

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 08 ماي 1945 قالمة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر
فرع علوم مالية
تخصص مالية المؤسسات
الموضوع:

أثر التمويل بالرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة
PROMECH-ANNABA دراسة حالة لمؤسسة

تحت إشراف الدكتورة:

مريمت عديلة

من إعداد الطالبان:

- بوقرن نهال

- زدادرة فتيحة

السنة الجامعية: 2012-2013

﴿ شكر وتقدير ﴾

عملاً بقوله تعالى: "وَإِذ تَأْذَن رَّبُّكُمْ لَكُمْ لَأُزِيدَنَّكُمْ...".
وبقوله صلى الله عليه وسلم "من لا يشكر الناس لا يشكر الله"
أو كما قال صلى الله عليه وسلم: "الحمد لله رب العالمين، حمد خلقه ورحم نفسه
وزنة عرشه ومداد كلماته"

اعترافاً بالود وحفاظاً للجميل وتقديراً للامتنان، نتقدم بجزيل الشكر وبأسمى عبارات التقدير والاحترام للدكتورة الفاضلة مريمت عديلة وفاء وتبجيلاً على إشرافها على هذا العمل وما تقدمت به من نصح وتوجيه وإرشاد طيلة فترة البحث دون كل ومل.
وما كان هذا العمل بجهود الباحث لوحده، وإنما بتوفيق من الله وبمديد العون ممن تحروا ازدياد هذا المولود العلمي نذكر منهم:

الأستاذ بن جدو عبد السلام والأستاذ العقون
شكر خاص للوالدين الكريمين، تربية، تأديباً، تعليماً، دعاء وإسعاداً بارك الله في عمريهما وفي ميزان حسنتهما.

كما نشكر كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا العمل.

فهرس المحتويات

شكر وتقدير

الفهرس

قائمة الجداول والأشكال

المقدمة العامة.....أ- و

الفصل الأول:

الإطار المفاهيمي للهيكل المالي والرفع المالي

- 2..... مقدمة الفصل الأول:
- 3..... المبحث الأول: الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.
- 3..... المطلب الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية والتمويل.
- 7..... المطلب الثاني: مفهوم الهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه.
- 9..... المطلب الثالث: مصادر التمويل.
- 15..... المبحث الثاني: تكلفة التمويل.
- 15..... المطلب الأول: ماهية تكلفة التمويل.
- 16..... المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل.
- 17..... المطلب الثالث: تقدير تكلفة التمويل.
- 21..... المبحث الثالث: الرفع المالي.
- 21..... المطلب الأول: مفهوم الرفع المالي.
- 22..... المطلب الثاني: نسب الرفع المالي.
- 25..... المطلب الثالث: مزايا وعيوب الرفع المالي.
- 27..... خلاصة الفصل الأول.

فهرس المحتويات

الفصل الثاني:

تأثير الرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة

- 29..... مقدمة الفصل الثاني.....
- 30..... المبحث الأول: تأثير الرفع المالي على تكلفة التمويل.....
- 30..... المطلب الأول: مدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات.....
- 34..... المطلب الثاني: المدخل التقليدي.....
- 36..... المطلب الثالث: مدخل ميلر و مودكلياني (M&M).....
- 40..... المبحث الثاني: أثر الرفع المالي على المردودية المالية.....
- 40..... المطلب الأول: المردودية المالية والمردودية الاقتصادية.....
- 43..... المطلب الثاني: مبدأ أثر الرفع المالي.....
- 45..... المطلب الثالث: قياس أثر الرفع المالي على المردودية المالية.....
- 48..... المبحث الثالث: الرفع المالي والمخاطرة المالية.....
- 48..... المطلب الأول: تعريف الخطر المالي.....
- 49..... المطلب الثاني: العلاقة بين الرفع المالي والخطر المالي.....
- 51..... المطلب الثالث: التكاليف الناجمة عن الإفراط في استخدام الرفع المالي.....
- 56..... خلاصة الفصل الثاني.....

الفصل الثالث:

دراسة حالة لمؤسسة PROMECH-ANNABA

- 58..... مقدمة الفصل الثالث.....
- 59..... المبحث الأول: التعريف بمؤسسة الانتاج الميكانيكي والنحاسة.....
- 59..... المطلب الأول: لمحة تاريخية عن شركة الإنتاج الميكانيكي والنحاسة.....
- 60..... المطلب الثاني: وظائف مؤسسة " الانتاج الميكانيكي والنحاسة " وهيكلها التنظيمي.....

فهرس المحتويات

63.....	المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسة.....
63.....	المطلب الأول: التمويل بالأموال الخاصة.....
64.....	المطلب الثاني: التمويل بالقروض.....
65.....	المبحث الثالث: تحليل أثر الرفع المالي على الهيكل المالي لمؤسسة PROMECH.....
65.....	المطلب الأول: تحليل وضعية مؤسسة PROMECH باستخدام نسب الرفع المالي.....
68.....	المطلب الثاني: تحليل أثر الرفع المالي على كل من تكلفة التمويل ومردودية المؤسسة.....
74.....	المطلب الثالث: تحليل الخطر المالي لمؤسسة PROMECH-ANNABA.....
78.....	خلاصة الفصل الثالث.....
80.....	الخاتمة العامة.....
84.....	قائمة المراجع.....
	الملاحق

المقدمة العامة:

تعتبر المؤسسة الاقتصادية الخلية الأساسية التي يقوم عليها الاقتصاد الوطني، وعليه فإن تطور هذا الأخير مرتبط بالفعالية الاقتصادية للمؤسسة ومدى قدرتها على توليد الثروات، ومن أجل ذلك تواجه المؤسسة العديد من القرارات الاستراتيجية التي تحدد قيمتها، وذلك بما يتوافق والأهداف المرسومة، ولعل من أبرز هذه القرارات القرار التمويلي. ففي ظل التطور الكبير الذي تشهده السوق التمويلية فقد برزت مجموعة متنوعة من البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة والتي تعمل من خلالها على تلبية كل احتياجاتها الاستثمارية والتشغيلية وباعتبار المؤسسة مركز للقرار فإنها تقوم بإرساء جملة من القرارات المالية لغرض المفاضلة بين هذه البدائل واختيار أنسبها وفقا لمعايير كمية وكيفية. فجراء استغلال المؤسسة لمختلف هذه البدائل التمويلية من أجل تلبية احتياجاتها الاستثمارية وفي إطار تحقيق الأهداف المرجوة فإنها تسعى إلى تشكيل توليفة مثلى للهيكل المالي والذي يضم عدة مصادر للتمويل متمثلة في التمويل بحقوق الملكية والتمويل بالاقتراض وقبل لجوء المؤسسة إلى هذه المصادر التمويلية لا بد أن تسبقه دراسة دقيقة ومعمقة لمختلف التكاليف والمخاطر التي تترتب على اعتماد مصدر تمويلي دون آخر.

ويوفر التمويل بالرفع المالي كأحد المصادر التمويلية للمؤسسة مجموعة من المزايا لمستخدميه لما يحققه من وفر ضريبي، حيث أن تكلفة الفوائد تخصم من وعاء الأرباح الخاضع للضريبة وكذلك إذا كانت تكلفة هذه الديون أقل من تكلفة حقوق الملكية مما يجعلها مصدرا مفضلا من التمويل عن غيره من المصادر الأخرى إلا أن زيادة الاعتماد على هذا النوع من المصادر دون أن تكون هناك كفاءة في استخدامه يعرض الشركة إلى عواقب غير محمودة، خاصة إذا فاقت تكلفة هذه الأموال العائد المتوقع من استثمارها.

وكما هو معروف أيضا فإن الرفع المالي يحمل تكلفة ثابتة مما يؤثر على تكلفة التمويل وفي هذا الصدد اختلفت آراء الكتاب والباحثين فمنهم من يؤيد فكرة وجود أثر له ومنهم من ينفىها، ومنها ما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك، كما تؤثر على درجة المخاطرة.

الإشكالية:

بناء على ما سبق ونظرا لتأثير الهيكل المالي في القرارات المالية وتأثره بها، يمكن طرح الإشكالية

التالية:

كيف يمكن للرفع المالي أن يؤثر على الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؟

تدرج تحت هذه الإشكالية التساؤلات الفرعية التالية:

- 1- فيما يتمثل الهيكل المالي للمؤسسة؟
- 2- ما المقصود بالرفع المالي؟
- 3- متى تعظم العوائد في ظل وجود رفع مالي؟
- 4- ما هي العلاقة الموجودة بين الرفع المالي والمخاطرة المالية؟
- 5- هل استخدام الرفع المالي في مؤسسة PROMECH- ANNABA يحملها مخاطر مالية مرتفعة؟

الفرضيات:

للإجابة على الإشكالية و التساؤلات الفرعية تم وضع الفرضيات التالية:

- 1- يتمثل الهيكل المالي في مجموعة من مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة من أجل تمويل استثماراتها.
- 2- الرفع المالي هو عبارة عن مجموعة من القروض طويلة الأجل.
- 3- يؤثر الرفع المالي على الهيكل المالي من خلال تعظيم عوائد المساهمين.
- 4- إن استخدام الرفع المالي في مؤسسة PROMECH يحملها مخاطر مالية عالية.

أهمية الدراسة:

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من خلال:

- اعتبار التمويل من بين أهم الأنشطة الأساسية في المؤسسة الاقتصادية نظرا لارتباطه بكافة الإدارات على مستواها.
- عمل المؤسسة في ظل محيط تؤثر وتتأثر به يفرض عليها ضرورة استغلال كل الفرص التي تخلقها المصادر التمويلية المتاحة كالوفورات الضريبية التي يوفرها الرفع المالي.

أهداف الدراسة:

ترمي هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- تحديد المفاهيم المتعلقة بالرفع المالي.
- تسليط الضوء على مختلف مصادر التمويل وتكلفة كل مصدر.
- إسقاط المفاهيم النظرية على أرض الواقع من خلال دراسة حالة مؤسسة PRPMECH- ANNABA.
- معرفة الوضعية المالية لمؤسسة PRPMECH-ANNABA ومحاوله تفسير العلاقة بين الرفع المالي والهيكل المالي للمؤسسات عامة ومؤسسة PRPMECH- ANNABA خاصة.

أسباب اختيار الموضوع:

- تم اختيار الموضوع لعدة أسباب نذكر منها:
- حداثة الموضوع، وعدم التطرق إليه كثيرا.
- الميول الشخصية للمواضيع المالية بالإضافة إلى طبيعة التخصص.
- تنوع المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة خاصة في ظل التطور الكبير في المجال المالي والرغبة في معرفة كيفية الاستغلال الأمثل من قبل المؤسسة لهذه القروض.
- الأهمية البالغة لأثر الرفع المالي والذي يؤدي في كثير من الأحيان إلى تعثر المؤسسات الاقتصادية وخاصة العمومية منها نتيجة التوسع الشديد في الاقتراض.

منهج وأدوات الدراسة:

نظرا لطبيعة الموضوع محل الدراسة وبغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانبه وتحليل أبعاده، قمنا بإتباع المنهج الوصفي التحليلي، وذلك من أجل إبراز وشرح أهم مكونات الموضوع منها المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي، تكلفة التمويل والرفع المالي وكذا تحليل أثر الرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة.

كما اعتمدنا كذلك على منهج دراسة حالة من أجل اسقاط الدراسة النظرية على الواقع العملي وإبراز مدى اسقاط واستعمال المفاهيم الواردة في الجانب النظري.

وتم في هذا الإطار استخدام أدوات التحليل المالية من علاقات ومعادلات ونسب لاحتساب وتقدير مختلف متغيرات الدراسة.

التوثيق العلمي:

لأخذ نظرة شاملة ومتكاملة حول الموضوع من الجانب النظري ومن أجل توثيق أهم العوامل التي أظهرتها الدراسات السابقة في هذا المجال اعتمدنا على مجموعة من المراجع أهمها: الكتب باللغتين العربية والفرنسية، المذكرات بالإضافة إلى المقالات المنشورة في مختلف المجالات، الملتقيات والندوات ومواقع الأنترنت.

أما من الجانب التطبيقي قمنا بدراسة ميدانية لمؤسسة PRPMECH-ANNABA وتحصلنا على مختلف القوائم المالية للمؤسسة من ميزانيات وجدول حسابات النتائج بالإضافة إلى بعض الوثائق المتعلقة بكيفية منح القروض.

الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات التي تناولت الهيكل المالي بمختلف جوانبه، بينما الأبحاث التي تناولت تأثير الرفع المالي عليه قليلة. وهناك دراستين قريبتين لموضوعنا نذكر أهم ما جاء فيهما كما يلي:

1- دراسة بسام محمد الآغا بعنوان "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005: تعد هذه الدراسة من أولى المحاولات العلمية في فلسطين الهادفة إلى تبيان قواعد وأسس قرارات تمويل الاستثمارات في شركات المساهمة الفلسطينية، كما تهدف إلى معرفة أثر الرفع المالي وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار في شركات المساهمة العامة في فلسطين. وتوصلت هذه الدراسة إلى محدودية اعتماد معظم شركات المساهمة العامة على القروض طويلة الأجل، وعدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين معدل العائد على الاستثمار والتكلفة الكلية للتمويل.

2- دراسة بداح محسن السبيعي بعنوان "العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية، جامعة الشرق الأوسط، الكويت، 2012: هدفت هذه الدراسة إلى تقييم طبيعة العلاقة بين عناصر الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الرفع المالي من جهة والعائد على الاستثمار من جهة أخرى وذلك على مستوى كل قطاع من القطاعات الرئيسية الثلاثة للاقتصاد الكويتي (المالي والصناعي والخدمي) على مدار الفترة الزمنية 2009-2011.

ومن أبرز نتائج هذه الدراسة وجود علاقة موجبة ذات دلالة احصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة ضمن القطاعات الثلاثة، لكن بالنسبة للقطاعات فرادى كانت العلاقة الأقوى بين المتغيرين للقطاع الصناعي يليه في ذلك القطاع الخدمي ثم بعد ذلك القطاع المالي.

المصطلحات الأساسية:

الهيكل المالي: يقصد به توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها، ويتمثل في الجانب الأيسر من الميزانية أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل الذي تستخدمه الشركة.

تكلفة التمويل: هي عبارة عن المبلغ الذي يجب دفعه للحصول على أموال لازمة لاستخدامات المؤسسة. وفيما إذا كانت هذه المبالغ عند استخدامها ستحقق على الأقل معدل عائد أقل أو أكبر من المعدل المدفوع للحصول عليها.

الرفع المالي: هو الاستعانة بأموال الآخرين لتحقيق أرباح إضافية يستفيد منها ملاك الشركة. لذا فهو يعتمد على الاقتراض الثابت الكلفة لتمويل عمليات المؤسسة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك.

المردودية المالية: هي عبارة عن صافي الدخل المحقق لكل دينار واحد من الأموال الخاصة، وتسعى الشركات إلى تعظيم هذه المردودية لتوزيع المزيد من الأرباح على المساهمين بالإضافة إلى تدعيم مركزها المالي.

المخاطر المالية: هي المخاطر الإضافية التي يتحملها صاحب المشروع (حامل السهم) بسبب استخدام الدين.

هيكل الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة فرضيات الدراسة، تم تقسيمها إلى ثلاث فصول خصصنا فصلان للجانب النظري للإحاطة الجيدة بالموضوع و إعطاء خلفية جيدة عنه وفصل تطبيقي كدراسة حالة.

يهتم الفصل الأول بالجانب المفاهيمي للهيكل المالي والرفع المالي ، وقد تم معالجة هذا الفصل في ثلاث مباحث أساسية، إذ تناول المبحث الأول الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية والثاني تكلفة التمويل والمبحث الثالث الرفع المالي.

أما الفصل الثاني فيهتم بصلب الموضوع تحت عنوان تأثير الرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة وقد تمت دراسته وفق ثلاث مباحث بحيث يتناول المبحث الأول تأثير الرفع المالي على تكلفة التمويل والمبحث الثاني تأثير الرفع المالي على المردودية المالية والمبحث الثالث الرفع المالي وعلاقته بالمخاطرة المالية.

كما تم تخصيص فصل تطبيقي عن مؤسسة PRPMECH-ANNABA من أجل تحليل وضعيتها ومعرفة مدى تطابق الجزء النظري مع التطبيقي أي الواقع ومن أجل ذلك قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث أولها التعريف بالمؤسسة وثانيها مصادر تمويل المؤسسة وثالثها تحليل أثر الرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة وثالثها تحليل المخاطرة المالية لهذه المؤسسة.

صعوبات الدراسة:

واجهتنا مشاكل كبيرة في إنجاز هذا البحث و يمكن إبراز أهمها فيما يلي:

- صعوبة الوصول إلى المراجع باللغة العربية والفرنسية والمراجع المتوفرة أغلبها تتناول نفس المعلومة.
- صعوبة الدراسة الميدانية لعدم وجود المؤسسة التي تنطبق عليها الدراسة داخل الولاية وكذلك تحفظ المؤسسات على وضعيتها المالية الحقيقية هذا ما أدى بنا إلى الخروج عن نطاق الولاية لإجراء الدراسة بالإضافة إلى أن مسؤولي المؤسسة التي أجريت فيها الدراسة لا يتمتعون بالكفاءة والقدرة على منح معلومات ذات قيمة.

- صعوبة الاطلاع على وثائق المؤسسة.
- صعوبة تحليل القوائم المالية وفق النظام المحاسبي الجديد SCF.

مقدمة الفصل الأول:

يعتبر التمويل عصب المؤسسات الاقتصادية والطاقة المحركة لجميع الوظائف والأعمال فبدونه تظل خطط المؤسسة على الورق دون تنفيذ كما أن نقصه يؤدي إلى تأخير المشاريع وضياع الفرص وبالتالي انخفاض الإيرادات. ولعل الهدف الأساسي للمدير المالي هو التعرف على أنواع الأموال المتاحة وتحديد الخصائص المميزة لكل منها لإمكانية المفاضلة والاختيار من بينها بأفضل الشروط والوصول إلى هيكل التمويل الذي يتحقق معه الهدف الأساسي للإدارة المالية وهو تعظيم قيمة المؤسسة.

ويوضح هيكل التمويل كيفية قيام المؤسسة بتمويل استخداماتها أو استثماراتها المختلفة، وينطوي على كل أنواع وأشكال التمويل من تمويل بحقوق الملكية والتمويل بالقروض قصيرة أو طويلة الأجل وهذه الأخيرة تساعد على الاستفادة من ما يسمى بالرفع المالي.

وبالنظر إلى تمتع كل مصدر من مصادر التمويل بقدر من المخاطر فإن أصحاب هذه المصادر سيطلبون بمستويات متفاوتة من العوائد وذلك تبعاً لمستوى المخاطر المحتملة، وبما أن التكلفة هي الوجه الآخر للعائد فإن تكلفة الأموال تختلف باختلاف طبيعة ونسبة كل مصدر ضمن الهيكل المالي للمؤسسة.

وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول: الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.

المبحث الثاني: تكلفة التمويل.

المبحث الثالث: الرفع المالي.

المبحث الأول: الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية

إن وظيفة التمويل من أهم الوظائف داخل أي مؤسسة مهما كان حجمها أو نشاطها، والبحث عن مصادر التمويل المناسبة يعد من أهم المواضيع التي تواجه مالكيها ومسيرتها. فكل مؤسسة تسعى للحصول على المصادر التمويلية بأفضل الشروط وهذا في حدود العائد المطلوب والخطر الممكن قبوله، من خلال بناء هيكل مالي مناسب يتكون من مزيج بين مختلف العناصر التمويلية المتاحة.

المطلب الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية والتمويل

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الأساسية في الاقتصاد حيث تؤثر بشتى الطرق والعوامل في الاقتصاد ككل، والاستمرارية فعاليتها تحتاج وبشكل دائم إلى عنصر حيوي وأساسي وهو التمويل الذي يسمح لها بالبقاء ومزاولة نشاطها بصورة طبيعية وفي أحسن الظروف.

1- ماهية المؤسسة الاقتصادية

1-1- تعريف المؤسسة: لقد تطور تعريف المؤسسة الاقتصادية منذ ثلاثة قرون، وقد اختلفت التعاريف المعطاة للمؤسسة و هذا تماشيا والتطور الاقتصادي الذي شهدته الساحة الاقتصادية واختلفت أنواعها كذلك، لهذا سنحاول ذكر أهم التعاريف المعطاة لها:

« تعرف المؤسسة كمنظمة اقتصادية واجتماعية مستقلة نوعا ما تؤخذ فيها القرارات حول تركيب الوسائل البشرية، المالية، المادية والإعلامية بغية خلق قيمة مضافة حسب الأهداف في نطاق زمكاني. »⁽¹⁾

« المؤسسة وحدة اقتصادية تتجمع فيها الموارد البشرية والمادية اللازمة للإنتاج الاقتصادي. »⁽²⁾

« المؤسسة هي القوالب التي ينظم الناس فيها شؤونهم وعلاقاتهم بعضهم مع بعض، وهي جهاز عمل، تشتمل على تركيبات ونظم و أدوات وتوزيع. »⁽³⁾

وعليه يمكن تعريف المؤسسة على أنها تنظيم يعمل على توجيه وتنسيق عوامل الإنتاج المختلفة من قبل هيئة تسييرية بهدف الوصول إلى تحقيق أرباح والعمل على البقاء والاستمرارية في السوق في إطار استقلالية مالية وشخصية للمؤسسة.

(1) عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2006، ص.28.

(2) إسماعيل عرباحي، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص.11.

(3) عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 1993، ص.24.

1-2- أهمية المؤسسة: تتمثل أهمية المؤسسة فيما يلي:

- ✓ تلبية حاجات المستهلكين المحليين (السوق المحلي).
- ✓ رفع المستوى المعيشي للأفراد في المجتمع.
- ✓ امتصاص الفائض في العمالة.
- ✓ التكامل الاقتصادي على المستوى الوطني.

1-3- أهداف المؤسسة: يسعى منشئو المؤسسات الاقتصادية العمومية منها والخاصة إلى تحقيق عدة أهداف تختلف وتتعدد حسب اختلاف المؤسسات وطبيعة نشاطها. وإن كانت أهداف المؤسسة متداخلة ومتشابكة فإنه من الممكن إيجاز بعضها أو ما نعتبره أساسيا منها فيما يلي: ⁽¹⁾

1-3-1- أهداف اقتصادية: تتمثل في:

أ- تعظيم الربح: حيث أن أي مؤسسة يكون هدفها الأساسي ليس فقط تحقيق الربح بل تعظيمه، وهذا ما يضمن لها إمكانية رفع رأسمالها وتوسيع نشاطها وذلك للصمود أمام المؤسسات المنافسة لها، وكذلك تسديد الديون وتوزيع الأرباح على الشركاء أو تكوين مؤونات ومخصصات لتغطية خسائر وأعباء غير محتملة.

ب- ترشيد عملية الإنتاج: وذلك باستعمال رشيد لعوامل الإنتاج المختلفة ورفع إنتاجيتها بواسطة التخطيط المحكم والدقيق للإنتاج والتوزيع وإضافة إلى مراقبة هذه البرامج أو الخطط وتفادي الوقوع في المشاكل الاقتصادية والمالية.

ج- تحقيق متطلبات المجتمع: إن نتائج المؤسسة تتعلق بمدى تصريف أو بيع إنتاجها بنوعيه المادي والمعنوي وعملية البيع هذه هي التي تساهم في تغطية طلبات المجتمع.

1-3-2- الأهداف الاجتماعية: من بين الأهداف الاجتماعية نذكر ما يلي:

أ- ضمان مستوى أحوار مقبول: حيث يعتبر العامل من أوائل المستفيدين من النشاط الذي تمارسه المؤسسة وذلك من خلال حصوله على مقابل عمله الذي يتمثل في الأجر الذي يتأرجح بين الزيادة والنقصان وهذا حسب طبيعة المؤسسة وعوامل اقتصادية أخرى، ولهذا نجد أن الدولة قد تتدخل لضبط حد أدنى للأجور يسمح للعامل بتلبية حاجاته الأساسية.

ب- تحسن مستوى معيشة العمال: إن رغبات العمال هي في تجدد و تطور مستمرين نتيجة للتطورات السريعة التي تشهدها المجتمعات في مختلف الميادين وخصوصا في ميدان التكنولوجيا هذه الأخيرة التي

⁽¹⁾ عمر صخري، مرجع سبق ذكره، ص. 31-32.

تؤدي إلى ظهور منتجات جديدة، وبالتالي تطور أوراق المستهلكين مما يتطلب تنوع وتعدد المنتجات لتلبية الحاجات.

ج- إنشاء وإقامة أنماط استهلاكية معينة: إن الإشهار والدعاية الذي تقوم به المؤسسة لترويج وتقديم منتجاتها الجديدة يسمح لها بالتأثير على أوراق المستهلكين وتغييرها وهي تطرح لهم أيضا في بعض الأحيان منتجات بديلة تكون أقل تكلفة.

د- توفير تأمينات للعمال: إن المؤسسة تعمل على توفير بعض التأمينات كالتأمين الصحي، التأمين ضد حوادث العمل... إلخ، إضافة إلى مرافق أخرى مثل: المطاعم داخل المؤسسة، التعاونيات ومختلف المرافق الأخرى، وهذا يظهر بشكل واضح في المؤسسات العمومية.

هـ- الدعوة إلى الاتحاد و التماسك بين العمال: حيث تتوفر داخل المؤسسة علاقات مهنية واجتماعية بين الأشخاص، وهذا رغم الاختلاف في مستوياتهم العلمية و التكوينية حيث تماسكهم يعد الأداة الأساسية لخلق وضمان حركة مستمرة للمؤسسة.

