



وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة 08 ماي 1945 قالمة
كلية العلوم الاقتصادية ، التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة تدخل ضمن متطلبات شهادة: الماستر

فرع: علوم مالية

تخصص: مالية المؤسسات

M/330.110

2011/94

الموضوع

فعالية قرارات تشكيل هيكل رأس المال في المؤسسة
الإقتصادية الجزائرية
- دراسة تطبيقية لمؤسسة ETER ALGERIE -

تحت إشراف الأستاذ(ة):

بن جدو عبد السلام

من إعداد الطلبة ،

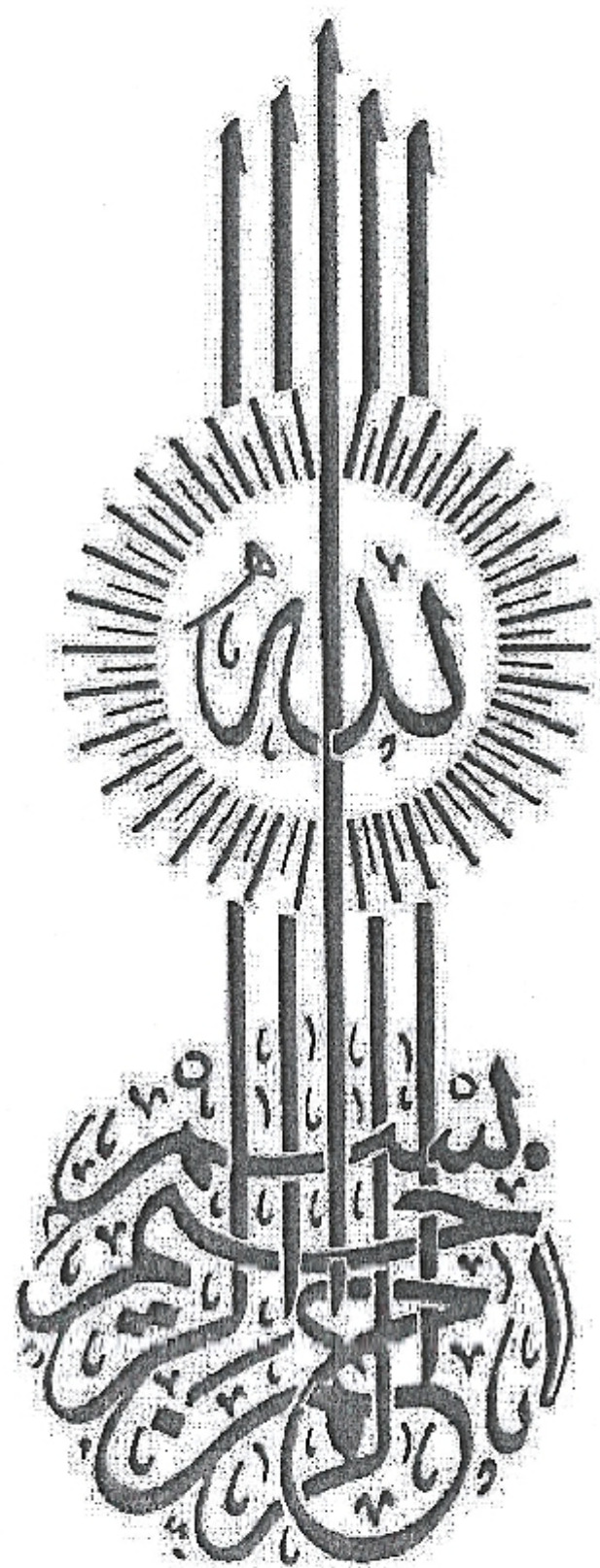
- حنيني أسماء

- خويلق حنان

- شواهدة عايدة



السنة الجامعية : 2010 - 2011



شكر و تقدير

عملاً بقوله تعالى ﴿و إذ تأذن ربك لئن شكرتم لأزيدنكم﴾ و بقوله صلى الله عليه وسلم " من لا يشكر الناس لا يشكر الله".

الحمد لله رب العالمين حمد خلقه ورضا نفسه وزينة عرشه و مداد كلماته.

احترافاً بالود و حفظاً للجميل و تقديراً للامتنان، أتقدم بجزيل الشكر و بأسمى عبارات التقدير و الاحترام للذي أسأل الله أن يجعله ممن قال فيه ﴿من المؤمنين رجال صدقوا ما عاهدوا الله عليه﴾ الأستاذ المشرف : بن جدو محمد السلام، وفاء و تهيلاً.

وما كان هذا العمل بمجهود الباحث لوحده و إنما بتوفيق من الله وبمديد العون ممن تحروا ازدياد هذا المولود العلمي.

شكر خاص للوليد بن الكريمين، تربية، تأديباً، تعليماً، دعاءاً وإسعاداً بارك الله في عمرهما و في ميزان حسناتهما.

شكر ممزوج بالدعاء و الاستغفار لكل أساتذتي من التعليم الابتدائي إلى التعليم الجامعي، بلغهم الله منازل الشهداء ومراتب السعداء ومرافعة الأنبياء.

كما أشكر من قرروا أو رحبوا لكل من ساهم في هذا العمل خصوصاً أولئك الطين زدونا بالمعلومات الضرورية للبحث.

الفهرس العام

الفهرس العام

الصفحة	العنوان
VI-I	الفهرس العام.....
VII	فهرس الأشكال.....
VIII	فهرس الجداول.....
أ- هـ	المقدمة العامة.....
	الفصل الأول: ماهية القرار التمويلي وموقعه من القرارات المالية
2	تمهيد.....
3	المبحث الأول: موقع هيكل رأس المال من القرارات المالية.....
3	المطلب الأول: مفهوم القرار المالي وأهميته.....
3	1- المفهوم والعناصر.....
3	1-1 مفهوم القرار المالي.....
4	1-2 عناصر القرار المالي.....
4	1-2-1 الاختيار.....
4	1-2-2 تحديد البديل.....
4	1-2-3 الأهداف.....
5	1-2-4 جودة القرارات المالية.....
5	2- أنواع القرارات المالية وطويلة الأجل.....
5	1-2 قرارات الاستثمار.....
6	2-2 سياسات التوزيع.....
6	3-2 قرارات التمويل طويلة الأجل.....
7	3- أهمية القرار المالي.....
8	المطلب الثاني: ماهية القرار التمويلي.....
9	1- مفهوم هيكل رأس المال.....
10	2- مكونات هيكل رأس المال والتكاليف المرتبط بها.....
10	1-2 قروض طويلة الأجل و بدائلها.....
10	1-1-2 قروض طويلة الأجل.....
11	2-1-2 سندات مضمونة.....
11	3-1-2 سندات غير مضمونة.....

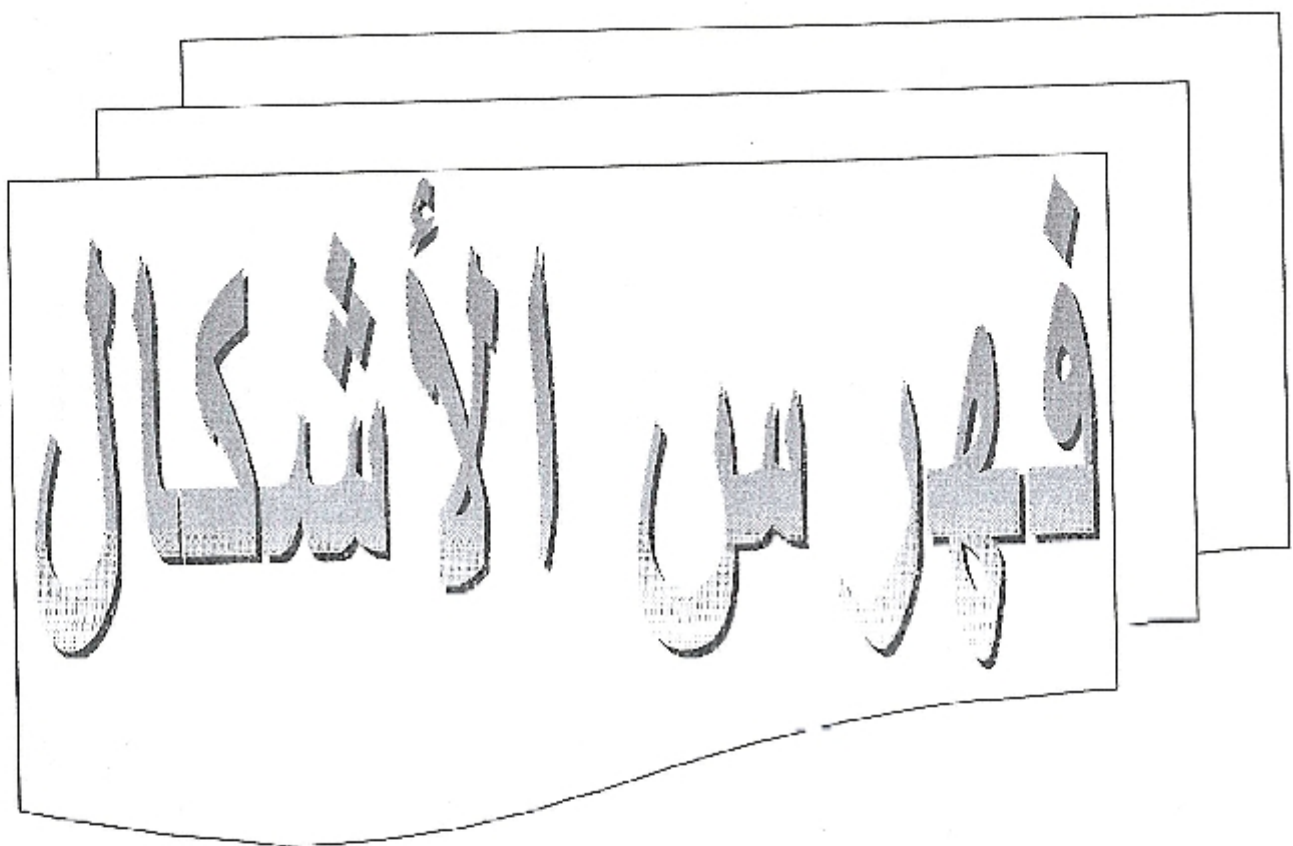
11	2-2 تكلفة القروض طويلة الأجل
12	3-2 بدائل القروض (التمويل التأجيلي)
12	4-2 تكلفة التمويل التأجيلي
13	5-2 حقوق الملكية
13	1-5-2 الأسهم العادية
13	2-5-2 تكلفة التمويل بالأسهم العادية
14	3-5-2 الأرباح المحتجزة والإهلاكات
14	1-3-5-2 الأرباح المحتجزة
15	2-3-5-2 الإهلاكات
15	3-3-5-2 تكاليف الأرباح المحتجزة
15	6-2 تقدير تكلفة الأموال
16	المطلب الثالث: مفهوم وأهمية العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال
16	1- مفهوم تكلفة رأس المال
18	2- أهمية تحديد تكلفة رأس المال
18	3- العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال
19	1-3 تأثير العوامل العامة
19	2-3 تأثير العوامل الخاصة لكل عنصر
20	3-3 تأثير مكونات هيكل رأس المال
21	المبحث الثاني: المخاطر وآلية الرفع في المؤسسة
21	المطلب الأول: آلية الرفع في المؤسسة
21	1- عتبة المردودية
21	1-1 تعريف عتبة المردودية
22	2-1 قياس عتبة المردودية
23	2- الرفع التشغيلي
24	3- الرفع المالي
24	1-3 تعريف الرفع المالي
25	2-3 أثر معامل الرفع المالي على المردودية المالية
26	المطلب الثاني: تحليل مخاطر المؤسسة
26	1- مفهوم المخاطر

