلال الأمثل للموارد الموضوعة تحت تصرف الشركة، والحصول عليها بأقل التكاليف الممكنة، وهذا بهدف تحديد مردوديتها وسيولتها وحتى تتمكن من ضمان استمراريتها في الأسواق مستقبلاً"<sup>57</sup>.

ويعرف كذلك بأنه "تشخيص الوضع المالي للمؤسسة لمعرفة مدى قدرتها على إنشاء قيمة"<sup>58</sup>.

وللأداء المالي عدة خصائص:

✓ الأداء المالي أداة تعطي صورة على الوضع المالي القائم في المؤسسة الاقتصادية.

✓ الأداء المالي يحفز الإدارة لبذل المزيد من الجهد لتحقيق أداء مستقبلي أفضل من سابقته.

✓ الأداء المالي وسيلة جذب المستثمرين للاستثمار في المؤسسة.

56 مجري علي، تحليل الأداء المالي بالنسب المالية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 3، جامعة الجلفة، جويلية 2018، ص. 353

57 يزيد سليم محمد، أثر هيكل راس المال في الأداء المالي للشركات دراسة ميدانية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 58، 59

58 مجري علي، تحليل الأداء المالي بالنسب المالية للمؤسسة الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص. 353

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

✓ الأداء المالي آلية أساسية وفعالة لتحقيق أهداف المؤسسة<sup>59</sup>.

أما إذا أردنا تعريف تقييم الأداء المالي فهو التأكد من كفاية استخدام الموارد أفضل استخدام لتحقيق الأهداف المخططة من أجل معرفة مدى جودة هذا الأداء واتخاذ القرارات التصحيحية إذا كان هناك انحرافات وتدعيم نقاط القوة إذا كانت موجودة، وهذا من خلال إعداد الموازنات والكشوفات المالية، والتقارير السنوية المتعلقة بأداء المؤسسات خلال فترة زمنية معينة، وحساب مقاييس مختلفة لتقييم الأداء المالي مثل نسب السيولة، الرفع المالي، المردودية... الخ<sup>60</sup>.

ثانياً: أهمية دراسة الأداء المالي:

✓ متابعة ومعرفة نشاط الشركة وطبيعته.

✓ خفض الأزمات المالية التي يمكن أن تصيب الشركة وتخفيض آثارها.

✓ المساعدة في فهم التفاعل بين البيانات المالية المختلفة<sup>61</sup>.

✓ وتتوقف أهمية الأداء المالي الإيجابي على قدرة المؤسسة في اختيار التوليفة المثلى للهيكل المالي ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بما يضمن تشكيل الثروة<sup>62</sup>.

ثالثاً: العوامل المؤثرة في الأداء المالي: هناك عوامل داخلية وأخرى خارجية وتتلخص أهم العوامل الداخلية للأداء المالي فيما يلي:

● الهيكل التنظيمي: أي تقسيم المهام والمسؤوليات المتعلقة بالوظيفة المالية وتحديد الأنشطة وتخصيص الموارد اللازمة لها، فهذه النقاط ذات تأثير على الأداء المالي.

59 حمدي فلة، تأثير استخدام محاسبة القيمة العادلة على المؤشرات المالية في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة الكوايل بسكرة،

أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2017، ص. 111

60 سحنون أمال، دور أدوات التحليل المالي في قياس الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة حضانة الحليب، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 01، جوان 2021، ص. 639

61 يزيد سليم محمد، أثر هيكل راس المال في الأداء المالي للشركات دراسة ميدانية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 59 60

62 بسام حقي، أثر الهيكل التمويلي في الأداء المالي للمصارف الإسلامية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 46

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

- المناخ التنظيمي: أي الاستقرار، والتنظيم، والوضوح المالية، كذلك جودة المعلومات وسهولة سريانها بين مختلف الفروع والمصالح وهذا ما يضيفي الصورة الجيدة للنشاط المالي وبالتالي الأداء المالي.
- التكنولوجيا: حيث يجب تطوير الأداء المالي من خلال استخدام الأساليب والمهارات الحديثة، والتي يجب أن تنسجم مع الأهداف الرئيسية لها.
- حجم المؤسسة: فكبر حجمها يشكل عائقا للأداء المالي، في هذه الحالة تصبح الادارة أكثر تعقيدا وتشابكا وفي نفس الوقت يؤثر بالإيجاب لأنه يتطلب عدد كبير من المحللين الماليين مما يساهم في رفع جودة الأداء المالي.

بينما العوامل الخارجية فيمكن أن نذكر منها:

- مخاطر الأزمات المالية.
- السياسات المالية، والاقتصادية للدولة.
- الظروف والشروط الاقتصادية كالتضخم الذي له تأثيرات على عوائد الاستثمار وتكاليف الاقتراض والاقتراض، أضف إلى ذلك القدرة الشرائية للفرد وبالتالي يؤدي إلى تخفيض الطلب على منتجات الشركة مما ينعكس سلبا على أدائها ومنتجاتها<sup>63</sup>.

**المطلب الثاني: دور الهيكل التمويلي في التأثير على الأداء المالي للمؤسسة**

**أولا: التقييم بواسطة مؤشرات التوازن المالي:**

**1- رأس المال العامل:** رأس المال العامل هو هامش الأمان الناتج عن تمويل الأصول الثابتة بواسطة الأموال الدائمة، تستغله المؤسسة لتمويل الأصول المتداولة، ويمكن حسابه من منظورين منظور أعلى الميزانية ومنظور أسفل الميزانية.<sup>64</sup>

63 حمدي فلة، تأثير استخدام محاسبة القيمة العادلة على المؤشرات المالية في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة الكوابل بسكرة، مرجع سبق ذكره، ص. 112، 113

64 محمد البشير بن عمر أحمد نصير غانية نذير تحليل مؤشرات الاداء المالي في المؤسسة الاقتصادية حالة المجمع الصناعي صيدال في الفترة (2010-2013)، مجلة دراسات متقدمة في المالية والمحاسبة، العدد، 01 جامعة الوادي، جانفي 2018 ص. 168

من أعلى الميزانية:

رأس المال العامل الصافي = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة

من أسفل الميزانية:

رأس المال العامل الصافي = الأصول المتداولة - الخصوم المتداولة

أما عن الحالات الممكنة لرأس المال العامل فنجد ثلاث حالات:

أ- إذا كان رأس المال العامل موجبا: (الأموال الدائمة أكبر من الأصول الثابتة)، يعني أن المؤسسة استطاعت تمويل جميع استثماراتها بواسطة مواردها المالية الدائمة، وهي تتمتع بوضع مالي جيد من حيث توازنها المالي، إلا أن هذا المؤشر الموجب لا يجب أن تكون قيمته مرتفعة لأن هذا يعني أن المؤسسة تعتمد اعتمادا كبيرا على الأموال الدائمة ذات التكلفة المرتفعة لتمويل الأصول المتداولة، وهذا ما يتسبب في تجميد الأموال مما يحملها تكلفة الفرصة البديلة.

