

## محاضرة 4: الهيكل المالي وتكلفة رأس المال

بناء على قرار التمويل يتم تحديد الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الاقتصادية، لذلك فإنه يتطلب أولاً معرفة ما هو الهيكل المالي ومصادره، ومن هنا حاولنا في هذا المبحث إعطاء مفهوم شامل للهيكل المالي والتطرق إلى مكوناته والعوامل المؤثرة فيه .

### أولاً: ماهية الهيكل المالي

#### 1- تعريف الهيكل المالي:

• يعرف الهيكل المالي (Financial Structure) بأنه: "مجموع الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المنشأة، وهو يتضمن التمويل المقترض (Debt Financing, D)، والتمويل الممتلك (Equity Financing, E)، وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية. أي أن الهيكل المالي يتكون من نوعين من التمويل هما: التمويل المقترض (D) الذي يتضمن التمويل المقترض قصير الأجل (Short-Term Debt Financing) والتمويل المقترض طويل الأجل (Long-Term Debt Financing) . والتمويل الممتلك (E) الذي يتضمن رأس المال المدفوع + الأرباح المحتجزة<sup>1</sup> .

• يعرف أيضاً: "أنه توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها ويكون من مجموعة من العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العامة سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل، و سواء كانت أموال دين أو أموال خاصة<sup>2</sup> .

• يعرف أيضاً "أنه تشكيلة المصادر التي تحصلت منها المؤسسة على الأموال المطلوبة لفرض تمويل استثماراتها، فهو يتكون من جميع أشكال وأنواع مصادر التمويل من حقوق الملكية و قروض قصيرة وطويلة الأجل<sup>3</sup> .

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نعرف الهيكل المالي بأنه مصادر التمويل من أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في الميزانية .

#### 2- خصائص الهيكل المالي:

لتحقيق التوازن المناسب بين العائد والمخاطرة، يجب تحديد الهيكل التمويلي المناسب لكل مؤسسة، والذي من شأنه أن يؤدي الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بما يؤدي إلى تحقيق النمو والتوسع المستمر من

محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2013، ص 307<sup>1</sup>

غراب زينب، الهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة المسعرة، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010/2011 ص 51<sup>2</sup>

نجماي نذير، لعروسي محمد، تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أدرار، الجزائر، 2020/2019، ص 5.<sup>3</sup>

خلال<sup>1</sup>: (تغطية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف، تخفيض المخاطر المالية، تحقيق معدلات عائد متزايدة على الأموال المستثمرة )، ومما سبق يمكننا تحديد أهم الخصائص و السمات التي يتسم بها الهيكل المالي فيما يلي<sup>2</sup> :

- **الربحية:** يجب أن يعود الهيكل المالي بالنفع على المؤسسة من خلال الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة .
- **القدرة على الوفاء بالدين:** حيث يجب أن لا يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالالتزامات، وفي نفس الوقت يجنب الملاك (حملة الأسهم العادية ) أي مخاطر إضافية .
- **المرونة:** بمعنى قدرته على مواجهة مختلف التغيرات التي تحدث وتعديل المؤسسة لخططها التمويلية بما يتلائم واحتياجاتها المختلفة وبأقل تكلفة ممكنة .
- **الرقابة:** يجب أن يتضمن الهيكل المالي مخاطرة أقل من أجل تسهيل الرقابة على إدارة المؤسسة.

### 3- مناهج اختيار الهيكل المالي

هناك ثلاث مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب وهي<sup>3</sup>:

- **منهج التوازن:** يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرونة مالية للهيكل المالي، وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة، في ظل افتراضات محددة وهي أن هناك عائد متوقع ،وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالي ،تتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة ، ثم القيام باختيار المزيج التمويلي ، والذي يصاحبه أقل تكلفة تمويل .
- **منهج التوازن المقارن:** يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بإضافة إلى تكلفة الأموال ، ولذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف وتقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال، وبالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب ، وبمقارنة هذه الخطط يمكن اختيار المزيج التمويلي المناسب لمؤسسة .
- **منهج التوازن الحركي الديناميكي:** يفترض وجود متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي، وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية والبيئة الخارجية

<sup>1</sup>د.سليم مجلح، د.وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد6، العدد 1 جوان 2019، الجزائر، 2019، ظن ص 121.