26	..... 2- أنواع المخاطر
26	..... 1-2 المخاطر المالية
27	..... 2-2 المخاطر التشغيلية
27	..... المطلوب الثالث: تأثير الرفع على اختيار هيكل رأس المال
27	..... 1- تأثير الرفع التشغيلي
28	..... 2- تأثير الرفع المالي
34	..... المبحث الثالث: محددات أخرى ومنهج بناء هيكل رأس المال
34	..... المطلوب الأول: محددات مرتبطة بمحيط المؤسسة
34	..... 1- هيكل المنافسة والإنتاج
34	..... 2- الانتماء إلى قطاع أو صناعة معينة
35	..... 3- حالة سوق رأس المال
35	..... المطلوب الثاني: محددات مرتبطة بالمؤسسة
35	..... 1- مستوى الربحية
36	..... 2- درجة التخصص
36	..... 3- هيكل الأصول
36	..... 4- توازن الهيكل المالي و الاستقلالية المالية
36	..... المطلوب الثالث: أهم خطوات المفاضلة بين مصادر التمويل
37	..... 1- تحديد مختلف مصادر التمويل
37	..... 2- تحديد المردودية المالية في ظل كل بديل تمويلي
37	..... 3- تحديد القيمة السوقية في ظل كل بديل تمويلي
37	..... 4- اختبار مدى ملاءمة المصدر التمويلي لإستراتيجية وقيود المؤسسة
40	..... خلاصة الفصل
	..... الفصل الثاني: تأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة
43	..... تمهيد
44	..... المبحث الأول: النظرية التقليدية
44	..... المطلوب الأول: مدخل صافي الربح
44	..... 1- فروض وأدوات التحليل
45	..... 2- جوهر مدخل صافي الربح
47	..... المطلوب الثاني: مدخل صافي ربح العمليات

49	المطلب الثالث: مدخل تقليدي.....
52	المبحث الثاني: مدخل ميلر ومدكلياني وتكلفة الإفلاس والوكالة.....
52	المطلب الأول: مدخل ميلر ومدكلياني.....
53	1- حالة غياب جباية.....
55	2- حالة وجود جباية.....
58	المطلب الثالث: تأثير تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.....
58	1- تكلفة الإفلاس.....
58	1-1 مفهوم تكلفة الإفلاس.....
58	2-1 تأثير تكلفة الإفلاس على معدل العائد الذي يطلبه الملاك.....
60	3-1 تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة الأموال.....
61	2- تكلفة الوكالة المرتبطة بالقروض.....
63	المبحث الثالث: مدخل تركيب أفضلية مصادر التمويل ونظرية الاستدلال والإشارة.....
63	المطلب الأول: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.....
63	1- تفضيل الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية.....
65	2- إتباع سياسة ثابتة للتوزيعات.....
67	المطلب الثاني: نظرية الاستدلال والإشارة.....
71	خلاصة الفصل.....
	الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمؤسسة ETER
74	تمهيد.....
75	المبحث الأول: تعريف بالمؤسسة واحتياجاتها.....
75	المطلب الأول: تقديم لمؤسسة ETER Algérie.....
75	1- النشأة والموقع.....
76	2- أسباب اختيار المؤسسة لمدينة قالمة.....
76	المطلب الثاني: موقع الإدارة المالية من الهيكل التنظيمي لمؤسسة ETER Algérie.....
76	1- الهيكل التنظيمي للمؤسسة.....
77	2- مكونات دائرة المالية والمحاسبة.....
78	2-1 مصلحة المحاسبة العامة.....
78	2-2 مصلحة المحاسبة التحليلية.....
78	3-2 مصلحة الخزينة.....

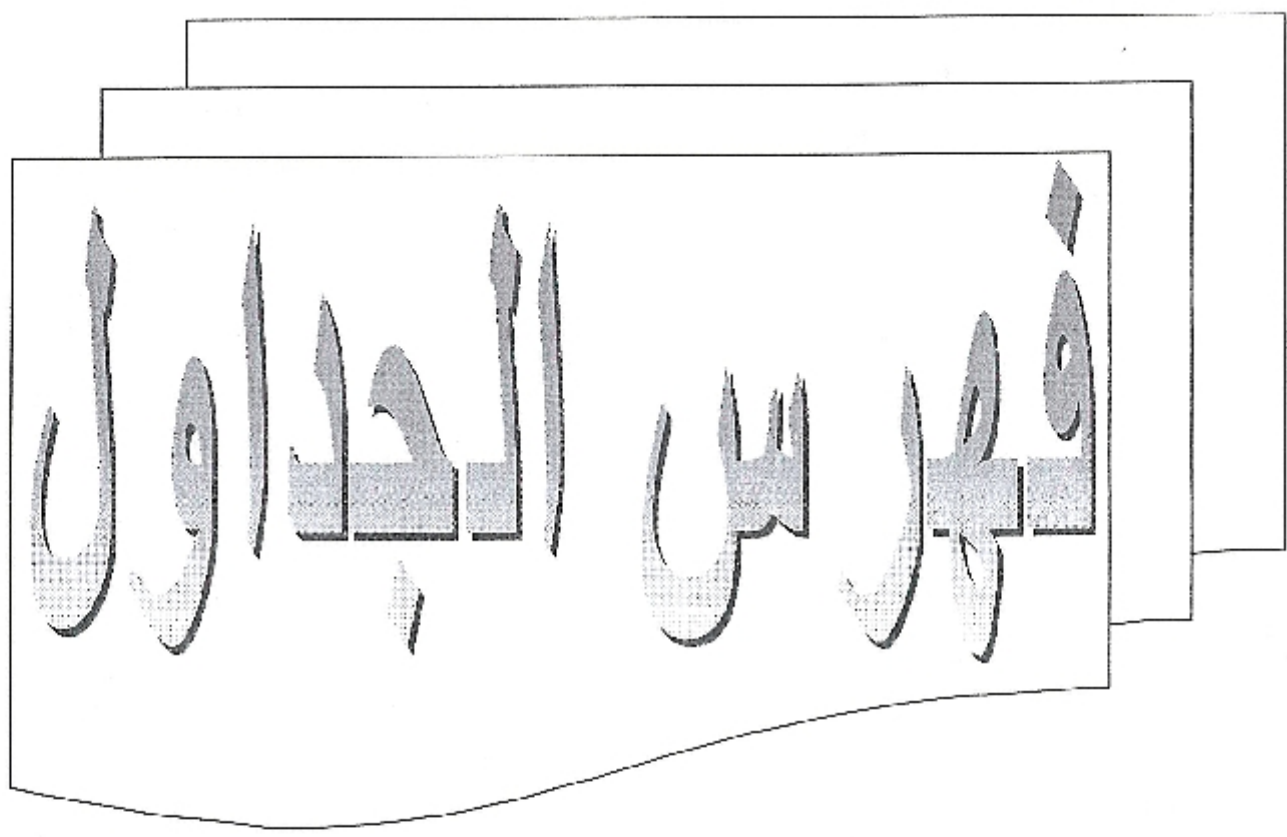
78	المطلب الثالث: التوسع في الاستثمارات.....
79	1- تجديد الاستثمارات
80	2- احتياجات الاستثمارات.....
82	المبحث الثاني: دراسة هيكل رأس مال مؤسسة ETER Algérie خلال الفترة 2007-2009 .
82	المطلب الأول: مصادر التمويل المعتمدة في ETER Algérie و التكاليف المرتبطة بها
82	1- مصادر التمويل المعتمدة
82	1-1 القروض
82	2-1 حقوق الملكية
82	1-2-1 رأس المال الاجتماعي
83	2-2-1 الاحتياطات
83	3-2-1 الإهلاكات.....
84	2- تكلفة مصادر التمويل
84	1-2 تكلفة الأموال الخاصة
84	2-2 تكلفة القروض
85	3-2 تكلفة الأموال طويلة الأجل
86	3- مقترحات بديلة للفترة 2011
86	المطلب الثاني: تحليل تطور هيكل رأس المال بالاعتماد على بعض النسب المالية.....
87	1- نسبة التمويل الدائم
87	2- نسبة الاستقلالية المالية.....
88	3- نسبة المردودية الاقتصادية
88	4- نسبة المردودية المالية
89	5- الرافعة المالية.....
89	6- تحليل التوازن المالي.....
89	1-6 رأس المال العامل.....
90	2-6 احتياج رأس المال العامل.....
90	3 6 رصيد الخزينة.....
91	المطلب الثالث: تحليل تطور هيكل رأس المال بالاعتماد على الظروف الداخلية والخارجية للمؤسسة
91	1- حجم المؤسسة وسمعتها

92	..... 2- هيكل المنافسة والإنتاج
93	..... 3- سلوك المقرضين
93	..... 4- حالة سوق رأس المال
95	..... خلاصة الفصل
97	..... الخاتمة العامة
102	..... ثبت المراجع
	الملاحق



فهرس الأشكال

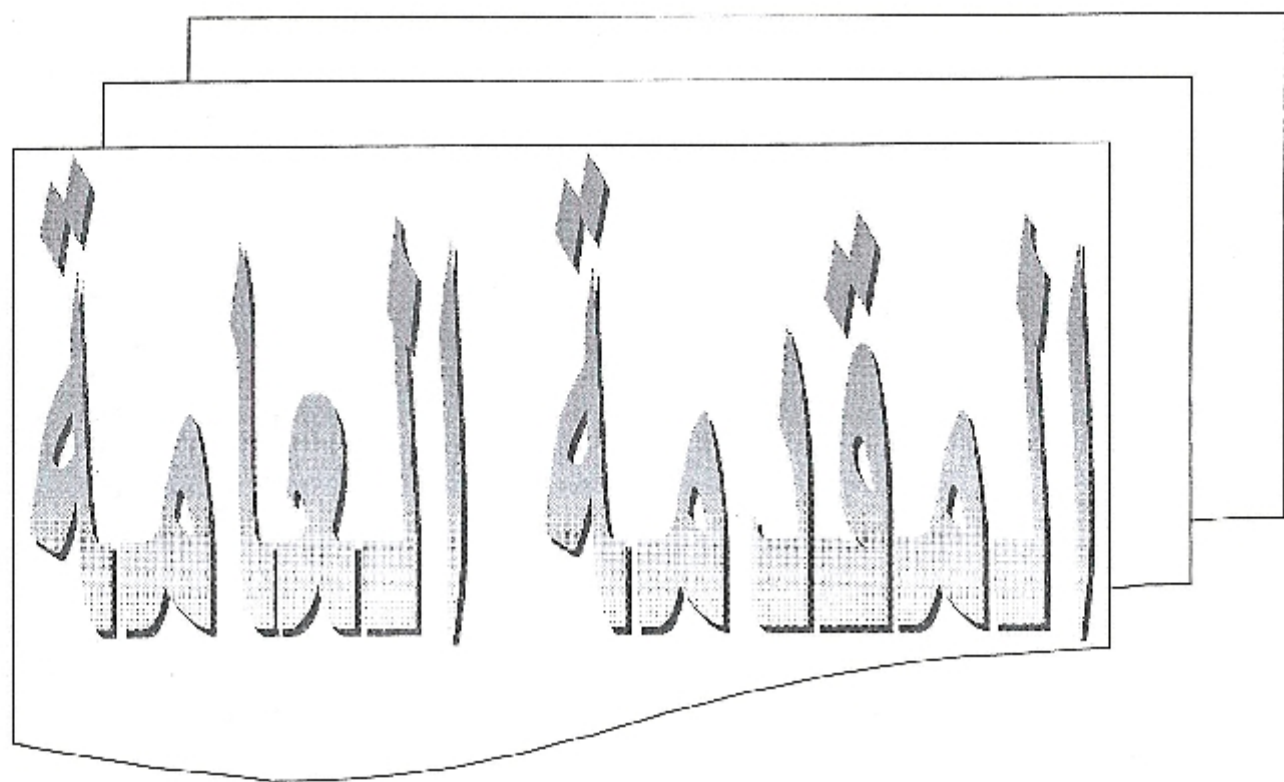
الصفحة	الشكل	الرقم
4	..... الأنواع المختلفة من عمليات المفاضلة	(1-1)
7	..... العلاقة بين قرار الاستثمار وقرار التمويل	(2-1)
9	..... نمودجين لهيكل رأس مال المؤسسة	(3-1)
10	..... طبيعة العلاقة بين هيكل رأس المال والهيكل المالي	(4-1)
12	..... العلاقة الثلاثية بين أطراف التمويل التاجيري	(5-1)
23	..... عتبة المرودية بالوحدات النقدية	(6-1)
31	..... رحية السهم في ظل مستويات مختلفة للنتيجة الاقتصادية	(7-1)
46	..... علاقة بين تكلفة الأموال وتكلفة القروض تبعا لمدخل صافي الربح	(1-2)
48	..... العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض (مدخل صافي ربح العمليات)	(2-2)
50	..... العلاقة بين تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة	(3-2)
54	..... استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي	(4-2)
57	..... مقارنة بين ميلر ومدكلياني والمدخل التقليدي	(5-2)
59	..... العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية وبين معدل العائد الذي يطلبه الملاك	(6-2)
60	..... العلاقة بين نسبة الاقتراض وبين تكلفة راث المال وقيمة المؤسسة في ظل وجود أنوفورات الضريبة	(7-2)
62	..... قيمة المؤسسة في ظل وجود الضريبة وتكلفة الافلاس والوكالة	(8-2)
77	..... الهيكل التنظيمي لمؤسسة ETER ALGERIE	(1-3)



