

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم: علوم التسيير

العنوان

أثر الرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة  
دراسة حالة مؤسسة أقمصة "جن جن"

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر في علوم التسيير

تخصص: محاسبة وإدارة مالية

تحت إشراف الأستاذ:

➤ برحال عبد الوهاب

إعداد الطالبتين:

➤ عياشي ريم

➤ حراق رقية

أعضاء لجنة المناقشة:

الأستاذ	جامعة	رئيسا
	جامعة	مشرفا ومقررا
	جامعة	مناقشا

السنة الجامعية 2015-2016

## شكر و عرفان

أشكر الله على ما أولانا من الفضل و الكرم

و الحمد لله حمدا يوافي ما تزايد من النعم

و بعد

أتقدم بشكري الخالص إلى الأستاذ الذي أشرف على هذا العمل

الأستاذ " برحال عبد الوهاب "

وإلى

الأستاذ " بن بجمة سليمان "

وكل الذين أسهموا في هذا العمل من قريب أو من بعيد

قائمة المحتويات

الصفحة	البيان
I	التشكر
III	الفهرس
VII	قائمة الجداول
X	قائمة الأشكال
XII	قائمة الملاحق
XIV	قائمة المختصرات
أ - د	مقدمة
<b>الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي</b>	
11	<b>تمهيد</b>
12	<b>المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي</b>
12	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومناهجه
15	المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي
21	المطلب الثالث: السياسات التمويلية للمؤسسة
26	<b>المبحث الثاني: مكونات الهيكل المالي</b>
26	المطلب الأول: أموال الممتلكة
31	المطلب الثاني: أموال الاستدانة
36	<b>المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي</b>
36	المطلب الأول: النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل كمال السوق
45	المطلب الثاني: الهيكل المالي في ظل عدم كمال السوق
48	المطلب الثالث: النظريات المفسرة للهيكل في ظل التيارات المالية الجديدة
54	<b>المبحث الرابع: الهيكل المالي الأمثل ومتطلباته</b>
54	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي الأمثل
56	المطلب الثاني: كيفية تحديد المزيج التمويلي الأمثل
57	المطلب الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي الأمثل

61	خلاصة
	<b>الفصل الثاني: الرفع المالي والهيكل المالي العلاقة والأثر</b>
63	تمهيد
64	<b>المبحث الأول: مدخل للرفع المالي</b>
64	المطلب الأول: عموميات حول الرفع المالي
69	المطلب الثاني: المردودية
75	المطلب الثالث: أثر الرفع المالي وندمجته الرياضية
79	<b>المبحث الثاني: محددات استعمال الرفع المالي في الهيكل المالي</b>
79	المطلب الأول: تكلفة الأموال المملوكة
87	المطلب الثاني: تكلفة أموال الاستدانة
94	المطلب الثالث: الوفورات الضريبية
98	<b>المبحث الثالث: الرفع المالي كآلية من آليات المفاضلة في تشكيل الهيكل المالي</b>
98	المطلب الأول: تأثير الرفع المالي على العائد المتوقع والمخاطرة
99	المطلب الثاني: أثر الرفع المالي على الهيكل التمويلي
100	المطلب الثالث: حدود استخدام القروض في هيكل رأس المال
103	خلاصة
	<b>الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة أقمصة "جن جن"</b>
105	تمهيد
106	<b>المبحث الأول: تقديم مؤسسة أقمصة "جن جن"</b>
106	المطلب الأول: نشأة وتطور مؤسسة "جن جن"
107	المطلب الثاني: وظائف وأهداف المؤسسة
108	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للمؤسسة
113	<b>المبحث الثاني: دراسة تكلفة الهيكل المالي لمؤسسة أقمصة "جن جن" للفترة الممتدة من (2013 - 2015)</b>

113	المطلب الأول: تقديم القوائم المالية الخاصة بمؤسسة "جن جن" للفترة الممتدة من (2013 - 2015)
121	المطلب الثاني: تقديم الهيكل المالي لمؤسسة أقمصة "جن جن" للفترة الممتدة من (2013 - 2015)
124	المطلب الثالث: دراسة تكلفة أموال مؤسسة أقمصة "جن جن" للفترة الممتدة من (2013 - 2015)
125	المبحث الثالث: دراسة الرفع المالي كآلية لتشكيل الهيكل المالي لمؤسسة أقمصة "جن جن" خلال الفترة (2013-2015).
125	المطلب الأول: قياس مردودية مؤسسة أقمصة "جن جن" للفترة الممتدة من (2013 - 2015)
127	المطلب الثاني: أثر الرفع المالي بمؤسسة أقمصة "جن جن" للفترة الممتدة من (2013 - 2015)
133	خلاصة
135	خاتمة
140	قائمة المراجع
147	الملاحق
161	الملخص

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
107	توزيع العمال على الوظائف	(1، 3)
114	الميزانية المالية لمؤسسة أقمصة "جن جن" جانب الأصول خلال الفترة (2015-2013)	(2، 3)
115	الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أقمصة "جن جن" لجانب الأصول (2015-2013)	(3، 3)
116	الميزانية المالية لمؤسسة أقمصة "جن جن" جانب الخصوم خلال الفترة (2015-2013)	(4، 3)
117	الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أقمصة "جن جن" لجانب الخصوم (2015-2013)	(5، 3)
119	جدول حسابات النتائج للمؤسسة للفترة (2015-2013)	(6، 3)
121	هيكل الأموال المملوكة لمؤسسة أقمصة "جن جن" للفترة (2015-2013)	(7، 3)
122	هيكل أموال الاستدانة لمؤسسة أقمصة "جن جن" للفترة (2015-2013)	(8، 3)
123	هيكل الموارد التمويلية لمؤسسة أقمصة "جن جن" للفترة (2015-2013)	(9، 3)
124	تكلفة الأموال المملوكة بمؤسسة أقمصة "جن جن" للفترة (2015-2013)	(10، 3)
125	تكلفة أموال الاستدانة للفترة الممتدة (2015-2013)	(11، 3)
126	تطور المردودية الإقتصادية لمؤسسة أقمصة "جن جن" خلال الفترة من (2015-2013)	(12، 3)

126	تطور المردودية المالية لمؤسسة أقمصة "جن جن" خلال الفترة (2013-2015)	(13,3)
127	يوضح حالات إفتراضية لهيكل تمويل مؤسسة أقمصة "جن جن"	(14,3)
128	يوضح أثر الرفع المالي على العائد على رأس المال	(15,3)
129	العائد على رأس المال خلال الفترة الممتدة (2013-2015)	(16,3)
131	التغيرات الحاصلة في النتيجة الصافية نتيجة الزيادة في نسب الإستدانة	(17,3)

# قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
22	السياسة المعتدلة في التمويل	(1،1)
23	السياسة المتحفظة في التمويل	(2،1)
25	السياسة المغامرة في التمويل	(3،1)
38	العلاقة بين تكلفة الأموال وتكلفة الاقتراض وفقا لنظرية صافي الربح	(4،1)
41	العلاقة بين D/CP وتكلفة الأموال المرجحة وفق نظرية الربح التشغيلي	(5،1)
42	العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة التمويل الممتلك وكلفة الأموال المرجحة حسب النظرية	(6،1)
43	التغير في القيمة السوقية بسبب التغير في الرفع المالي وفق النظرية التقليدية	(7،1)
48	أثر تكلفة الإفلاس والوفر الضريبي على قيمة المؤسسة	(8،1)
51	نسبة الاستدانة المثلى مع وجود تكاليف الوكالة	(9،1)
54	تكلفة التمويل حسب نظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل	(10،1)
58	الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور الكلاسيكي	(11.1)
78	الحالات الممكنة لأثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة	(1،2)
85	منحنى تكلفة السهم العادي حسب نموذج MEDAF	(2.2)
109	الهيكل التنظيمي لمؤسسة أقمصة "جن جن"	(1،3)
115	التمثيل البياني للميزانية المالية المختصرة جانب الأصول خلال الفترة (2013-2015)	(2،3)
118	التمثيل البياني للميزانية المالية المختصرة بجانب الخصوم خلال الفترة (2013-2015)	(3،3)
131	التغيرات الحاصلة في النتيجة الصافية نتيجة الزيادة في نسب الإستدانة	(4،3)

قائمة الملاحق

البيان	رقم الملحق
الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج لمؤسسة أقمصة "جن جن" لسنة 2013	الملحق رقم: 01
الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج لمؤسسة أقمصة "جن جن" لسنة 2014	الملحق رقم: 02
الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج لمؤسسة أقمصة "جن جن" لسنة 2015	الملحق رقم: 03

قائمة الاختصارات

الإختصار	المدلول
ARCH	الإنحدار الذاتي لتجانس التباين الشرطي
GARCH	نماذج الانحدار الذاتي لتجانس التباين الشرطي المعمم
EBE	الفائض الخام للاستغلال
CAMP	التكلفة الوسطية المرجحة
MEA /APT	نموذج التقييم بالمراجعة
MEDAF	نموذج توازن الأصول المالية
MM	نظرية مودكلياني وميلر
ECJ	مؤسسة أقمصة " جن جن "
ECOTEX	المؤسسة الوطنية لتفصيل النسيج والألبسة الجاهزة
SONAC	المؤسسة الوطنية للألبسة الجاهزة
SONITEX	المؤسسة الوطنية للصناعة النسيجية
EURL	مؤسسة ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة

مقدمة

أمام مجموع التحديات التي تواجهها المؤسسة الاقتصادية، والتي فرضت عليها السعي وراء تعزيز مكانتها باعتبارها النواة الأساسية لخلق ثروة المجتمعات، وهذا من خلال مواجهة مجموعة من التحديات المتمثلة أساساً في تحسين إدارتها وتخطيطها وتوجيهها وتنظيمها ورقابتها التي تمثل مصدر فعاليتها وكفاءتها واستمراريتها، وكل هذا خلال ممارسة المؤسسة لمجموع وظائفها والتي من أهمها نجد وظيفة التمويل التي تعد من أهم وأخطر القرارات داخل المؤسسة، ولهذا جاءت الإدارة المالية لدراسة خيار التمويل بشقيه، إما التمويل بالإقتراض أو التمويل الممتلك، وهذا كمحاولة من المؤسسة أن تضمن قرار إختيار المزيج المناسب من مصادر التمويل المختلفة والمعروفة بالهيكل المالي.

ومن هنا انبثق عمل المدير المالي الذي أصبح لا يقتصر فقط على التعرف على مصادر التمويل، بل أن يحصل عليها بأفضل الشروط التي تضمن الموازنة بين هدف تعظيم العائد وهدف تدنية المخاطر إلى أقصى حد ممكن، وهذا كمحاولة من المؤسسة إلى الوصول لهيكل مالي أمثل.

وفي هذا الصدد فقد اختلف الباحثون وعلماء الاقتصاد حول موضوع وجود هيكل مالي أمثل من عدمه، وهذا جعل مجموع المقاربات النظرية الخاصة بهذا الجانب تختلف من باحث إلى آخر، كل حسب وجهة نظره، ويعود ذلك إلى أن عوائد أي مؤسسة تتأثر بالزيادة أو النقصان وفق طريقة تكوين هذا الهيكل، هنا يكون على المدير المالي المفاضلة بين التمويل الممتلك أو المقترض، فهذا الأخير يتيح للمؤسسة الحصول على ما يعرف بالرفع المالي، الذي يلزم على المدير المالي وقبل تحديده لسياسة التمويل المتعبة، التفكير في مجموع المتغيرات التي تحكم هذا الرفع.

### الإشكالية:

ولهذا جاء موضوع هذا البحث كمحاولة للإجابة على السؤال التالي:

### كيف يؤثر الرفع المالي على تركيبة الهيكل المالي في المؤسسة؟

وبناء على ما سبق وبغية الإلمام بجوانب موضوع البحث وتحليل الإشكالية سنقوم بطرح مجموعة الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالهيكل المالي، وفيما تتمثل محدداته؟

- ما هي أهم المقاربات النظرية المفسرة للهيكل المالي، وإلى أي مدى توافق هذه المقاربات على وجود هيكل مالي أمثل؟
- ما المقصود بالرفع المالي وما مدى تأثيره على قرار المدير المالي عند وضعه للهيكل المالي؟
- فيما تتمثل مصادر التمويل المتاحة امام مؤسسة اقمصة "جن جن"؟
- كيف يؤثر الرفع المالي على قرار وضع هيكلها المالي؟

### الفرضيات

- وعليه سنحاول الإجابة على هذه التساؤلات الفرعية من خلال صياغة الفرضيات التالية:
- يعتبر الرفع المالي من أهم محددات إختيار تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة؛
  - يعتمد المدير المالي عند وضعه للهيكل المالي بشكل مطلق على درجة الرفع المالي ؛
  - التمويل باستخدام القروض هو المصدر الاساسي للتمويل في مؤسسة اقمصة "جن جن" وهذا للأثر الايجابي الذي ينتج عن الرفع المالي .

### أهداف الدراسة

- ومن بين أهم الأهداف التي أدت بنا لتناول هذا الموضوع نذكر:
- محاولة إبراز العلاقة بين الهيكل المالي والرفع المالي للمؤسسة؛
  - الوقوف على الوضعية المالية لمؤسسة أقمصة "جن جن"؛
  - الوقوف على تركيبة الهيكل المالي لمؤسسة أقمصة "جن جن"؛
  - إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي داخل مؤسسة جزائرية والمتمثلة في دراستنا هذه في مؤسسة أقمصة "جن جن"، كمحاولة لتقديم مجموع اقتراحات للمؤسسة بناءا على مجموع النتائج التي سيتوصل لها.

## المنهج المتبع والأدوات المستخدمة

في دراستنا سيتم الإعتماد على منهجين أساسيين هما المنهج الوصفي والتحليلي، فالمنهج الوصفي سيعتمد في توضيح مختلف الجوانب النظرية للهيكل المالي ومصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة بالإضافة إلى التعرف على أهم النظريات التي تتناول الهيكل المالي، وكذا الهيكل المالي الأمثل، وكذلك الرفع المالي بكل مفاهيمه. أما فيما يخص المنهج التحليلي فسيعتمد في دراسة أثر الرفع المالي على الهيكل المالي، سواء كان هذا الأثر كمي أو كيفي. كما سيعتمد المنهج التحليل عند إسقاط الجزء النظري من دراستنا هذه على الواقع التطبيقي من خلال دراسة حالة مؤسسة أقمصة "جن جن".

أما فيما يخص أهم الأدوات المعتمدة في دراستنا هذه فهي المراجع والمصادر المختلفة المتعلقة بموضوع التمويل، الإدارة المالية، التسيير المالي، فضلا على الإعتماد على الدراسات السابقة التي تناولت أحد جوانب الموضوع، بالإضافة إلى استعمال بعض المجلات والمقالات المنشورة، وفي الأخير تم اعتماد القوائم المالية لمؤسسة أقمصة "جن جن" المتمثلة أساسا في الميزانية وجدول حسابات النتائج للفترة الممتدة من 2013م إلى 2015م، وهذا من أجل الدراسة التطبيقية.

### أهمية موضوع الدراسة

تكمن أهمية الموضوع من قيمته العملية والعملية لمسئولي الإدارة المالية في المؤسسات الإقتصادية بإختلاف أحجامها وأشكالها ونوعية نشاطها، والتي تطرح أمامها إشكالية البحث عن مصادر التمويل التي تسمح بوضع تركيبة مالية مثلى، بالإضافة إلى محاولة تغيير وجهة النظر السلبية اتجاه اعتماد القروض كمصدر من مصادر التمويل من خلال تسليط الضوء على مفهوم الرفع المالي بشقيه الإيجابي والسلبي وتحويل طريقة بناء الهيكل المالي من تفضيل التمويل الممتمك إلى الاستفادة من مزايا الرفع المالي، باعتماد القروض كنوع من أنواع مصادر التمويل.

### أسباب اختيار الموضوع

تم اختيار هذا الموضوع بناء على مجموعة من الإعتبارات، ذاتية وموضوعية، من أهمها نذكر:

- تماشي الموضوع مع طبيعة التخصص المدروس؛
- الرغبة في إثراء المعارف العملية المتعلقة بتطبيقات الإدارة المالية بالمؤسسة الإقتصادية،

- الرغبة في البحث في مواضيع الإدارة المالية؛
- أن علاقة الرفع المالي بالهيكل المالي للمؤسسة موضوع جدير بالدراسة، خاصة عند إجراء دراسة حالة بالمؤسسة الجزائرية؛
- أهمية الموضوع وخاصة في ظل الظروف الحالية التي تشهدها المؤسسات الجزائرية؛
- معرفة طرق استقادات المؤسسات الجزائرية من مزية الرفع المالي بأخذ مؤسسة أفمصصة "جن جن" كعينة لتوضيح ذلك.

### تحديد الإطار الزمني والمكاني للدراسة

**الإطار المكاني:** سنقتصر دراستنا على مؤسسة أفمصصة "جن جن".

**الإطار الزمني:** سيتم إجراء دراسة الحالة خلال الفترة الممتدة من 25-03-2016 إلى 10-05-2016، وسنقوم بدراسة تحليلية للفترة (2013-2015).

### الدراسات السابقة:

1. دراسة "ميلودة ميلي" سنة 2013 بعنوان "أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة": والتي هدفت إلى قياس أثر الرفع المالي على كل من المخاطر المالية ومردودية الأموال الخاصة المعبر عنها بالنتيجة الصافة إلى الأموال الخاصة، ومن أهم ما توصلت إليه هذه الدراسة، أن تحقيق العائد في أي مؤسسة اقتصادية مرتبط بمدى وفاء هذه المؤسسة بالتزاماتها اتجاه المقرضين وأن الزيادة في الرفع المالي دائما ما يصاحبها الزيادة في المخاطر التي تتعرض لها تلك المصادر، إضافة إلى أن مؤشر الرافعة المالية عادة ما يؤثر إيجابا على مردودية الأموال الخاصة، كما يكون له تأثير سلبي على درجة المخاطرة هذا ما خلصت له الدراسة بعد تطبيق مؤشر الرافعة المالية على مؤسسة اقتصادية.
2. دراسة راضية بوزنادة سنة 2014 بعنوان "تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية": هدفت هذه الدراسة إلى إبراز السلوك التمويلي للمؤسسة نتيجة لجوئها إلى الاستدانة باعتبارها مصدر التمويل الأقل تكلفة، كما حاولت معرفة مدى فعالية سياسة الاستدانة كمصدر تمويلي للمؤسسة، ومن بين أهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة هي أنه عند لجوء المؤسسة للاستدانة بدرجة كبيرة ستحقق مردودية كبيرة في حين سيؤدي هذا إلى إضعاف استقلاليتها المالية، كما توصلت كذلك إلى أن لنسبة الاستدانة علاقة

3. طردية مع كل من معدل النمو والمردودية، في حين كانت علاقتها عكسية مع كل من الإستقلالية المالية وتكلفة الاستدانة.

4. دراسة بوربيعة غنية سنة 2012 بعنوان "محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة": حيث هدفت هذه الدراسة للبحث عن المزيج التمويلي الأمثل الذي يحقق للمؤسسة الموازنة بين العائد والمخاطرة، ومن أهم ما توصلت إليه هذه الدراسة أن هناك أمام المؤسسة عدد كبير من مصادر التمويل تتسم بالإختلاف والتباين وعدم التجانس، هذا الأمر يمنحها فرصة التنويع والمفاضلة بينها، إضافة إلى أن تكلفة الأموال والرفع المال يعتبران من العوامل الأساسية المحددة لتركيبه أموال المؤسسة، وكلاهما يبرز خصوصية التمويل بالإستدانة عن باقي مصادر التمويل الأخرى، فالتمويل بالإستدانة يرفع من مردودية المؤسسة نظرا لانخفاض تكلفته وثباتها، وبالمقابل يزيد من مخاطرها المالية بسبب الزامها على تسديد الفوائد وأصل القرض في تواريخ استحقاقها دون مراعاة وضعيتها المالية.

5. دراسة أنفال حدة خبيزة سنة 2012، بعنوان "تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية": هدفت هذه الدراسة إلى إبراز العلاقة بين الهيكل المالي واستراتيجية المؤسسة، وكذا توجيه الأنظار إلى طبيعة الارتباط بين كل من الجانب المالي والجانب الاستراتيجي داخل المؤسسة الصناعية من أجل تحديد الخيارات الاستراتيجية المناسبة لوضعها التنافسي، ومن أهم النتائج المتوصل إليها أن الهيكل المالي يعد من أهم القرارات المالية في المؤسسة، حيث أن تشكيل هذا الأخير سيتأثر بمجموعة من العوامل، كالخطر المالي، المرونة، والسيطرة والملائمة، كما أنه ولتحديد خياراتها الإستراتيجية لنفاضل بينها واختيار أفضلها، كما عليها أن تقوم بعملية تحليلية عن طريق التشخيص الداخلي لمعرفة نقاط القوة والضعف، والتشخيص الخارجي عن طريق تحديد الفرص المتاحة ومجموع التهديدات التي تواجهها، كما أن اختيار الهيكل المالي والخيار الاستراتيجي لا يقع فقط على عاتق المدير المالي بل يشاركه في ذلك كل من له مصلحة في تحديد ذلك من مساهمين، مسيرين... الخ.

6. دراسة بسام الآغا سنة 2005 بعنوان: "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار": سعت هذه الدراسة لتقييم العلاقة بين كل من الرافعة المالية وتكلفة التمويل ومدى تأثير كل منهما على معدل العائد على الإستثمار، ومن أهم ما توصلت إليه هذه الدراسة، وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الإستثمار، وكذا عدم وجود علاقة بين التمويل الممتمك ومعدل العائد على الإستثمار، إضافة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الإستثمار والرافعة

المالية، كما توصل صاحب البحث إلى أن هناك غياب للرؤية الواضحة لدى متخذي القرار التمويلي في تحديد معايير اختيار مصادر التمويل.

وما يميز هذه الدراسة عن سابقتها أنها بحثت وركزت على الأثر الذي يحدثه الرفع المالي عند وضع الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية، ومدى الأهمية النسبية لإعتماد الإستدانة كبديل تمويلي من أجل المفاضلة بين مصادر التمويل الممتلئة أو المستدانة، للوصول في الأخير إلى وضع هيكل مالي أمثل من طرف المدير المالي، حيث سيتم تأكيد ذلك من خلال إجراء الدراسة التطبيقية عند دراسة طبيعة أثر الرفع المالي وكذا أهميته في تعظيم أو تدنية عوائد المؤسسة محل الدراسة.

## هيكل البحث

يهدف الإلمام بموضوع أثر الرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة وكماحولة منا للإجابة على إشكالية : **كيف يؤثر الرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة؟** واختبار مدى صحة الفرضيات المقترحة فقد تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول، إثنان منهما خصص للجانب النظري للإحاطة بالموضوع، وإعطاء خلفية جيدة عنه، أما الفصل الثالث فخصص لدراسة الحالة.

لنجد أن البحث ينطلق بمقدمة عامة تشمل مختلف محاور البحث وأبعاد إشكاليته، وينتهي بخاتمة تحتوي على مختلف النتائج النظرية والتطبيقية للدراسة، إضافة إلى مجموعة من التوصيات المقترحة وكذا آفاق الدراسة أما مضمون البحث وفصوله فقد قسمت كالتالي:

فالفصل الأول عنون بتحليل الهيكل المالي، حيث تم تقسيمه إلى أربعة مباحث الأول تم به عرض الإطار المفاهيمي للهيكل المالي، أما المبحث الثاني، فتم به التعريف بمكونات الهيكل المالي، المبحث الثالث خصص للنظريات المفسرة للهيكل المالي. والمبحث الرابع سيتناول الهيكل المالي الأمثل ومتطلباته.

جاء الفصل الثاني بعنوان الرفع المالي والهيكل المالي والعلاقة والأثر، حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث الأول تم فيه عرض مدخل للرفع المالي، بينما المبحث الثاني خصص لمحددات استعمال الرفع المالي في الهيكل المالي، وأما المبحث الثالث فسيتناول جانب الرفع المالي كآلية من آليات المفاضلة في تشكيل الهيكل المالي.

الفصل الثالث خصص لدراسة الحالة بمؤسسة أقمصة "جن جن" والذي تم تقسيمه هو الآخر إلى ثلاثة مباحث، الأول سيتم فيه التعريف بمؤسسة أقمصة "جن جن"، أما الثاني فسيتم فيه دراسة تكلفة الهيكل المالي بمؤسسة أقمصة "جن جن"، وفي المبحث الثالث سيتم اختبار الرفع المالي كآلية تشكيل الهيكل المال بمؤسسة أقمصة "جن جن".

### صعوبات البحث

تجدر الإشارة إلى أنه وأثناء دراستنا لهذا الموضوع فقد واجهتنا العديد من المصاعب، ولعل من أهمها نذكر:

- قلة المراجع والبحوث العلمية خاصة في جانب العلاقة بين الرفع المالي والهيكل المالي؛
- وجود معوقات أثناء عملية استعارة الكتب على مستوى المكتبة؛
- صعوبة الحصول على المعلومات اللازمة لإتمام الجانب التطبيقي من مؤسسة أقمصة "جن جن"، وكذا عدم دقة المعلومات المقدمة من طرف المؤسسة؛
- صعوبة إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي بالمؤسسة الجزائرية، نظرا لطبيعتها المالية والقانونية، هذه الطبيعة جعلت من الواقع العملي للمؤسسات الجزائرية بعيد كل البعد عن الجانب النظري.

# الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي

تمهيد

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي

المبحث الثاني: مكونات الهيكل المالي

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي

المبحث الرابع: الهيكل المالي الأمثل ومتطلباته

خلاصة

**تمهيد:**

رغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية واختلاف أشكالها، لازال الاهتمام منصبا على التوليفة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة، فقرار التمويل يعد من بين أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة ولهذا نجد أنها تعيرها أهمية بالغة لما لها من تأثير على مختلف نشاطاتها.

وبسبب هذا فقد أصبح عمل المدير المالي لا يقتصر على مجرد التعرف على مصادر الأموال بل يقع على عاتقه أيضا أن يحصل عليها بأفضل الشروط، وأن يكون ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد ممكن أو أقل تكلفة ممكنة، فغرض المدير المالي هنا هو التوصل إلى الهيكل المالي المثالي الذي يمكنه من تحقيق الهدف النهائي لعمله والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة، ولهذا تم وضع مجموعة من النظريات التي حاولت أن تفسر طرق اختيار الهيكل المالي بالرغم من اختلاف وجهات النظر بين مؤيد ومعارض على إمكانية تحقيق هيكل تمويلي أمثل للمؤسسات الاقتصادية ولهذا قسمنا هذا الفصل إلى أربعة مباحث معنونو كآآتي:

- ❖ المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي؛
- ❖ المبحث الثاني: مكونات الهيكل المالي؛
- ❖ المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي؛
- ❖ المبحث الرابع: الهيكل المالي الأمثل ومتطلباته.

## المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي

ظهر مفهوم الهيكل المالي من مهمة الإدارة المالية والتي تكمن في كيفية الاختيار بين البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة وحسب ظروفها الخاصة وتكييفها مع احتياجاتها المالية التي تكون عادة طويلة أو متوسطة أو قصيرة الأجل، فالأداء المالي الجيد للمؤسسة مرتبط بمدى قدرتها على تشكيل هيكلها المالي باعتمادها على تلك المصادر التمويلية المتاحة أمامها، ولهذا سنتناول في هذا المبحث مفهوم الهيكل المالي ومناهجه، محددات الهيكل المالي، وأخيرا السياسات التمويلية للمؤسسة.

### المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومناهجه

يعتبر الهيكل المالي من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومديرين، لما لها من تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي، وضمان عدم تعرضها للإفلاس، ومن هنا يمكن القول بأن المؤسسة تقوم برصد سياستها المالية، إذن من الضروري التفرقة بين المفاهيم المختلفة للهيكل المالي والتعرف على أهم مناهج اختيار الهيكل المالي.

### أولاً: مفهوم الهيكل المالي

قبل الدخول في موضوع الهيكل المالي لابد في البداية أن نقوم بإيضاح معاني بعض المصطلحات التي تستخدم في مجال التمويل وذلك من أجل إزالة أي التباس في الفهم، فمن بين المصطلحات نجد: هيكل الأصول والذي يقصد به الجانب الأيمن من الميزانية العمومية، أي موارد المؤسسة التي ينبغي تمويلها<sup>(1)</sup>، ومن بين المصطلحات كذلك نميز مصطلحين شائعين في هذا المجال وهو الهيكل المالي (Financial Structure)، والذي يقصد به التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحق الملكية ويستبعد جميع أنواع الإئتمان قصيرة الأجل<sup>(2)</sup>، أما الثاني فيمثل هيكل رأس المال (Capital Structure) والذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحق الملكية، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعد جزءاً من الهيكل المالي للمؤسسة<sup>(3)</sup>.

(1) جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان، بدون سنة نشر، ص: 301.

(2) محمد صلاح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص: 302.

(3) محمد صلاح الحناوي، وآخرون، الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص: 360.

## 1- تعريف الهيكل المالي:

تعددت واختلقت التعاريف المقدمة للهيكل المالي رغم أنها تتضمن نفس المفاهيم، حيث يمكن تعريف الهيكل المالي على أنه: "تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم سواء تلك العناصر الطويلة الأجل أو القصيرة الأجل"<sup>(1)</sup>.

كما يقصد به: "هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف الميزانية العمومية"<sup>(2)</sup>، بمعنى أنه مجموع النسب الموجودة بين مختلف الموارد المالية التي من خلالها تستطيع المؤسسة تحديد هيكلها كنسبة بين رأس المال الدائم والديون في المدى القصير (نسب المديونية)<sup>(3)</sup>.

ويعرف أيضا بأنه الخطة المالية، ويرجع ذلك إلى طبيعة مصادر التمويل طويل الأجل مثل السندات، القروض طويلة الأجل، الأسهم الممتازة، وحقوق الملكية التي يحدد قيمتها السوقية، الاحتياطات والفوائض المحجوزة لدى الشركات بعد الضرائب والتوزيعات<sup>(4)</sup>.

ومنه فالهيكل المالي يتعلق بكيفية تمويل إجمالي موجودات أو استثمارات المؤسسة ويتمثل ذلك في الجانب الأيمن للميزانية أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تستخدمها المؤسسة<sup>(5)</sup>.

## 2- خصائص الهيكل المالي:

يتصف الهيكل المالي بمجموعة من المواصفات تتمثل أساسا في<sup>(6)</sup>:

أ-الربحية: يجب أن يعود الهيكل المالي للمؤسسة بالنفع عليها عن طريق الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة.

(1) منير إبراهيم هندي، مدخل تحليل معاصر، الطبعة الأولى، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003، ص: 545.

(2) عدنان تابه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 349.

(3) Bernard Calave, *la rentabilité de l'entreprise*, analyse prévision et contiel, 3<sup>ème</sup> édition, paris, dunod, 1982, p :58

(4) سمير محمد عبد العزيز، إصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1997، ص: 248.

(5) علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، الطبعة الأولى، مكتبة الرائد العلمية، عمان، 2002، ص: 231.

(6) سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 249، 250.

ب- القدرة على الوفاء بالدين: يجب أن لا يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الأدنى الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزامات هذا الاقتراض، وفي نفس الوقت يجب تجنب حملة الأسهم العادية أية مخاطر مالية إضافية.

ج- المرونة: بمعنى عدم اتصاف الهيكل المالي للمشروع بالجمود وإنما يتعين عليه تمييز القدرة على تعديل مصادر الأموال (أموال الملكية، الاقتراض بأنواعه)، تبعاً للمتغيرات في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة.

### ثانياً: مناهج اختيار الهيكل المالي

هناك ثلاثة مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب وهي<sup>(1)</sup>:

1- 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: 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.

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

3- منهج التوازن الحركي الديناميكي: يفترض وجود متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي وهما: المخاطر المالية ومخاطر الأعمال حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية والبيئة الخارجية المحيطة بالمؤسسة وبمجموعة من العوامل متمثلة في: مدة الائتمان، مدى توفر المعلومات، وجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم، على أن يتم اتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الاستغناء عنها مثل: التكلفة، المركز الائتماني للمؤسسة، مجال استخدام الأموال، والقرارات المالية التي اتخذت في الماضي، وفي ضوء العمليات الإنتاجية والتسويقية ودرجة استغلال الأصول والموارد الإنتاجية لأن ذلك يؤدي إلى تغيير المزيج التمويلي مع

(1) جلال الدين المرسي، أحمد عبد الله، الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009، ص: 287.

كل تغير في حجم أعمال المؤسسة، وعليه يجمع هذا المنهج بين المناهج السابقة الذكر عند اختيار المزيج التمويلي المناسب ما يجعله منهج متكامل.

### المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي

إن أهم ما يميز الهياكل المالية الخاصة بالمؤسسات أنها تختلف من مؤسسة إلى أخرى، فنجد بعضها يعتمد كلياً على الأموال الخاصة فيما البعض الآخر يعتمد على الأموال المفترضة بشتى أنواعها حتى أنه يمكن أن يتباين الهيكل المالي لمؤسسة ذاتها من سنة إلى أخرى، والسبب من وراء هذه الاختلافات مجموعة المحددات التي تأخذها المؤسسة بعين الاعتبار والتي تؤثر على قرار المؤسسة عند وضع هيكلها المالي المناسب.

ويمكن تصنيف هذه العوامل إلى مجموعتين عوامل خارجية وعوامل داخلية وهي كالآتي<sup>(1)</sup>:

#### أولاً: المحددات الخارجية للهيكل المالي:

ويقصد بها: "العوامل المرتبطة بالبيئة الخارجية للمؤسسة والتي لا يمكن التحكم فيها عادة، وبالتالي لا يتطلب الأمر سوى التكيف معها"<sup>(2)</sup>، وتتمثل هذه العوامل في:

**1- الحالة الاقتصادية:** والتي تم ربطها بالالتزامات وأموال الملكية، والتي في حال ما إذا كانت هذه الأخيرة أقل منها فإن المؤسسة تتعرض إلى مخاطر أكبر في حالة حدوث انكماش اقتصادي، ولكنها تتمتع بعائد أكبر في حالة الرواج الاقتصادي، وبالتالي يتعين على الإدارة الموازنة بين العائد والمخاطر الاستثمارية عند دراستها وتقديرها للهيكل المالي<sup>(3)</sup>، وعموماً فإن الحالة الاقتصادية تتضمن:

أ- **الدورات التجارية:** تتسم الدورة التجارية بوجود فترتين، فترة كساد وفترة رواج، ففي ظل فترات الكساد يجب تخفيض حجم القروض في الهيكل المالي نظر لانخفاض الربحية بسبب انخفاض معدل العائد على الأصول عند معدل الفائدة على القروض، أما أوقات الرواج حيث يرتفع معدل العائد على الأصول عن

(1) أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2012 ص:5.

(2) السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر، 2001، ص: 248.

(3) جميل أحمد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص: 327.

معدل الفائدة على القروض فإنه يكون من الأفضل زيادة الاعتماد على القروض إلى الحد المناسب، على أن يكون هناك تخطيط يستوعب حدوث أي تقلبات<sup>(1)</sup>.

ب- **ظروف أسواق رأس المال:** حيث يركز على مدى توافر الأنواع المختلفة من الأموال من عدمه في الأسواق المالية، وكذلك تكلفة هذه الأنواع التي لها تأثير هام عند تحديد نوع الورقة المالية (أسهم ممتازة، عادية، أو سندات) التي يناسبها تمويل معين، ويمتد تأثيرها إلى درجة إمكانية تغيير الهيكل المالي<sup>(2)</sup>.

ج- **الوفر الضريبي:** تؤثر الضريبة في قرار المؤسسة للحصول على الأموال اللازمة لها، إما بالاقتراض، أو بزيادة رأس مالها عن طريق طرح الأسهم، فالضريبة قد أعطت ميزة لاقتراض الأموال، فعند اللجوء إلى الاقتراض سيؤدي ذلك إلى تقليل الضريبة المفروضة على المؤسسة لأن الفوائد التي تدفع عن القرض يتم اقتطاعها من أرباح المؤسسة قبل احتساب الضريبة المستحقة وهنا يظهر ما يعرف بالوفر الضريبي، حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة<sup>(3)</sup>، وعليه كلما زادت قدرة المؤسسة على تحقيق وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على القروض في التمويل، أما في حال ما إذا كانت المؤسسة لا تدفع أي ضريبة لسبب من الأسباب كتمتعها بالإعفاء الضريبي في هذه الحالة فمركزها الضريبي لن يشجعها على الاقتراض، لأنها لا تحقق أي وفر ضريبي فهي في الأساس غير مطالبة بدفع الضريبة<sup>(4)</sup>.

2- **خصائص الصناعة:** ويقصد تلك المحددات التي تم اقتباسها من طبيعة الصناعة أو النشاط الذي تمارسه المؤسسة ومجموعة القيود والمخاطر التي يمكن أن تواجهها هذه الصناعة طيلة مدة نشاط هذه المؤسسة، ومن بين أهم هذه المحددات نذكر<sup>(5)</sup>:

أ- **التقلبات الموسمية:** إذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاتها بالموسمية فإن المؤسسة يجب أن تهتم بعنصر المرونة في تخطيطها المالي، وبالتالي يجب أن يزيد اعتمادها على الديون قصيرة الأجل، لأنه يتوجب على المؤسسة الملائمة بين مصدر التمويل وطبيعة استخدامها.

(1) أنفال حدة، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

(2) جميل أحمد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص: 327.

(3) غازي فلاح المومني، علي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال "دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان"، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2، 2011، ص: 370.

(4) أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

(5) السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السمیع، مرجع سبق ذكره، ص: 250، 252.

ب- **درجة حساسية المبيعات للدخل القومي:** إذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاتها بالحساسية لتغيرات الدخل القومي، فإنه يتعين عدم التماذي في الاقتراض طويل الأجل، لأنه قد يرجع بنتائج عكسية على دخل الملاك، فضلا عن احتمال تعرض المؤسسة لمخاطر عدم السداد ومن ثم يكون التمويل الذاتي والاقتراض قصير الأجل أكثر قبولا لمواجهة حالات التوسع والانكماش.

ج- **دورة حياة الصناعة:** يختلف شكل الهيكل المالي للمؤسسة باختلاف المرحلة التي تمر بها الصناعة، فالصناعة تمر عادة بمجموعة من المراحل وهي مرحلة الانطلاق، والنمو، النضج والتدهور، فكل من هذه المراحل تؤثر على شكل الهيكل المالي، بحيث أن في مرحلة الانطلاق يفضل الاعتماد على الأسهم العادية وذلك لزيادة احتمالات الفشل، أما في مرحلة النمو يزداد الاهتمام بعامل المرونة للتأكد من إمكانية الحصول على الأموال عند الحاجة إليها... إلخ. تجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد هيكل تمويلي أمثل لجميع المؤسسات، ولكن هناك هياكل مثلى يمكن تطبيقها على مستوى أي صناعة من الصناعات وذلك طبقا لمخاطر التشغيل التي تواجهها هذه الصناعة ووفقا لخصائص هيكل أصولها.