2- ماهية التمويل:

1-2- تعريف التمويل: تختلف وجهات نظر الباحثين في تقديم تعريف للتمويل وفيما يلي أهمها:

« التمويل هو توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء وتطوير مشروع خاص وعام. »⁽¹⁾

« التمويل هو إمداد المشروع بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها. »⁽²⁾

ويعرف أيضا على أنه: « تلك الوظيفة الإدارية في أي مؤسسة التي تختص بعمليات التخطيط للأموال، والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب، لتوفير الاحتياجات اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة، بما يساعد على تحقيق أهدافها، وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة للفئات المؤثرة في نجاح واستمرار المؤسسة، والتي تشمل المستثمرين والعمال والمديرين والمجتمع والمستهلكين. »⁽³⁾

كما سبق نستخلص بأن التمويل هو عبارة عن جميع قنوات الضخ المتاحة للمؤسسة التي توفر لها المبالغ النقدية اللازمة في الوقت المناسب للقيام بجميع أنشطتها والذي يضمن لها تحقيق أهدافها والبقاء والاستمرارية في السوق.

(1) أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص.24.

(2) طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص.21.

(3) محمد عثمان إسماعيل حميد، التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1995، ص. 17.

2-2- أهمية التمويل:

لكل بلد في العالم سياسة اقتصادية وتنموية يتبعها أو يعمل على تحقيقها من أجل تحقيق الرفاهية لأفراده، وتتطلب هذه السياسة التنموية وضع الخطوط العريضة لها المتمثلة في تخطيط المشاريع التنموية وذلك حسب قدرات البلد التنموية.

ومهما تنوعت المشروعات فإنها تحتاج إلى التمويل لكي تنمو وتتواصل حياتها، حيث يعتبر التمويل بمثابة الدم الجاري للمشروع. ومن هنا نستطيع القول أن التمويل له دور فعال في تحقيق سياسة البلاد التنموية وذلك عن طريق:⁽¹⁾

❖ توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع التي يترتب عليها:

✓ توفير مناصب شغل جديدة تقضي على البطالة.

✓ تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد.

✓ تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة.

❖ تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم.

❖ يمكن من الحصول على صورة شاملة لعمليات ونشاط المؤسسة بدراسة وتقدير حركة الأموال ووضع الخطط التي يسير عليها المشروع لمعرفة الاحتياجات المالية له، سواء قصيرة الأمد أو طويلة الأمد وهذا عن طريق التخطيط المالي.

❖ بالإضافة إلى هذا فللتمويل دور فعال بالنسبة للدولة، الأفراد والمؤسسات غير المالية ويتمثل فيما يلي:

* **الدولة:** تحتاج الدولة للتمويل لاستخدامه في الموازنة العامة للحالات التالية:

✓ عجز في ميزانية الجماعات المحلية.

✓ إعانات لبعض صناديق الدعم الاجتماعي.

✓ عجز في موازنة الدولة.

* **الأفراد:** يحتاج الأفراد للتمويل في عدة حالات نذكر منها:

✓ الرغبة في مواكبة نمط الاستهلاك الجديد السائد.

✓ الرغبة في الاستثمار العقاري والحصول على الملكية.

(1) بورصاص هاجر و نوارى ريمة، الإدارة المالية ومصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية "دراسة حالة المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز"، مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر، تخصص مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2011-2012، ص. ص. 26-27.

* المؤسسات غير المالية: تحتاج المؤسسات غير المالية للتمويل عند:

✓ انطلاق المشروع.

✓ توسيع المشروع.

✓ تحديد تجهيزات المشروع (يد عاملة، مواد أولية...).

المطلب الثاني: مفهوم الهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه

يعتبر الهيكل المالي الركيزة الأساسية للمؤسسة لذلك يجب على المدير المالي أن يختار مكوناته بعناية فائقة ووفقا لمعايير ومحددات. وقبل التطرق للهيكل المالي لابد من التفريق بينه وبين هيكل رأس المال فهذا الأخير يشتمل على مصادر التمويل طويلة الأجل ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال للمؤسسة ما يعتبر جزءا من هيكلها المالي.

1- مفهوم الهيكل المالي: يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها، وتختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من الاعتبارات ومع تغير هذه الاعتبارات يتغير معها الهيكل المالي.⁽¹⁾

يقصد بالهيكل المالي الطريقة التي تم بها تمويل أصول المؤسسة، ويوجد الهيكل المالي في الجهة اليسرى من الميزانية.⁽²⁾

من خلال التعريفين السابقين نستخلص بأن الهيكل المالي هو مجموع الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المؤسسة وهو يتضمن التمويل المقترض والتمويل الممتلك وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية.

2- العوامل المؤثرة في الهيكل المالي: يوجد العديد من القيود والمتغيرات التي تعمل في ظلها الإدارة المالية، منها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي، هذه المتغيرات تؤثر على القرارات والسياسة المالية للمؤسسة، بما فيها قرارات هيكل التمويل.⁽³⁾

⁽¹⁾ عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص. 401.

⁽²⁾ فريدويستون ويوجين بريجهام، التمويل الإداري، ترجمة عبد الرحمان دعاللة و عبد الفتاح السيد النعماني، الجزء الثاني، دار المريخ للنشر، الرياض، 2003، ص. 229.

⁽³⁾ العديد من المراجع أهمها:

- نظير رياض محمد، الإدارة المالية والعولمة، المكتبة العصرية، مصر، 2001، ص. 176 - 184.

- محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص. 342 - 343.

- 2-1- قاعدة الملائمة (المطابقة): يقصد بهذا العامل المطابقة بين أنواع الأموال حسب أجلها وبين استخدامات هذه الأموال، فتستخدم الأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل، مثل: الاحتياجات الموسمية، والأموال طويلة الأجل لتمويل الاحتياجات طويلة الأجل.
- 2-2- المرونة: ويقصد بها أن تتحلى الأموال بمرونة أكبر تساعد الإدارة على حسن استخدامها، أي الحرية في إرجاع هذه الأموال إلى أصحابها عند عدم الحاجة إليها أو استبدال مصادرها حسب الحاجة إليها، وهذا أمر ممكن في حالة أموال الاقتراض إذا ورد نص على ذلك في عقد القرض أو عقد إصدار السندات، كأن تكون السندات قابلة للاستدعاء.
- 2-3- الوقت المناسب: إن اختيار الوقت المناسب للحصول على الأموال اللازمة ولسددها يؤثر على تكلفة التمويل وبالتالي الهيكل المالي. فالدورات التجارية والحالة الاقتصادية لها أثر كبير على حجم الأموال المتاحة ومعدلات الفائدة المطلوبة، ولذلك عندما يكون لدى الإدارة التخطيط والتنبؤ السليمين تستطيع تحقيق العديد من المزايا بطلب الأموال والتخلص من عبئها في الوقت المناسب.
- 2-4- الدخل المتوقع: يفكر أصحاب المشروع جيدا عند الحصول على الأموال في الدخل المتوقع، وفي حجم الأموال التي سيتحصلون عليها في حالة البيع أو التصفية، وبالتالي فكلما تأخروا في سداد التزامات المؤسسة كلما زاد ذلك في معدلات المخاطرة.
- 2-5- اتجاهات الإدارة: إن اتجاهات رجال الإدارة التي تؤثر مباشرة في عملية الاختيار بين التمويل بالدين أو بإصدار أسهم جديدة تدور حول اعتبارين هما: المخاطرة، السيطرة والتحكم في المنظمة. فالمؤسسات الضخمة التي تنشأت فيها ملكية الأسهم العادية وتتنوع على عدد كبير جدا من المساهمين ستقوم عادة - في حالة الحاجة إلى أموال إضافية - بإصدار أسهم عادية حيث أن ذلك سيعتبر عليه تأثير ضئيل على السيطرة الحالية على إدارة الشركة.
- ومن ناحية أخرى، فإن ملاك المؤسسات الصغيرة يفضلون تجنب إصدار الأسهم العادية حتى يتسنى لهم السيطرة الكاملة على إدارة الشركة.
- 2-6- اتجاهات المقرضين: إن اتجاهات وآراء المقرضين تلعب دورا في غاية الأهمية في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة. فيلاحظ في غالبية الأحوال أن الشركة تناقش هيكلها المالي مع المقرض المحتمل وتعطي وزنا كبير لرأيه. وكثيرا ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الاقتراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحه في الشركة.

المطلب الثالث: مصادر التمويل

يقصد بمصادر التمويل تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها أو عملياتها الاستغلالية، وهناك مصادر تمويل متوسطة وطويلة الأجل ومصادر قصيرة الأجل.

1- مصادر التمويل قصيرة الأجل: يقصد بالتمويل قصير الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير،⁽¹⁾ بحيث تكون مدة استحقاقها سنة أو اقل من سنة وتكون عادة لأجل الاستثمار في الموجودات المتداولة.⁽²⁾ ومن أشكاله ما يلي:

1-1- الائتمان التجاري: يتمثل في التسهيلات بالدفع التي يمنحها المورد للتاجر (المؤسسة) عند قيام الأخير بشراء بضاعة لإعادة بيعها أو شراء مواد خام لتصنيعها وبيعها وذلك إما بكمبيالات أو على شكل حساب جاري أو في شكل شيكات مؤجلة.⁽³⁾

❖ يتمتع الائتمان التجاري بمزايا كثيرة تجعله مصدر تعول عليه الكثير من الإدارات المالية لتمويل بعض الاستثمارات التشغيلية للمؤسسة، وهذه المزايا يمكن إجمالها فيما يلي:⁽⁴⁾

- ✓ سهولة الحصول عليه لانعدامه من الإجراءات و التعهدات الرسمية.
- ✓ يعتبر مصدر تمويلي تلقائي يتغير بتغير حجم النشاط.
- ✓ يتمتع الائتمان التجاري بانخفاض كلفته، و لربما بانعدامها.
- ✓ المرونة والاستمرارية، حيث يتمتع الائتمان التجاري بقدرته تجديده بشكل مستمر مما يعطيه ميزة الاستمرارية في التوفر و في الاعتماد عليه.
- ✓ يضمن مصدرا تمويليا مهما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة أو تلك التي دخلت إلى السوق حديثا والتي لم تتمكن بعد من إظهار مدى قوتها الائتمانية، مما يتعذر عليها الحصول على ائتمان مصرفي في البنوك التجارية. وبهذا يكون الائتمان التجاري مصدرا متاحا ويسيرا.

(1) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية " مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الخامسة، 2003، ص. 545.

(2) عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء، الأردن، الطبعة الثانية، 2006، ص. 65.

(3) المرجع نفسه، ص. 73.

(4) همزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية والمؤسسات المالية، مؤسسة الوراق، الأردن، 2001، ص. 339.

1-2- الائتمان المصرفي: هي قروض مصرفية تحصل عليها المنشأة مقابل فوائد لتغطية عملياتها الجارية، بحيث لا تتجاوز تواريخ استحقاقها سنة واحدة.⁽¹⁾ وتكون على شكل: تسهيلات حساب جاري مدين، جاري مدين مستندي أو خصم الأوراق المالية.

1-3- الأوراق التجارية: هي عبارة عن أوراق دين من دون ضمان تصدرها الشركات الكبيرة بخصم إصدار وبفئات محددة ولمدة تتراوح بين 3 أيام و9 أشهر بهدف الاقتراض، وفي العادة تكون مدة استحقاقها أقل من سنة.⁽²⁾

❖ ويتميز استخدام الورقة التجارية بما يلي:⁽³⁾

✓ السماح بتداول الورقة التجارية على نطاق واسع.

✓ إتاحة الفرصة للشركات التي تصدر الورقة التجارية للحصول على أموال أكثر وبتكلفة أقل من المصادر الأخرى.

✓ إكساب الشركة دعاية طيبة تعزز من مكانتها في الاقتراض.

❖ ومن جهة أخرى يعيب استخدامها ما يلي:⁽⁴⁾

✓ قد يؤدي التوسع فيها إلى إهمال العلاقات مع البنوك.

✓ ضرورة دفع قيمة الورقة في تاريخ الاستحقاق.

✓ يقتصر استعمال هذه الأداة التمويلية على الشركات الكبيرة التي تتمتع بسمعة ائتمانية جيدة ولها مركز مالي قوي.

✓ احتمال عدم توفر نقدية لدى الشركات المستثمرة لشراء الورقة التجارية في الوقت الذي تكون فيه الشركة المصدرة بحاجة إلى تمويل وهذا من شأنه تضيق نطاق تداول هذه الورقة التجارية.⁽⁵⁾

2- مصادر التمويل متوسطة الأجل: يقصد بالتمويل متوسط الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من باقي المتعاملين الاقتصاديين والتي عادة ما تكون مدة استحقاقها تتراوح بين 2 و 7 سنوات. وتمثل في:

(1) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص. 346.

(2) عبد الحلیم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص. ص. 65-79.

(3) سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1996، ص. 163.

(4) عبد الحلیم كراجه، مرجع سبق ذكره، ص. ص. 79-80.

(5) سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص. 164.

2-1-1- الاستئجار: هو عقد يتفق بموجبه طرفان هما المؤجر والمستأجر بأن يقوم الأول بتقديم أصل معين للطرف الثاني للانتفاع به لمدة معينة على أن يقوم الطرف الثاني بدفع مبالغ محددة بتواريخ محددة للطرف الأول.⁽¹⁾

وهنا تجدر الإشارة إلى أن الشركة المستأجرة تستطيع اختيار النمط المناسب لاحتياجاتها التشغيلية وظروفها المالية وذلك من نوعين أساسيين من أنواع الاستئجار هما: الاستئجار المالي والتشغيلي.

2-1-1-1- الاستئجار التشغيلي: ويسمى أيضا "باستئجار الخدمات" لأنه يوفر للشركة خدمتي التمويل والصيانة وهو عادة ما يكون قصير الأجل.⁽²⁾

2-1-1-2- الاستئجار المالي: هو التزام بدفع سلسلة من الدفعات المالية لمالك الأصل لقاء استعماله لهذا الأصل تعادل في مجموعها قيمة الأصل وفوائده، وتكون صيانة الأصل من مسؤولية المستأجر، ويستمر عقد الإيجار طيلة عمر الأصل كما أن المستأجر لا يستطيع إلغاء عقد الإيجار.⁽³⁾ ويتخذ الاستئجار المالي أحد الأشكال التالية:

2-1-1-2-1- البيع ثم الاستئجار: تقوم الشركة التي تملك الأصل (أراضي، مباني، معدات) ببيعها إلى مؤسسة مالية، وفي نفس الوقت تقوم باستئجار الأصل المباع لمدة محددة وبشروط خاصة.⁽⁴⁾

2-1-1-2-2- الاستئجار المباشر: يشير هذا النوع إلى قيام المؤسسة باستئجار أصل جديد يتم الحصول عليه عادة من الشركة المنتجة أو من بعض الوسطاء كالشركات المتخصصة في عملية تأجير الأصول والتي تقوم بشراء الأصول من منتجها ثم تقوم بعرضها للاستئجار بأقساط ميسرة.⁽⁵⁾

3- مصادر التمويل طويلة الأجل: هي تلك المصادر التي تكون مدتها أكثر من سنة وتستخدم في الاستثمارات طويلة الأجل، أو لتلبية الاحتياجات الدائمة لبعض الأصول المتداولة. وتنقسم إلى نوعين:⁽⁶⁾

✓ مصادر التمويل الداخلية (أموال الملكية).

✓ مصادر التمويل الخارجية.

(1) عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص. 100.

(2) ظفري سميرة و صوطة أميرة، أهمية مصادر التمويل في تحسين الميزة التنافسية في المؤسسة الجزائرية "دراسة حالة مركب بن عمر"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية مؤسسات، قسم علوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قلمة، 2010-2011، ص. 13.

(3) عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص. 100.

(4) ظفري سميرة و صوطة أميرة، مرجع سبق ذكره، ص. 15.

(5) محمد صالح الحناوي و إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص. 298.

(6) دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص. 101.

3-1-1- المصادر الداخلية " أموال الملكية": هي عبارة عن رأس المال الممتلك أي مجموع الأموال التي تمتلكها الشركة. ويتألف رأس المال الممتلك في غالبية الشركات من جزئين رئيسيين هما: الأموال التي جهزها الملاك والفائض المتحقق خلال مسيرة عمل الشركة. (1)

3-1-1-1- الأسهم العادية: هي مستند ملكية في رأس مال الشركة لها قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، يخول حاملها حق التصويت في الجمعية العامة والحق في نقل الأسهم بالبيع وحق الحصول على الأرباح إن قرر ذلك، كذلك يتمتع حامله بمسؤولية محدودة بقدر حصة رأسماله.

❖ هناك ثلاث مزايا رئيسية ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل طويل الأجل وهي:

✓ المؤسسة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات لحملتها.

✓ تمثل الأسهم العادية مصدر دائم للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من المؤسسة التي أصدرتها.

✓ إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للمؤسسة.

❖ إلى جانب هذه المزايا يتسم التمويل بالأسهم العادية ببعض العيوب من أهمها:

✓ ارتفاع التكلفة التي تتحملها المؤسسة ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين أولهما، إن العائد الذي يطلبه حملة الأسهم عادة ما يكون مرتفعاً، نظراً للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة. ثانيهما أن توزيعات الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا يتولد عنها وفورات ضريبية.

✓ إصدار أسهم جديدة يترتب عليه دخول مساهمين جدد، مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العامة، وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى. غير أن هذا العيب قد يمكن التغلب عليه بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية. (2)

3-1-2- الأسهم الممتازة: تعرف الأسهم الممتازة على أنها حصة في رأس مال الشركة لها نسبة أرباح ثابتة تتمتع بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية. (3)

(1) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص. 356.

(2) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص. 551-553.

(3) عبد الخليم كراجة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص. 90.

- ❖ تتمتع المؤسسات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا، من أهمها: (1)
 - ✓ أنها ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات، وهذه الأخيرة محدودة بمقدار معين.
 - ✓ لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها المؤسسة من مشاكل عويصة.
 - ✓ تحسب الصورة الائتمانية للشركة المصدرة في حالة رغبتها في الحصول على القروض.
 - ✓ تقلل احتمالات تأثر الشركة بالأوضاع الاقتصادية ففي أوضاع الكساد لا ترتب على الأسهم الممتازة التزامات ثابتة على الشركة حيث أن الشركة غير ملزمة بتوزيع عوائد في حالة تحقيق خسائر.
- ❖ ومن المساوئ التي تنجر عن اللجوء إلى التمويل بالاستعانة بإصدار الأسهم الممتازة ما يلي: (2)
 - ✓ تكون في العادة تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض، حيث أن حصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض.
 - ✓ إن عدم توزيع الأرباح يؤدي إلى التأثير على قيمة الأسهم في السوق المالي وعلى سمعة وقيمة الشركة نفسها في السوق بصورة عامة.
- 3-1-3- الأرباح المحتجزة: وتمثل أرباحاً تحققت فعلاً غير أن الشركة قررت احتجازها لتمويل عملياتها وعدم توزيعها على المالكين. (3)
- 3-2- المصادر الخارجية: وهي تلك المصادر التي تكون من خارج المشروع سواء كانت قروض أم سندات. (4)
- 3-2-1- قروض مباشرة طويلة الأجل: هي عبارة عن اتفاق بين المقرض والمقرض يقدم بموجبه المقرض مبلغاً من المال، ويلتزم المقرض بإعادة المبلغ المقرض في مواعيد محددة بموجب دفعات متفق على قيمتها ومواعيد دفعها بالإضافة إلى الفوائد. وقد يكون تسديد القروض بموجب عدة دفعات متساوية وقد يكون بموجب دفعة تستحق في نهاية فترة القرض أو بموجب دفعات صغيرة من السنوات الأولى من القرض ودفعات كبيرة في الفترات الأخيرة منه. (5)

(1) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص. 559.

(2) عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص. 93.

(3) ظافري سميرة وصوطة أميرة، مرجع سبق ذكره، ص. 16.

(4) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص. 101.

(5) مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص. ص.

3-2-2- السندات: يعتبر السند أحد البدائل المتاحة للتمويل طويل الأجل،⁽¹⁾ وهو عبارة عن اتفاق تعهدي مكتوب ومؤشر بحتم الطرف الذي صوره أو أنشأه وفيه يتعهد بدفع فائدة دورية ودفع المبلغ المتفق عليه في تاريخ مستقبلي محدد.⁽²⁾

❖ يتميز التمويل بالاقتراض طويل الأجل، سواء كان في صورة قروض طويلة الأجل أو سندات ببعض المزايا التي تشجع المؤسسات على استخدامه، وفيما يلي أهمها:⁽³⁾

✓ يعتبر التمويل بالاقتراض أقل تكلفة من التمويل بالأسهم، وذلك بسبب الوفورات الضريبية التي تتولد عنه، وبسبب تعرض المقرضين لمخاطر أقل نسبياً من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية والممتازة.

✓ تكلفة الاقتراض ثابتة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح.

✓ تعتبر تكلفة التعاقد على العقود وتكلفة إصدار السندات منخفضة بالمقارنة مع تكلفة إصدار الأسهم.

✓ إذا ما تم الاقتراض عن طريق السندات فإنه يمكن للمؤسسة أن تشتري حق الاستدعاء - أي إعادة شراء السندات - وهو شرط يحقق لها قدر من المرونة. ففي حالة انخفاض أسعار الفائدة في السوق يمكن للمؤسسة استدعاء السندات القديمة ذات معدل الكوبون المرتفع، وإصدار سندات جديدة بمعدل كوبون منخفض. كما يمكن أن تلجأ المؤسسة لنفس الوسيلة في حالة السيولة الزائدة، إذ قد يكون استدعاء السندات هو أفضل استثمار متاح لتلك الأموال.

❖ إلى جانب المزايا التي يتصف بها التمويل بالاقتراض طويل الأجل، فإنه يعاني من بعض العيوب أهمها:

✓ قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد أو أصل الدين إلى تعريض المؤسسة للإفلاس.

✓ القروض - على عكس الأسهم - لها تاريخ استحقاق، ومن ثم ينبغي على المؤسسة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامها في سداد الدين عندما يجل أجله.

✓ قد يعطي عقد الاقتراض الحق للمقرضين في فرض قيود على المؤسسة، ومن أمثلة هذه القيود حظر الحصول على قروض جديدة، وحظر بيع وشراء الأصول الثابتة، ومنع إجراء توزيعات أو على الأقل تخفيض نسبتها.

(1) ظفري سميرة و صوطة أميرة، مرجع سبق ذكره، ص. 18.

(2) سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص. 113.

(3) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص. 568-569.

✓ لا يعتبر الاقتراض طويل الأجل متاحاً للعديد من المؤسسات، فالمؤسسات الصغيرة بل وبعض المؤسسات الكبيرة تجد صعوبة في الحصول على تلك القروض.

المبحث الثاني: تكلفة التمويل

لعل من أهم القرارات التي يهتم بها المدير المالي تتمثل في تحديد المزيج الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والممتلكة بشكل يضمن تحقيق أفضل استخدام لها، ومن المعروف أن أي خطأ في اتخاذ قرار التمويل يحمل المؤسسة تكاليف باهظة، حيث تعتبر تكلفة التمويل أحد أهم المعايير التي تعتمد عليها المؤسسة في اتخاذ قرار التمويل والتي تقوم بالمفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة وذلك باختيار المصدر الأقل تكلفة.

المطلب الأول: ماهية تكلفة التمويل

1- مفهوم تكلفة التمويل: « تمثل تكلفة التمويل متوسط العائد، على المدى الطويل، الذي يتوقع المستثمرين الحصول عليه من استثماراتهم. ولهذا، فهو متوسط العائد الذي ينبغي أن تتوقع الشركات سداده». (1)

كما يمكن تعريفها على أنها: «المبلغ الذي يجب دفعه للحصول على أموال لازمة لاستخدامات المؤسسة. وفيما إذا كانت هذه المبالغ عند استخدامها ستحقق على الأقل معدل عائد أقل أو أكبر من المعدل المدفوع للحصول عليها». (2)

إذن تكلفة التمويل هي العائد المفروض على الاستثمار تحقيقه بحيث يكون على الأقل مساوي للمبالغ المدفوعة للحصول على مصادر التمويل المتوفرة أو أكبر منه.

2- أهمية تكلفة التمويل: يمكن إبراز تكلفة التمويل فيما يلي: (3)

— تحديد تكلفة كل عنصر من عناصر التمويل يساعد الإدارة المالية في اتخاذ القرار المتعلق باختيار أنسبها من ناحية التكلفة، والتي تحقق أقل تكلفة بالنسبة للمؤسسة.

(1) برايان كوبان، هيكل رأس مال الشركات، ترجمة دار الفاروق، دار الفاروق للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص. 32.

(2) محمد سويلم، الإدارة المالية في ظل الكوكبية، دار الحماني، مصر، دون سنة نشر، ص. 432.

(3) بوفاس كريمة وكفايفية عبد الله، تكلفة تمويل مؤسسة على وشك الإفلاس "دراسة حالة لمؤسسة الخزف ETER Algérie"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية مؤسسات، قسم علوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالة، 2011-2012، ص. 8-9.