فهرس الجاول

فهرس الجداول

الصفحة	الجدول	الرقم
30	ربحية السهم العادي في ظل حالتين وبدائل تمويلية مختلفة.....	(1-1)
32	العائد والمخاطر للبدائل الثلاث في ظل نتيجة اقتصادية قدرها 2مليون	(2-1)
57	المنظور الكلاسيكي والحديث حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل في المؤسسة الاقتصادية	(1-2)
80	يبين المبالغ المالية المستثمرة في آلات جديدة.....	(1-3)
81	تصنيف الاستثمارات	(2-3)
83	تطور الديون المالية	(3-3)
83	تطور الاهتلاكات التي كونتها المؤسسة.....	(4-3)
84	تكلفة الأموال الخاصة	(5-3)
84	تكلفة الاقتراض	(6-3)
85	تكلفة رأس المال.....	(7-3)
86	مقترحات بديلة لفترة 2007-2009.....	(8-3)
87	تطور نسب التمويل الدائم	(9-3)
87	تطور نسبة الاستقلالية	(10-3)
88	تطور المردودية الاقتصادية	(11-3)
88	نسبة المردودية المالية	(12-3)
89	نسبة الرافعة المالية	(13-3)
90	رأس المال العامل	(14-3)
90	إحتياج رأس المال العامل	(15-3)
91	رصيد الخزينة	(16-3)
92	تطور رقم الاعمال والنتيجة الصافية.....	(17-3)



قبل وقت قريب كانت المؤسسات الاقتصادية لمعظم البلدان النامية تواجه اختيارات تمويلية أضيق مما هو متاح لنظرائها في البلدان متقدمة النمو، مما أدى إلى عدم قدرتها على هيكلة ترتيباتها المالية على الوجه الأمثل، لكن ومع استمرار عملية التحرير الاقتصادي التي لجأت لها حكومات الدول النامية بهدف الالتحاق بركب السوق الحرة، وجدت المؤسسات الاقتصادية لهذه الدول نفسها في مواجهة سوق نظم بدائل تمويلية متعددة لكل منها مزايا وعيوب، الأمر الذي أوجب على تلك المؤسسات ضرورة اعتماد الأصول العلمية المعروفة لإدارة الأموال بشكل فعال .

هذا التحول الذي مس الكثير من الدول النامية، لاقى ترحيبا واهتماما واسعا من طرف الجزائر التي انتهجته مع نهاية سنوات الثمانينات من القرن الماضي، حيث أحدثت إصلاحات كثيرة على النظام المصرفي إلى جانب إنشاء أول بورصة للقيم المنقولة وما تتوفر عليه من أدوات توسع من حجم الخيارات التمويلية المتاحة، الأمر الذي فرض على مختلف المؤسسات الاقتصادية بالبلد ضرورة إحداث القطيعة مع المنطق الاقتصادي القديم ومسايرة التوجه الجديد المنتهج خاصة وأن معظم المؤسسات العمومية استفادت من الاستقلالية وأصبحت تخضع لأحكام القانون التجاري .

بغض النظر عن أهمية التمويل كمحرك أساسي لعمليات المؤسسة ودافعا قويا للموها وأزدهارها يدرك المدراء الماليون تمام الإدراك بأن إعادة تنظيم جانب الالتزامات الدائمة في ميزانيتها من شأنه أن يحدث تحولا في قيمة المؤسسة يمثل ما تشهده الشركات في جانب الأرباح، وهذا على الرغم من الجدل القائم بين نظرية التمويل الكلاسيكية وبين الاتجاهات الحديثة التي تتناول مدى تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة، فإذا كان للاقتراض دورا في تعظيم ربحية المؤسسة من طريق الاستفادة من آلية الرفع المالي ومن الوفورات الضريبية المحققة جراء المصاريف المالية، فإن لهذا المصدر من جانب آخر دور في الرفع من مخاطر المؤسسة بسبب زيادة تقلب مردوديتها ومن ثم ارتفاع احتمالات إفلاسها، وهنا تواجه المؤسسة بالعلاقة الأزلية بين العائد والمخاطرة . هذا إلى جانب جملة من العوامل المتداخلة والمتضاربة في كثير من الأحيان والتي تبرز عند تصميم هيكل رأس المال، فاختيار مصدر تمويلي معين على حساب الآخر قد لا يلق القبول العام لدى مسيري المؤسسة ودائتيها نظرا لتباين وجهات النظر بين الطرفين وتعارض مصالحهما، كما أن هذا الاختيار قد يكون

جيدا وملائما على المدى المتوسط لكن يفقد هذه الميزة على المدى الطويل، ناهيك عن القيود التي تفرضها الجهات المانحة للأموال والتي تقلص من حرية المؤسسة في اختيار البديل التمويلي الملائم، بل إن المعايير المعتمدة في اختيار هيكل رأس المال المناسب تختلف حتى من مؤسسة لأخرى تبعاً لحجمها وطبيعة نشاطها و خصوصية المحيط الذي تعمل فيه .

من كل ما سبق تأخذ هذه الدراسة أهميتها حيث جاءت لمعالجة موضوع فعالية قرارات تشكيل هيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، ويمكن صياغة السؤال الجوهرى الذي تحاول الدراسة الإجابة عليه على النحو الموالى : ما مدى تأثير قرار تشكيل هيكل رأس المال في على قيمة المؤسسة عامة و المؤسسة الاقتصادية الجزائرية خاصة؟

هذه الإشكالية يمكن تجزئتها إلى جملة من الأسئلة الفرعية بالشكل الآتى:

- ما هي أهم مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية ؟
- ما هي محددات الهيكل المالى للمؤسسة الاقتصادية؟
- هل يوجد هيكل رأسمال معين أو درجة محددة للرفع المالى تكون عندها القيمة السوقية للمؤسسة مرتفعة أو تكلفة الأموال بها منخفضة بالمقارنة بدرجات أخرى من الرفع المالى؟
- هل تمكنت المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من تحضير نفسها لبناء هيكل رأس مال يتماشى مع التوجه الجديد الذي عرفته الساحة الاقتصادية الوطنية ؟.

ونعتمد في تحليلنا ومعالجتنا لهذا الموضوع على مجموعة من الفرضيات :

- تتنوع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية بين مصدرين أساسيين، هما أموال الملكية وأموال الاستدانة والتي تشكل مع بعضها البعض ما يسمى بالهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
- محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية هي مجموع العوامل التي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على قرارات التمويل، ومن بين أهمها نجد: هيكل المنافسة و الإنتاج، درجة التخصص، هيكل الأصول، تكلفة مصادر التمويل وحجم المؤسسة... الخ

في ظل افتراضات السوق الكاملة، لا يمكن الجزم بوجود تأثير لهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة، بل أن الأخيرة تتأثر بالقوة الإرادية لأصولها الاقتصادية. لكن عند إسقاط هذه الفروض مثل الاعتراف بوجود جباية وتكاليف الإفلاس والوكالة، تختلف الخصائص المميزة لكل مورد ويصبح لجانب الالتزامات الدائمة من الميزانية تأثير على قيمة المؤسسة شأنها في ذلك شأن التغيير في الأصول.

- الممارسات العملية تؤكد ضعف التجاوب الذي أبدته المؤسسات الاقتصادية إزاء الإصلاحات التي باشرتها الدولة لاسيما فيما يخص الجديد من الخيارات التمويلية التي تم توفيرها، ومرد ذلك إلى جملة من الأسباب نعل أهمها عدم ملائمة هذه الإصلاحات للواقع المعاش إما على صعيد الأعوان الاقتصاديين أو على صعيد المؤسسات التي هي في حاجة إلى المدخرات. وهذا ما قد يحول دون تصميم هيكل رأس المال المناسب.

أسباب اختيار الموضوع

شكلت الإصلاحات العميقة دافعا قويا لاختيار العنوان السالف الذكر كموضوع بحث، حيث ينتظر إحداث تغيير جذري في نمط التمويل الذي كان معتمد من قبل، بمعنى آخر فإنه يفترض التماس تغيير حتى لهيكل رأس مال المؤسسة الاقتصادية سواء من حجم الخيارات التمويلية المعتمدة أو من حيث ظروف ومعايير المفاضلة بينها.

- نقص الدراسات و البحوث التي تناولت موضوع البحث .

هذا إلى جانب الرغبة الذاتية والاستعداد لإنجاز البحث خاصة وأنه يتماشى إلى حد بعيد مع عامل التخصص والإهتمام بمواضيع المالية بصفة عامة وتمويل المؤسسات، بصفة خاصة .

أهداف البحث

يمكن إدراج جملة من الأهداف المرجوة من الدراسة فيما يلي :

- محاولة البحث في الجدل القائم بين مختلف النظريات والمداخل التي تناولت قضية هيكل رأس المال، ومدى قدرته على التأثير في القيمة السوقية للأصول ومن ثم يمكن إبراز المكانة اللائقة به لدى المؤسسات الاقتصادية.

- رصد مدى قدرة المؤسسة الجزائرية على التماشي مع مختلف التطورات التي طرأت على المحيط الاقتصادي خاصة في مجال الخيارات التمويلية الجديدة التي أصبحت متاحة لبناء هيكل رأسمال بمكونات ونسب ملائمة .

منهج البحث

ولحل الإشكالية المطروحة وكذا اختبار مدى صحة أو خطأ الفرضيات اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي بشكل كبير وذلك عند تناول الإطار النظري لهيكل رأس المال من ناحية المفهوم والموقع، وما إذا كان له تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة خاصة في ظل الجدل الفكري القائم بين مختلف النظريات و المداخل، بل سينصرف هذا المنهج حتى إلى الجانب الميداني من هذه الدراسة في جزئها المرتبط بجمع البيانات والمعلومات وتلخيص الحقائق الماضية والحاضرة وتحليلها بالاعتماد على مختلف أدوات التحليل .

إطار الدراسة

لتحقيق هدف الدراسة وقع الاختيار كإطار مكاني للدراسة على حالة مؤسسة صناعة الخزف بقائمة لدراسة هيكل رأس مال هذه المؤسسة خلال الفترة (2007-2009) كإطار زمني للدراسة واخترنا هذه المؤسسة نظراً لقربها من مقر الإقامة ومن ثم إمكانية زيارتها.