<sup>2</sup>بن الزغدة مفيدة، بن بخمة ميادة، أثر الهيكل المالي على اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2018/2019، ص ص 7-8.

<sup>3</sup>أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد صناعي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2011/2012، ص ص 4-5.



ومثل هذا الأمر لا يمكن أن يحدث لان التوسع في الاقتراض قد يؤدي إلى ارتفاع مديونية المؤسسة وعجزها عن القيام بتسديد دينها، وبالتالي إفلاسها لذا يكون من الأفضل التضحية لجزء من رأس المال ودخول بعض الملاك الجدد .

- **المرونة :** وتعني قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال ،وينتج توافر المرونة للمؤسسة إمكانية استخدام الأموال المتاحة عند الحاجة ،وكذلك المفاضلة بين بدائل عديدة عندما تحتاج المؤسسة إلى التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال التي تستخدمها.

- **نمط التدقيق النقدي :** المقصود به الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته ، فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق النقد لها كآثار سلبية على السيولة، لكن يمكن تفادي هذا الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها و مواعيد دخول النقد إلى المؤسسة.

ومن أفضل مصادر التمويل من منظور السيولة رأس المال ، فبالإضافة إلى عدم الحاجة إلى إعادته إلى أصحابه كما الاقتراض فإن بالإمكان تعديل الأرباح الموزعة حسب الظروف .

## 2- العوامل المؤثرة على الهيكل المالي:

إن اعتماد التمويل المقترض ضمن الهيكل المالي له آثاره الإيجابية في العائد على حق الملكية عندما تكون القروض المستخدمة في التمويل غير مبالغ فيها. إلا أن هذا الاستخدام للتمويل المقترض غير متساوي لجميع المنشآت ، فهو متفاوت من منشأة لأخرى ومن صناعة لأخرى ، لأنه يتوقف على عدة عوامل أو متغيرات مؤثرة في القرارات الخاصة بالهيكل ، يمكن طرح أهمها فيما يلي<sup>1</sup>:

- **المخاطر التشغيلية :** المنشأة ذات العوائد التشغيلية المستقرة نسبياً يمكنها أن تزيد من التمويل المقترض في هيكلها المالي ، لأن احتمال تعرضها للمخاطرة أقل قياساً بتلك التي تتصف بالتقلب في العوائد التشغيلية ، وبالتالي فإنها تتمتع بحالة أمان عالية اتجاه تسديد فوائد القروض.

- **تركيبه الموجودات :** تؤثر تركيبة الموجودات في طريقة التمويل ، فالمنشأة التي تتميز بكثافة موجوداتها طويلة الأجل تفضل التمويل المقترض طويل الأجل ، بينما تمتاز المنشأة ذات رأس المال العامل الكشوف بالاعتماد على التمويل المقترض قصير الأجل .

- **معدل نمو المبيعات :** يمكن للمنشأة التي تتصف بنمو مضطرب في قيمة مبيعاتها أن تعتمد على التمويل المقترض لدرجة أكبر، إذ من المتوقع أن يترتب على ذلك زيادة العوائد التي تمكنها من تسديد التزاماتها المالية (الفوائد) .

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق ، ص،ص، 309-310.

- **حجم المنشأة** : تتوقف قابلية المنشأة في اعتماد التمويل المقترض على حجمها ، فالمنشآت صغيرة الحجم تعتمد على التمويل الممتمك بشكل أساسي ، بينما يزداد اعتماد المنشآت على التمويل المقترض كلما توسعت وكبر حجمها ، ويتباين مقياس الحجم فأما أن يكون موجودات المنشأة أو مبيعاتها .
- **المرحلة المعينة من حياة المنشأة**: تقسم دورة الحياة المنشأة عادة إلى أربع مراحل هي: الدخول ، التوسع ، النضوج ، التدهور ، ويساعد هذا التقسيم لدورة الحياة في تحديد إستراتيجيات التمويل ، ففي المرحلة الأولى يكون الاعتماد على المقترض قليل ، يرتفع جدا في مرحلة التوسع ، ويتناقص في مرحلة النضوج نظرا لتوافر الأموال الذاتية ، وينخفض جدا في المرحلة الأخيرة.
- **موقف الإدارة** : إدارة المنشأة التي تتصف بالحيطه وتتحفظ في استخدام التمويل المقترض على عكس من الإدارة المجازفة والتي تتوسع في استخدامه .
- **موقف الدائنين** : يمنح الدائنون القروض عندما تكون المعايير المالية للمنشأة المقترضة سليمة ، لذلك ينبغي عليها أن تتمتع بمؤشرات مالية إيجابية لتشجيع الدائنين على اقراضها .