- تقييد تكلفة التمويل في تقييم المشروعات التي تستخدم فيها الأموال، فإن تبين أن تكلفة التمويل تزيد عن العائد المتوقع أصبحت عبء على إدارة المؤسسة أما إذا حسبت تكلفة التمويل وقدر عائدها بدقة مقدما فإنه يمكن لإدارة المؤسسة أن تتفادى الدخول في المشروعات غير المجزية.
- قرارات الموازنة المالية لها تأثير رئيسي على المؤسسة وإعداد الموازنة بشكل صحيح يتطلب تقديرا لتكلفة التمويل.
- إن العديد من القرارات المالية، ومنها تلك المرتبطة بالاستئجار وإعادة تحويل السندات يتطلب حسابا دقيقا لتكلفة التمويل.
- إن تدنية تكلفة التمويل كهدف استراتيجي للإدارة المالية، يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المؤسسة ومن ضمنها الأموال بحدودها الدنيا ولغرض تخفيض تكلفة التمويل يتطلب حسابها.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل

تكلفة التمويل كغيرها من التكاليف تتأثر بعوامل، منها العام الذي يؤثر على كافة العناصر، والخاص الذي يتعلق بكل عنصر دون نسيان القرار المحدد للخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه: (1)

1- العوامل العامة: يتوقع المستثمرون في المؤسسة الحصول على عائد يكفي لتعويضهم عن حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق اشباعات حاضرة كنتيجة لتوجيه أموالهم للاستثمار، بالإضافة إلى عائد يعوضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم.

2- العوامل الخاصة بكل عنصر: تتفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض فالمقرضون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح من عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس. يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة، وهكذا يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة فهم يتحملون مخاطر أكبر مما يتحمل الآخرون.

3- قرار المؤسسة بشأن الهيكل المالي: عادة ما تضع المؤسسة سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه. فقد تقرر المؤسسة مثلا الاعتماد على القروض وحقوق الملكية في تمويل استثماراتها كما قد تقرر نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه.

(1) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص. ص. 574-576.

وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة التمويل وفقا لقرار المؤسسة.

المطلب الثالث: تقدير تكلفة رأس المال

يقتضي تقدير تكلفة الأموال الوقوف على تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل وبشكل منفرد لكي يتمكن من الوصول إلى حساب الكلفة الإجمالية المرجحة لتلك المصادر.

1- تكلفة التمويل بأموال الملكية:

1-1- تكلفة الأسهم العادية: يمكن حساب كلفة الأسهم العادية باستخدام إحدى الطريقتين:

أ- طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية.

ب- طريقة الأرباح المنسوبة إلى سعر السهم.

ونظرا لأن الطريقة الثانية غير دقيقة وغير واقعية يفضل استخدام الطريقة الأولى، وبموجب هذه

الطريقة (طريقة الأرباح الموزعة) يتم حساب كلفة الأسهم العادية وفقا للمعادلة الموالية:⁽¹⁾

$$100 \times \left(\frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية (1- كلفة إصدار السهم)}} + \frac{\text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة}}{\text{للسهم}} \right) = \text{تكلفة الأسهم العادية}$$

2-1- تكلفة الأسهم الممتازة: تعبر تكلفة الأسهم الممتازة عن العائد الذي يطلبه المستثمرون مقابل

الاستثمار في المشروع وبالتالي فإن تكلفة الأسهم الممتازة هي عبارة عن نسبة التوزيعات التي يحصل عليها

حملة هذه الأسهم إلى سعر السهم الممتاز بعد استبعاد تكاليف الإصدار.⁽²⁾

وعليه تحسب كالتالي:⁽³⁾

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{الأرباح السنوية الموزعة}}{100 \times \text{سعر السهم الممتاز (1- نفقات إصدار الأسهم)}}$$

(1) عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد العامري، الإدارة المالية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2003، ص. 227.

(2) نihal فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص. 279.

(3) عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد العامري، مرجع سبق ذكره، ص. 226.

1-3- تكلفة الأرباح المحتجزة: تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا سهلا من مصادر التمويل التي تستخدمها المؤسسات، ويمكن تعريف تكلفة الأرباح المحتجزة بأنها، تكلفة الفرصة البديلة، أو معدل العائد الذي يتطلع إليه حملة الأسهم العادية جراء احتجاز جزء من أرباحهم.⁽¹⁾

وهناك بديلان لاحتجاز الأرباح:

أ- توزيع الأرباح على المساهمين بنسبة معينة ويقوم كل مساهم باستثمار تلك العوائد.

ب- تستطيع الشركة نفسها استثمار تلك الأرباح في استثمارات خارجية وتحصل بالتالي على عائد معين من ذلك الاستثمار.

فبالنسبة للطريقة الأولى (التي تعتمد على الأرباح الموزعة على المساهمين)، تكون تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:⁽²⁾

أ-1- افتراض عدم وجود ضرائب:

الأرباح المتوقعة لكل سهم

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{الزيادة المتوقعة في الأرباح}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} + \text{الموزعة للسهم}$$

أ-2- افتراض وجود ضرائب: فإن تكلفة الأرباح المحتجزة هي:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \left(\frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} + \frac{\text{الزيادة المتوقعة في الأرباح}}{\text{الموزعة للسهم}} \right) - (1 - \text{نسبة الضريبة على الأرباح})$$

1-3- تكلفة الاستئجار: تتمثل تكلفة الاستئجار في دفعة الاستئجار التي يجب على المؤسسة المستأجرة تسديدها دوريا.⁽³⁾

(1) علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، مكتبة الرائد العلمية، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص. 177.

(2) عبد الستار مصطفى الصباح وسعود جايد العامري، مرجع سبق ذكره، ص. ص. 229-230.

(3) بوفاس كريمة وكفايفية عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص. 10.

وتحسب على أساس المعدل الذي يسمح بتساوي مجموع التدفقات المدفوعة مع مجموع التدفقات المقبوضة وفقا للعلاقة الموالية:⁽¹⁾

$$F_0 = \sum_{i=1}^n \frac{L_i(1-T) + A_i(T)}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

حيث:

F_0 : تمثل مبلغ تملك الأصل، L_i : قسط إيجار الفترة i ، A_i : قسط اهتلاك الأصل.
 T : معدل الضريبة على أرباح الشركات، P_n : القيمة المتبقية للأصل (قيمة خيار الشراء).
 2- تكلفة التمويل بالاقتراض:

يمكن تعريف تكلفة الاقتراض بأنها: «معدل العائد الذي يتوقع الدائنون الحصول عليه عندما يحين موعد السداد مقابل استخدام أموالهم من قبل المقترضين.» ومن وجهة النظر الزمنية، هناك ديون قصيرة الأجل وديون طويلة الأجل.⁽²⁾

2-1- تكلفة القروض قصيرة الأجل: اختلف كتاب المالية بشأن إدراج تكلفة الديون قصيرة الأجل، ضمن مجموع تكاليف رأس المال، ويرجع ذلك لعدة اعتبارات منها:⁽³⁾

✓ ضرورة اعتبار الديون قصيرة الأجل عنصرا أساسيا في تمويل الاستثمارات، وبذلك يجب حساب تكلفتها.

✓ بما أن الديون قصيرة الأجل غير مخصصة لتمويل الاستثمارات، لن تكون لها تكلفة، حيث أن حجمها عادة ما يكون قليل في الهيكل المالي للمؤسسة.

2-1-1- تكلفة الائتمان التجاري: تعتمد تكلفة هذا النوع من الائتمان على عدة عوامل، أهمها:
 شروط التسديد للموردين من حيث الفترة الزمنية الممنوحة للتسديد، ومدى توفر أو عدم توفر الخصم النقدي، إذ يعتبر الائتمان التجاري في ظل عدم وجود خصم نقدي في حكم التمويل المجاني. أما في حالة توفر الخصم النقدي يصبح للائتمان التجاري تكلفة على الشركة أن تأخذها بعين الاعتبار عند

⁽¹⁾ محمد بوجلال وشوقي يورقة، تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية "دراسة مقارنة"، بحث مقدم ضمن فعاليات المنتدى الدولي حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات"، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006، ص. 12.

⁽²⁾ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص. 170.

⁽³⁾ بوفاس كريمة وكفايفية عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص. 12.

حصولها على مثل هذا النوع من الائتمان. ويمكن احتساب التكلفة السنوية للائتمان التجاري حسب المعادلة التالية: (1)

معدل الخصم النقدي 360

$$\frac{\text{التكلفة السنوية للائتمان التجاري}}{\text{معدل الخصم النقدي}} \times \text{فترة الائتمان} = \text{معدل الخصم النقدي}$$

ويجب الإشارة هنا إلى العلاقة بين تكلفة الائتمان التجاري والمدة ما بين آخر يوم في مدة الخصم وآخر يوم محدد لتسديد الائتمان، فكلما زادت هذه المدة انخفضت تكلفة الائتمان التجاري، وعليه ينبغي على الشركة أخذ ذلك بالاعتبار عند قيامها بالتعامل مع هذه الحالات.

2-1-2- تكلفة الائتمان المصرفي: تنحصر تكلفة الائتمان المصرفي أساساً في معدل الفائدة المطبق على القروض التي تمنحها البنوك للمؤسسة، بالإضافة إلى تكلفة الخصم والعمولات المرتبطة بخصم الأوراق التجارية قبل تاريخ استحقاقها. (2)

2-2- تكلفة القروض طويلة الأجل: تتمثل تكلفة القروض طويلة الأجل في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمستثمر وذلك بعد استبعاد الوفورات الضريبية، والتي يمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية: (3)

$$Kd = K (1 - T)$$

حيث:

Kd: تكلفة الديون، K: معدل الفائدة على القرض، T: معدل الضريبة.

إن أي عملية اقتراض سواء كانت في صورة سندات تصدرها المؤسسة أو في صورة قرض تتعاقد عليه، يترتب عليها من جانب تدفقات داخلية تحصل عليها المؤسسة تتمثل في قيمة السند أو قيمة التعاقد على القرض، وأيضاً يترتب عليها من جانب آخر تدفقات خارجة تتمثل في الفوائد التي تدفع سنوياً بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الاستحقاق، ونظراً لتفاوت تواريخ التدفقات النقدية الخارجة فإنه يمكن الاستعانة بفكرة معدل العائد الداخلي. بعبارة أخرى، سوف تتمثل تكلفة الاقتراض في معدل الخصم الذي يتساوى عنده صافي متحصلات الأموال المقترضة مع القيمة الحالية للتدفقات التي تدفعها المنشأة للمقرض. (4)

(1) نور الدين خبابة، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، لبنان، الطبعة الأولى، 1997، ص. 477.

(2) بوفاس كريمة وكفايفية عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص. 12.

(3) نihal فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص. 278.

(4) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص. 577.

3- التكلفة الإجمالية: هي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة للأموال والمقصود بكلمة مرجحة هنا هو الحصة النسبية لمصادر التمويل المختلفة المكونة للهيكل المالي للمؤسسة ومن ثم يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزنا معيناً مقابل مصادر التمويل الأخرى.⁽¹⁾ وبهذا تحدد التكلفة المرجحة للأموال على النحو التالي:⁽²⁾

$$K_{(cmp)} = K_1 \frac{L_1}{V} + K_2 \frac{L_2}{V} + \dots + K_n \frac{L_n}{V}$$

حيث: $K_1 \dots K_n$: تكاليف مختلف مصادر التمويل. V : القيمة الإجمالية لمختلف مصادر التمويل.
 $L_1 \dots L_n$: قيم عناصر الاستخدامات.

يتم تحديد التكلفة الوسطية المرجحة في هذه الحالة على أساس القيمة المحاسبية، لتحديد نسبة كل مورد من موارد التمويل، وذلك لصعوبة تحديد القيمة السوقية لبعض العناصر مثل: الأوراق المالية غير المتداولة في البورصة التي يصعب تقدير القيمة الحقيقية لها.

المبحث الثالث: الرفع المالي

كلما قامت مؤسسة ما بتمويل نشاطها بديون حاملة للفائدة يمكنها الاستفادة من ما يعرف بالرفع المالي، ويهدف تحليل هذا الأخير إلى التأكد مما إذا كانت المؤسسة قادرة على تحقيق أرباح تغطي تكاليف الاقتراض.

المطلب الأول: مفهوم الرفع المالي

هناك عدة تعاريف للرفع المالي نذكر منها ما يلي:
« الرفع المالي أو المتاجرة بالملكية كما يسميه البعض هو مدى الاعتماد على الاقتراض الثابت الكلفة لتمويل عمليات المؤسسة. »⁽³⁾ فإذا كانت ظروف السوق رائجة وعلى استعداد لتقبل المزيد من المبيعات، زادت حاجة المؤسسة إلى تمويل دائم جديد لذلك، فتزيد المؤسسة من الأموال الدائمة برفع مقدار القروض للاستفادة من فرصة الربح الجديدة، فالأرباح سوف ترتفع مادام ارتفاع الإيرادات من المبيعات هو أكبر من ارتفاع عبء الفوائد على القروض مع باقي الأعباء، تسمى هذه العملية "بالتجارة بأموال المساهمين".

(1) عبد الستار مصطفى الصباح وسعود جايد العامري، مرجع سبق ذكره، ص. 231.

(2) عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993، ص. 526.

(3) مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص. 400.

وهذه القروض تمثل تكلفة ثابتة لا تتأثر بارتفاع أو انخفاض إيرادات المؤسسة من المبيعات، وإن التماذي في الاقتراض قد يؤدي إلى الالتهام الكلي لهذه الأرباح وهو ما يسمى " بتبخير الأرباح".⁽¹⁾

« الرفع المالي هو الاستعانة بأموال الآخرين لتحقيق أرباح إضافية يستفيد منها ملاك الشركة. لذا فهو يعتمد على الاقتراض لتمويل عمليات المؤسسة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك.»⁽²⁾

ويعرف أيضا على أنه: « النسبة من مجموع القروض إلى مجموع الأصول.»⁽³⁾

مما سبق نستخلص بأن الرفع المالي يتمثل في اعتماد المؤسسة على القروض طويلة وقصيرة الأجل لرفع ربحية الأسهم. و يترتب عن هذه العملية تكاليف ثابتة تتمثل في الفوائد المدفوعة أو المستحقة عن القرض، والتي عادة ما تكون أقل من تكلفة التمويل عن طريق طرح الأسهم للاكتتاب، مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها المساهمين كما يؤثر على درجة المخاطرة فتماديهم في الاقتراض يؤدي إلى فقدان أرباحهم.

المطلب الثاني: نسب الرفع المالي

هناك عدة جوانب أساسية لنسب الرفع المالي وهي التي تقيس مدى مساهمة الملاك في الهيكل المالي بالمقارنة بالتمويل الذي مصدره القروض المختلفة، منها:⁽⁴⁾

- ينظر المقرضون إلى حقوق الملكية باعتبارها " هامش أمان"، حيث أنه في حالة انخفاض نسبة حقوق الملكية، فإن ذلك معناه أن الخطر داخل المشروع يتحمله المقرضون بصفة أساسية.
- في حالة استخدام الاقتراض على نطاق كبير، فإن الملاك يمكنهم الاحتفاظ بالسيطرة على المشروع بأقل قدر ممكن من الاستثمار.
- يتضخم العائد الذي يحققه الملاك في حالة تحقيق المشروع لعائد على الأموال المقترضة يفوق الفائدة المدفوعة عنها. فعلى سبيل المثال، إذا حققت الأصول عائدا قدره 6% في حين أن تكلفة الاقتراض كانت 4%، يكون هناك فرق قدره 2% يعود على الملاك.

وأكثر النسب شيوعا في الاستخدام ما يلي:

(1) مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص. ص. 164 - 165.

(2) بداح محسن السبيعي، العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في شركات المساهمة العامة الكويتية، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير، تخصص محاسبة، قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الكويت، 2012، ص. 15.

(3) محمد صالح الخناوي ورسمية قرياقص، الإدارة المالية " مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة نشر، ص. 244.

(4) عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص. 42.

1- نسبة الرفع المالي: وتستخدم هذه النسبة لقياس مدى اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على الأموال المقترضة. ويمكن احتسابها بالمعادلة التالية:⁽¹⁾

$$\text{نسبة الرفع المالي} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100$$

وتعتبر هذه النسبة مؤشراً لمدى توجه المؤسسة في تمويل أصولها من المصادر الخارجية للتمويل وارتفاعها يعتبر مؤشراً سلبياً، أما انخفاضها فإنه يوضح إمكانية المؤسسة المالية في تمويل استثماراتها والوفاء بالتزاماتها.

2- نسبة الديون إلى حقوق الملكية (نسبة الديون إلى الأموال الخاصة):

وتشير هذه النسبة إلى مدى قدرة أموال المؤسسة على تغطية الفوائد المترتبة على اقتراضاتها من الخارج قصيرة الأجل و طويلة الأجل. وهي تقاس بالمعادلة التالية:⁽²⁾

$$\text{نسبة الديون إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{مجموع الديون طويلة وقصيرة الأجل}}{\text{مجموع حقوق الملكية}} \times 100$$

ويعتبر انخفاض هذه النسبة مؤشراً إيجابياً يدل على قدرة حقوق الملكية الممثلة برأس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة في تغطية الديون الخارجية المترتبة على المؤسسة. كما أن هذه النسبة تمثل مدى المخاطرة المترتبة على الشركة إذا ما ارتفعت لأنها توضح الصعوبات المتوقعة للشركة في تغطية ديونها من مصادرها الخاصة.

3- معدل تغطية الفائدة: وتسمى أيضاً بعدد مرات تحقق الفائدة، وتوفر هذه النسبة صورة سريعة عن قدرة المؤسسة على دفع فوائد الديون بمعنى أنها تقيس عدد المرات التي يمكن فيها تغطية الفوائد من أرباح

(1) منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي "مدخل صناعة القرارات"، مطبعة الطليعة، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص. 256.

(2) علي خلف عبد الله، التحليل المالي واستخداماته للرقابة على الأداء والكشف عن الانحرافات، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير، قسم الإدارة، الأكاديمية العربية المفتوحة، الدنمارك، 2008، ص. 38.

المؤسسة مما يشير إلى هامش السلامة الذي يساعد الشركة على دفع الفوائد خلال فترة استحقاقها. وكلما زادت هذه النسبة دل ذلك على ثقة المقرضين بالمؤسسة.

ويتم حساب هذه النسبة بقسمة الربح قبل الفائدة والضريبة (إجمالي الدخل) على مجموع الفوائد، كما يلي: ⁽¹⁾

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

ويلاحظ أنه تم استخدام رقم الإيراد قبل الضرائب في حساب هذه النسبة، ويرجع ذلك إلى أن الضريبة تفرض على الدخل بعد استقطاع تكلفة الفائدة، وبالتالي فإن قدرة المشروع على سداد الفوائد الجارية لا تتأثر بالضريبة.

4- معدل تغطية الأعباء الثابتة: ويتم حساب هذه النسبة بقسمة الأرباح قبل استقطاع الأعباء الثابتة على مجموع هذه الأعباء وهي الفائدة والإيجار والاحتياطات السنوية لاستهلاك السندات والضرائب المرتبطة بهذه المخصصات. وهذه النسبة تكمل معدل تغطية الفائدة. ⁽²⁾

$$\text{معدل تغطية الأعباء الثابتة} = \frac{\text{الدخل المتاح للوفاء بالأعباء الثابتة}}{\text{الأعباء الثابتة}}$$

$$= \frac{\text{الفائض الإجمالي للاستغلال}}{\text{الفوائد + الإيجار + الإهلاك}}$$

إن تحليل معطيات الرفع المالي لا يوفر فقط المعلومات التي تتعلق بالنسب المشار إليها أعلاه، ذلك أن الرفع المالي يقاس أيضا بدرجة الرفع المالي.

⁽¹⁾ هلا بسام عبد الله الغصين، استخدام النسب المالية للتنبؤ بتعثر الشركات " دراسة تطبيقية على قطاع المقاولات"، مذكرة مقدمة للحصول على درجة الماجستير، قسم التسيير، تخصص إدارة أعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2004، ص. 51.

⁽²⁾ عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص. 46.

* **درجة الرفع المالي:** تشير إلى نسبة التغير في عائد السهم العادي نتيجة التغير بنسبة معينة في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب. وهي تقاس كما يلي: (1)

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{التغير في عائد السهم الواحد}}{\text{التغير في صافي الربح قبل الفوائد}}$$

أو:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{نتيجة الاستغلال - المصاريف المالية}}$$

إن ارتفاع درجة الرفع المالي يزيد من درجة المخاطرة المالية المحيطة بالمساهمين العاديين. ذلك لأن ارتفاعها يشكل سلاحاً ذو حدين. بمعنى أنه كما يمكن لارتفاع درجة الرفع المالي أن يعظم عائد السهم العادي في حالة ازدهار نشاط المؤسسة يمكنه أيضاً أن يخفض منه في حالة انكماش نشاطها، مما يوسع بالتالي مدى المخاطرة المالية المحيطة بالمساهمين العاديين والتي تعبر عن حالة عدم التأكد المحيطة بعائد السهم العادي.

المطلب الثالث: مزايا وعيوب الرفع المالي

للرفع المالي مجموعة من المزايا والعيوب نذكر منها: (2)

1- مزايا الرفع المالي: يحقق الرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أعلى من تكلفة الاقتراض الميزات التالية:

- ✓ تحسین العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض و مردود الاستثمار.
- ✓ المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة.
- ✓ عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة (عدا ما يدفع في شكل فوائد للمقترضين).
- ✓ الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للتنازل من الضريبة.
- ✓ في فترات التضخم يتم اقتراض الأموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل.

(1) منير شاكر محمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص. 257.

(2) مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص. ص. 400-401.

- ✓ الاقتراض بحكمه يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا أمر هي بحاجة إليه دائما خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من الاقتراض.
- 2- عيوب الرفع المالي: في مقابل مجموعة من الميزات هذه، هناك مجموعة أخرى من السلبيات إذا ما تم الرفع المالي في ظل عائد على الموجودات أقل من تكلفة الاقتراض:
 - ✓ انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من تكلفة الاقتراض.
 - ✓ احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة.
 - ✓ في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة.
 - ✓ قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إيذاء سمعة المؤسسة الائتمانية والحد من قدرتها على الاقتراض.

خلاصة الفصل الأول:

تعتمد المؤسسة على مجموعة من المعايير في اختيار هيكلها المالي، وهذا من أجل تحقيق أهدافها الاستراتيجية وخاصة ما يتعلق بتعظيم قيمتها، فنظرا لاعتبار المؤسسة مركزا لاتخاذ القرار، وكذا التداخل الكبير بين مختلف القرارات التي تتخذها المؤسسة، خاصة منها القرارات الاستثمارية وعلاقتها الوثيقة بالقرارات التمويلية وفي ظل الاقتصاد الحر وتوفر البدائل التمويلية، تعتمد المؤسسة إلى دراسة ومقارنة هذه البدائل وذلك فيما تسمح بها إمكانياتها وعملا على تغطية حاجاتها.

وتلعب التكلفة هنا دورا أساسيا في تحديد مجموعة المصادر التي يمكن للمؤسسة الاعتماد عليها، فالمزيج التمويلي الذي تهدف المؤسسة إلى تكوينه لا بد أن تكون تكلفته أدنى ما يمكن، مما يسمح لها بتعظيم عوائدها. ولا بد لها أن تختار وتنتهج سياسة مالية كفيلة بتوجيه مختلف الموارد المالية الأقل تكلفة إلى استخدامات ذات مردودية. ليس هذا فقط، بل وكذلك محاولة المؤسسة التنسيق بين مواردها واستخداماتها، بهدف تحقيق التوازن المالي، ذلك لأن الإخلال بذلك سيؤدي بالمؤسسة حتما إلى أزمة خزينة - عاجلا أم آجلا - سببها الخطأ في السياسة التمويلية.

إن زيادة الرفع المالي في فترة زمنية يعتمد أساسا على الهيكل المالي المكتسب من طرف المؤسسة، وهذا يسوقنا بالتالي إلى أهمية التعرف على مدى تأثير الرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة، وهذا ما سنتناوله في الفصل الثاني.

مقدمة الفصل الثاني:

من بين العوامل المحددة لمستوى الأداء في المؤسسة هو هيكل التمويل بالرغم من أن دوره معقد ومحل جدل كبير، ولذلك يسعى المسير المالي لاختيار مكوناته بعناية حيث يستند في ذلك لمجموعة من المؤشرات والعوامل أهمها أثر الرفع المالي. حيث أن الميزة الأساسية لهذا الأخير هي ثبات التكلفة، وقد يلجأ المسير المالي للرفع المالي لتدعيم الأموال الخاصة وتحقيق أرباح ولكن التوسع في استخدامه قد ينعكس سلباً على المؤسسة ويوقعها في مخاطر مالية.

لذلك سنحاول في هذا الفصل معرفة أثر الرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة من خلال

ثلاث مباحث:

المبحث الأول: تأثير الرفع المالي على تكلفة التمويل

المبحث الثاني: تأثير الرفع المالي على المردودية المالية

المبحث الثالث: الرفع المالي والمخاطرة المالية

المبحث الأول: تأثير الرفع المالي على تكلفة التمويل

لقد تباينت الآراء والمداخل حول تأثير الرفع المالي على تكلفة التمويل، فإذا سلمنا بأن الرفع المالي يؤثر على تكلفة التمويل فمعنى ذلك أننا نسلم بوجود هيكل مالي مثالي والذي يمثل تشكيلة الأموال التي تدني تكلفة الأموال المرجحة إلى أدنى حد ممكن لها. غير أن هذه الفكرة غير مقبولة عند الكثيرين حيث توجد وجهات نظر ومداخل مختلفة ناقشت هذه الفكرة، من بينها ما يعرف بالمنظور التقليدي الذي يضم كل من مدخل صافي الربح وصافي ربح العمليات والمدخل التقليدي، أما من المنظور الحديث فهناك مدخل ميلر ومودكلياني.