خطة البحث وهيكلها

سيتم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول ، اثنين منها مرتبطة بالجانب النظري أما الفصل الثالث فسيفرد بالجانب العملي من خلال عرض حالة إحدى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية .

يخصص الفصل الأول لتناول هيكل رأس المال ماهية والموقع ومحددات بنائه من خلال ثلاث مباحث يخصص الأول منها للحديث عن موقع هيكل رأس المال من القرارات المالية (والذي يتفرع إلى ماهية القرار المالي ؛ التمويلي ،ومفهوم وأهمية العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال)، بينما يخصص المبحث الثاني للوقوف على المخاطرة وآلية الرقع في المؤسسة . يليها المبحث الثالث و الأخير من هذا الفصل والذي يعرض جملة من المحددات لها وزن مهم عند بناء هيكل رأس المال بعد ذلك . يأتي الفصل الثاني الذي يهتم بمعالجة التأثير الذي يمكن أن يحدثه هيكل رأس المال على القيمة السوقية

للمؤسسة ، وهذا من خلال الخوض في الجدل القائم بين مختلف النظريات التي تناوأت هذا الجانب بداية بالنظرية التقليدية التي سيخصص لها المبحث الأول ومرورا بمدخل ميلر ومدكلياني وتكلفة الإفلاس والوكالة وذلك من خلال المبحث الثاني ليختتم الفصل الثاني بمبحث ثالث يعرض نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ونظرية الاستدلال والإشارة . أما ختام هذه الدراسة سيكون بفصل ثالث يستهل فيه التعريف بالمؤسسة **Algérie Eter** في مبحث أول ثم التطرق إلى أهم استثمارات وأهم مصادر التمويل المعتمدة لديها لتغطية استثمارات والتكاليف المرتبطة بها في مبحث ثاني وبناءا على المعطيات و الوثائق والتقارير المالية التي حصلنا عليها سوف نقوم في مبحث ثالث بدراسة تحليلية لهيكل رأس مال المؤسسة المختارة لفترة زمنية بهدف الوقوف على سيرورته الزمنية من جهة وما إذا كان متماشيا مع الضوابط والمحددات التي تم عرضها سلفا من جهة أخرى .

وفي الأخير يتم تخصيص خاتمة عامة لهذا البحث لتقديم ملخص شامل له وكذا اختبار فرضيات هذه الدراسة مع عرض أبرز النتائج التي يتم التوصل إليها .

صعوبات الدراسة

هناك جملة من الصعوبات والعراقيل التي تقف عقبة أمام طالب العلم ، فقد واجهتنا أثناء دراستنا لهذا الموضوع مجموعة من الصعوبات لعل أبرزها ما تعلق بالجانب الميداني ، حيث تم الاتصال بعدد من المؤسسات والتي رفضت إمدادنا بالبيانات المتعلقة بمثل هذه الدراسة متحجة بالسرية وعدم كشف الجانب المالي للمؤسسات الجزائرية أما عن مؤسسة Eter فقط تم تزويدنا ببعض المعلومات وليس كلها بعد جهد أما عن الجانب النظري، عدم توحيد منهجية الكتاب و اختلاط اتجاهاته في عرض أدبيات الموضوع فتعدد المصطلحات و المفاهيم بتعدد المراجع.

الفصل الأول

ماهية القرار التنفيذي وموقفه من القرارات العادية

يعتبر هيكل رأس المال من القضايا الجوهرية التي يسعى المسؤولون عن المؤسسات الاقتصادية إلى الاهتمام به، ودراسته ذلك لأنه يشكل إحدى الدعائم الأساسية لتطوير المؤسسة وتمييزها. فهيكـل رأس المال في حد ذاته يعبر عن مختلف المصادر الدائمة التي تعتمد عليها المؤسسة لتمويل مختلف مشاريعها الاستثمارية، ناهيك عن أهميته كقرار مالي يعنى بالمفاضلة بين مختلف البدائل التمويلية بهدف الارتقاء بالمؤسسة إلى أعلى قيمة سوقية لأصولها الاقتصادية.

ويستهل فصلنا هذا بإعطاء فكرة عن مختلف القرارات المالية طويلة الأجل التي تعنى بها الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية، وذلك بهدف إبراز مكانة هيكل رأس المال بطبيعة العلاقة التي تربطه بمختلف هذه القرارات والتعريف بمكوناته والتكاليف المرتبطة بها ليختم هذا الفصل بمحددات ومنهج بناء هيكل رأس المال.

وهذا ما يمكن التعرف عليه من خلال المباحث الآتية:

_ موقع هيكل رأس المال من القرارات المالية.

_ المخاطر وآلية الرفع في المؤسسة كمحددات بناء هيكل رأس المال.

_ محددات أخرى ومنهج بناء هيكل رأس المال.

المبحث الأول: موقع هيكل رأس المال من القرارات المالية

على اعتبار أن هيكل رأس المال هو إحدى قرارات المؤسسة، فقد يكون من باب أولى إعطاء لمحة مختصرة عن موقع ومكانة هيكل رأس المال من هذه القرارات. للإشارة فإن القرارات المالية تنقسم إلى نوعين طويلة الأجل وقصيرة الأجل، لكن ما يهمنا هو النوع الأول من هذين القرارين لارتباطه الوثيق بهيكل رأس المال حيث سيتم تناوله:

- ماهية القرار المالي وأهميته.

- ماهية القرار التمويلي.

- مفهوم وأهمية العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال.

المطلب الأول: مفهوم القرار المالي وأهميته

القرار المالي سلوك بشري يستند إلى جملة من المعطيات الحالية أو المتوقعة بهدف تحقيق جملة من الأهداف المحددة سلفاً، ولإلزام أكثر بهذا السلوك سيتم تناوله من خلال مفهومه، عناصره، أنواعه وأهميته.

1- المفهوم والعناصر

1-1 مفهوم القرار المالي: يعرف القرار بأنه "عملية اختيار من بين مجموعة من البدائل"¹ ومن منظور مالي فإن القرار يعرف على أنه "كل قرار ينتج عن المفاضلة بين حيازة مبلغ من الأموال وحيازة أصل مادي أو مالي"².

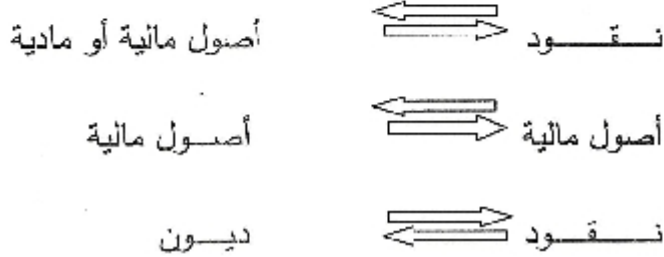
ويوضح الشكل (1-1) وجود أنواع مختلفة عن عمليات المفاضلة، قد تكون بين حيازة النقود أو حيازة الأصول المالية والمادية، وقد تكون بين أصول مالية من صنف معين وبين نفس الأصول

¹ إسماعيل إبراهيم جمعة وآخرون، المحاسبة الإدارية ونماذج بحوث العمليات في اتخاذ القرارات، الدار الجامعية الإسكندرية، ص 28.

² P.conso et f.hemici, gestion financière de l'entreprise, 10^e édition, dunod, paris 2002, p561.

ولكن من صنف آخر كما قد تكون عملية المفاضلة بين الاحتفاظ بالنقود وبين منحها في شكل قروض.

الشكل (1 - 1) الأنواع المختلفة من عمليات المفاضل



Source : P.CONSO et F.HEMICI , *gestion financière de l'entreprise* , 10 Edition , dunod paris , 2002 P 67

2-1 عناصر القرار المالي

القرار المالي كغيره من القرارات الأخرى يحتوي على جملة من العناصر يمكن ذكرها كالاتي :

1-2-1 الاختيار: هو مبدأ نسبي متضمن في القرار ويختلف بحسب الظروف التي يتم فيها، فقد يتم

الاختيار في ظل ظروف قهرية أي أن حرية الفرد مقيدة ، وقد يكون الاختيار غير قهري ومن ثم تتوافر لمتخذ القرار فرصة للمفاضلة بين البدائل واختيار أحسنها. لكن الاعتقاد بغياب القهرية يعني أن حرية الاختيار تكون مطلقة غير صحيح من منطلق أن الاختيار مهما كان حر فهو مقيد بالعديد من العوامل البيئية والشخصية التي تحبط بمتخذ القرار وتجدر الإشارة إلى أن درجة الحرية في الاختيار يمكن النظر إليها كسلسلة متصلة تبدأ من الحرية بدرجة كاملة وتنتهي عند الحرية المقيدة بدرجة كاملة¹.

1-2-2 تحديد البدائل: إن عملية اتخاذ القرار تتضمن عادة خطوة أساسية هي تحديد أقصى حجم من البدائل المتاحة ، وقد يكون عدد البدائل مقيد بدرجة كاملة وقد يكون عددها لا نهائي.

1-2-3 الأهداف: من المفروض أن أي قرار مالي ينبع من أهداف تصبو المؤسسة للوصول إليها ولعل الهدف الاستراتيجي المرتبط بهذا الشأن يتمثل في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

¹ إسماعيل إبراهيم جمعة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 29.

1-2-4 جودة القرارات المالية: للحكم على جودة القرار المالي هناك طريقتين:

الأولى: تستند على النتائج المترتبة عن عملية اتخاذ القرار، فإذا كانت النتائج مقبولة اعتبر القرار صحيحاً أو جيداً. أما الثانية: فتركز على الظروف التي كانت متوافرة لحظة اتخاذ القرار¹، كان يتم الاعتماد على هيكل رأسمال ذا درجة عالية من الرفع المالي بحجة وجود انخفاض في تكلفة التمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، ويتميز هذا المدخل بأخذ في الاعتبار لمهارات متخذي القرار المالي والتي يتم تقييمها في ظل الحالة موضع القرار، وما توافرت من معلومات وموارد.

2-أنواع القرارات المالية طويلة الأجل

نظراً لأن قرار التوظيف عملية لها خاصية إضافية واستثنائية بالنسبة للمؤسسات الصناعية والتجارية على اعتبار أنها تخص أكثر المؤسسات المالية، فيما يتعلق بتسيير محفظة الأوراق المالية فسيتم إعادها من الدراسة ليقصر الأمر على قرار الاستثمار والقرار التمويلي.

2-1 قرارات الاستثمار

يعرف الاستثمار محاسبياً على أنه مجموعة من النفقات المحققة للإيرادات خلال فترات زمنية طويلة ، أي كل النفقات التي تؤدي إلى إنتاج أو تكوين الإيرادات في المستقبل.

من المنظور المالي فيمثل الاستثمار التضحية بالسيولة الحالية في سبيل الحصول على إيرادات مستقبلية تفوق رأسمال المشروع الاستثماري. ويتضمن النشاط الاستثماري اتخاذ مجموعة من القرارات التي تتعلق بجوانب النشاط الاستثماري وتعد قرارات الاستثمار واحدة من أهم القرارات التي تصطلح بها إدارة المؤسسة وذلك لتأثيرها على النمو المستقبلي للمؤسسة ومستوى الربح والقدرة على سداد الالتزامات الجارية والمستقبلية.

ويعرف قرار الاستثمار بأنه: "تعهد أو التزام باستخدام الموارد ، لا يمكن إلغاؤه ، ثم القيام به من أجل ضمان مكاسب مستقبلية غير أكيدة"² ويتم اتخاذ قرار الاستثمار بناء على التوقعات المستقبلية لتدفقات الاستثمار الموجهة عن طريق الاستحداث وهذا ما يعرف بالقيمة الحالية الصافية والتي تمثل أهم

¹ المرجع نفسه، ص 31.

² شاكر البداوي وعمر الشهداني، أثر التحليل الاستراتيجي لبيئة القرارات الرأسمالية في الحد من الأزمات المالية بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 2009.