3- **خصائص المؤسسة ذاتها:** إن كل مؤسسة تنتمي إلى صناعة معينة، ولهذا تعد خصائص الصناعة السالفة الذكر من بين خصائص المؤسسة، ولكن هذا لا يمنع أنه أحيانا قد نجد لبعض المؤسسات تقلبات موسمية أو دورية في مبيعاتها تختلف إلى حد ما عن تقلبات الصناعة التي ينتمون إليها وعلى كل فإن الخصائص التي سنقوم بتحليلها الآن هي تلك الخصائص المتعلقة بالمؤسسة نفسها بغض النظر عن خصائص الصناعية التي تنتمي إليها والتي تؤثر على تحديد الهيكل المالي<sup>(1)</sup>، وتتمثل أهم هذه الخصائص في:

أ- **طبيعة المؤسسة القانونية:** يتأثر الهيكل المالي باختلاف طبيعة المؤسسة القانونية، إذ تميل المؤسسات الفردية وشركات الأشخاص إلى عدم الاعتماد على القروض خوفا من مخاطر عدم السداد التي قد تصل إلى الممتلكات الخاصة للملاك، وبالتالي هنا يفضل الملاك الأمان على الدخل، أما لو انتقلنا إلى الملاك في شركات المساهمة والذين يتميزون بمسؤوليتهم المحدودة نجدهم يفضلون الدخل على الأمان<sup>(2)</sup>، كما أن شكل المؤسسة لا يؤثر فقط على قرار الملاك بل أيضا على قرار المقرضين الذين يهتمون بعامل الملائمة، فالمقرضون عادة يولون أهمية كبيرة ويفضلون إقراض المشروعات الفردية وشركات الأشخاص عن إقراض

(1) جميل أحمد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص: 329.

(2) محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الطبعة الأولى، مصر، 2000، ص: 270.

شركات المساهمة ويرجع هذا التفضيل مرة أخرى إلى المسؤولية غير المحدودة، ومن الناحية الأخرى نجد مشكلة عدم استمرارية المشروع الفردي (ينتهي بموت صاحبه) وشركات الأشخاص (تنتهي بوفاة أو انسحاب أو إفلاس أحد الشركاء) عكس شركات المساهمة التي تمتاز بالاستمرارية هنا تظهر مشكلة أخرى بالنسبة للمقرضين المتمثل في حجم القروض، حيث نجد أنهم يميلون لمنح شركات المساهمة قروض طويلة الأجل، وفي الوقت نفسه يرفضون منح المشروعات الفردية وشركات الأشخاص هذا النوع من الإئتمان، ولهذا يمكن القول أن عامل الملائمة يمثل أكبر مشكلة بالنسبة للمشروعات الفردية وشركات الأشخاص<sup>(1)</sup>.

ب- **حجم المؤسسة:** حجم المؤسسة يزيد من قدرتها على التوسع بالاقتراض<sup>(2)</sup>، حيث أشارت العديد من الدراسات إلى أن لحجم المؤسسة تأثير على نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي، وقد قدمت هذه الدراسات عدة أسباب لتفسير وجود علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة والمديونية، وأهم هذه الأسباب أن احتمالات الإفلاس تنخفض في المؤسسات ذات الحجم الكبير، كما أن المؤسسات الكبيرة تملك الإمكانيات أكثر عند اللجوء إلى الأسواق المالية وتستطيع الاقتراض بشروط أيسر على عكس المؤسسات صغيرة الحجم تعتمد على التمويل المقترض بشكل أساسي<sup>(3)</sup>، فالمؤسسات الفردية تعتمد على الأموال الخاصة لأنها قد تجد صعوبات كبيرة في الحصول على القروض طويلة الأجل، وحتى لو تحصلت عليها فتجدها بفائدة مرتفعة وشروط غير ملائمة ما يجعل هيكلها غير مرن، وقد تلجأ إلى الاقتراض كأحد متطلبات النمو حتى لا يفقد الملاك سيطرتهم على المؤسسة<sup>(4)</sup>.

ج- **هيكل الأصول (الضمانات):** حيث أن طبيعة موجودات المؤسسة تؤثر بأشكال مختلفة على قرار اختيار المؤسسة بمصدر تمويلها، أي أن نوع الأصول التي تمتلكها المؤسسة الاقتصادية يتدخل في تحديد بنية هيكلها التمويلي، فمثلا كلما كانت حصة الأصول الملموسة (المادية) التي يمكن استخدامها كضمان ذات أهمية في المؤسسة، كلما كان المقرضون على استعداد لمنح قروض أكثر.

د- **نوع الإدارة:** إن الأوزان التي تعطي للعوامل المختلفة التي تؤثر على تحديد أنواع الأموال المستخدمة هي نهاية الأمر مسألة تقدير وحكم شخصي، أي بعبارة أخرى إن هذه العملية يقوم بها أفراد من البشر المؤهلين،

(1) جميل أحمد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص: 330.

(2) محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 270.

(3) يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مداخلة في إطار فعالية الملتقى الدولي لمتطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و 18 أبريل، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف 2006، ص: 433.

(4) محمد شعبان، نحو اختبار اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة بومرداس،

فالمشروعات تدار بواسطة أفراد يختلفون اختلافاً بينا من حيث المهارة والخبرة والتجارب والدوافع والطموح، وهذه الاختلافات يظهر أثرها عند وضع التخطيط المالي الخاص بكل مشروع، وتظهر هذه الاختلافات بصفة خاصة عند التقييم وخاصة ما يتعلق منها بالافتراض، وبالتالي لا يمكن تجاهل العامل الشخصي عند دراسة موضوع الهيكل المالي<sup>(1)</sup>.

### ثانياً: المحددات الداخلية للهيكل المالي

ويقصد بها: "تلك العوامل المرتبطة بالبيئة الداخلية للمؤسسة والتي تخضع لسيطرتها"<sup>(2)</sup>، ونذكر منها:

1- **مستوى المبيعات**: تستطيع المؤسسة التي تتميز بمبيعاتها بالاستقرار النسبي أن تعتمد على التمويل عن طريق القروض، دون أن تتحمل تكاليف ثابتة أخرى عكس المؤسسات التي تتسم بعدم استقرار مبيعاتها<sup>(3)</sup>.

أما فيما يخص نمو المبيعات فإن زيادة معدل المبيعات بنسبة معينة سيزيد من ربحية السهم، إذ يمكن للمؤسسة التي تتميز بنمو مبيعاتها أن تعتمد على القروض، لأنه عادة تكون التكلفة أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة في حين يرى البعض أن في حالة زيادة صافي الربح فإن الاعتماد على الديون سيكون محدوداً أو ثابتاً عند نسبة محددة من إجمالي الأصول أو من قيمة حقوق الملكية، وكل هذا بهدف زيادة فعاليتها كمصدر مالي ذاتي عن طريق الأرباح المحتجزة<sup>(4)</sup>.

2- **التحكم والسيطرة**: تعتبر رغبة الملاك في الاحتفاظ بسيطرتهم على الشركة من العوامل التي تلعب دوراً هاماً في تخطيط أنواع الأموال المستخدمة، ففي حال رغبت الملاك في الحفاظ على سيطرتهم التصويتية في المؤسسة هنا ستفضل الإدارة اللجوء إلى القروض في عملية تمويلها، لأن الدائنين لا يكون لهم في الحق التصويت، أما في حال ما إذا كان الوضع المالي للمؤسسة ضعيفاً فهنا سوف يفضل إصدار أسهم جديدة على حساب الاستدانة، وهذا خوفاً من مخاطر عدم السداد التي يمكن أن توصل المؤسسة إلى الإفلاس، الأمر الذي قد يعرض أفراد الإدارة الحالية لفقدان وظائفهم بالمؤسسة<sup>(5)</sup>.

(1) محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 331-332.

(2) سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 324.

(3) عاطف أندرواس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 405.

(4) عبد الغفار حنفي، رسيمة زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 151.

(5) حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2002، ص: 151.

3- موقف الإدارة اتجاه الخطر: هناك اختلاف في درجة تجنب الخطر من شخص إلى آخر، فعلاقة التفضيل هذه تؤثر في تحديد سياسات التمويل للمؤسسة، فإذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات عالية فإنها لن تلجأ إلى التمويل بالدين إلا ضمن حدود ضيقة، أما إذا كانت تتجنب الخطر بدرجات أقل فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالدين بنسب أعلى سعياً وراء تعظيم الأرباح<sup>(1)</sup>.

4- المرونة التمويلية: يقصد بها مدى قدرة المؤسسة على الحصول على القروض، وذلك بشروط ملائمة وأسعار فائدة معقولة تحت مختلف الظروف، فالمقرض عادة يبحث عن المؤسسة ذات المركز المالي القوي لضمان حقوقه خاصة في الظروف الاقتصادية السيئة ولهذا نجدنا تناقش هيكلها المالي مع المقرض المحتمل وتعطي وزناً كبيراً لرأيه، وعليه فعندما تكون كل العوامل مشجعة على استخدام الدين والمرونة التمويلية غير متوفرة، فهذا يعني هيكل مالي بنسبة استئانة أقل<sup>(2)</sup>.

5- هيكل الأصول: ويؤدي هيكل أصول المؤسسة دوراً مهماً في تحديد الهيكل المالي، حيث أن ارتفاع قيمة الأصول الملموسة للمؤسسة يعطي إشارة لارتفاع قيمتها بأسعار التصفية.

فقد أكد (bradly et al, 1984) أن المؤسسات التي لها إستثمارات كبيرة في أصولها الملموسة لها نسبة دين أعلى من المؤسسات التي لا تستخدم الأصول الملموسة، كما أنها تحصل على القروض بمعدلات فائدة أقل، والسبب أن القروض تكون مضمونة بقيمة الأصول الملموسة للشركة، ومنه فالمؤسسات ببضعة أصول ثابتة تستطيع أن تصدر الملكية وأن وجود الآلات والمباني (وجود الأصول الملموسة) يجعل من الممكن اختيار التمويل بالدين<sup>(3)</sup>.

6- التوقيت: يرتبط عامل التوقيت بشكل أساسي بعامل المرونة، فالتوقيت الملائم هو الذي يسمح للمؤسسة بالحصول على الأموال من مصادر تتصف بالمرونة، وهذا يعطي للمؤسسة حرية أكبر في تحديد مبلغ الأموال وفترة الحاجة إليه، وشروط الحصول عليه، كما أن التعرف على الحاجة للأموال في توقيت سليم يسمح للمؤسسة بالحديث عن المصادر البديلة والمفاضلة بينها لاختيار الأفضل<sup>(4)</sup>.

(1) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 325.

(2) عدنان تابه النعيمي، وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص: 438.

(3) غازي فلاح المؤمني، علي محمود حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 369.

(4) جميل أحمد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص: 326.

7- **الملائمة:** ويقصد بها ملائمة أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول أي يجب أن يكون اختيار مصدر التمويل متماشياً ومتناسباً مع نوع الاستخدام، فمثلاً يتم تمويل العمليات طويلة الأجل بمصادر تمويلية طويلة الأجل، ويرجع ذلك إلى ضرورة الموائمة والتنسيق بين الطبيعة الزمنية لطبيعة الأصل والأموال اللازمة الحصول عليها<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثالث: السياسات التمويلية للمؤسسة

عند قيام المؤسسة بتخطيط هيكلها المالي فهي تقوم بالمفاضلة بين مجموع مصادر الأموال المتاحة أمامها، وذلك بعد أخذها بعين الاعتبار جميع المحددات السالفة الذكر وهذا من أجل توفير الأموال التي تحتاجها باستخدام أدوات مالية متنوعة ولهذا تعد السياسة المالية التي تعتمد عليها المؤسسة في تشكيل هيكلها المالي، هي تعبير لتمويل احتياجاتها المالية.

### أولاً: السياسة المعتدلة في التمويل (مبدأ التغطية)

إن التمويل على أساس هذه السياسة يتبع مبدأ التغطية ويقضي هذا الأخير بضرورة موائمة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل، مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه<sup>(2)</sup>.

وطبقاً لهذا المبدأ الأصول الدائمة التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة، من مصادر تمويل الأجل كالقروض طويلة الأجل والأموال الخاصة، فليس من الحكمة أن يتم تمويل الأصل الدائم من مصادر تمويل قصيرة الأجل، إذ هذا يعني أن تتعهد المؤسسة بسداد القرض المستخدم في تمويل الأصل، بمعدل أسرع من المعدل الذي يتحول به هذا الأصل إلى النقدية<sup>(3)</sup>.

أما فيما يتعلق بالأصول المؤقتة التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة، فإنه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل.

ومنه فمبدأ التغطية يبرز نقطة هامة، وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل القصيرة الأجل والطويلة الأجل يتوقف على هيكل الأصول المتداولة، فتطبيق مبدأ التغطية كلما زادت الأصول المتداولة

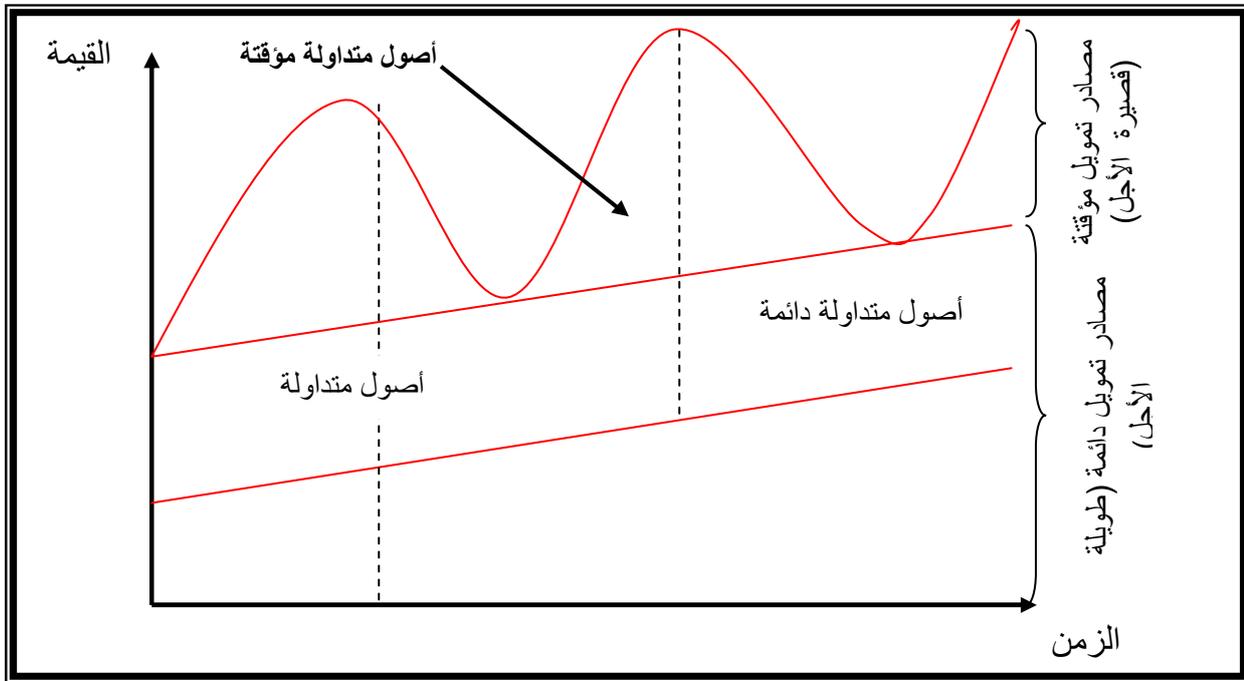
(1) عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص: 202.

(2) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999، ص: 224.

(3) حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص: 193.

المؤقتة، كلما زاد الاعتماد على الخصوم المتداولة في التمويل<sup>(1)</sup>، ويوضح الشكل التالي تمويل الأصول وفق السياسة المعتدلة:

الشكل رقم (1،1): السياسة المعتدلة في التمويل



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، مرجع سبق ذكره، ص: 225.

من خلال الشكل نلاحظ أن الأصول الثابتة قد تم تمويلها بالكامل من خلال مصادر التمويل طويلة الأجل، في حين استعمل مصدر التمويل قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات الاستثمارية قصيرة الأجل.

فمن غير المنطقي أن تمويل الإدارة المالية الاستثمارات قصيرة الأجل بمصادر تمويل طويلة الأجل، وإن تم ذلك فهذا يعني أن تتحمل الإدارة المالية تكاليف إضافية، والتي تتمثل في الفوائد الإضافية لأموال لا حاجة لهم، الأمر الذي يترك آثار سلبية على مستوى ربحية الاستثمار والعكس.

وبالرغم من سلامة هذه السياسة من ناحية تأثيرها على ربحية المؤسسة، ولكن ما يعاب على هذه السياسة أنها تتجاهل مدى ميل إدارة المؤسسة لتحمل المخاطر، وبالتالي نستخلص أن مضمون هذه السياسة

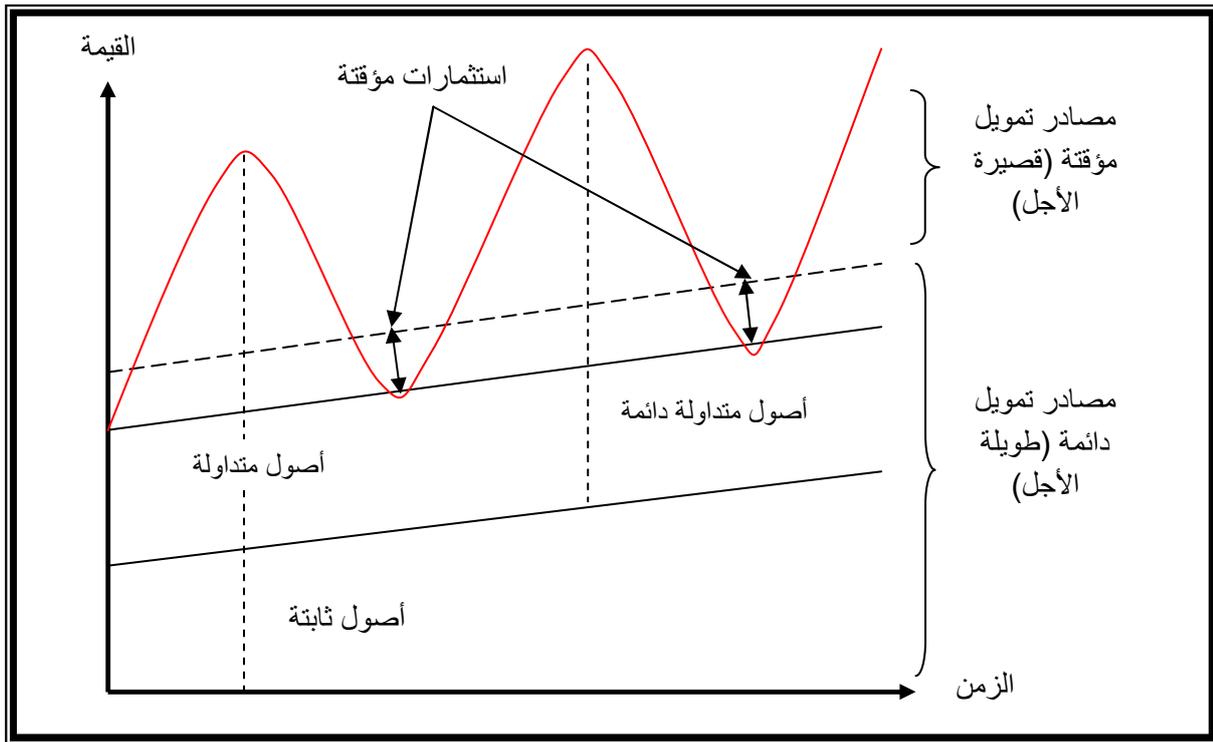
(1) المرجع نفسه، ص: 193.

سوف يجعل من مخاطر التمويل التي يمكن أن تتعرض لها الإدارة المالية في حدود مقبولة، كما أنها تضمن عائداً مقبولاً أيضاً ويحافظ على ربحية معتدلة<sup>(1)</sup>.

### ثانياً: سياسة التمويل المتحفظة (الحافظة)

حسب ما سبق مبدأ التغطية، فالأصول الدائمة ينبغي تمويلها من مصادر طويلة الأجل، والأصول المؤقتة ينبغي تمويلها من مصادر قصيرة الأجل، غير أن هذا الوضع نادر الحدوث فقد تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، ومن ثم فقد تذهب في الاعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول المؤقتة، وفي محاولة لتخفيض مخاطر العسر المالي رغم ما لذلك من أثر عكسي على العائد<sup>(2)</sup>، والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة المتحفظة:

الشكل رقم (1، 2): السياسة المتحفظة في التمويل



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

(1) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2004، ص: 358.

(2) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص: 225.

نلاحظ من الشكل أن الأصول الدائمة والتي تنمو عبر الزمن سوف يتم تمويلها كلياً بمصادر تمويل طويلة الأجل مع استخدامه أيضاً لتمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة.

ولهذا تعتبر هذه السياسة متحفظة فالإدارة المالية تسعى إلى تمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة بمصادر تمويل قصيرة الأجل، وهذا التصرف يعني انخفاض حجم الالتزامات المستحقة على المؤسسة مما يعني تعزيز سيولتها، ويساعد هذا النمط التمويلي أيضاً في الحصول على مصادر التمويل طويلة الأجل في الأوقات المناسبة عندما تنخفض تكلفتها، ومن جانب آخر فإن الإعتماد على مصدر تمويل طويل الأجل لتعويض الانخفاض في حجم الخصوم المتداولة، ومن شأنه أن تؤدي إلى تخفيض معدل العائد على الاستثمار، نظراً لأن تكلفة التمويل طويلة الأجل تفوق تكلفة التمويل قصيرة الأجل.

وعموماً فإن درجة المخاطرة في هذه السياسة سوف تكون بحدودها الدنيا إلا أن عائد الشركة سوف يكون منخفض بسبب الإرتفاع في تكاليف القروض طويلة الأجل بمعنى آخر فإن هذه السياسة سوف تخفض العائد وتخفف المخاطر<sup>(1)</sup>.

### ثالثاً: سياسة التمويل المغامرة (الجريئة)

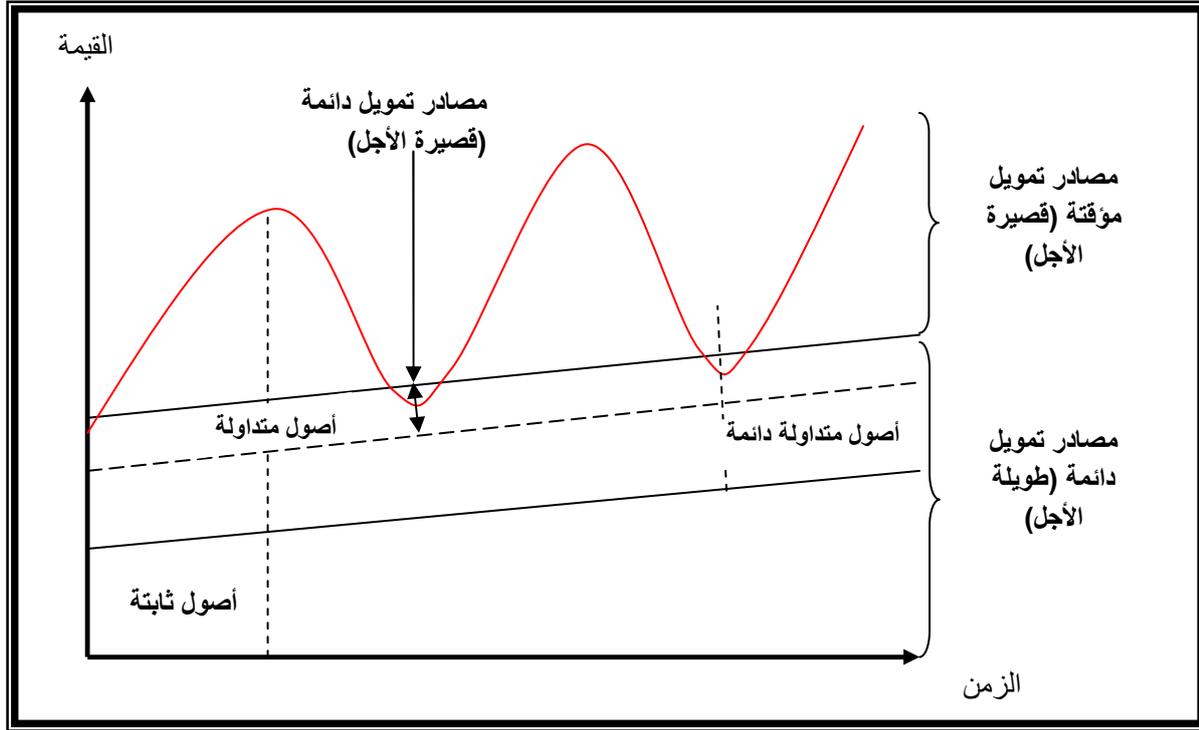
إذا ما تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها ستلجأ إلى استخدام مصادر التمويل قصيرة الأجل في عملية تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملاً في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر<sup>(2)</sup>.

يوضح الشكل التالي تطبيقاً للسياسة الجريئة في التمويل حيث توضح المساحة بين الخط المتقطع المائل والخط غير المتقطع المائل حجم الأصول الدائمة التي يتم تمويلها من مصادر قصيرة الأجل:

(1) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 361.

(2) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص: 227.

الشكل رقم (1، 3) السياسة المغامرة في التمويل



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

وإذا ما حاولنا المقارنة بين الشكلين (1، 3) و(1، 1) سوف يتضح أن حجم الأصول المتداولة لم يتغير، بينما ازداد حجم الاعتماد على الخصوم المتداولة على حساب الخصوم غير المتداولة وهذا من شأنه أن يؤدي إلى إضعاف مركز المؤسسة من حيث السيولة، أي يؤدي إلى زيادة مخاطر العسر المالي.

ومن ناحية أخرى، فإن زيادة درجة الاعتماد على الخصوم المتداولة لتعويض الانخفاض في درجة الاعتماد على الخصوم غير المتداولة وحقوق الملكية، ومن شأنه أن يؤدي إلى زيادة العائد نظر لانخفاض تكلفة التمويل قصيرة الأجل، باختصار تؤدي السياسة الجريئة إلى زيادة المخاطر وكذا زيادة العائد أيضا<sup>(1)</sup>.

<sup>(1)</sup> بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012، ص: 29.

## المبحث الثاني: مكونات الهيكل المالي

تدرج الخطة التمويلية ضمن الخطة العامة للمؤسسة، وباعتبار أن عملية إيجاد المصادر التمويلية الملائمة من أهم العوامل المحافظة على استمرارية نشاطها، لذا فتعدد البدائل التمويلية المتاحة يحتم ضرورة اتخاذ قرار سليم يخدم مختلف الأطراف العاملة فيها ويسمح بخلق النتائج المرغوبة، لهذا وجب على المؤسسة إتباع منهج تمويلي معين مع ما يتناسب وقدراتها في مواجهة المخاطر، هنا يمكن التمييز بين العديد من المصادر التمويلية، حيث يتم تقسيمها بطرق مختلفة حسب المفهوم المستعمل في ذلك فهناك تقسيم على أساس المدة، وعلى أساس المصدر، كما يمكن تقسيمها على أساس ملكية الأموال، والتي ستعتمد من خلال هذا المبحث لتبيان أهم أنواع المصادر التمويلية، وهي أموال الملكية وأموال الإستدانة.

## المطلب الأول: أموال الممتلكة

يمكن القول بأن الهيكل المالي للمؤسسات، بشكل عام يتضمن حقوق الملكية (التمويل الممتلك)، وتنشأ هذه الحقوق بشكل أساسي من المبالغ النقدية التي يقدمها المالكين لشراء الأصول المطلوبة للبدء بنشاط المؤسسة.

## أولاً: التمويل الذاتي

## 1- تعريفه:

يعرف على أنه : "الفائض النقدي الصافي المتاح للمؤسسة بعد توزيع الأرباح"<sup>(1)</sup>.

ويحسب بإحدى العلاقتين:

$$\text{إجمالي التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الصافية} + \text{الاهتلاكات} + \text{مؤونات الأعباء والخسائر}$$

$$\text{صافي التمويل الذاتي} = \text{النتيجة غير موزعة} + \text{الاهتلاكات} + \text{مؤونات الأعباء والخسائر}$$

(1) مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان مطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص: 44.

وهناك عدة مفاهيم مرتبطة به ولها معين مختلف مثل التدفق النقدي، قدرة التمويل الذاتي لذا سيتم توضيح كل من المفهومين كما يلي:

أ- **التدفق النقدي**: يعرف على أنه كافة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة خلال فترة حياة المشروع. ويمكن تحديده بالعلاقة التالية<sup>(1)</sup>:

$$\text{التدفق النقدي} = \text{التدفق الداخلى} - \text{التدفق الخارج}$$

ب- **قدرة التمويل الذاتي**: يعرف على أنه الفرق بين الإيرادات المتحصل عليها والتكاليف المدفوعة، وتعتبر قدرة التمويل الذاتي كذلك، التدفق النقدي الصافي، صافي لأنه يتم حسابه بعد إقتطاع الضريبة<sup>(2)</sup>.

ويمكن حسابه بطريقتين<sup>(3)</sup>:

❖ **الطريقة التنازلية**: يمكن الحصول على قدرة التمويل الذاتي بالاعتماد على فائض الخام للإستغلال ومنه:

+ الفائض الخام للإستغلال (EBE)

+ تحويل تكاليف الاستغلال

(- +) نواتج وتكاليف أخرى للإستغلال

(- +) حصص نتيجة العمليات المشتركة

+ نواتج مالية (باستثناء استرجاع المؤونات)

- أعباء مالية (باستثناء مخصصات الاهتلاك والمؤونات)

+ نواتج مالية (باستثناء نواتج التنازل عن الاستثمارات، إعانات للحيازة على الاستثمارات المحولة لنتيجة الاستغلال، المؤونات المسترجعة)

(1) المرجع سابق، ص: 44.

(2) بن ربيع حنيفة، الواضح في المحاسبة العامة، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2000، ص: 348.

(3) jean pierre lahille, **analyse financière**, 1er édition, canpus dalloz, paris, 2001, p : 69

- تكاليف استثنائية (باستثناء القيمة المحاسبية للإستثمارات المتنازل عنها، مخصصات الاهتلاكات والمؤونات الاستثنائية)

- مشاركة المستخدمين

- ضريبة على الأرباح

❖ الطريقة التصاعدية:

يتم الحصول على قدرة التمويل الذاتي انطلاقا من النتيجة الصافية ومنه:

+ النتيجة الصافية

+ الاهتلاكات

+ المؤونات ذات الطابع الاحتياطي

- استرجاع المؤونات أو الاهتلاكات

- إعانات الاستثمارات

- نتيجة التنازل عن الأصول

+ القيمة المحاسبية الصافية للأصول المتنازل عنها

2- مكونات التمويل الذاتي:

أ- الإهتلاكات: تعرف على أنها "عبارة عن تخصيص محاسبي لتدني قيمة الأصول الثابتة المادية من أجل استرجاع أو تجديد الأموال المستثمرة"<sup>(1)</sup>، ويحسب بعدة طرق نذكر منها<sup>(2)</sup>:

❖ طريقة الإهتلاك الخطي (الثابت).

❖ طريقة الاهتلاك المتناقص.

❖ طريقة الاهتلاك المتزايد.

<sup>(1)</sup> هوامة جمعة، تقنيات المحاسبة المعقدة، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002، ص: 147.

<sup>(2)</sup> المرجع السابق، ص 147.

ب- **المؤونات:** تعرف على أنها "مقابلة الانخفاض غير العادية في قيمة الأصول على المؤسسة أن تسعى إلى تقادي هذا الانخفاض عن طريق رصد مبالغ لمقابلة الانخفاض المتوقع"<sup>(1)</sup>.

تتمثل أنواع المؤونات فيما يلي<sup>(2)</sup>:

- ❖ مؤونة الخسائر المحتملة؛
- ❖ مؤونة تدني قيمة الأصول؛
- ❖ مؤونة الخسائر الموزعة على عدة سنوات.

ج- **الأرباح الصافية غير موزعة:** تعتبر الأرباح الصافية غير موزعة "بمناوبة الأرباح المتحصل عليها من النتيجة الإجمالية بعد إقتطاع الضريبة والتوزيعات على الأرباح منها"<sup>(3)</sup>.

وتحدد الأرباح الصافية الغير موزعة كما يلي<sup>(4)</sup>:

- ❖ من الميزانية عن طريق الفرق بين الأصول والخصوم.
- ❖ من حساب النتيجة وذلك بالفرق بين الإيرادات والنفقات وللنتيجة دور في التمويل الذاتي من خلال الطريقة المتبعة في التوزيعات.

## ثانيا: الأسهم

### 1- الأسهم العادية:

أ- **تعريفها:** هي "عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة"<sup>(5)</sup>.

ب- **خصائصها:** من أهم خصائصها ما يلي<sup>(6)</sup>:

- ❖ السهم العادي عبارة عن أداة مالية طويلة الأجل، يتم تداولها في بورصة القيم المنقولة.

(1) ناصر دادى عدون، التحليل المالي، الجزء الأول، دار المحيدية، الجزائر، 1999، ص:26.

(2) هاجر عدوي، الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011، ص: 12.

(3) ناصر دادى عدون، تقنيات مراقبة التسيير، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2000، ص: 141.

(4) المرجع السابق، ص 141.

(5) لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، بدون بلد نشر، 2004، ص: 82.

(6) المرجع السابق، ص 83.

- ❖ له قيمة إسمية، دفترية، سوقية وتصفوية.
- ❖ يتميز الدخل الذي يرده السهم العادي بعدم الاستقرار أي أنه غير ثابت، لارتباطه بالنتائج المحققة من المؤسسة.
- ❖ السهم العادي هو سند ملكية لجزء من رأس مال المؤسسة، وذلك في حدود القيمة الإسمية مما يعني أن حامل السهم العادي هو شريك في المؤسسة، مما يسمح له بالإستفادة من الأرباح وتحمل جزء من الخسارة تبعا للنتيجة المحققة، وكذا المساهمة في تسيير المؤسسة.
- ج- أنواعها: تختلف أنواع الأسهم العادية المصدرة من طرف المؤسسة حسب الهدف من إصدارها، حيث نجد<sup>(1)</sup>:
- ❖ من ناحية الشكل يمكن تقسيمها إلى اسمية حيث يكون اسم حاملها مسجل عليها، أما النوع الثاني فهو الأسهم العادية لحاملها؛
- ❖ وهناك تقسيم آخر على أساسه يتم تصنيف الأسهم إلى فئات كالتالي: فئة " أ "، فئة " ب " ... إلخ، لذا تدعى الأسهم المصنفة؛
- ❖ وهناك أنواع أخرى للأسهم العادية منها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية والأسهم العادية المضمونة.

## 2- الأسهم الممتازة

- أ- تعريفها: تعرف على أنها "حصة رأس مال المؤسسة لها نسبة أرباح ثابتة، ويكمن الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة في أن حامل السهم الممتاز له حق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية للسهم، والأولوية في الحصول على حقوقه عند التصفية، إضافة إلى الفرق في الحصول على الأرباح المجمعة في حالة عدم استلامها في السنوات السابقة"<sup>(2)</sup>.
- ب- خصائصها: نجد أن الأسهم الممتازة تمتاز عن الأسهم العادية بعدد من الخصائص منها<sup>(3)</sup>:
  - ❖ الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة؛
  - ❖ التفضيل في الحصول على فائض الأصول عند تصفية المؤسسة؛
  - ❖ القابلية للتحويل إلى أسهم عادية.

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأ المعارف، مصر، 2003، ص: 39-51.

(2) عدنان هاشم السمراني، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1997، ص: 284.

(3) أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة عن الأسهم والسندات المتداولة في البورصة المالية، مصر، 2002، ص: 127.

ج- أنواعها: نظرا لتعدد الاحتياجات المالية للمؤسسة، وأيضا اختلاف رغبات المستثمرين واتجاهاتهم، هذه العوامل وأخرى أدت إلى تنوع الأسهم الممتازة، ومنها<sup>(1)</sup>:

❖ **الأسهم الممتازة من ناحية الدخل:** يتمتع حملة هذه الأسهم بأسبقية على حملة الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح التي تحققها الشركة وليس المقصود بذلك أن أرباح الأسهم في هذه الحالة مضمونة.

❖ **الأسهم الممتازة من ناحية الأصول:** ولهذه الأسهم الأسبقية على الأسهم العادية في اقتسام موجودات الشركة في حالة التصفية، ولذلك فأصحابها يتسردون القيمة الإسمية لأسهمهم من قيمة الموجودات وما يتبقى بعد ذلك يقسم بين حملة الأسهم العادية بالتساوي.

❖ **الأسهم الممتازة من ناحية حق التصويت:** ليس للأسهم عادة الحق في التصويت في الجمعيات العمومية غير أنه قد يحدث أن يعطي حملة الأسهم الممتازة الحق في حضور الجمعية العمومية وكذلك الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة وقد يكون الإمتياز في شكل حق الاعتراض على قرارات الجمعية العمومية مثلا.

❖ **الأسهم الممتازة من ناحية حق التحويل:** يعطي هذا الحق أصحاب هذه الأسهم حق تحويل أسهمهم إلى أوراق مالية من نوع آخر كأن تحول الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية في المستقبل إذا تحسنت أحوال الشركة المصدرة.

❖ **الأسهم القابلة للسداد:** هي أسهم تصدرها الشركات محتقظة بحقها في سداد قيمة هذه الأسهم لأصحابها بعد فترة معينة وعادة تكون لحملة الأسهم نسبة عالية من الأرباح ولهذا تنتهز الشركة فرصة تحسين مركزها المالي فتقوم بدفع قيمة الأسهم وتتخلص من النسبة العالية للأرباح.

### المطلب الثاني: أموال الاستدانة

بعد التعرف على مختلف مصادر التمويل عن طريق أموال الملكية، هناك مصادر تمويلية أخرى تحتل أهمية بالغة في تمويل المؤسسات وخاصة في ظل محدودية أموال الملكية وتتأتى من مصادر خارجية.

(1) محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية (الاستثمار والتمويل، التحليل المالي الأسواق المالية الدولية)، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص: 227-229.

## أولاً: السندات

1- **تعريف السندات:** "السند عبارة عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محدودة ويحمل سعر فائدة ثابت، وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع فوائد سنوية ويجب على المؤسسة رفع القيمة الإسمية للسند كاملة عند الاستحقاق، ويختلف السند عن القروض بأنه يباع إلى فئات مختلفة سواء الجمهور العادي أو المؤسسات. ويمكن بيع السند إلى شخص أو مؤسسة أخرى قبل تاريخ استحقاقه ولكن بسعر أقل من قيمته عند الاستحقاق"<sup>(1)</sup>.

2- **خصائص السندات:** تتمتع السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها ما يلي<sup>(2)</sup>:

- ❖ أنها أموال إقتراض؛
- ❖ فوائدها مصاريف تنزل من الدخل قبل احتساب الضريبة؛
- ❖ لها موعد استحقاق يجب سدادها بحلول أو قبل ذلك إذا كانت قابلة للإستدعاء؛
- ❖ في حالة عجز المؤسسة عن دفع الفائدة في سنة من السنوات تستحق جميع السندات فوراً؛
- ❖ السندات هي شكل من أشكال الاقتراض الطويل الأجل، وتظهر في بند المطلوبات طويلة الأجل؛
- ❖ لحامل السند حق الأولوية في استيفاء قيمة السند عند التصفية قبل حاملي الأسهم.