المطلب الأول: مدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات

إن مشكلة اختيار هيكل مالي قد أثارت جدلا حادا من خلال وجهات النظر المتناقضة بين كتاب الإدارة المالية والتي بدأت تظهر بعد سنة 1952 حيث قام أحد المفكرين في مجال الإدارة المالية DAVID DURAN بعرض أسلوبين متطرفين لتقييم قيمة المؤسسة من خلال اعتمادها على القروض في تكوين هيكلها المالي ومدى تأثير ذلك على تكلفة التمويل، وهما أسلوب صافي الربح وأسلوب صافي ربح العمليات.

1- مدخل صافي الربح:

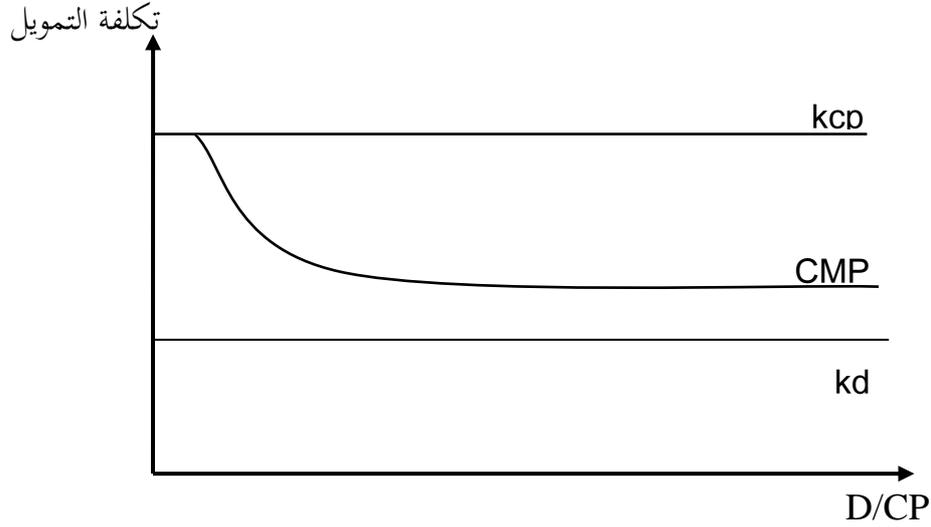
إن الفرض الأساسي لهذا المدخل يتمثل في ثبات كل من تكلفة الديون والأموال الخاصة، واستقلالهما عن الهيكل المالي، مما يعني أن تغيير نسبة الرفع المالي (D/CP) في الهيكل المالي لا يترتب عنه تغير في معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين (مقرضين، ملاك)، وهذا معناه أن المستثمرين لا يتغير إدراكهم للخطر بالزيادة في استخدام القروض في الهيكل المالي.

وبما أن تكلفة الاقتراض (kd) تكون عموما أقل من تكلفة حقوق الملكية (ke)، فإن التصرف العقلاني هو محاولة الرفع من حصة المصدر الأقل تكلفة وهذا عن طريق زيادة استخدام القروض، والذي يؤدي بالضرورة إلى تخفيض التكلفة الكلية للأموال (CMP).⁽¹⁾

(1) عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص. ص. 80-81.

ويمكن توضيح تحليل هذا المدخل من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): تأثير الرفع المالي على تكلفة التمويل حسب مدخل صافي الربح



المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص. 431.

من الشكل السابق، نلاحظ أن معدل تكلفة الأموال الكلية (CMP) تنخفض كلما زادت نسبة الاستدانة، وتظل هذه التكلفة في الانخفاض إلى أن تصل إلى أدناها وتتعاقد مع تكلفة أموال الاقتراض، وهذا يعني أن مدخل صافي الربح يشير إلى أن أفضل هيكل تمويلي هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من القروض. ويتحقق الهيكل المالي المثالي عندما يتم تمويل المؤسسة بالكامل عن طريق الديون.

يعاب على هذا المدخل ما يلي:⁽¹⁾

– تجاهله للعلاقة الطردية بين نسبة الاقتراض وحجم المخاطر التي يتعرض لها الملاك والدائنين، إذ من المتوقع أن يرتفع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضون ومعدل العائد الذي يطلبه الملاك، كلما ارتفعت نسبة الاقتراض وبالتالي ارتفاع المخاطر.

– يعاني هذا المدخل من نقطة ضعف تتمثل في افتراض ثبات كل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة، هذا الثبات يدل على أن المقرضين لا يوجد لديهم أي رد فعل عند تغير الهيكل المالي للمؤسسة ولا يغيرون في مطالبهم تبعاً لهذه التغيرات.

– وإذا نظرنا إلى تحليل مدخل صافي الربح لوجدنا أن تجاهله لتلك المخاطر يتماشى تماماً مع الافتراضات التي يقوم عليها، لكن هذا التحليل لا وجود له في الواقع العملي.

2- مدخل صافي ربح العمليات:

إن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي أي زيادة حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك) وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لابد وأن يطلبوا معدل عائد على استثماراتهم أكبر، تعويضاً عن المخاطرة الإضافية. وبما أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك يمثل تكلفة التمويل الممتلك لذلك فإن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي.

إن هذا الارتفاع في تكلفة التمويل يعوضه الانخفاض في تكلفة التمويل المقترض الأمر الذي يجعل تكلفة الأموال الكلية ثابتة لا تتغير.⁽²⁾

⁽¹⁾ العديد من المراجع أهمها:

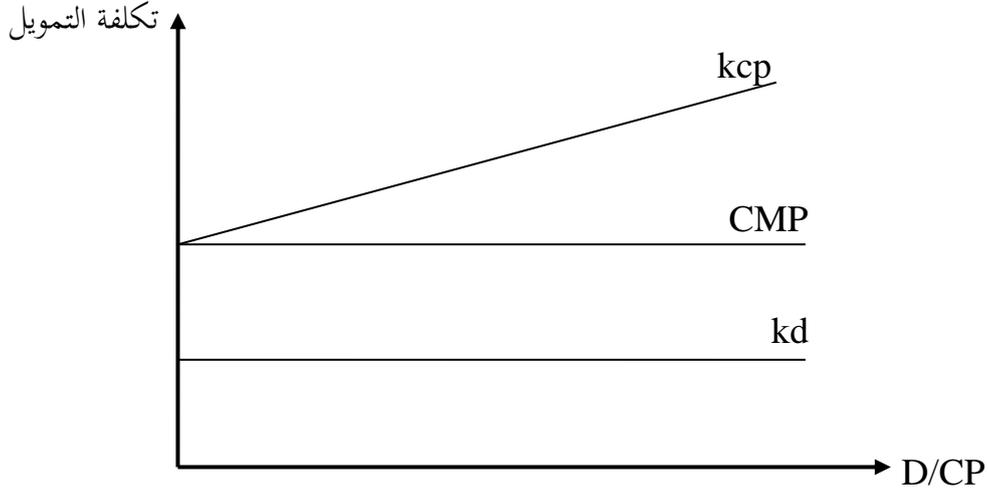
– مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية "دراسة نظرية تحليلية"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 31، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر، جوان 2009، ص. 155.

– عدوي هاجر، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية "دراسة حالة سونغاز"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011، ص. 74.

⁽²⁾ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، الطبعة الثانية، 2008، ص. 540.

وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-2): تأثير الرفع المالي على تكلفة التمويل حسب مدخل صافي ربح العمليات



المصدر: عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص. 169.

إن الشكل السابق يفترض زيادة المخاطر التي يتعرض لها الملاك كلما زادت نسبة الاقتراض، ومن ثم نتوقع أن يرتفع معدل العائد الذي يطلبونه على استثماراتهم. ومنه، فإن ثبات تكلفة الاقتراض يؤدي في النهاية إلى ثبات تكلفة الأموال، بسبب أن ارتفاع تكلفة الأموال نتيجة ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة - الناتجة عن زيادة القروض - سوف يقابلها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على القروض ذات التكلفة الأقل.

الانتقادات التي يمكن توجيهها لمدخل صافي ربح العمليات هو إهماله للمخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المقرضين بسبب زيادة نسبة الاقتراض، أي لا أثر للرفع المالي على التكلفة الكلية للأموال (ثابتة)، مما يعني أن القرارات المتعلقة بتغيير الهيكل المالي (نسبة الاقتراض و حقوق الملكية) لا أهمية لها. كما أنه لم يقدم أي تفسير حول سلوك المستثمرين حيث اقتصر على تحديد علاقات وصفية فقط.⁽¹⁾

⁽¹⁾ مليكة زغيب، مرجع سبق ذكره، ص. 157.

المطلب الثاني: المدخل التقليدي

يؤيد هذا المدخل وجود هيكل مالي أمثل حيث أنه يفترض وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى أدنى حد وعندها تصل قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى، وهذا من خلال الاستعمال الرشيد للأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤسسة.

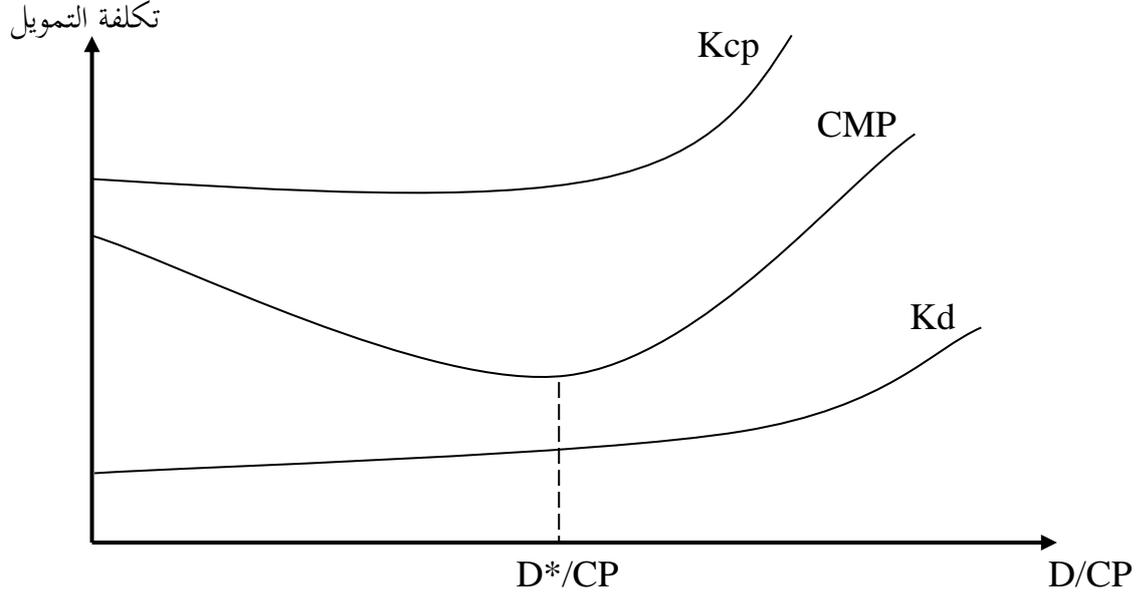
1- في حالة عدم وجود ضرائب:

يقوم تحليل التقليديون على افتراض أن زيادة نسبة الرفع المالي (D/CP) سينتج عنها ارتفاع في معدل العائد الذي يطلبه الملاك بسبب ارتفاع المخاطر التي يتعرضون لها، وبالتالي زيادة تكلفة أموال الملكية و هذا ما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال الكلية لأن الانخفاض في تكلفة الاقتراض يفوق الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة. ويستمر هذا الانخفاض في تكلفة الأموال حتى بلوغ نسبة الاقتراض إلى حد معين ثم تأخذ في الارتفاع التدريجي من جديد. ويطلق على نسبة الاقتراض التي يتحول عندها اتجاه تكلفة الأموال " بنسبة الاقتراض المثالية " (D*/CP).⁽¹⁾

والشكل الموالي يوضح ذلك:

⁽¹⁾ Hamed Ahmadina & others, **A comprehensive review on Capital Structure Theories**, the Romanian Economic journal, number 45, Islamic Azad university, Iran, September 2012, p p.10-11.

الشكل رقم (2-3): العلاقة بين الرفع المالي و تكلفة التمويل حسب المدخل التقليدي



SOURCE : Justina Franc, **Does Dividend Policy Follow the Capital Structure Theory?**, Managing Global Transitions Journal, number 04, University of Life Science, Poland, 2009, p. 370.

نلاحظ من خلال الشكل انخفاض تكلفة التمويل مع التوسع في الاعتماد على القروض (الرفع المالي) في الهيكل المالي للمؤسسة، وهذا إلى غاية نقطة محددة (D^*/CP) والتي تمثل الهيكل المالي الأمثل، إذ تؤدي الزيادة بعدها في الاستدانة إلى ارتفاع تكلفة التمويل، ويرجع ذلك إلى إلغاء تكلفة التمويل بالملكية لمزايا الرفع المالي نتيجة ارتفاع المخاطر.

2- حالة وجود ضرائب:

إن إدخال عنصر الضرائب لا يترتب عليه تغيير في النتائج الأساسية المستخلصة في ظل عدم وجود ضرائب. فما زال يوجد أيضا هيكل مالي مثالي يتحدد عند النقطة التي تصل فيها التكلفة الكلية إلى حدها الأدنى وأيضا تصل قيمة المنشأة إلى أقصاها. إلا أن الاختلاف الذي يمكن أن نجده في حالة وجود الضرائب مقارنة بالحالة الأولى (عدم وجود ضرائب) هي أن التكلفة الكلية للمؤسسة في ظل وجود الضرائب ستكون أقل منها في حالة عدم وجودها.⁽¹⁾

⁽¹⁾ محمد صالح الحناوي ورسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص. 322.

بالنظر إلى المدخلين السابقين يلاحظ أن المدخل التقليدي جمع بينهما إلى حد ما، حيث يؤيد مدخل صافي ربح في عدم وجود هيكل مثالي، كما أنه يرى أن الافتراض هو المصدر الأقل تكلفة وبالتالي فهو يؤيد مدخل صافي ربح العمليات، ولكن هذا التأييد في حدود معينة من الافتراض دون إفراط ولا تفريط. وبالتالي فإنه مقارنة مع المدخلين السابقين فهو الأقرب إلى الواقع.

المطلب الثالث: مدخل ميلر و مودكلياني (M&M)

ظل الفكر التقليدي سائدا حتى ظهور المقالة الشهيرة أو ما يسمى بنظرية أرباح الاستغلال لميلر ومودكلياني سنة 1958، اللذان وجها انتقادات شديدة للفكر التقليدي بخصوص أمثلية الهيكل المالي، حيث يستبعد (M&M) فكرة الهيكل المالي المثالي، وبالتالي لا أثر لأسلوب التمويل على تكلفة التمويل، ولقد اعتمدا في تحليلهما على مجموعة من الفروض تم دمجها في مقترحين:

1- في ظل عدم وجود ضرائب

لقد اعتبر كل من ميلر ومودكلياني أن مدخل صافي ربح العمليات هو المدخل المقبول كما أنهم اعتبروا أيضا ويركز هذا المدخل على الافتراضات التالية:⁽¹⁾

1- يتم تداول الأوراق المالية في ظل سوق كاملة (كفاءة)، وهذا يعني بالتحديد:

- أ- أن للمستثمرين كامل الحرية في بيع وشراء الأوراق المالية.
- ب- يمكن للمستثمرين الاقتراض دون أي قيود وبنفس الشروط التي يمكن أن تقترض بها المؤسسات.
- ج- يتصف المستثمرون بدرجة عالية من الرشء، وهذا يتضمن أن تكاليف العمليات (تكاليف شراء وبيع الأوراق المالية) غير موجودة.

2- يمكن تقسيم المؤسسات إلى مجموعات تنتمي لشرائح خطر متجانسة. حيث تنتمي المؤسسات إلى شرائح خطر متجانسة، إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص الخطر، وهذا يعني بوجه عام وفقا لفروض مودكلياني و ميلر، إن المؤسسات في نفس الصناعة تكون شريحة متجانسة من حيث الخطر.

3- تتبع المؤسسات سياسة توزيع تقضي بتوزيع كل أرباحها وبمعنى آخر لا يوجد أرباح محتجزة.

4- لا يوجد ضريبة على دخل الشركات.

⁽¹⁾ محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية " التحليل المالي للمشروعات الجديدة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص. ص.

ومن منطلق الافتراضات السابقة بنى كل من ميلر ومودكلياني فكرتهما والتي مفادها أن تكلفة التمويل الكلية في المؤسسة ثابتة (تكلفة التمويل الكلية مستقلة عن تحركات الهيكل المالي) فهي لا تستجيب لأي تغيرات في مستوى الديون أو أموال الملكية، فيما يرون أن تكلفة أموال الملكية المتمثلة في معدل العائد الذي يطلبه المساهمون، متغير تابع للهيكل المالي حيث ترتفع مع كل زيادة في معدل المديونية (الرفع المالي) لكن هذا الارتفاع يلغيه الانخفاض الناتج عن زيادة الاعتماد على مصادر ذات تكلفة منخفضة نسبيا (القروض) وبالتالي فهي تشبه مدخل صافي ربح العمليات.⁽¹⁾

ولقد استندا (M&M) في تحليلهما على عملية «المراجعة» والتي تقوم فكرتها على أنه: «إذا كان هناك اختلاف في قيمتي المؤسستين محل الدراسة، فإن المساهمين في رأس مال المؤسسة المعتمدة للاستدانة سيرون أنه من فائدتهم بيع أسهمهم،⁽²⁾ ويقترضون أموالا إضافية على حسابهم الشخصي (رفع مالي شخصي) بنفس معدلات الفائدة التي تستطيع بها الشركات الاقتراض،⁽³⁾ واستبدالها بأسهم المؤسسة الأخرى التي لا تعتمد الاستدانة مما يؤدي بالضرورة في الأخير إلى التماثل في قيمتها، وبذلك يمكن الحفاظ على التوازن في السوق.»⁽⁴⁾

والشكل التالي يوضح وجهة نظر (M&M) في ظل عدم وجود ضرائب:

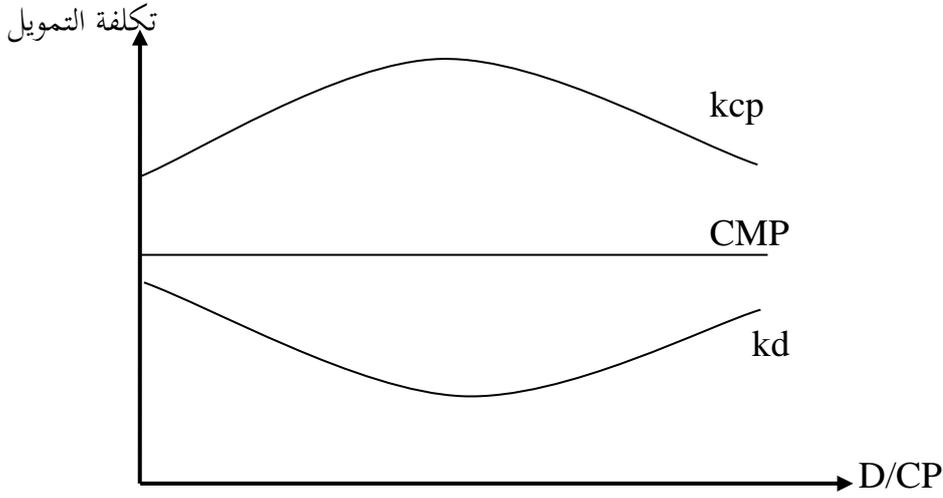
(1) Milton Harris & Artur Raviv, **The Theory of Capital Structure**, The Journal of Finance, n° 1, American Finance Association, 1991, p.p. 297- 298.

(2) دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي "الإسهامات النظرية الأساسية"، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2006، ص. 110.

(3) محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص. 364.

(4) اوجين بريجهام وميشال ايرهاردت، الإدارة المالية "النظرية والتطبيق العملي"، ترجمة سرور علي ابراهيم سرور، الجزء الثاني، دار المريخ للنشر، الرياض، 2009، ص. 840.

الشكل رقم (2-4): أطروحة (M&M) في ظل عدم وجود ضرائب



المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.371.

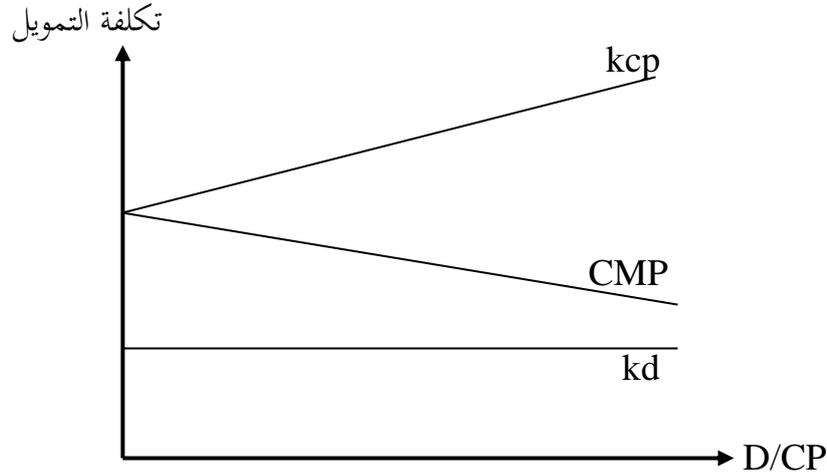
من الشكل يتضح أن المؤسسة يمكنها تبني أي هيكل مالي، لأن ذلك لن يؤثر على تكلفة الأموال حيث نلاحظ أنه لا أثر للرفع المالي على تكلفة التمويل أو يمكن القول بأن الرفع الشخصي قد ألغاه.

5- في ظل وجود ضرائب:

أدرك ميلر ومودكلياني في دراستهما عام 1963 أن إسقاط فرضية عدم وجود ضريبة على دخل الشركات من شأنه ألا يحافظ على ما توصلا إليه من قبل ذلك من ثبات تكلفة الأموال للشركة المستخدمة للاقتراض. وأن وجود ضريبة على دخل الشركات سوف يترتب عليه أن تنخفض تكلفة الأموال في المؤسسة التي يتكون هيكلها من قروض وحقوق الملكية بسبب الوفر الضريبي الذي تمنحه القروض، عن أخرى مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر غير أنها ممولة بالكامل عن طريق الملاك.⁽¹⁾ والشكل الموالي يوضح هذا التحليل:

(1) P. VERNIMMEN, *Finance d'entreprise*, Dalloz, Paris, 5^{ème} éditions, 2002, p.74.

الشكل رقم (2-5): تكلفة التمويل حسب (M&M) في ظل وجود ضرائب



Source : Aswath Damodaram, *Finance d'entreprise*, De Boech & Larcier sa, Bruxelles, 2^{ème} édition, 2006, p. 748

ويؤكد (M&M) أنه لا ينبغي أن يزيد أو يقل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة والمؤسسة غير المقترضة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية. وإذا حدث العكس، فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين المؤسستين.

وفي محاولة جديدة لإعادة القوة إلى وجهة نظر (M&M) أضاف ميلر في تحليل انفراد به بنفسه سنة 1977 أن خاصية الوفر الضريبي تتلاشى بسبب الضرائب الشخصية التي يدفعها المستثمرون (حملة الأسهم والسندات) على الأرباح المحققة. وقد توصل إلى وجود حجم توازني للديون على المستوى القومي في ظل افتراضات معينة. ومن هنا بدأ التعارض مرة أخرى في هذا المدخل، حيث انتهى بعدم وجود هيكل مالي أمثل وبالتالي ثبات التكلفة الكلية بغض النظر عن نسبة الاقتراض.

مما سبق يمكننا تقديم بعض الانتقادات التي وجهت لنموذج (M&M) كما يلي:⁽¹⁾

— عدم واقعية افتراض وجود أسواق كاملة، كما أن المستثمرين لا يتصرفون دائما برشد وكذا عدم إمكانية المؤسسة والأفراد الحصول دائما على المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرارات المثلى عن القيمة.

⁽¹⁾ مليكة زغيب، مرجع سبق ذكره، ص. ص. 191 - 192.

- بساطة النموذج لدرجة عدم أخذه بعين الاعتبار تكاليف المعاملات المالية التي قد تحدّ من مقدرة المستثمر على تنفيذ عملية المراجعة.
- ليس من الصحيح أن الرفع المالي الشخصي هو بديل للرفع المالي للمؤسسة فوجود مسؤولية محدودة للشركات مقابل مسؤولية غير محدودة للأفراد تضع كل من الشركات والأفراد في مواضع مختلفة داخل سوق رأس المال. فإذا اقتربت الشركة المقترضة من الإفلاس فسوف يفقد المستثمرون جزء من ثروتهم المستثمرة في الشركة، أما إذا استخدم المستثمر رفعا ماليا شخصيا فإنه في حالة تعرضه للإفلاس فقد يفقد استثماراته في الشركة بل قد يمتد ذلك ليشمل جزءا من ثروته الشخصية، وهو ما يعني أن المستثمر في ظل عملية الرفع المالي الشخصي يتعرض لدرجة مخاطر أكبر.
- مخاطر زوال المنشأة: يترتب عن وجهة نظر (M&M) احتمال زيادة نسبة القروض بالهيكل المالي بشكل كبير مما يشكل خطرا على المؤسسة بسبب كبر مبالغ الفوائد، وعدم إمكانية تغطيتها خاصة في فترات الكساد.