المعايير المستخدمة في اتخاذ قرار الاستثمار، وذلك إلى جانب معايير أخرى أهمها : فترة الاسترداد المستحقة، مؤشر المر نودية، معدل العائد الداخلي .

2-2 سياسة التوزيعات

هي قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها¹. لكن المعيار الذي تتخذ المؤسسة على أساسه قرار التوزيع من عدمه يعتبر من أكبر الأشكال التي يحاول المنظرون المليون الإجابة عليها، فهل يتخذ من منظور مدى التأثير الذي يمكن أن يحدثه على القيمة السوقية للسهم ومن ثم على ثروة الملاك؟ أم أنه لا يعدو أن يكون مجرد وسيلة لتوزيع الأرباح؟

ويرى "ميلر ومندلياني" في ظل التأكد أو عدمه بان قرار توزيع الأرباح لا أثر له على قيمة المؤسسة، فهذه الأخيرة تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار؛ أما جوردن فيختلف عن فكر "ميلر ومندلياني" إذ يعتقد أن سياسات التوزيع تؤثر على القيمة السوقية للمنشأة من خلال تقديمه لنظرية "عصفور في اليد" حيث بتوزيع المؤسسة لأكثر حجم ممكن من الأرباح الذي يخفض من معدل العائد المطلوب لدى حملة الأسهم، ومن ثم تنخفض تكلفة الأموال وتتناثر القيمة السوقية للمؤسسة بالإيجاب.

ووفقا لنظرية الإشارة فإن إجراء التوزيعات تعتبر واحدة من الوسائل التي تعتمد عليها المؤسسة في إعلام السوق عن حالتها، فرفع حجم التوزيعات يعني احتمال انخفاض التطلعات المستقبلية بشأن التطور في مردودية المؤسسة.

2-3 قرار تمويل طويل الأجل²

تعتبر عملية تمويل الاستثمارات من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة والتي يكون لها تأثير كبير على سياستها المالية وعلى نموها في المستقبل، ومن أهم هذه القرارات، كيفية توزيع الاحتياجات الاستثمارية بين الموارد الخاصة المتاحة وبين تلك الخارجية، وقد اصطلح في أدبيات الإدارة المالية على تسمية جملة الحسابات التي تمسها هذه القرارات بـ "هيكل رأس المال" ولا زالت القواعد الواجب

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، الطبعة الخامسة، 2000، ص 699.

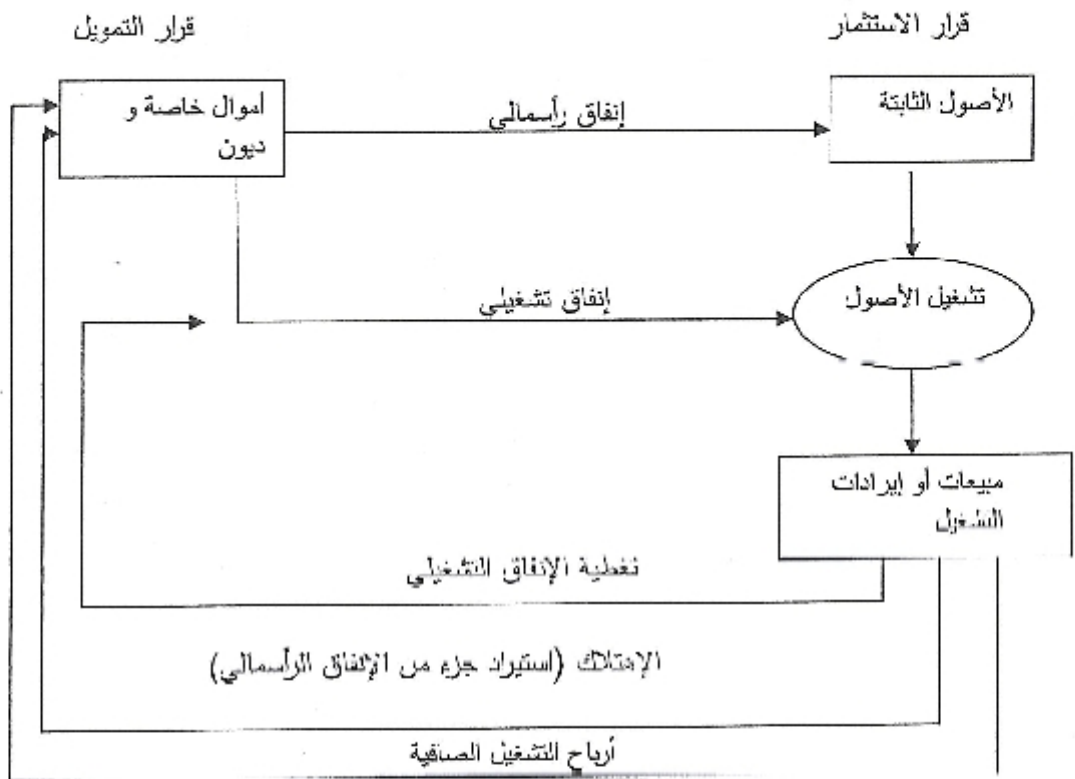
² حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الرواق للنشر، عمان، 2001، ص 56.

الفصل الأول: ماعية القرار التمويلى و هوؤعه من الضراؤاء المألىة

اعتمادها فى تشكيل مزىج هذا الهىكل من مصادر داؤلىة وؤارؤىة محل نقاش بىن الكؤىر من المنظرىن المالىىن فمنهم من يرى بأن له تأؤىر كبرى على القىمة السؤقىة للمؤسسة ومن ثم فإن كل الجهود ىجب أن تؤجه نحو البؤء عن أمثل مزىج ىحقق أعظم قىمة سؤقىة لأسهم المؤسسة ولؤروة الملاك ومنهم من ىعارض هذا الحكم وبرى بأنه لا تأؤىر لهىكل رأس المال بل أن تعظىم قىمة المؤسسة هى نؤىة لفاعلىة القراؤاء الاسؤمأرىة.

وهناك علاقة مئبألة بىن قرار الاسؤمأر وقرار التموىل فكلاهما مكمل للآؤرء و الشكل الموالى ىوضح العلاقة بىن قرار الاسؤمأر وقرار التموىل .

الشكل (1-2) العلاقة بىن قرار الاسؤمأر وقرار التموىل



المصدر: من إعداء البأء

3- أهمية القرار المالي¹

ترجع أهمية القرارات المالية وخاصة تلك الإستراتيجية إلى أنها تهدف أساسا إلى تعظيم قيمة المؤسسة أو ثروة الملاك. فالتوليف الجيد بين قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح يساهم في تحقيق أهداف الوظيفة المالية ، وترتبط القرارات السابقة مع بعضها البعض ارتباطا وثيقا؛ فقرار الاستثمار هو القرار الذي يهدف إلى تحديد مبلغ الأموال التي تستثمر وكذا اختيار نوع الأصول التي تكون موضوع هذه الاستثمارات ، ويترتب عن قرار الاستثمار أخطار على المؤسسة بسبب أن الآثار والنتائج المستقبلية للمشاريع الاستثمارية لا تكون معروفة بدقة.

أما فيما يخص قرار التمويل، فهو يبحث في الكيفية التي تتحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات ، فهل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة؛ هذا القرار مرتبط ارتباطا وثيقا بقرار الاستثمار لأنه قد تكون هناك مقارنة بين معدل مردودية المشروع الاستثماري وتكلفة تمويله، ويتعلق قرار توزيع الأرباح بالجزء من الأرباح الذي سيوزع على المساهمين والجزء الذي سيعاد استثماره وهذا القرار ينتج عن القرارين السابقين.

المطلب الثاني: ماهية القرار التمويلي

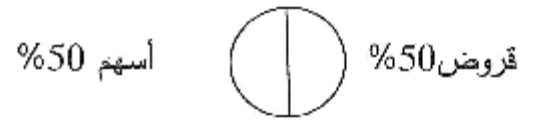
يقوم المدير المالي باتخاذ جملة من القرارات المالية طويلة الأجل وهذه الأخيرة منها ما هو مرتبط بالجانب الاستثماري ومنها ما هو مرتبط بالجانب التمويلي ، أي تشكيل هيكل رأس المال الذي يستخدم في تمويل هذا الاستثمار.

¹ د. مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، ملحق حول القرارات المالية والهيكل المالي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 03-2010، ص.02.

1- مفهوم هيكل رأس المال

هيكل رأس المال هو تشكيلة المصادر طويلة الأجل التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنها تتضمن كافة رؤوس الأموال الدائمة والاحتياجات والقروض طويلة الأجل التي يتكون منها جانب الخصوم مثل الأسهم العادية والممتازة، السندات ولأرباح المحتجزة¹.

الشكل (1-3) نموذجين لهيكل رأس مال المؤسسة



هيكل رأس المال رقم (1)



هيكل رأس المال رقم (2)

المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 25

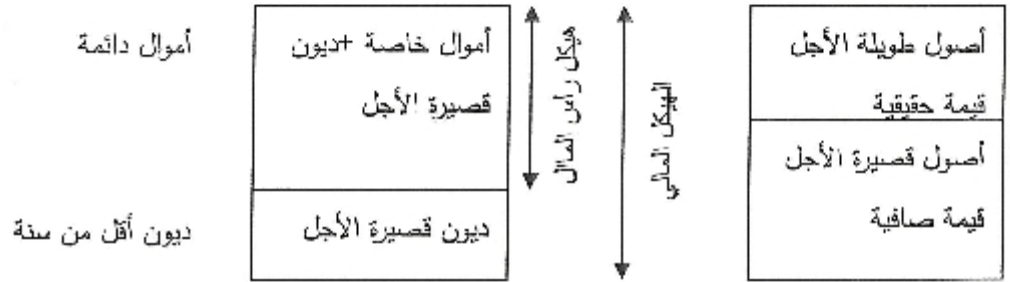
ويوضح الشكل (1-3) دائرتين تمثل كل منهما نموذج مبسط لهيكل رأس المال وذلك بحسب نوع المصدر التمويلي ومدى مساهمته في حجم الدائرة حيث يلاحظ إن النموذج الأول تم تمويله مناصفة بين الأسهم والقروض ، أما النموذج الثاني فقد شهد سيطرة من جانب الأسهم على القروض حيث تحتل الأولى نسبة 75% من إجمالي التمويل طويل الأجل . وبطبيعة الحال فإن مدى مساهمة كل عنصر تمويلي داخل هيكل رأس المال تخضع لجملة من الضوابط والمحددات سيتم عرضها بالتفصيل في سختلف الجوانب اللاحقة للدراسة.

للابتعاد عن كل غموض في استعمال بعض المصطلحات يجب التنويه إلى الاختلاف الموجود بين كل من الهيكل المالي وهيكل رأس المال، صحيح أن كلاهما يستعمل للإشارة إلى انقسام مصادر التمويل بين حقوق الملكية والديون أو كلاهما ينصرف إلى الجانب الأيسر من الميزانية العامة للمؤسسة، لكن عند التدقيق بعض الشيء يتضح أن كل منهما يختلف عن الآخر، فالهيكل المالي

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 71 .

ينطوي على كل أنواع التمويل من ملكية واقتراض ومن طويل الأجل وقصير الأجل، أما هيكل رأس المال فهو لا يشكل إلا الجانب الدائم من خصوم المؤسسة أي الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل، إذن هيكل رأس المال لا يمثل سوى جزء من الهيكل المالي.

الشكل (1-4) طبيعة العلاقة بين هيكل رأس المال والهيكل المالي



Source : P. Ramage, analyse et diagnostic financier de l'entreprise, édition d'organisation, paris, 2001, p119.