## 3- أنواع السندات

توجد أنواع عدة من السندات أهمها:

أ- **السندات القابلة للإستدعاء:** يتم عادة سداد أصل السندات عند حلول تواريخ استحقاقها غير أنه يوجد نوع من السندات القابلة للإستدعاء تتيح للمؤسسة المقترضة إمكانية استدعائها، ويحدث هذا حينما تنخفض أسعار الفائدة السائدة في السوق عن سعر الفائدة على السند بعد بيع السندات المصدرة، وفي هذه الحالة قد ترغب المؤسسة المقترضة المصدرة للسندات في استعجال استحقاق السندات أي استدعائها واستبدالها بإصدار سندات أخرى بأسعار فائدة أقل من الأسعار القديمة، وفي مقابل تتعهد المؤسسة المقترضة بسداد علاوة إضافية عند الاستدعاء تضاف إلى القيمة الإسمية للسند<sup>(3)</sup>.

(1) عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 224.

(2) زياد سليم رمضان، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الرابعة، دار الصفاء للنشر، الأردن، 1996، ص: 137.

(3) عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 382.

- ب- السندات القابلة للتحويل لأسهم: لها نفس الخصائص مع السند العادي وفي غالب الأحيان يكون بمعدل ثابت، ويعطي هذا النوع من السندات الحق لحاملها في مبادلتها بعدد محدد من الأسهم عند أي وقت وفي مقابل هذه الميزة تصدر السندات بأسعار فائدة أقل من السندات العادية<sup>(1)</sup>.
- ج- السندات المضمونة: وتسمى بسندات الرهن فهي تصدر شرط رهن بعض الموجودات في المؤسسة، ولا يحق لهذه الأخيرة المالكة التصرف بهذه الموجودات المرهونة إلا بعد إطفاء قيمة السندات<sup>(2)</sup>.
- د- السندات غير المضمونة: هي سندات طويلة الأجل غير مكفولة برهن موجودات معينة ويعتمد إصدار هذه السندات على طبيعة موجودات المؤسسة وقوتها الائتمانية، وبناءا عليه لا تصدر إلا عن المؤسسات القوية جدا<sup>(3)</sup>.

### ثانيا: القروض

من الممكن أن تتحصل المؤسسة الاقتصادية على مصادر تمويلية من المؤسسات المالية في شكل قروض، ويكمن تعريف القرض على انه "عقد يلتزم به المقرض أن ينقل إلى المقترض ملكية مبلغ من النقود على أن يرده إليه عند نهاية مدة القرض وذلك مقابل فائدة"<sup>(4)</sup>.

ومن الممكن أن نميز بين ثلاثة أنواع من القروض، وذلك اعتمادا على المعيار الزمني للتصنيف، حيث نجد قروض طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل.

#### 1- القروض طويلة الأجل:

أ- تعريفها: " هي قروض تتجاوز مدتها في العادة عن خمس سنوات تمنحها المؤسسة المتخصصة هدفها توفير موارد مالية كبيرة لتمويل الأصول الطويلة الأجل التي تزيد مدة استهلاكها عن خمسة سنوات، هذه القروض تمنح من طرف البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في توظيف الموارد المالية الطويلة الأجل"<sup>(5)</sup>.

(1) علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص: 272.

(2) دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2007، ص: 213.

(3) المرجع السابق، ص: 213.

(4) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص: 548.

(5) ليلي لولانس، التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة بسكرة، 2005، ص: 4.

ب- شروط القروض طويلة: يتضمن عقد القرض شروطا تتعلق بالجوانب التالية<sup>(1)</sup>:

- ❖ قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ استحقاقه؛
- ❖ الرهونات أو الضمانات المرتبطة بالقرض؛
- ❖ فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض؛
- ❖ أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض.

## 2- القروض متوسطة الأجل

أ- تعريفها: "هي قروض موجهة لتمويل الأصول الثابتة والمتداولة، فاستخدامها لتمويل الأصول المتداولة يجعلها تتشابه مع القروض قصيرة الأجل من ناحية الهدف وتختلف وإياها في المدة الزمنية، وتمويلها للأصول الثابتة يجعلها تقترب من القروض طويلة الأجل، إذن تعتبر القروض متوسطة الأجل قروض وسيطة بين القروض قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل، ولكن عادة ما يتوافق استخدامها مع استخدام القروض طويلة الأجل"<sup>(2)</sup>.

تتميز القروض متوسطة الأجل بنفس خصائص القروض طويلة الأجل، إلا أنها ذات مدة زمنية أقصر، حيث تتراوح بين السنة الواحدة وسبع سنوات كحد أقصى، وعادة ما تستخدم لتمويل التجهيزات الإنتاجية ووسائل النقل، لا تختلف كثيرا آثار التمويل عن طريق السندات، والتمويل عن طريق القروض طويلة ومتوسطة الأجل، فكلاهما مصدر تمويلي خارجي ناتج عن الاستدانة إلا أن السندات تتميز على القروض طويلة ومتوسطة الأجل، بإمكانية استدعائها في حالة تغير الظروف المحيطة بالمؤسسة أما القروض الطويلة والمتوسطة الأجل فتتميز على السندات بالمرونة لأنها تنتج عن مفاوضات بينية مباشرة بين المقرض والمقترض<sup>(3)</sup>.

(1) عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 386.

(2) المرجع السابق، ص: 387.

(3) عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 387.

## 3- القروض قصيرة الأجل

إن القروض القصيرة الأجل هي "قروض تستخدم لتمويل نشاط الاستغلال وتكون قصيرة الأجل لأنها لا تتجاوز السنة، وتوجد العديد من أنواع القروض في المدى القصير والتي نذكر منها قروض الاستغلال... الخ" (1).

وتنقسم مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى نوعين أساسيين نوضحهما فيما يلي:

## أ- الائتمان المصرفي:

**تعريفه:** "يقصد بالائتمان المصرفي تلك القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك" (2). كما يمكن تعريفه بأنه: "مصدر من مصادر التمويل المهمة التي يلجأ إليها العديد من المؤسسات، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة وبين المصرف" (3). ويمكن تقسم القروض قصيرة الأجل حسب معيار إلى نوعين هما (4):

❖ **الائتمان المصرفي بضمان:** وهي نوع من القروض المصرفية حيث تكون مكفولة بضمان، وهذا الضمان إما أن يكون شخص آخر أو أصل معين كالحسابات المدينة أو أوراق القبض أو أوراق مالية أو بضائع، والقاعدة هنا أن البنوك لا تمنح عملاتها القروض المطلوبة بالقيمة للضمان المقدم بل تحتفظ بنسبة من قيمة الضمان لتغطية أخطار انخفاض قيمته.

❖ **الائتمان المصرفي بدون ضمان:** في حالة القروض غير المكفولة بضمان، يسمح للمؤسسة بالاقتراض بشرط أن لا يزيد المبلغ المقترض عن قيمة محددة في أي وقت، ويطلق على هذا الحد الأقصى بالاعتماد، وعادة ما يضع البنك بعض الشروط عند فتح أي اعتماد.

## ب- الائتمان التجاري.

يمكن تعريفه على أنه: "إئتمان قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشروع عند قيام هذا الأخير بشراء خدمات أو بضائع جاهزة لغرض تصنيعها أو إعادة بيعها".

(1) علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 257.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأ المعارف، الجزء الثاني، مصر، 1998، ص: 82.

(3) عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص: 353.

(4) محمد صالح الحناوي، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، مصر، ص: 435.

ولذلك فإن الائتمان كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة، ولذلك فإن الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط الذي يمنحه التجار للمستهلك لا يعتبر ضمن الائتمان التجاري، لأن الشروط الخاصة بالتقسيط بمنح الائتمان التجاري تنص على بيع البضاعة والمتاجرة بها، ويحتاج المشتري إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل، والهدف من الائتمان التجاري هو تلبية الاحتياجات من مصادر خارجية في حالة عدم إمكانية الحصول على القروض المصرفية<sup>(1)</sup>، وللائتمان التجاري أشكال عديدة نذكر منها<sup>(2)</sup>:

- ❖ **السحب الجاري:** هو أكثر أشكال الائتمان التجاري استعمالاً وشيوعاً، فيه يفتح البائع للمشتري حساب في دفاتره يسجل فيه ثمن ما باعه من بضاعة بالحساب والمبالغ التي سدها.
- ❖ **السحب:** وهو المطالبة بدفع ثمن البضاعة يوجهه البائع للمشتري ويستخدم في حالات التصدير وقد يكون سحباً زمنياً، أو يستحق بعد فترة محددة من تاريخ رؤية المشتري له.
- ❖ **الكمبيالة:** تعرف الكمبيالة بأنها أداة إئتمان تجاري لها قيمة معينة وتاريخ استحقاق معين ويستطيع حاملها أن يقوم بخصمها قبل موعد الاستحقاق في البنوك التجارية.

### المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي

سيخصص هذا المبحث لعرض أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي مع الإشارة إلى كل من فرضياتها والإنقادات الموجهة لها، والتي تتمثل في النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل كمال السوق، وفي ظل عدم كمال السوق، وفي ظل التيارات المالية الجديدة.

#### المطلب الأول: النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل كمال السوق

في هذا المطلب سوف نستعرض مختلف وجهات النظر أو المقاربات التي قامت بدراسة الهيكل المالي في ظل كمال السوق، وسنتطرق فيما يلي بشيء من التفصيل لكل من هذه النظريات.

(1) مليكة زغيب، ميلود بوشنغير، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص: 198.

(2) طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص: 36، 37.

## أولاً: نظرية الربح الصافي والربح التشغيلي

بعد عام 1952 م قام David Durand وهو أحد المفكرين في مجال الإدارة المالية يعرض أسلوبين لتقييم قيمة المؤسسة من خلال مدى اعتمادها على القروض في تكوين هيكل راس المال، وهما أسلوب صافي الربح Net Income، وأسلوب صافي ربح العمليات (الربح التشغيلي) Net Operating Incom.

وقد أثار هذين الأسلوبين جدلاً كبيراً ترتب عليه ظهور اتجاهين من الفكر متناقضين فيما يتعلق بوجود أو عدم وجود هيكل مالي أمثل يترتب عليه تدنية التكاليف وتعظيم قيمة المؤسسة<sup>(1)</sup>. وفيما يلي نتناول عرض وتحليل كل من وجهتي النظر كما يلي:

## 1- نظرية الربح الصافي 'Net Income theory'

حسب مضمون هذه النظرية فإن تكلفة كل من الاقتراض وحقوق الملكية ثابت لا يتغير بتغير نسبة الاقتراض، فارتفاع أو انخفاض نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة لا يترتب عليه أي ارتفاع أو انخفاض في معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه المقرضون أو الملاك، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة، فإن زيادة نسبة الاقتراض يترتب عليها انخفاض في تكلفة الأموال وارتفاع في قيمة المؤسسة بالتبعية<sup>(2)</sup>، و من فرضيات هذه النظرية نذكر<sup>(3)</sup>:

❖ عدم إدراك المستثمرين للمخاطر الناتجة عن الزيادة في استخدام القروض، ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من طرف الملاك سيظل ثابت؛

❖ ثبات تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة في حال ما إذا تغيرت نسبة الديون إلى الأموال الخاصة (D/ CP)، فإذا كانت تكلفة الاستدانة (kd) تختلف عن تكلفة الأموال الخاصة (kcp)، فالسلوك العقلاني يكمن في الرفع من المصدر الأقل كلفة في التمويل، وعموماً تكون تكلفة الدين (kd) أقل من تكلفة الأموال الخاصة (kcp) نتيجة إمكانية التخفيض الضريبي الذي يحدث نتيجة المصاريف المالية على الاستدانة، في هذه الحالة تكون التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (ko) دالة متناقصة للمعدل  $L = D/CP$ .

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 186.

(2) إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص: 348.

(3) المرجع السابق، ص: 348.

ولتوضيح هذا التحليل النظري سنعمد التحليل التالي<sup>(1)</sup>:

$$\text{القيمة السوقية للمؤسسة} = \text{القيمة السوقية لحق الملكية} + \text{القيمة السوقية للقروض}$$

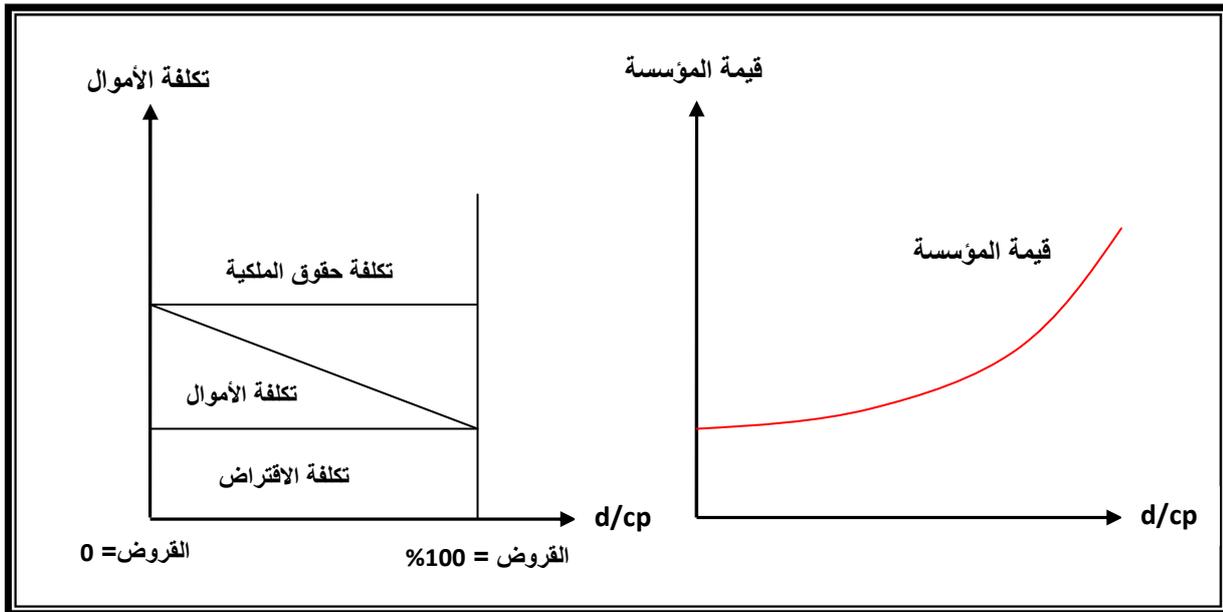
حيث:

$$\text{القيمة السوقية لحق الملكية} = \text{صافي ربح الملاك} \div \text{معدل العائد المطلوب}$$

$$\text{صافي ربح الملاك} = \text{صافي ربح العمليات} - \text{الفوائد تكلفة الاقتراض}$$

والشكل الموالي يوضح مضمون نظرية الربح الصافي:

الشكل البياني رقم (1، 4): العلاقة بين تكلفة الأموال وتكلفة الاقتراض وفقاً لنظرية صافي الربح



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 170.

يوضح الشكل (1، 4) أن كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة الأموال الخاصة لا تتغير بتغير نسبة الاقتراض، ويتحقق الهيكل المالي الأمثل عندما تعتمد المؤسسة على الأموال المقترضة بشكل كامل (نسبة

<sup>(1)</sup> Robert cobbaud, théorie financière, cretion economica, 4<sup>e</sup> édition, paris, 1997, p : 382.

القروض = 100%) في تمويل الأصول، ولهذا نلاحظ أن قيمة المؤسسة ترتفع كلما زادت المؤسسة من نسبة القروض.

ولقد تعرضت هذه النظرية لعدة انتقادات ولعل أهم انتقاد وجه لها فرض ثبات العائد المقدم للملاك رغم ارتفاع درجة المخاطر الناتجة عن الزيادة في الاقتراض، فمن المفترض أن ترتفع المخاطر بارتفاع نسبة القروض، ومن ثم مطالبة الملاك بعائد أكبر، ومن هنا سيختل فرض ثبات بنّات تكلفة الاقتراض وتكلفة الأموال الخاصة مهما تغيرت نسب الاقتراض داخل الهيكل المالي<sup>(1)</sup>.

## 2- نظرية صافي الربح التشغيلي

حسب هذه النظرية فإن التغير الحاصل في نسبة الاستدانة لا يسبب أي تغير تكلفة الأموال المرجحة ولا في القيمة للمؤسسة ولهذا نجد أنها تكون مستقلة في أي تغيرات في الهيكل المالي وتكلفة الأموال المرجحة<sup>(2)</sup>، ومن بين أهم فرضيات هذه النظرية نذكر<sup>(3)</sup>:

- ❖ يفترض هذا المدخل أن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير بتغير نسبة الاقتراض، أما تكلفة الأموال الخاصة (العائد الذي يطلبه الملاك) فترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض، وهذا بسبب ارتفاع المخاطر المالية التي سيتعرض لها جملة الأسهم العادية عند الزيادة في الاستدانة؛
  - ❖ يفترض ثبات تكلفة الأموال المرجحة ويفسر ذلك بأن أي ارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك سوف يعوضه الانخفاض في تكلفة التمويل المقترض، الأمر الذي سيجعل كذلك القيمة السوقية للمؤسسة ثابتة لا تتغير رغم التغيرات التي ستحدث في مستويات الاستدانة، وهنا لا بد أن نشير أن تكلفة التمويل سوف نضم متغيرين أساسيين هما: تكلفة صريحة ممثلة في سعر الفائدة، وتكلفة ضمنية ناشئة عن الزيادة في تكلفة التمويل الممتلك بسبب الإرتفاع في نسب الإستهانة؛
  - ❖ كما تفرض هذه النظرية عدم وجود ضريبة على دخل الشركات.
- ولفهم محتوى هذه النظرية سنقوم بتحليل فرضياتها كالتالي:

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص: 342.

(2) عيد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 194.

(3) المرجع السابق، ص: 194.

لدينا القيمة السوقية للمؤسسة هي حاصل جمع القيمة السوقية لحق الملكية والقيمة السوقية للقروض (السندات)، ولكن وفق مضمون هذه النظرية فإن<sup>(1)</sup>:

$$\text{القيمة السوقية لحق الملكية} = \text{القيمة السوقية للمؤسسة} - \text{القيمة السوقية للقروض}$$

وكما لاحظنا في نظرية صافي الربح أن<sup>(2)</sup>:

$$\text{القيمة السوقية لحق الملكية} = \text{صافي ربح العمليات} \div \text{معدل العائد المطلوب من الملاك}$$

$$\text{حيث أن: معدل العائد المطلوب (م) = صافي ربح العمليات} \div \text{القيمة السوقية لحق الملكية}$$

وبما أن معدل العائد المطلوب (م) ما هو إلا تكلفة التمويل الممتلك فيمكن حسابه كما يلي:

$$م = \text{تكلفة الأموال المرجحة} + (\text{تكلفة الأموال المرجحة} - \text{تكلفة الاقتراض}) \times (\text{القيمة السوقية للقروض} \div \text{القيمة السوقية لحق الملكية})$$

بما أن تكلفة الأموال المرجحة ثابتة، فإن تكلفة التمويل الممتلك ستزداد بزيادة نسبة الاقتراض إلى حق الملكية بسبب زيادة درجات الخطر.

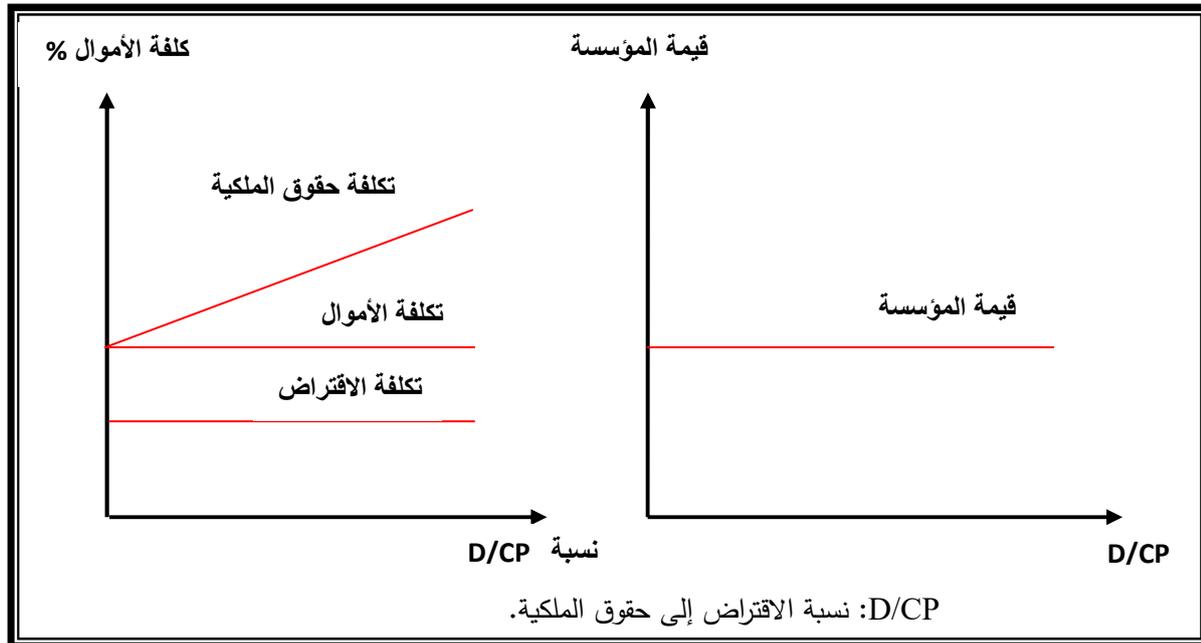
ومن كل هذا فإن هذه النظرية لا تؤمن بوجود هيكل مالي أمثل فرغم زيادة نسبة D/CP إلا أن القيمة السوقية للمؤسسة ستظل ثابتة كما أن تكلفة الأموال المرجحة هي الأخرى ظلت ثابتة<sup>(3)</sup>، وكل ما سبق سنوضحه في الشكل الموالي:

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 184.

(2) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 771.

(3) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 184.

الشكل رقم (1، 5) العلاقة بين D/CP وتكلفة الأموال المرجحة وفق نظرية الربح التشغيلي



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 185.

ثانياً: النظرية التقليدية: Traditionnal theory

تسمى هذه النظرية بالتقليدية ليس لأنها قديمة من الناحية التاريخية وإنما لأن الأفكار التي احتوتها مسلم بها من الناحية التحليلية والاستنتاجية، إضافة لكونها مزجت بين أفكار نظرية الربح الصافي والتشغيلي<sup>(1)</sup>، حيث تقوم هذه النظرية على مجموعة من الفروض أهمها<sup>(2)</sup>:

- ❖ هذه النظرية تقوم على فرض زيادة تكلفة الاقتراض بزيادة نسبة القروض في الهيكل المالي، ونتيجة لذلك تزايد معدل العائد المطلوب من طرف الملاك لتزايد المخاطر المالية؛
- ❖ فرض انخفاض تكلفة الأموال رغم زيادة نسبة الاقتراض استناداً إلى أن الاقتراض يعد أرخص نسبياً من أموال الملكية؛
- ❖ فرض أن تكلفة التمويل المقترض تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليها.

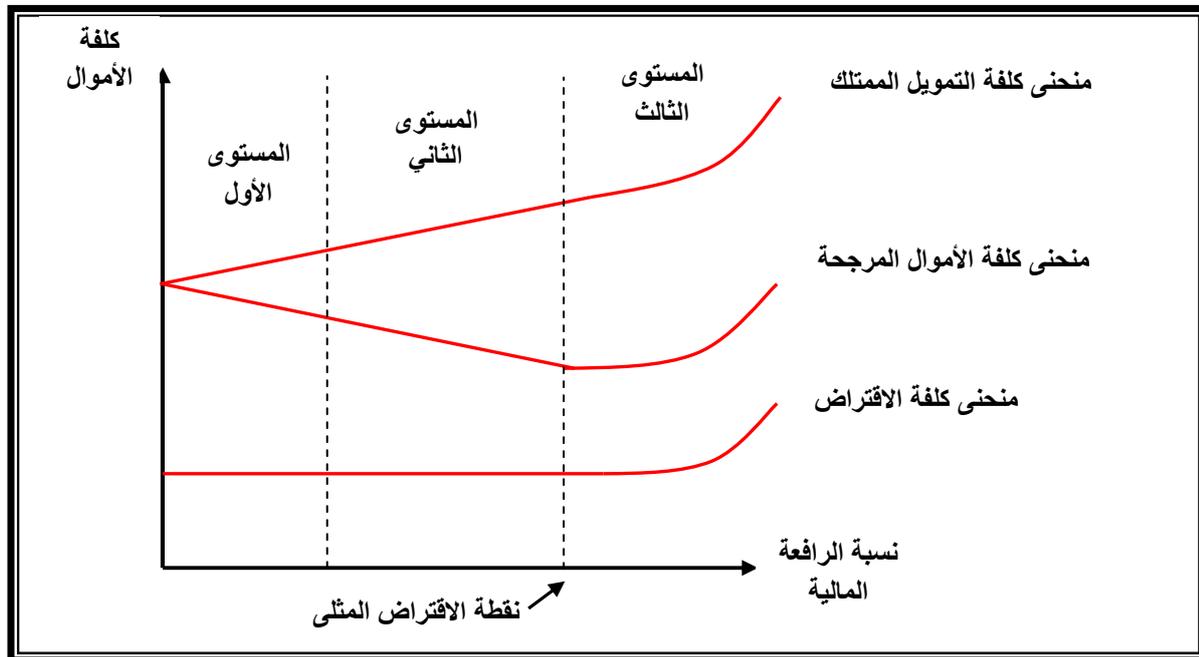
وسنوضح كل ما سبق في الشكل الموالي:

(1) Pierre vernimmen, finance d'entreprise, 8<sup>e</sup> édition par paxal quiry et yann le fur, édition dalloz paris. 2010. P : 785.

(2) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 388.

الشكل رقم (1، 6): العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة التمويل الممتلك وكلفة الأموال المرجحة حسب

النظرية



المصدر: عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 402.

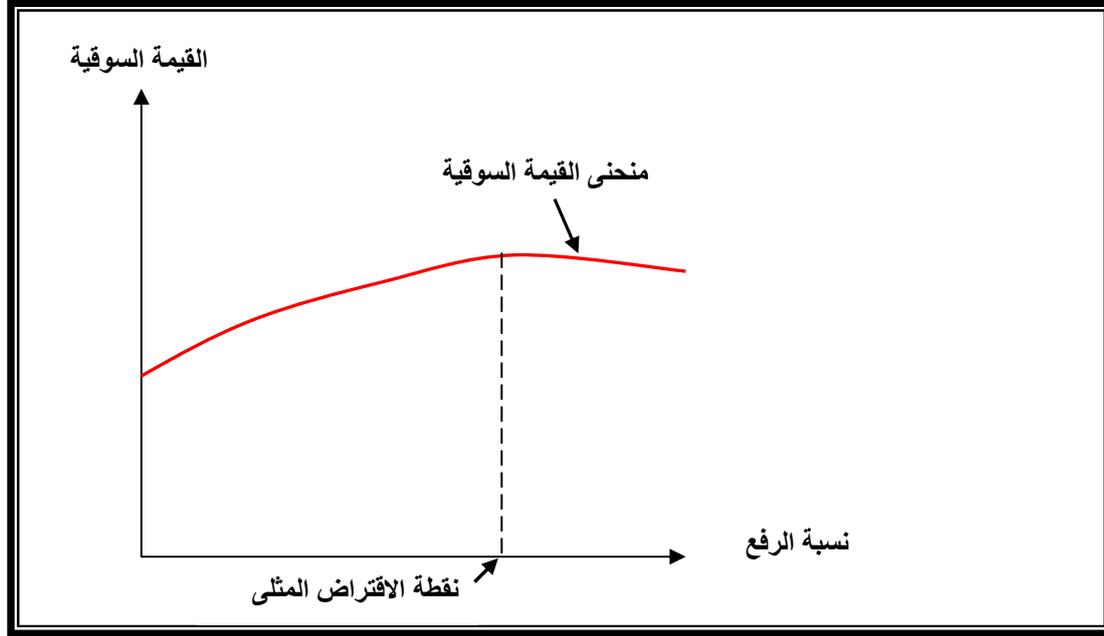
نلاحظ من الشكل أنه ونتيجة لارتفاع تكلفة التمويل الممتلك مع تناقص قيمته في تشكيلة الهيكل المالي وتزايد مقدار القروض بسبب انخفاض تكلفته، فإن تكلفة الأموال المرجحة تبدأ بالانخفاض منذ اللحظة التي يتم فيها الرفع من التمويل المقترض على حساب الأموال المملوكة حتى تصل إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي وهذا ما يسمى بنقطة الاقتراض المثلى أين ستكون قيمة المؤسسة عند حدها الأعلى.

ولكن وبعد الوصول إلى نقطة الاقتراض المثلى وعند استمرار المؤسسة في اعتمادها على القروض هذا سيصاحبه ارتفاع مستمر في تكلفة الأموال المملوكة بمعدلات مرتفعة هذه المعدلات تكون غير مغطاة من التكلفة الرخيصة للإقتراض، ولا تصبح هذه الأخيرة قادرة على التخفيض في تكلفة الأموال المرجحة، الأمر الذي سيؤدي بتكلفة الأموال المرجحة أن تتجه نحو التصاعد والتي سيصاحبها انخفاض في قيمة المؤسسة. وهذا ما يعاب على هذه النظرية تجاهلها لمدى قدرة التمويل بالاقتراض على تغطية تكلفة التمويل الممتلك<sup>(1)</sup>.

(1) محمود حمزة الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 785.

و الشكل الموالي سيوضح كيف يؤثر كل ما سبق على قيمة المؤسسة:

الشكل رقم (1، 7): التغير في القيمة السوقية بسبب التغير في الرفع المالي وفق النظرية التقليدية



المصدر:

Robert goffin, **principes de finance moderne**, 2<sup>e</sup> édition, gestion economica, paris, 1999, p : 254.

ثالثا: نظرية مود كلياني وميلر في ظل غياب الضرائب وتكلفة الإفلاس (نظرية MM)

يعد مود كلياني وميلر رائدا الإدارة المالية الحديثة، فقد قدما هذان الباحثان في عام 1958م تحليلا متميزا استبعد فيه وجود ما يسمى هيكل رأس المال المثالي، إذ يعتقدان أن مكونات هيكل رأس المال ليس لها تأثير على تكلفة الأموال، ومن تم على القيمة السوقية للمؤسسة، وهو ما تم التوصل إليه عند مناقشة مدخل صافي الربح<sup>(1)</sup>. وبالإضافة إلى الفرضيات السابقة الذكر هناك مجموعة من الفرضيات نوجزها فيما يلي<sup>(2)</sup>:

- ❖ حرية شراء وبيع المستثمرين للأوراق المالية دون أن يؤثر ذلك على أسعار تلك الأوراق المالية؛
- ❖ يمكن للمستثمر أن يقترض بنفس الشروط التي تقترض بها المؤسسات؛
- ❖ كفاءة الأسواق المالية بمعنى أن المعلومات المالية متاحة للجميع وبدون تكلفة؛
- ❖ كافة المستثمرين في السوق يتمتعون بالرشادة، ما يضمن أن تكاليف العمليات غير موجودة؛

(1) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 390.

(2) المرجع السابق، ص: 390.

- ❖ ويمكن تقسيم المؤسسات إلى مجموعات تنتمي إلى شرائح خطر متجانسة، وهذا يعني وفق مودكلياني وميلر أن المؤسسات التي تعمل في نفس الصناعة تكون شريحة متجانسة من حيث الخطر؛
- ❖ عدم وجود أرباح محتجزة؛
- ❖ عدم وجود ضريبة على دخل المؤسسات ولا تكاليف إفلاس.

في ضوء تلك الافتراضات يرى مودكلياني وميلر أن قيمة المؤسسة تتوقف على العائد المحقق من استثماراتها بالإضافة إلى المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، بعبارة أخرى تتوقف قيمة المؤسسة على قيمة استثمارتها بغض النظر عن المزيج التمويلي المستخدم في تمويل تلك الاستثمارات.

وحسب فرض مودكلياني وميلر فإذا كان هناك مؤسستين متماثلتين تماما عدا في الهيكل المالي، الأولى تعتمد على حقيق الملكية فقط بينما الثانية تعتمد على خليط من أموال الملكية وأموال الاقتراض، كما أنهما تنتميان لنفس شريحة الخطر، ومن ثم فإن القيمة السوقية للمؤسسة الأولى لا بد وأن تتساوى والقيمة السوقية للمؤسسة الثانية وفي حال ما إذا ارتفعت القيمة السوقية لإحدى المؤسستين فمودكلياني وميلر يشيران إلى أن هذا الوضع لن يستمر وسيعود الوضع مرة أخرى إلى حالة التوازن وقد أرجعا السبب من وراء ذلك إلى ما يسمى بعملية المراجعة<sup>(1)</sup>، والتي يقصد بها "عملية تضمن إعادة التوازن بين قيمة مؤسستين متماثلتين في كل شيء عدى السياسة التمويلية، أحدهما قيمة مؤسستها مرفوعة والأخرى غير مرفوعة"<sup>(2)</sup>.

وحسب هذه النظرية يمكن حساب قيمة المؤسسة كآتي<sup>(3)</sup>:

$$\text{القيمة السوقية للمؤسسة} = \text{القيمة السوقية لحق الملكية} + \text{القيمة السوقية للقروض}$$

أو:

$$\text{القيمة السوقية للمؤسسة} = \text{صافي ربح العمليات} \div \text{معدل الخصم}$$

وقد وجهة العديد من الإنتقادات لهذه النظرية ونذكر<sup>(4)</sup>:

(1) المرجع السابق، ص: 391.

(2) محمد صالح الحناوي، وآخرون، الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)، مرجع سبق ذكره، ص: 339.

(3) بوربيغ غنية، مرجع سابق ذكره، ص: 84.

(4) Hervé hutin, toute la finance d'entreprise en pratique, 2<sup>e</sup> édition, édition d'organisation, paris, 2002, p :276.

- ❖ قصور عملية المراجعة فيما افتراضه على ضرورة توافر فرضية اكتمال سوق رأس المال أين ستؤدي عملية المراجعة دورها، وفي الحالة العكسية ستقتل هذه العملية وبذلك سيحدث تفاوت بين القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة وأخرى لا؛
- ❖ عدم صحة افتراض إمكانية الاقتراض والإقراض بنفس معدل الفائدة بين الأفراد والمؤسسات؛
- ❖ عدم صحة افتراض عدم وجود تكلفة لمعاملات شراء وبيع الأوراق المالية والذي سيطيح بكل المزايا الناجمة عن المراجعة؛
- ❖ عدم وجود ضريبة على الدخل أمر غير واقعي ولو أن مودكلياني وميلر أسقطا هذا الافتراض .

### المطلب الثاني: الهيكل المالي في ظل عدم كمال السوق

فيما سبق لم يؤخذ بعين الاعتبار وجود الضريبة على دخل المؤسسات ولا تكلفة الإفلاس، لهذا وفي هذا المطلب سوف نستعرض مختلف النظريات التي عالجت الهيكل المالي في هذا الإطار وفي ظل عدم كمال السوق.

#### أولاً: نظرية مودكلياني وميلر في ظل وجود الضريبة على دخل المؤسسات

بعد أن تجاهل مودكلياني وميلر في دراستهما السابقة لأثر وجود ضريبة على دخل المؤسسة وأثرها على قرار الاقتراض وقيمة المؤسسة، تداركا لأمر في الدراسة التي قدماها سنة 1963 م توصلا فيها إلى أن استخدام القروض يترك أثر إيجابيا على القيمة السوقية للمؤسسة.

يعتمد التحليل هنا على الوفورات الضريبية التي تحققها المؤسسة عند استخدامها للقروض في عملية التمويل، حيث أن الفوائد التي تدفعها المؤسسة تعد من الأعباء الواجبة الخصم عند حساب الضريبة، وبالتالي بشير مودكلياني وميلر إلى أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تزيد عن قيمة المؤسسة غير المقترضة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة عن فوائد القروض<sup>(1)</sup>.

(1) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليل معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص: 644-647.

ويمكن توضيح ذلك بالمعادلة التالية<sup>(1)</sup>:

$$\text{القيمة السوقية للمؤسسة المقرضة} = \text{القيمة السوقية لمؤسسة غير مقرضة} + \text{القيمة الحالية للوفر الضريبي.}$$

حيث:

$$\text{القيمة الحالية للوفر الضريبي} = (\text{معدل الضريبة} \times \text{مقدار القرض} \times \text{سعر الفائدة}) \div \text{معدل الخصم.}$$

ثانياً: نظرية الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس.

بمجرد لجوء أي مؤسسة إلى التمويل عن طريق الاقتراض فهي تتحمل نوع من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية والتي تصيبها في حال فشل المؤسسة دفع ما عليها من قروض أو فوائد، أو كليهما والتي قد تعرضها إلى مخاطر الإفلاس.

في حال حدوث الإفلاس فالمؤسسة ستتحمل بعض التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الإفلاس، جزء من تلك التكاليف مباشر وهي المصروفات الإدارية والقانونية وانخفاض قيمة الأصول نتيجة بيعها بأقل من قيمتها، والجزء الآخر هو التكاليف غير المباشرة للإفلاس وتتمثل في الهبوط في الأرباح نتيجة لانخفاض كفاءة عمليات المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس.

وتجدر الإشارة إلى أن المقرضون يدركون عرضتهم لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس، لذلك تنقل تلك التكاليف إلى الملاك تحسباً لوقوع الإفلاس وتترتب عن هذه العملية تحمل الملاك وهدم تلك المخاطر ولهذا يتم رفع معدل العائد المطلوب من قبل الملاك<sup>(2)</sup>.

كما أننا نستند عند تحديد قيمة المؤسسة في ظل وجود تكاليف الإفلاس إلى ثلاثة عناصر<sup>(3)</sup>:

(1) المرجع السابق، ص: 675.

(2) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 401.

(3) Robert Goffin, op.cit, p : 284.

❖ احتمال وقوع الإفلاس مستقبلا والذي يمكن التنبؤ به من خلال حجم التقلبات الحاصلة في التدفقات النقدية للمؤسسة؛

❖ التكاليف التي تتحملها المؤسسة عندما تحدث مصاعب أو أزمات مالية؛

❖ الآثار العكسية المحتملة للإفلاس على العمليات الجارية.

ويتم حساب قيمة المؤسسة كما يلي (1):

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{القيمة الحالية للمؤسسة} - \text{القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس}$$

حيث:

$$\text{القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس} = \text{تكلفة الإفلاس} \div \text{سعر الفائدة}$$

$$\text{تكلفة الإفلاس} = \text{قسط التأمين بعد الضرائب} \times \text{احتمال الإفلاس}$$

$$\text{تكلفة الإفلاس المتوقعة} = \text{تكلفة الإفلاس الفعلية} \times \text{احتمال الإفلاس}$$

ثالثا: الهيكل المالي الأمثل ونظرية التسوية.