### ثالثا: النظريات المفسرة للهيكل المالي

هناك عدة نظريات لتفسير الهيكل المالي وقد بدأت الدراسات حول الهيكل المالي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينات بظهور أول نظرية في هذا المجال التي تعرف الآن بالنظرية التقليدية للهيكل المالي ثم تليها باقي النظريات ، فأغلب هذه النظريات تتحدد حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل و سنتطرق في هذا المبحث بالتفصيل لكل من هذه النظريات .

#### 1- النظرية التقليدية للهيكل المالي<sup>1</sup>:

وفقا لهذه النظرية يوجد هيكل مالي أمثل للمؤسسة ، حيث يسمح بتعظيم قيمة أصولها الاقتصادية بفضل استخدام عقلاني للمديونية من خلال أثر الرافعة ، وهو ما يسمح للمؤسسة بتخفيض متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال .

تقوم هذه النظرية على تحليل سلوك كل من كل المقرضين و الملاك، من خلال تفسير ردود أفعالهم على ارتفاع مستوى المديونية، فعند المستويات المنخفضة للدين تبقى تبقى تكلفة الاقتراض ثابتة ، وفي هذه الحالة تتجه التكلفة الإجمالية لرأس المال نحو الانخفاض، وبإمكان المؤسسة الاستفادة من استخدام الدين من خلال

<sup>1</sup>محمود فاطيمة ، نظوري منى ، تأثير الهيكل المالي على القرارات الاستراتيجية في المؤسسة في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر تخصص إداة مالية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،المركز الجامعي ميله ، الجزائر ، 2021/2020، ص 22

أثر الرافعة و عندما يصل الدين إلى مستوى معين يشعر فيه المقرضون و الملاك بارتفاع درجة المخاطرة، تبدأ المطالبة بمكافأة أعلى ، وهنا يمكن التمييز بين مستويين :

**المستوى الأول:** تستمر التكلفة الكلية للتمويل في الانخفاض، و السبب هو أن تأثير ارتفاع تكلفة الأصول الخاصة يقابله تأثير أكبر بالانخفاض لتكلفة الاقتراض .

**المستوى الثاني:** عند هذا المستويين الدين تبد أن تكلفة الأموال الخاصة بالارتفاع إلى مستويات عالية بقدر يفوق الوفرات الضريبية المحققة، من خلال الاقتراض وبالتالي تتجه التكلفة الكلية للتمويل إلى الارتفاع وتتخفض معه القيمة السوقية للمؤسسة .

## 2- نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل<sup>1</sup>:

يقوم هذا المنظور على ما يسمى بنظرية أرباح الاستغلال الذي تولد عنها أعمال كل من Miller & Modigliani، حيث نميز هنا بين مرحلتين في تصور هذا النموذج الذي يعتمد على نظرية السوق المالي بالبحث ، لذلك تسمى نظريتها أيضا بنظرية " السوق المتوازنة" وتعتبر هذه النظرية من أبرز الانجازات في دراسات التمويل ، إذ تنفي هذه النظرية أي علاقة للهيكل المالي بالقيمة السوقية للمؤسسة ، وذلك يعني أن القرار التمويلي لا يرتبط بانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة ، و إنما يحدده القرار الاستثماري فقط ، وقد جاءت هذه النظرية على شكل مقترحين ظهر أولهما في عام 1958 وظهر الثاني في عام 1963 .