المبحث الثاني: أثر الرفع المالي على المردودية المالية

إذا كانت الأرباح وليدة مجموعة من الأنشطة والعمليات التي تتعلق بدورة استغلال المؤسسة فمن المؤكد أن اهتمام الإدارة المالية في مجال تحقيق المردودية لا بد وأن ينصب بشكل مباشر على تحليل أثر الرفع المالي خاصة في مجال تقييم مردودية المؤسسة في استغلال رأس المال بالشكل الذي يوفر أفضل قدر ممكن من تغطية احتياجات المؤسسة وتغطية الديون الخارجية وفوائدها.

المطلب الأول: المردودية المالية والمردودية الاقتصادية

المردودية في مفهومها العام، تعني قدرة الأموال الموظفة أو المستثمرة على تحقيق عوائد مالية، وبالتالي نستطيع القول أن مردودية المؤسسة تتمثل في قدرتها على تحقيق أرباح من مجموع الموارد المالية الموضوعة تحت تصرفها. والمردودية عدة أنواع ولكن في دراستنا نخص بالذكر نوعين فقط هما المردودية المالية والمردودية الاقتصادية.

1- المردودية الاقتصادية: هناك العديد من التعاريف التي وردت في هذا المفهوم نذكر منها:

«هي عبارة عن نسبة النتيجة إلى رأس المال الاقتصادي المستعمل من طرف المؤسسة وتستعمل في تقييم فعالية الوسائل الاقتصادية من خلال النتائج المتحصل عليها وهو ما يعكس صورة تسيير المؤسسة وقراراتها الاستراتيجية وموضعها التنافسي والتعامل الجيد لأصولها.»⁽¹⁾

«تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي، وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية المالية.»⁽²⁾

«هي صافي الدخل المحقق لكل دينار واحد مستثمر من رأس المال الاقتصادي (مجموع الأصول للشركة).»⁽³⁾

من التعاريف السابقة نستخلص أن المردودية الاقتصادية هي العلاقة بين النتيجة الاقتصادية التي تحققها المؤسسة ومجموع الأموال التي استعملتها. قد يعبر عن النتيجة الاقتصادية بالفائض بنتيجة الاستغلال، أما الأموال المستخدمة في تحقيق هذه النتيجة فيعبر عنها عادة بأصول المؤسسة. تقاس المردودية الاقتصادية بالعلاقة التالية:⁽⁴⁾

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية (Re)} = \text{نتيجة الاستغلال} / \text{الأصول الاقتصادية}$$

تقيس هذه العلاقة مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال.

(1) Hutin.H, **Toute la finance d'entreprise en pratique**, Edition d'organisation, Paris, 2002, P.P. 137-138.

(2) رقية شطبي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية و مؤشرات تقييميه " دراسة حالة ملينة نوميديا قسنطينة"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص استراتيجية مالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2011، ص. 108.

(3) هدى بن محمد، تحليل ملاءة ومردودية شركات التأمين " دراسة حالة الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004-2005، ص. 85.

(4) Antoine Moulin, **L'analyse de la rentabilité**, du site : <http://www.ebookbrowse.com/rentabilite-synthese-pdf-d421574426>, vue le: 22/01/2013.

2- المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة): تعرف على أنها:

«تعرف أيضا بمردودية الأموال الخاصة وهي عبارة عن صافي الدخل المحقق لكل دينار واحد من الأموال الخاصة، وتسعى الشركات إلى تعظيم هذه المردودية لتوزيع المزيد من الأرباح على المساهمين بالإضافة إلى تدعيم مركزها المالي.»⁽¹⁾

«تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والتدفقات المالية، حيث تأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية. وهي عبارة عن القدرة الكسبية أو الربحية لرؤوس الأموال المستثمرة، لأن واجهتها تتركز على مصادر التمويل الموزعة بين مصادر خاصة ومصادر أجنبية دون اعتبار لاستخدامها، ومن ثم تأخذ في الحسبان كل ما يخص المساهمين أو الملاك بصفة عامة.»⁽²⁾

«هي أهم المؤشرات التي يمكن للمؤسسة من خلالها معرفة مدى قدرتها على توفير السيولة بغرض توفير وسائل الإنتاج اللازمة من جهة وخلق تنمية ذات قاعدة متينة من جهة أخرى.»⁽³⁾

مما سبق نستخلص أن المردودية المالية هي العلاقة بين النتيجة التي حققتها المؤسسة والأموال الخاصة، فهي تقيس العائد المالي المتحقق من استثمار أموال أصحاب المؤسسة، وبواسطتها تستطيع المؤسسة العمل على قياس مدى قدرتها المالية للقيام بمشاريعها.

يمكن حساب المردودية المالية بالعلاقة التالية:⁽⁴⁾

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

حيث تحدد هذه العلاقة، مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع مستوى الأموال الخاصة، ويمكن بقراءة معمقة تعريف مردودية الأموال الخاصة على أنها المردودية الاقتصادية عند مستوى استنادة معدوم.

(1) Brahim Sansri, **Analyse financière**, Edition CHIHAB, Alger, 1996, P. 30.

(2) الياس بن ساسي و يوسف قريشي، **التسيير المالي " الإدارة المالية"**، الجزء الأول، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثانية، 2011، ص. 283.

(3) Stéphane Griffiths, **Gestion financière**, Edition Chihab Eyrolles, Alger, 1996, p. 81.

(4) Jérôme Cab et Jacky Koehl, **Analyse financière**, Edition Pearson éducation & E- Node, France, 2003, P. 111.

المطلب الثاني: مبدأ أثر الرفع المالي

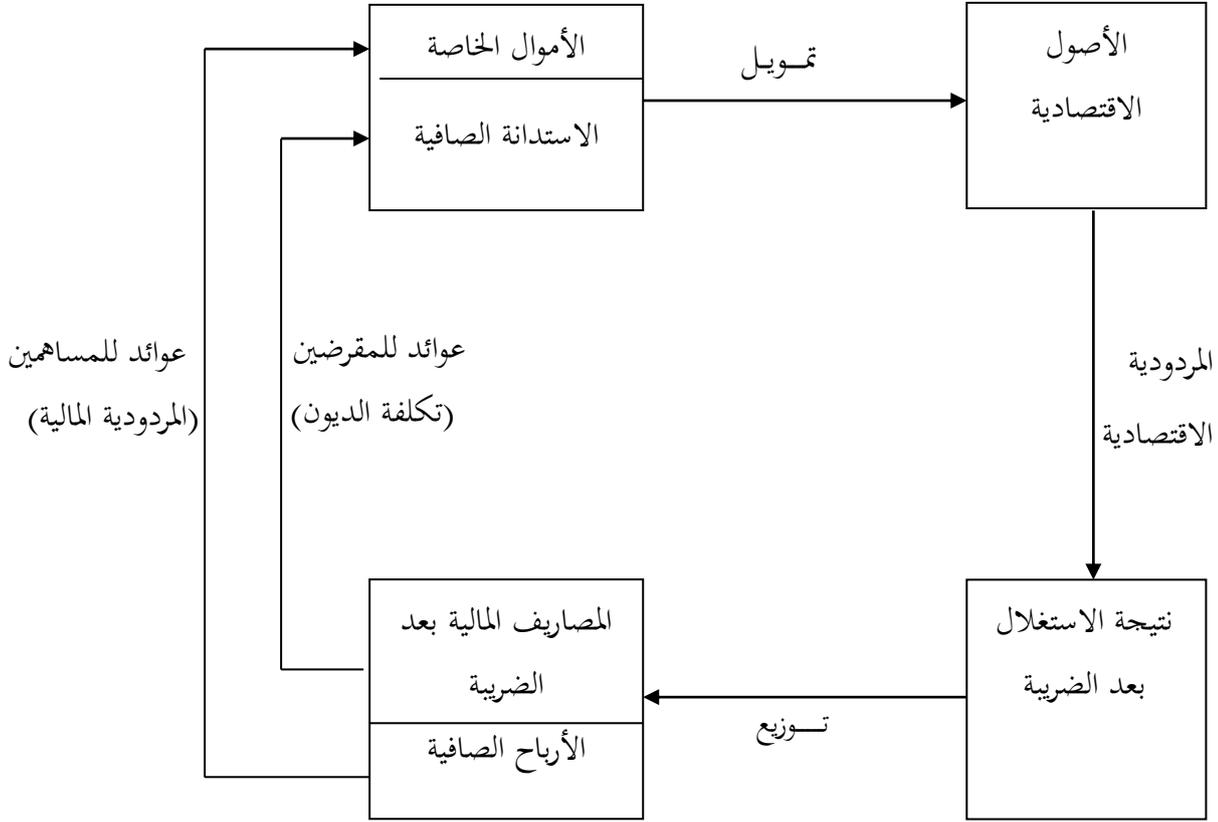
إن المردودية الاقتصادية والمردودية المالية مؤشرين غير متساويين في القيمة إلا في حالات خاصة، ويعود السبب في عدم التساوي إلى وجود أثر الرفع المالي هذا الأخير يتمثل في الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية. ويسمح أثر الرفع المالي بمعرفة الأثر الإيجابي أو السلبي لديون المؤسسة على مردوديتها المالية.

يقوم مبدأ أثر الرفع المالي على مبدأ بسيط، فهو نتاج المرونة المكافئة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة (الديون)، فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين، حيث نكون أمام حالة رفع مالي ايجابي، أما في الحالة العكسية أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تنخفض مردودية المساهمين ويصبح الرفع المالي سلبي. إذا يمكن تفسير أثر الرفع المالي بمعدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصول الاقتصادية وتكلفة الدين.⁽¹⁾

والشكل الموالي يوضح هذا المبدأ وكيفية توزيع الثروة الناتجة عن تمويل الأصل الاقتصادي:

⁽¹⁾ Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, Edition DALLOZ, Paris, 7^{ème} édition, 2009, P.310.

الشكل رقم (2-6): العلاقة بين الرفع المالي والمردودية



المصدر: دادن عبد الغاني، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006، ص. 45.

من خلال الشكل، يظهر بأن دورة تكوين الثروة تبدأ بتمويل الأصول الاقتصادية بمزيج من الأموال الخاصة والديون، وكنتيجة لاستغلال الأصول تتكون نتيجة الاستغلال، والتي تقسم بين المصاريف المالية تتمثل في عوائد للمقرضين وأرباح موزعة على المساهمين، والباقي يمثل الأرباح الصافية التي يعاد استثمارها من جديد، وبهذا يتحدد أثر الرفع المالي بالفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، إذ يلعب دورا كبيرا في تحديد زيادة مردودية الأموال الخاصة عن طريق الرفع في المردودية الاقتصادية.

المطلب الثالث: قياس أثر الرفع المالي على المردودية المالية

أثر الرفع المالي لا يتواجد إلا إذا كان هناك اقراض أو قروض يعكس نقطة تلاقي الاقتراض على المردودية المالية. فكلما زاد اعتماد المؤسسة على المصادر الخارجية لتمويل رأسمالها تزداد درجة الرفع المالي والعكس.

إن العلاقة بين المردودية المالية أثر الرفع المالي تكتب من الشكل: ⁽¹⁾

$$R_{cp} = [Re + (Re-i) D/CP] (1-t) \dots(1)$$

حيث:

Rcp: مردودية الأموال الخاصة

D: الديون

Re: المردودية الاقتصادية

i: معدل الفائدة (تكلفة الديون)

CP: الأموال الخاصة

t: الضريبة على أرباح الشركات

(Re-i): الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة.

D/CP: ذراع الرفع المالي (الديون/ الأموال الخاصة).

(Re-i)D/CP: أثر الرفع المالي.

من المعادلة (1) نستخلص: ⁽²⁾

$$\text{المردودية المالية} = \text{المردودية الاقتصادية} + \text{أثر الرفع المالي}$$

إذن أثر الرفع المالي هو عبارة عن المقدار الذي سوف يترجم المردودية الاقتصادية إلى مردودية

مالية فعلا. ⁽³⁾ والمنحنى الموالي يوضح أثر الرفع المالي:

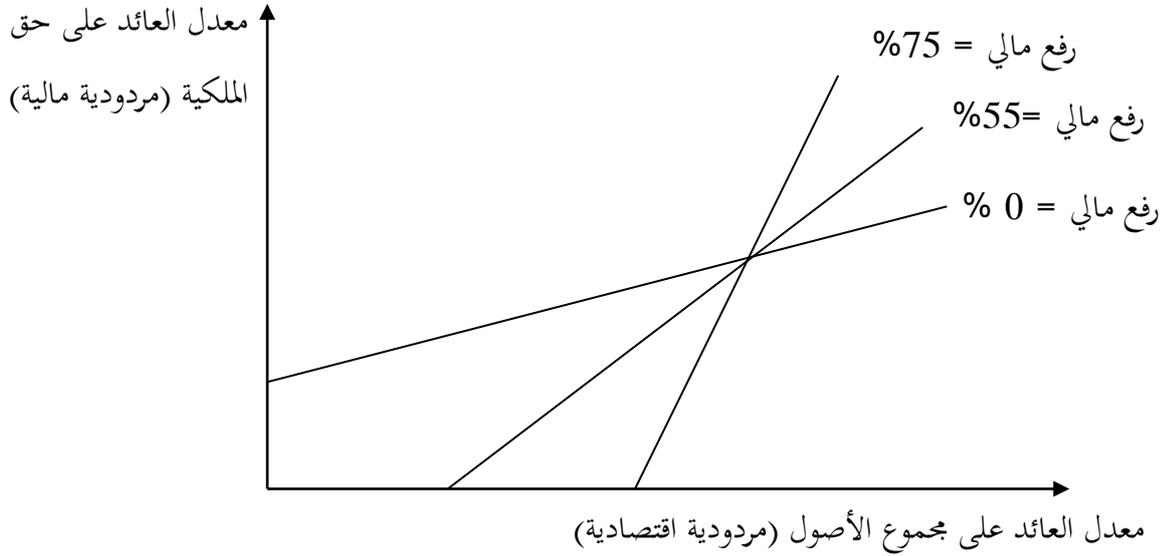
⁽¹⁾ K. CHIHA, **Finance d'entreprise**, Edition Houma, Alger, 2009, P. 98.

⁽²⁾ Norbert Guedj, **Finance d'entreprise**, Edition D'organisation, Paris, 2^{ème} édition, 2001, p. 377.

⁽³⁾ دادن عبد الغاني وآخرون، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات ص وم والرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي، الندوة التدريبية الدولية حول " تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، ورقلة، 25-28 ماي 2003، ص. 10.

شكل رقم (2-7): العلاقة بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية في ظل

معدلات رفع مالي مختلفة



المصدر: محمد صالح الحناوي ونحال فريد مصطفى، الإدارة المالية " التحليل المالي لمشروعات الأعمال"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص. 308.

من المعادلة رقم (1) و الشكل نستنتج حالات أثر الرفع المالي التالية:⁽¹⁾

1- حالة المؤسسة عديمة الاستدانة:

$D=0$: وهي حالة نادرة الحدوث على أرض الواقع وعندها تمول الاحتياجات المالية حصرا بواسطة التمويل الذاتي والرفع في رأس المال، في هذه الحالة لا يوجد أثر للرفع المالي، وبالتالي تتساوى المردودية المالية مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح.

2- حالة المؤسسة المستدينة:

✓ اذا كان $(Re > i)$: فإن أثر الرفع المالي موجب ومنه يمكن تحسين المردودية المالية بزيادة الرفع المالي D/CP أي أن زيادة اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة.

⁽¹⁾ Georges Depallens et Jean- Pierre Jobard, **Gestion financière de l'entreprise**, Sirey, Paris, 10^{ème} édition, 1990, p. p. 348- 350.

- ✓ اذا كان $(Re=i)$: فإنه لاوجود لأثر الرفع المالي، وحينها تتوحد دلالة كل من المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، وهي نفس حالة انعدام الاستدانة.
- ✓ اذا كان $(Re<i)$: عند تحقق هذه الحالة، يكون أثر الرفع المالي سالب حيث تنخفض مردودية الأموال الخاصة بزيادة اللجوء إلى الاستدانة، وذلك بسبب ارتفاع المصاريف المالية.
- يمكن تلخيص الحالات السابقة في الجدول التالي:

جدول رقم (2-1): حالات أثر الرفع المالي والصياغة الرياضية لها

الصيغة الرياضية	أثر الرفع المالي	حالة المؤسسة
$D=0 \longleftrightarrow R_{cp} = Re (1-t)$	معدوم (لا يوجد)	م. عديمة الاستدانة ($D = 0$)
$Re>i \longleftrightarrow R_{cp}-Re = (Re-i) D/CP > 0$	موجب	م. مستدينة ($D \neq 0$)
$Re = i \longleftrightarrow R_{cp} = Re (1-t)$	معدوم (لا يوجد)	
$Re < i \longleftrightarrow R_{cp}-Re = (Re-i) D/CP < 0$	سالب	

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على المعطيات السابقة

مما سبق يمكن أن نستخلص علاقة الرفع المالي بالنتيجة التي تحققها المؤسسة والتي نوضحها في المخطط التالي:

شكل رقم (2-8): علاقة الرفع المالي بالنتيجة

خسارة	ربح ضعيف	ربح مهم
علاقة طردية بين الرفع المالي والنتيجة	علاقة عكسية بين الرفع المالي والنتيجة	علاقة طردية بين الرفع المالي والنتيجة

المصدر: مفيدة يجاوي، تحديد الهيكل المثالي للمؤسسات العمومية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثالث، قسم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، أكتوبر 2002، ص. 91.

من الشكل السابق نلاحظ:

- ✓ إذا كانت المؤسسة في حالة خسارة، فإنه كلما اعتمدت على القروض كلما زادت الخسارة.
 - ✓ إذا كانت المؤسسة تحقق أرباحاً، لكنها أرباحاً ضعيفة، فإنها كلما اعتمدت أكثر على القروض تنخفض الأرباح.
 - ✓ أما إذا كانت الأرباح مهمة، فكلما اعتمدت المؤسسة على القروض أكثر كلما زادت الأرباح.
- إن التحليل السابق يؤدي بنا إلى تبني سياسة استئانة بشكل مطلق أو عدم تبنيها إطلاقاً، لكن القرار المتخذ في نهاية الأمر ينتج عن التحكيم بين الثنائية المردودية-الخطر. والذي سوف نتعرض إليه بالتفصيل في المبحث الموالي، حيث أن الرفع المالي الموجب صحيح أنه يؤدي إلى رفع المردودية، إلا أنه يؤدي أيضاً إلى زيادة الخطر.

المبحث الثالث: الرفع المالي والمخاطرة المالية

تحليل أثر الرفع المالي يسمح بإعطاء مقارنة أولية لإشكالية بناء الهيكل المالي للمؤسسة، فحسب هذا التحليل يمكن للمديونية أن يكون لها تأثيران مزدوجان حسب العلاقة بين تكلفة المديونية ومردودية الأصول، فيكون تأثيرها ايجابي إذا كانت مردودية الأصول كافية، كما يمكن أن يكون تأثيرها سلبي إذا كانت تكلفتها غير مغطاة بمردودية كافية.

ولأجل ذلك سنتعرف في البداية على المخاطر المالية وكيفية نشوئها داخل المؤسسة لأن الرفع المالي يعتبر مقياساً للمخاطر التي ينطوي عليها الاعتماد على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت.

المطلب الأول: تعريف الخطر المالي

إن المؤسسة كي تقوم بمزاولة نشاطها لابد لها من موارد مالية كافية من بينها التمويل بالاستئانة الذي يفرض عليها التزامات ثابتة تتمثل عادة في فوائد واقساط القروض، حيث على المؤسسة دفع هذه المبالغ مهما كانت حصيلة نشاطها، إضافة إلى إلزامية هذه التكاليف فإن دفعها يسبق مكافأة الأموال الخاصة الأمر الذي يخفض من الدخل المتاح للمساهمين، كما أن اعتماد المؤسسة على الاستئانة بشكل كبير من شأنه تحميلها مخاطر إضافية هي المخاطر المالية التي تضاف إلى مخاطر الأعمال وذلك ما ينتج عنه مطالبة المساهمين بمعدل عائد أكبر يتناسب مع مستوى المخاطر المالية.

إذ يمكن تعريف المخاطر المالية على أنها:

« التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة، أي التذبذب في العائد المتاح للملاك (حملة الأسهم العادية) بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة.»⁽¹⁾

« المخاطر المالية هي المخاطر الإضافية التي يتحملها صاحب المشروع (حامل السهم) بسبب استخدام الدين.»⁽²⁾

كما تعرف على أنها: « الفقد الجزئي أو الكلي المحتمل في قيمة ثروة المساهمين.»⁽³⁾

« يمثل الخطر المالي التقلبات في العائد الصافي الذي ينجم عن اعتماد المؤسسة على الرفع المالي.»⁽⁴⁾

مما سبق نستخلص بأن المخاطر المالية هي تلك المخاطر الإضافية التي يتحملها أصحاب الأسهم العادية والناجحة عن اعتماد المؤسسة على القروض، وما تتحمله من تكلفة ثابتة كالفائدة واحتمالات عدم القدرة على سداد أصل القروض في أوقات استحقاقها، إذن فهي مخاطر مرتبطة بالقروض.

المطلب الثاني: العلاقة بين الرفع المالي والمخاطرة المالية

تتأثر المردودية المالية، ودرجة المخاطرة التي تتعرض لها بدرجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها عن المصادر ذات التكلفة الثابتة (الاستدانة)، فمن وجهة نظر المردودية كلما زادت المؤسسة من اعتمادها على الاستدانة يترتب عليه الزيادة في تقلب المردودية المالية، والمفهوم الأول للخطر المالي بمعنى التقلب النسبي الكبير في إيرادات حملة الأسهم يمكن قياسه بحساب معامل الاختلاف والانحراف المعياري.

1- الانحراف المعياري: يفسر الانحراف المعياري مدى ابتعاد المردودية المالية عن وسطها الحسابي، فكلما

زاد هذا الابتعاد دل ذلك على وجود مخاطر، ويحسب هذا الانحراف بالعلاقة التالية:⁽⁵⁾

⁽¹⁾ بوطغان حنان، تحليل المردودية للمؤسسة الاقتصادية "دراسة حالة المؤسسة الوطنية للبترول كيمياء E.N.I.P"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2007، ص. 175.

⁽²⁾ عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية "النظرية والتطبيق"، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص. ص. 439-440.

⁽³⁾ فهيم مصطفى الشيخ، التحليل المالي، SME FINANCIAL للنشر، فلسطين، 2008، ص. 125.

⁽⁴⁾ محمد علي ابراهيم العمري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر، الأردن، الطبعة الرابعة، 2009، ص. 197.

⁽⁵⁾ علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008-2009، ص. 83.

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i(x_i - E(x))^2}$$

حيث:

δ : الانحراف المعياري.

P_i : احتمال تحقق العوائد.

x_i : العوائد المحتملة للسهم.

$E(x)$: العائد المتوقع للسهم ويحسب بـ: $\sum P_i x_i$

يمكن تحديد الخطر المرتبط بطريقة تمويل معينة من خلال معرفة التغير في عوائد السهم، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات كلما زادت المخاطرة، فطريقة التمويل ذات الانحراف المعياري الأعلى تكون أكثر مخاطرة وأقل جاذبية. ونجد أنه كلما اعتمدت المؤسسة على القروض (الرفع المالي) أكثر كلما زاد عائد السهم المتوقع وزاد الانحراف المعياري وبالتالي تزيد المخاطرة.⁽¹⁾

2- معامل الاختلاف: يعتبر الانحراف المعياري مقياس غير كاف لوحده للقيام بعملية المقارنة، واختيار مجموعة من البدائل المتاحة خاصة عند عدم تساوي المردودية المتوقعة، لذلك يتم اللجوء إلى معامل الاختلاف الذي يقيس التشتت النسبي، وذلك بحساب نسبة الانحراف المعياري إلى المردودية المالية، ويحسب بالعلاقة التالية:⁽²⁾

$$CV = \frac{\delta}{E(x)}$$

حيث: CV : معامل الاختلاف.

لذلك كلما ابتعد معامل الاختلاف عن الواحد دل ذلك على زيادة المخاطر. بالرجوع إلى العلاقة الخاصة بالرفع المالي:

$$R_{cp} = R_e + (R_e - i) D/CP$$

⁽¹⁾ مفيدة بجاوي، مرجع سبق ذكره، ص. 95.

⁽²⁾ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص. 83.

يأدخل التباين على طرفي المعادلة وباعتبار تكلفة الاستدانة (i) ثابتة ومنه تشتتها معدوم سوف نحصل على ما يلي: (1)

$$\delta (Rcp) = \delta (Re) + \delta (Re. (D/CP))$$

يبدو من هذه المعادلة الأخيرة أن الخطر الإجمالي عبارة عن المجموع الجبري لكل من خطر الاستغلال (تشتت المردودية الاقتصادية) والخطر المالي (تشتت المردودية الاقتصادية المرتبط بالاستدانة). (2) إن طريقة التمويل التي تعتمد على الرفع المالي أكثر تميزها مردودية مرتفعة بالمقابل، تتحمل مخاطرة كبيرة، فالمسير المالي يواجه مشكل المفاضلة بين المردودية والخطر، وهي مشكلة معظم القرارات المالية.