تتمثل نظرية التسوية في العلاقة بين تكاليف الإفلاس والوفورات الضريبية للديون، وتسمى كذلك بالحل الوسط، هدفها هو كشف أن الهيكل المالي الأمثل لن يتحقق إلا في حال الموازنة بين هذين المتغيرين.

فبالنسبة لنظرية التسوية فإن نسبة الاستدانة المثلى تقوم على مميزات التكاليف المرتبطة بالاستدانة التي تساعدهم في الوصول إلى النسبة المستهدفة لأنها تعظم قيمة المؤسسة (2).

فعند الرفع في معدل الاستدانة بالمؤسسة تنتج ثلاثة آثار وهي (3):

❖ أثر الرفع المالي؛

❖ أثر الرفع الجبائي؛

❖ خطر الإفلاس.

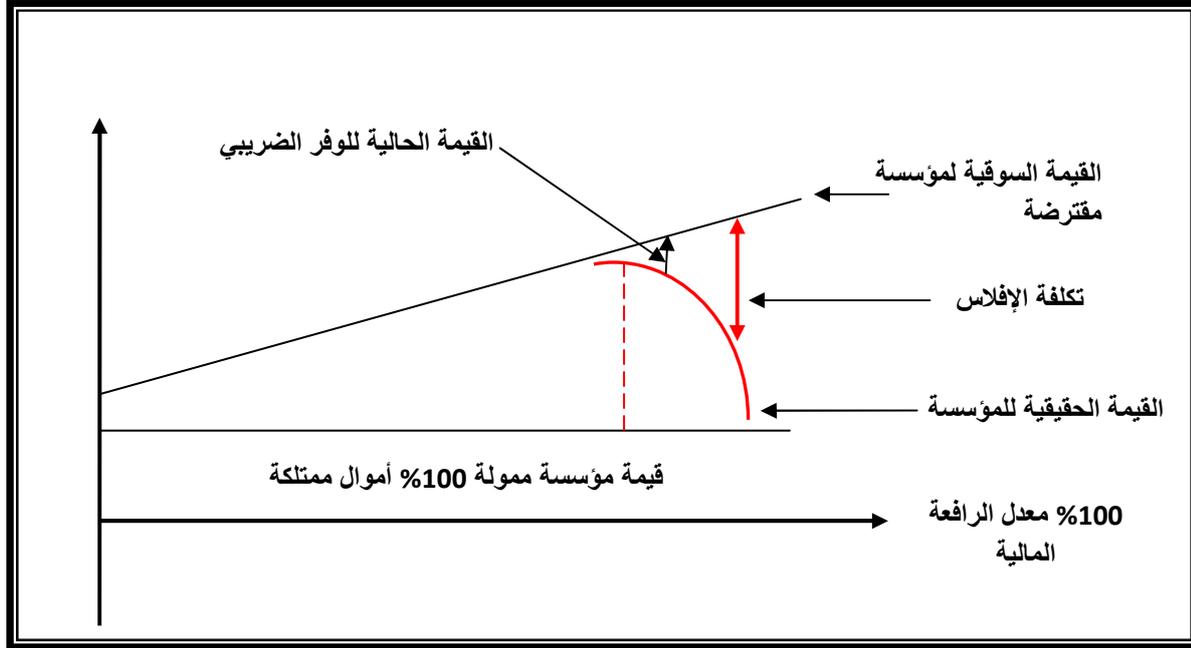
(1) بوربيغ غنية، مرجع سبق ذكره، ص: 98.

(2) Robert Goffin, principes de finance moderne, op.cit, p : 284.

(3) Tbid, p : 284

ومن خلال الشكل الموالي سيتم تحديد قيمة المؤسسة في ظل مجموع كل تلك الآثار:

الشكل رقم (1، 8): أثر تكلفة الإفلاس والوفر الضريبي على قيمة المؤسسة



المصدر: بوربيغ غنية، مرجع سبق ذكره، ص: 101.

من خلال الشكل نلاحظ أن الهيكل المالي الأمثل يتحقق عند تعظيم قيمة المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار جميع المتغيرات.

ومنه<sup>(1)</sup>:

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{قيمة مؤسسة غير مستدنية} + \text{القيمة الحالية للوفرات الضريبية} - \text{القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.}$$

المطلب الثالث: النظريات المفسرة للهيكل في ظل التيارات المالية الجديدة

في هذا الجزء سنستعرض مجموع النظريات التي اهتمت بدراسة إشكالية الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الجديدة، والتي تدخل تحت إطار ما يعرف بالمنظور المتعدد الأشكال أو النظرية الحديثة للمؤسسة، فقد ظهرت في منتصف السبعينات، ومن بين أهم التيارات التي تنطوي عليها نجد: نظرية الوكالة، نظرية الإشارة، نظرية التسلسل الهرمي للتمويل، وستتطرق لكل نظرية على حدا فيما يلي:

(1) Pierre Vernimmen, finance d'entreprise, op. cit, p : 799.

## أولاً: نظرية الوكالة:

وصنعت من قبل Jensen و Meckling سنة 1976 م، وما يعرف على نظرية الوكالة أنها ينتج عنها نوعين من تضارب المصالح، النوع الأول يكون كنتيجة للتعارض بين مصالح حملة الأسهم العادية ومصالح المديرين، أما النوع الثاني فيكون كنتيجة للتعارض بين مصالح حملة الأسهم العادية ومصالح حملة السندات (المقرضين)<sup>(1)</sup>.

## 1- مفهوم الوكالة:

يقصد بالوكالة بأنها "تفويض حق من حقوق الملكية من المالك لشخص آخر كحق الاستعمال أو التصرف، فوفقاً لنظرية الوكالة الإدارة عبارة عن وكيل عن المساهم وهذا الوكيل انتهازي وذو رشادة محدودة، على عكس ما كان يعتقد سابقاً بأنه ذو رشادة غير محدودة، قد يهدف هذا الوكيل إلى تعظيم منفعته على حساب الموكل"<sup>(2)</sup>.

وتقوم هذه النظرية على مجموعة من الفروض وتتمثل أهمها في<sup>(3)</sup>:

❖ تعدد الأهداف وتباينها بين كل من المساهمين والمسيرين والمقرضين، للمساهمين هدف معين وهو تعظيم القيمة، أما أهداف المسيرين فهي عديدة من أهمها الحصول على أكبر قدر ممكن من الحوافز والمكافآت مع تحسين الأجور والمرتبات، أما فيما يخص أهداف المقرضين فهي ضمان استعادهم لقروضهم مع فوائدها، وبسبب ذلك يظهر ما يعرف بصراع الوكالة حيث يؤدي هذا الصراع إلى عدم التوافق من حيث اختيار الهيكل المالي؛

❖ عدم تساوي المتعاملين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها.

(1) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 402.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، مصر، 2003، ص: 178.

(3) عيد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010، ص: 317.

وكننتيجة لمجموعة هذه الصراعات ستظهر للمؤسسات مجموعة تكاليف تسمى تكاليف الوكالة، فهناك تكاليف مرتبطة بالأموال الخاصة وتكاليف مرتبطة بالديون، وتنتج هذه التكاليف كالأتي<sup>(1)</sup>:

#### ✓ تكلفة الوكالة للأموال الخاصة:

يركز هذا النوع على العلاقة بين الإدارة بصفتها وكيل عن المساهم، وهذا الوكيل ذو رشادة محدودة وكل له حق التصرف في شؤون المؤسسة واستعمال أصولها في خدمة أهداف الموكل، لكن قد لا يكون كذلك مما يستدعي القيام بالرقابة شخصيا أو الإعتماد على وكيل للتأكد من ذلك، ومن تم تنشأ تكلفة الوكالة للأموال الخاصة.

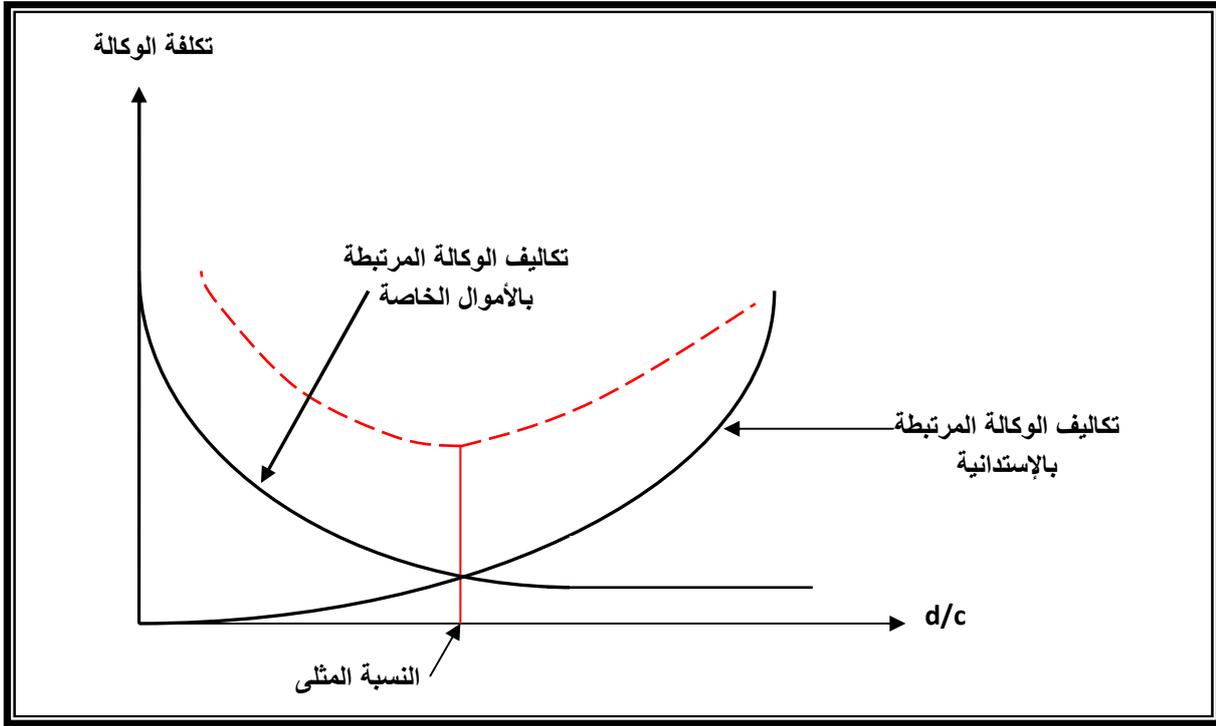
#### ✓ تكلفة الوكالة للإستدانة:

تحمل هذه التكاليف لمعدلات الفائدة المفروضة على القروض، وتكون نتيجة لحرص المقرض على استعادة أمواله ومدى احترام المؤسسة لبنود العقد، حيث قد يقوم المقرض بنفسه بالتأكد من ذلك أو عن طريق تعيين وكيل، وهنا تظهر تكاليف الوكالة للإقتراض.

وهكذا فإن نظرية الوكالة ترى بأنه لتعظيم قيمة المؤسسة وحل إشكالية تضارب المصالح لابد من الحصول على هيكل مالي أمثل يأخذ بعين الاعتبار الامتيازات والتكاليف الناتجة عن الاستدانة والأموال الخاص، والشكل الموالي سيوضح ذلك الهيكل المالي الأمثل:

<sup>(1)</sup> علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2009، ص: 111.

الشكل رقم (1، 9): نسبة الاستدانة المثلى مع وجود تكاليف الوكالة



المصدر: بوربيغ غنية، مرجع سبق ذكره، ص: 110.

### ثانيا: نظرية الإشارة

ليتم التعرف على نظرية الإشارة لابد من التطرق إلى النموذجين الأساسيين اللذين بنيت عليهما النظرية وهما<sup>(1)</sup>:

#### 1- نموذج Ross:

قدم ross نموذجه سنة 1977 فيما يتعلق باستخدام الهيكل المالي كإشارة عن المعلومات الداخلية للمؤسسة، بحيث وحسب هذا النموذج يستخدم المسكرون نسبة الاستدانة كمؤشر عل ارتفاع أداء المؤسسة، إذا كلما ارتفعت نسبة الاستدانة دل هذا على قدرة المؤسسة على الإيفاء بديونها وبالتالي فهي في أحسن أداء.

<sup>(1)</sup> بوربيغ غنية، مرجع سبق ذكره، ص: 110-113.

## 2- نموذج pyle et teland:

ظهر هذا النموذج سنة 1977م، ويقوم على أساس أن المسيرين يعلمون قيمة التدفقات النقدية المستقبلية، هذا ما يجعلهم يحتفظون بالأسهم العادية أم لا حسب قيمة هذه التدفقات، وبالتالي فإن المستثمر الرشيد سيتوجه نحو المؤسسة التي يحتفظ مسيرها بنسبة أكبر من الأسهم كدليل على المردودية المستقبلية الجيدة للمؤسسة<sup>(1)</sup>.

أ- **محتوى النظرية:** تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل المعلوماتي الذي تتصف به الأسواق، فالمعلومات التي تبثها المؤسسات ليس بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن مبدأ هذه النظرية أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء، وخاصة هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة، إذن تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما<sup>(2)</sup>:

- ❖ نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛
- ❖ وحتى إذا كانت هذه المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

وبالتالي فخلاصة هذه النظرية أن تركيبة رأس المال مرتبطة بالإشارات الصادرة عن المؤسسة، التي تحمل توقعات حول إدارة المؤسسة في المستقبل<sup>(3)</sup>.

## ثالثا: نظرية التسلسل الهرمي للتمويل.

يمكن توضيح مضامين هذه النظرية من خلال مجموعة النماذج التي تم وضعها في هذا الصدد وهي<sup>(4)</sup>:

(1) عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص: 319.

(2) المرجع السابق، ص: 319.

(3) عدنان تايه النعيمي وآخرون، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، للنشر والتوزيع، 2007، ص: 451.

(4) إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، مرجع سبق ذكره، ص: 430، 431.

**1- نموذج Myers و Majluf (1984م):**

حسب هذا النموذج يصلح التمويل التسلسلي في حال كون تكاليف إصدار أسهم جديدة أكبر من تكاليف الاعتماد على الاستدانة، وبالتالي فإن المؤسسة تمول استثماراتها أولاً بالتمويل الذاتي، ثم تلجأ إلى الاستدانة، وفي الأخير تصدر أسهم جديدة.

**2- نموذج Williamson (1988م):**

حسب هذا النموذج يتم اختيار مصدر التمويل حسب خصوصية الأصل المراد تمويله، فإذا كان الأمر يتعلق بتمويل أصل خاص تفضل المؤسسة الرفع في رأس المال على الاستدانة، أما إذا كان الاستثمار يتمثل في أصل غير خاص فتلجأ المؤسسة للاستدانة.

**3- نموذج Myers (1990م):**

حسب Myers ترتيب أفضلية مصادر التمويل يكون على الشكل التالي:

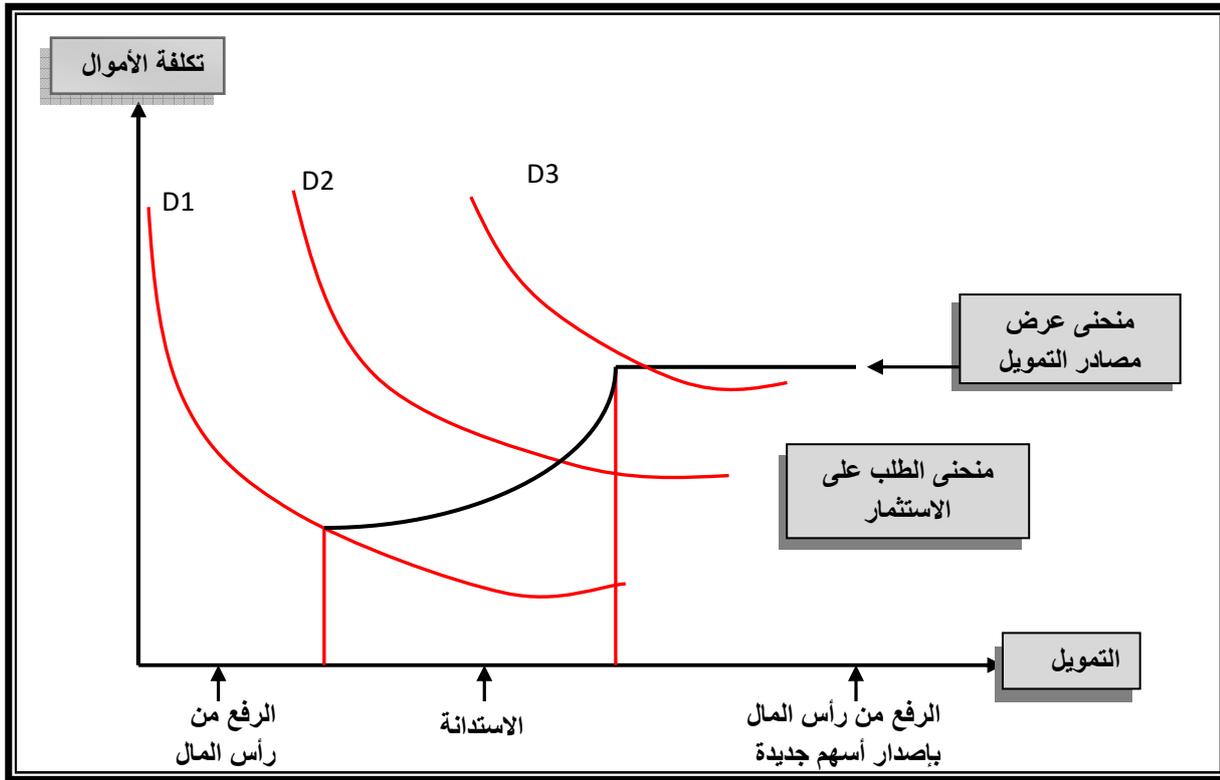
- ❖ تعتمد المؤسسة في توفير المواد المالية على التمويل الذاتي كأول وأهم مصدر تلجأ إليه؛
- ❖ إذا أصبحت الحاجة ملحة للتمويل الخارجي، فالمؤسسة تفضل في البداية الاعتماد على الاقتراض ثم السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ويأتي في المرتبة الأخيرة إصدار أسهم جديدة.

**محتوى النظرية:**

إن الهدف الأساسي من وراء وضع هذه النظرية هو تفسير العوامل التي تؤدي ببعض المؤسسات إلى الاستدانة من المؤسسات الأخرى، حيث يرجع السبب من وراء ذلك هو عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والسوق المالي، كما تتم النظرية بالسلوك المالي للمؤسسة، وتنص على أن المؤسسة تفضل اللجوء إلى المصادر الداخلية قبل اللجوء إلى المصادر الخارجية<sup>(1)</sup>.

(1) إلياس بن ساسي، يوسف قريش، المرجع السابق، ص: 432.

الشكل رقم (1، 10): تكلفة التمويل حسب نظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 432.

وبالتالي فخلاصة هذه النظرية أن المؤسسات تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي، ثم بعد ذلك تلجأ للاستدانة ولا تستعمل الرفع من رأس المال إلا بشكل استثنائي.

#### المبحث الرابع: الهيكل المالي الأمثل ومتطلباته

تؤثر طريقة التمويل في المؤسسة على ربحيتها وبالتالي لا بد من اختيار التمويل المناسب، أي الخليط المتجانس من مصادر التمويل والذي من خلاله تتمكن الإدارة من تعظيم مستوى ربحيتها وبالتالي تحقيق لهدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية، من خلال هذا المبحث سنتطرق إلى مفهوم الهيكل المالي الأمثل، وكيفية تحديد المزيج التمويلي الأمثل، والنظريات المفسرة له.

#### المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي الأمثل

إن اختيار هيكل تمويلي مناسب يؤثر بشكل كبير على مستوى العائد المحقق والمخاطر التي يمكن أن يواجهها المشروع في المستقبل.

## أولاً: تعريف الهيكل المالي الأمثل.

عرف الهيكل المالي الأمثل بأنه: "الهيكل الذي يحقق التوازن الأمثل بين المخاطرة والعائد والذي يعظم القيمة السوقية للسهم"<sup>(1)</sup>، كذلك يمكن القول بأنه: "الهيكل الذي يكون موارد مشروعات الأعمال من مصادرها المختلفة، بما يحقق أقصى ربحية ممكنة ويساهم في تحقيق القيمة السوقية للسهم"<sup>(2)</sup>.

## ثانياً: خصائص الهيكل المالي الأمثل.

يتسم الهيكل المالي الأمثل بالخصائص التالية<sup>(3)</sup>:

- ❖ تدبير الإحتياجات التمويلية بأقل تكلفة وأدنى مخاطر وأيسر شروط؛
- ❖ يساهم في تحقيق التوازن بين مكونات هيكل التمويل الداخلي والخارجي وتحقيق التوازن والتناسق بين مكونات الهيكل التمويلي والهيكل الاستثماري؛
- ❖ تعظيم ربحية المشروع والعائد على الأموال المستثمرة؛
- ❖ تقليل المخاطر وتقليل أثرها على مخاطر الأعمال ومعدل نمو المشروع؛
- ❖ القدرة على الوفاء بالدين، فيجب ألا يتجاوز اقتراض الشركة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزامات هذه القروض وفي نفس الوقت يجنب الملاك أي مخاطر مالية إضافية؛
- ❖ المرونة بمعنى عدم اتصاف الهيكل المالي بالجمود وإنما يتعين تميزه بالمقدرة على تحديد وتغيير مصادر الأموال تبعاً لتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة؛
- ❖ الرقابة يجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطر ممكنة لفقدان الرقابة والسيطرة على إدارة الشركة وذلك لتأمين استقرار السياسات المتبعة.

## ثالثاً: العوامل المؤثرة على الهيكل المالي الأمثل

وتتمثل فيما يلي<sup>(4)</sup>:

(1) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص: 108.  
 (2) زكي مكي إسماعيل، محمد الجلي سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 229.  
 (3) سعيد فرحات جمعة، الإدارة المالية، المنصورة، مصر، 2000، ص: 252، 253.  
 (4) عبيد علي أحمد الحجازي، مصادر التمويل مع شرح لمصدر القروض وبيان كيفية معالجتها ضريبياً، دار النهضة العربية، 2001، ص: 125.

- ❖ نمو معدل المبيعات ومدى استقراره؛
- ❖ سيولة الأصول لمالها من أهمية خاصة في تحديد استحقاقات الديون؛
- ❖ تكلفة الأموال وسهولة الحصول عليها، إن تكلفة الأموال المقترضة عامل مؤثر في اختيار هيكل التمويل، وهذا راجع إلى اعتبار أنه كلما كانت الفوائد أقل كلما شجع ذلك على الإقتراض.

### المطلب الثاني: كيفية تحديد المزيج التمويلي الأمثل

يقصد بالمزيج التمويلي: "عملية الخلط بين مصادر التمويل المختلفة المتاحة وأمام المؤسسة عدد غير منته من التوليفات بين المصادر المالية، وعلى المؤسسة أن تختار المزيج التمويلي الأنسب"<sup>(1)</sup>. والذي يكون<sup>(2)</sup> :

#### أولاً: أكثر ملائمة

يجب أن تتلائم الأموال التي تلجأ إليها المؤسسة لاستخدامها كموارد مع طبيعة الأصول الممولة، وأن تراعي ترتيب درجة سيولة الأصول مع درجة الإستحقاق لهذه الموارد، فإذا لجأت لتمويل مبنى مدة اهتلاكه المحاسبية 30 سنة فالمورد المالي يجب أن يتوافق مع هذه المدة.

وإذا لجأت إلى تمويل آلة عمرها المحاسبي 10 سنوات بمورد مالي في شكل قرض بنكي فالقرض يجب أن يكون لمدة 10 سنوات هو أيضاً، بحيث تكون الإيرادات المتأتية من تشغيل هذه الآلة كافية لتغطية الأقساط السنوية المدفوعة للبنك خلال 10 سنوات.

#### ثانياً: أدنى مخاطر وأكبر إيراد

قد يتصادف سعي المسير المالي الحديث نحو تحقيق أكبر إيراد ممكن من الموارد المالية المستثمرة مخاطرة، خاصة وأن هذه الأصول تستعمل في استخدامات مستقبلية تقل فيها الرؤيا، فكثيرة هي المؤسسات التي وقعت في الإفلاس بسبب سعيها وراء تعظيم الربح، وقد يؤدي الاستعمال المفرط للموارد المالية من القروض إلى تعويض حظوظ المساهمين في استرجاع أموالهم من الأموال الخاصة عندما تصبح المؤسسة مشبعة بالديون لدى المساهمين في رأس المال هم آخر من يأخذ نصيبه عند تصفية موجودات المؤسسة.

(1) مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص: 162.

(2) المرجع السابق، ص: 163.

## ثالثا: الفرص البديلة

من المفاهيم الأساسية التي تؤثر على اتخاذ القرار الاستثماري هو مفهوم تكلفة الفرصة البديلة، ويقصد بها أقصى ما يجب الحصول عليه من مكاسب من السلع والخدمات والطاقات الإنتاجية إذا ما تم تخصيصها في الإستخدامات البديلة، ويجب أن تأخذ تكلفة الفرص البديلة في الاعتبار عند اتخاذ القرار الإستثماري.

## رابعا: موازنة التدفقات النقدية

تتطلب عملية المفاضلة بين البدائل الاستثمارية تقدير التدفقات النقدية لكل بديل، لهذا يجب إعداد موازنة التدفقات النقدية والتي توضح الأموال بالنسبة للاستثمارات المقترحة وفي هذا يرى التدفقات النقدية الداخلية المنتظر تحقيقها مستقبلا، تكون أصعب بكثير من تقدير التدفقات النقدية الخارجة، وهذا يساعد الإدارة على اختيار المشروعات الاستثمارية ذات التدفقات النقدية التي يتناسب توقيتها مع الظروف والأحداث النقدية للمشروع.

## المطلب الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي الأمثل

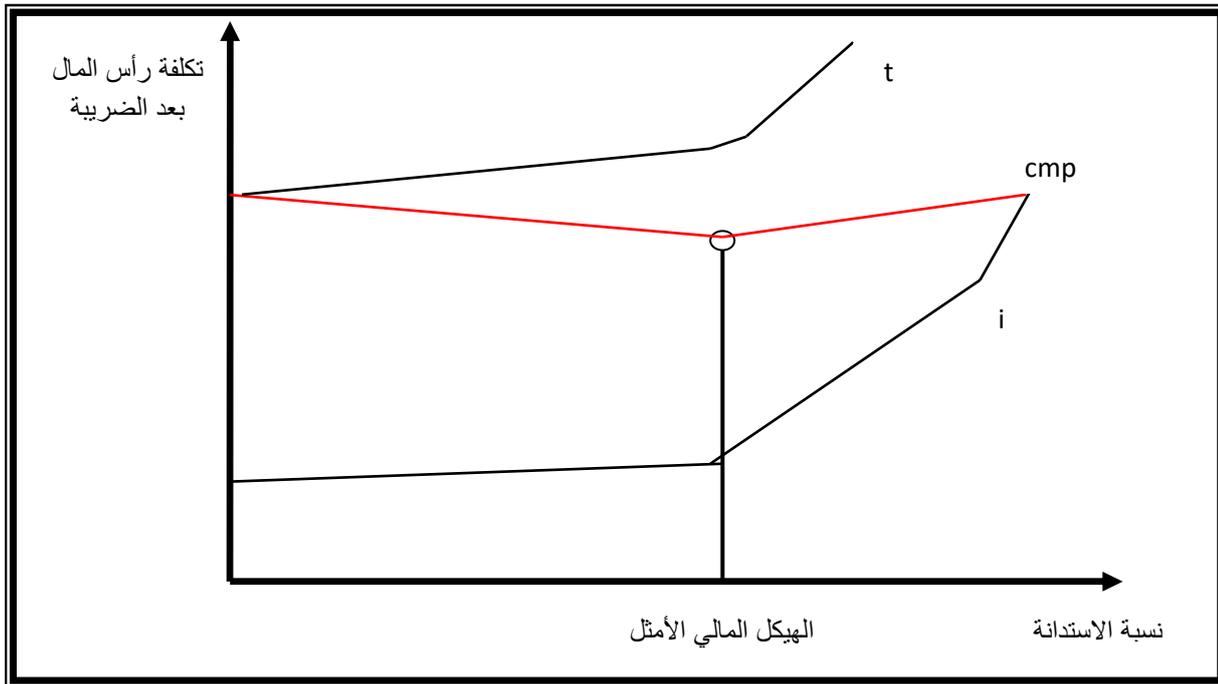
سنتطرق في هذا المطلب إلى نظريتين مختلفتين حول وجود هيكل مالي أمثل في المؤسسة هما النظرية التقليدية والنظرية الحديثة.

## أولاً: المنظور الكلاسيكي

حسب هذه النظرية يبرهن الكلاسيكيون على وجود هيكل مالي أمثل وذلك أن تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الاستدانة، وبشكل أدق المخاطرة المتأتية من الأموال الخاصة أعلى من المخاطرة الناجمة عن الإستدانة، هذا من جهة ومن جهة أخرى تكلفة الإقتراض والتي تتدرج ضمن المصاريف المالية لها خاصية الإقتصاد في الضريبة، ويبرز ذلك في تخفيض الوعاء الضريبي لحساب الضريبة على الأرباح. بينما عوائد رأس المال الناجمة عن التمويل بالأموال الخاصة لا تتميز بتلك الخاصية تكون لكونها تأتي بعد حساب النتيجة، وبالتالي فإنه عكس الاستعانة بالأموال الخاصة كمورد مالي معتبر، فإن الديون تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال من خلال الوفورات الضريبية<sup>(1)</sup>، ويمكن توضيح المنظور الكلاسيكي بيانيا كما يلي:

(1) دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلة (الهيكل المالي - الإسهامات النظرية الأساسية)، مجلة الباحث، العدد 04، الجزائر 2006، ص: 109.

## الشكل (11،1): الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور الكلاسيكي



المصدر: دادن عبد الوهاب، المرجع السابق، ص: 109.

ما يلاحظ أن تكلفة رأس المال تتناقص تحت تأثير تزايد تكلفة الإستهانة، وهذا ما يفسر بالوفرات الضريبية، وتصل إلى حد معين تميل فيه إلى الثبات، ثم تتزايد وذلك بعد إختفاء أثر الوفر الضريبي، أين يصبح المساهمون يطالبون بمعدل مردودية للأموال الخاصة أعلى الأمر الذي يؤدي إلى تزايد تكلفة رأس المال، فتتخذ النقطة المثلى حسب المدخل الكلاسيكي، عند النقطة التي ستغير فيها تكلفة رأس المال عند زيادة تكلفة الإستهانة بدرجة واحدة.

## ثانيا: حسب المنظور الحديث

نشير إلى نظريتين في هذا المدخل ، تتعلق الأولى بمنظور مودي كلياني وميلر، بينما تتعلق الثانية بنظرية الإستهلال أو الإشارة.

## أولا: مدخل موديكلياني وميلر:

برهن الإقتصاديان "موديكلياني وميلر" أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل حيث يريان بأن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي، ففي ظل سوق مالية كفى، وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين

مختلف أنماط التمويل وقد بينت النظرية على ما يسمى بالمراجعة أو التحكيم، والواقع أن هذه النظرية استندت إلى جملة من الفروض غير واقعية هي<sup>(1)</sup>:

❖ تتصف سوق رأس المال بالكمال (سوق كفاء)، مما يعني عدم وجود عمالات وساطة (المعلومات متاحة للجميع دون عمولة)؛

❖ عدم وجود ضرائب، عدم وجود تكلفة للصفقات، وأن المستثمرين يمكنهم الإقراض بنفس معدل الفائدة؛

❖ التوقعات متماثلة بالنسبة للمستثمرين؛

❖ عدم وجود خطر الإفلاس؛

❖ يمكن للأشخاص والمؤسسات الإقراض والإقراض بدون حدود وبمعدل بدون خطر؛

❖ توزع المؤسسات كل أرباحها، وذلك بهدف تجنب التفاعل بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.

ويعتبر كل من "موديكليان وميلر" أن قيمة المؤسسة يكشف عنها برسمة أرباحها خلال عدة فترات بمعدل استحداث يتعلق بقطاع نشاطها، وأدى الإقراض السابق إلى ضرورة التمييز بين حالتين: حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجودها إلا أن هذه الأخيرة تعتبر غير واقعية.

### ثالثاً: نظرية الاستدلال أو الإشارة.

وفق للإفتراضات السابقة والخاصة بمدخل "مودي كلياني وميلر" فإن المعلومات متوفرة ومتاحة لكافة المستثمرين أي أنهم في هذه الناحية متساوون بخصوص مستقبل المؤسسة، وتسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعرفي أو المعلوماتي، ولكن غالباً ما يتاح للمسيرين كما أكبر من المعلومات والذي لا يتوفر لدى المستثمرين خارج المؤسسة، وتسمى هذه الحالة بحالة عدم التماثل المعرفي، مما يكون لذلك من تأثير قوي على هيكل رأس المال<sup>(2)</sup>.

تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل المعلومات التي تتصف بها الأسواق. والواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات

(1) المرجع السابق، ص: 109.

(2) المرجع نفسه، ص: 112.

مستوى أقل من الأداء وخاصة هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة، إذن تستند نظرية الإستدلال إلى فكرتين هما<sup>(1)</sup> :

- ❖ نفس المعلومة، غير موزعة فيه جميع الإتجاهات: حيث أنه يمكن للمديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين.
- ❖ وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب.

---

(1) المرجع السابق، ص: 112.

## خلاصة:

حاولنا من خلال هذا الفصل التطرق للأسس النظرية المتعلقة بالهيكل المالي، حيث قمنا بتوضيح المفاهيم المتعلقة به، أهم العوامل أو المحددات المتحكمة فيه وأهم النظريات المالية المفسرة له.

توصلنا إلى أن المؤسسة تمويل احتياجاتها المالية من خلال مصدرين أساسيين وهما الأموال المملوكة وأموال الإستدانة، وهذا ما يعرف بالهيكل المالي، حيث يكون هذا الأخير أمثل عند التوليفة التي تحقق أدنى مستوى تكلفة رأس مال وتجعل قيمة المؤسسة في أعلى مستوياتها.

حيث يكتسب الهيكل المالي أهمية كبيرة في مجال النظرية المالية كونه يعكس قراراتها التمويلية التي تعبر عن كيفية تمويل استثماراتها من المصادر المتاحة أمامها بهدف الحصول على مردودية، وهاته الأخيرة تعد أداة لقياس الفعالية الإقتصادية لنشاط المؤسسة.

# الفصل الثاني: الرفع المالي والهيكل المالي العلاقة والأثر

تمهيد

المبحث الأول: مدخل للرفع المالي

المبحث الثاني: محددات استعمال الرفع المالي في الهيكل المالي

المبحث الثالث: الرفع المالي كألية من آليات المفاضلة في تشكيل الهيكل

المالي

خلاصة

## تمهيد

سبق أن ذكرنا أن عمل المدير المالي لا يقتصر على مجرد التعرف على مصادر الأموال بل يقع على عاتقه أيضا أن يحصل عليها بأفضل الشروط وأن يحدد ذلك المزيج من الأموال الذي تترتب عليه أقل تكلفة ممكنة، فغرض المدير المالي هنا هو التوصل إلى الهيكل المالي المثالي الذي يمكنه من تحقيق الهدف النهائي لعمله وهو تعظيم قيمة المؤسسة، وأثناء بحث هذا الأخير عن الهيكل المثالي ستلزمه وظائفه على مواجهة مجموعة من المحددات المتمثلة أساسا في دراسة الرفع المالي وتحديد مجموع المحددات التي تعيق استعماله كوسيلة للتمويل داخل الهياكل المالية وكذا الأثر الذي يحدثه داخلها ومن هذا المنطلق ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث معنونة كالاتي:

- ❖ المبحث الأول: مدخل إلى الرفع المالي؛
- ❖ المبحث الثاني: محددات استعمال الرفع المالي في الهيكل المالي؛
- ❖ المبحث الثالث: الرفع المالي كآلية من آليات المفاضلة في تشكيل الهيكل المالي.

## المبحث الأول: مدخل للرفع المالي

من بين العوامل المحددة لمستوى الأداء في المؤسسة هو هيكل التمويل، بالرغم من أن دور هذا الهيكل معقد ومحل جدل كبير، فتحليل أثر الرافعة يسمح بإعطاء مقارنة أولية لهذه الإشكالية ومن خلال هذا المبحث سوف نتطرق إلى المفاهيم الأساسية حول الرافعة المالية، والمردودية، والنمذجة الرياضية للرفع المالي.

### المطلب الأول: عموميات حول الرفع المالي

تعتبر الرافعة المالية من أهم الجوانب التي يهتم بها المدير المالي عند وضعه للهيكل المالي للمؤسسة.

#### أولاً: تعريف الرفع المالي

يقصد بالرفع المالي: "اعتماد المؤسسة على الإقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدبنة أو المدفوعة"، أما إذا كانت المؤسسة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الإحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا، هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة حسب ما نص عليه قانون المؤسسات<sup>(1)</sup>.

والمقصود بالرفع المالي "استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة وقد تكون أموال الغير هي القروض أو الأسهم الممتازة حيث أن كلاهما له تكلفة ثابتة، ويجب على المؤسسة دفعها، أي أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المؤسسة فكلما إزداد اعتماد المؤسسة على أموال الإستدانة إزدادت درجة الرفع المالي ويصبح الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة، وإذا لم تنجح المؤسسة في استثمار الأموال المقترضة فإنها ستتعرض لمخاطر أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها لم تستخدم الرفع المالي"<sup>(2)</sup>.

(1) رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة، الأردن، 2001، ص: 286.

(2) عبد الحلیم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص: 225.

## ثانياً: مميزات الرفع المالي.

تحقق المؤسسة عدة مكاسب من استخدام الرافعة المالية عندما يكون الربح قبل الفوائد والضرائب أعلى من تكلفة الإقتراض وهي كالاتي<sup>(1)</sup>:

- ❖ تساهم في مضاعفة الفائدة على السهم العادي وذلك بسبب استخدام مصادر تمويل منخفضة التكلفة؛
- ❖ المحافظة على السيطرة في المؤسسة، لأن المقرضين لا يسمح لهم بالمشاركة في الإدارة؛
- ❖ الاستفادة من الوفورات الضريبية المتحققة من الفوائد التي تخصم من الأرباح قبل الضريبة؛
- ❖ عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة عدا ما يدفع في شكل فوائد على القروض وحصّة ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة؛
- ❖ في فترات التضخم يتم اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية منخفضة؛
- ❖ يمكن الإقتراض من بناء سمعة جيدة في الأسواق المالية.

## ثالثاً: سلبيات الرفع المالي

وفي مقابل مجموعة المميزات السابقة الذكر نجد مجموعة من السلبيات للرفع المالي عندما يكون الربح قبل الفوائد والضرائب أقل من تكلفة الأموال أهمها ما يلي<sup>(2)</sup>:

- ❖ احتمال تعرض المؤسسة للمخاطر المالية وهي المخاطرة الناجمة عن عدم كفاية التدفقات النقدية لتغطية المدفوعات الثابتة واحتمال التشتت في عوائد أصحاب الأسهم العادية بسبب تحمل المؤسسة لأعباء ثابتة التكلفة؛
- ❖ في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة؛
- ❖ التأخير في الوفاء بالالتزامات يؤدي إلى سوء سمعة المؤسسة الائتمانية والحد من قدرتها على الإقتراض؛
- ❖ احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة.