يبين هذا الشكل أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي ويتأثران زيادة ونقصان بمقدار التوسع في عناصر الأصول وكلما زاد حجم الاستثمار في الأصول الثابتة ورأس المال العامل الدائم زادت الحاجة لمصادر التمويل طويل الأجل.¹

2- مكونات هيكل رأس المال والتكاليف المرتبطة بها

2-1 القروض طويلة الأجل وبدالها (الديون المالية)

يعتبر التمويل بالقروض طويلة الأجل من أهم المصادر الخارجية المكونة لهيكل رأس مال المؤسسات الاقتصادية حيث ينقسم إلى الاقتراض المباشر طويل الأجل وانسندات طويلة الأجل هذا إلى جانب بروز التمويل التاجيري كشكل حديث لتمويل المشروعات.

2-1-1 القروض طويلة الأجل

- القروض المصرفية المباشرة: القرض المباشر هو "عقد بين المؤسسة (المقترض) و المستثمر (المقرض) وبمقتضاه يقرض الطرف الثاني مبلغا للطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق

¹ محمد عدنان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص8.

عليها في تواريخ محددة¹. ويتم تسديد معظم القروض التي من هذا النوع بالتدريج خلال عمرها بدلا من أن تصبح واجبة الأداء في وقت واحد خلال تاريخ الاستحقاق وذلك تحت جملة من الشروط التي ينص عليها عقد الاقتراض (معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق.....)

- القروض السندية: يقسم القرض طويل الأجل في هذه الحالة إلى عدة أجزاء متساوية القيمة يسمى كل منها "سندا" و يعرف هذا الأخير بأنه "صك قابل للتداول تصدره شركة أو شخص معنوي أو فرد ويتعلق بقرض طويل الأجل يعقد عادة عن طريق دعوة للجمهور للاكتتاب، ويعطي الحق في الحصول على فوائد سنوية وفي استرداد قيمته في تاريخ محدد². ويمكن تقسيم السندات إلى مضمونة وغير مضمونة تبرز كالآتي:

2-1-2 السندات المضمونة بعقارات: حيث تحمي لحاملها ضمانات تتمثل في إمكانية الحيابة على أصول المؤسسة المحددة في العقد عند عدم قدرتها على دفع الفائدة أو أصل المبلغ .

3-1-2 السندات الغير مضمونة: هناك جملة من أنواع السندات الغير مضمونة يمكن اختيار أهمها: السندات العادية، السندات القابلة للتحويل، سندات الدخل.

2-2 تكلفة القروض طويلة الأجل: تتمثل تكلفة الاقتراض طويل الأجل في معدل الفائدة الفعلي الذي يدفع للمقرضين وذلك بعد تعديله لأغراض الضريبة أي بعد استبعاد الوفورات الضريبية. إذن بعد تحديد معدل المرودية السنوي الحقيقي المطلوب وتعديله بهدف الأخذ في الحسبان لمصاريف الإصدار يمكن الخروج بالمعادلة الآتية:

$$i = \frac{I}{D} \dots\dots\dots(1-1)$$

حيث أ: تكلفة الاقتراض ، ا: قيمة الفوائد ، D: قيمة الديون

ونظرا لان مدفوعات الفائدة قابلة للاقتطاع من المبلغ الخاضع للضريبة فان المعادلة (1-1) تصبح

$$i = \frac{I(1 - t)}{D} \dots\dots\dots(2-1)$$

بالشكل :

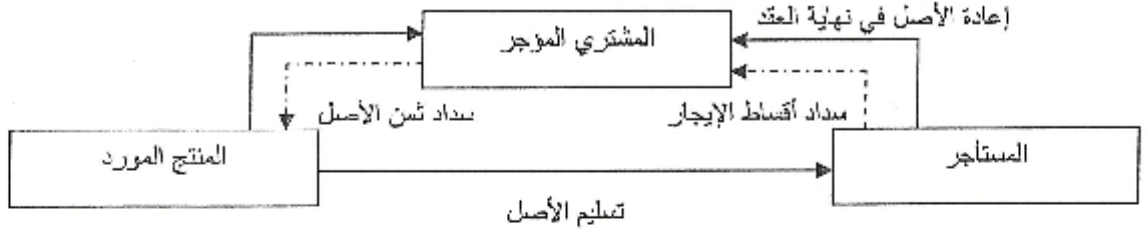
¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص29

² عبيد علي أحمد الحجازي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، لبنان، 2001، ص73.

2-3 بدائل القروض (التمويل التأجيري)

2-3-1 التمويل التأجيري: (أو الرأسمالي)¹ عبارة عن أداة تستخدمها البنوك أو شركات التأجير لغرض خلق إستراتيجية تمويلية بديلة للاقتراض وشكل من أشكال تمويل السلع الرأسمالية اللازمة للمؤسسات الإنتاجية على المدى المتوسط والطويل وبذلك فهو انتمان عيني وليس نقدي، حيث يعرف بأنه أسلوب من أساليب التمويل ويقوم بمقتضاه باستلام الأصل من المورد على أن يقوم بأداء قيمة إيجارية محددة للمؤجر دوريا مقابل استخدام وتشغيل هذا الأصل مع الاحتفاظ بخيار الشراء².

الشكل (1-5) العلاقة الثلاثية بين أطراف التمويل التأجيري



المصدر: منحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب، القاهرة، 2001، ص57

2-4 تكلفة التمويل التأجيري: بما أن قيمة الإنتاج تمنح كاملة في شكل تجهيزات أو عقارات فإن الاسترداد لا بد وأن يكون كاملاً أيضاً، ومعنى الاسترداد الكامل هو حصول المؤسسة الممولة على قيمة التجهيزات خلال فترة الائتمان، بما تشمله من تكاليف الائتمان، التأمين، الصيانة، مخاطر التشغيل وكل ما يتحمله الممول من أعباء إضافية إلى ما يأمل الحصول عليه من الأرباح، وهي القيمة الإجمالية التي توزع على أقساط يراعى فيها ربط التكلفة مباشرة بالعائد وتطبيقاً لبدأ أن التجهيزات تدفع قيمتها من عوائدها وتطبيق أيضاً قواعد إنتاجية الحدية وتزايد معدلات الاهتلاك بمرور الزمن، وبذلك لا ينبغي أن تكون الأقساط متساوية بل تكون مساوية لإنتاجية المؤسسة، وبالتالي تكون قيم الأقساط محددة بطريقة مندرجة في شكل تنازلي أي متناقص، مع الزمن وتتمثل تكلفة الائتمان الإيجاري في المعدل الذي تتساوى عنده قيمة الاستثمار الممول بالائتمان الإيجاري والقيمة الحالية لأقساط الإيجار، مضافاً

¹ بسام هلال مسلم القلاب: التأجير التمويلي، دار الرياء للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص18.

² سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي ومدائله، مكتبة ومطبعة الإبداع الفنية، الإسكندرية، 2001، ص80.

إليه الضارة الضريبية الناتجة عن الإهلاكات، بالإضافة إلى القيمة المتبقية للأصل في حالة اختيار الشراء في نهاية العقد .

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{a_i (1+K) + E_i}{(1+K_{cb})^i} + \frac{V_n}{(1+c)^n} \dots\dots(3-1)$$

حيث E_i : الوفر الضريبي على الإهلاكات التي حرمت منه المؤسسة

K_{cb} : التكلفة الحقيقية للتمويل التأجيري

V^n : القيمة المتبقية للأصل

2-5 حقوق الملكية (الأموال الخاصة) cp : تعتبر أحد أهم مصادر التمويل طويل الأجل التي تلجأ إليها المؤسسة في تشكيل هيكل رأسمالها ومن ثم تمويل مختلف المشاريع الاستثمارية. ومنها ما هو خارجي كأسهم رأس المال ومنها ما هو داخلي كالأرباح المحتجزة.

2-5-1 الأسهم العادية

عبارة عن "صك مشاركة أو مستند ملكية في رأسمال المؤسسة، يتيح لحاملها حق نسبي (أي بقدر مساهمته) في تسيير المؤسسة أو على الأقل في التصويت وفي اقتسام الأرباح وصافي قيمة الأصول عند التصفية"¹ وللشهم العادي قيمة اسمية، قيمة دفترية وأخرى سوقية .

2-5-2 تكلفة التمويل بالأسهم العادية: الأصل أن حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية يعتبر بسيط مقارنة ببقية المصادر التمويلية فقط هناك صعوبة في تقدير التدفقات المناسبة، وتقدير تكلفة حقوق الملكية يمكن الاعتماد على نموذجين شائعي الاستعمال: نموذج "جوردن وشابيرو" حيث يركز على تحيين التوزيعات المستقبلية المتوقعة.

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يعتمد على المعلومات المقدمة من طرف سوق رأس المال في تقديره لتكلفة الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية.

- نموذج جوردن وشابيرو :

¹ B.jacquat et solnik ,marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques , 4^e edition, dunod, paris,2002,p12.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{dt}{(1+K)^t} + \frac{P_n}{(1+R)^n} \quad \dots (4-1) \quad Dt : \text{التوزيعات في السنة } t$$

الحالي للسهم العادي المحتفظ لمدة t

K : معدل المردودية المطلوب، P_n : سعر التنازل في السنة n

$$P_0 = \frac{d_1 + P_1}{1+K} \quad \dots (5-1) \quad \text{أما لسنة واحدة فإن :}$$

لكن من الصعب في الواقع العملي التنبؤ بالتوزيعات في السنوات المستقبلية، فقد يكون من الملائم وضع افتراض يقضي بان التوزيعات تزداد بمعدل ثابت g ومع تجاهل مصاريف الإصدار تصبح تكلفة الأسهم العادية k

$$P_0 = \frac{d_1 + P_0(1+g)}{1+K} \Rightarrow P_0 = \frac{d_1}{K-g} \Rightarrow K = \frac{d_1}{P_0} + g \quad \dots (6.1)$$

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: يمثل هذا النموذج طريقة أخرى لتقدير تكلفة الأسهم العادية وبحسبه فان معدل المردودية المتوقع على أسهم المؤسسة K_e مرتبط بالمخاطر النظامية حيث يقاس بالمعامل B وفقا للعلاقة الآتية (7 1)

$$K = R_F + [R_N - R_F] B$$

R_F معدل خال من الخطر ، R_N معدل المردودية المتوقعة للسوق، B معامل لعائد السهم

2-5-3 الأرباح المحتجزة والاهتلاكات :

2-5-3-1 الأرباح المحتجزة: هي أرباح تحققت غير أن المؤسسة قررت احتجازها بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلية¹ أو هي ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها ولم يدفع في شكل توزيعات². وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر تمويل عمليات النمو والتوسع، كما تستخدم في حالة الشركات التي تعاني من المشاكل المالية كذلك

¹ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية الإسكندرية، 2002، ص 279.

² مفير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 82.

التي ترغب في تخفيض ديونها أو الشركات التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة وفي هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة .

2-3-5-2 لا هتلاكات: عبارة عن "إثبات لخسارة لحقت بأصول ثابتة انخفضت قيمتها بمرور الزمن¹ ويعرف بأنه عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول نتيجة لاستعماله أو لعامل الزمن أو تطور تكنولوجي أو آثار أخرى .

2-3-5-3 تكاليف الأرباح المحتجزة²: لا يتم احتجاز الأرباح ما لم تكن المردودية مرجحة من استثماراتها مساوية على الأقل لمعدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين ، وتقدير تكلفة الأرباح الغير موزعة أو معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين ، يمكن اللجوء الى النموذجين السابقين أي نموذج التدفقت النقدية المخصومة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية ، فإذا كان الاعتماد على نموذج جوردين فإن تكافة الأرباح المحتجزة تأخذ الشكل الآتي:

$$K = \frac{dt}{P} + g \dots\dots\dots(8-1)$$

أما بحسب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فإن المعادلة

$$K_d = R_F + [R_M - R_F]B \dots\dots\dots(9.1)$$

فيما يتعلق بالاهتلاكات فإن المؤسسة أمام خيارين أن تقوم بتوزيعها وهو خيار مستبعد لأنه سوف يؤدي إلى زوال المؤسسة ، أو أن تقوم باحتجازها من أجل إعادة استثمارها وهو الخيار الوارد وهنا ينبغي أن يكون العائد المتولد عنها يساوي على الأقل لتكلفة الأموال، بما يعني أن تكلفة مخصصات الإهلاك لا بد وأن تتمثل في التكلفة الوسطية المرجحة بأوزان كل من الأموال الخاصة والقروض وبالتالي لا ضرورة لإعادة إدخالها في حساب تكلفة الأموال، طالما أن التكلفة الوسطية المرجحة تعكس ضمن تكلفة تلك المخصصات.