المطلب الثالث: التكاليف الناجمة عن الإفراط في استخدام الرفع المالي

تواجه المؤسسة الاقتصادية التي تعتمد على الاستدانة في تمويل استثماراتها نوعين من الأثر، قد يكون إيجابياً ناتج عن الرفع المالي الموجب بالقدر الذي يحققه من الوفورات الضريبية، ولكن زيادة الاستدانة عن الحد المعقول ينجم عنها تكاليف إضافية تعرف بتكاليف الإفلاس وكذلك ظهور نزاعات قائمة بين الوكلاء وهي ما تعرف بتكاليف الوكالة، وتمثل هذه التكاليف الأثر السلبي للرفع المالي.

1- تكلفة الإفلاس:

في حالة عجز المؤسسة عن سداد التزاماتها في تواريخ استحقاقها (الفوائد، أصل القرض) يترتب عن ذلك مخاطر تدعى بمخاطر الإفلاس مصطحة معها تكاليف زائدة تعرف بتكلفة الإفلاس. وتنتج هذه المخاطر عندما يتخذ الدائنون إجراءات قانونية لاسترجاع أموالهم من شأنها أن تؤدي إلى إعلان إفلاس المؤسسة. ويترتب عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال.

تنطوي تكاليف الإفلاس على تكاليف مباشرة تتمثل أساساً في المصاريف الإدارية، القانونية أو تلك الخسائر الناجمة عن بيع الأصول الاقتصادية بأقل من قيمتها، وتكاليف غير مباشرة تتمثل في انخفاض

(1) Alain Rivet, **Gestion financière**, Ellipses Edition, Paris, 2003, P. 221.

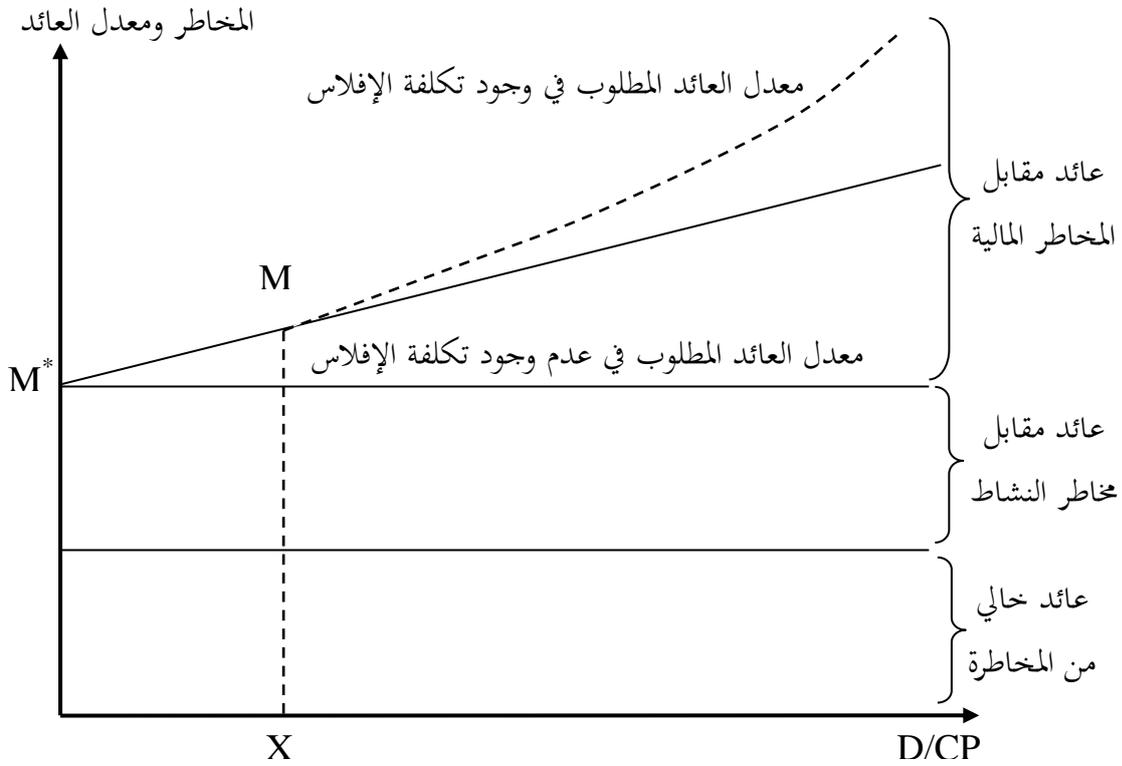
(2) Jean Barreau et Autres, **Gestion financière**, Edition Dunod, Paris, 15^{ème} édition, 2006, P. 300.

أرباح المؤسسة لعدة أسباب كارتفاع حجم الفوائد نتيجة لزيادة الأموال المقترضة، أو نتيجة لارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضون وفقدان ثقة الدائنين والموردين.⁽¹⁾

تزداد مخاطر الإفلاس والتكاليف المصاحبة لها، كلما ازدادت نسبة الرفع المالي. والمنحنى الموالي يوضح العلاقة بين معدل العائد الذي يطلبه المساهمون ونسبة الرفع المالي وتكلفة الإفلاس.

الشكل رقم (2-8): العلاقة بين المردودية المطلوبة من طرف المساهمين ونسبة الرفع المالي

وتكلفة الإفلاس



المصدر: منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الخامسة، 2003، ص. 667.

⁽¹⁾ سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة "دراسة حالة لعينة من المؤسسات ص وم في ولاية ورقلة"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص. ص. 76-77.

يظهر من خلال الشكل أن العائد الذي يطلبه المساهمون في حال اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة فقط سوف يكون في النقطة (M^*)، إلى أن تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة (X)، أين يصبح معدل العائد المطلوب هو (M)، وإذا تجاوزت نسبة الاقتراض النقطة (X) فسيرفع المقرضون من تكلفة الديون، وبهذا تبدأ تكلفة الإفلاس في الظهور بسبب مخاطر عدم السداد، وهذا ما يؤدي إلى نقل المخاطر من المقرضين إلى المساهمين مما يجعلهم يتحملون لوحدهم مخاطر الإفلاس فيطالبون بمعدلات عائد مرتفعة وهذا ما يفسر الارتفاع الحاد في المدروية المطلوبة من قبل المساهمين، بنسبة أكبر مما كانت ستكون عليه في حال عدم وجود تكلفة الإفلاس.

2- تكلفة الوكالة:

يعرف كل من Meckling & Jensen الوكالة بأنها: «عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة له وباسمه فيما يتعلق بالمؤسسة»⁽¹⁾ وتنشأ تكلفة الوكالة نتيجة الصراعات المحتملة بين الملاك والمقرضين والمسيرين، فهي بالتالي إنما تمثل مصاريف إضافية للمستثمرين (ملاك، دائنين)، والهدف من ورائها هو مراقبة أموالهم المستثمرة في المؤسسة، ويتم هذا عن طريق توكيل طرف ينوب عنهم من أجل متابعة قرارات المؤسسة، وهذا بالتنازل عن جزء من سلطاتهم، فكل من الموكل والوكيل يحاول تعظيم منفعته، مما يجعل العلاقة التي تربطهما مصدرا للتناقض الأمر الذي يخلق تكلفة إضافية تعرف بتكاليف الوكالة.⁽²⁾

وهناك نوعين من تكاليف الوكالة:

- تكاليف وكالة الديون: ناجمة عن تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين، وقد تتمثل في الخسائر الناجمة عن تأثير القرارات الاستثمارية للمؤسسة، التكاليف التي يتحملها الدائنون للرقابة على قرارات الإدارة، أو تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم.
- تكاليف وكالة الأموال الخاصة: تنتج عن تعارض المصالح بين المساهمين والمسيرين، بحيث يتحملها المساهمون من أجل ردع تصرفات المسيرين، والحد من انحرافات التسيير، مثلاً: تحويل الموارد للمنافع

(1) Jensen Michael & Meckling Wiliam, **Theory of firm: Managerial behavior agency costs ownership structure**, Journal of financial economics, Number 4, University of Rochester, États-Unis, October 1976, P.305.

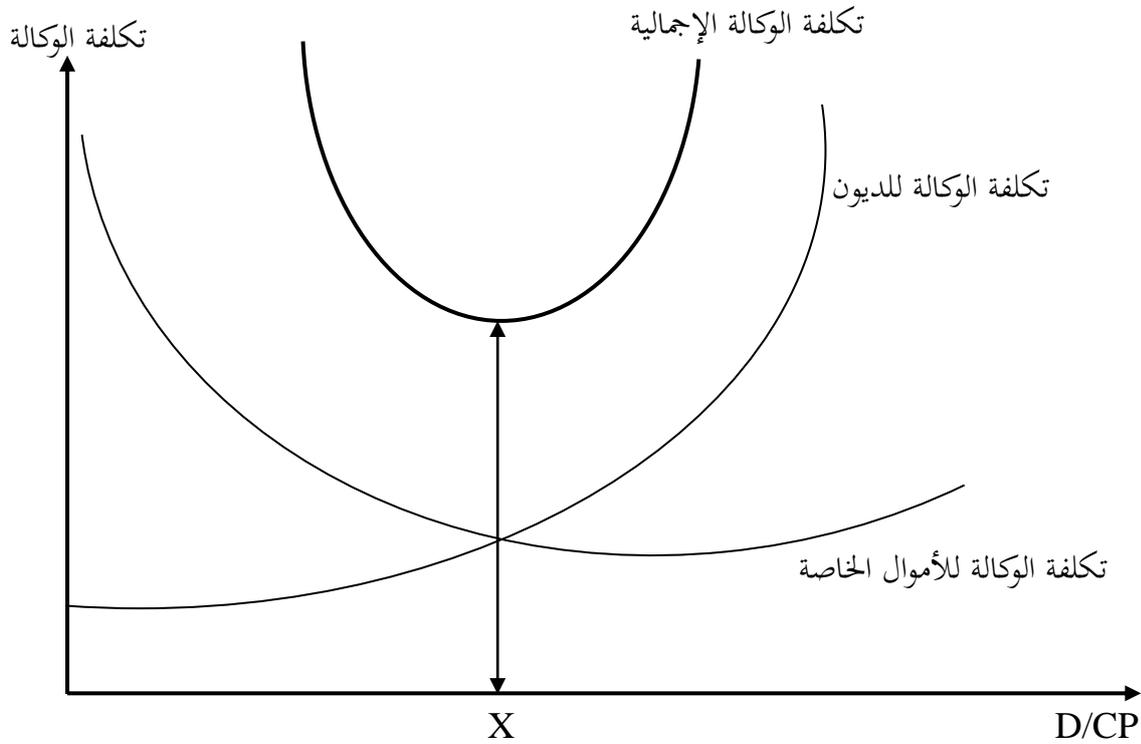
(2) Stephen A.ROSS, **The economic theory of agency: the principal's problem**, Journal of finance, N°2, American Economic Association, May 1973, p.134.

الشخصية على حساب مصلحة الملاك.

وسواء نُجِمت تكلفة الوكالة عن تعارض المساهمين والمسيرين، أو عن تعارض بين المساهمين والمقرضين، فإن العديد من الدراسات قد أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد مع زيادة نسبة الرفع المالي في المؤسسة.⁽¹⁾

ويمكن توضيح تأثير نسبة الرفع المالي على تكلفة الوكالة من خلال المنحنى الموالي:

الشكل رقم (2-9): تأثير نسبة الرفع المالي على تكلفة الوكالة



Source: Yadriss Ziane, *La structure d'endettement des petites et moyennes entreprise française : une étude sur donnés de panel*, du site : <http://www.univ-orleans/deg/GDRecomofi/Activ/doclyon/ziane.pdf>, vu le : 22/01/2013. P.7.

⁽¹⁾ سمية لزغم، مرجع سبق ذكره، ص. 80.

يتضح من هذا الشكل أن تكلفة الوكالة للديون على علاقة طردية مع نسبة الرفع المالي نظراً لأن القرارات المتخذة من طرف الدائنين تكون أكثر صرامة كلما كان حجم القروض الموضوعة تحت تصرف الإدارة أكبر، كما أن ارتفاع هذه النسبة يزيد من حرص الدائنين على عدم خسارة أموالهم وهذا بالرفع من معدلات الفائدة على القروض الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الوكالة للقروض، أما منحى تكلفة الوكالة للأموال الخاصة فيتجه نحو الانخفاض كلما ارتفعت نسبة الرفع المالي وذلك نظراً لتراجع المصاريف التي يتحملها الملاك لأجل التأكد من حسن تادية الإدارة للمهام الموكلة إليها، ذلك لأن حجم الأموال الخاصة يتناقص لصالح الأموال المقترضة لتنتقل بذلك مهمة مراقبة الإدارة وتقييمها للدائنين. من خلال ما تقدم يتضح أن تكلفة الوكالة تزداد بزيادة نسبة الرفع المالي، وعند نقطة الاستدانة المثلى (X) تبلغ التكاليف الإجمالية للوكالة حدها الأدنى.

مما سبق نستخلص أنه بإمكان المؤسسة الاستدانة، ولكن هناك نقطة استدانة مثلى عند تجاوزها تبدأ تكاليف إضافية بالظهور تتمثل في تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، وبالتالي يجب إحداث توازن بين كل من الوفورات الضريبية التي يحققها الرفع المالي، تكلفة الإفلاس وتكاليف الوكالة.

خلاصة الفصل الثاني:

من الدراسة المعمقة لهذا الفصل نستخلص أن الرفع المالي ما هو إلا استخدام المؤسسة لأصول أو أموال ذات تكلفة ثابتة، ويظهر تأثيره على الهيكل المالي من خلال تعظيم العوائد ما دام المردود الاقتصادي يفوق تكلفة الاقتراض، وكذلك تعظيم المخاطرة المالية وتخفيض التكلفة الوسيطة المرجحة، ولكن الإفراط في الرفع المالي يخفض العوائد ويزيد من المخاطرة المالية وتنتج عنه تكاليف إضافية تتمثل في تكلفة الإفلاس وتكاليف الوكالة. ولذلك يستحسن استخدام الرفع المالي بنسب معقولة تحقق أكبر عائد بأقل تكلفة وبمخاطرة مقبولة.

مقدمة الفصل الثالث:

بعد أن استعرضنا محاور الدراسة النظرية، من دراسة الأنواع المختلفة لمصادر تمويل المؤسسة وتكلفة تمويل كل مصدر، ومفهوم الرفع المالي ومختلف النسب المحددة له وكيفية تأثيره على الهيكل المالي للمؤسسة، فإننا سنحاول اسقاط مختلف هذه العناصر على الواقع التطبيقي من خلال دراسة أثر الرفع المالي على الهيكل المالي لمؤسسة PROMECH ANNABA كنموذج تطبيقي للدراسة. ومحاولة منا لتحقيق ذلك فإننا اعتمدنا على ثلاث مباحث لدراسة وتحليل هذا الفصل حيث يضم المبحث الأول التعريف بمؤسسة "الانتاج الميكانيكي والنحاسية"، والمبحث الثاني أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها هذه المؤسسة، أما المبحث الثالث فنخصص لتحليل أثر الرفع المالي على الهيكل المالي لمؤسسة PROMECH .

المبحث الأول: التعريف بمؤسسة الانتاج الميكانيكي و النحاسة

سنحاول من خلال هذا المبحث تقديم عرض عام عن نشأة وتطور مؤسسة الإنتاج الميكانيكي والنحاسة و هيكلها التنظيمي ومختلف الوظائف التي تمارسها.*

المطلب الأول: لمحة تاريخية عن شركة الإنتاج الميكانيكي والنحاسة

يرجع تأسيس شركة الإنتاج الميكانيكي و النحاسة (PROMECH ANNABA) في الأصل إلى الشركة الاشتراكية الأم SN METAL ANNABA والتي تكونت في سنة 1972 ودخلت في الإنتاج الفعلي سنة 1979 والتي تحولت إلى المؤسسة الوطنية للهياكل المعدنية و النحاسة بعد اعادة الهيكلة لسنة 1983.

وقد تحولت وحدة عناية إلى وحدة صناعة الميكانيك الثقيلة والنحاسة و التي انتقلت منذ الفاتح جانفي 2001 إلى فرع لمجمع ENCC أي للمؤسسة الوطنية للهياكل المعدنية و النحاسة تحت اسم جديد "شركة الانتاج الميكانيكي والنحاسة" PROMECH ANNABA في شكل شركة ذات مساهمة.

تقع مؤسسة PROMECH ANNABA في المنطقة الصناعية الشرق، جسر بوشي، الحجار-عناية. وترتبط بشبكة خط حديدي وطني. وتحتوي هذه المؤسسة على 470 عون موزع كالتالي: الاطارات: 55 عون، المهرة: 155 عون، المنفذين: 300 عون. كما تتمركز على مساحة تقدر بـ: 281.744.30م حيث:

– المساحة المغطاة: 55.598.25م

– ورشات الانتاج: 43.000.00م

– مساحات تخزين المواد الأولية: 24.232.92م

– مساحة تخزين المنتج النهائي: 48.685.10م

حققت مؤسسة بروماك رقم أعمال خلال سنة 2010 يقدر بـ: 700.000.000 دج مقسم كما يلي:

– الهياكل المعدنية: 409.200.000 دج

– النحاسة: 80.000.000 دج

– التكسير و التفيتت (concassage): 133.352.000 دج

– بيع السلع: 5.648.000 دج

(*) معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

– خدمات مقدمة: 71.800.000 دج.

وتمتلك القدرات الانتاجية التالية:

– الهياكل المعدنية: 3300 طن.

– النحاسة العادية: 1500 طن.

– النحاسة المعقدة : 150 طن.

– التكسير (courriere): الإنتاج: 150 طن، قدرة التركيب: محطة واحدة في الشهر، البيع: محطة واحدة في كل 6 أشهر .

المطلب الثاني: وظائف مؤسسة " الانتاج الميكانيكي والنحاسة" وهيكلها التنظيمي

تقوم مؤسسة PROMECH بمجموعة من الوظائف ضمن القطاع الصناعي، ولأداء هذه الوظائف في أحسن الظروف اعتمدت على هيكل تنظيمي يضمن لها السير الحسن لمختلف وظائفها بين مختلف الأقسام.

1- وظائف مؤسسة " الانتاج الميكانيكي والنحاسة"

يتمتع الفرع بمهمة الدراسات، الصناعة للعتاد، الخبرة و المساعدة التقنية، الصيانة الصناعية والخدمة ما بعد البيع في القطاع الصناعي كما يلي:

– عتاد التخزين: خزان تحت الضغط، صهريج، خزان مياه، مدخنة و غيرها.

– هياكل معدنية و وتكنولوجية: عنبر، بناية تخزين، مصنع كهرباء، مصنع بتروكيميائي، ورشة الاسمنت، جسور الطريق و والسكك الحديدية.

– العتاد الصناعي المختلف:

– عتاد موجه الى مصنع الاسمنت، والفرن... الخ.

– عتاد مصانع الياحور: عربات، عربات الطبخ .

– عتاد المناجم: غربال كسارة، مفتت .

– عتاد الاشغال العمومية: كسارة الحجارة، ناقلة تراب.

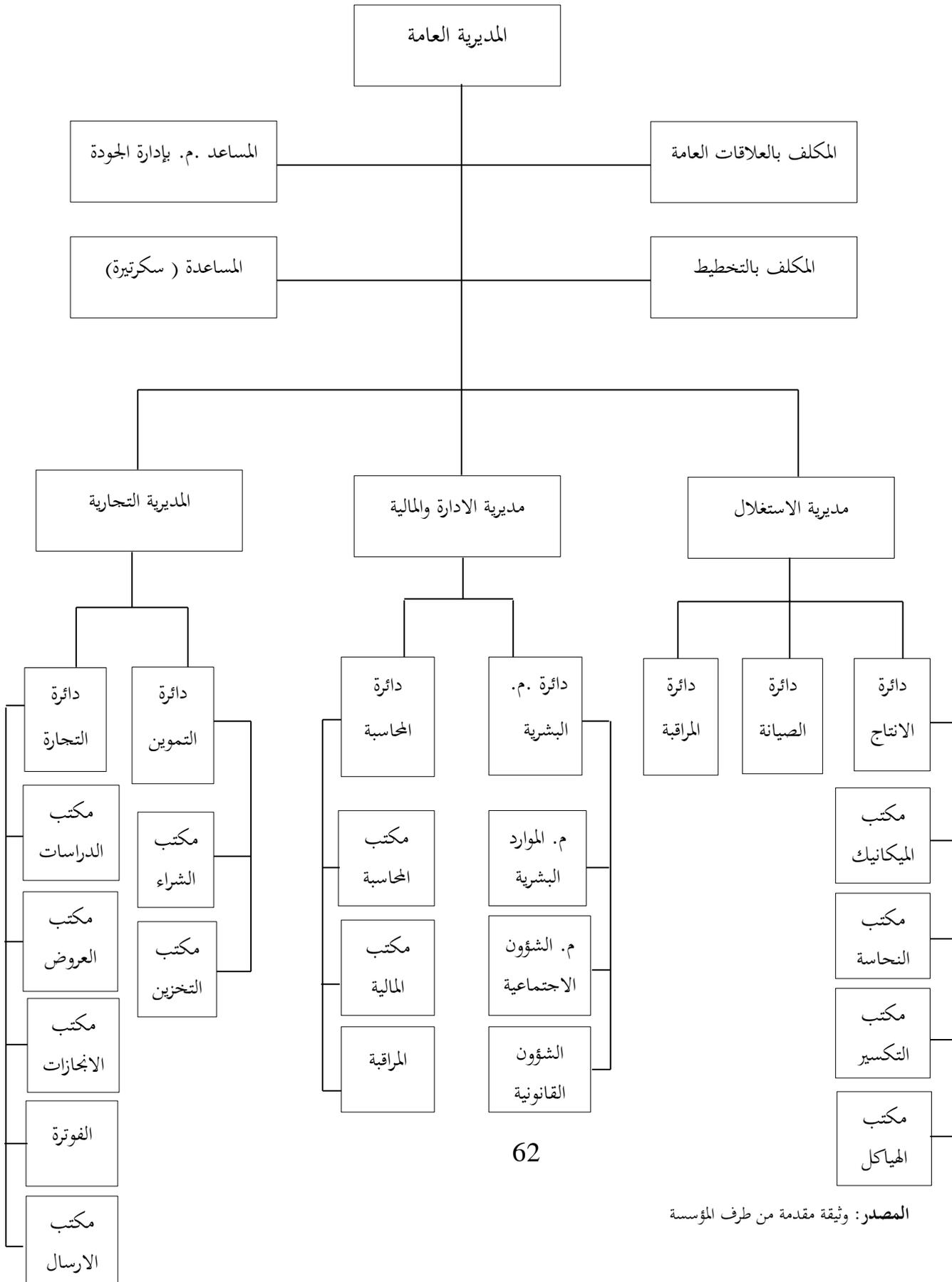
– عتاد الحديد و الصلب: جيب الصب، مغرف الحديد.

– عتاد لشركة سوناطراك: انايب نقل السوائل.

2- الهيكل التنظيمي لمؤسسة " الانتاج الميكانيكي والنحاسية "

اعتمدت شركة PROMECH هيكلًا تنظيميًا يتناسب مع طبيعة وحجم أنشطتها ويتأسس هيكلها التنظيمي الرئيس المدير العام، الذي يشرف على مجلس إدارة الشركة، ومصالحة الأمن الوقائي كما يقوم بعملية المراقبة، والتنسيق بين مختلف المديريات المكونة للمؤسسة. والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (1-3): الهيكل التنظيمي لمؤسسة PROMECH- ANNABA



المبحث الثاني: مصادر تمويل مؤسسة PROMECH

تعتمد مؤسسة PROMECH في تمويل أصولها على مزيج من الأموال الخاصة والقروض سواء طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.

المطلب الأول: التمويل بالأموال الخاصة

تتكون الأموال الخاصة لمؤسسة PROMECH مما يلي:

- 1- رأس المال الاجتماعي: قدر رأس المال الاجتماعي لمؤسسة PROMECH في البداية بـ: 220.000.000 ثم ارتفع إلى 1.200.900.000.00 دج موزعة على 20 ألف سهم، بقيمة اسمية تقدر بـ 50 ألف للسهم الواحد، وكافة هذه الأسهم تابعة للدولة. والأرباح التي تحققها المؤسسة يوزع جزء منها للعمال وجزء للاحتياطيات وجزء آخر للمجموعة التي تعينها الدولة كمساهمين.
- 2- الاحتياطيات: عند التدقيق في ميزانيات المؤسسة خلال فترة الدراسة نلاحظ أن المؤسسة لم تخصص أي احتياطيات سنة 2009، أما ابتداء من سنة 2010 فقد ظهرت الاحتياطيات بمبالغ متفاوتة. وسنوضح ذلك في الجدول التالي:

جدول رقم (3-1): احتياطيات المؤسسة خلال الفترة (2009-2012)

الوحدة: دينار جزائري

السنوات	الاحتياطيات
2009	-
2010	18.175.143,36 دج
2011	33.389.433,01 دج
2012	37.083.589,51 دج

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة

- 3- الأرباح المحتجزة: من خلال الميزانيات نلاحظ أن المؤسسة اعتمدت على الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل كما يلي:

جدول رقم (3-2): الأرباح المحتجزة للمؤسسة خلال الفترة (2009-2012)

الوحدة: دينار جزائري

السنوات	الأرباح المحتجزة
2009	66.262.108,88
2010	28.289.150,06
2011	3.035.880,40
2012	152.289,07

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة

المطلب الثاني: التمويل بالقروض

اعتمدت المؤسسة على مصادر خارجية في تمويل أصولها متمثلة في القروض طويلة الأجل والقروض قصيرة الأجل.