(1) عبد المنعم عوض الله وآخرون، تحليل ونقد القوائم المالية، مطبعة مركز التعليم المفتوح، مصر، 1993، ص: 219.

(2) James c. VAN HORNE, Fundamentals of financial management seven. Edition, Perntice Hallco, USA, 1999,P8 :409.

## رابعاً: قياس درجة الرفع المالي

يمكن تعريف درجة الرفع المالي: "بأنها التغير النسبي في ربحية السهم نتيجة للتغير في الأرباح التشغيلية أو الأرباح قبل الفوائد والضرائب وبما أن ربحية السهم الواحد ثابتة نسبياً خلال فترة التقييم فإن العلاقة التي تقيسها درجة الرفع المالي بين صافي الدخل من جهة والأرباح قبل الفوائد والضرائب من جهة أخرى" (1).

تحتسب درجة الرافعة المالية بالعلاقة التالية (2):

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{التغير النسبي في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{التغير النسبي في المبيعات}}$$

وتفادياً لحساب نسبة كل من التغير النسبي في العائد على السهم والدخل يمكن وضع الصيغة التالية:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الربح قبل الفوائد والضرائب - فوائد الديون}}$$

يكون الرفع المالي مرغوب عندما يزداد عائد الأصول عن تكلفة القرض، وكلما ارتفع الرفع المالي ارتفع العائد على حقوق الملكية.

يكون الرفع غير مرغوب إذا ما كان عائد الأصول أقل من تكلفة القرض وعليه فالرفع المالي غير مرغوب في الحالات الإقتصادية السيئة.

## خامساً: نسب الرفع المالي

يمكن تصنيف نسب الرفع المالي كما هو موضح أدناه:

(1) أسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، بدون بلد نشر، 2010، ص ص: 188، 189.

(2) ميلودة ميلي، أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة، مذكرة ماستر أكاديمي، في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2013، ص ص: 14، 15.

1- نسبة الخصوم إلى إجمالي الأصول: تمثل نسبة الخصوم المقترضة من الغير إلى إجمالي الأصول وتقاس بالمعادلة الآتية<sup>(1)</sup>:

$$\text{الرفع المالي} = \frac{\text{إجمالي الخصوم}}{\text{إجمالي الأصول}} \times 100$$

يتضح من خلال هذه المعادلة أن زيادة هذا المؤشر يدل على زيادة درجة الرفع المالي وبالتالي زيادة الإلتزامات الثابتة والمخاطرة التي تتحملها المؤسسة.

2- نسبة الخصوم طويلة الأجل والأسهم الممتازة لإجمالي الهيكل المالي: يوضح هذا المؤشر حجم الخصوم والأسهم الممتازة في الهيكل المالي للمؤسسة، وتقاس بالمعادلة التالية<sup>(2)</sup>:

$$\text{الرفع المالي} = \frac{\text{الخصوم طويلة الأجل} + \text{الأسهم الممتازة}}{\text{إجمالي الهيكل المالي}} \times 100$$

من خلال هذه المعادلة يتضح لنا أن هذا المؤشر يستخدم في حالة وجود الأسهم الممتازة في الهيكل المالي، كلما زادت هذه النسبة دل ذلك على اعتماد المؤسسة على الأموال المقترضة والأسهم الممتازة بصورة أكبر من الأسهم العادية مما يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية.

3- نسبة الأصول إلى حق الملكية:

تقيس هذه النسبة حجم حق الملكية الذي يستخدم في تمويل الأصول مقارنة بمصادر التمويل الأخرى وتحسب بالمعادلة التالية<sup>(3)</sup>:

$$\text{الرفع المالي} = \frac{\text{إجمالي الأصول}}{\text{حق الملكية}}$$

(1) أحمد حسن الزهدي، التمويل والإدارة المالية، دار الشروق للنشر، مصر، 1997، ص: 256.

(2) المرجع السابق، ص: 256.

(3) عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999، ص: 91.

يتضح من خلال هذه المعادلة أن هذه النسبة تقيس عدد مرات تغطية الأصول لحق الملكية، وزيادة هذه النسبة تدل على اعتماد المؤسسة على أموال الاقتراض بصورة أكبر من حق الملكية مما يؤدي إلى زيادة الرفع المالي، وزيادة التكاليف الثابتة التي تتحملها.

#### 4- نسبة الخصوم إلى حقوق الملكية:

يوضح هذا المؤشر مدى الإعتماد على الخصوم كمصدر من مصادر التمويل مقارنة بمصادر التمويل الداخلية (حقوق المساهمين) وتحسب بالمعادلة التالية (1):

$$\text{الرفع المالي} = \frac{\text{الخصوم}}{\text{حقوق الملكية}} \times 100\%$$

يتضح من هذه المعادلة أن هذا المؤشر يعبر عن مدى مساهمة الدائنين في أصول المؤسسة مقارنة بأصحاب الأسهم، ومساهمة أصحاب الأسهم بالجزء الأكبر من الأموال يزيد من اطمئنان الدائنين على مقدرة المؤسسة على سداد إلتزاماتها.

#### 5- نسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى الأرباح بعد الفوائد والضرائب

يقيس هذا المؤشر نسبة الأرباح التي تحققها المؤسسة قبل أن تخصم منها الفائدة والضريبة إلى الأرباح بعد خصم الفوائد والضرائب وتعتمد هذه النسبة على قيمة الفوائد التي تدفعها المؤسسة وتحسب بالمعادلة التالية (2):

$$\text{الرفع المالي} = \frac{\text{الأرباح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{الأرباح بعد الفائدة والضريبة}}$$

يتضح من هذه المعادلة أنه كلما زاد مقدار الربح قبل الفائدة والضريبة بافتراض استقرار وثبات الفائدة كلما انخفضت درجة الرفع المالي، وبالتالي انخفاض حساسية صافي ربح السهم الواحد والعكس صحيح إذا

(1) سيد محمد الهواري، سعيد توفيق عبيد، الإدارة المالية (قرارات الأجل الطويل)، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص: 54.

(2) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

كلما انخفضت الأرباح قبل الفائدة والضريبة باستقرار الفوائد زادت درجة الرفع المالي، مما يؤدي إلى زيادة في تقلبات السهم.

#### 6- معدل تغطية الفائدة:

يقيس هذا المؤشر عدد المرات التي يمكن فيها تغطية الفوائد من صافي الدخل المتاح لسدادها ويحسب بالمعادلة الآتية<sup>(1)</sup>:

$$\text{معدل تغطية الفوائد} = \frac{\text{الأرباح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{الفائدة}}$$

يتضح من المعادلة أن هذا المؤشر يقيس المدى الذي يمكن أن ينخفض به الدخل المتاح لتغطية الفائدة قبل أن تفقد المؤسسة قدرتها على سداد تلك الفوائد، وكلما زاد هذا الدخل زادت قدرة المؤسسة على الحصول على القروض، ووصلت إلى مرحلة الاستقادة القصوى من استخدام الرفع المالي، أما إذا انخفض فإن ذلك قد يتسبب في إفلاس المؤسسة.

#### المطلب الثاني: المردودية

تحقيق المردودية يعني التكامل بين العناصر المادية والمعنوية للمؤسسة، مما يحتاج إلى إدارة وتسيير بفعالية وكفاءة لهذه الموارد.

#### أولاً: تعريف المردودية

تعرف على أنها "ذلك الإرتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها، حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال في تحقيق النتائج المالية"<sup>(2)</sup>.

(1) منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص: 100.

(2) إلياس بن الساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (دروس وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الجزائر، 2006، ص: 267.

## ثانياً: أنواع المردودية

هناك نوعان من المردودية الأول يتعلق بمفهوم المردودية من وجهة نظر المؤسسة (المردودية الاقتصادية)، أما الثانية يتعلق بمفهوم المردودية من وجهة نظر المساهمين في رأس مالها.

## 1- المردودية الاقتصادية

أ. تعريفها: تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي للمؤسسة وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الإستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الإستغلال ممثلة بنتيجة الإستغلال المتحصل عليها من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية المستقاة من الميزانية<sup>(1)</sup>، تقاس المردودية الاقتصادية بمعدل المردودية الاقتصادية<sup>(2)</sup>:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$$

تقيس مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الإستغلال أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الإستغلال.

ب. مركبات المردودية الاقتصادية:

يمكن تفكيك المردودية الاقتصادية كما يلي<sup>(3)</sup>:

$$\text{نتيجة الاستغلال} = \text{القيمة المضافة} - \text{مصاريف العاملين} - \text{ضرائب ورسوم} + \text{إعانات الإستغلال}$$

<sup>(1)</sup> إلياس بن الساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 267

<sup>(2)</sup> المرجع السابق، ص: 267.

<sup>(3)</sup> زكريا لشهب، دور عتبة المردودية في تحليل خطر الإستغلال والخطر المالي، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، مصر، 2014، ص ص: 85، 86.

ويمكن حسابها وفق الطرق التالية:

$$\frac{\text{الفائض الإجمالي للإستغلال}}{\text{رقم الأعمال}} \times \frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{مجموع الأصول}}$$

ويمكن حسابها أيضا بـ:

$$\frac{\text{الفائض الإجمالي للإستغلال}}{\text{القيمة المضافة}} \times \frac{\text{القيمة المضافة}}{\text{رأس المال}} \times \frac{\text{رأس المال}}{\text{مجموع الأصول}}$$

كما أعطيت بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{النتيجة الإقتصادية الصافية}}{\text{رأس المال}} = \text{المردودية الإقتصادية الصافية}$$

حيث أن رأس المال الإقتصادي يضم كل من الأصول المتداولة والأصول الثابتة، أما النتيجة الإقتصادية الصافية فتساوي النتيجة الإقتصادية الخام الإهلاكات والمؤونات.

### 1- المردودية المالية:

أ. تعريفها: "هي النتيجة المتحصل عليها من استخدام أموال المساهمين، نتيجة هذه النسبة تمثل ما تقدمه الوحدة الواحدة المستثمرة من أموال المساهمين من ربح صافي، وتمثل هذه النسبة أهم النسب المالية لأن الهدف من التسيير المالي هو تعظيم حقوق المساهمين، وكلما كانت نتيجة هذه النسبة مرتفعة زادت أهمية وجاذبية أسهم المؤسسة المتداولة في بورصة الأسهم والسندات" (1).

(1) اليمين سعادة، استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات الإقتصادية وترشيد قراراتها، مذكرة ماجستير، علوم تجارية، جامعة باتنة ص: 55.

وتحسب المردودية المالية بالعلاقة التالية<sup>(1)</sup>:

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

هذه العلاقة تحدد مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع حجم الأموال الخاصة، ويمكن بقراءة معمقة عن مردودية الأموال الخاصة على أنها المردودية الإقتصادية عند مستوى استنادة معلوم.

ب. مركبات المردودية المالية:

قد لا تعبر الصيغة العامة للمردودية المالية بشكل جيد حول بعض العناصر، وعليه نلجأ إلى تفكيك الصيغة إلى مركبات بحيث تقدم كل واحدة مدلول معين وتساعد في عملية التحليل وإتخاذ القرار.

وتتم عملية تفكيك المردودية المالية على مرحلتين<sup>(2)</sup>:

❖ المرحلة الأولى:

عند إدخال مجموع الأصول تصبح معادلة المردودية المالية كما يلي:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{مجموع الأموال}} \times \frac{\text{مجموع الأصول}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

حيث أن النسبة الأولى تمثل إحدى العلاقات المحددة لنسبة المردودية الإقتصادية، أما النسبة الثانية فهي تشير بشكل غير مباشر لدرجة الإستنادة في المؤسسة.

(1) إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 268.

(2) ناصر دادي عدون، يوسف مامش، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، الطبعة الأولى، دار المحمدية، الجزائر، 2008، ص: 22-25.

## ❖ المرحلة الثانية:

عند إدخال رقم الأعمال تصبح معادلة المردودية المالية كالتالي:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{مجموع الأصول}} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رقم الأعمال}} \times \frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{مجموع الأصول}}$$

حيث تمثل النسبة الأولى الوحدات النقدية التي يمكن للمؤسسة أن تحققه من كل وحدة نقدية واحدة من رقم الأعمال، ويطلق عليها معدل هامش النتيجة، أما النسبة الثانية تمثل معدل دوران مجموع الأصول أي عدد مرات تجدد الأصول خلال كل دورة.

## ثالثاً: مكونات ومتطلبات المردودية

وقوفاً على مساهمة المردودية في الحكم على الأداء المالي للمؤسسة يجب أولاً ذكر أهم مكوناتها ومتطلباتها لتحليلها وإبراز نقاط القوة والضعف فيها.

## 1- مكونات المردودية:

تهتم المردودية بجملة من المكونات منها<sup>(1)</sup>:

أ. الإنتاجية: وهي مؤشر يقاس بنسبة كمية السلع المنتجة إلى كمية العوامل المستهلكة، ويؤثر بشكل مباشر على المردودية الإقتصادية بالمساهمة في تتبع تغيرات التكاليف.

ب. الفعالية: تقيس رأس المال الإقتصادي عن طريق سرعة دوران رأس المال المستعمل وتتعدد بتعدد قياسات رأس المال المستعمل.

## 2. متطلبات المردودية:

تقيس المردودية فعالية المؤسسة وكفاءة مسيرها، ولا يتم هذا إلا إذا توفرت مجموعة من المتطلبات والظروف الملائمة والتي من بينها<sup>(2)</sup>:

(1) ميلودة ميلي، أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 14، 15.

(2) المرجع السابق، ص 15.

أ. قياس المردودية: تخضع مردودية المؤسسة من جهة العلاقة بين النتيجة المتحصل عليها من طرف المؤسسة، ومن جهة أخرى الوسائل المستعملة للوصول إلى هذه النتيجة أي:

$$\text{المردودية} = \frac{\text{النتيجة المتحصل عليها خلال فترة زمنية معينة}}{\text{الوسائل المستعملة للوصول إلى هذه النتيجة}}$$

ب. تحليل المردودية: وتتمثل في نسب المردودية حيث تلقى اهتمام كبير من طرف أصحاب رؤوس الأموال ورجال الأعمال المهمين وذوي العلاقات مع المؤسسة، وذلك لمعرفة الحالة المالية للمؤسسة في وقت أو لحظة معينة من نشاطها الناتجة عن السياسات المالية المتبعة داخل المؤسسة، ويستعاد أكثر من تحليل نسبة المردودية إذا كانت تلقى متابعة مستمرة ومنظمة، وكذلك يجب أن تبنى على دعامة في شكل كمي إقتصادي ومحاسبي، وآخر مالي حيث تكمن أهمية تحليل نسبة المردودية في المعلومات والحقائق المقيدة التي يمكن التوصل إليها بشأن أي نشاط إقتصادي يكون موضوع الدراسة ومدى قدرته على خلق الأرباح ومدى مساهمة هذه الأرباح من مكافأة مختلف العناصر والوسائل التي استعملها من أجل الحصول عليها.

ج. مراقبة المردودية: حتى تصل المؤسسة إلى وضع نسب قياس للمردودية ذات مدلول إقتصادي أو مالي لا بد من مراقبة نسب مردوديتها.

إن عملية مراقبة المردودية ذات أهمية قصوى فبهذه المراقبة تتمكن المؤسسة من تحديد الإنحرافات وتصحيحها بسرعة وفي وقت قصير، ومراقبة المردودية تتطلب إجراءات عديدة يمكن حصرها فيما يلي:

- ❖ تنبؤات مفصلة عن النتائج المالية؛
- ❖ تحليل الإنحرافات الناتجة عن مقارنة النتائج الفعلية بالنتائج المقدرة مسبقاً؛
- ❖ اتخاذ الإجراءات اللازمة والتي من شأنها أن تنقص من حدة هذه الإنحرافات والمتعلقة بالمتغيرات الإقتصادية والمالية للمردودية.

## المطلب الثالث: أثر الرفع المالي ونمدجته الرياضية.

من أجل الوقوف على كيفية تأثير كل من المردودية الاقتصادية والمديونية على المردودية المالية فإننا نعدم إلى التطرق بدراسة تحليلية لأثر الرفع المالي.

## أولاً: تقديم أثر الرفع المالي

يقيس أثر الرافعة المالية الأثر الإيجابي أو السلبي للإستدانة على المردودية المالية، وهذا بمقارنة تكلفة الإستدانة بمعدل المردودية الإقتصادية، كذلك أثر الرافعة المالية يقصد به تأثير الهيكل المالي للمؤسسة على مردودية أموالها الخاصة ويسمح أثر الرفع المالي بتقسيم أثر الاستدانة على مردودية رؤوس الأموال الخاصة (المردودية المالية)<sup>(1)</sup>.

وبالتالي فيتناول أثر الرافعة المالية العلاقة بين المردودية المالية وهيكل رأسمال المؤسسة وإمكانية الرفع من مردودية الأموال الخاصة نتيجة استخدام الديون في هيكل رأس المال، مع الأخذ بعين الإعتبار لمستوى المردودية الإقتصادية المحقق من قبل المؤسسة<sup>(2)</sup>.

## ثانياً: النمذجة الرياضية لأثر الرفع المالي

للضريبة أثر واضح في حساب أثر الرفع المالي حيث أن اللجوء إلى الإستدانة يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي وهذا لأن الفوائد تطرح من الأرباح قبل حساب الضرائب، فالمؤسسات التي تدفع معدل مرتفع تفضل مثلاً عن الأموال الخاصة لأن الوفر الضريبي لهذه المؤسسات سيكون أكبر<sup>(3)</sup>.

يمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية، إنطلاقاً من المعطيات التالية<sup>(4)</sup>:

**RE**: نتيجة الإستغلال؛

**Rn**: النتيجة الصافية؛

**Re**: المردودية الإقتصادية؛

(1) ناصر دادي عدون، يوسف مامش، مرجع سبق ذكره، ص: 26-37.

(2) ناصر دادي عدون، يوسف مامش، المرجع السابق، ص: 26-37.

(3) إلياس الساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 270، 271.

(4) المرجع السابق، ص: 271.

RCP: مردودية الأموال الخاصة؛

CP: الأموال الخاصة؛

D: الإستدانة الصافية؛

i: المصاريف المالية (تكلفة الإستدانة)؛

IBS: معدل الضريبة على أرباح الشركات.

نحدد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الإستغلال:

$$R_n = (RE - iD) \cdot (1 - IS) \dots \dots \dots (1)$$

وبقسمة طرفي المعادلة (1) على قيمة الأموال الخاصة CP نجد:

$$\begin{aligned} RCP &= R_n / CP = (RE - iD) (1 - IS) / CP \\ &= (Re - iD / (Cp + D)) (1 - IS) (cp + D) / cp \\ &= (Re \cdot cp / cp + Re \cdot D / cp - iD / cp) \cdot (1 - IS) \end{aligned}$$

وبالتالي يمكن صياغة أثر الرفع المالي رياضيا كالتالي:

$$RCP = [Re + (Re - i) \cdot D / CP] \cdot (1 - IS)$$

(Re - i): الهامش بين المردودية الإقتصادية وتكلفة الإستدانة؛

D/CP: الرافعة المالية وتقيس تركيبة الهيكل المالي؛

(Re - i) \cdot D / CP: أثر الرفع المالي.

فيكون لدينا:

مردودية الأموال الخاصة = المردودية الإقتصادية + أثر الرفع المالي

## ثالثاً: حالات أثر الرفع المالي

رأينا أن مبدأ الرفع المالي هو الرفع من مردودية الأموال الخاصة وقد يكون له أثر سلبي، وهذا ما سنحاول توضيحه بالتطرق إلى حالات أثر الرفع المالي الممكنة<sup>(1)</sup>:

1- حالة المؤسسة عديمة الإستدانة: وهي حالة نادرة الحدوث، وعندما تمول الإحتياجات المالية بواسطة التمويل الذاتي والرفع من رأس المال.

$$RCP = RE (1 - IS) \longrightarrow D = 0$$

في هذه الحالة لا يوجد أثر للرفع المالي، وبالتالي تتساوي مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الإقتصادية بعد إقتطاع الضريبة على الأرباح.

2- حالة المؤسسة المستدينة: تعد الإستدانة أهم مصادر التمويل، كما أنها تساهم في تحسين مستويات المردودية، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق نمو للقدرة على التمويل الذاتي، والتي تعتبر أهم وسائل التمويل.

أ- حالة المردودية الإقتصادية أعلى من معدل الفائدة ( $Re > i$ )

عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة، يكون الرفع المالي موجب

$$(Re - i) > 0 \longrightarrow RCP - Re = (Re - i) \cdot D/RCP > 0$$

ومنه يمكن تحسين مردودية الأموال الخاصة، بزيادة الرفع المالي  $D/RCP$  أي زيادة اللجوء إلى الإستدانة، يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة.

ب- حالة المردودية الاقتصادية تساوي معدل الفائدة ( $R = i$ )

هذه الوضعية تؤدي إلى تحييد أثر الرفع المالي، وحينها تتوحد دلالة كل مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية، وهي نفس حالة انعدام الاستدانة.

ج- حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة ( $Re < i$ )

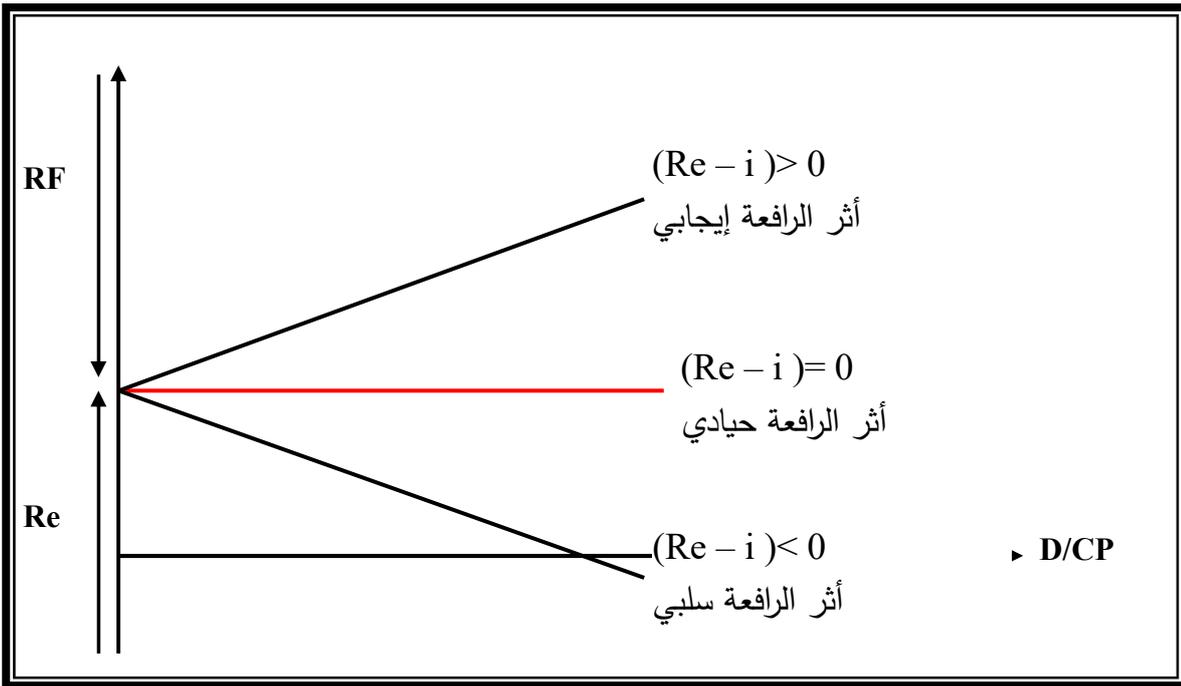
عند تحقق هذه الحالة، يكون أثر الرفع المالي سالب:

<sup>(1)</sup> إلياس بن الساسي ، يوسف قريشي، المرجع السابق، ص ص: 274-276.

$$(Re - i) < 0 \longrightarrow RCP - Re = (Re - i) \cdot D/RCP < 0$$

وتتخفف مردودية الأموال الخاصة بزيادة اللجوء للإستدانة وذلك بسبب إرتفاع المصاريف المالية وهي حالة أثر الرفع المالي سالب.

الشكل (2، 1): الحالات الممكنة لأثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة



المصدر: دادن عبد الغني، نحو مقارنة تحليل للمنطق المالي لنمو المؤسسات، رسالة ماجستير، جامعة

الجزائر، 2004، ص: 108.

## المبحث الثاني: محددات استعمال الرفع المالي في الهيكل المالي.

تواجه المؤسسة مجموعة من المحددات المؤثرة على استعمال الرفع المالي في هيكلها، ولعل من أهمها نجد تكلفة الأموال بنوعها المملوكة والمستدانة وكذا الوفرات الضريبية وفي هذا المبحث سنتطرق لكل عنصر على حدا .

### المطلب الأول: تكلفة الأموال المملوكة.

قبل التطرق إلى تكلفة الأموال المملوكة لا بد من الإشارة إلى مفهوم تكلفة التمويل، والتي تعرف بأنها "معدل العائد المطلوب للمحافظة على القيمة السوقية للمؤسسة أو المحافظة على أسعار أسهمها" (1) كما عرفت بأنها "معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة بل وتعظيمها وعلى هذا الأساس فإن قبول أو رفض المقترحات الاستثمارية الجديدة سيحدد على ضوء نسبة تكلفة رأس مال الشركة" (2).

من التعريف السابق نلاحظ انه يوجد هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على تكلفة رأس المال ولعل من أهمها نجد العوامل المرتبطة بهيكل الأصول أي الاستخدامات أو الاستثمارات التي تتقدم بها المؤسسة، وكذا العوامل المرتبطة بقرار المؤسسة حول هيكل رأس المال، بمعنى تحديد مصادر التمويل طويل الأجل المناسبة لاحتياجاتها الاستثمارية (3). ولهذا فتكلفة التمويل تنقسم إلى شقين تكلفة الأموال المملوكة والتي سنتطرق لها في هذا المطلب وتكلفة الأموال المستدانة سنعرضها في المطلب الثاني.

### أولاً: تكلفة الأسهم

تعرف بأنها "معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون على استثمار أموالهم في المؤسسة" (4)، كما عرفت بأنها "الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يجب تحقيقه على الإستثمارات الممولة بواسطة أموال الملكية للحفاظ

(1) عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسة الجدوى، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 303.

(2) نور الدين خبابة، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، لبنان، 1997، ص: 506.

(3) محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية مصر، 2001، ص: 392.

(3) Steven A. ROSS, and others, **Fundamentals of corporate Finance**, fifth Edition USA, Mc Graw – Hill, 2000 P420.

على قيمة هذه الأموال بدون تغيير<sup>(1)</sup>.

مما سبق يتضح أن تكلفة أموال الملكية هي العائد الذي يطلبه أصحاب المؤسسة مقابل الأموال التي تكون في شكل أسهم ممتازة أو أسهم عادية، أو أرباح محتجزة، وكل مصدر من هذه المصادر له تكلفة خاصة به، وتتأثر هذه التكلفة بالمخاطر المرتبطة باستخدامه بحسب نوع المصدر، وفيما يلي كيفية حساب تكلفة كل مصدر من مصادر أموال الملكية:

### 1- تكلفة الأسهم الممتازة:

تتمثل تكلفة التمويل باستخدام الأسهم الممتازة في معدل العائد الذي يطلبه المستثمرين على الأسهم الممتازة<sup>(2)</sup>، أو هي "معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الإستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة حيث يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير"<sup>(3)</sup>.

وهذا المعدل المطلوب هو في الواقع عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد، مقسوما على صافي قيمة السهم (القيمة الإسمية للسهم مطروح منها قيمة مصاريف الإصدار) الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع سهم واحد من إصدار جديد للأسهم الممتازة، وبهذا فإن تكلفة الأسهم الممتازة تحسب كما يلي<sup>(4)</sup>:

$$C = \frac{D}{P(1-f_0)} \times 100$$

حيث:

**C:** تكلفة الأسهم الممتازة؛

**D:** عائد السهم الممتاز ومن الممكن أن يتضمن علاوة أو خصم؛

**P:** السعر الإسمي للسهم الممتاز؛

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 200.

(2) عاطف وليم أندراوس، دراسة الجدوى الاقتصادية من قيمة السهم، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص: 399.

(3) نور الدين خبابة، مرجع سبق ذكره، ص: 529.

(4) شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة بومرداس، 2010، ص:

$F_0$ : نسبة نفقات الإصدار التي تطرح من قيمة السهم.

### أ- تكلفة الأسهم العادية

تحدد تكلفة الأسهم العادية حسب معدل العائد الذي يطلبه حاملها والمصاريف المصاحبة لإدارة هذا النوع من الأوراق المالية، وتختلف طريقة حسابها من حالة لأخرى حسب السياسة المتبعة من طرف المؤسسة شأن توزيع الأرباح ففي حالة توزيع الأرباح بكاملها على المساهمين العاديين تعادل تكلفة السهم العادي معدل الربح للسهم الواحد<sup>(1)</sup>، فتكلفة الأسهم العادية الجديدة تشتمل على عمولات الإصدار مصاريف التسجيل، والإكتتاب... إلخ، كما أنه من الممكن أن يتم طرح هذه الأسهم في بداية الأمر بأقل من قيمتها الإسمية، والفرق بين سعر البيع الحقيقي وسعرها الإسمي يعتبر جزءا من تكلفتها، وهذا ما يجعلها أكثر تكليفا من استخدام الأرباح المحتجزة<sup>(2)</sup>.

ولإيجاد تكلفة الأسهم العادية نتبع الخطوات الآتية<sup>(3)</sup>:

❖ إيجاد معدل نمو توزيعات الأسهم ( $g$ ) والتي تحسب وفقا للمعادلة التالية:

$$g = r_{réinvestes} \times R_f$$

حيث:

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

$R_f$ : المردودية المالية المتوقعة للسهم.

❖ حساب تكلفة الأسهم العادية وفقا للمعادلة التالية:

$$K_e = \frac{D_1}{p_0 (1-f_0)} + g$$

حيث:

$D_1$ : الأرباح المتوقعة لكل سهم؛

$P_0$ : القيمة السوقية للسهم؛

<sup>(1)</sup> عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والإقتصادية والإجتماعية مع منشورات BoT، الدار الجامعية، مصر، 2006 ص: 162.

<sup>(2)</sup> سيد الهواري، الإستثمار والتمويل، عين الشمس، 1980، ص: 213.

<sup>(3)</sup> Richard Brealey et al, Principes de gestion financière, édition française dirigée par christophe ghibierge, 8ème édition, Pearson éducations, Paris, 2007, p : 72-74.

$F_0$ : مصاريف الإصدار؛

$g$ : معدل نمو الأرباح.

كما تجدر الإشارة إلى أن تكلفة التمويل بإصدار الأسهم العادية تعتمد على العناصر التالية<sup>(1)</sup>:

- ❖ حجم الأموال المطلوبة لتنفيذ الإستثمار الرأسمالي المقترح؛
- ❖ سعر الإصدار للسهم الواحد؛
- ❖ سعر السهم في السوق؛
- ❖ الأرباح المتوقعة لكل سهم؛
- ❖ الزيادة المتوقعة الحصول عليها من الأرباح بعد تنفيذ الإستثمار الممول بالأسهم العادية.

### ثانياً: تكلفة الأرباح المحتجزة

وهي كلفة الفرصة البديلة والمتمثلة بعدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين حيث تقوم المؤسسة باحتجازها لحين الحاجة إليها وتعادل كلفة الفرصة البديلة تلك الأرباح التي تم احتجازها أي أنها تساوي العائد الذي من المفروض أن يستلمه المساهمون لو لم يتم احتجاز الأرباح<sup>(2)</sup>.

وبمعنى آخر فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تساوي تكلفة الأسهم العادية، غير أن الأرباح المحتجزة لا يوجد لها تكاليف إصدار، ولكن في بعض الحالات قد تخضع الأرباح المحتجزة للضريبة، وبصورة عامة فإن كلفة الأرباح المحتجزة أقل من كلفة التمويل بالأسهم العادية لعدم خضوعها للضريبة في معظم الأحيان، عدم تحمل المؤسسة عند التمويل بالأرباح المحتجزة لخسائر عمولة الوسطاء التي تنتج في حال لجوء المؤسسة إلى إعادة استثمار الأرباح الموزعة.

ويمكن احتساب كلفة الأرباح المحتجزة بالمعادلة التالية<sup>(3)</sup>:

$$K_r = K_e (1-T)(1-B)$$

$K_e$ : تكلفة التمويل بالملكية (الأسهم العادية)؛

<sup>(1)</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 316.

<sup>(2)</sup> عبد الستار الصياح، سعود العامري، الإدارة المالية (أطر نظرية وحالات عملية)، الطبعة الثالثة، دار وائل، الأردن، 2007، ص ص: 228، 229.

<sup>(3)</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 324.

**T**: معدل ضريبة الدخل للمساهمين؛

**B**: معدل عمولة الوساطة.

ثالثا: نماذج قياس تكلفة الأموال الخاصة

كما لاحظنا فيما سبق فإن لكل مصدر تمويل خاص تكلفة خاصة به، علما أن هذه التكلفة تكون مقرونة بالمخاطر وبمعدلات متفاوتة ولقياس هذا المعدل هناك عدة نماذج لقياس تكلفة الأموال وسنعرض أهمها فيما يلي:

1- نموذج التوزيعات المخصصة

يستعمل هذا النموذج في تحديد تكلفة السهم العادي حيث تتمثل تكلفته في المعدل الذي يساوي بين القيمة السوقية للسهم والتدفقات المحيطة (المستحقة) في الزمن  $T^{(1)}$ ، ومنه تكلفة الأسهم العادي حسب هذا النموذج تساوي<sup>(2)</sup>:

$$P_0 = [DR (1+r)^{-1} + P_n (1+r)^{-1}]$$

حيث:

**DR**: ربح كل سهم في السنة  $t$ ؛

**P<sub>n</sub>**: القيمة السوقية أو السعر التنازلي للسهم في  $n$ ؛

**P<sub>0</sub>**: القيمة النظرية للسهم في السنة صفر (القيمة الحالية)، في حال كانت تقسيمات الأرباح متساوية خلال الفترة الزمنية المستقبلية فإن تكلفة الأموال تصبح:

$$R = d/p$$

حيث:

**d**: قيمة الأرباح لكل سهم؛

<sup>(1)</sup> عبد الغفار حنفي، رسيمة زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 158.

<sup>(2)</sup> Josette Pilveradier, latreyet, Finance d'entreprise, 6eme édition Economica, Paris, 1993, p : 332.

**P**: قيمة السهم.

في نفس النموذج جاء **قوردين شابير** وإفترض نمو التوزيعات بمعدل ثابت **g**، ومنه تصبح تكلفة السهم

$$R = (Dt/p) + g$$

كالآتي:

حيث:

**Dt**: قسمة الأرباح للسنة الأولى؛

**P**: سعر السهم؛

**G**: معدل ثابت لنمو قسيمات الأرباح.

## 2- نموذج MEDAF (نموذج توازن الأصول المالية):

يمكن استخدام هذا النموذج في تحديد تكلفة الأموال المحتجرة وذلك انطلاقاً من تحديد التكلفة الواجب دفعها مقابل استخدام خالي من الخطر، أو بعبارة أخرى العائد الذي يحصل عليه المستثمرون في أصول مالية خالية من المخاطر، وهذا نجده في السندات الحكومية وأذونات الخزينة التي تتميز بدرجة خطر منخفضة جداً، مضافاً إليه علاوة مخاطر تعكس المخاطر المصاحبة لهذه الورقة المالية<sup>(1)</sup>.

عموماً حسب نموذج MEDAF المعدل هو عبارة عن المجموع الجبري لمعدل المردودية بدون مخاطر كتعويض عن عنصر الزمن، وعلاوة مخاطر السوق النظامية مرجحة بمعامل الحساسية  $\beta$  ويحسب بالعلاقة الرياضية التالية<sup>(2)</sup>:

$$K = r_{sr} + \beta (R_m - r_{sr})$$

**K**: معدل المردودية المتوقع للورقة المالية؛

**Rsr**: معدل العائد الخالي من المخاطر مثل معدل السندات الحكومية؛

**Rm**: معدل العائد المطلوب في السوق؛

<sup>(1)</sup>Nathalie Mourguess, **Financement et cout du capital de l'entreprise**, Economica, Paris, 1993, P11

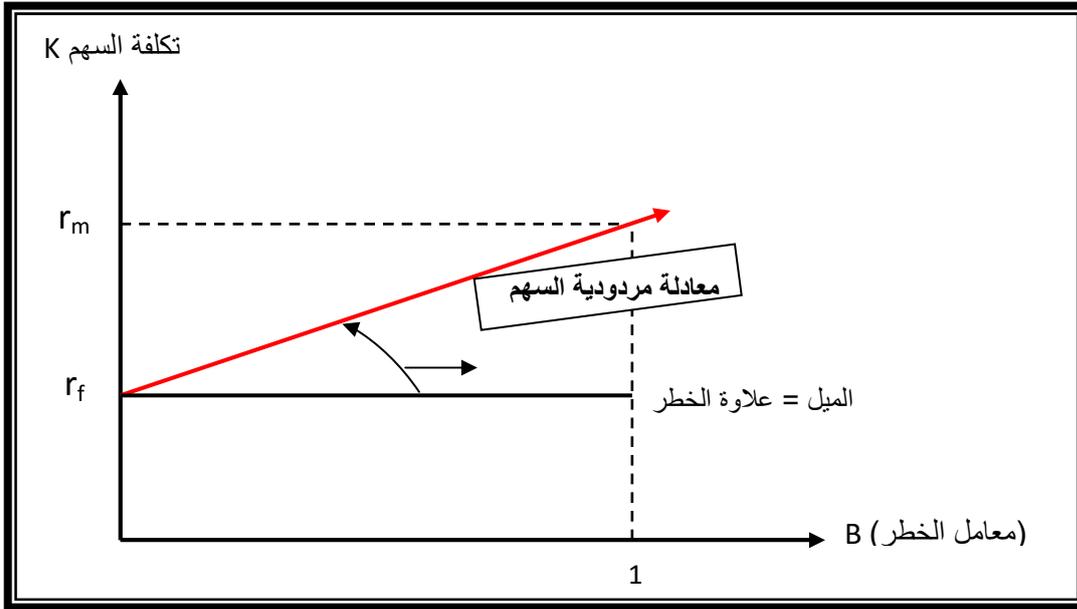
<sup>(2)</sup>Tbid , pp :115-116.