يرى هذان الاقتصاديان أنه لا وجود لهيكل مالي أمثل ، حيث أن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي ، ففي ظل تواجد سوق مالية كفؤ، وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل ، وقد بنيت نظريتهما على ما يسمى ب " التحكيم" نميز في هذه النظرية بين حالتين حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجودها ، حيث أن هذه الأخيرة تعتبر وهمية .

## 3- تكلفة التوازن :

تتطلب هذه النظرية من أعمال Myers S.(1984) وقد عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها<sup>2</sup>:

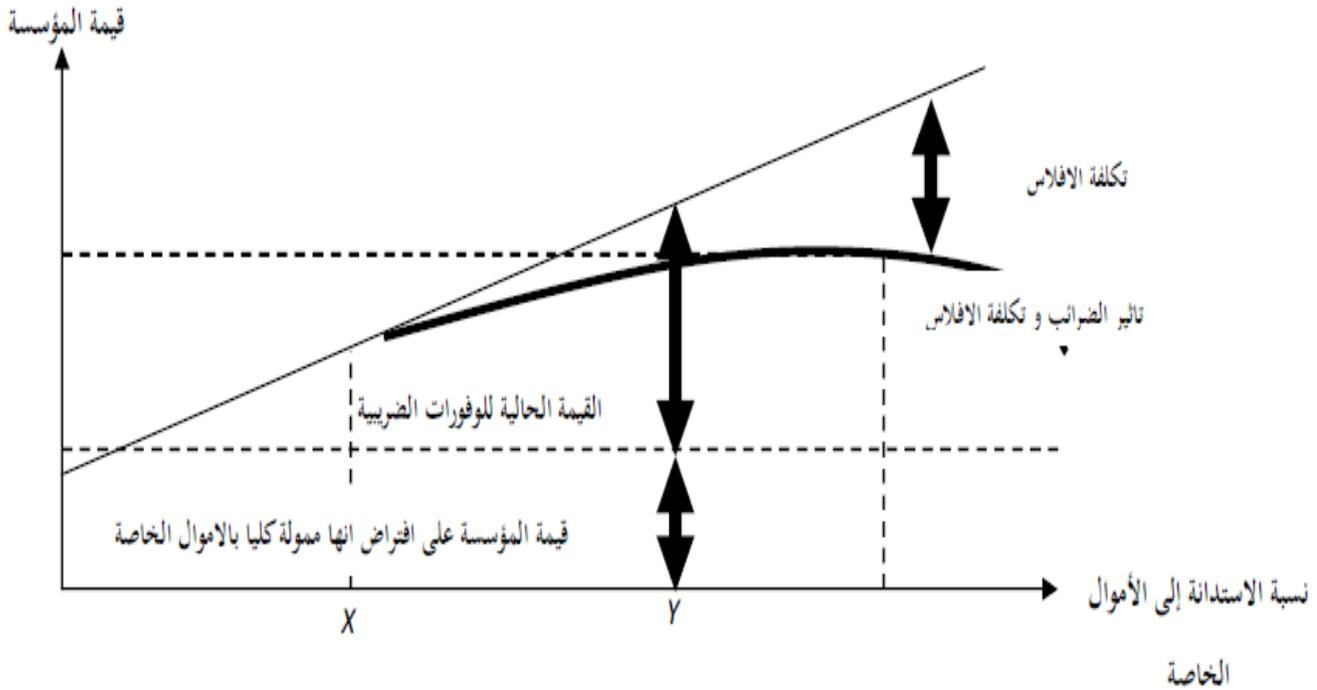
- المرحلة الأولى أو ما يعرف ب Trade-off statique حيث تم إدخال تكلفة الإفلاس على نموذج Miller و Modigliani وخلصت في تحديد معدل استئانة أمثل ، في هذه الحالة ارتفاع الاستئانة تؤدي إلى ارتفاع أثر الرافعة المالية وظهور تكلفة الإفلاس التي لها انعكاس سلبي على قيمة المؤسسة .

<sup>1</sup> أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق ، ص ص 22-23-24 .  
<sup>2</sup> د. إلياس ساسي ، د. يوسف قريشي، التسيير المالي ( الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن ، 2011، ص ص 413-414 .