1- القروض الطويلة ومتوسطة الأجل: اعتمدت المؤسسة على القروض الطويلة ومتوسطة الأجل بنسبة معقولة حيث أنها لم تتجاوز رأسمالها وقدرت الديون طويلة الأجل في المؤسسة كما يلي:

جدول رقم (3-3): القروض ط. و.م. أ للمؤسسة خلال الفترة (2009-2012)

الوحدة: دينار جزائري

السنوات	القروض طويلة الأجل
2009	387.293.645,99
2010	319.404.333,21
2011	12.355.634,07
2012	109.750.698,26

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة

إضافة إلى ذلك تحصلت المؤسسة في سنة 2011 على قرض طويل الأجل بقيمة 1.200.000.000,00 دج لمدة 15 سنة من طرف البنك الخارجي الجزائري (BNA) بمعدل فائدة 3,5% مخصص لشراء تجهيزات إنتاج مع الإعفاء من دفع الفوائد في السبع سنوات الأولى وابتداء من السنة الثامنة تبدأ المؤسسة بدفع الفوائد على القرض. ولم تستفيد المؤسسة من هذا القرض إلى غاية اليوم.

2- القروض قصيرة الأجل: من خلال الميزانيات نلاحظ أن المؤسسة اعتمدت على قروض قصيرة الأجل بمبالغ متزايدة لكنها لم تتجاوز رأسمالها مما يدل على أنها تعتبرها مصدرا هاما وغير رئيسي في تمويل أصولها. وفيما يلي توضيح لهذه القروض خلال أربع سنوات:

جدول رقم (3-4): القروض قصيرة الأجل للمؤسسة خلال الفترة (2009-2012)

الوحدة: دينار جزائري

السنوات	القروض قصيرة الأجل
2009	259.116.563,71
2010	319.281.463,88
2011	621.949.010,7
2012	723.875130,80

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة

كما تحصلت المؤسسة على ديون قصيرة الأجل منذ بداية نشاطها متمثلة في الأوراق التجارية ممنوحة من طرف البنك الخارجي الجزائري (BNA) لمدة 6 أشهر بمعدل خصم 6,25 للسنة ما يعادل 3,125 لسنة (06) أشهر.

المبحث الثالث: تحليل أثر الرفع المالي على الهيكل المالي لمؤسسة PROMECH

سنقوم في هذا المبحث بإجراء تحليل لمختلف نسب الرفع المالي وحساب تكاليف مختلف مصادر التمويل وكذلك دراسة المردودية سواء الاقتصادية أو مردودية الأموال الخاصة وكل هذا من أجل تبين العلاقة بين هذه المتغيرات والرفع المالي والتي تعكس أثر هذا الأخير على الهيكل المالي للمؤسسة.

المطلب الأول: تحليل وضعية مؤسسة PROMECH باستخدام نسب الرفع المالي

يرتكز تحليل نسب الرفع المالي على مدى اعتماد المؤسسة على الديون في تمويل إجمالي أصولها، كما تبين مقدار رأس المال الذي ساهم به المالكون بالمقارنة إلى القروض التي ساهم بها الدائنون في مجموع أصول المؤسسة.

1- نسبة الرفع المالي (نسبة الديون لإجمالي الأصول):

جدول رقم (3-5): تطور نسبة الرفع المالي خلال الفترة (2009-2012)

السنوات	نسبة الرفع المالي > 0.5 *
2009	40.7%
2010	37.96%
2011	38.81%
2012	46.13%

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

من خلال الجدول نلاحظ بأن نسبة الرفع المالي متذبذبة خلال السنوات الأربع ما بين 37.96% و 46.13% لكنها لم تتجاوز المتوسط (50%) هذا ما يدل على أن المؤسسة لها قدرة مالية في تمويل استثماراتها والوفاء بالتزاماتها.

2- نسبة الديون إلى حقوق الملكية:

جدول رقم (3-6): تطور نسبة الديون الى حقوق الملكية خلال الفترة (2009-2012)

السنوات	نسبة الديون إلى حقوق الملكية > 1 *
2009	68.63%
2010	61.18%
2011	63.90%
2012	85.63%

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

من خلال الجدول نلاحظ أن نسبة الديون إلى حقوق الملكية كانت مرتفعة سنة 2009 ثم انخفضت سنة 2010 لتعاود الارتفاع في السنتين الأخيرتين، ولكن هذه النسبة في مجملها أقل من الواحد

(*) نسبة الرفع المالي = (الديون / مجموع الأصول) × 100

(*) نسبة الديون إلى حقوق الملكية = (مجموع الديون / مجموع حقوق الملكية) × 100

هذا ما يدل أن الأموال الخاصة للمؤسسة قادرة على تغطية الديون المترتبة عليها وبالتالي فالمؤسسة تمتلك استقلالية مالية عن الغير.

3- معدل تغطية الفائدة:

جدول رقم (3-7): تطور معدل تغطية الفائدة خلال الفترة (2009-2012)

السنوات	معدل تغطية الفوائد* ≤ 8 مرات من الربح
2009	10 مرات
2010	15 مرة
2011	7 مرات
2012	15 مرة

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

من خلال الجدول نلاحظ أن معدل تغطية الفائدة بصفة عامة يفوق 8 مرات هذا ما يعني أن المؤسسة قادرة على تغطية الفوائد المترتبة على الديون من أرباحها، ما يشير إلى أن المؤسسة تمتلك هامش أمان يكسبها ثقة المقرضين بها، هذا ما يزيد من فرصها في الاقتراض.

4- معدل تغطية الأعباء الثابتة:

جدول رقم (3-8): تطور معدل تغطية الأعباء الثابتة خلال الفترة (2009-2012)

السنوات	معدل تغطية الأعباء الثابتة*
2009	3 مرات
2010	5 مرة
2011	2 مرات
2012	3 مرة

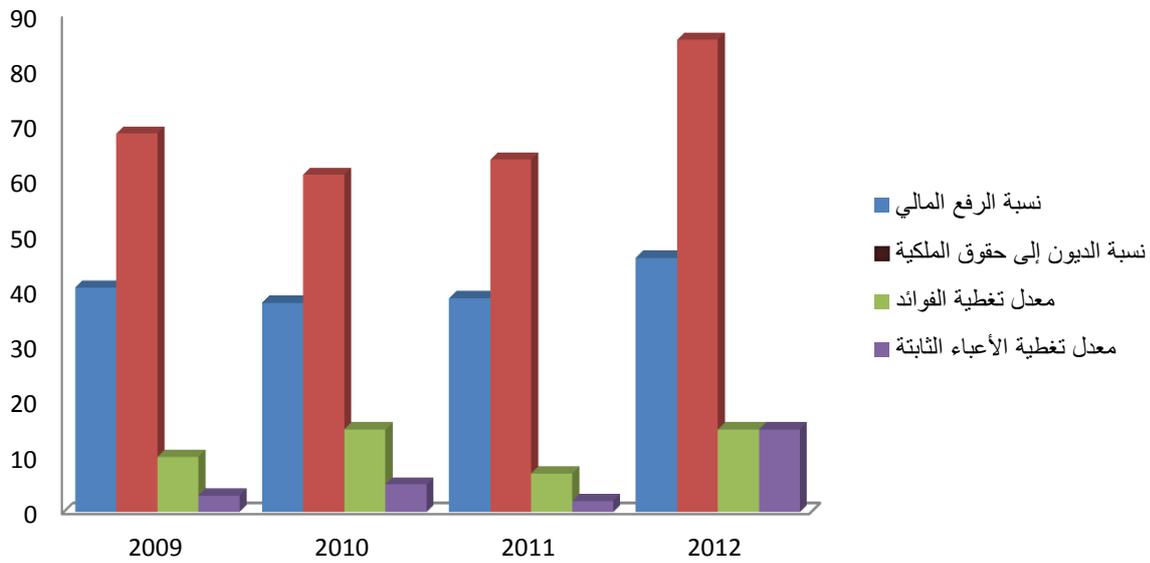
المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

(*) معدل تغطية الفائدة = الربح قبل الفائدة والضريبة / الفوائد.

(*) معدل تغطية الأعباء الثابتة = الفائض الإجمالي للاستغلال / الأعباء الثابتة (الفوائد + الإيجار + الإهلاك)

من خلال الجدول نلاحظ أن المؤسسة تمتلك تدفقات نقدية تشغيلية تكفيها لمواجهة الفوائد أقساط الديون التي تستحق خلال الفترة المالية، وهذا ما يؤكد النسبة السابقة (معدل تغطية الفوائد) التي توضح أن للمؤسسة ملاءة مالية جيدة تمكنها من الاستفادة من فرص الاقتراض مستقبلا. يمكننا توضيح نسب الرفع المالي في الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-1): تطور نسب الرفع المالي خلال الفترة (2009-2012)



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

بعد تحليل نسب الرفع المالي يمكننا القول بأن مؤسسة PROMECH تمتلك ملاءة مالية جيدة ولها قدرة على سداد التزاماتها والوفاء بديونها في الأوقات المحددة لها هذا ما يكسبها ثقة القرضين بها ومنحها فرص أكبر للاقتراض.

المطلب الثاني: تحليل أثر الرفع المالي على كل من تكلفة التمويل ومردودية المؤسسة

بعد تحليل نسب الرفع المالي ومعرفة مدى اعتماد مؤسسة PROMECH على الرفع المالي في التمويل سنعرف في هذا المبحث كيف سيؤثر على هيكلها المالي.

1- أثر الرفع المالي على تكلفة تمويل مؤسسة PROMECH**1-1- تكلفة التمويل بالأموال الخاصة:****جدول رقم (3-9): تطور تكلفة الأموال الخاصة خلال الفترة (2009-2012)**

السنوات	2009	2010	2011	2012	البيان
	%28.46	%31.28	%25.83	%27.353	تكلفة الأسهم العادية
	%23.05	%25.34	%20.92	%22.16	تكلفة الأرباح المحتجزة
	%51.51	%65.62	%46.75	%49.51	تكلفة الأموال الخاصة

المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

من خلال الجدول نجد أن تكلفة الأموال الخاصة في سنة 2009 قدرت بـ 51.51% ثم ارتفعت في سنة 2010 إلى 65.62% وذلك بسبب تخفيض المؤسسة لمصدر التمويل بالاقتراض وأصبحت تعتمد على الأموال الخاصة كمصدر تمويل رئيسي. ثم انخفضت سنة 2011 إلى 46.75% بسبب الزيادة في الاعتماد على مصدر التمويل بالاقتراض. أما في سنة 2012 عاودت الارتفاع ولكن بنسبة طفيفة ويمكن أرجاع ذلك إلى زيادة الأموال الخاصة وزيادة الاعتماد على الديون في نفس الوقت ولكن بنسبة تفوق نسبة الزيادة في الأموال الخاصة.

1-2- تكلفة التمويل بالقروض:**جدول رقم (3-10): تطور تكلفة الاستدانة خلال الفترة (2009-2012)**

الوحدة: دينار جزائري

السنوات	2009	2010	2011	2012	البيان
	7 407 693, 97	6 444 922, 61	5 700 597, 25	3 787 178, 13	المصاريف المالية
	700 134 572,82	675 829 064,07	696 851 502,83	952 686 316,92	الديون
	%1.06	%0.95	%0.82	%0.40	تكلفة الاستدانة

المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

من خلال الجدول نلاحظ أن تكلفة الاقتراض انخفضت من 1.06% سنة 2009 إلى 0.95% في سنة 2010 بسبب انخفاض الديون، ثم انخفضت هذه التكلفة في السنتين الأخيرتين إلى 0.82% و 0.40% على التوالي بالرغم من ارتفاع الديون ويمكن ارجاع ذلك إلى انخفاض المصاريف المالية.

1-3- التكلفة الوسطية المرجحة:

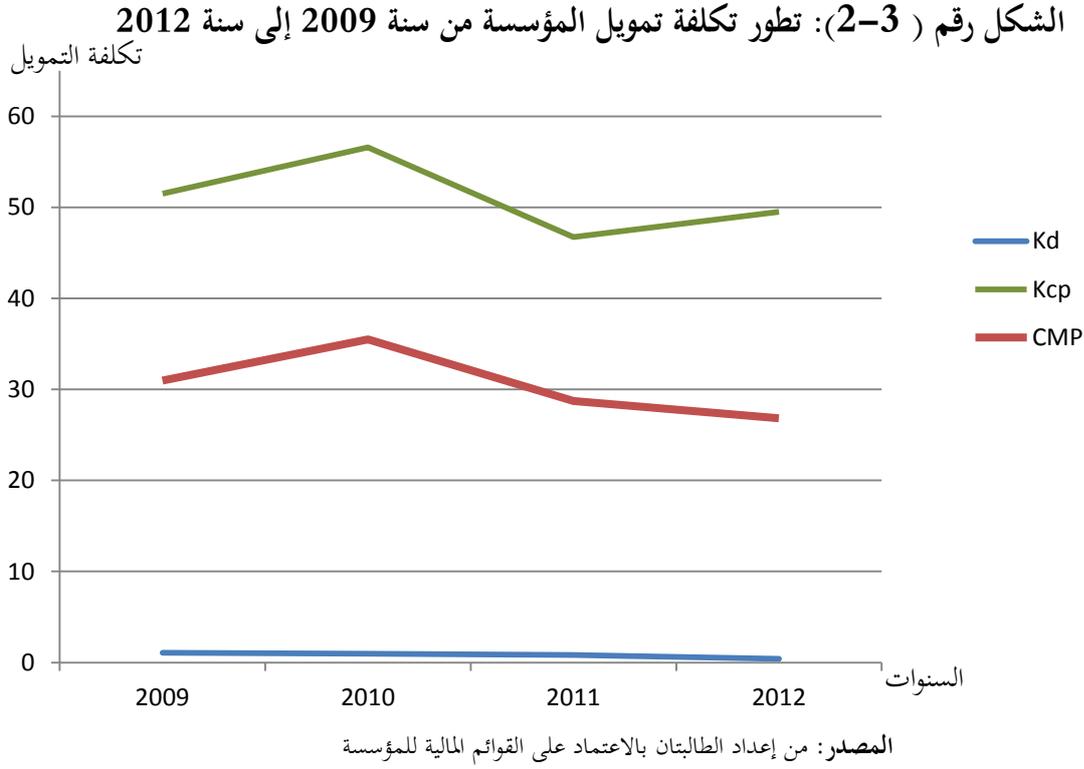
جدول رقم (3-11): تطور التكلفة الوسطية المرجحة خلال الفترة (2009-2012)

2012	2011	2010	2009	السنوات البيان
49.51%	46.75%	56.61%	51.51%	تكلفة الأموال الخاصة
53.87%	60.73%	62.04%	59.30%	الوزن النسبي للأموال الخاصة
0.40%	0.82%	0.95%	1.06%	تكلفة الاقتراض
46.13%	39.27%	37.96%	40.7%	الوزن النسبي للاقتراض
26.85%	28.71%	35.48%	30.97%	التكلفة الوسطية المرجحة

المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

من خلال الجدول نلاحظ أن التكلفة الوسطية المرجحة ارتفعت من 30.97% في سنة 2009 إلى 35.48% سنة 2010 وهذا راجع إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة والتي ألغت الانخفاض تكلفة الاقتراض، ثم انخفضت في السنتين المواليين حيث قدرت في سنة 2011 بـ 28.71% نتيجة انخفاض في كل من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الاقتراض ولكن السبب الرئيسي لهذا لانخفاض هو انخفاض تكلفة الأموال الخاصة. وفي سنة 2012 قدرت بـ 26.85% وهذا راجع لانخفاض تكلفة الاقتراض.

والشكل الموالي سيوضح لنا تطور تكلفة كل مصدر تمويل إلى إجمالي تكلفة تمويل المؤسسة خلال الفترة 2009-2012.



عموما ما يمكن قوله حول أثر الرفع المالي على تكلفة تمويل مؤسسة PRPMECH أن له أثر ضعيف وشبه معدوم حيث أن تكلفة الاقتراض لم تؤثر على التكلفة الوسطية المرجحة وحتى لما أثرت عليها كان ذلك بشكل طفيف كما هو الحال في سنة 2012.

2- أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة للمؤسسة:

2-1- تحليل المردودية الاقتصادية:

جدول رقم (3-12): تطور المردودية الاقتصادية خلال الفترة (2009-2012)

الوحدة: دينار جزائري

البيان	2009	2010	2011	2012
نتيجة الاستغلال	72 912 910,90	99 676 276,67	40 494 488,80	55 103 775,95
الأصول الاقتصادية	5 835 146 514,35	1 554 154 122,80	1 452 182 061,93	1 780 365 006,92
المردودية الاقتصادية	%1,25	%6,41	%2,79	%3,10

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

حيث:

الأصول الاقتصادية = الأصول الثابتة + احتياجات رأس المال العامل.

من خلال الجدول نلاحظ أن المردودية الاقتصادية ارتفعت من 1.25% سنة 2009 إلى 6.41% سنة 2010 بمعدل 412% بالرغم من الانخفاض في الأصول الاقتصادية ويعود سبب هذا الارتفاع إلى انخفاض مصاريف الاستغلال، ثم انخفضت هذه النسبة بمعدل 56.47% سنة 2011 وأصبحت 2.79%، وهذا نتيجة لانخفاض مجموع الاستثمارات وزيادة مصاريف الاستغلال للمؤسسة وهذا ما يؤدي إلى انخفاض أدائها الاقتصادي، ثم عاودت هذه النسبة الارتفاع بشكل طفيف في سنة 2012 إلى 3.10% نتيجة ارتفاع الأصول الاقتصادية وانخفاض مصاريف الاستغلال وهذا ما يعني تحسن الأداء الاقتصادي للمؤسسة.

2-2- تحليل أثر الرفع المالي على المردودية المالية:

جدول رقم (3-13): تطور أثر الرفع المالي خلال الفترة (2009-2012)

الوحدة: دينار جزائري

البيان	2009	2010	2011	2012
المردودية الاقتصادية	1,25%	6,41%	2,79%	3,10%
تكلفة الاقتراض	1,06%	0,95%	0,82%	0,40%
(Re-i)	0,19%	5,46%	1,97%	2,70%
الديون (D)	700 134 572,82	675 829 064,07	696 851 502,83	952 686 316,92
أ. خاصة (CP)	1 020 202 020,33	1 104 568 494,76	1 090 470 093,77	1 112 564 143,40
D/CP	0,69	0,61	0,64	0,86
أثر الرفع المالي	0,13%	3,34%	1,26%	2,31%
(1- الضريبة)	0,81	0,81	0,81	0,81
المردودية المالية	1,12%	7,90%	3,28%	4,38%

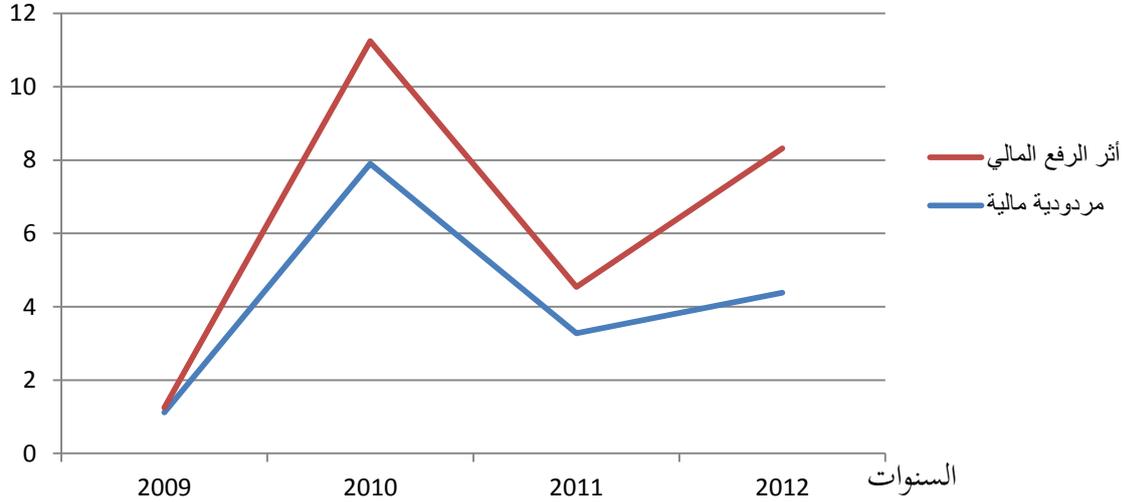
المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

من خلال الجدول نلاحظ أن أثر الرفع المالي $(Re-i) D/CP > 0$ موجب لأن المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاقتراض $(Re > i)$ خلال فترة الدراسة، وهذا ما يفسر ارتفاع المردودية المالية من 1.12% سنة 2009 إلى 7.90% سنة 2010 بالرغم من انخفاض ذراع الرفع المالي D/CP وهذا ما يعني أن هذا الارتفاع راجع إلى ارتفاع المردودية الاقتصادية وانخفاض تكلفة الاقتراض، ثم انخفضت سنة 2011 إلى 3.28% رغم ارتفاع ذراع الرفع المالي ويرجع ذلك إلى انخفاض المردودية الاقتصادية، أما في سنة 2012 عاودت المردودية المالية الارتفاع بشكل طفيف لتصل إلى 4.38% وهذا بسبب ارتفاع المردودية الاقتصادية وذراع الرفع المالي ورغم الزيادة في هذا الأخير التي فاقت السنوات السابقة إلا أنه لم يساهم بشكل كبير في الرفع من المردودية المالية.

والشكل الموالي سيوضح لنا أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة فيما بين 2009 إلى

:2012

الشكل رقم (3-3): تطور أثر الرفع المالي على المردودية المالية خلال الفترة (2009-2012)



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

بعد تحليلنا لأثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة يمكننا القول أن هذا الأثر ضعيف حيث أن الارتفاع في الديون لا يؤثر على المردودية المالية ولو أثر يؤثر بشكل طفيف وهذا يعني أن مصدر التمويل بالقروض في مؤسسة PROMECH لا يحقق نتائج لأن المؤسسة لا توظف القروض التي تحصل عليها بشكل جيد.

المطلب الثالث: تحليل المخاطرة المالية لمؤسسة PROMECH-ANNABA

1- تحليل المخاطرة بواسطة النسب المالية:

يمكن قياس المخاطرة المالية باستخدام النسب المالية التالية:

$$3/2 \geq \frac{\text{د.ط.أ.} + \text{د.ق.أ.}}{\text{مجموع الخصوم}} = \text{نسبة الديون الإجمالية}$$

$$10\% \geq \frac{\text{التكاليف المالية}}{\text{القيمة المضافة}} = \text{نسبة تغطية تكاليف الديون}$$

$$1 \geq \frac{\text{د.ط.أ.}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{نسبة الديون الآجلة}$$

جدول رقم (3-14): تطور النسب المالية خلال الفترة (2009-2012)

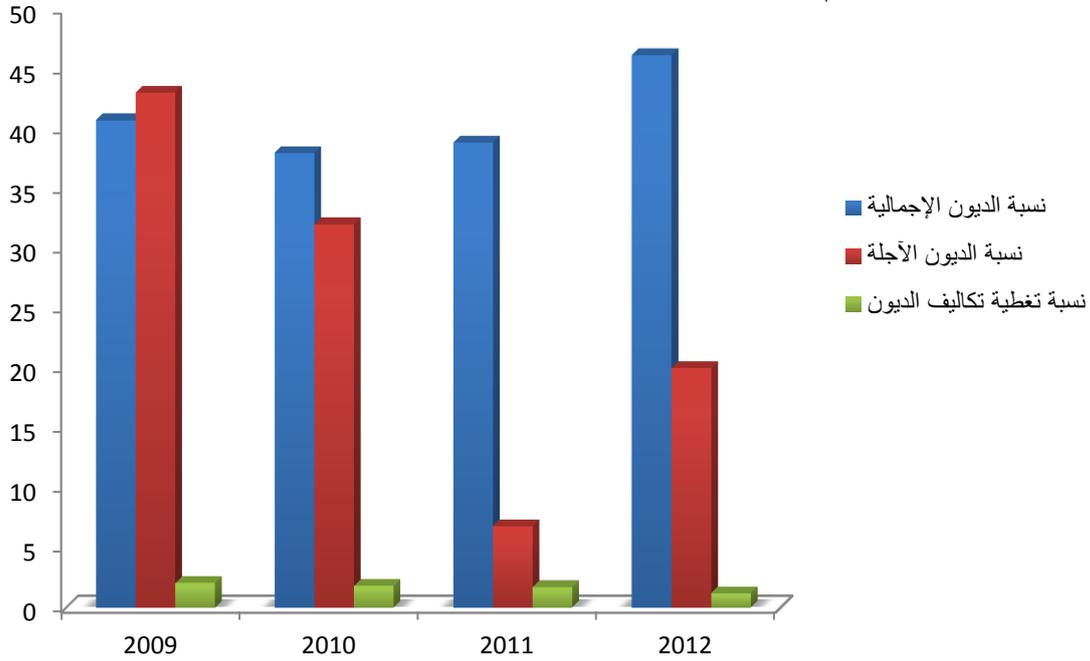
السنوات	نسبة الديون الإجمالية	نسبة الديون الآجلة	نسبة تغطية تكاليف الديون
2009	%40.7	%43	%2.06
2010	%37.96	%32	%1.80
2011	%38.81	%6.8	%1.70
2012	%46.13	%20	%1.20

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

من خلال الجدول نلاحظ أن:

- نسبة الديون الإجمالية لا تفوق النسبة المحددة لها وهي $3/2$ خلال سنوات الدراسة الأربعة. وهذا يعني أن المؤسسة لا تعتمد بنسبة كبيرة على الديون الخارجية ما يدل على أنها لا تعاني من خطر مالي.
 - نسبة الديون الآجلة لا تفوق الواحد خلال جميع سنوات الدراسة هذا ما يدل على أن الأموال الخاصة للمؤسسة تغطي الديون طويلة الأجل وأنها تعتمد عليها كمصدر رئيسي في التمويل. وهذا يعني أن المؤسسة لا تعاني من خطر مالي.
 - نسبة تغطية تكاليف الديون في انخفاض مستمر عبر سنوات الدراسة حيث انخفضت من %2.06 سنة 2009 إلى %1.20 سنة 2012 هذا يعني أن المؤسسة قادرة على تغطية التكاليف المالية من قيمتها المضافة. وهذا ما يدل على أنها لا تعاني من خطر مالي.
- والشكل الموالي يوضح لنا تطور النسب المالية خلال فترة الدراسة:

الشكل رقم (3-4): تطور النسب المالية خلال الفترة (2009-2012)



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

2- تحليل المخاطرة المالية لمؤسسة PROMECH باستخدام درجة الرفع المالي:

بالإضافة إلى النسب المالية يمكن استنتاج المخاطرة المالية من خلال قياس درجة الرفع المالي.