$\beta$  : معامل الخطر يبين حساسية معدل المردودية للسهم بالنسبة لمعدل المردودية السائد في السوق ويمكن حسابه بالعلاقة التالية:

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

ويمكن توضيح ذلك في الشكل التالي:

الشكل ( 2 .2 ) منحنى تكلفة السهم العادي حسب نموذج MEDAF



Sors :Garard charreaux, **Finance d'entreprise**, EMS, paris,2003,p :143

من الشكل نلاحظ أن:

- ❖ إذا كان  $\beta = 1$  ←  $k = r_m$  فهذا يعني وجود ارتباط تام بين معدل المردودية المطلوب، ومعدل المردودية السوقي أي تكلفة الأموال تساوي معدل المردودية السوقي.
- ❖ إما إذا كان  $\beta = 0$  ←  $t = r_f$  فهذا دليل على عدم وجود ارتباط بين معدل المردودية السوقي، ومعدل المردودية المطلوب، أي تكلفة الأموال تساوي معدل المردودية المحسوب عن طريق خصم التوزيعات.

## انتقادات النموذج:

- بالرغم من أهمية نموذج MEDAF في تحديد معدل المردودية المفروض والاستخدام المكثف من قبل الممارسين في الواقع العملي، إلا أنه له جملة من الانتقادات التي نوجز أهمها في النقاط التالية<sup>(1)</sup>:
- ❖ الاعتماد على فرضية كفاءة السوق المالي والتي تبقى نظرية؛
  - ❖ الاعتماد على البيانات التاريخية؛
  - ❖ فرضية العلاقة الخطية بين معدل المردودية والمخاطر النظامية؛
  - ❖ الفرضيات المتعلقة ببواقي النموذج  $\epsilon_t$  حيث يفترض أنها تشويش أبيض وذات تباين ثابت وأنبتت العديد من النماذج عدم ثباته مثل نماذج ARCH , GARCH.
  - ❖ فرضية استقرارية  $\beta$ ، فنموذج MEDAF هو نموذج تنبؤي يعتمد على بيانات تاريخية يسمح بتحديد المردودية المتوقعة كدالة في المخاطر النظامية، ومن ثم يتوجب حساب  $\beta$  التقديري وليس التاريخي وهو غير مستقر عبر الزمن؛
  - ❖ الاعتماد على عامل واحد لتفسير معدل المردودية.

على أعقاب هذا الانتقاد الأخير اللاذع ظهرت مقاربات نظرية ونماذج حاولت تقديم معدل المردودية كدالة خطيرة تابعة لعدة متغيرات، أهم هذه النماذج هو نموذج التسعير بالمراجعة APT/ MEA

## 3- نموذج التقييم بالمراجعة APT/ MEA

يعتبر نموذج APT المقترح من قبل ROSS سنة 1976 تعميماً لنموذج CAMP، هذا الأخير يفترض بأن معدل المردودية للورقة المالية هو مرتبط بمخاطر السوق لهذه الورقة، وهو دالة في عامل واحد يتمثل في المخاطر النظامية، بينما APT تفترض أن منحة أو علاوة الخطر هي مرتبطة بالعديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية، والورقة المالية تكون كثيرة أو قليلة الحساسية لهذه المتغيرات، وأيضاً بتشويش  $\epsilon$  خاص بالمؤسسة.

النموذج لا يعطينا قائمة محددة لهذه المتغيرات لكن في المقال التأسيسي الأول لـ S.ROSS الكاتب إعتد في تحليله على عدد من المتغيرات تمثلت في<sup>(2)</sup>:

(1) على بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

(2) المرجع السابق، ص: 91، 92.

- ❖ التغير غير المتوقع في الإنتاج الصناعي؛
- ❖ التغير غير المتوقع في منحة الخطر؛
- ❖ الارتفاع في منحنى المعدلات.

يرتكز نموذج CAMP على معرفة المحافظ الاستثمارية الكفوة، بينما يرتكز نموذج APT على فكرة أن مردودية كل الأوراق المالية تتأثر جميعاً بمعطيات الاقتصاد الكلي وبأحداث خاصة بكل مؤسسة، ومنه فالمردودية تعطى بالعلاقة التالية:

$$\check{R}_{it} = E_i + b_{i1} \cdot f_{1t} + b_{i2} \cdot f_{2t} + \dots + b_{ik} \cdot f_{kt} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

$R_{it}$ : المرودية العشوائية في الفترة  $t$  للأصل  $i$  والمحسوبة على الفترة  $t$ ؛

$E_i$ : المرودية المتوقعة للأصل  $i$ ؛

$b_{ik}$ : معامل حساسية الأصل  $i$  للمعامل  $k$ ؛

$f_{kt}$ : القيمة العشوائية التي يأخذها العامل  $k$  لمجمل الأصول في الفترة  $t$ ؛

$\varepsilon_{it}$ : القيمة العشوائية للعامل الخاص بالأصل  $i$  في الفترة  $t$ .

يقوم نموذج APT على جملة من الفرضيات، نوجز أهمها في النقاط التالية:

- ❖ كل الأوراق المالية لها مردوديات بأمل وتباين محددين؛
- ❖ إمكانية تشكيل الأفراد لمحافظ ذات تنويع جيد؛

### المطلب الثاني: تكلفة أموال الاستدانة

أموال الاستدانة هي النوع الثاني من مصادر التمويل التي تلجأ لها المؤسسة من أجل تمويل احتياجاتها المالية، وكباقي مصادر التمويل فإن المؤسسة سوف تتحمل تكاليف على هذا المصدر.

لهذا فقد عرفت تكلفة الاقتراض بأنها "معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الاقتراض حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم بدون تغير"<sup>(1)</sup>.

(1) على عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر، عمان، 2008، ص: 165.

كما عرفت بأنها: "المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة، وذلك بعد تعديله لأغراض الضريبة أي بعد استبعاد الوفورات الضريبية"<sup>(1)</sup>.

أي أن تكلفة الدين تساوي إلى معدل الخصم الذي يحقق المساواة بين حصيله الأموال التي تم الحصول عليها بالاقتراض والقيمة الحالية للفائدة المدفوعة ولدفعات تسديد المبلغ الأصلي المقترض<sup>(2)</sup>.

وبما أن لأموال الاستدانة مصادر جديدة فهذه المصادر يتم الحصول عليها بعد تحمل مجموعة من التكاليف وفيما يلي سنقوم بعرض تكلفة كل مصدر على حدى:

### أولاً: تكلفة التمويل باستخدام القروض

تتمثل تكلفة التمويل بالاقتراض في معدل الفائدة على القروض مطروحا منه قيمة الخفض في الضريبة نتيجة لخصم مدفوعات الفائدة من وعاء الضريبة وصولاً للضريبة المستحقة على الدخل<sup>(3)</sup>. ويتم حساب هذه التكلفة كما يلي<sup>(4)</sup>:

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

تجدر الإشارة هنا أن تكلفة القروض تتفاوت بحسب نوع القروض المتحصل عليها، ولهذا سوف نعرض تكلفة كل نوع من القروض على حدى:

#### 1. تكلفة القروض طويلة ومتوسطة الأجل.

إن حساب تكلفة الاقتراض الطويل والمتوسط الأجل يفرض علينا التمييز بين التكلفة الظاهرة والتكلفة الحقيقية للقرض.

(1) عاطف وليم أندراوس، دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات (الأسس، القواعد، الخطوات، المعايير)، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص: 402.

(2) أسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)، الطبعة الأولى، دار وائل، بدون بلد نشر، 2000، ص: 341.

(3) أبو معمر، فارس محمود، الإدارة المالية واتخاذ القرارات، الطبعة الرابعة، مكتبة آفاق، فلسطين، 2000، ص: 80.

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

أ- **التكلفة الظاهرة للقرض:** تكلفة الاقتراض الظاهرة هي المعدل الذي يحقق تساوي القيم الحالية لمجمل التدفقات النقدية الخارجة المتعلقة بالقرض والقيمة الصافية للمبلغ المقترض المتاح للمؤسسة<sup>(1)</sup>، من خلال التعريف السابق يمكن حساب التكلفة الظاهرة للقرض وذلك وفقا للمعادلة التالية:

❖ حالة إرجاع القرض دفعة واحدة عند نهاية الفترة التعاقدية:

$$P_0 - F_0 = \frac{(ip+F1)}{(1+Kd)} + \frac{(ip+F2)}{(1+Kd)^2} + \dots + \frac{(ip+F1+R)}{(1+Kd)^n}$$

حيث:

**P:** القيمة الاسمية للسند أو القرض؛

**P<sub>0</sub>:** سعر الإصدار؛

**F<sub>0</sub>:** مصاريف إصدار السند أو القرض والمتمثلة في مصاريف الاستثمار والإعلان عن إصدار سندات جديدة أما في حالة القروض البنكية تكون مصاريف الإصدار عادة أقل وتتمثل في مصاريف دراسة ملف طلب القرض، ومصاريف الرهن، ... الخ.

**F<sub>1</sub>...F<sub>n</sub>:** مصاريف متنوعة دورية تتعلق بالقرض؛

**R:** قيمة القرض التي ينبغي سدادها عند تاريخ الاستحقاق ؛

**i:** معدل الفائدة.

❖ حالة إرجاع أصول القرض في شكل أقساط متساوية تزامنا ودفعات الفوائد:

$$P_0 - F_0 = \frac{ip1+F1+R1}{(1+Kd)} + \frac{ip2+F2+R2}{(1+Kd)^2} + \dots + \frac{ipn+Fn+Rn}{(1+Kd)^n}$$

**P<sub>1</sub> ...P<sub>n</sub>:** القيم المتبقية من أصل القرض في حوزة المؤسسة المقترضة.

**R<sub>1</sub>...R<sub>n</sub>:** الأقساط المتساوية لأصل القرض.

<sup>(1)</sup> العمار رضوان وليد، أساسيات الإدارة المالية (مدخل إلى قرارات الإستثمار وسياسات التمويل)، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 1997، ص: 120.

## ب- التكلفة الحقيقية للقرض

لا تختلف التكلفة الظاهرة عن التكلفة الحقيقية للقرض، إلا في كون هذه الأخيرة تأخذ بعين الاعتبار الوفر الضريبي المتحقق من خصم تكاليف الاقتراض من الوعاء الضريبي، وذلك وفقا لمعظم التشريعات الضريبية المعمول بها في العالم، حيث تصبح تكلفة الاقتراض الحقيقية تساوي إلى (1):

$$P - F_0 (1-t) = \frac{(ip+F1)(1-t)}{(1+Kd)} + \frac{(ip+F2)(1-t)}{(1+Kd)^2} + \dots + \frac{(ip+Fn)(1-t)+ R}{(1+Kd)^n}$$

حيث:

t: هي معدل الضريبة.

## 2. تكلفة الاقتراض قصير الأجل

تعتبر الديون القصيرة الأجل مصدرا من المصادر التمويلية الخارجية التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل نشاطها الاستغلالي. وبالتالي فهي تدفع مقابل ذلك تكلفة وتتخلص هذه الأخيرة في الفوائد والعمولات التي تدفعها المؤسسة لقاء حصولها على الائتمان المصرفي أو التجاري، ومن تكاليف مصادر التمويل قصيرة الأجل نذكر ما يلي:

### أ. تكلفة التمويل في حالة الائتمان التجاري:

تتوقف تكلفة التمويل باستخدام الائتمان التجاري على الشروط الائتمانية التي يضعها المورد لمنح هذه التسهيلات الائتمانية، ففي ظل غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري مصدرا تمويلي بدون تكلفة تذكر (2). كما أنه قد يكون الائتمان التجاري مكلفا في بعض الحالات أهمها (3):

❖ عدم اكتساب خصم تعجيل الدفع؛

❖ تجاوز فترة الائتمان أي الفترة التي يكون من المفروض أن يتم السداد في نهايتها وعليه سوف يدفع المشتري فائدة مقابل التأجير؛

(1) Nathalie Mourgues, *Financement et cout du capital de l'entreprise*, Op.cit, P : 61.

(2) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 544، 545.

(3) محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 39-41.

❖ إذا كان سعر الشراء نقدا هنا سوف يقل سعر الشراء لأجل وعليه تحسب تكلفة الائتمان التجاري

ب:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{L(1-t) + A_i \cdot t}{(1+r)^t} + \frac{Rn(1-t)}{(1+r)^t}$$

حيث:

$V_0$ : قيمة الأصل الممول بالاستئجار؛

$L_i$ : قيمة الإيجار للفترة  $i$ ؛

$t$ : معدل الضريبة على الأرباح؛

$A_i$ : اهتلاك الأصل؛

$R_n$ : القيمة المتبقية للأصل في نهاية العقد؛

$r$ : تكلفة الإيجار.

ب. تكلفة التمويل في حال الائتمان المصرفي.

تتمثل تكلفة التمويل في حالة هذا الائتمان في الفائدة التي تدفعها المؤسسة كنسبة مئوية من قيمة القرض التي حصلت عليه، ويمكن أن يطلق على هذه التكلفة بالتكلفة الاسمية تمييزا لها عن التكلفة الفعلية المرتبطة بشروط الاتفاق بين المؤسسة والجهة المانحة للقرض والمتأثرة أيضا بمعدل الضريبة الخاضعة له، وهناك ثلاثة احتمالات بشأن هذه الشروط هي:

❖ أن يطلب من المؤسسة الاحتفاظ برصيد معين؛

❖ أن يطلب من المؤسسة سداد الفائدة مقدما؛

❖ أن يطلب من المؤسسة سداد القرض على دفعات.

وتجدر الإشارة أن طرق إيجاد تكلفة القروض قصيرة الأجل وذلك تبعا لمعدل الفائدة الاسمي الذي تقرضه البنوك التجارية على المقترضين، وكذا تبعا للاتفاق المبرم بينهما وهنا سيواجه المقترض ثلاث حالات سنعرضها فيما يلي وطرق حساب التكلفة:

## ❖ تكلفة القرض قصير الأجل في حالة الدفع القبلي للفائدة:

في هذه الحالة سيقضي الاتفاق المبرم بين البنك والمقترض في هذه الحالة على أن يدفع المقترض الفائدة مسبقاً، أي قبل استخدام القرض، وذلك بخصم مبلغ الفائدة من مبلغ القرض المطلوب مسبقاً بحيث يستلم المقترض فقط الصافي من مبلغ القرض، حيث:

$$\text{المبلغ الصافي للقرض} = \text{المبلغ الكلي للقرض} - \text{مبلغ الفائدة}$$

علماً أن:

$$\text{سعر الفائدة الاسمي} = \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{المبلغ الكلي للقرض}} (T-1)$$

$$\text{سعر الفائدة الفعلي} = \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{المبلغ الصافي للقرض}} (T-1)$$

حيث:

T : معدل الضريبة.

وعليه يمكن التعبير كذلك على تكلفة القرض قصيرة الأجل في حالة الدفع القبلي للفائدة بالصيغة

الآتية:

$$\text{معدل تكلفة القرض قصيرة الأجل} = \frac{\text{سعر الفائدة الإسمي}}{(1 - \text{سعر الفائدة الاسمية})} (T-1) 100$$

## ❖ تكلفة القرض قصير الأجل في حالة دفع الفائدة في شكل أقساط

يتم الاتفاق في هذه الحالة على أن يرجع المقترض أصل القرض، ويدفع الفوائد على شكل أقساط متساوية، غير أن التسديد التدريجي يعني حدوث انخفاض تدريجي في أصل مبلغ القرض المتاح للمقترض، وهذا يعني انخفاض المبلغ المستخدم فعلاً من قبل المقترض بقيمة الأقساط المدفوعة. وعليه نستنتج أن

المقترض يستفيد من القرض بكامله قبل دفع القسط الأول، أما بعد ذلك فهو يستفيد من مبلغ متناقص تناسبيا والأقساط المدفوعة. ومن الممكن أن نجد معدل الفائدة الفعلي للقرض قصير الأجل في حالة الدفع بالأقساط كالاتي:

$$\text{معدل الفائدة الفعلي} = \frac{2 \times \text{عدد الدفعات} \times \text{قيمة الفائدة الكلية}}{\text{قيمة القرض} (\text{عدد الدفعات} + 1)} (T-1)$$

❖ تكلفة القرض قصير الأجل في حالة دفع بعدي للفائدة.

ينص الاتفاق المبرم بين البنك والمقترض في هذه الحالة على أن تستلم المؤسسة مبلغ القرض الذي طلبته كاملا، ثم سدد القرض لاحقا مع الفائدة المترتبة عليه، وفي هذه الحالة عادة ما يساوي معدل الفائدة الاسمية والفعلية.

$$\text{معدل الفائدة الاسمية} = \text{معدل الفائدة الفعلية} = \frac{\text{مبلغ الفائدة المدفوع}}{\text{مبلغ القرض الممنوح}} (T-1) 100$$

ثانيا: تكلفة التمويل باستخدام السندات.

لا يختلف أساس احتساب تكلفة التمويل بإصدار سندات عن أساس احتساب تكلفة التمويل من خلال القروض إلا في حالة إصدار السندات بعلاوة أو خصم إصدار أو وجود مصروفات لإصدار السندات<sup>(1)</sup>. ومنه فعند تحديد تكلفة التمويل باستخدام السندات نجد أنها تتأثر بمجموعة من العوامل نذكر منها<sup>(2)</sup>:

1. **معدل الفائدة:** عند إصدار سندات طويلة الأجل يتم تحديد معدل فائدة معين يدفعه المشروع للدائنين طول فترة السند حتى تاريخ الاستحقاق.

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

(2) عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسة الجدوى التجارية والإقتصادية والإجتماعية مع مشروعات BOT، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص ص : 160-158.

2. علاوة أو خصم الإصدار: في بعض الحالات يقوم المشروع بإصدار سند بقيمة اسمية محددة ومعدل فائدة محددة ولفترة محددة، وعند بيعه للجمهور يتقاضى قيمة إصدار أقل، وذلك كوسيلة لتشجيع الجمهور على الشراء.

3. مصروفات الإصدار: يترتب عادة على إصدار أي سندات مصروفات قانونية وإدارية وغيرها، ولا شك أن هذه المصروفات تجعل تكلفة الاقتراض أعلى من معدل الفائدة.

4. الخصم الضريبي: ينص القانون في بعض الحالات على خصم فائدة القروض من وعاء الضريبة على الأرباح.

وعند حساب تكلفة السندات فإن الفرض بين القيمة الاستهلاكية للسند والقيم الاسمية للسند مقسومة على عدد سنوات السند، تضاف إلى إجمالي التكلفة السنوية للسند إذا كانت موجبة وتطرح منه إجمالي التكلفة السنوية للسند إذا كانت سالبة.

ومن الجدير بالملاحظة أيضا أن تكلفة السند يمكننا حسابها بالمعادلة التالية<sup>(1)</sup>:

$$K_b = \frac{N \times P + \frac{P - N_e}{2} t}{\frac{P + N_e}{2}} (1 - T) \times 100$$

حيث:

T: الضريبة.

المطلب الثالث: الوفورات الضريبية:

إن التشريعات الضريبية تسمح بخصم فوائد القروض من الدخل الخاضع للضريبة مما يسمح بزيادة الربح بعد الضرائب المتاح لحملة الأسهم ومن تم يعتبر بالخصم الضريبي حافزا على زيادة الرافعة المالية (القروض) في المؤسسة.

ويعتبر نموذج مودكيلياني وميلر الأساس الذي بني عليه هذا المدخل، حيث يفترض أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة في ظل خضوع دخلها للضريبة تزيد عن القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير مفترضة بما

(1) علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص: 227.

يعادل القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض. أما إذا ارتفع هذا الفرق عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية فإنه يمكن من خلال عملية المراجعة إعادة التوازن بين قيمة المؤسستين<sup>(1)</sup>.

كما أن تكلفة حقوق الملكية للمؤسسة المقترضة تساوي تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة تنتمي لنفس طبقة الخطر مضافا إليها بدل مخاطرة يعتمد على الفرق بين تكلفة حقوق الملكية للمؤسسة غير المقترضة وتكلفة القروض وعلى نسبة القروض إلى حقوق الملكية ومعدل الضريبة على دخل المؤسسة.

لذلك يمكن للمؤسسة تعظيم قيمتها السوقية بزيادة نسبة الأموال المقترضة بهيكلها التمويلي إلى أقصى حد ممكن حيث سيتناقص المتوسط المرجح لتكلفة الأموال.

هذا من جهة، ومن جهة أخرى فقد قدم ميلر سنة 1977م نموذجا للهيكل التمويلي للمؤسسة أثار كثيرا من الجدل حول تأثير أو عدم تأثير الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة.

حيث توصل إلى أنه في حالة التوازن العام وفي ظل خضوع المستثمرين للضريبة على الدخل بجانب الضريبة على دخل المؤسسة تصبح القرارات التمويلية سواء ولن يكون هناك أي تأثير للهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة ومن ثم تعتبر القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكلها التمويلي، وقد أسس ميلر تحليله على الافتراضات التالية<sup>(2)</sup>:

- ❖ عدم وجود تكلفة إصدار أو تكلفة معاملات، كما أن جميع الديون خالية من الخطر؛
- ❖ ضالة تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة حتى في السندات بالمقارنة بالوفورات الضريبية، الناجمة عن الاقتراض؛

- ❖ معدل الضريبة الشخصية على دخل حملة الأسهم يمكن أن يساوي صفر إذا ما قامت المؤسسة باحتجاز الأرباح المحققة ولم تجر أية توزيعات وإذا لم يتم حملة الأسهم العادية ببيعها وبالتالي لن تتحقق أرباح رأسمالية فعلية تخضع للضريبة؛

- ❖ استمرار المؤسسات بإصدار المزيد من السندات تغطي الطلب المحتمل من قبل المستثمرين المعفى دخولهم من الضريبة الشخصية على الدخل، وكذا الدين يخضعون للضريبة على الدخل بمعدل يقل عن

(1) عبد المجيد بتماري، المتغيرات المالية المحددة لفعالية قرار استخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 13، غرداية، 2011، ص ص : 66-70.

(2) دادن عبد الغني، مرجع سبق ذكره، ص 17.

معدل الضريبة على دخل المؤسسات لما لذلك من أثر إيجابي على القيمة الحالية للوفورات الضريبية ومن ثم على قيمة المؤسسة حتى تحقق حالة التوازن العام في سوق رأس المال.

ووفقاً لنموذج ميلر تحسب الوفورات الضريبية بالعلاقة التالية<sup>(1)</sup>:

$$\text{القيمة الحالية للوفورات الضريبية} = [1 - \frac{(1-\text{ض})}{(1-\text{ض}^*)} \times \text{ر}]$$

حيث:

ض: معدل الضريبة على دخل المؤسسة؛

ض\*: معدل الضريبة على دخل حملة الأسهم؛

ض\*\*: معدل الضريبة على دخل حملة السندات؛

ر: حجم القرض.

وقد توصل ميلر إلى العلاقة السابقة إلى الاستنتاجات التالية:

- ❖ تتعدم القيمة الحالية للوفورات الضريبية في حالة عدم وجود ضرائب وبالتالي سوف تتساوى القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة مع القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة، مما يعني أن قيمة المؤسسة مستقلة تماماً عن هيكلها التمويلي:
- ❖ في حال وجود ضرائب على دخل المؤسسة فقط، فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض تبلغ القيمة (ر×ض)، وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تساوي القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة مضافاً إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض.
- ❖ خضع الدخل الشخصي للمستثمر للضريبة، معدل الضريبة الشخصية على دخل الأسهم مساوياً لمعدل الضريبة الشخصية على دخل السندات (ض=ض\*\*) فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض تساوي القيمة (ر×ض).

(1) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص ص: 663، 664.

❖ إذا كان معدل الضريبة الشخصية على دخل السندات أكبر من معدل الضريبة الشخصية على دخل الأسهم (ض\*\* < ض\*)، فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض تصبح أقل من القيمة (ر×ض). وكلما زاد الفرق بين ض\*\* و ض\*، تتحول إلى قيمة سالبة وعلى ذلك فإن المؤسسة في ظل الضريبة التصاعدية قد تستطيع تحقيق وفورات ضريبية عن طريق المزيد من الاقتراض طالما أن القيمة (1-ض)(1-ض\*) أكبر من القيمة (1-ض\*\*).

❖ إذا أصبحت القيمة (1-ض\*\*\*) مساوية للقيمة (1-ض)(1-ض\*)، فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية سوف تنعدم. وفي هذه الحالة تصبح القرارات التمويلية سواء ولن يكون هناك أي تأثير للهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة، وهي حالة التوازن التي يتحقق عندها أكبر قيمة الحالية للوفورات الضريبية وأقصى قيمة سوقية على المستوى الكلي وبعدها لا تستطيع أية مؤسسة فردية أن تحقق مزيداً من الوفورات الضريبية وبالتالي زيادة قيمتها السوقية.

ومن كل ما سبق نستنتج ولحساب تكلفة رأس المال وجب تحديد كل من مصادر التمويل، ثم حساب المتوسط المرجح لمختلف تلك التكاليف بالأوزان ويعبر عن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال بالعلاقة التالية<sup>(1)</sup>:

$$K = K_{cp} \frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} + K_D (1 - I_{bs}) \frac{V_D}{V_D + V_{CP}}$$

حيث:

$K_{cp}$ : تكلفة الأموال الخاصة؛

$V_{cp}$ : قيمة الأموال الخاصة؛

$K_D$ : تكلفة الاستدانة؛

$V_D$ : قيمة الاستدانة.

<sup>(1)</sup> دادان عبد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص: 2.

### المبحث الثالث: الرفع المالي كآلية من آليات المفاضلة في تشكيل الهيكل المالي.

يعتبر الرفع المالي مرتبط بهيكل المؤسسة، لهذا لا بد من الحديث عن تأثير الرفع المالي على تشكيلة الهيكل المالي، ولهذا سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى أثر الرفع المالي على العائد المتوقع والمخاطرة، وعلى الهيكل التمويلي، وحدود استخدامه في هيكل رأس المال.

#### المطلب الأول: تأثير الرفع المالي على العائد المتوقع والمخاطرة.

يعتبر أثر الرافعة المالية مقياس هام يقيس العائد المتوقع ويبين درجة المخاطرة وحدود استخدام الديون وأثرها على مردودية الأموال الخاصة.

#### أولاً: تأثير الرفع المالي على العائد المتوقع.

يظهر الأداء الاقتصادي للمؤسسة ممثلاً بالعوائد العادية والعوائد الغير عادية من خلال بعض المؤشرات والمقاييس المالية التي تعكس هذا الأداء.

وتظهر الآثار المالية للرفع المالي على أداء المؤسسة مع زيادة حجم التمويل بالدين، حيث يمكن للرفع المالي أن يؤثر إيجاباً على أداء المؤسسة حتى حد معين من نسبة المديونية، وتستخدم مقاييس العوائد المحاسبية التقليدية مثل:

- ❖ العائد على الأصول؛
- ❖ العائد على حقوق الملكية؛
- ❖ العائد على المبيعات ومعدل دوران الأصول.

كأساس ليعكس أثر الزيادة أو التخفيض في درجة الرفع المالي على أداء المشروع، وبشكل عام فإن نتائج التوسع في الرفع المالي تعتمد على قدرة إدارة المشروع على استغلال الأموال المقترضة لزيادة العوائد المحاسبية، لذلك فإن الرفع المالي يحقق عوائد قد تكون أكبر من تكلفة الاقتراض أو مساوية لها أو أقل منها وبالتالي يمكن تصنيف نتائج التوسع في الرفع المالي كالتالي<sup>(1)</sup>:

(1) جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة جامعة الأزهر، المجلد 15، العدد 01، فلسطين، 2013، ص: 289.

1. **الرفع المالي الجيد:** وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أكبر من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه ارتفاع العائد للملاك وزيادة نسبة العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية.
2. **الرفع المالي المتوسط:** وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة مساويا لتكلفة الاقتراض مما يترتب عليه عدم إحداث تغيير في العائد على الملاك وبقاء نسبة العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية كما هي دون تغيير.
3. **الرفع المالي العكسي:** وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أقل من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه انخفاض معدل العائد على الأصول وانخفاض معدل العائد على حقوق الملكية.

### ثانيا: الرفع المالي والمخاطرة

يقصد بالمخاطرة المالية تلك المخاطر الإضافية التي يتحملها ملاك المؤسسة (أصحاب الأسهم العادية) والناجمة بسبب اعتماد الإدارة على القروض الطويلة الأجل (السندات والأسهم الممتازة) في هيكل تمويل موجودات المؤسسة، بسبب ما تتحمله الإدارة من تكلفة ثابتة الفائدة واحتمالات عدم القدرة على سداد أصل القروض في أوقات استحقاقها أو الفائدة أو كلاهما، فهي مخاطرة مربوطة بالقروض والمنطق أنه كلما زاد حجم القرض في هيكل تمويل الموجودات كلما زادت درجة المخاطرة.

والأصل في هذه المخاطرة ليس الاقتراض بحد ذاته، وإنما احتمالات انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة المدفوعة على تلك القروض، وهذا يعني تعرض الإدارة المالية إلى خسائر بسبب انخفاض دون مستوى ما تتحمله من تكلفة وهذا بحد ذاته مخاطرة مالية<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثاني: أثر الرفع المالي على الهيكل التمويلي

إن الفوائد هي نقطة الارتكاز في الروافع المالية فكلما كانت الفوائد مرتفعة كلما كانت درجات الرفع المالي مرتفعة وبالتالي تزداد مخاطر الشركة في عدم القدرة على تسديد الفوائد في التاريخ المحدد للسداد وتسمى هذه المخاطرة بمخاطر التمويل وهذا الوضع يجعل نقطة التعادل مرتفعة وهذا يحتاج إلى جهد أكبر من الشركة لزيادة المبيعات وبالتالي زيادة الأرباح قبل الفائدة والضريبة.

(1) بسام مجد الآغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار، مذكرة ماجستير، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية فلسطين، 2005، ص: 89.

كما أن الرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أعلى من تكلفة الاقتراض فإنه يحقق ميزات عديدة، على عكس إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أقل من تكلفة الاقتراض. من هنا يتضح لنا أن الرفع المالي بصفة عامة يعكس مدى اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة، وللرفع تأثيران متضادان، يسهم في زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية، إلا أنه يسهم أيضا في زيادة المخاطر التي يتعرضون لها من جرائه، وفي ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها يتوقع أن يترتب على زيادة العائد ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، كما يتوقع أن يترتب على زيادة المخاطر انخفاض في القيمة السوقية للسهم<sup>(1)</sup>.

كذلك ينبغي على المؤسسة أن تحدد بوضوح معالم هيكل رأس المال المستهدف سواء من حيث العناصر المكونة له أو من حيث نسبة كل عنصر فيه، كما ينبغي عليها العمل على تحقيق ذلك الهيكل والإلتزام به قدر الإمكان، إذ من المتوقع أن يكون الهيكل المستهدف قد تم اختياره على أساس مدى مساهمته في تحقيق الهدف المنشود وهو تعظيم ثروة الملاك، ويقتضي تحقيق هذا الهدف أن يكون هناك توازن بين العائد المتوقع الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية وبين المخاطر التي سوف يتعرض لها هذا العائد، والتوازن معناه أن يكون العائد المتوقع كافي لتعويض حملة الأسهم العادية عن المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي سيحصلون عليه<sup>(2)</sup>.

### المطلب الثالث: حدود استخدام القروض في هيكل رأس المال

تتمثل حدود استخدام القروض في الهيكل التمويلي في التالي<sup>(3)</sup>:

**1- هيكل الأصول:** إن المؤسسة التي تمتلك أصولا يمكن تقديمها كضمان للمقرضين، يكون لديها الدافع لأن تعتمد بشكل أكبر على القروض، ذلك أنها لو عمدت إلى إصدار أسهم في وقت تكون فيه أسعار الأسهم مرتفعة فإن المستثمر قد يعتقد بأن القيمة السوقية للأسهم مبالغ فيها، ومن ثم فقد لا يقومون بشرائها، مما يؤدي في النهاية إلى هبوطها.

**2- الشريحة الضريبية:** تعتبر فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة ونظرا للعلاقة الطردية بين

(1) خلدون إبراهيم الشريفات، إدارة وتحليل مالي، دار وائل للنشر، الأردن، 2000، ص: 88.

(2) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

(3) بسام محمد الآغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص: 91-95.

معدل الضريبة وبين الوفرات الضريبية، فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المؤسسة التي تخضع للضريبة على الدخل بمعدل مرتفع إلى الإعتماد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة.

**3- إمكانية تحقيق وفرات ضريبية بديلة:** من المحتمل أن تنخفض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، كلما أتاحت للمؤسسة فرصة بديلة لتحقيق وفرات ضريبية من مصادر أخرى غير فوائد القروض (مثل قسط الإهلاك)، والخصومات الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة نتيجة لتنفيذ إستثمارات جديدة تشجعها الحكومة.

**4- معدل النمو:** تميل المؤسسات التي يسيطر عليها مالك واحد أو عدد محدود من الملاك إلى الإقتراض، وتوجيه الأموال المقترضة إلى استثمارات ما كان يمكن أن تنفذها من أموال الملكية بسبب إرتفاع تكلفة تلك الاستثمارات، هذا الإتجاه من شأنه أن يرفع تكلفة الوكالة للقروض، وهي تكلفة الأموال التي ترتفع بمعدلات أكبر للمؤسسات التي تتسم بمستوى عال من النمو، نظرا لتعدد الفرص المتاحة من هذه الإستثمارات، ولما كانت تكلفة الوكالة للقروض تعني ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة قد يفضل الملاك في النهاية الإعتماد على مواردهم الذاتية، بعبارة أخرى يتوقع وجود علاقة عكسية بين معدل النمو ونسبة القروض طويلة الأجل في هيكل رأس المال إلا أنه في الحالات التي يمكن فيها استبدال القروض طويلة الأجل بالقروض قصيرة الأجل، التي تنطوي على مخاطرة أقل للدائنين، قد تستطيع المؤسسة تخفيض تكلفة الوكالة وزيادة نسبة الأموال المقترضة.

**5- درجة التخصص:** كلما اتجهت المؤسسة نحو التخصص كلما ارتفعت تكلفة الإفلاس، وذلك بالمقارنة مع مؤسسة مماثلة تتبع سياسة التنويع، ولما كان الإقتراض من شأنه أن يزيد من مخاطر الإفلاس، فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المؤسسات التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض في هيكل رأس المال.

**6- طبيعة الصناعة:** ترتفع تكلفة الإفلاس للمؤسسات التي تنتج سلعا تحتاج إلى خدمة بعد بيعها، ومن ثم يتوقع أن تميل تلك المؤسسات إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، تجنب لمزيد من المخاطر.

**7- حجم المؤسسة:** تكشف الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة وبين مخاطر الإفلاس فالمؤسسات الكبيرة التي عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنويع تتعرض لتلك المخاطر بدرجة أقل، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، على خلاف الوضع بالنسبة

للمؤسسات الصغيرة، فتكلفة إصدار السهم والسندات لتلك المؤسسة عادة ما تكون مرتفعة، بشكل قد تفضل معه الإعتماد بدرجة أكبر على القروض المباشرة في التمويل.

**8- مخاطر التشغيل:** كلما اتسمت مبيعات المؤسسة بالإستقرار كلما كان ذلك حافظاً على زيادة نسبة الأموال المقترضة، إذ يمكنها أن تخطط بدقة لسداد فوائد وأصل القرض في المواعيد المحددة، وبذلك لا تتعرض لمخاطر الإفلاس، أما إذا اتسمت المبيعات بالتقلب وعدم الإستقرار فقد تفضل المؤسسة الإعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة.

**9- مستوى الربحية:** بسبب إرتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة على النحو الذي سبقت الإشارة إليه، تأتي الأرباح المحتجزة في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية، يتبعها القرض الذي له تكلفة وكالة لكن يقابله وفرات ضريبية، وأخيراً يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة الذي قد ينطوي عليها تكلفة دون وجود للوفرات الضريبية، وبناءً عليه يصبح من المتوقع أن تتجه المؤسسات التي تتميز بإرتفاع معدل ربحيتها إلى الإعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة وبدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة.

**10- طبيعة القرض:** إذا كانت القروض في صورة سندات قابلة للتحويل فيما بعد، أو من النوع الذي يمكن استدعاؤه فإن تكلفة الوكالة قبل تاريخ الاستحقاق تنخفض وتنخفض معها تكلفة الإقتراض، بشكل يحتمل أن يشجع الإعتماد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة في التمويل،

**11- تاريخ الإستحقاق:** مع ثبات العوامل الأخرى على حالها، تنطوي القروض طويلة الأجل على مخاطر تفوق القروض قصيرة الأجل، ولما كان الدائنون قادرين على رد المخاطر إلى الملاك يرفع معدل الفائدة أو يوضع شروط أقصى فإنه يصبح من المتوقع بأن ترتفع نسبة الأموال المقترضة إذا ما كانت في صورة قروض قصيرة الأجل.

**12- تكلفة الوكالة:** توجد تكلفة وكالة لحقوق الملكية، وتكلفة وكالة للقروض ومن ثم يتوقع أن تتجه المؤسسة إلى زيادة نسبة الأموال المقترضة، عندما تكون تكلفة الوكالة لحقوق الملكية أكبر من مثيلتها للإقتراض، والعكس صحيح.

يلاحظ الباحث مما سبق بأنه بالرغم من مزايا التمويل بالقروض إلا أنه هناك العديد من المحددات أو العقبات التي قد تقف أمام اللجوء إلى هذا النوع من مصادر التمويل وكذلك يجب ألا نغفل الجانب الشرعي المتعلق باللجوء للإقتراض المصحوب بالفائدة.

## خلاصة:

خلال هذا الفصل تطرقنا إلى أهم النقاط المتعلقة بالرفع المالي ثم تكلفة الأموال والرفع المالي كآلية للمفاضلة في هيكل التمويل.

توصلنا إلى أن الرفع المالي هو اعتماد المؤسسة على مصادر خارجية من أجل تمويل موجوداتها كما تعرفت إلى المردودية التي تنقسم إلى مردودية إقتصادية تقيس مردودية العمليات الأساسية ومردودية مالية كالتالي تحمل صيغة كلية.

حيث تبين لنا أنه من أجل حساب أثر الرافعة المالية أو ما يعرف بأثر الإستدانة نجري الفرق بين المردودية المالية والمردودية الإقتصادية، وبالتالي نحصل علاقة أثر الرافعة المالية بدلالة المردودية الإقتصادية.

كما لاحظنا بأن تكلفة رأس المال تعتبر عنصرا هاما وأساسيا في عملية إتخاذ القرارات المتعلقة التمويل في المؤسسة، وترجع أهمية تقدير هذه التكلفة إلى كونها تعتبر بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، لذلك كلما انخفضت تكلفة الأموال كلما كان ذلك أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة.

# الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة أقمصة "جن جن"

تمهيد

المبحث الأول: تقديم مؤسسة أقمصة "جن جن"

المبحث الثاني: دراسة تكلفة الهيكل المالي لمؤسسة أقمصة "جن جن"

للفترة الممتدة (2013-2015)

المبحث الثالث: دراسة الرفع المالي كآلية لتشكيل الهيكل المالي لمؤسسة أقمصة

"جن جن" للفترة الممتدة (2013-2015).