2-6 تقدير تكلفة الأموال : تتمثل في تكافة الخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال (الجزء الأعلى من الجانب الأيسر للميزانية) أي الخليط المكون لمصادر التمويل طويل الأجل (أو ما يسمى

¹ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص65.

² عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1980، ص505.

بالأموال الدائمة) الذي يتمثل في حقوق الملكية التي تتكون من رأس المال (قيمة الأسهم العادية) والأرباح المحتجزة، و الديون المائنة طويلة الأجل والتي تتكون من القروض المصرفية طويلة الأجل وقيمة السندات طويلة الأجل. أما مصادر التمويل قصيرة الأجل المتمثلة في الائتمان المصرفي (الديون المالية قصيرة الأجل) والديون غير المالية (الائتمان التجاري والمستحقات للغير: الأجر والضرائب غير الممددة) فلا تعتبرها النظرية المائنة من ضمن المصادر التي تؤخذ في الحسبان عند تقدير تكلفة الأموال على أساس أنها مصادر مؤقتة كما أن الاعتماد على تلك المصادر قصيرة الأجل في تمويل الاستثمارات يحمل المؤسسة أعباء مالية ثقيلة في وقت مبكر من عمر المشاريع.

وتعطي التكلفة الوسطية المرجحة بالعلاقة الآتية:

$$R \quad C M_p = K \frac{C_p}{C_p + D} + i \frac{D}{C_p + D} \dots\dots\dots(10-1)$$

حيث تمثل C_p مبلغ حقوق الملكية، D المبلغ المتوسط للديون المالية، k تكلفة حقوق الملكية (بحسب احتياجات المؤسسة قد يعبر k عن تكلفة الأرباح المحتجزة، أو تكلفة الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية، أو يعبر عن متوسط التكلفة المرجحة بالأوزان لكلا المصدرين)، i : تكلفة الديون.

مما سبق نلاحظ أن مصادر التمويل تتفاوت من حيث المخاطر التي تتعرض لها. فالمقرضون أقل تعرضاً للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المنشأة للربح من عدمه، كما أن أهم الأروية في الحصول على مستحقاتهم من أسوال التصفية وذلك في حالة الإفلاس ثم يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة فهم يتحملون مخاطر أكبر مما يتحمل الآخرون. ونظراً لأن التكلفة التي تدفعها المنشأة (العائد الذي يحصل عليه المستثمرون) تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، لذا فمن المتوقع أن يكون الاقتراض هو أقل مصادر التمويل تكلفة، وأن تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة¹.

المطلب الثالث: مفهوم وأهمية العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال

تعتبر تكلفت رأس المال من الموضوعات الهامة في دنيا أعمال المؤسسات الاقتصادية بمختلف أحجامها وأشكالها، وذلك لتأثيرها المباشر على كثير من القرارات الإستراتيجية.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1998، ص 74.

1- مفهوم تكلفة رأس المال

إن الحديث على تكلفة رأس المال يجر حتما للإشارة إلى نقطة معينة تتعادل عندها التكلفة الحدية للأموال (من جدول العرض) مع معدل العائد الذي يقيمه الاقتراح الاستثماري الحدي (من جدول الطلب)¹.

وتعرف تكلفة رأس المال في كثير من الأحيان على أنها معدل المردودية الأدنى المطلوب على الاستثمار بحيث يجعل القيمة السوقية لأصهم المؤسسة (ثروة ملاكها) تبقى ثابتة² ولأن قبول مشروع ذا مردودية أكبر من تكلفة رأس المال يؤدي إلى زيادة ثروة الملاك ، في حين أن قبول المشروع ينطوي على معدل مردودية أقل من تكلفة رأس المال سوف يجعل الحالة المالية للملاك أسوأ مما كانت عليه من قبل.

يشير مفهوم تكلفة رأس المال كذلك إلى معدلات العائد المتوقعة عن طريق كافة مصادر التمويل طويل الأجل سواء المملوكة أو المقترضة³، فهي إذن تكلفة استخدام الأموال المستثمرة، أو المستخدمة في اقتناء أصول المؤسسة. لأن تخلي المقرض عن أمواله لصالح المؤسسة لن يحدث إلا إذا كان مقابل مكافئة محددة في شكل فوائد، و الشيء نفسه يقال بالنسبة للمساهمين من خلال توزيعات الأرباح التي ينتظرونها.

بالإضافة إلى ما سبق، ورد تعريف آخر يشير مضمونه إلى أن تكلفة رأس المال هي المتوسط المرجح لتكلفة كل مصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل، و معامل الترجيح لكل مصدر عبارة عن حصيلة قيمته السوقية مقسمة على القيمة السوقية للمؤسسة ككل.

و يشير هذا التعريف إلى نقطة هامة يجب أخذها في الحسبان، فعند الكلام عن تكلفة مقدار معين من الأموال الخاصة، فالمقصود هو التكلفة الشاملة أي تكلفة انخراط من أموال الملكية والأموال المقترضة ويرجع هذا إلى أن المقدار المعين من الأموال الذي تستخدمه المؤسسة لتمويل استثماراتها الرأسمالية

¹ جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، دون سنة طبع، ص 249.

² أمين السيد أحمد لطفي، الأصول المنهجية الحديثة لدراسة الجدوى المالية للاستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة 1998، ص 56.

³ H. Bierman et autres, la préparation des financières dans l'entreprise, 2e édition, dunod, paris, 1972, p168.

المقترحة يأتي عادة من مصادر مختلفة ، ولا شك أن تكلفة كل نوع من هذه الأنواع يختلف عن تكلفة غيره ، ولذا فمن الخطورة الأخذ بتكلفة نوع واحد واعتبارها تكلفة الأموال لاستثمار رأس مالي معين.

2- أهمية تحديد تكلفة رأس مال

يهتم المدير المالي بتحديد تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل بغية تحقيق جملة من الأهداف يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- تكلفة رأس المال تستعمل في عملية المفاضلة بين مصدرين أو أكثر من نفس النوع واختيار أقلها تكلفة، مثل المفاضلة بين نوعين من القروض مختلفين من حيث الشروط (سعر الفائدة والمدة....).

- تعتبر تكلفة الأموال بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه لأن قبوله من شأنه التأثير سلبا على قيمة المؤسسة¹ ولقد أوضحت العديد من الدراسات الاستقصائية التي أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية خلال سنوات السبعينات والثمانينات من القرن الماضي ، أن نسبة مئوية كبيرة من المؤسسات تعتمد على المتوسط الحسابي المرجح لتكلفة رأس المال في تحديد معدلات الخصم التي تستخدم في تقييم المشروعات الاستثمارية .

وهكذا يتضح أن قرار الاستثمار مرتبط ارتباطا مباشرا بقرار تمويله فقبول أو رفض أي مشروع يتوقف على كيفية تمويله وعلى تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل.

كما أن تكلفة التمويل بكل مصدر تعتبر من أهم المحددات التي تتحكم في تكوين الخليط المناسب لهيكل رأس المال.

3- العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال

تتأثر تكلفة رأس المال بعوامل عامة وأخرى خاصة، إلى جانب تأثير مكونات هيكل رأس المال.

¹ سنير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996، ص80.

3-1 تأثير العوامل العامة:

يحدو المستثمر الذي يزود المؤسسة بالأموال ، الأمل في الحصول على عائد يكفي لتعويضه عن مجرد حرمانه من استغلال أمواله في الحصول على منافع حاضرة نتيجة لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار، ويسمى هذا التعويض بالعائد على الاستثمارات الخالية من المخاطر الذي يخضع تحديده إلى مستويات العرض والطلب على رؤوس الأموال .

غير أن الحرمان من تحقيق المنفعة الحاضرة ليست الخسارة الوحيدة التي يتكبدها المستثمر، حيث تشير النظرية المالية إلى أن التضخم من أكثر الظواهر خطورة وتأثيرا على العوائد المستقبلية للاستثمارات ، فهو الحالة التي تأخذ فيها قيمة النقود بالانخفاض¹ لهذا فإن معدل العائد على الاستثمار ينبغي أن يتضمن جزءا إضافيا لذلك الخالي من المخاطرة لتعويض المستثمر عن مخاطر انخفاض القوة الشرائية للأموال المستثمرة وهذا ما توضحه معادلة فيشر الموالية:²(11-1)

$$R = R^* + \Omega$$

حيث يمثل R العائد على الاستثمار ، أي معدل العائد الخالي من المخاطرة

R^* يمثل تعويضا للمستثمر عن تأجيله إشباع حاجات أو منافع حاضرة من أجل الاستثمار

أما Ω فيمثل تعويضا عن مخاطر أخرى ترتبط بالزمن وهي التضخم

3-2 تأثير العوامل الخاصة بكل عنصر

بصفة عامة تتكون مصادر التمويل طويلة الأجل للمؤسسة إما من الأموال المقرضة أو حقوق الملكية (الأموال الخاصة) أو من المصدرين معا، واستنادا إلى ما سبق للإشارة إليه سابقا ، يمكن الملاحظة بأنه نظرا للخصائص التي تميز كل مصدر وكذا المقروق التي يتسع بها ، فإن درجة المخاطرة التي يتعرض لها تكون مختلفة ومتفاوتة، فالمقرضون أقل عرضة للمخاطر مقارنة بحملة

¹ ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998، ص 215.

² أحمد أبو النفرح الناقة، نظرية البنوك والنقود والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1998 ص 173.

الأسهم حيث أن أهم الحق في الحصول على العوائد الدورية سرى حقوق المؤسسة أرباحا أم لم تحقق، كما أن لهم الحق في أولوية الحصول على مستحقاتهم عند التصفية .

أما حملة الأسهم فإنهم أكثر تعرضا للمخاطر من المقرضين ، لكن وفي هذه النقطة بالتحديد يجب التمييز بين كل من حملة الأسهم الممتازة والمساهمين العاديين ، فالمساهمون ذو الامتياز أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين من منطلق أن المؤسسة غير مجبرة على إجراء توزيعات دورية ، كما أنهم يأتون في المرتبة الثانية من حيث حقهم في أموال التصفية، لكن من جانب آخر فهم أقل عرضة للمخاطر مقارنة بالمساهمين العاديين ، لأن حملة الأسهم العادية يتحملون العبء الأكبر من المخاطر في حالة تحقق الخسارة. و نظرا لأن التكلفة التي تتحملها المؤسسة تتوقف على درجة المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة ، فإنه يترتب على ذلك أن الاقتراض قد يكون أقل المصادر تكلفة بينما تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة فيما تتوسط الأسهم الممتازة هذين المصدرين المتطرفين من حيث التكلفة .

3-3 تأثير مكونات هيكل رأس المال

نظرا لأن تشكيلة تكلفة مصادر التمويل تختلف من مصدر لآخر ، فمن الطبيعي أن تختلف التكلفة الإجمالية من تشكيلة رأس المال لآخر، فوجود نسبة كبيرة من الديون داخل الهيكل قد تؤدي إلى وجود تكلفة أقل مقارنة بالحالة التي تكون فيها الأسهم العادية أكثر تواجدا ، وقد تتخذ هذه التكلفة قيمة وسطا عندما تتشكل الأسهم الممتازة ، النسبة الأكبر في هيكل رأس المال للمؤسسة .¹

¹ محمد صالح الحناوي: 2001، مرجع سبق ذكره، ص 85.