جدول رقم (3-10): تطور درجة الرفع المالي خلال الفترة (2009-2012)

الوحدة: دينار جزائري

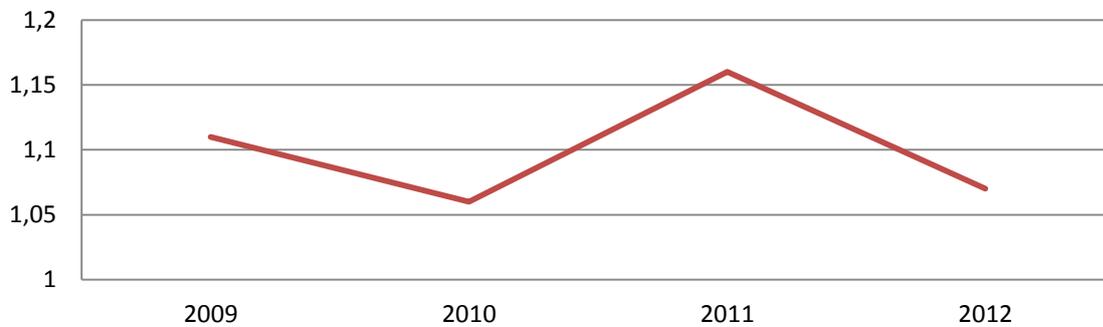
البيان	2009	2010	2011	2012
نتيجة الاستغلال	72 912 910,90	99 676 276,67	40 494 488,80	55 103 775,95
المصاريف المالية	7 407 693,97	6 444 922,61	5 700 597,25	3 787 178,13
درجة الرفع المالي*	1,11	1,06	1,16	1,07

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

(*) درجة الرفع المالي = نتيجة الاستغلال / (نتيجة الاستغلال - المصاريف المالية)

من خلال الجدول نلاحظ أن درجة الرفع المالي انخفضت من 1.11 دينار سنة 2009 إلى 1.06 دينار في سنة 2010 وهذا يعني انخفاض المخاطرة المالية حيث أن المؤسسة في هذا العام خفضت من استخدام القروض، أما في سنة 2011 ارتفعت درجة الرفع المالي إلى 1.16 دينار وهذا ما يفسر تحقيق المؤسسة لانكماش يقدر بـ (-58.21%) وبالتالي توسع مدى المخاطرة المالية المحيطة بالمساهمين العاديين بنسبة طفيفة في هذا العام. أما في سنة 2012 عاودت درجة الرفع المالي الانخفاض إلى 1.07 دينار وهو ما يؤدي إلى انخفاض المخاطرة المالية في المؤسسة.

الشكل رقم (3-5): تطور درجة الرفع المالي خلال الفترة 2009-2012



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

من خلال تحليل المخاطرة المالية نستخلص أن مؤسسة PROMECH لا تتحمل مخاطر مالية وهذا راجع إلى عقلانيتها في الاقتراض وهذه نقطة ايجابية لصالحها.

خلاصة الفصل الثالث:

حاولنا في هذا الفصل التطبيقي اختبار طبيعة العلاقة بين الرفع المالي والهيكّل المالي في مؤسسة PROMECH-ANNABA وتفسير تغيراته وأثرها على كل من تكلفة التمويل والمردودية المالية. وخلصنا من خلال تحليلنا إلى أن مؤسسة PROMECH- ANNABA بصفة عامة لها قدرة مالية جيدة على سداد التزاماتها والوفاء بديونها ولكن كان للرفع المالي أثر ايجابي ولكن ضعيف في تحسين مردوديتها، هذا ما يدل على أن المؤسسة لا تستفيد من الديون التي تحصل عليها. ولكنها تستخدمها في حدود المعقول ما جعلها تتجنب المخاطرة المالية الناتجة عنها.

الخاتمة العامة:

في الأخير يمكن القول بأن المؤسسة الاقتصادية تواجه الكثير من القيود عند اختيارها لهيكل مالي معين. وعليه فإن قدرة المؤسسة على مواجهة هذه القيود والتكيف معها هو دليل على كفاءتها فقد تكون المؤسسة بحاجة إلى تعديل في هيكلها المالي، تبعا لسياسة مالية معينة، وذلك بالحصول على قدر معين من الديون ولا يمكنها ذلك إلا بعد أحداث زيادة في أموالها الخاصة.

فتعتبر تكلفة التمويل خيارا أساسيا لاتخاذ قرار التمويل فالأصل الاقتصادي للمشروع الممول عن طريق الأموال الخاصة والديون لا بد أن يحقق مردودية اقتصادية تغطي على الأقل تكلفة أو سعر الأموال. وتبقى إشكالية الهيكل المالي الأمثل دائما مطروحة نظرا لوجود أثر الرفع المالي الذي يشجع على استعمال الديون أكثر في حالة النتائج المهمة حيث تبين أن له تأثير مزدوج على المردودية المالية للمؤسسة فنجاح المؤسسة ونموها مرهون بمدى قدرتها على تحقيق معدلات من المردودية تغطي تكلفة الاستدانة، وهو ما يؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق رفع مالي مفضل. ولكن إلى جانب ذلك فإن استخدام الرفع المالي تنجم عنه تكاليف ومخاطر مالية إذا ما أسيء استخدامه أو لم يستخدم في حدود المعقول.

إذن فتحديد الهيكل المالي لوحده غير كاف بل يجب أن يكون متبوعا باستخدام أمثل للأموال

المحصل عليها وهذا ما أكدته لنا دراسة حالة مؤسسة PROMECH-ANNABA.

اثبات صحة الفرضيات:

مما سبق يمكن اثبات صحة الفرضيات كما يلي:

- الهيكل المالي هو مزيج من مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة لتمويل حاجاتها الاستثمارية، وهو ينقسم إلى قسمين التمويل عن طريق أموال الملكية والتمويل عن طريق الاقتراض، وتعد تكلفة التمويل العنصر المهم في المفاضلة بين هذه المصادر. وهذا اثبات لصحة الفرضية الأولى.
- يساعد التمويل بالقروض على الاستفادة من ما يعرف بالرفع المالي وهو عبارة عن الاعتماد على الاقتراض طويل وقصير الأجل الثابت الكلفة للرفع من أرباح الملاك. وعليه ترفض الفرضية الثانية.
- يعتبر الرفع المالي استراتيجية مالية، تنتهجها عادة المؤسسات التي تكون فيها معدلات المردودية ضعيفة وذلك بهدف تحقيق مستوى عالي من المردودية المالية، ولكن الإفراط في استخدامه يكلفها تحمل مخاطر مالية عالية. ومنه تقبل الفرضية الثالثة.

— من خلال تحليلنا لوضعية مؤسسة PROMECH وجدناها تعتمد في تمويل أصولها على أموالها الخاصة أكثر من اعتمادها على القروض وهذا ما جعلها تجتنب المخاطرة المالية. وهذا اثبات لصحة الفرضية الرابعة.

نتائج البحث:

- أسفرت هذه الدراسة على مجموعة من النتائج النظرية وفيما يلي تلخيص لها:
- كل مؤسسة عندها اختيارها لهيكل تمويلي معين تحاول الوصول إلى بناء هيكل مالي مثالي والذي يتمثل في ذلك المزيج من القروض وحقوق الملكية الذي يحقق أقصى ربح وبأقل التكاليف.
 - يكون للرفع المالي الأثر الايجابي على ربحية المؤسسة إذا استطاعت هذه الأخيرة استخدام الأموال المقترضة لتحقيق عائد على هذه الأموال يفوق الفوائد المدفوعة على هذه الأموال.
 - إن حملة الأسهم العادية في شركات المساهمة يتعرضون للمخاطر المالية بدرجة أكبر إذا كانت الديون تشكل الجزء الأكبر في الهيكل المالي.
 - هناك نقطة اقتراض مثلى تتحقق عندها مزايا الرفع المالي وفي حالة تجاوزها تنخفض العوائد وتظهر تكاليف اضافية تتمثل في تكاليف الإفلاس وتكلفة الوكالة.
 - وبناء على الدراسة التطبيقية يمكن استنتاج ما يلي:
 - يعتمد الهيكل التمويلي لمؤسسة PROMECH-ANNABA بالدرجة الأولى على الأموال الخاصة أكثر من القروض حيث تقدر نسبتها بـ 58.98% أي أكثر من نصف هيكلها التمويلي مما يعني أن المؤسسة تتمتع بطاقة اقراضية مستقبلية.
 - تتمتع مؤسسة PROMECH-ANNABA بملاء مالية جيدة مما يكسبها ثقة المقرضين بها كما أن لها استقلالية مالية.
 - هذه المؤسسة تتحمل تكاليف منخفضة عن مصادر تمويلها، وتعتبر تكلفة التمويل بالأموال الخاصة أعلى من تكلفة التمويل بالقروض حيث قدر متوسطها خلال فترة الدراسة بـ 51.09% وهي نسبة مرتفعة مقارنة بتكلفة القروض الذي قدر متوسطها بـ 0.80%.
 - أثر الرفع المالي على المردودية المالية للمؤسسة ضعيف حيث أن الارتفاع في الديون لا يؤثر على المردودية المالية ولو أثر يؤثر بشكل طفيف وهذا يعني أن مصدر التمويل بالقروض في مؤسسة PROMECH لا يحقق نتائج لأن المؤسسة لا توظف القروض التي تحصل عليها بشكل جيد.
 - لا تتحمل مؤسسة PROMECH مخاطر مالية عالية وهذا نتيجة استخدامها العقلاني للرفع المالي.

— الدراسة النظرية لا تنطبق على الواقع مئة بالمئة فهناك بعض التناقضات في بعض الجوانب يمكن أن نرجعها إلى البيئة المحيطة بالمؤسسة، أو وجود بعض المتغيرات العشوائية والتي كانت عائقا أمام تحقق النتائج النظرية.

الاقتراحات:

وعليه يمكن اقتراح ما يلي:

- يجب على المؤسسة الاطلاع أكثر والعمل على استغلال مختلف الجوانب المتعلقة بالهيكل المالي والاعتماد أكثر على التنوع في الطرق التمويلية خاصة في ظل المنافسة الشديدة.
- على ادارة المؤسسة عند اتخاذ قرارات التمويل أن تعمل على التوازن ما بين حجم الديون إلى حقوق الملكية وتكلفة تمويل كل مصدر من مصادر التمويل وكذلك المخاطر التي تتعرض لها بسبب هيكلها المالي.
- يجب على مؤسسة PROMECH أن تعمل على توظيف القروض التي تحصل عليها بشكل جيد في استثمارات تعود عليها بأرباح.
- على مؤسسة PROMECH عدم استنفاد الطاقة الاقراضية التي تتمتع بها وترك هامش لمواجهة الفرص الاستثمارية المستقبلية حتى لا تضطر إلى استعمال بديل تمويلي مرتفع التكلفة.

آفاق البحث:

- إن مجال البحث في هذا الموضوع لا يزال واسعا حيث أن هناك امكانية التعمق فيه من خلال دراسة بعض النقاط المجهولة فيه أو أخذ بعض عناصره والتوسع فيها وذلك كما يلي:
- من الضروري تكرار هذه الدراسة بنفس متغيراتها الحالية في سنوات لاحقة وذلك للتأكد من ثبات النتائج التي قدمتها الدراسة.
- عمل دراسات مشابهة مع إضافة متغيرات أخرى ذات صلة مثل المخاطرة النظامية وغير النظامية، الرفع التشغيلي، حجم المؤسسة، نوع الصناعة... إلخ، لبيان أثرها على الهيكل المالي.
- يمكن استخدام أدوات مالية مثل: الخيارات المالية والعقود الآجلة لزيادة نسبة الرفع المالي.

أولاً: الكتب

❖ 1❖ باللغة العربية:

- 1- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
- 2- إسماعيل عرباجي، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996.
- 3- أوجين بريجهام وميشال إيرهاردت، الإدارة المالية "النظرية والتطبيق العملي"، ترجمة سرور علي ابراهيم سرور، الجزء الثاني، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2009.
- 4- برايان كوبان، هيكل رأس مال الشركات، ترجمة دار الفاروق، دار الفاروق للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
- 5- حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية والمؤسسات المالية، مؤسسة الوراق، الأردن، 2001.
- 6- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، الطبعة الثانية، 2008.
- 7- دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
- 8- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1996.
- 9- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.
- 10- عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص. 401.
- 11- عبد الحلیم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء، الأردن، الطبعة الثانية، 2006.
- 12- عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2006.
- 13- عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد العامري، الإدارة المالية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2003.
- 14- عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 15- عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003.
- 16- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993.
- 17- عدنان تايه النعيمي آخرون، الإدارة المالية "النظرية والتطبيق"، دار المسيرة، الأردن، 2007.

- 18- علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، مكتبة الرائد العلمية، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.
- 19- عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 1993.
- 20- فريدويستون ويوجين بربجهم، التمويل الإداري، ترجمة عبد الرحمن دعالة وعبد الفتاح السيد النعماني، الجزء الثاني، دار المريخ للنشر، الرياض، 2003.
- 21- فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، SME FINANCIAL، فلسطين، 2008.
- 22- مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 23- محمد سويلم، الإدارة المالية في ظل الكوكبية، دار الهمامي، مصر، دون سنة نشر.
- 24- محمد صالح الحناوي و إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 25- محمد صالح الحناوي ورسمية قرياقص، الإدارة المالية "مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة نشر.
- 26- محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 27- محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية "التحليل المالي للمشروعات الجديدة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة نشر.
- 28- محمد صالح الحناوي ونحال فريد مصطفى، الإدارة المالية " التحليل المالي لمشروعات الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 29- محمد عثمان إسماعيل حميد، التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1995.
- 30- محمد علي ابراهيم العمري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر، الأردن، الطبعة الرابعة، 2009.
- 31- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الخامسة، 2003.
- 32- منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة الخامسة، 2003.
- 33- منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي " مدخل صناعة القرارات"، مطبعة الطليعة، الأردن، الطبعة الأولى، 2001.

- 34- نظير رياض محمد، الإدارة المالية والعولمة، المكتبة العصرية، مصر، 2001.
- 35- نihal فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 36- نور الدين خبابة، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 1997.
- 37- الياس بن ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي " الإدارة المالية"، الجزء الأول، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثانية، 2011.

﴿2﴾ باللغة الفرنسية:

- 38- Alain Rivet, **Gestion financière**, Ellipses Edition, Paris, 2003.
- 39- Aswath Damodaram, **Finance d'entreprise**, De Boech & Larcier sa, Bruxelles, 2^{ème} édition, 2006.
- 40- Brahim Sansri, **Analyse financière**, Edition CHIHAB, Alger, 1996.
- 41- Georges Depallens et Jean- Pierre Jobard, **Gestion financière de l'entreprise**, Sirey, Paris, 10^{ème} édition, 1990.
- 42- Hutin.H, **Toute la finance d'entreprise en pratique**, Edition d'organisation, Paris, 2002.
- 43- Jean Barreau et Autres, **Gestion financière**, Edition Dunod, Paris, 15^{ème} édition, 2006.
- 44- Jérôme Cab et Jacky Koehl, **Analyse financière**, Edition Pearson éducation & E- Node, France, 2003.
- 45- K. CHIHA, **Finance d'antreprise**, Edition Houma, Alger, 2009.
- 46- Norbert Guedj, **Finance d'entreprise**, Edition D'organisation, Paris, 2^{ème} édition, 2001.
- 47- Pierre VERNIMMEN, **Finance d'entreprise**, Dalloz, Paris, 5^{ème} éditions, 2002.
- 48- Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, Edition DALLOZ, Paris, 7^{ème} édition, 2009.
- 49- Stéphane Griffiths, **Gestion financière**, Edition Chihab Eyrolles, Alger, 1996.

ثانيا: الرسائل الجامعية

- 50- حنان بوطغان، تحليل المردودية للمؤسسة الاقتصادية "دراسة حالة المؤسسة الوطنية للبترول كيمياء E.N.I.P"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2007.
- 51- رقية شطيبي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية و مؤشرات تقييميه "دراسة حالة ملبنة نوميديا قسنطينة"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص استراتيجية مالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2011.
- 52- سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة "دراسة حالة لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية ورقلة"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012
- 53- سميرة ظافري وأميرة سوطة، أهمية مصادر التمويل في تحسين الميزة التنافسية في المؤسسة الجزائرية "دراسة حالة مركب بن عمر"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية مؤسسات، قسم علوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2010-2011.
- 54- عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012.
- 55- علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008-2009.
- 56- علي خلف عبد الله، التحليل المالي واستخداماته للرقابة على الأداء والكشف عن الانحرافات، مذكرة مقدمة للحصول على درجة الماجستير، قسم الإدارة، الأكاديمية العربية المفتوحة، الدنمارك، 2008.
- 57- كريمة بوفاس وعبد الله كفايفية، تكلفة تمويل مؤسسة على وشك الإفلاس "دراسة حالة لمؤسسة الخبز ETER Algérie"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية مؤسسات، قسم علوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2011-2012.

- 58- محسن بداح السبيعي، العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير، تخصص محاسبة، قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الكويت، 2012.
- 59- هاجر بورصا وريمه نوري، الإدارة المالية ومصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية "دراسة حالة المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز"، مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر، تخصص مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2011-2012.
- 60- هاجر عدوي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية "دراسة حالة سونلغاز"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011.
- 61- هدى بن محمد، تحليل ملاءة ومردودية شركات التأمين "دراسة حالة الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004-2005.
- 62- هلا بسام الغصين، استخدام النسب المالية للتنبؤ بتعثر الشركات "دراسة تطبيقية على قطاع المقاولات"، مذكرة مقدمة للحصول على درجة الماجستير، قسم التسيير، تخصص ادارة أعمال، الجامعة الاسلامية، غزة، 2004.

ثالثا: المجالات

1* باللغة العربية:

- 63- دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي "الإسهامات النظرية الأساسية"، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2006.
- 64- عبد الغاني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006.
- 65- مفيدة يجاوي، تحديد الهيكل المثالي للمؤسسات العمومية الجزائرية، مجلة العلوم الانسانية، العدد الثالث، قسم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، أكتوبر 2002.

66- مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية "دراسة نظرية تحليلية"، مجلة العلوم الانسانية، العدد 31، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر، جوان 2009.

﴿2﴾ باللغة الفرنسية:

67-Hamed Ahmadina & others, **A comprehensive review on Capital Structure Theories**, the Romanian Economic journal, number 45, Islamic Azad university, Iran, September 2012 .

68-Jensen Michael & Meckling Wiliam, **Theory of firm: Managerial behavior agency costs ownership structure**, Journal of financial economics, Number 4, University of Rochester, États-Unis, October 1976.

69-Jérôme Cab et Jacky Koehl, **Analyse financière**, Edition Pearson éducation & E- Node, France, 2003.

70-Justina Franc, **Does Dividend Policy Follow the Capital Structure Theory?**, Managing Global Transitions Journal, number 04, University of Life Science, Poland, 2009.

71-Milton Harris & Artur Raviv, **The Theory of Capital Structure**, The Journal of Finance, n° 1, American Finance Association, 1991.

72-Stephen A.ROSS, **The economic theory of agency: the principal's problem**, Journal of finance, N°2, American Economic Association, May 1973.

رابعاً: الملتقيات والندوات

73- دادن عبد الغاني وآخرون، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي، الندوة التدريبية الدولية حول "تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 25-28 ماي 2003.

74- محمد بوجلل وشوقي يورقة، تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الاسلامية "دراسة مقارنة"، بحث مقدم ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات"، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006.

خامسا: المواقع الإلكترونية

- 75- Antoine Moulin, L'analyse de la rentabilité, du site :
<http://www.ebookbrowse.com/rentabilité-synthèse-pdf-d421574426>, vue le:
22/01/2013.
- 76- Yadris Ziane, La structure d'endettement des petites et moyennes entreprise française: une étude sur donnés de panel, du site : [http:// www.univ-orleans/deg/GDRecomofi/ Activ/doclyon/ ziane.pdf](http://www.univ-orleans/deg/GDRecomofi/Activ/doclyon/ziane.pdf), vu le : 22/01/2013. P.7.

1- قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
47	حالات أثر الرفع المالي والصياغة الرياضية لها	1-2
63	احتياطات المؤسسة خلال الفترة (2009-2012)	1-3
64	الأرباح المحتجزة للمؤسسة خلال الفترة (2009-2012)	2-3
64	القروض الطويلة والمتوسطة الأجل خلال الفترة (2009-2012)	3-3
65	القروض قصيرة الأجل للمؤسسة خلال الفترة (2009-2012)	4-3
66	تطور نسبة الرفع المالي خلال الفترة (2009-2012)	5-3
66	تطور نسبة الديون إلى حقوق الملكية خلال الفترة (2009-2012)	6-3
67	تطور معدل تغطية الفائدة خلال الفترة (2009-2012)	7-3
67	تطور معدل تغطية الأعباء الثابتة خلال الفترة (2009-2012)	8-3
69	تطور معدل تغطية الأعباء الثابتة خلال الفترة (2009-2012)	9-3
69	تطور تكلفة الاستدانة خلال الفترة (2009-2012)	10-3
70	تطور التكلفة الوسطية المرجحة خلال الفترة (2009-2012)	11-3
72	تطور المردودية الاقتصادية خلال الفترة (2009-2012)	12-3
73	تطور أثر الرفع المالي خلال الفترة (2009-2012)	13-3
75	تطور النسب المالية خلال الفترة (2009-2012)	14-3
76	تطور درجة الرفع المال خلال الفترة (2009-2012)	15-3

2- قائمة الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
31	تأثير الرفع المالي على تكلفة التمويل حسب مدخل صافي الربح	1-2
33	تأثير الرفع المالي على تكلفة التمويل حسب مدخل صافي ربح العمليات	2-2
35	العلاقة بين الرفع المالي و تكلفة التمويل حسب المدخل التقليدي	3-2
38	أطروحة (M&M) في ظل عدم وجود ضرائب	4-2
39	تكلفة التمويل حسب (M&M) في ظل وجود ضرائب	5-2
44	العلاقة بين الرفع المالي والمرد ودية	6-2
46	العلاقة بين المرد ودية الاقتصادية والمرد ودية المالية في ظل معدلات رفع مالي	7-2
47	علاقة الرفع المالي بالنتيجة	8-2
52	العلاقة بين المردودية المطلوبة من طرف المساهمين ونسبة الرفع المالي وتكلفة الإفلاس	9-2
54	تأثير نسبة الرفع المالي على تكلفة الوكالة	10-2
62	الهيكل التنظيمي لمؤسسة PROMECH ANNABA	1-3
68	تطور نسبة الرفع المالي خلال الفترة (2010-2009)	2-3
71	تطور تكلفة تمويل المؤسسة من سنة (2012-2009)	3-3
74	تطور اثر الرفع المالي على الرد ودية المالية خلال فترة (2012-2009)	4-3
76	تطور النسب المالية خلال فترة (2012-2009)	5-3
77	تطور درجة الرفع المالي خلال فترة (2012-200)	6-3

الملخص:

تسعى أي مؤسسة اقتصادية إلى تعظيم أرباحها وذلك من خلال الاستغلال الأمثل لمصادر التمويل المختلفة والمتاحة والتي يمكن حصرها بين أموال الملكية والاقتراض، ولا يتأتى لها ذلك إلا بتشكيل هيكل مالي مثالي. ولعل الاقتراض (الرفع المالي) من بين أفضل مصادر التمويل التي تعظم العوائد وتزيد من ثروة الملاك بزيادة المردودية المالية ولكن هذا يكون في حدود الاستخدام الجيد لها بحيث أن المبالغة فيها يعرض المؤسسة لمخاطر مالية ويزيد من تكلفة تمويلها.

الكلمات المفتاحية:

الهيكل المالي، تكلفة التمويل، الرفع المالي، المردودية المالية، المخاطرة المالية.

Résumé :

L'objectif de chaque entreprise économique est d'augmenter ses bénéfices en exploitant les différentes sources de financement disponibles qui sont les fonds propres et les crédits, cela n'est possible qu'avec la réalisation d'une structure financière optimale. Le crédit (effet de levier) peut être l'un des meilleures sources de financement qui maximiser le rendement et la fortune des propriétaire et cela par l'augmentant de la rentabilité financière mais cela ne peut être qu'avec sa bonne utilisation, sans oublier que l'usage excessif peut nuire à l'entreprise et causer des risques financiers et peut augmenter les couts financier.

Les mots clés :

Le structure financier, le cout du financement, l'effet de levier, la rentabilité financière, le risque financier.