ب- إذا كان رأس المال العامل سالبا: (الأموال الدائمة أقل من الأصول الثابتة)، يعني أن الأموال الدائمة غير كافية لتمويل الأصول الثابتة، وهذا يستدعي إلى أن تبحث المؤسسة عن موارد أخرى لتغطية العجز في التمويل وبالتالي مواجهة الصعوبات وضمان التوازن المالي.

ج- إذا كان رأس المال العامل معدوما: (الأموال الدائمة تساوي الأصول الثابتة)، وهي حالة نادرة الحدوث، أي تمثل حالة التوافق التام في هيكل الموارد والاستخدامات، تعتبر الوضع الأمثل لتسيير عملية الاحتياجات المالية في المؤسسة لكن لا يعني هذا أنها محبذة فهي حالة تعبر عن تعرض المؤسسة إلى خطر عدم القدرة على تسديد الديون قصيرة الأجل لأنها لا تملك مصدر تمويلي مستقبلي<sup>65</sup>.

2- احتياجات رأس المال العامل: إن ارتفاع رأس المال العامل من سنة إلى أخرى في مؤسسة ما لا يؤدي بالضرورة إلى انخفاض في الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي، حيث ينتج عن الأنشطة المباشرة للمؤسسة

65 حمدي فلة، تأثير استخدام محاسبة القيمة العادلة على المؤشرات المالية في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة الكوابل بسكرة، مرجع سبق ذكره، ص.134

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

مجموعة من الاحتياجات المالية بسبب التفاعل مع مجموعة من العناصر أهمها: المخزونات، حقوق العملاء، حقوق الموردين، الرسم على القيمة المضافة الديون الجبائية، والاجتماعية... الخ، ويمكن حسابه بالعلاقة التالية: 66

**احتياجات رأس المال العامل = (الأصول المتداولة - القيم الجاهزة) - (الديون قصيرة الأجل - سلفات مصرفية)**

كلما كانت احتياجات رأس المال العامل تقترب من الصفر دلت على حسن تغطية الاحتياجات بالموارد وعند حساب احتياج رأس المال العامل تصادفنا ثلاث حالات:

أ- احتياج رأس المال العامل موجب: هذا عندما لا تغطي المؤسسة كل احتياجات الدورة الاستغلالية باستخدام موارد الدورة، بل تتعدها إلى الموارد الأخرى لذا لا بد على المؤسسة أن توفر البديل التمويلي لهذا العجز.

ب- احتياجات رأس المال العامل سالب: هو الحالة الجيدة، بحيث تضمن المؤسسة الاقتصادية توازنها المالي دون التأثير السلبي على مردوديتها المالية.

ج- احتياج رأس المال العامل معدوم: وهي حالة نادرة الحدوث تعني المثالية.

3- الخزينة: هي مجموعة الأموال التي بحوزة المؤسسة لمدة دورة الاستغلال، وهي تشمل صافي قيم الاستغلال أي ما تستطيع المؤسسة توفيره من مبالغ سائلة خلال دورة الاستغلال ويمكن حسابها كمايلي:

**الخبزينة = القيم الجاهزة - سلفات مصرفية**

أو

**الخبزينة = رأس المال العامل - احتياجات رأس المال العامل**

حالات الخزينة: وتأخذ ثلاث حالات:

66 محمد البشير بن عمر أحمد نصير غانية نذير تحليل مؤشرات الاداء المالي في المؤسسة الاقتصادية حالة المجمع الصناعي صيدال في الفترة (2010-2013)، مرجع سبق ذكره ص. 169

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

أ-خزينة موجبة: أي رأس المال العامل يفوق احتياج رأس المال العامل، وهذا دليل على التوازن المالي للمؤسسة ولكن كل ما كان الفرق كبيرا دل هذا على وجود سيولة مفرطة على مردودية المؤسسة سلبا إن لم تستغل في استثمارات جديدة.

ب-خزينة سالبة: وهذا يدل على أن رأس المال العامل أقل من احتياج رأس المال العامل، وهذا دليل على عدم وجود توازن مالي في المؤسسة وهذا ما يستدعي الاقتراض ومنه تحمل تكاليف أو الرفع من قيمة رأس المال العامل وهذا بالتنازل عن بعض عناصر القيم الثابتة أو زيادة الأموال الدائمة، وفي بعض الأحيان يؤدي هذا الاختلال إلى الإفلاس.

ج-خزينة معدومة: وتعني أن رأس المال واحتياج رأس المال العامل متساويين، وهذا يدل على توازن مالي مثالي لأن المؤسسة تستطيع مواجهة احتياجات التمويل وفي نفس الوقت لا تتوفر على أموال سائلة ستجمد إن وجدت<sup>67</sup>.

ثانيا: التقييم بواسطة نسب الهيكل المالي، نسب السيولة:

1-نسب الهيكل المالي: هي النسب التي تساعد في دراسة الهيكل المالي للمؤسسة والموضوعة لكل جانب من جوانب قائمة المركز المالي، وهذه النسب تظهر التوزيع النسبي لعناصر الأصول وكذلك الأمر بالنسبة لعناصر الخصوم وتعتبر في غاية الأهمية بحيث تعرض الخطر المالي الذي يواجه المؤسسة.

وتساعد نسب الهيكلية المؤسسة في تسليط الضوء على النقطتين التاليتين:

✓ التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية.

✓ كفاءة استثمار الأموال الموضوعة تحت تصرف المؤسسة بشكل سليم<sup>68</sup>.

67 حمدي فلة، تأثير استخدام محاسبة القيمة العادلة على المؤشرات المالية في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة الكوابل بسكرة،

مرجع سبق ذكره، ص. 136، 137

68 بوربيعة غنية محميدات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز الجزائر

مرجع سبق ذكره، ص. 159



## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

### 1-1 أنواع نسب الهيكل المالية:

نسبة التمويل الدائم: تشير هذه النسبة إلى مدى تغطية الاستثمارات الصافية بالأموال الدائمة ويشترط أن تكون أكبر من الواحد، وتحسب بالعلاقة التالية:<sup>69</sup>

$$\text{الأموال الدائمة} / \text{الأصول الثابتة} \times 100$$

التمويل الخاص (الذاتي): تعبر هذه النسبة على مدى تغطية الوحدة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة وتحسب بالعلاقة التالية:<sup>70</sup>

$$\text{الأموال الخاصة} / \text{الأصول الثابتة} \times 100$$

نسبة الاستقلالية المالية: تعبر هذه النسبة على مدى استقلالية الوحدة ومدى اعتمادها على أموالها الخاصة مقارنة بالأموال الأجنبية وكلما كانت هذه النسبة أكبر من الواحد استطاعت أن تتعامل المؤسسة بمرونة مع الدائنين أما إذا كانت العكس فهذا يعني أنها في وضعية مثقلة بالديون، وتحسب بالعلاقة التالية:<sup>71</sup>

$$\text{الأموال الخاصة} / \text{مجموع الخصوم} \times 100$$

نسب الرافعة المالية: الرافعة المالية هي الدرجة التي تعتمد فيها المؤسسة على القروض في تمويل أصولها وكلما زادت نسبة الرافعة المالية، كلما انخفضت مساهمة حقوق الملكية في أموال المؤسسة ونجد فيها:

نسبة التمويل الخارجي: وتسمى أيضا بنسبة القدرة على الوفاء، وتبين هذه النسبة مستوى تغطية موجودات المؤسسة بأموال خارجية، وتحسب بالعلاقة التالية:<sup>72</sup>

69 سحنون أمال، دور أدوات التحليل المالي في قياس الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة حضنة الحليب، مرجع سبق ذكره، ص. 641

70 بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص. 163

71 أنفال حدة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة، مرجع سبق ذكره، ص. 38

72 مصطفى عوادي، منير عوادي، مؤشرات ونسب تقييم الأداء المالي، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، العدد، 01 جامعة الوادي الجزائر، أبريل 2021، ص. 361

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

ديون طويلة الأجل + ديون قصيرة الأجل / مجموع الأصول x 100

نسبة القروض إلى حقوق الملكية: يتم من خلالها التعرف على مصادر التمويل في المؤسسة ومقدار ما تشكله الالتزامات وحقوق الملكية من مجموع هذه المصادر، وتحسب بالعلاقة التالية:

مجموع الديون / حقوق الملكية x 100

1-2 نسبة السيولة: كما سبق وتعرفنا على السيولة، فهذه النسبة تقيس قدرة المؤسسة على تسديد ديونها قصيرة الأجل في تاريخ استحقاقها عن طريق تسهيل أصولها المتداولة، وتتضمن ثلاثة نسب هي:

نسبة السيولة العامة: وهي من أقدم النسب وأوسعها انتشاراً لأنها تلفت نظر المحللين بإعطائها صورة كاملة عن السيولة الموجودة في المؤسسة، وكلما زادت هذه النسبة عن الواحد دل على وجود هامش أمان للمؤسسة يمكنها من سداد التزاماتها قصيرة الأجل ولكن في غالب الأحيان ارتفاع هذه النسبة يكون ناتج عن تضخم بنود الأصول المتداولة بسبب عدم التسيير الجيد أو عدم قدرتها على توظيف المتاحات المالية والنقدية المتوفرة لديها، وتحسب بالعلاقة التالية:<sup>73</sup>

نسبة السيولة العامة = الأصول المتداولة / ديون قصيرة الأجل x 100

نسبة السيولة المختصرة: توضح هذه النسبة مقدار النقدية المتاحة للمؤسسة في وقت معين تسمح لها بتغطية قسم كبير من ديونها قصيرة الأجل وتكون محصورة بين (0.3- 0.5) فوق 0.5 تكون جيدة، وتحسب بالعلاقة التالية:

نسبة السيولة المختصرة = (الأصول المتداولة-المخزون) / الخصوم المتداولة x 100

73 منير ابراهيم هندي الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الاداء "مدخل حوكمة الشركات" الطبعة الاولى دار المعرفة الجامعية الاسكندرية 2009 ص. 148

## الفصل الأول: أساسيات حول هيكل التمويل والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

نسبة السيولة الجاهزة: تعبر هذه النسبة على قدرة المؤسسة على سداد خصومها المتداولة من أصولها بعد استبعاد عنصر المخزون وتكون محصورة بين (0.1- 0.3) فوق 0.3 تكون جيدة، وتحسب بالعلاقة التالية:<sup>74</sup>

$$\text{نسبة السيولة الجاهزة} = \frac{\text{القيم الجاهزة}}{\text{ديون قصيرة الأجل}} \times 100$$

من خلال عملية تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة يجب الحكم على حالته ويكون في ثلاث حالات رئيسية ممكنة وهي:

- ✓ إما أن تكون وضعية الهيكل المالي أقل من النسبة المستهدفة، وجود خلل في الهيكل التمويلي.
  - ✓ إما أن تكون وضعية الهيكل التمويلي مساوية للنسبة المستهدفة، هيكل مالي مناسب.
  - ✓ إما أن تكون وضعية الهيكل التمويلي تجاوزت النسبة المستهدفة، وهنا يجب إعادته إلى الوضع الطبيعي.
- وفي حال قضي تقييم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة بعدم أمثلته تقوم المؤسسة ببعض الإجراءات التصحيحية من أجل السير به نحو الأمثلية، تتمحور في أربعة أساليب ممكنة وهي:
- ✓ إعادة بناء الهيكل التمويلي وذلك باستخدام أموال ملكية جديدة، وهذا في حالة ارتفاع نسبة الاستدانة من أجل تخفيضها العكس صحيح.
  - ✓ التنازل عن الاستثمارات غير المستخدمة أو غير الضرورية واستخدام الأموال المتحصل عليها من هذه العملية في ارجاع الأموال المقترضة إذا كان الهدف هو تخفيض نسبة الأموال المقترضة.
  - ✓ تمويل الاستثمارات الجديدة وانتقاء مصادر التمويل بالنسبة للاستثمارات الجديدة وذلك بمراعاة تحقيق نسبة الاستدانة المثلى<sup>75</sup>.

74 مصطفى عوادي، منير عوادي، مؤشرات ونسب تقييم الأداء المالي، مرجع سبق ذكره، ص.360

75 بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.166

### خلاصة الفصل:

خلال هذا الفصل تطرقنا إلى أهم النقاط المتعلقة بمهية الهيكل المالي واختلافه عن هيكل رأس المال هذا الأخير الذي يشمل فقط على الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل، ومنه نستنتج أنه جزء من الهيكل المالي الذي يمثل جميع أشكال التمويل سواء كانت مملوكة أو مقترضة، وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، ولكن اختيار أفضل بديل للمؤسسة يكون باتخاذ مجموعة من العوامل بعين الاعتبار وهي التي من أسباب اختلاف مكونات الهيكل المالي بين المؤسسات وأدائها والتي يمكن أن نذكر منها: الربحية، السيولة، حجم المؤسسة، معدل النمو... الخ وهذا الذي تؤكد النظريات التي جاءت لتفسير أسس الهيكل المالي، وتطرقنا كذلك إلى المفاهيم الخاصة بالأداء المالي والذي يعد المحدد لنجاح أو فشل المؤسسات في تحقيق أهدافها، بحيث يتوقف بالدرجة الأولى على فعالية قرارات المديرين الماليين في تحديد المصدر المناسب الذي يخلق عوائد مالية لتحقيق تراكم الثروة، وحاولنا ترجمة ذلك عن طريق مؤشرات خاصة.