خلاصة

**تمهيد**

بعد الدراسة النظرية لهذا البحث والمتمثلة في الفصلين السابقين، سنقوم في هذا الفصل بإسقاط الجانب النظري على الواقع العملي، وذلك بإجراء دراسة ميدانية على مؤسسة أقمصة "جن جن"، كمحاولة لمعرفة مدى تطابق الواقع العملي في الجزائر مع المقررات الدراسية ولهذا قسمنا هذا الفصل إلى:

- ❖ المبحث الأول: تقديم مؤسسة أقمصة "جن جن"؛
- ❖ المبحث الثاني: دراسة تكلفة الهيكل المالي لمؤسسة أقمصة "جن جن"؛
- ❖ المبحث الثالث: الرفع المالي كآلية تشكيل الهيكل المالي لمؤسسة أقمصة "جن جن".

## المبحث الأول: تقديم مؤسسة أقمصة "جن جن"

لأخذ نظرة شاملة عن مؤسسة أقمصة "جن جن" سوف نقوم بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب، إعطاء نظرة حول نشأة وتطور المؤسسة في المطلب الأول ثم نتطرق في المطلب الثاني إلى وظائف وأهداف المؤسسة أما في المطلب الثالث فسنعرج على الهيكل التنظيمي لمؤسسة أقمصة "جن جن".

### المطلب الأول: نشأة وتطور مؤسسة "جن جن"

مؤسسة أقمصة "جن جن" chemiserie Djen-Djin هي من الناحية القانونية مؤسسة ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة EURL، يقدر رأسمالها الإجمالي بـ 29.000.000 دج، تم تأسيسها سنة 1964 تحت اسم المؤسسة الوطنية للألبسة الجاهزة SONAC، وفي سنة 1973م تم إدماجها مع المؤسسة الوطنية للصناعة النسيجية SONITEX، وفي إطار سياسة إعادة الهيكلة التي اتبعتها الدولة ووفقا للقانون رقم 256 المؤرخ في 04 ديسمبر 1982م تحولت إلى المؤسسة الوطنية لتفصيل النسيج والألبسة الجاهزة ECOTEX والتي كانت تابعة إداريا لوحدة بجاية، وفي 01 جانفي 1998م أصبح اسمها على ما هو الآن أقمصة "جن جن" ECJ تحت رقم 188.

تقع مؤسسة أقمصة "جن جن" في منطقة حضرية وسط مدينة جيجل في شارع بوريدح الصديق، تحتل موقعا استراتيجيا لقربها من ميناء "جن جن" ومطار فرحات عباس وخط السكة الحديدية، وكذلك وقوعها على محور الطريق (جيجل - قسنطينة)، (جيجل - بجاية - الجزائر).

تتربع المؤسسة على مساحة قدرها 11.044 م<sup>2</sup> تحوي مرفأ للسيارات ومساحات خضراء أما الجزء المغطى فيبلغ 3.588 م<sup>2</sup> يتكون من:

- قاعة للتفصيل؛
- قاعة للخياطة؛
- ثلاث مخازن؛
- مبنى إداري.

حيث تعتبر هذه المؤسسة إحدى الفروع الستة التابعة لـ: GROUPE CONFECTIN ET HABILLEMENT (C&H) الموجودة بالجزائر العاصمة، حيث يوجد فرعان ببجاية وآخر ببرج الكيفان يختصون في البدلات الرجالية والملابس الرياضية، وفرع ببرج بوعريريج وآخر بوهران مختصين في إنتاج

البدلات الرجالية وملابس العمال، حيث تشغل المؤسسة 126 عامل يتوزعون على مختلف الوظائف كما هو مبين في الجدول التالي:

**الجدول رقم (3، 1) : توزيع العمال على الوظائف**

الوظائف	عدد العمال
الإدارة العامة	2
المحاسبة	2
مصلحة المستخدمين	3
إمكانيات عامة	9
التجارة	3
الصيانة	2
الإنتاج	105
المجموع	126

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معلومات من المؤسسة.

**المطلب الثاني: وظائف وأهداف المؤسسة**

**أولاً: وظائف المؤسسة**

تتمثل الوظيفة الأساسية لمؤسسة أقمصة "جن جن" في عملية الإنتاج وتتفرع وظائف أخرى منها حيث تقوم المؤسسة بتحويل المدخلات إلى منتجات تامة الصنع موجهة للبيع.

1. **الوظيفة الأساسية (الإنتاج):** تهتم هذه الوظيفة بتحويل المدخلات (المواد الأولية) إلى مخرجات (سلع) وتعتمد المؤسسة على طريقتين في عملية الإنتاج هما:  
 أ- **الإنتاج حسب الطلب:** يتم الاعتماد على هذه الطريقة لإنتاج المنتجات غير المطلوبة بكثرة كألبسة الأطفال مثلاً.

ب- **الإنتاج الدائم:** تنتهج هذه الطريقة لإنتاج المنتجات المطلوبة بكثرة من طرف هيئات الدولة كوزارة الدفاع الوطني، الأمن الوطني، والحرس البلدي... الخ.

2. الوظائف الفرعية: وتتمثل في:

- أ- وظيفة الشراء: وذلك بتمويل المؤسسة بكل متطلبات الإنتاج، إذ تقوم باستيراد مادة القماش من بلجيكا وهولندا، والآلات من إيطاليا وألمانيا.
- ب- وظيفة التخزين: وهي وظيفة مكملة لوظيفتي الشراء والإنتاج أي تخزين المواد الأولية وتخزين المنتج النهائي في المخازن الثلاث التابعة للمؤسسة.
- ت- وظيفة التوزيع: وذلك من خلال صرف المنتجات.

ثانيا: أهداف المؤسسة

تسعى المؤسسة لتحقيق أهداف بعيدة المدى كغيرها من المؤسسات، وقد تتغير هذه الأهداف من فترة لأخرى وذلك حسب الجو التنافسي الذي تتواجد فيه المؤسسة بالإضافة إلى متغيرات أخرى، وتتمثل هذه الأهداف في:

- تحقيق الأرباح وتعظيمها؛
- التوسع عبر كافة الأسواق المحلية وتقوية علاقاتها التجارية؛
- جذب أكبر قدر ممكن من العملاء الأجانب؛
- اكتساب شهرة المؤسسة وذلك من خلال الحصول على اسم كبير وسمعة طيبة؛
- المحافظة على حجم المؤسسة وتوسيعه.

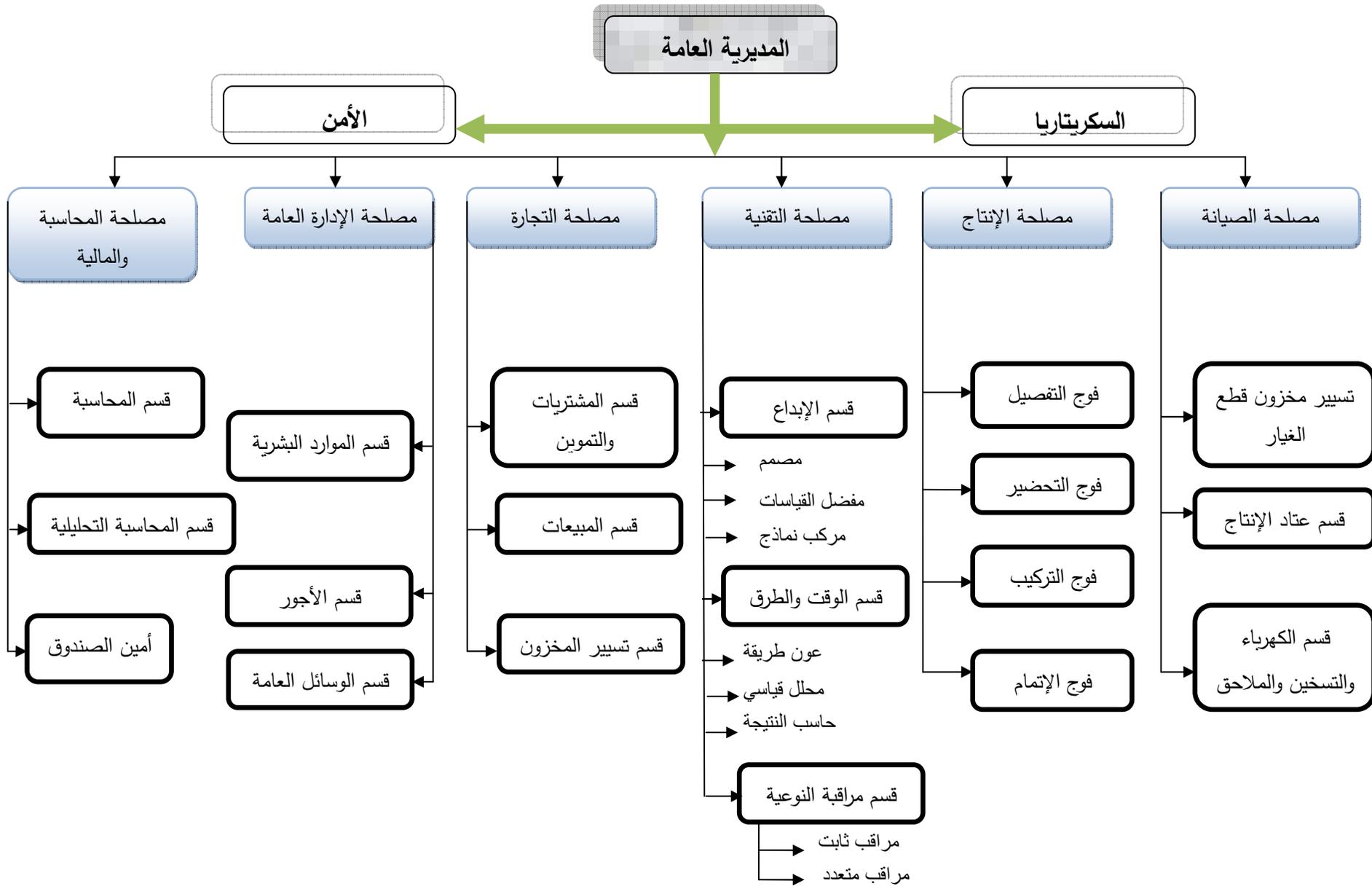
كما توجد أهداف أخرى وطنية منها:

- العمل على تنمية الاقتصاد الوطني وتغطية متطلبات السوق الوطنية؛
- خلق مناصب شغل للتقليل من البطالة مع توفير الشروط الضرورية للعمال لممارسة نشاطهم على أكمل وجه.

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للمؤسسة

الفرع الأول: عرض الهيكل التنظيمي لمؤسسة أقمصة "جن جن"

الشكل رقم (3، 1): الهيكل التنظيمي لمؤسسة أقمصة "جن جن"



الفرع الثاني: شرح الهيكل التنظيمي لمؤسسة أقمصة "جن جن".

أولاً: المديرية العامة

### 1. المدير العام.

- المدير هو المسؤول الأول في المؤسسة، له كل الصلاحيات المباشرة للمشاريع، يأتي في قمة الهرم التنظيمي للمؤسسة، تتمثل أهم مهامه فيما يلي:
- السهر على السير الحسن للمؤسسة؛
  - إعداد الإتفاقيات والصفقات مع المؤسسات؛
  - تحديد تقرير نشاط الفترة وتحويله إلى الهياكل المعنية؛
  - الحرص على احترام قواعد العمل؛
  - تعيين العمال حسب الشروط المطلوبة واللائمة.

### 2. الأمانة (السكرتاريا).

تعتبر الأمانة همزة الربط بين المدير والمحيط الخارجي والداخلي للمؤسسة، حيث تقوم بوظائف عديدة منها:

- ترتيب المواعيد مع المتعاملين؛
- الرد على المكالمات الهاتفية، الفاكس، وتحويلها إلى المدير؛
- تنظيم أوقات الزيارات وتوصيل المعلومات اللازمة؛
- تصنيف الوثائق الإدارية الخاصة بالأمانة.

### 3. الأمن:

يعمل على أمن المؤسسة من التأثيرات الداخلية والخارجية، أي مراقبة دخول وخروج العمال والزوار.

### ثانياً: مصلحة المحاسبة والمالية:

من بين مهام هذه المصلحة أنها تعمل على تسجيل مختلف العمليات الصادرة يومياً إضافة إلى تحضير الميزانية الإفتتاحية والختامية للمؤسسة وتنقسم إلى:

#### 1. قسم المحاسبة: من مهام هذا القسم ما يلي:

- التسجيل المحاسبي اليومي لمختلف العمليات التي تقوم بها المؤسسة وفقا للنظام المحاسبي المالي؛
  - القيام بالتصريحات الجبائية الفصلية وتسويتها في نهاية الدورة؛
  - مراقبة الإيرادات والنفقات (بواسطة وصل الدفع والإستلام)؛
  - المتابعة التنظيمية للحسابات المالية؛
  - السهر على تنظيم سياسة الإقتراض للمؤسسة وأخذ الإحتياجات من أجل تغطية الديون.
2. قسم المحاسبة التحليلية: يقوم بالمهام التالية:
- إعطاء صورة واضحة عن وضعية المؤسسة؛
  - تعتبر كأداة تسيير تعمل على معرفة أدق التكاليف الخاصة بالمنتجات والعمليات التي تقوم بها بمقارنة التكاليف الفعلية بالتكاليف المقررة من خلال إعداد الموازنات التقديرية.
3. أمين الصندوق: يقوم بمسك اليومية المالية للصندوق.

### ثالثا: مصلحة الإدارة العامة

1. قسم الموارد البشرية: يعمل هذا القسم على تنفيذ القرارات الخاصة بالعمال وكذا الإشراف على الحضور والغياب والعمليات الخاصة، إعداد قائمة الأجور وتسهيل عملية اتصال العمال بمصلحة الضمان الإجتماعي كما تقوم بمنح تحفيظات للعمال.
2. قسم الأجور: ويهتم بما يلي:
  - حساب أدور العطل السنوية والتقاعد؛
  - تجميع بطاقات الأجور؛
  - تجميع المعلومات الخاصة بالساعات الإضافية والعمل بالتناوب؛
  - تجميع قرارات الترقية، الانتقال والأقدمية.
3. الوسائل العامة: وتقوم بـ:
  - تسيير حضيرة السيارات والشاحنات الخاصة بالمؤسسة والمحافظة عليها؛
  - تسيير الوسائل العامة والمخزون وتوفير كل ما يستلزم من الأدوات والملابس للعمال؛
  - تجهيز المكاتب.

رابعاً: مصلحة التجارة: تتمثل وظائفها في:

- تسيير المصالح التجارية؛
- تسيير عمليات الشراء والبيع؛
- متابعة تنفيذ العقود وتحسين الوظيفة المالية للمؤسسة؛
- تحرير الفواتير وتنشيط المبيعات؛
- اختيار الموردين ومراقبة الفواتير ومتابعة الاستلام؛
- البحث عن الأسواق لتصدير المنتجات وتسويقها محلياً أو خارجياً؛
- تسعير منتجاتها مع مراعاة أسعار المنتجات المنافسة.

حيث تنقسم هذه المصلحة إلى ثلاث أقسام:

1. قسم المشتريات والتموين: يعمل أساساً على إيصال المواد الأولية للمؤسسة وإعداد قائمة المشتريات من طرف رئيس القسم وإرسالها إلى المدير العام للموافقة عليها.
2. قسم المبيعات: ويهتم ب:
  - السهر على تصريف منتجات الوحدة وفق السياسة التوزيعية للمؤسسة؛
  - تأمين تغطية دراسة السوق من طرف المصلحة حول المنتجات، السعر والمنافسين وهذا من أجل تحفيز برنامج توزيعي مناسب.
3. قسم تسيير المخزون: يعمل على تسيير مخزون المنتجات، المواد الأولية وقطع الغيار طبقاً لسياسة التموين في المؤسسة.

خامساً: مصلحة التقنية

1. قسم الإبداع: يضم هذا القسم كل من المصمم، مفصل القياسات ومركب نماذج.
2. قسم الوقت والطرق: وفيه عون طريقة، محلل قياسي وحاسب النتيجة.
3. قسم مراقبة النوعية: يضم مراقب ثابت ومراقب متعدد يقومون بالوظائف التالية:
  - صياغة الاقتراحات التي من شأنها يتم تحسين نوعية القماش والملحقات والمنتجات التامة الصنع؛
  - تنظيم عمليات الرقابة في جميع مراحل الإنتاج.

**سادسا: مصلحة الإنتاج.**

تضم هذه المصلحة ورشتين، الأولى للتفصيل والثانية للخياطة وتضم ثلاث أفواج (التحضير، التركيب والإتمام) ومن مهامها نجد:

- إعداد برنامج التصنيع؛
- مراقبة الإنتاج من حيث الجودة والكمية؛
- مراقبة أنشطة الأشخاص؛
- ضمان التنفيذ المنسق لأوامر الإنتاج؛
- تحديد حجم ومدة دوام الإنتاج.

**سابعا: مصلحة الصيانة**

وهذه المصلحة تقوم بالحفاظ وصيانة الأصول المادية للمؤسسة ومن مهامها ما يلي:

- وضع ميزانية الصيانة ومراقبة تنفيذها؛
- تحديد احتياجات الصيانة؛
- المراقبة الدورية للآلات والمعدات والتجهيزات؛
- إصلاح التلف الناتج عن الاستعمال.

### **المبحث الثاني: دراسة تكلفة الهيكل المالي لمؤسسة أقمصة "جن جن" للفترة الممتدة من (2013 - 2015)**

سنحاول من خلال هذا المبحث معرفة الوضعية المالية لمؤسسة أقمصة "جن جن" وذلك من خلال تقديم قوائمها المالية (الميزانية وقائمة الدخل) وإجراء بعض التحاليل عليها.

#### **المطلب الأول: تقديم القوائم المالية الخاصة بمؤسسة "جن جن" للفترة الممتدة من (2013 - 2015)**

تعتبر القوائم المالية المرآة العاكسة لصورة أي مؤسسة اقتصادية ومن خلالها يتمكن كل من المساهمين والمقرضين وباقي الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة الاقتصادية من تقييم أدائها.

ومن خلال هذا المطلب سنحاول عرض أهم القوائم المالية لمؤسسة أقمصة "جن جن"، والمتمثلة في الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج.

أولاً: تقديم الميزانية المالية للمؤسسة أقمصة "جن جن" (2013-2015)

نحاول التطرق لتركيبية أصول مؤسسة أقمصة "جن جن" خلال الفترة (2013-2015) وذلك من خلال الجدول الآتي:

#### 1- تقديم جانب الأصول:

الجدول رقم (3، 2): الميزانية المالية لمؤسسة أقمصة "جن جن" جانب الأصول خلال الفترة (2013-2015)

البيان	2013	2014	2015
الأصول غير الجارية			
الأراضي	71.097.600,00	71.097.600,00	71.097.600,00
مباني	17.477.835,50	21.380.341,69	19.420.910,75
تثبيات مادية أخرى	30.627.968,34	76.518.370,57	95.991.920,63
تثبيات مالية			
ضرائب مؤجلة للأصول	1.056.986,18	1.044.632,50	817.235,63
مجموع الأصول غير الجارية	120.260.390,02	170.040.944,76	187.327.667,22
الأصول الجارية			
المخزونات	61.000.503,34	74.628.513,23	46.241.979,64
الزيائن	59.481.998,62	71.932.829,16	87.797.634,19
المدينون الآخرون	21.289.043,72	1.434.534,83	3.282.453,87
الضرائب	1.907.141,53	244.262,14	669.989,08
الخزينة	29.583.293,19	15.435.496,80	59.781.094,20
مجموع الأصول الجارية	173.261.980,49	163.675.636,16	197.773.150,98
المجموع العام للأصول	293.522.370,51	333.716.580,92	385.100.818,20

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

نظرا للتفصيل الموجود في هذا الجانب من الميزانية يمكن اختصاره كالآتي:

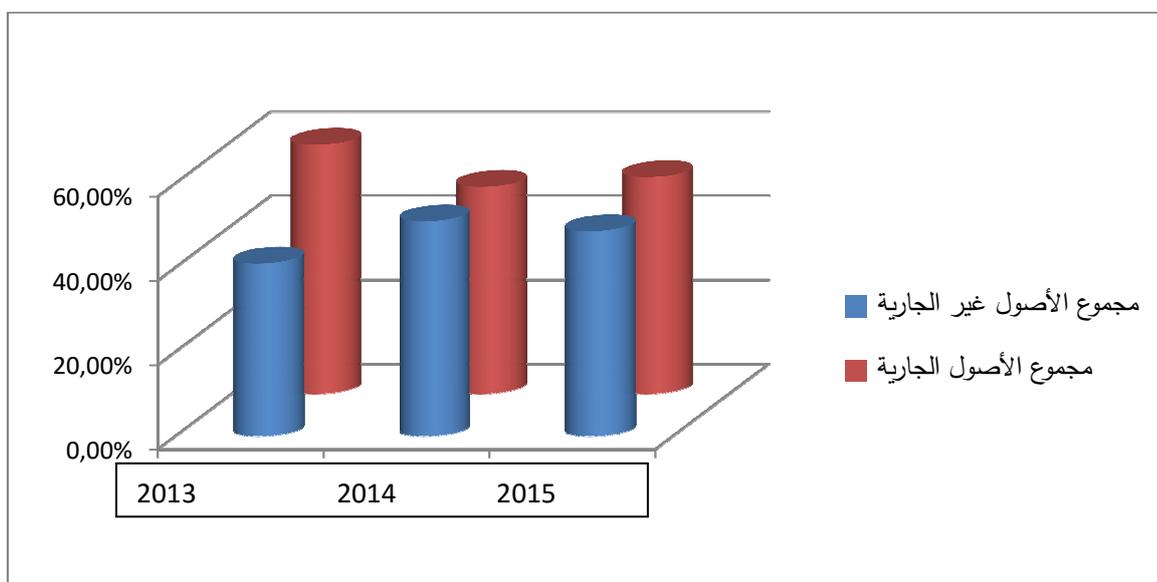
الجدول رقم (3، 3): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أقمصة "جن جن" لجانب الأصول  
(2015-2013)

البيان	2013	%	2014	%	2015	%
مجموع الأصول غير الجارية	120.260.390,02	40.97	170.040.944,76	50.95	187.327.667,22	48.64
مجموع الأصول الجارية	173.261.980,49	59.03	163.675.636,16	49.05	197.773.150,98	51.36
المجموع العام للأصول	293.522.370,51	100	333.716.580,92	100	385.100.818,20	100

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة

لتسهيل قراءة الجدول نمثله بيانيا كما يلي:

الشكل رقم (3، 2): التمثيل البياني للميزانية المالية المختصرة جانب الأصول خلال الفترة  
(2015-2013)



من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن الأصول غير الجارية سجلت إرتفاعا سنة 2014 وذلك من 40.97% سنة 2013 إلى 50.95% سنة 2014، ثم انخفضت سنة 2015 لتصبح 48.64% من مجموع الأصول، أما الأصول الجارية فانخفضت سنة 2014 إلى 49.05% مقارنة بـ 59.03% سنة

2013 ثم ارتفعت سنة 2015 إلى 51.36% ويعود ذلك إلى ارتفاع في قيمة حساب المدينون الآخرون بشكل كبير، كلما نلاحظ أن مجموع الأصول ينمو بشكل كبير ويعود السبب الرئيسي في ذلك إلى الزيادة الكبيرة في التثبيات الأخرى بمرور السنين وهذا ما يبين أن المؤسسة في توسع مستمر نتيجة السياسة التوسعية المتبعة من خلال إعادة هيكلة جانب الأصول من خلال القروض المحصل عليها من البنك الوطني الجزائري.

## 2- تقديم جانب الخصوم:

الجدول رقم (3، 4): الميزانية المالية لمؤسسة أقمصة "جن جن" جانب الخصوم خلال الفترة (2015-2013)

البيان	2013	2014	2015
رؤوس الأموال الخاصة			
رأس المال الصادر	29.000.000,00	29.000.000,00	29.000.000,00
العلاوات والاحتياطات (الاحتياطات المدمجة)	19.613.528,23	19.613.528,23	21.361.848,61
النتيجة الصافية لحصة المجمع	5.021.691,31	1.748.320,38	(11.700.583,56)
ترحيل من جديد	32.309.679,03	37.331.370,34	37.331.370,34
<b>مجموع (1)</b>	<b>85.944.898,57</b>	<b>87.693.218,95</b>	<b>75.992.638,39</b>
الخصوم غير الجارية			
القروض والديون المالية	153.502.959,66	191.845.304,00	238.179.860,99
المؤونات والمنتجات المدرجة في الحسابات سلفا	5.563.085,11	4.541.880,46	4.30.241,30
<b>مجموع الخصوم غير الجارية</b>	<b>159.066.044,77</b>	<b>196.387.184,46</b>	<b>242.481.102,29</b>
الخصوم الجارية			
الموردون والحسابات الملحقة	32.429.836,29	35.706.590,36	45.372.436,48
الضرائب	2.419.259,45	2.322.626,25	4.503.384,41

16.751.259,63	11.606.960,90	13.662.529,43	الديون الأخرى
<b>66.627.080,52</b>	<b>49.636.177,51</b>	<b>48.511.427,17</b>	<b>مجموع الخصوم الجارية (3)</b>
<b>385.100.818,22</b>	<b>333.716.580,92</b>	<b>293.522.370,51</b>	<b>المجموع العام للخصوم</b>

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

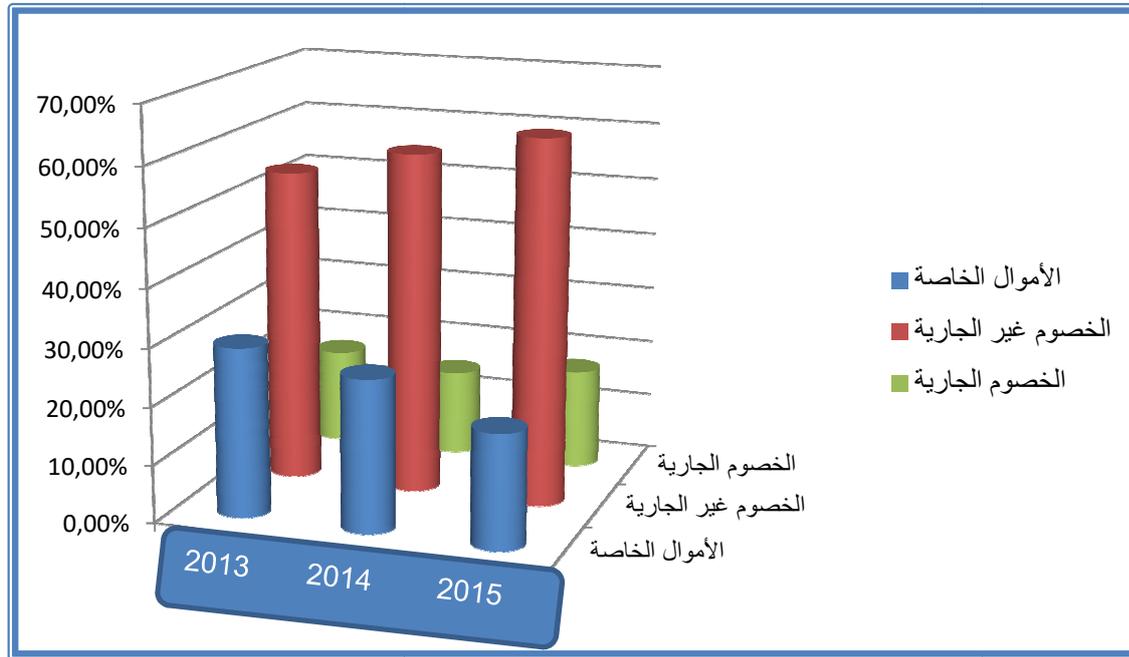
الجدول رقم (3، 5): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أقمصة "جن جن" لجانب الخصوم  
(2015-2013)

البيان	2013	%	2014	%	2015	%
الأموال الخاصة	85.944.898,57	29.28	87.693.218,95	26.28	75.992.638,39	19.73
الخصوم غير الجارية	159.066.044,77	54.19	196.387.184,46	58.85	242.481.102,29	62.97
الخصوم الجارية	48.511.427,17	16.53	49.636.177,51	14.87	66.627.080,52	17.30
مجموع للخصوم	293.522.370,51	100	333.716.580,92	100	385.100.818,22	100

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

لتسهيل قراءة الجدول نمثله بيانياً كما يلي:

الشكل رقم (3، 3): التمثيل البياني للميزانية المالية المختصرة بجانب الخصوم خلال الفترة (2013-2015).



من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن نسبة الأموال الخاصة تتخفف من سنة إلى أخرى حيث كانت تقدر في 2013 بـ **29.28%** ثم إنخفضت إلى **26.28%** خلال سنة 2014، لنلاحظ انخفاضا آخر في سنة 2015 بـ **19.73%**، كذلك هو الحال بالنسبة للخصوم الجارية حيث نلاحظ أنها انخفضت في 2014 بمقدار **14.87%** مقارنة بسنة 2013 التي سجلت **16.53%** أما في سنة 2015 فقد سجلت ارتفاعا ملحوظا مقارنة بالسنة السابقة قدر **17.30%**.

أما بالنسبة للخصوم الغير الجارية فنلاحظ أنها تزداد من سنة إلى أخرى حيث نجدها في سنة 2013 تقدر بـ **54.19%**، ثم ارتفعت في سنة 2014 لتصل إلى **58.85%**، ثم واصلت الإرتفاع حيث قدرت في سنة 2015 بـ: **62.97%**، وكل هذه التغيرات في النسب تدل على زيادة المؤسسة في الإعتماد على القروض والديون المالية.

ثانياً: تقديم جدول حسابات النتائج لمؤسسة أقمصة "جن جن" للفترة الممتدة (2013-2015)

الجدول رقم (3، 6): جدول حسابات النتائج للمؤسسة للفترة (2013-2015).

رقم الحساب	البيان	2013	2014	2015
70	المبيعات والمنتجات الملحقة	165.962.974,07	152.104.968,64	152.514.740,57
72	الإنتاج المثبت	(11.442.147,37)	4.250.285,32	(15.052.039,85)
	<b>1- إنتاج السنة</b>	<b>154.520.826,70</b>	<b>156.355.253,96</b>	<b>137.462.700,72</b>
60	المشتريات المستهلكة	82.680.334,73	77.432.066,61	63.478.879,19
61	الخدمات الخارجية	1.488.174,15	960.022,64	1.449.954,39
62	الإستهلاكات الأخرى	10.121.260,39	9.231.509,74	8.654.287,79
	<b>2- استهلاك السنة</b>	<b>94.289.769,27</b>	<b>87.623.598,72</b>	<b>73.583.121,37</b>
	<b>3- القيمة المضافة للاستغلال</b>	<b>60.231.057,43</b>	<b>68.731.655,24</b>	<b>63.879.579,35</b>
63	أعباء المستخدمين	41.740.066,00	52.265.401,16	60.647.441,79
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة	2.540.443,45	2.163.337,00	1.920.498,00
	<b>4- إجمالي فائض الإستغلال</b>	<b>15.950.547,98</b>	<b>14.302.917,08</b>	<b>1.311.666,56</b>
75	المنتجات العملية الأخرى	86.945,72	-	-
65	الأعباء العملية الأخرى	194.482,66	195.501,55	801.989,32
68	المخصصات للإهلاكات والمؤونات وخسارة القيمة	9.365.752,42	16.816.815,50	20.623.327,58
78	استرجاع على خسائر القيمة	1.361.144,08	7.531.958,81	7.597.192,80

			والمؤونات	
(12.516.457,54)	4.822.558,84	7.838.402,70	5- النتيجة العملياتية	
1.428.898,55	57.411,21	72.213,26	المنتجات المالية	76
385.627,91	1.426.731,32	2.964.531,44	الأعباء المالية	66
(1.043.270,64)	(1.369.320,11)	(2.892.318,18)	6- النتيجة المالية	
(11.473.186,90)	3.453.238,73	4.946.084,52	7- النتيجة العادية قبل الضرائب	
-	1.692.564,67	-	695 الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية	
227.396,66	12.353,68	(75.606,79)	692 الضرائب المؤجلة من النتائج العادية	
146.488.792,07	163.944.623,98	156.041.129,76	مجموع منتجات الأنشطة العادية	
158.189.357,63	162.196.303,60	151.019.438,45	مجموع أعباء الأنشطة العادية	
(11.700.583,56)	1.748.320,38	5.021.691,31	8- النتيجة الصافية للأنشطة العادية	
(11.700.583,56)	1.748.320,38	5.021.691,31	9- صافي نتيجة السنة المالية	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن مؤسسة أقمصة "جن جن" تحقق نتائج صغيرة مقارنة مع رقم الأعمال، حيث حققت سنة 2013 مبلغ 5.021.691,31 دج وذلك بنسبة 3.025% من رقم الأعمال خارج الرسم، أي أن كل 1 دج كرقم أعمال خارج الرسم يحقق 0.0325 دج كنتيجة صافية، أما سنة 2014 فحققت المؤسسة نتيجة تقدر بـ: 1.748.320,38 دج وذلك بنسبة 1.14% من رقم الأعمال خارج الرسم أي أنه كل 1 دج كرقم أعمال يحقق 0.0114 دج كنتيجة صافية، أما فيما يخص سنة 2015

فإن المؤسسة لم يكن بمقدورها تغطية تكاليف الدورة حيث حققت خسارة بـ: **11.700.583,56** دج، لهذا يجب على المؤسسة تحسين نتائجها.

**المطلب الثاني: تقديم الهيكل المالي لمؤسسة أقمصة "جن جن"**

خصص هذا الجزء من البحث لتسليط الضوء على مختلف مكونات الهيكل المالي لمؤسسة أقمصة "جن جن" من موارد خاصة، وموارد مقترضة.

**أولاً: هيكل الأموال المملوكة**

**الجدول رقم (3، 7): هيكل الأموال المملوكة لمؤسسة أقمصة "جن جن" للفترة (2013-2015)**

البيان	2013	2014	2015
رأس المال الصادر	29.000.000,00	29.000.000,00	29.000.000,00
العلاوات والإحتياطات	19.613.528,23	19.613.528,23	21.361.848,61
النتيجة الصافية	5.021.691,31	1.748.320,38	(11.700.583,56)
مرحل من جديد	32.309.679,03	37.331.370,34	37.331.370,34
مجموع الأموال المملوكة	85.944.898.57	87.693.218.95	75.992.635.39
نسبة نمو الأموال المملوكة	-	%2.03	(13.34%)

**المصدر:** من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة نمو الأموال المملوكة خلال السنة المالية 2014 كانت **2.03%** والسبب في ذلك يعود بالدرجة الأولى إلى الإرتفاع الذي شهده حساب مرحل من جديد ففي سنة 2013 كان يقدر بـ: **32.309.697.03** دج، أما في سنة 2014 فقد قدر بـ: **37.331.370,34** دج، هذا الأمر جعل من معدل نمو الأموال المملوكة يرتفع رغم الإنخفاض الذي شهدته النتيجة الصافية للمؤسسة والتي تراجعت من **5.021.691,31** دج سنة 2013، إلى **1.748.320,38** دج، سنة 2014، بالإضافة إلى ثبات كل من قيمة رأس المال الصادر والعلاوات والإحتياطات.

أما فيما يخص سنة 2015 فما يمكن ملاحظته هو الإنخفاض الملحوظ في نسبة نمو الأموال المملوكة حيث بلغت **13.34%** والسبب في ذلك هو النتيجة السالبة التي حققتها المؤسسة خلال 2015 والمقدرة بـ **11.700.583,56** دج وهو ما أدى إلى التأثير السلبي على معدل نمو الأموال المملوكة

للمؤسسة بالرغم من إرتفاع قيمة العلاوات والإحتياطات من **19.613.528,23** دج سنة 2014 إلى **21.361.848,61** دج سنة 2015، مع الثبات في قيمة كل رأس المال الصادر ومرحل من جديد.

ثانيا: أموال الاستدانة

الجدول رقم (3، 8): هيكل أموال الاستدانة لمؤسسة أقمصة "جن جن" للفترة (2013-2015)

البيان	2013	2014	2015
الديون طويلة الأجل	153.502.959,66	191.845.304,00	238.179.860,99
الديون قصيرة الأجل	13.662.529,43	11.606.960,90	16.751.259,63
مجموع الديون	167.165.489	203.452.264.9	254.931.120.5
نسبة نمو الديون	-	%21.71	%25.30

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن نسبة نمو الديون كانت بنسبة عالية في سنة 2014، فقد بلغت نسبة النمو **21.71%** والسبب في ذلك هو الزيادة في الديون طويلة الأجل فقد ارتفعت من **153.502.959,66** دج سنة 2013 إلى **191.845.304,00** دج سنة 2014، في حين أن قيمة الديون قصيرة الأجل قد انخفضت من **13.662.529,43** دج سنة 2013 إلى **11.606.960,90** دج، سنة 2014 بالرغم من ذلك فمعدل نمو الديون قد ارتفع.

كما نلاحظ أيضا أن نسبة نمو الديون قد استمرت في الإرتفاع للسنة الموالية 2015 لتبلغ **25.30%** أي أنها بمعدل **3.59%** خلال سنة واحدة وهذا يعدل على أن مؤسسة أقمصة "جن جن" مؤسسة تميل إلى اعتماد الإستدانة، فالديون طويلة الأجل قد ارتفعت من **191.845.304,00** دج سنة 2014 إلى **238.179.860,99** دج سنة 2015، كما أن الديون قصيرة الأجل هي الأخرى قد ارتفعت من **11.606.960,90** دج سنة 2014 إلى **16.751.259,63** دج سنة 2015.

ثالثا: الهيكل المالي لمؤسسة أقمصة "جن جن"

سبق لنا وأن تعرفنا على أهم الموارد التمويلية التي يتكون منها الهيكل المالي للمؤسسة، وبهذا فالهيكل المالي لمؤسسة أقمصة "جن جن" يكون على النحو التالي خلال الفترة الممتدة من (2013-2015).

الجدول رقم (3، 9): هيكل الموارد التمويلية لمؤسسة أقمصة "جن جن" للفترة (2013-2015)

البيان	2013	%	2014	%	2015	%
مجموع الأموال المملوكة	85.944.898,57	33.96	87.693.218,95	30.12	75.992.638,39	22.96
مجموع أموال الاستدانة	167.165.489	66.04	203.452.264,9	69.88	254.931.120,5	77.04
مجموع الموارد التمويلية	253.110.387,6	100	291.145.483,9	100	330.923.755,9	100

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا أن الهيكل التمويلي المتبع من طرف مؤسسة أقمصة "جن جن" تمثل فيه المديونية أكثر من 50% من مصادر تمويل المؤسسة وهو عامل إيجابي من جهة، حيث يساعد المؤسسة على الاستفادة من أثر الرافعة المالية. ومن جهة أخرى فهو يمثل عامل سلبي لأنه يزيد من المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة، بالإضافة إلى مخاطرة المؤسسة باستقلاليتها المالية إتجاه الغير، هذا ما يوضحه الجدول أعلاه، فنسبة الأموال الخاصة لم تتعدى 34% خلال السنوات الثلاث، لتسجل أعلى معدل خلال سنة 2013 بـ: 33.96%.