• المرحلة الثانية والتي عرفت تعديلا في هذا النموذج أخذنا في الاعتبار تكلفة الوكالة ، وهذا كاستجابة إلى الانتقادات الشهيرة التي وجهت للمرحلة السابقة فعلاقة الوكالة تقود إلى صنفين من التكاليف : تكاليف وكالة الأموال الخاصة أي النفقات التي يقوم بها المساهمون من أجل تأمين الانحرافات التي قد يقع فيها المسيرين ، تكاليف وكالة الديون أو النفقات التي يقوم بها المدينون من أجل ردع المساهمين .

**تكلفة الإفلاس :** حسب (Malécot 1984) فإن تكاليف الإفلاس من الصعب تجاهلها باعتبار أنها تشمل مجموعتين من التكاليف: المجموعة الأولى التي تضم تكاليف مباشرة ( تكاليف إدارية، تكاليف إعادة التنظيم، تكاليف مالية، تكاليف الإنابة، تكاليف البيع القيصري و المستعجل للأصول والتكاليف الاجتماعية )، بينما تضم المجموعة الثانية من التكاليف تكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أي المصدقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة )، كما يدل Harris et Raviv على أهمية هذه التكاليف أي أنه في العديد من الدول يعتبر القانون المتعلق بالتصفية بعدا متضمنا في عقد الدين، فالتشريعات المتعلقة بالإفلاس من جهة و التطبيق الصارم نسبيا لحقوق المدينين من جهة ثانية زاد من احتمال متابعة مسيري المؤسسات المستدينة .

**الشكل(1): العلاقة بين نسبة الهيكل وقيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس**



المصدر: أنفال حدة خبيزة مرجع سابق، ص30.

عندما كانت نسبة الاستدانة أقل من  $x$  لم تكن هناك تكلفة الإفلاس ، ومن ثم فإن تكلفة رأس المال خضعت فقط لتأثير الضريبة على الربح (الوفرات الضريبية) الأمر الذي أفرز انخفاضا مصطرد في تلك التكلفة ، فقد بدأت تكلفة الإفلاس في الظهور بعد النقطة  $x$  إلا أن حجم هذه التكاليف كان أقل من الوفرات الضريبية التي صاحبت الزيادة في نسبة الاستدانة ، الأمر الذي أدى إلى استمرار انخفاض تكلفة رأس المال وإن كان ذلك بمعدل أقل إلى أن وصلت نسبة الاستدانة إلى النقطة  $Y$  .

وفي هذه النقطة فقط ازدادت حدة تكلفة رأس المال نحو الارتفاع ، وعليه يمكن القول بأن النسبة المثلى للاستدانة إلى الأموال الخاصة (هيكل التمويل الأمثل) في ظل وجود تكلفة الإفلاس ، تتحدد بالنقطة  $Y$  التي تكون عندها تكلفة رأس المال في حدها الأدنى .

**نظرية الوكالة<sup>1</sup>:** أدخل Jensen et Meckling (1976) على التخمين الأكاديمي المتعلق بنظرية المشروع عامل تعدد الأهداف لشركاء المؤسسة التي قد تكون متناقضة في أغلب الأحيان و انعكاس ذلك على مسألة اختيار الهيكل المالي، حيث تفترض هذه النظرية وجود مصالح خاصة بمسيري المؤسسة تدفعهم إلى سلوك يكون مغاير فيما لو كانوا مساهمين .