## الفصل الثاني

### تمهيد:

نحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على مديرية سونلغاز لولاية عين تموشنت، ذلك باعتبار أن الهدف من الجزء الميداني في أي دراسة محاولة تطبيق الجانب النظري منها على أرض الواقع استكمالا لمحاور هذه الدراسة لذلك نحاول تبيان العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي لمؤسسة سونلغاز انطلاقا من تحليل الهيكل المالي للمؤسسة، حساب كل من نسب الهيكل المالي، مؤشرات التوازن المالي ونسب السيولة خلال الفترة (2016-2018)، وأخيرا عرض النتائج المتوصل إليها، ومناقشتها قصد الخروج بمجموعة من التوصيات والاقتراحات ويتم عرض ذلك من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: تقديم عام لشركة توزيع الكهرباء والغاز للغرب
- المبحث الثاني: عرض الميزانيات المالية لشركة توزيع الكهرباء والغاز للغرب عين تموشنت.
- المبحث الثالث: دراسة الهيكل التمويلي على الأداء المالي للشركة

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركة سونلغاز لعين تموشنت

### المبحث الأول: تقديم عام لشركة توزيع الكهرباء والغاز

تمتلك الجزائر ثروات طبيعية وبشرية متنوعة تساعد على إنشاء عدة صناعات، ومن أهم الثروات التي تمتلكها هي البترول والغاز الطبيعي، وبما أنهما عنصران مهمان جدا في إنتاج الطاقة في العصر الحديث، فقد قامت الجزائر باستغلال هذه الثروات بإنشاء عدة شركات منها مؤسسة سونلغاز والتي تعتبر ثاني مؤسسة جزائرية من حيث مواردها المالية والبشرية بعد مؤسسة سوناطراك، وتعد سونلغاز واحدة من أكبر المستخدمين في الساحة الصناعية، ومنه سنتطرق إلى التعريف بمؤسسة سونلغاز ومهامها، هيكلها التنظيمي بالإضافة إلى التعريف بمديرية التوزيع لعين تموشنت أين تم إجراء الدراسة الميدانية.

### المطلب الأول: التعريف بشركة توزيع الكهرباء والغاز

#### أولا: التعريف بالمؤسسة الوطنية لتوزيع الكهرباء والغاز

تعتبر شركة توزيع الكهرباء والغاز فرع من فروع مجمع سونلغاز وهي شركة مساهمة برأس مال قدره 25 مليار دينار جزائري، وهي تتشكل من مجموع وظيفية وتشغيلية تغطي 511 بلدية موزعة على 17 ولاية شمال وغرب البلاد، ويمتد على مساحة 933362 كيلوا متر مربع مع عدد من السكان 10044311 وتتشكل من 113 وكالة تجارية:

✓ 63 مقاطعة كهرباء.

✓ 46 مقاطعة غاز .

✓ 19 مقاطعة لاستغلال الغاز.

وتسعى سونلغاز لتحقيق الأهداف التالية:

✓ التحسين ورفع من جودة خدماتها.

✓ تطبيق الجودة في مجالات التسيير وإدارة الأعمال.

✓ العمل على تقليص التكاليف.

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركة سونلغاز لعين تموشنت

✓ التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد.

✓ تطوير شبكات الكهرباء والغاز بحيث يسمح بربط زبائن جدد به.

✓ المساهمة في تجسيد السياسة الطاقوية الوطنية التي ترقى إلى مستوى برامج الإنجاز الهامة في مجال

الإنارة الريفية والتوزيع العمومي للغاز التي سمحت برفع نسبة التغطية.

### ثانيا: خصائص شركة توزيع الكهرباء والغاز للغرب عين تموشنت

شركة توزيع الكهرباء والغاز للغرب تبنت منذ شهر أبريل 2009 ميثاق بياني لتمييز هويتها المتكونة من مجموعة مديريات وظيفية ومن عشرون مديرية توزيع تغطي سبعة عشر ولاية من الشمال الغربي إلى الجنوب الغربي للبلاد بجزره أكثر من خمسين سنة وذبائن أكثر. من بين المديريات مديرية التوزيع لعين تموشنت التي تقع على طريق بلدية شعبة اللحم، وبها 315 عامل من كل الفئات الاجتماعية المهنية، تشرف على التسيير التقني والتجاري لشبكتي الكهرباء والغاز عبر كامل بلديات الولاية كما تغطي ثمانية دوائر وهي: عين تموشنت، المالح، ولهاصة، عين الكيحل، حمام بوحجر، عين الأربعاء، العامرية، بني صاف ولديها شبكة مكونة من ستة وكالات تجارية وثلاث مصالح تقنية في الكهرباء وثلاث مصالح تقنية في الغاز وتزود 98836 مشترك بالكهرباء و46335 مشترك بالغاز ومهامها نجد

✓ ضمان الأمن والوقاية الكهربائية والغازية.

✓ صيانة وتنمية شبكة توزيع الكهرباء والغاز.

✓ توزيع أشغال الكهرباء والغاز.

✓ اعداد السياسة التجارية في مجال التسعيرة وتقديم الخدمات للزبائن وتطوير المبيعات.

✓ تقوم بالتمويلات الضرورية لتنفيذ المشاريع.

✓ تشارك في تحديد المقاييس التي تنطبق على العتاد والتجهيزات ولا سيما منها برامج التسيير

الكهربائي والتوزيع العمومي للغاز، ولتنفيذ هذه المهام قامت مديرية التوزيع لعين تموشنت



## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركة سونلغاز لعين تموشنت

بتجهيز نظام جديد يمزج بين تكنولوجيا الإعلام الآلي والمواصلات الكترونية لضمان جودة عالية في الخدمة مع فعالية وأمن المستغلين والعتاد.

### المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لشركة توزيع الكهرباء والغاز

إن شركة سونلغاز متفرعة من شجرة مكونة من:

**1-المدير العام:** وهو الذي يتحكم في أقسام المديرية والمواظبة واتخاذ القرارات الخاصة بالأقسام سواء كانت قرارات في مصالحها أو قرارات ضدها في حالة سوء التسيير أو المشاكل التي تنجم عنها.

**2-سكرتارية التنسيق (الأمانة):** هي بمثابة القلب النابض للمؤسسة، إذ أنها همزة وصل بين المدير وكل أقسام المؤسسة وكذا المستثمرين.