لتنخفض سنة 2014 إلى 30.12% أما خلال سنة 2015 فقد انخفضت إلى 22.96% والسبب في ذلك هو النتيجة السالبة التي حققتها المؤسسة خلال 2015. في حين نجد أن نسب المديونية آخذة في الزيادة من سنة لأخرى، فنجدها في سنة 2013 بنسبة 66.04% لترتفع في سنة 2014 إلى 69.88% ، أما سنة 2015 فقد بلغت نسبة 77.04%، ويرجع السبب وراء زيادة نسب المديونية من سنة لأخرى في محاولة المؤسسة تعويض التراجع الحاصل في الأموال المملوكة بسبب تدهور النتائج المحصلة خلال السنوات الثلاثة، عموماً وكنتيجة لتحليل الجدول أعلاه نستنتج أن مؤسسة أقمصة "جن جن" هي مؤسسة غير مستقلة مالياً، أو بعبارة أخرى هي مؤسسة مستدينة، هذا الأمر سيؤثر سلبياً على معاملاتها مع الغير وخصوصاً مع البنوك المقرضة.

## المطلب الثالث: دراسة تكلفة أموال مؤسسة أقمصة "جن جن"

بما أن مؤسسة أقمصة "جن جن" هي من الناحية القانونية مؤسسة ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة (eurl)، بمعنى أنها مؤسسة لا تتعامل بالأسهم كما أنها لا تتعامل بالسندات وهذا ما يبين من قوائمها المالية، لهذا وعند حساب تكلفة الأموال سنكتفي بحساب تكلفة الأموال المملوكة وتكلفة أموال الاستدانة.

## أولاً: تكلفة الأموال المملوكة

سوف نكتفي بحساب تكلفة المال الصادر للمؤسسة أما فيما يخص الأرباح المحتجزة فهي غير موجود لأن المؤسسة لا تقوم باحتجاز أي أرباح.

## الجدول رقم (3، 10): تكلفة الأموال المملوكة بمؤسسة أقمصة "جن جن" للفترة (2013-2015)

البيان	العلاقة	2013	2014	2015
النتيجة الصافية D		5.021.691,31	1.748.320,38	(11.700.583,56)
رأس المال الصادر P		29.000.000,00	29.000.000,00	29.000.000,00
علاوة الإصدار Fo				
تكلفة رأس المال		%17.32	%6.03	(40.32%)

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

من خلال الجدول رقم (3، 10) نلاحظ أن تطور تكلفة أموال الملكية لمؤسسة أقمصة "جن جن" خلال الفترة (2013-2015) يمتاز بالتراجع حيث نلاحظ أن تكلفة رأس المال لسنة 2014 سجلت انخفاضا قدر به: %11.29 لتبلغ معدل %6.03 مقارنة بسنة 2013 الذي قدر به: %17.32 وهذا راجع لانخفاض في النتيجة الصافية حيث سجلت في سنة 2013 نتيجة صافية قدرت به: 5.021.691,31 دج لتتراجع سنة 2014 إلى 1.748.320,38 دج، أما سنة 2015 نلاحظ أن تكلفة رأس المال تدهورت لتصل إلى %40.32 وهذا راجع إلى أن المؤسسة حققت نتيجة سالبة قدرت به: 11.700.583,56 دج.

## ثانياً: تكلفة الإستدانة

بالاستناد إلى المعلومات المقدمة من طرف مؤسسة أقمصة "جن جن" والتي توضح اعتماد المؤسسة على القروض الطويلة ومتوسطة الأجل بمعدل %3.5 وقروض قصيرة الأجل بمعدل %2.

## الجدول رقم (3، 11): تكلفة أموال الاستدانة للفترة الممتدة (2013-2015)

البيان	العلاقة	2013	2014	2015
تكلفة أموال الإستدانة (المصاريف المالية) الديون (طويلة + قصيرة الأجل)		2.964.531,44	1.426.731,32	385.627,91
		167.165.489	203.452.264,9	254.931.120,5
معدل تكلفة أموال الاستدانة		%1.77	%0.7	%0.15

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن تكلفة أموال الإستدانة لهذه المؤسسة في تراجع حيث نلاحظ أن معدل تكلفة أموال الاستدانة لسنة 2014 انخفض إلى 0.7% مقارنة بسنة 2013 الذي قدر بـ: 1.77% ثم واصل التراجع ليصل إلى 0.15% في سنة 2015 ويعود سبب هذا التراجع إلى الإنخفاض في المصاريف المالية من سنة لأخرى على الرغم من ارتفاع قيمة القروض من سنة لأخرى وهذا ناتج عن الإمتيازات التي قدمتها الدولة لهذه المؤسسة من بينها تخفيض الفائدة من 5.25% المقرر من طرف البنك المركزي إلى 3.5% من أجل تحقيق المؤسسة لوفرات ضريبية.

### المبحث الثالث: الرفع المالي كآلية لتشكيل الهيكل المالي للمؤسسة أقمصة "جن جن"

سوف نتطرق في هذا المبحث إلى قياس مردودية مؤسسة أقمصة "جن جن"، وقياس الرفع المالي بها، وفي الأخير أثر الرفع المالي على كل من عائد ومخاطر مؤسسة أقمصة "جن جن".

#### المطلب الأول: قياس مردودية مؤسسة أقمصة "جن جن"

يتم حساب كل من المردودية الاقتصادية والمالية كما هو موضح:

## أولاً: المردودية الاقتصادية

الجدول رقم (3،12): تطور المردودية الاقتصادية لمؤسسة أقمصة "جن جن" خلال الفترة (2013-2015)

البيان	2013	2014	2015
نتيجة الإستغلال	15.950.547,98	14.302.917,08	1.311.666,56
مجموع الأصول	293.522.370,51	333.716.580,92	385.100.818,20
المردودية الاقتصادية	%5.43	%4.28	%0.34

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

لقد تم احتساب المردودية الاقتصادية بالإعتماد على نتيجة الاستغلال إلى مجموع الأصول حيث تبين لنا هذه النسبة مدى الكفاءة في استخدام الموارد لجلب الأرباح، والتي يمكن بها تقدير كفاء المشروع الاقتصادي.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن نسب المردودية ضعيفة نظرا لانخفاض نتيجة الاستغلال من سنة لأخرى وكذا الإرتفاع في مجموع الأصول حيث نلاحظ أن المردودية الاقتصادية لسنة 2013 قدرت بـ: %5.43 وهذا يعني أن كل 1 دج مستثمر كأصول يحقق 0.0543 دج كفائض إجمالي للإستغلال، ثم واصلت هذه القيمة في التدهور في كل من سنتي 2014 و 2015 حيث قدرت على التوالي بـ: %4.28، %0.34. ثانيا: المردودية المالية

الجدول رقم (3،13): تطور المردودية المالية لمؤسسة أقمصة "جن جن" خلال الفترة (2013-2015)

البيان	2013	2014	2015
النتيجة الصافية	5.021.691,31	1.748.320,38	(11.700.583,56)
الأموال الخاصة	85.944.898,57	87.693.218,95	75.992.638,39
المردودية المالية	%5.84	%1.99	(%15.39)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

تعبر هذه النسبة عن مدى مردودية الأموال الخاصة أو مدى مساهمتها في تحقيق النتيجة (مكافأة أصحاب رأس المال).

من خلال الجدول نلاحظ أن المردودية المالية هي الأخرى تتخفف من سنة إلى أخرى، حيث سجلت معدل  $5.84\%$  في سنة 2013 وهذا يعني أنه كل 1 دج كأموال خاصة يحقق  $0.0584$  دج كنتيجة صافية، وواصلت هذه النسبة في الإنخفاض حيث قدرت سنة 2014 بـ:  $1.99\%$ ، أما سنة 2015 فقد حققت مردودية سالبة قدرت بـ:  $15.39\%$  وهذا نتيجة تحقيق المؤسسة لنتيجة صافية سالبة قدرت بـ:  $11.700.583,56$  دج.

المطلب الثاني: أثر الرفع المالي لمؤسسة أقمصة "جن جن".

يمكن توضيح نظرية الرفع المالي وأثرها بمؤسسة أقمصة "جن جن" من خلال توضيح كيفية تأثير الرفع المالي على العائد على رأس المال، كما هو موضح:

الجدول رقم (3،14): يوضح حالات افتراضية لهيكل تمويل مؤسسة أقمصة "جن جن"

البيان	2013			2014			2015		
	الحالة 1	الحالة 2	الحالة 3	الحالة 1	الحالة 2	الحالة 3	الحالة 1	الحالة 2	الحالة 3
رأس المال	293.522.370,51	85.944.898,57	146.766.152,6	333.716.580,92	87.693.218,95	166.858.290,5	385.100.818,20	309.108.182,7	192.550.409,1
الديون	-	207.577.741,9	146.761.152,6	-	69.274.361,97	166.858.290,5	-	75.992.635,39	192.552.409,1
مجموع الموجودات	293.522.370,51	293.522.370,51	293.522.370,51	333.716.580,92	333.716.580,92	333.716.580,92	385.100.818,22	385.100.818,22	385.100.818,22

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

حيث:

الحالة 01: الديون = 0؛

الحالة 02: الحالة الواقعية للمؤسسة (الحالة المعيارية)؛

الحالة 03: حالة التوازن (الديون: رأس المال: 50%).

وهنا يمكن تحليل أثر الرفع المالي على العائد على رأس المال من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(3،15): أثر الرفع المالي على العائد على رأس المال

البيان	2015			2014			2013		
	الحالة 3	الحالة 2	الحالة 1	الحالة 3	الحالة 2	الحالة 1	الحالة 3	الحالة 2	الحالة 1
الربح قبل الفائدة والضريبة	(12.516.475,54)	(12.516.475,54)	(12.516.475,54)	4.822.558,84	4.822.558,84	4.822.558,84	7.838.402,7	7.838.402,7	7.838.402,7
الفائدة المدفوعة	288.825,61	385.627,91	-	1.168.008,03	1.4426.731,32	-	259.767,24	2.964.531,44	-
الربح قبل الضريبة	(12.805.283,13)	(11.473.186,9)	(12.516.475,54)	3.654.550,81	3.453.238,73	4.822.558,84	7.578.635,46	4.946.084,52	7.838.402,7
الضريبة (%23)	(2.945.215,12)	(2.638.832,98)	2.878.785,23	840.546,68	794.244,9	1.109.188,53	1.743.086,15	1.137.599,44	1.802.832,62

(9.860.068,01)	(8.834.353,92)	(9.637.672,31)	2.814.004,13	2.658.993,83	3.713.370,31	5.835.549,31	3.808.484,76	6.035.570,08	الربح الصافي
(%5.12)	(%2.85)	(2.5%)	1.38%	3.03%	1.11%	39.76 %	4.43%	2.05%	العائد على رأس المال
(3.25%)			%1.44			%2.67			العائد على الموجودات

المصدر: من إعداد الطالبتين، بالإعتماد على وثائق المؤسسة

حيث:

- معدل الضريبة على أرباح الشركات هو 23%؛

- العائد على رأس المال = الربح الصافي (بعد الفائدة والضريبة) / رأس المال؛

- العائد على الموجودات = الربح قبل الفائدة والضريبة / الموجودات.

يمكن إعادة ترتيب العائد على رأس المال لكل من الحالات الثلاثة في الجدول التالي:

الجدول رقم (16.3): يوضح العائد على رأس المال خلال الفترة الممتدة من 2013-2015

2015	2014	2013	السنوات الحالة	
(12.516.457,54)	4.822.558,84	7.838.402,7	الربح	
(2.5%)	1.11%	2.05%	الحالة 1	العائد على
(2.85%)	3.03%	4.43%	الحالة 2	رأس المال
(5.12%)	1.38%	39.76%	الحالة 3	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

**التحليل:** بالإعتماد وعلى الجدول السابق نستنتج ما يلي:

- 1- حسب الحالة 01 (فرض نسبة الإستدانة تساوي 0) المطبقة على مؤسسة أقمصة "جن جن" عند عدم استعمال المؤسسة للرفع المالي، ينخفض العائد على رأس المال بانخفاض الدخل خلال السنوات الثلاث المدروسة.
  - 2- حسب الحالة 03 (استعمال التمويل بالدينون 50%) تستعمل المؤسسة مقدار متوسط من الرفع المالي، إنخفض العائد على رأس المال، وهذا يعود أساسا إلى الإنخفاض الحاصل في دخل مؤسسة أقمصة "جن جن" من سنة لأخرى.
  - 3- حسب الحالة 02 (حالة استعمال القروض بمعدلات مرتفعة) رغم استعمال المؤسسة كثير من الرفع المالي نلاحظ انخفاض في العائد على رأس المال من سنة لأخرى، حيث سجل انخفاض من 4.43% سنة 2013 إلى 1.11% سنة 2014، ليصل سنة 2015 ويسجل معدل سالب بـ 2.5% وذلك راجع إلى الإنخفاض في الدخل خلال فترة الدراسة.
  - 4- في الحالة التي يقل فيها العائد على الموجودات عن سعر فائدة الإقتراض (سنة 2015) حيث العائد على الموجودات قدر بـ (3.25%) وسعر فائدة الإقتراض يقدر بـ: 0.15% ينخفض العائد كلما زاد مقدار الرفع المالي أي كلما زادت المؤسسة في الإقتراض.
  - 5- عندما يتساوى العائد على الموجودات وتكلفة الإقتراض لن يكون هناك أي أثر إيجابي أو سلبي للرفع المالي وذلك لانعدام الفرق الإيجابي أو السلبي بين التكلفة والمردودية والتي يمكن أن تؤثر إيجابا أو سلبا على العائد على رأس المال.
  - 6- في حالة مؤسسة أقمصة "جن جن" يمكن القول بأن الرفع المالي يعظم من خسارة المؤسسة بسبب إنخفاض مبيعاتها لهذا فإن التمويل بالدين ليس في صالحها.
- من النتائج السابقة يمكن حوصلة أثر الرفع المالي على عائد مؤسسة أقمصة "جن جن" في:
- يتوقف الرفع المالي بدرجة كبيرة على قدرة مؤسسة أقمصة "جن جن" على تحقيق الدخل ومعدل عائد على الموجودات وتكلفة الإقتراض، فإذا كانت القدرة على تحقيق الدخل جيدة وكان معدل العائد على الموجودات أعلى من تكلفة الإقتراض كلما تحسن العائد على رأس المال، وهذه الحالة لم تحققها المؤسسة على الرغم من كون معدل العائد على الموجودات أعلى من تكلفة الإقتراض وهذا راجع للإنخفاض في الدخل.
- إذا كان العائد على الموجودات معادلا لتكلفة الإقتراض فإنه لن يتحقق للمؤسسة أي ميزة من استعمال الدين في هيكلها المال، وهي حالة لم تحققها المؤسسة، أما إذا كان العائد على الموجودات أقل من تكلفة الإقتراض فإن العائد على رأس المال سيكون أقل كلما كان اعتماد المؤسسة على الدين في تمويل موجوداتها مرتفعا وهذه الحالة تحققت للمؤسسة خلال سنة 2015.

بشكل عام عندما يكون العائد على الموجودات أعلى من تكلفة الإقتراض يظهر الأثر الإيجابي في الرفع المال في شكل زيادة في العائد على رأس المال، ويزداد أثر هذه الزيادة كلما زادت نسبة الرفع المال وزاد الدخل، وحسب ما توصلنا إليه من دراسة مؤسسة أقمصة "جن جن" فعلى الرغم من زيادة استعمالها للقروض من سنة لآخرى فهي لم تستفد من ميزة الرفع المالي بل على العكس نجد أن نتيجتها المالية تتراجع خلال السنوات المدروسة، وهنا نستطيع القول بأن مؤسسة أقمصة "جن جن" لم تحقق الهيكل المالي الأمثل خلال السنوات الثلاثة، والجدول التالي يوضح الأثر السلبي الذي تحدثه الزيادة في نسب القروض كما يلي:

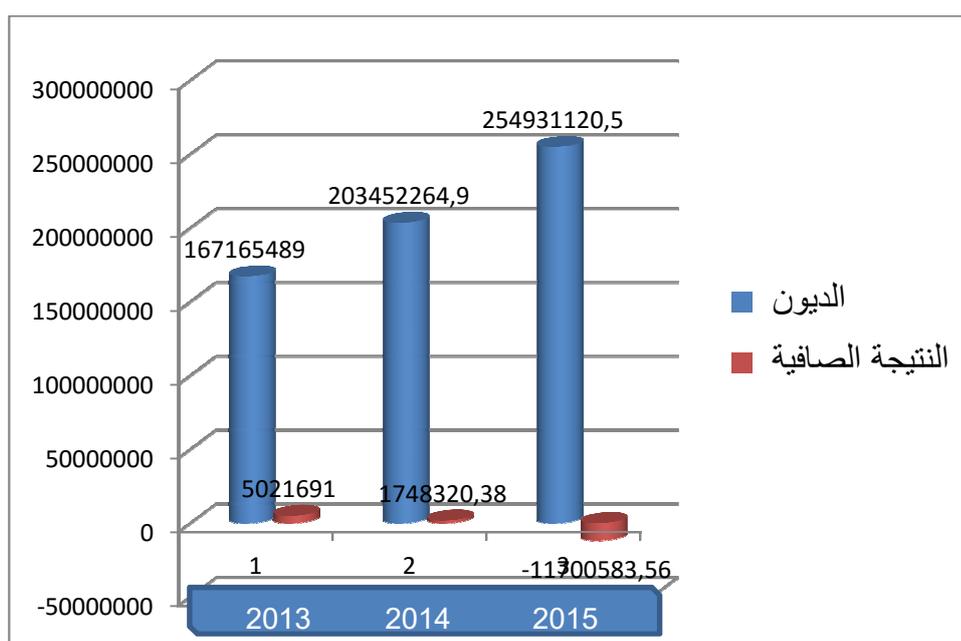
الجدول رقم (17،3): التغيرات الحاصلة في النتيجة الصافية نتيجة الزيادة في نسب الإستدانة

البيان	2013	2014	2015
الديون	167.165.489	203.452.264,9	254.931.120,5
التغير في الديون	-	21.71%	25.30%
النتيجة الصافية	5.021.691,31	1.748.320,38	(11.700.583,56)
التغير في النتيجة الصافية	-	(34.81%)	(669.24%)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

ولتسهيل قراءة الجدول نمثله بيانيا كما يلي:

الشكل رقم (4،3): التغيرات الحاصلة في النتيجة الصافية نتيجة الزيادة في نسب الإستدانة



من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن مؤسسة أقمصة "جن جن"، في حين أنها تزيد من نسب استدانتها من سنة لأخرى إلا أن نتيجتها الصافية سجلت إنخفاضاً خلال سنوات الدراسة، فالمؤسسة وعند انتقالها من سنة 2013 إلى سنة 2014 رفعت من نسب استدانتها بـ: **21.71%** لكن هذه الزيادة صاحبته انخفاض في النتيجة الصافية بمعدل أكبر من معدل الزيادة في الديون، قدرت بـ: **34.81%** أما خلال سنة 2015 فقد بلغت **25.30%** في حين بلغ الإنخفاض في النتيجة الصافية إلى **669.24%** لتحقيق بذلك المؤسسة نتيجة سالبة قدرت بـ **11.700.538,56** دج.

مما سبق يمكن القول بأن مؤسسة أقمصة "جن جن" وسياستها المالية الغير رشيدة التي تعتمد عليها في التمويل والمتمثلة أساساً في الاعتماد على القروض، وهي سياسة غير مجدية لأن هذه الأخيرة وأثناء زيادتها في نسب المديونية من جهة كانت تحقق تراجع في نتائجها المالية، ولهذا فالأثر الوحيد الذي سيحدثه اعتماد القروض في التمويل هو تحمل تكاليف إضافية والتي ستؤثر بدورها سلباً على نتائج المؤسسة من خلال المصاريف المالية (الفوائد على القروض) التي نقتطع من إيراداتها، مع العلم أن المؤسسة لم تبدأ بعد في تسديد أقساط القروض.

وفي الأخير يمكن القول بأن مؤسسة أقمصة "جن جن" بعيدة كل عن تكوين هيكل مالي أمثل، وإذا رغبت هذه الأخيرة الوصول لهذا الهيكل فما عليها سوى أن لا تكون عملية اختيارها للهيكل المالي بطريقة عشوائية، وإنما وفق محددات والمتمثلة في سيولة المؤسسة، المردودية المالية المحقق من عملية مزج كل موارد التمويل المتاحة، نمو المؤسسة، حجم المؤسسة، بالإضافة إلى المرونة في تغيير هيكلها المالي عند الحاجة، وذلك بعدم الإعتماد على الإستدانة بشكل كبير في هيكلها المالي والزيادة في نصيب الأموال الخاصة. أي أن تعتمد في تكوين هيكل مالي متوازن بين نسبة أموال الإستدانة وأموال الملكية.

**خلاصة:**

من خلال دراستنا لمؤسسة أقمصة "جن جن" استخلصنا من دراسة الوضعية المالية للمؤسسة خلال الفترة من (2013-2015) أنها حققت تراجع في النتيجة الصافية على طول فترة الدراسة، كذلك تبين لنا أن هيكلها المالي غير متنوع، حيث تعتمد بالدرجة الأولى على الموارد المالية بنسب أكبر من 50% فهي لا تتمتع بالإستقلالية المالية اتجاه الغير.

كما توصلنا إلى أن مؤسسة أقمصة "جن جن" لم تستفد من أي ميزة من مزايا الرفع المالي.

خاتمة

إن الحصول على هيكل مالي مناسب في أي مؤسسة اقتصادية يعتبر من أهم انشغالات المسير المالي فاختيار مصادر التمويل والمفاضلة بينها يعتبر أمرا غاية في التعقيد، ومن أهم التحديات التي تواجه المسير المالي، حيث يكون أمام المؤسسة الاقتصادية نوعان من التمويل، إما التمويل باللجوء إلى القطاع المصرفي، أو عن طريق البورصة وبما أن السوق ما زالت سوق مالية ناشئة فإن أغلب المؤسسات الجزائرية مازالت تابعة للنظام المصرفي، وهذا الأخير يتيح للمؤسسة فرصة تعظيم أرباحها من خلال استغلالها الإيجابي لما يعرف بالرفع المالي في ظل محدودية استخدام القروض.

ومن خلال بحثنا هذا حاولنا تسليط الضوء على أثر الرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة من أجل تحديد الهيكل المالي الأمثل.

#### اختبار الفرضيات:

من خلال دراستنا توصلنا الى:

**الفرضية الأولى:** التي نصت على أن "الرفع المالي يعتبر من أهم محددات اختيار تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة"، وبعد ما تناولناه في الفصل الأول من الدراسة النظرية تبين أن هناك العديد من المحددات: داخلية وخارجية للهيكل المالي من بينها الحالة الاقتصادية، الدورات التجارية، مبيعات المؤسسة، التحكم والسيطرة، نمو المؤسسة، المرونة، ويعد الرفع المالي من أهم هذه المحددات لأن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المؤسسة فكلما إزداد اعتماد المؤسسة على أموال الإستدانة إزدادت درجة الرفع المالي ويصبح الرفع المالي فعالا إذا استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة وبالتالي مضاعفة النتيجة، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية.

**الفرضية الثانية:** التي نصت على أن "يعتمد المدير المالي عند وضعه للهيكل المالي بشكل مطلق على درجة الرفع المالي" فالحصول على هيكل مالي مناسب في أي مؤسسة اقتصادية يعتبر من أهم انشغالات المدير المالي اختيار مصادر التمويل والمفاضلة بينها يعتبر أمرا غاية في التعقيد، ومن أهم التحديات التي تواجه المدير المالي، حيث يكون أمام المؤسسة الاقتصادية نوعان من التمويل، الممتلك وبالإقتراض وهنا نجد أن المدير المالي يعتمد على مجموع العوائد المتوقعة من طبيعة مصادر التمويل، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الثانية.

الفرضية الثالثة: التي نصت على أن " التمويل باستخدام القروض هو المصدر الأساسي للتمويل في مؤسسة أقمصة "جن جن" وهذا للأثر الإيجابي الذي ينتج عن الرفع المالي" ، لقد تبين لنا بأن لجوء هذه المؤسسة للاستدانة هو ليس بدافع اقتصادي أي ليس من أجل تحقيق رفع مالي يسمح بتحسين الأداء المالي للمؤسسة وهذا ما بينته النتائج المتوصل إليها حيث قدرت نسبة الديون في سنة 2015 ب: 77.04% إلا أن المؤسسة لم تستفد من مزايا هذا المصدر التمويلي فيما يعرف بالرفع المالي وهذا ما أدى بها إلى تحمل مصاريف إضافية على تلك الديون دون تحقيق أي أرباح ، وإنما تم اللجوء إلى الاستدانة بدافع سياسي، اجتماعي كالمحافظة على مناصب الشغل من وبالتالي يتم نفي الفرضية.

### النتائج:

استخلصنا من الجانب النظري النتائج التالية:

- للمؤسسة عدة مصادر في تمويل احتياجاتها ومعرفة مزايا وعيوب كل منها وكذا تكلفة كل مصدر منها يساعدها على انتقاء أهمها من أجل تحديد الهيكل المالي المناسب بما يلاءم أهداف ونشاط المؤسسة وبيئتها.
- المؤسسة التي تستفيد من الأثر الإيجابي للرفع المالي وتتحكم فيه، تستطيع رفع قيمتها في السوق وتحقيق معدلات مردودية عالية، حيث يتميز التمويل عن طريق الإستدانة بانخفاض تكلفته مقارنة باللجوء إلى التمويل عن طريق أموال الملكية، كما يوفر للمؤسسة ميزة الاستعادة من الوفورات الضريبية.
- يتم اختيار الهيكل المالي للمؤسسة الذي يتناسب مع واقعها والمحيط الذي تنشأ فيه بما يحقق أعلى عائد وأقل مخاطر عندها بصدد الهيكل المالي الأمثل.

أما في الجانب التطبيقي فخلصنا إلى النتائج التالية:

- مجموع أصول مؤسسة أقمصة "جن جن" ينمو بشكل كبير وذلك نتيجة الزيادة الكبيرة في التثبيات الأخرى ويعود ذلك إلى السياسة التوسعية المنتهجة من قبل المؤسسة والتي تستخدم القروض المحصل عليها من قبل البنك الوطني الجزائري.
- نسبة الأموال الخاصة لمؤسسة أقمصة "جن جن" تنخفض من سنة لأخرى حيث قدرت في سنة 2013 ب: 29.28% ثم انخفضت إلى 26.28% في سنة 2014، ثم واصلت الانخفاض لتصل في سنة 2015 إلى 19.73% وهذا راجع إلى اعتماد المؤسسة على الديون بشكل كبير حيث قدرت في سنة 2013 ب: 54.19% لتصل في سنة 2014 إلى 58.85% ثم واصلت الإرتفاع فقدرت في سنة 2015 ب: 62.97%.
- نسب المردودية ضعيفة نظرا لانخفاض نتيجة الاستغلال من سنة لأخرى وكذا الإرتفاع في مجموع الأصول حيث نلاحظ أن المردودية الاقتصادية لسنة 2013 قدرت ب: 5.43% وهذا يعني أن كل 1 دج

مستثمر كأصول يحقق **0.0543** دج كفائض إجمالي للإستغلال، ثم واصلت هذه القيمة في التدهور في كل من سنتي 2014 و 2015 حيث قدرت على التوالي ب: **4.28%**، **0.34%**.

- حققت مؤسسة أقمصة "جن جن" نتائج ضعيفة مقارنة برقم أعمالها حيث حققت سنة 2013 نسبة **3.025%** من رقم الأعمال خارج الرسم، وفي سنة 2014 حققت نسبة **1.14%** من رقم الأعمال خارج الرسم، أما في سنة 2015 فلم يكن بمقدورها تغطية تكاليف دورتها حيث حققت خسارة.

- نسبة نمو الأموال المملوكة لسنة 2014 هو **2.03%** والسبب في ذلك يعود بالدرجة الأولى إلى الإرتفاع الذي شهده حساب مرحل من جديد من **32.309.697,03** دج إلى **37.331.370,34** دج، رغم إنخفاض النتيجة.

- نسبة نمو الديون عالية سنة 2014، حيث بلغت نسبة النمو **21.71%** والسبب في ذلك هو الزيادة في الديون طويلة الأجل، ثم واصلت نسبة نمو الديون في الزيادة خلال السنة الموالية لتصل إلى **25.3%** وهذا يدل على أن مؤسسة أقمصة "جن جن" تميل إلى اعتماد الإستدانة.

- رغم استعمال المؤسسة نسبة كبيرة من الديون غير أنها لم تستند من ميزة الرفع المالي حيث انخفض العائد على رأس المال من سنة لأخرى حيث قدر في 2013 ب: **4.03%** لينخفض في سنة 2014 إلى **1.11%** ثم واصل الانخفاض ليسجل معدل سالب في سنة 2015 ب: **2.5%**.

- الحالة التي يقل فيها العائد على الموجودات عن سعر فائدة الإقتراض (سنة 2015) حيث العائد على الموجودات قدر ب(**3.25%**) وسعر فائدة الإقتراض يقدر ب: **0.15%** ينخفض العائد كلما زاد مقدار الرفع المالي أي كلما زادت المؤسسة في الإقتراض.

- في حالة مؤسسة أقمصة "جن جن" يمكن القول بأن الرفع المالي يعظم من خسارة المؤسسة حيث قدرت ب: **11.700.538,56** دج في سنة 2015 بسبب انخفاض مبيعاتها لهذا فإن التمويل بالدين ليس في صالحها.

- يتوقف الرفع المالي بدرجة كبيرة على قدرة مؤسسة أقمصة "جن جن" على تحقيق الدخل ومعدل عائد على الموجودات وتكلفة الإقتراض، فإذا كانت القدرة على تحقيق الدخل جيدة وكان معدل العائد على الموجودات أعلى من تكلفة الإقتراض كلما تحسن العائد على رأس المال، وهذه الحالة لم تحققها المؤسسة على الرغم من كون معدل العائد على الموجودات الذي قدر ب: **2.67%** لسنة 2013، أما في سنة 2014 فقد ب: **1.44%** أعلى من تكلفة الإقتراض التي كانت في سنة 2013 تقدر ب: **1.77%** وفي سنة 2014 قدر ب: **0.7%** وهذا راجع لانخفاض في الدخل خلال سنوات الدراسة من **7.838.402,7** في سنة 2013 لينخفض إلى **4.822.558,84** في سنة 2014.

## الاقتراحات:

- نقترح على المؤسسة بالتنوع في مصادر التمويل والتقليل من اعتمادها على الإستدانة بالدرجة الأولى، لأنها لم تستفيد من أثر الرفع المالي وهذا ما سوف يؤثر على استقلاليتها المالية وسلطة اتخاذ القرار.
- على مسيري مؤسسة أقصمة "جن جن" الإلمام بجميع مصادر التمويل المتاحة من خلال حصر خصائصها وتحديد تكاليفها الفعلية والتنبؤ بتأثيراتها المحتملة على المؤسسة، وفي هذا الإطار لا يجب أن يقتصر التحليل على مصادر التمويل التي اعتادت المؤسسة اللجوء إليها، بل لا بد أن يتعداه إلى بدائل التمويل الأخرى، التي تم تفعيلها في الاقتصاد الجزائري.
- ينبغي على مؤسسة أقصمة "جن جن" أن تولي اهتماما كبيرا بدورها الاستغلالية لما لهذه الأخيرة من أثر بالغ على تركيبة الهيكل التمويلي وأمثليته.
- ضرورة فتح رأس مال المؤسسة وخصخصتها نظرا لما تكلفه من أموال باهظة في ميزانية الدولة.

## آفاق الدراسة:

- ان البحث في مجال الرفع المالي مزال واسعا حيث يمكن طرح المواضيع التالية:
- أثر الرفع المالي على المردودية المالية في المؤسسة الاقتصادية؛
  - علاقة أثر الرفع المالي بالوضع المالية في المؤسسات الاقتصادية.

# قائمة المراجع

أولاً: الكتب

الكتب باللغة العربية

1. أبو معمر، فارس محمود، الإدارة المالية واتخاذ القرارات، الطبعة الرابعة، مكتبة آفاق، فلسطين، 2000.
2. أحمد حسن الزهدي، التمويل والإدارة المالية، دار الشروق للنشر، مصر، 1997.
3. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، 2010.
4. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)، الطبعة الأولى، دار وائل، بدون بلد نشر، 2000.
5. إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (دروس وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الجزائر، 2006.
6. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.
7. أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة عن الأسهم والسندات المتداولة في البورصة المالية، مصر، 2002.
8. بن ربيع حنيفة، الواضح في المحاسبة العامة، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2000.
9. جلال الدين المرسي، أحمد عبد الله، الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009.
10. جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان، بدون سنة نشر.
11. حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
12. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2004.
13. حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2002.
14. خلدون إبراهيم الشريفات، إدارة وتحليل مالي، دار وائل للنشر، الأردن، 2000.
15. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2007.
16. رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة، الأردن، 2001.
17. زكريا لشهب، دور عتبة المردودية في تحليل خطر الإستغلال والخطر المالي، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، مصر، 2014.

18. زياد سليم رمضان، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الرابعة، دار الصفاء للنشر، الأردن، 1996.
19. سعيد فرحات جمعة، الإدارة المالية، المنصورة، مصر، 2000.
20. السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر، 2001.
21. سمير محمد عبد العزيز، إصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1997.
22. سيد الهواري، الإستثمار والتمويل، عين الشمس، بدون بلد نشر، 1980.
23. سيد محمد الهواري، سعيد توفيق عبيد، الإدارة المالية (قرارات الأجل الطويل)، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
24. طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2000.
25. عاطف أندروس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
26. عاطف وليم أندروس، دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات (الأسس، القواعد، الخطوات، المعايير)، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
27. عاطف وليم أندروس، دراسة الجدوى الاقتصادية من قيمة السهم، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
28. عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2000.
29. عبد الستار الصياح، سعود العامري، الإدارة المالية (أطر نظرية وحالات عملية)، الطبعة الثالثة، دار وائل، الأردن، 2007.
30. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999.
31. عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسة الجدوى، الدار الجامعية، مصر، 2005.
32. عبد الغفار حنفي، رسيمة زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
33. عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسة الجدوى التجارية والإقتصادية والإجتماعية مع مشروعات BOT، الدار الجامعية، مصر، 2006.
34. عبد القادر محمد، عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والإقتصادية والإجتماعية مع منشورات BoT، الدار الجامعية، مصر، 2006.
35. عبد المنعم عوض الله وآخرون، تحليل ونقد القوائم المالية، مطبعة مركز التعليم المفتوح، مصر، 1993.
36. عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

37. عبيد علي أحمد الحجازي، مصادر التمويل مع شرح لمصدر القروض وبيان كيفية معالجتها ضريبياً، دار النهضة العربية، بدون بلد نشر، 2001.
38. عدنان تايه النعيمي وآخرون، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، للنشر والتوزيع، 2007.
39. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤائد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
40. عدنان تايه النعيمي، وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، دار المسيرة، الأردن، 2007.
41. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن، 2007.
42. عدنان هاشم السمراني، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1997.
43. علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر، عمان، 2008.
44. علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، الطبعة الأولى، مكتبة الرائد العلمية، عمان، 2002.
45. علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
46. العمار رضوان وليد، أساسيات الإدارة المالية (مدخل إلى قرارات الإستثمار وسياسات التمويل)، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 1997.
47. لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
48. مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان مطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
49. محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية (الاستثمار والتمويل، التحليل المالي الأسواق المالية الدولية)، الطبعة الأولى، الأردن، 2008.
50. محمد صالح الحناوي، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، مصر، بدون سنة نشر.
51. محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية مصر، 2001.
52. محمد صالح الحناوي وآخرون، التحليل المالي للمشروعات الجديدة، دار الجامعة، مصر، 2003.
53. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الطبعة الأولى، مصر، 2000.
54. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، الدار الجامعية، مصر، 2005.
55. محمد صلاح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 1999.
56. محمد صلاح الحناوي، وآخرون، الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، مصر، 2004.

57. مليكة زغيب، ميلود بوشنفير، **التسيير المالي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
58. منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)**، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999.
59. منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، منشأ المعارف، الجزء الثاني، مصر، 1998.
60. منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، منشأ المعارف، مصر، 2003.
61. منير إبراهيم هندي، **مدخل تحليل معاصر**، الطبعة الأولى، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003.
62. ناصر دادي عدون، **التحليل المالي**، الجزء الأول، دار المحمدية، الجزائر، 1999.
63. ناصر دادي عدون، **تقنيات مراقبة التسيير**، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2000.
64. ناصر دادي عدون، يوسف مامش، **أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي**، الطبعة الأولى، دار المحمدية، الجزائر، 2008.
65. نور الدين خبابة، **الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، لبنان، 1997.
66. هومة جمعة، **تقنيات المحاسبة المعمقة**، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002.

#### الكتب باللغة الأجنبية

67. Bernard Calve, **la rentabilité de l'entreprise**, analyse prévision et contiel, 3<sup>ème</sup> édition, paris, dunod, 1982.
68. Garard Charreaux, **Finance d'entreprise**, EMS, paris, 2003
69. Hervé Hutin, **toute la finance d'entreprise en pratique**, 2<sup>e</sup> édition, édition d'organisation, paris, 2002
70. James c. VAN HORNE, **Fundamentals of financial management seven**. Edition, Perntice Hallco, USA, 1999.
71. Jean Pierre Lahille, **analyse financière**, 1er édition, canpus dalloz, paris, 2001
72. Josette Pilveradier, Latreyet, **Finance d'entreprise**, 6eme édition Economica, Paris, 1993
73. Nathalie Mourguess, **Financement et cout du capital de l'entreprise**, Economica, Paris, 1993
74. Pierre Vernimmen, **finance d'entreprise**, 8<sup>e</sup> édition par paxal quiry et Yann Le Fur, édition dalloz paris. 2010.
75. Richard Brealey et al, **Principes de gestion financière**, édition française dirigée par Christophe Ghibierge, 8ème édition, Pearson éducations, Paris, 2007
76. Robert Cobbaut, **théorie financière**, cretion economica, 4<sup>e</sup> édition, paris, 1997

77. Steven A.ROSS, and others, **Fundamentals of corporate Finance**, fith Edition USA, Mc Graw – Hill, 2000

### ثانيا: الرسائل الجامعية

78. أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2012.
79. بسام محمد الآغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار، مذكرة ماجستير، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية فلسطين، 2005.
80. بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2012.
81. دادن عبد الغني، نحو مقارنة تحليل للمنطق المالي لنمو المؤسسات، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2004، ص: 108.
82. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2009.
83. ليلي لولاتس، التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2005.
84. محمد شعبان، نحو اختبار اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة بومرداس، 2010.
85. ميلودة ميلي، أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة، مذكرة ماستر أكاديمي، في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2013.
86. هاجر عدوي، الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2011 .
87. اليمين سعادة، استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية وترشيد قراراتها، مذكرة ماجستير، علوم تجارية، جامعة باتنة، 2008.

### ثالثا: الملتقيات والمجلات

88. جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة جامعة الأزهر، المجلد 15، العدد 01، فلسطين، 2013.

89. دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلة (الهيكل المالي - الإسهامات النظرية الأساسية)، مجلة الباحث، العدد 04، الجزائر 2006.
90. عبد المجيد بتماري، المتغيرات المالية المحددة لفعالية قرار استخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 13، غرداية، 2011.
91. غازي فلاح المومني، علي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال "دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان"، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2، 2011.
92. يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مداخلة في إطار فعالية الملتقى الدولي لمتطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و 18 أبريل، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف 2006.

# المُلْحَق رقم: 01

# الملتقى رقم: 02

# الملحق رقم: 03