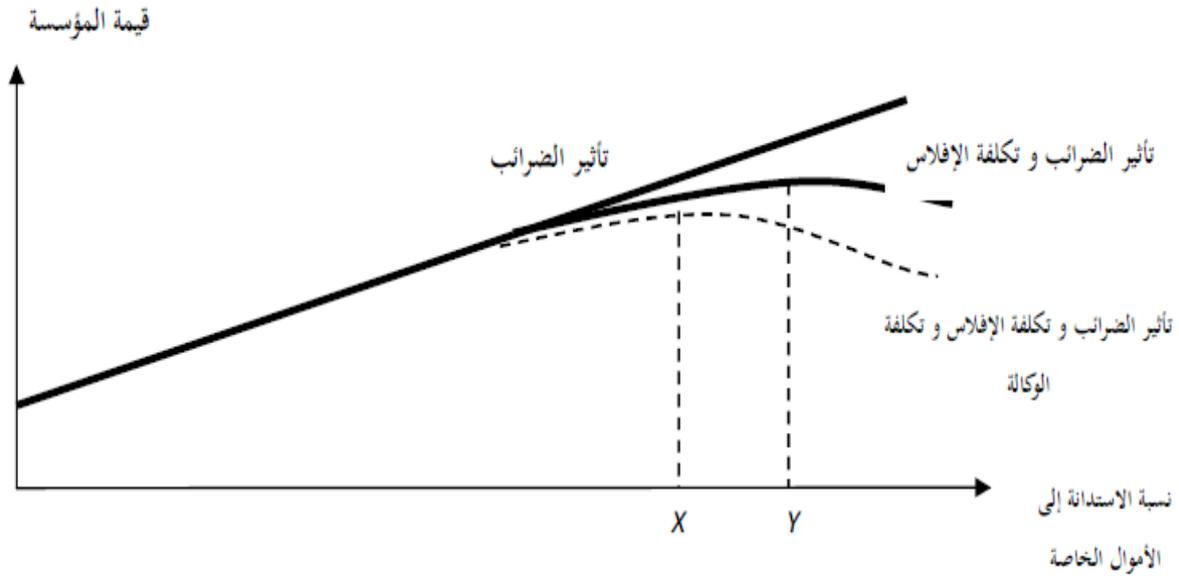
تقترح هذه النظرية تفسير السلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة مثل المسيرين المساهمين ، المقرضين والمدنيين بشكل عام ، ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل ، وتنتقل هذه النظرية من فرضيتين : أولاً ليس بالضرورة أن تكون أهداف المسيرين و المساهمين متطابقة ، ثم إن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة و محيطها .

فنظرية الوكالة تحاول البحث عن تصور العقود المثلى بين الأطراف و تفسير سلوك هؤلاء و أولئك بمجرد أن تكون هناك علاقة وكالة ، حيث ينجم عن علاقة الوكالة نوعان من تضارب المصالح ، فهي تؤدي إلى بروز التناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من جهة ، وبين المساهمين و المقرضين من جهة ثانية

---

<sup>1</sup>د. إلياس بن الساسي، د. يوسف قريشي ، مرجع سابق، ص ص 417-418-419

الشكل (2): قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة .



المصدر: أنفال حدة خبيزة مرجع سابق، ص 32.

#### 4- النظرية متعددة الأشكال<sup>1</sup>:

أهم التيارات التي تتطوي تحت هذا المنظور حسب الأدبيات العلمية والتي تستهدف بشكل صريح دراسة استكشافية اختيار الهيكل المالي هي:

- منظور نظرية الإشارة: مضمونها أن مستوى الاستدانة يعتبر كإشارة من قبل المسيرين في المؤسسة يدل على حالة المؤسسة وقيمة مشاريعهم المستقبلية.
- نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل: هذا التيار يذهب إلى ترسيخ مبدأ وجود ترتيب تفصيلي طبيعي لنماذج تمويل المؤسسة أي: حسب هذه النظرية فإن المؤسسات تفضل تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي ثم بعد ذلك تلجأ إلى الاستدانة ولا تستعمل الرفع من رأس المال إلا بشكل استثنائي .
- نظرية الإشارة: تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مسيري المؤسسات الأحسن أداءاً هي التي تستطيع إصدار مؤشرات وفعالة

<sup>1</sup>د. إلياس بن الساسي، د. يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 429-430.

نميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداءاً وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة، نستطيع أن نذكر من بينها هذه المؤشرات المتعددة هيكل رأس المال، سياسة مكافآت رأس المال أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة .

تقترح هذه النظرية نمودجا يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي فالمستثمرون يصنعون المؤسسات الموجودة في السوق إلى فئتين A و B ، بحيث تكون المؤسسات من الصنف A أحسن أداءاً من المؤسسات من الصنف B.

من أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين A أو B، يحدد المستثمرون في السوق مستوى من الاستدانة . D\* يسمى الاستدانة الحرجة، حيث أن المؤسسات ذات النوعية الرفيعة (A) لها قدرة على الاستدانة أعلى من D\* وهكذا .

اللجوء إلى هذا النموذج يكون مجدداً في سوق مالي متميز بانعدام التناظر في المعلومة الناتج خاصة مع امتلاك هذه الأخيرة من قبل المسيرين .

• **نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل:** يعالج نموذج Myers 1984 ، الرهانات التي تستخدمها المؤسسة في المدى البعيد ، نحن فرضية أن الهدف الأساسي الذي يسعى المسيرين إلى تحقيقه هو تعظيم أرباح المؤسسة ،<sup>1</sup> عند اختيار المؤسسة للتمويل الذاتي، فإنها تحدد مستوى معين من توزيعات الأرباح وذلك حسب الفرص الاستثمارية الممكنة.

عند الاعتماد على التمويل الخارجي، فإن الأولوية تكون مع القروض، ثم الأموال شبه الخاصة تقع بين الأموال الخاصة و القروض ثم أخيراً الأسهم .

سبب ذلك أن اللجوء إلى التمويل الذاتي يجنب المؤسسة تكاليف إصدار الأسهم و تكاليف الوكالة، وحرية التصرف في أي استثمار، وعند عدم كفاية التمويل الذاتي فإن المؤسسة تلجأ إلى القروض ، لأن المسيرين على علم بقيمة السهم فهم على علم بالمعلومات المتوفرة في السوق المالي ، وإن تم إصدار أسهم جديدة فتكون قيمتها أعلى من القيمة الفعلية ، و بالتالي انتقال الثروة إلى المساهمين الجدد .وعليه فإن إصدار الأسهم يعتبر مؤشراً سلبياً عن وضعية المؤسسة المالية.

و بالتالي يترتب على المؤسسة حجز الأرباح و تأجيل توزيعها قصد إعادة استثمارها من جديد ما يحقق للمؤسسة الوقت حول قرار رفع رأس المال ، الذي يترتب عليه إلزامها بدفع الأرباح للمساهمين الجدد.

وعليه ونظراً للأسباب سابقة الذكر تكون قرارات الهيكل المالي حسب الأولوية كالتالي:

التمويل الذاتي .اللجوء إلى الاقتراض .قرار رفع رأس المال .

## رابعاً: نسب تحليل الهيكل المالي

يعتبر التحليل بواسطة النسب المالية من أقدم الأدوات المستخدمة في تحليل المركز المالي للمؤسسة، والحكم على نجاعتها.

وتعرف على أنها دراسة العلاقة بين متغيرين أحدهما يمثل البسط و الآخر يمثل المقام أي دراسة العلاقة بين عنصر و عنصر آخر ،

### 1- نسبة التمويل الدائم و التمويل الذاتي<sup>15</sup>:

#### • نسبة التمويل الدائم:

تشير هذه النسبة إلى مستوى تغطية الاستثمارات الصافية بالأموال الدائمة، فهذه النسبة تعتبر صياغة أخرى لرأس المال العامل أو ما يسمى هامش الأمان بالعلاقة:

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

يكون رأس المال العامل سالبا إذا كانت هذه النسبة أقل من الواحد الصحيح، فهذا يدل على أن جزءا من الأصول الثابتة مغطى بقروض قصيرة الأجل و تكون المؤسسة في هذه الحالة بشرط الملائمة بين إستحقاقية الخصوم وسيولة الأصول .

#### • نسبة التمويل الخاص ( التمويل الذاتي) :

وتعتبر هذه النسبة مكملة للنسبة الأولى و تحسب بالعلاقة التالية:

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

تقيس هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة، وإذا ساوت الواحد فإن رأس المال العامل الخاص يكون معدوما أي أن الأصول الثابتة مغطاة بالأموال الخاصة ، أما الديون طويلة الأجل وإن وجدت فهي تغطي الأصول المتداولة مكونة بذلك صافي رأس المال العامل .