**3-قسم العلاقات التجارية:** وهو القسم المكلف بتسيير شؤون الزبائن وتوصيلهم بالكهرباء والغاز وفق طلباتهم.

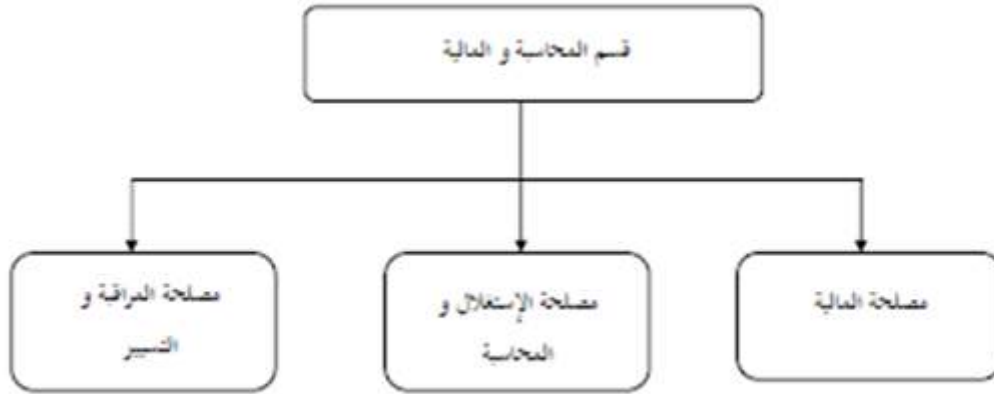
**4-قسم استغلال الغاز:** هو القسم المخصص للقيام بكل الأشغال والاستثمارات الخاصة بالغاز فقط كما يعمل على صيانة صمامات الغاز وقياس التوترات للقنوات الفولاذية.

**5-قسم استغلال الكهرباء:** وهو القسم المكلف بتوزيع الكهرباء والعمل على توسيع الشبكة الكهربائية وتوصيلها إلى أبعد الحلول، وقسم الدراسات وتنفيذ الاستثمارات في مجال الكهرباء وهو القسم المخصص لدراسة مختلف الاستثمارات في مجال الكهرباء والغاز والقيام بعروض استثمارية للمقاولين بغرض توسيع الشبكة وإيصالها إلى كل الزبائن.

**6-قسم المالية والمحاسبة:** يعتبر هذا القسم من أهم أقسام المديرية، حيث يحتوي على ثلاث مصالح وهي: مصلحة المالية، مصلحة الاستغلال والمحاسبة، ومصلحة المراقبة والتسيير، وتتمثل مهام هذا القسم في التسيير المالي للشركة والسهر على تسديد ديونها مقابل تحقيق أرباح لها، بالإضافة إلى متابعة المداخيل الشهرية للبنك، وحساب البريد، ومراقبة كل عمليات الجرد الفصلية والسنوية وتحضير الميزانية ومراقبة وتحليل الصندوق، مراقبة أجور العمال، الضرائب، مراقبة كل العمليات التي تجري في دفتر اليومية والميزانية.

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركة سونلغاز لعين تموشنت

### الشكل رقم(02) الهيكل التنظيمي لقسم المحاسبة والمالية



المصدر: وثائق المؤسسة

5- قسم الموارد البشرية: يقوم هذا القسم بالسهر على إعداد استغلال الأجر وكل العناصر المتغيرة ومعالجة الشكاوى، القيام بمخططات التكوين في كل سنة، وكذلك التنسيق ومراقبة مختلف النشاطات الإدارية وتسيير المستخدمين مثل التوظيف، التوجيه التكوين، النقل والمشاركة في تطبيق مختلف مخططات الموارد البشرية، تحليل وتقييم حاجات العامل في التكوين.

8- مهندس الأمن: يقوم بمتابعة حوادث العمل المهنية والأشخاص المدنيين ووضع لوحات المعلومات والتقارير للمديرية، نشر الملصقات للحوادث النموذجية وممارسة وضمان وقاية ولأمن الوحدة ومتابعة التوجيهات.

9- مصلحة الأمن الداخلي: مساعدة المدير في تنسيق القرارات والاجراءات المناسبة للأمن الداخلي والسهر على مطابقة مخططات الأمن الداخلي لكل البنية التحتية للمديرية والتحقق من وجود الوسائل التقنية للحماية ومراقبة أعوان الأمن الداخلي.

10- مصلحة الاتصالات: تقوم هذه المصلحة بتمثيل المديرية العامة على المستوى المحلي وذلك من خلال تنظيم حملات إعلامية وتحسيسية حول المواضيع التي تخص نشاطات المؤسسة، وتحسيس الزبائن حول مخاطر استعمال الكهرباء والغاز، تحسين صورة المؤسسة على مستوى الإعلام (الصحافة والإذاعة)

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركة سونلغاز لعين تموشنت

من خلال الرد على المقالات المسيئة للمؤسسة وحضور بعض الحصص الإذاعية والمشاركة في إصدار المجلة الخاصة بالمؤسسة.

**11-مصلحة الأعمال القانونية:** تقوم هذه المصلحة بالنظر في المنازعات القانونية التي تكون المديرية طرفاً فيها.

**12-فرع الوسائل العامة:** هو فرع يتكفل بكراء المحلات لاستعمالها كوكالات تجارية، توفير النقل للعمال، التعامل مع موردي الشركة، يتكفل بشراء الأجهزة والمعدات.

**13-قسم تسيير أنظمة الإعلام الآلي:** هو قسم يقوم بنقل المعلومات فيما بين الأقسام، يقوم بإدخال إضافات فيما يخص شبكة الإعلام الآلي والمعلوماتية، إصلاح أجهزة الكمبيوتر... الخ.

الشكل رقم(03) الهيكل التنظيمي العام لمؤسسة سونلغاز



المصدر: وثائق المؤسسة

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركة سونلغاز لعين تموشنت

المبحث الثاني: عرض القوائم المالية لشركة توزيع الكهرباء والغاز للغرب عين تموشنت

في هذا المبحث سيتم عرض القوائم المالية بالقيمة الصافية المتمثلة في الميزانية المالية للفترة (2016-2018) وهذا بغرض التعرف عليها.

المطلب الأول: جانب الأصول للفترة (2016-2018)

الجدول رقم (01) جانب الأصول من الميزانيات المالية المفصلة للفترة (2016-2017)

الوحدة: دج

المبالغ الصافية			الأصول
2018	2017	2016	
			أصول غير جارية
12612290.62	12612290.62	12612290.62	أراضي
6842270.94	7061523.26	7500027.89	عمليات ترتيب وتهيئة الأراضي
460787434.09	471199806.92	444857249.14	مباني
6348377382.78	5471658082.96	3837219242.01	منشآت تقنية، معدات وأدوات صناعية
781439001.23	1165971039.83	450637991.83	تثبيات عينية أخرى
1360986990.03	1783394899.86	3661800845.91	تثبيات جارية أنجزها
8971045369.69	8919897643.45	8414627647.40	مجموع أصول غير جارية
			أصول جارية
4984441.00	4984441.00	7805772.80	مخزونات
993067209.61	991993626.93	691136039.43	الزبائن
11025019.38	9899640.93	19197774.77	مدينون آخرون
22261042.33	14438278.22	26877111.68	ضرائب وما شابهها
210549382.15	159679015.21	94698858.99	خزينة
1241887094.47	1180995001.41	839715557.67	مجموع أصول جارية
10212932464.16	10092892644.86	9254343205.07	مجموع أصول

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركة سونلغاز لعين تموشنت

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على ميزانية مؤسسة سونلغاز للفترة (2016-2018)

### التعليق:

نلاحظ من خلال الجدول ارتفاع مجموع الأصول غير الجارية وهذا راجع إلى حيازة بعض التثبيتات الجديدة مثل معدات وأدوات صناعية، حيث ارتفعت بنسبة 43٪ سنة 2017 مقارنة بـ 2016، وبنسبة 16٪ سنة 2018 مقارنة بـ 2017.

بالنسبة للأصول الجارية فشهدت تذبذبا في قيمها وهذا راجع إلى التغير الموجود في عناصرها فمثلا زيادة قيمة الزبائن بنسبة سنة مقارنة بسنة وهذا يدل على توسع المؤسسة في خدماتها

### المطلب الثاني: جانب الخصوم للفترة (2016-2018)

#### الجدول رقم (02) جانب الخصوم من الميزانيات المالية المفصلة للفترة (2016-2018)

الوحدة: دج

المبالغ الصافية			الخصوم
2018	2017	2016	
			الأموال الخاصة
86587180.16	86587180.16	86587187.16	فارق إعادة التقييم
6022964428.20	6243609534.83	5602118400.94	حسابات الارتباط
6109551608.36	6330196714.99	5688705581.10	مجموع الأموال الخاصة
			خصوم غير جارية
134035591.04	118853528.42	99569243.40	القروض والديون المالية
2512415924.38	2112245203.67	1894385926.30	مؤونات ومنتجات ثابتة
2646451515.38	2231098732.09	1993955169.70	مجموع خصوم غير جارية
			خصوم جارية
320729051.55	348068735.90	755584110.54	الموردون وحسابات ماحقة
27864758.02	49219964.66	17707921.97	ضرائب
1108335528.81	1134308497.22	798390421.76	ديون أخرى
1456929340.38	1531597197.78	1571682454.27	مجموع خصوم الجارية
10212932464.16	10092892644.86	9254343205.07	مجموع الخصوم

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركة سونلغاز لعين تموشنت

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على ميزانية مؤسسة سونلغاز للفترة (2016-2018)

### المبحث الثالث: دراسة الهيكل التمويلي للشركة

سنتطرق في هذا المبحث إلى كيفية تقويم الهيكل التمويلي للمؤسسة من أجل الحكم عليه وذلك من خلال حساب مؤشرات التوازن المالي، نسب الهيكل المالية والسيولة.

### المطلب الأول: التعرف على مصادر تمويل الشركة وتطورها

#### أ- جدول رقم (03) وسائل التمويل الذاتي لشركة سونلغاز للفترة (2016-2018)

البيان / السنوات	2016	2017	2018
الإهلاكات	4532405628.44	5048014194.14	5536736754.47
نسبة التغير	-	% 11.37	%9,68

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

#### التعليق:

نلاحظ من خلال الجدول تزايد طفيف في مجموع الإهلاكات خلال الفترة (2016-2018)، حيث قدرت الإهلاكات سنة 2016 بـ 4532405628.44 وازدادت بنسبة نمو 11.37٪ في سنة 2017، ثم ازدادت بمقدار طفيف بنسبة 9.68 في سنة 2018، ويمكن تفسير هذه الزيادة إلى زيادة بعض عناصر التثبيتات أي حيازة تثبيبات جديدة.

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركة سونلغاز لعين تموشنت

### ب- جدول رقم (04) الميزج التمويلي لمؤسسة سونلغاز وتطورها للفترة (2016-2018)

2018	2017	2016	البيان / السنوات	هيكل رأس المال (التمويل الدائم)
6109551608.36	6330196714.99	5688705581.10	الأموال الخاصة	
% 59.82	% 62.71	% 61.47	نسبة	
2646451515.42	2231098732.09	1993955169.70	ديون طويلة ومتوسطة الأجل	
% 25.91	% 22.10	% 21.54	نسبة	
1456929340.38	1531597197.78	1571682454.27	ديون قصيرة الأجل	
% 14.26	% 15.17	% 16.98	نسبة	
10212932464.14	10092892644.86	9254343205.07	مجموع الموارد	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

#### التعليق:

من خلال الجدول أعلاه الذي يمثل الهيكل التمويلي لمؤسسة سونلغاز خلال الفترة (2016-2018) أن الأموال الخاصة بلغت نسبتها أكثر من 50% من الهيكل التمويلي، مما يعني أن مؤسسة سونلغاز تعتمد بالدرجة الأولى على الأموال الخاصة وبصفة ضئيلة على الديون، وهذا عامل إيجابي للاستفادة من الاستقلالية اتجاه الغير من جهة، ومن جهة أخرى فإن الشركة تكون أقل عرضة للمخاطر المالية الناجمة عن الاستدانة.



## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركة سونلغاز لعين تموشنت

المطلب الثاني: تشخيص الهيكل التمويلي للشركة وأثره على الأداء المالي

أ- التشخيص بواسطة مؤشرات التوازن المالي:

الجدول رقم (05) حساب رأس المال العامل للاستغلال

2018	2017	2016	البيان / السنوات
8756003123.8	8561295447.1	7682660750.8	من أعلى الميزانية
			أموال دائمة
			-
8971045369.69	8911897643.45	841414627647.40	أصول ثابتة
			=
-215042245.9	-350602196.4	-731966896.6	رأس المال العامل الإجمالي Frn
			من أسفل الميزانية
1241887094.47	1180995001.41	8397115557.67	الأصول المتداولة
			-
1456929340.38	1531597197.78	1571682454.27	الخصوم المتداولة
-215042245.9	-350602196.4	-7319666896.6	= رأس المال العامل Frn

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

التعليق:

نلاحظ من خلال الجدول أن رأس المال العامل الصافي سالباً خلال الفترة (2016-2018)، وهو ما

يؤكد أن المؤسسة لا تمتلك هامش أمان لمواجهة حوادث دورة الاستغلال التي تمس السيولة، وأن المؤسسة

غير قادرة على تمويل استثماراتها باستخدام مواردها المالية.