### 2- نسبة المديونية العامة ونسبة القابلية للسداد<sup>16</sup>:

#### • نسبة المديونية العامة:

تظهر هذه النسبة مدى استخدام الديون في المؤسسة مقارنة بحقوق الملكية ، وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما زادت مطالبة الدائنين مقارنة بحقوق المالكين فهي في حالة تصفية المؤسسة تزيد من معدل المخاطر بالإضافة يمكن لهذه النسبة أن تحدد مدى استقلالية المؤسسة حاليا ويستحسن أن لا يزيد عن

<sup>15</sup> إبراهيم بومزير، أثر الهيكل المالي على الخيار الإستراتيجي في المؤسسة الصناعية ، تخصص مالية مؤسسة ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر ، 2014/2013، ص 4  
<sup>16</sup> بلمسعود إيمان ، فرشيش مريم ، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة ، تخصص إدارة مالية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة برج بوعريريج، الجزائر ، 2020/2019، ص 27

الواحد كنسبة معيارية و حتى تكون للمؤسسة اتخاذ القرارات الخاصة لأن ارتفاع هذه النسبة تقيد عمليات المؤسسة و يجعلها عرضة للتدخلات و الضغوطات الخارجية للدائنين منها: رفع تكلفة الأموال المقرضة ، وإذ فمن الضروري أن يكون توازن مناسب بين استعمال الديون و حقوق الملكية و تحسب بالعلاقة التالية:

**نسبة المديونية العامة = الديون / حقوق الملكية**

**= قروض طويلة ومتوسطة و قصيرة الأجل / حقوق الملكية**

• **نسبة القابلية لسداد:**

تحدد هذه النسبة هامش الأمان للمقرضين ، وتحسب بالعلاقة التالية :

**نسبة القابلية لسداد = مجموع الديون / مجموع الأصول**

تجيب هذه النسبة على مدى مقدرة المؤسسة على تسديد ديونها في حالة الإفلاس إذ ما تم بيع أصولها ، وكلما كانت النسبة صغيرة كلما كان ذلك أفضل ، ويستحسن أن لا تتجاوز 0.5 .

حيث أنه كلما انخفضت هذه النسبة زاد هامش الأمان بالنسبة للدائنين في حالة إشهار إفلاس المؤسسة و بيع أصولها ، وعلى العكس من ذلك يفضل الملاك نسبة الاقتراض مرتفعة لأحد السببين : زيادة نصيبهم من الأرباح ، أو زيادة أموال الملكية تعني التنازل عن جزء من السيطرة و ارتفاع هذه النسبة تعني ارتفاع مساهمة الاقتراض في تمويل الأصول .

**3- نسبة الأصول لحقوق الملكية ونسبة الاستقلالية المالية<sup>17</sup>**

• **نسبة الأصول لحقوق الملكية:**

من أهم المؤشرات التي تلجأ إليها الإدارة المالية هو نسبة الأصول إلى حقوق الملكية ، حيث يمثل جميع الالتزامات على المؤسسة ، ولذلك كلما كان هذا المؤشر كبيرا كلما دل على زيادة الرفع المالي و انخفاض حقوق الملكية في مجموع التمويل الداخلي ، مما يزيد من مجموع المخاطر التي يتعرض لها الدائنون . كما يفيد أيضا هذا المؤشر في التعرف على أهمية مساهمة الرفع المالي في بحية المؤسسة .

وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية :

**نسبة الأصول لحقوق الملكية = مجموع الأصول / حق الملكية .**

• **نسبة الاستقلالية المالية:**

وتقيس هذه النسبة مدى استقلالية المؤسسة عن دائنيها . وتحسب بإحدى الطريقتين التاليتين:

**نسبة الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الأصول**

أو:

نسبة الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الخصوم

وتشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة و بالتالي درجة استقلاليتها ، إذ أن الحجم الكبير للديون يجعل المؤسسة بمرونة مع الدائنين في شكل اقتراض و تسديد الديون ، أما إذا كانت النسبة صغيرة فهذا يعني أنها في وضعية مثقلة بالديون ، ولا تستطيع الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها من قروض إضافية إلا بتقديم ضمانات و قد تكون هذه الضمانات مرهقة.