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركة سونلغاز لعين تموشنت

### الجدول رقم (06) احتياج رأس المال العامل للاستغلال

2018	2017	2016	البيان /السنوات
1031337712.3	1021315986.2	745016698.6	الأصول المتداولة ما عدا القيم الجاهزة -
1456929340.38	1531597197.78	1571682454.27	ديون قصيرة الأجل ما عدا سلفيات المصرفية
-425591628.1	-510281211.6	-826665755.7	= احتياج رأس المال العامل للاستغلال

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

#### التعليق:

نلاحظ من الجدول أن احتياجات رأس المال العامل سالبا خلال الفترة (2016-2018)، والاصل انه عندما يكون راس المال العامل موجب يكون الاحتياج سالب، وكما سبق ولاحظنا ان راس المال العامل سالب وفي هذه الحالة الاحتياجات تم تغطيتها فمن الممكن أنها استفادت من إعانة الدولة.

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركة سونلغاز لعين تموشنت

### جدول رقم (07) تطور الخزينة الصافية لشركة سونلغاز للفترة (2016-2018)

2018	2017	2016	البيان/السنوات
210549382.15	159679015.21	94698858.99	القيم الجاهزة
			-
			السلفيات البنكية
210549382.15	159679015.21	94698858.99	=
			الخزينة الصافية

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

#### التعليق:

نلاحظ أن الخزينة خلال الفترة (2016-2018) موجبة، وبالتالي هناك فائض في شكل سيولة الذي يمكن من تمويل جزء من الأصول المتداولة التي قد تفوق الخصوم المتداولة.

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركة سونلغاز لعين تموشنت

الجدول رقم (08) نسب السيولة لشركة سونلغاز للفترة (2016-2018)

2018	2017	2016	البيان/السنوات
1241887094.47	1180995001.41	839715557.67	نسبة السيولة العامة
1456929340.38	1531597197.78	1571682454.27	
0,85	0,77	0,53	
1236902653.5	1176010560.4	831909784.87	نسبة السيولة المختصرة
1456929340.38	1531597197.78	1571682454.27	
0.84	0,76	0,52	
210549382.15	159679015.21	946988558.99	نسبة السيولة الجاهزة
1456929340.38	1531597197.78	1571682454.27	
0,14	0,10	0,60	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

### التعليق:

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة السيولة العامة خلال السنوات الثلاث أقل من الواحد معناه أن الأصول المتداولة لا تغطي الديون قصيرة الأجل أي عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.

نسبة السيولة المختصرة فوق 50٪ معناه أن المؤسسة قادرة على تغطية ديونها قصيرة الأجل بواسطة حقوقها وهذا دون اعتبار لباقي عناصر الأصول الجارية.

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة السيولة الآنية مقبولة، هذا يعني أن النقدية تكون متاحة للمؤسسة في نهاية السنة تسمح لها بتغطية قسم كبير من ديونها قصيرة الأجل.

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركة سونلغاز لعين تموشنت

الجدول رقم (09) نسب الهيكل المالي لشركة سونلغاز للفترة (2016-2018)

2018	2017	2016	البيان / السنوات
8756003123.7	8561295447.1	7682660750.8	نسبة التمويل الدائم
8971045369.69	8911897643.45	841414627647.40	
97%	95%	%91	
6109551608.36	6330196714.99	5688705581.10	نسبة التمويل الخاص (الذاتي)
8971045369.69	8919897643.45	8414627647.40	
%68	%71	%67	
6109551608.36	6330196714.99	5688705581.10	نسبة الاستقلالية المالية
4103380855.8	376269529.9	3565637624	
%148	%168	%159	
4103380855.8	376269529.9	3565637624	نسبة التمويل الخارجي (المديونية)
10212932464.16	10092892644.86	9254343205.07	
%40	%37	%38	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

### التعليق:

- 1- نلاحظ خلال الجدول أعلاه أن نسبة التمويل الدائم أقل من الواحد، فنسبة التمويل الدائم التي هي عبارة عن صيغة أخرى لرأس المال العامل في المؤسسة لم تحقق توازن هيكلي بحيث الأموال الدائمة لا تستطيع أن تمول الأصول الثابتة.
- 2- نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة التمويل الخاص بلغت على التوالي 67٪، 71٪، 68٪ وتبقى أقل من الواحد هذا يدل على أن الأصول الثابتة لا تمول عن طريق الأموال الخاصة لذلك هي بحاجة إلى موارد خارجية أخرى.
- 3- نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة الاستقلالية المالية تفوق النسبة المرجعية والمقدرة ب 0.5 ما يعكس استقلالية المؤسسة، وليست في وضعية مثقلة بالديون.

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركة سونلغاز لعين تموشنت

---

### خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا التطبيقية لمؤسسة سونلغاز قمنا بتعريفها وعرض قوائمها المالية الممنوحة من طرفها والمتمثلة في الميزانيات المالية، حيث قمنا بتحليلها وحساب بعض المؤشرات والنسب المالية ولاحظنا أن

المؤسسة تركز على التمويل عن طريق الأموال الخاصة وهذا من أجل التمتع بالاستقلالية المالية، ومصادر تمويلها لا تتمتع بالملائمة وهناك عجز في وضعيتها المالية.

الخاتمة

## الخاتمة:

إن المؤسسات الاقتصادية الجزائرية كغيرها من المؤسسات مطالبة بإدراج قرارات التمويل ضمن الأدوات الفعالة الكفيلة بترشيد استخدام الموارد المستعملة فيها والتي ترفع من كفاءتها .

حاولت هذه الدراسة قدر المستطاع الإلمام بجوانب الموضوع بدراسة الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسة، وإسقاط الدراسة على واقع مؤسسة سونلغاز للغرب فرع عين تموشنت مع محاولة استخراج تأثير هيكلها المالي على أداءها المالي وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن إيجازها في النقاط التالية :

## نتائج الدراسة :

يؤثر الهيكل المالي على الأداء المالي إما بالإيجاب أو السلب، إيجاباً (الأداء المالي الإيجابي)، وهذا من خلال تشكيل التوليفة المثلى للمصادر التمويلية المتاحة أمامها واستخدامها بما يضمن تشكيل الثروة، أما في حالة السلب فهذا يدل على سوء تسيير الموارد المتاحة أمامها.

يشمل الهيكل المالي كل أشكال التمويل (ملكية أو اقتراض)، أما هيكل رأس المال فيقصد به التمويل الدائم أي يشمل على قروض طويلة الأجل وحقوق الملكية دون احتساب أنواع التمويل قصيرة الأجل. يعتبر التمويل الذاتي أفضل وسيلة للتمويل وأقلها تكلفة، ولكن في معظم الأحيان غير كافي لأنه مرتبط دائما بالنتيجة .

كلما زاد اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي (الرافعة المالية) تستفيد من المزايا الضريبية ويصبح فعالا إذا استطاعت استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة.

عند تحديد الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية تؤخذ بعين الاعتبار مجموعة من المحددات والتي نذكر منها: الربحية السيولة حجم المؤسسة ونموها... الخ.

الأداء المالي هو كفاءة النشاط المالي للمؤسسة الاقتصادية.

تعتمد مؤسسة سونلغاز على الاموال الخاصة بالدرجة الأولى وبصفة ضئيلة على الديون.



من خلال المؤشرات التي تم تطبيقها توصلنا إلى أن الشركة في وضعية مالية غير متوازنة.

### التوصيات:

مادام أن الأموال الخاصة أكثر من 50٪ من الهيكل التمويلي فهي تتمتع بأريحية في اتخاذ قراراتها ويمكن لها انتهاج الاستراتيجية التي تراها مناسبة، والتي من شأنها أن ترفع من نمو المؤسسة .

يمكنها تغطية الأصول الثابتة بقروض طويلة الأجل وفي نفس الوقت الاستفادة من الرفع المالي، وتغطية الاحتياج في تمويل دورة الاستغلال عن طريق التباعد الزمني الممنوح من طرف المورد أو الديون قصيرة الأجل .

ضرورة استغلال الموارد بطريقة رشيدة ومحكمة من أجل تحسين أدائها المالي على مختلف الأصعدة.

اعطاء أهمية للسوق المالية بهدف تفعيل حركتها لأنها الداعم الأساسي لإعادة هيكل الاقتصاد .

### آفاق الدراسة :

إن البحث في مجال تمويل المؤسسة الاقتصادية لا يزال واسعاً، وهناك بعض الإشكاليات المطروحة في هذا المجال نذكر منها :

- تأثير هيكل التمويل على إستراتيجية المؤسسة.

- تأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة المسعرة.

- إعادة إجراء هذه الدراسة على مستوى القطاع الخاص.

# قائمة المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

#### • الكتب

- 1- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.
- 2- عاطف وليم اندراوس، التمويل والادارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008.
- 3- منير ابراهيم هندي الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء "مدخل حوكمة الشركات" الطبعة الأولى، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية 2009.
- المذكرات والرسائل العلمية
- 4- بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز الجزائر، مذكرة ماجستير، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2012.
- 5- أنفال حدة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة، مذكرة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2012.
- 6- كرار عباس، حسين الشريفي، تأثير هيكل التمويل في تعزيز قيمة الشركة بإطار نظرية الانتقال دراسة حالة لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، قسم ادارة اعمال كلية الادارة والاقتصاد جامعة كربلاء، 2021.
- 7- بسام حقي، أثر الهيكل التمويلي في الأداء المالي للمصارف الإسلامية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، قسم إدارة اعمال، الجامعة الافتراضية السورية، 2016
- 8- شرايي بابة كنزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة دراسة جالة عينة من المؤسسات الجزائرية، مذكرة ماجستير، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2014.
- 9- علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، مذكرة مقدمة لاستكمال الماجستير، قسم علوم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2009.
- 10- أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، قسم إدارة اعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2016، ص. 17 18
- 11- نشأت حكمت عليوي، أثر الرفع المالي على الأداء المالي في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الاوسط، 2019.
- 12- زويينة مخلخل، مساهمة نظام المعلومات الحاسوبية في اتخاذ القرارات التمويلية بالمؤسسة دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة، اطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2020.

- 13- محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016.
- 14- حمدي فلة، تأثير استخدام محاسبة القيمة العادلة على المؤشرات المالية في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة الكوابل بسكرة، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2017.
- 15- يزيد سليم محمد، أثر هيكل رأس المال في الأداء المالي للشركات دراسة ميدانية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، قسم إدارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2016.
- المقالات العلمية
- 16- مولود فتحي، قطاف عبد القادر، دراسة تحليلية لأثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال الجزائر، مجلة اضافات اقتصادية، العدد 2، جامعة غرداية الجزائر، 4 سبتمبر 2018.
- 17- نبيلة سهايلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائر، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 5، جامعة العربي بن مهيدي ام البواقي الجزائر، جوان 2017.
- 18- مراد حجاج، عبد اللطيف مصطفى، فاطمة الزهراء شايب، قياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي دراسة حالة عينة من شركات الإسمنت الجزائرية، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية، العدد 2، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 01 ديسمبر 2019.
- 19- صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة المؤسسة دراسة عينة من الشركات الأجنبية، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، العدد 83، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2015.
- 20- بحري علي، تحليل الأداء المالي بالنسب المالية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 3، جامعة الجلفة، جويلية 2018.
- 21- سحنون أمال، دور أدوات التحليل المالي في قياس الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة حضنة الحليب، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 01، جوان 2021.
- 23- محمد البشير، بن عمر أحمد، نصير غانية نذير، تحليل مؤشرات الاداء المالي في المؤسسة الاقتصادية حالة المجمع الصناعي صيدال في الفترة (2010-2013)، مجلة دراسات متقدمة في المالية والمحاسبة، العدد 01، جامعة الوادي، جانفي 2018
- 24- مصطفى عوادي، منير عوادي، مؤشرات ونسب تقييم الأداء المالي، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، العدد 01 جامعة الوادي الجزائر، أفريل 2021.
- 25- أمجد إبراهيم آدم محمد، أثر استخدام الديون على الربحية دراسة تطبيقية على البنوك المدرجة في سوق الأسهم السعودية، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة، العدد 2، جامعة الازهر، يوليو 2014.

- 26- سليم مجلخ، وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام الانحدار الذاتي، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة قالمة، العدد 6، جوان 2019
- 27- حركاتي نبيل، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة (2009-2014)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 01، ديسمبر 2018  
المطبوعات:
- 28- جديدن لحسن، محاضرات في الأسواق المالية والمالية المعاصرة، (موجهة السنة الأولى ماستر تخصص اقتصاد نقدي وبنكي)، معهد العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة بلحاج بوشعيب، 2019.  
المراجع باللغة الأجنبية

**Les magazines :**

29-Hung The DINH، Cuong Duc PHAM، **The Effect of Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Listing Pharmaceutical Enterprises.** Journal of Asian Finance، Economics and Business، Vol 7.

30-Vishun Prasad G، **Impact of Capital Structure on Financial Performance of Small Finance Banks in India.** International Journal of Research in Business Studies and Management، Volume 6، Issue 4، 2019

31-Nassar S، **The impact of capital structure on financial performance of the firms Evidence Borsa Istanbul.** Journal of Business and Financial Affairs، N 5، 2016

الملاحق