المبحث الثاني: المخاطر وآلية الرفع في المؤسسة

لم يكن لعملية الاستدانة أن تحظى بالعناية الكبيرة التي يوليها لها مسيري المؤسسات وملاكها إلا أن ما يمكن أن تحدثه من آثار كفيلة بتحديد مصير القيمة السوقية لهذه المؤسسات. ففي ظل ظروف معينة قد يكون للرفع المالي الدور الكبير في تعظيم المردودية المالية أما في ظروف أخرى فقد يكون الانكماش هو السبب وراء دخول المؤسسة في دائرة الإفلاس. بما يعني أن لآلية الرفع التأثير الكبير في اختيار المصدر التمويلي وتشكيله هيكل رأس المال المناسبين، أما كيف ذلك فهو ما سيختص به هذا المبحث من خلال النقاط التالية:

- آلية الرفع في المؤسسة .
- تحليل مخاطر المؤسسة.
- تأثير الرفع على اختيار هيكل رأس المال.

المطلب الأول: آلية الرفع في المؤسسة

ينقسم الرفع إلى قسمين: الرفع التشغيلي والرفع المالي وقبل الشروع في تناول هذين النوعين قد يكون من المفيد أن يستهل المطلب بتناول نقطة التعادل نظرا لأهميتها في التحليل.

1- عتبة المرد ودية (نقطة التعادل)

يمكن الإحاطة بعتبة المرد ودية من خلال النقاط التالية:

1-1 تعريف عتبة المرد ودية

يقضي تحليل التعادل ضرورة تصنيف التكاليف إلى ثابتة CF ومتغيرة CV ويهدف إلى تحديد أثر التغير في المبيعات على النتيجة الاقتصادية (نتيجة الاستغلال) عتبة المرد ودية أو ما يسمى رقم الأعمال المخرج أو كذلك نقطة التعادل هي قيمة المبيعات التي تعادل فيها الإيرادات الكافية رقم الأعمال CA مع التكاليف الثابتة CT، أي النقطة التي عندما لا تتعلق المؤسسة لا ربحا ولا

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2002، ص 172.

مسارة ويقال أن المؤسسة وصلت إلى نقطة تعادلها عندما يصبح هامش التكلفة المتغيرة مساويا إلى التكلفة الثابتة¹.

1-2 قياس حثية المرء ودية

تحديد نقطة التعادل يمكن أن يكون على أساس الكميات كما يمكن أن يكون على أساس القيمة. وسوف نركز فقط على الطريقة الأخيرة لتحليل التعادل.

من تعريف حثية المرء ودية يمكن كتابة العلاقة الآتية: رقم أعمال التعادل = إجمالي التكاليف

$$CA^* = CT$$

$$CA^* = CV + CF$$

$$CA^* = CA \cdot RV + CF$$

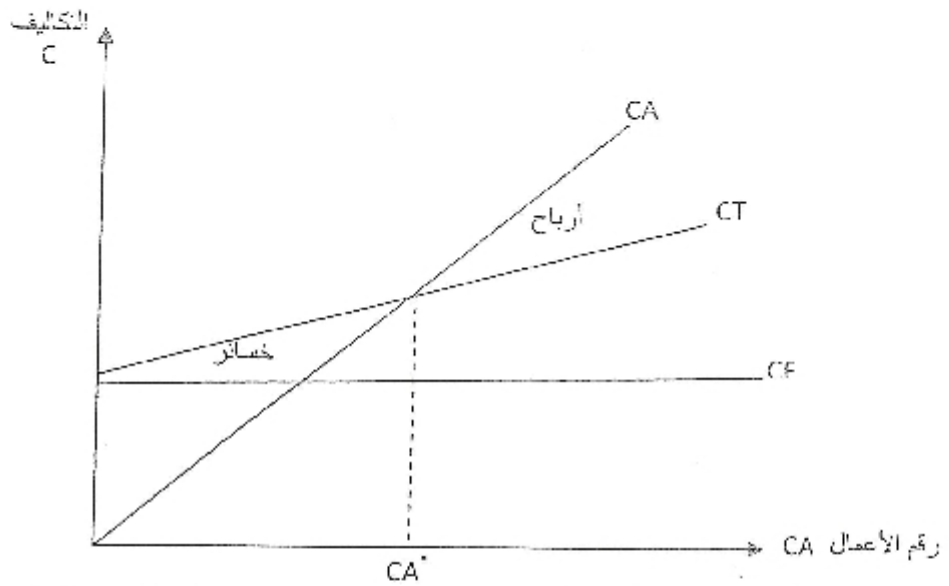
$$CA^* = CF / (1 - RV)$$

$$CA^* = \frac{CF}{MV} \dots\dots\dots(12-1)$$

حيث RV: تمثل نسبة التكاليف المتغيرة إلى رقم الأعمال $MV = (1 - RV)$ تمثل نسبة الهامش على التكاليف المتغيرة إلى رقم الأعمال

¹ ابن زيغ حثية: الواضح في المحاسبة العامة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2002، ص 161

الشكل (6-1): عتبة المر دووية بالوحدات النقدية



Source : G. RAIMBAULT , Gestion Financière d'entreprise, Presses de l'école nationale des Ponts et chaussées, Paris, 1993, P : 27

يبدو من الشكل (6-1) أن نقطة التعادل هي تلك التي تتعادل عندها إيرادات المبيعات مع التكاليف الكلية، ففي هذه النقطة (أي CA^*) تكون النتيجة الاقتصادية مساوية للصفر، كذلك يكشف الشكل أنه عندما يقل حجم المبيعات عن (CA^*) تكون التكاليف الكلية أكبر من الإيرادات مما يترتب عليه تكبد المؤسسة للخسارة، أما إذا زادت المبيعات عن ذلك المستوى، حينئذٍ تفوق قيمة المبيعات إجمالي التكاليف وتحقق المؤسسة أرباحاً.

2- الرفع التشغيلي: إذا كانت نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية للمؤسسة مرتفعة، حينئذٍ يطلق على تلك المؤسسة بأنها تتسم بدرجة عالية من الرفع التشغيلي. ومفهوم كلمة "رفع في اللغة تشير إلى أخذ المعاني لكلمة leverage وتعني تأثير أو فعالية، وفي السياسة يوصف الشخص بأنه له فاعلية أو تأثير يعني أنه بكلمة واحدة أو تصرف بسيط يمكن أن يحدث الكثير. وفي الفيزياء يقصد بالرافعة استعمال قوة صغيرة تحمل ثقل كبير. أما في مجال الإدارة المالية يقال أن المؤسسة تتسم بدرجة عالية من الرفع التشغيلي، بما يعني أنه بسبب وجود التكاليف الثابتة التشغيلية (الذير مالية)

يترتب على تغير ضئيل في حجم المبيعات تغير أكبر في النتيجة الاقتصادية وذلك مع ثبات العوامل الأخرى على حالها¹ ويمكن قياس:

$$L E = \frac{\% \Delta R E}{\% \Delta C A} = \frac{\Delta R E / R E}{\Delta C A / C A} \dots\dots\dots(13-1)$$

$$= \frac{(R E - 0) / R E}{(C A - C A^*) / C A} = \frac{R E / R E}{(C A - C A^*) / C A} = \frac{C A}{C A - C A^*}$$

$$L e = \frac{C A}{C A - \frac{C F}{1 - R V}} \dots\dots\dots(14-1)$$

3- الرفع المالي

حيث يتم تناوله من خلال:

3-1 تعريف الرفع المالي

إذا كان الرفع التشغيلي ينتج من جراء وجود التكاليف الثابتة التشغيلية، فإن الرفع المالي ينشأ كنتيجة لوجود التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في فوائد القروض. ويعكس الرفع المالي التغير الذي يحدث في النتيجة الصافية أو في المردودية المالية من جراء تغير معين في النتيجة الاقتصادية أوفي المردودية الاقتصادية. ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها فإن التغير بمعدل معين في النتيجة الاقتصادية يترتب عليه تغيراً بمعدل أكبر في النتيجة الصافية². ويمكن قياس:

$$L f = \frac{\% \Delta R N}{\% \Delta R E} \dots\dots\dots(15.1)$$

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 629-630.

² منير إبراهيم هندي 1998، مرجع سبق ذكره، ص 131.

2-3 أثر معامل الرفع المالي على المردودية المالية

يقصد بأثر الرفع المالي، تأثير الاستدانة على المردودية المالية أو هو ترجمة حساسية النتيجة الصافية للتطور الذي يطرأ على مستوى الديون. ويمثل أثر الرفع المالي في الفرق بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية حيث يحدث كما يلي¹:

$$RN = (RE - I)(1 - t) \dots\dots\dots(16.1)$$

$$\Rightarrow RN = [Cp . Dre + re(i.D)](1 - t)$$

$$RN = [re.cp + D(re - i)](1 - t) \dots\dots\dots(17.1)$$

حيث RN تمثل النتيجة الصافية، RE النتيجة الاقتصادية، t معدل الضريبة على الأرباح، المصارف المالية للإقتراض (الفوائد)، CP الأموال الخاصة، D الديون، re المردودية الاقتصادية من منظور آخر لدينا العلاقة الآتية التي تمثل المردودية المالية.

$$RF = RN / Cp \dots\dots\dots (18.1)$$

بقسمة العلاقة (17.1) على Cp نجد:

$$rf = [re + (re - i) \frac{D}{Cp}](1 - t) \dots\dots\dots(19.1)$$

تشير المعادلة إلى أن المردودية المالية تتأثر بوزن الديون المستعملة في عملية التمويل والتي تقاس بالنسبة D/C ويمثل الطرف (1-t) (re-i) الأثر الذي يمكن أن يحدثه الرفع المالي على المردودية المالية.

من جانب آخر يمكن للرفع المالي أن يحدث واحد من الآثار التالية:

-- إذا كانت المردودية الاقتصادية re أكبر من معدل الفائدة i تكون الوضعية مريحة للمساهمين، فالاستدانة لها تكلفة أقل من المردودية الاقتصادية والتي تقود إلى تحسين المردودية المالية حيث أن هذه الأخيرة تكون دالة متزايدة في درجة الاستدانة.

¹ J.TEULIE et P. Topsacalian, **finance**, 3^e Edition, vuibert, paris, 2001, p438.

- إذا كانت تكلفة الديون أكبر من المردودية الاقتصادية فإن المردودية المالية تتناقص كلما زادت درجة الاستدانة، إذن هذه الأخيرة تضعف من أداء المؤسسة بما يعني ضرورة تخفيض النسب D/C عندما تكون المردودية الاقتصادية مساوية لتكلفة الديون فإن الوضعية تشير إلى وجود استقرار في هيكل رأس المال.

المطلب الثاني: تحليل مخاطر المؤسسة

تتعرض المؤسسة لأنواع مختلفة من المخاطر التي قد تؤثر على مردوديتها ومن ثم على قيمتها السوقية، ولكن ما سيتم التركيز عليه في هذا المطلب هو المخاطر التشغيلية (أو مخاطر الأعمال) والمخاطر المالية. و قبل ذلك سيتم تناول بعض التعاريف والمفاهيم التي استقرت حول الخطر.

1- مفهوم المخاطر

تنشأ المخاطرة من احتمال عدم تحقق المردودية المتوقعة من رأس المال المستثمر ، أي من احتمال الحصول على مردودية فعلية أقل من تلك المتوقعة نتيجة فشل أرباح المؤسسة أو مبيعاتها أو كليهما معا في الوصول إلى المستوى المتوقع ، وبعبارة مختصرة فإن المخاطرة تعبر عن مستوى التقلب في معدلات المردودية التي تحققها المؤسسة بفعل ضغط المحيط الذي تعمل فيه.

2- أنواع المخاطر

تتعرض المؤسسة للمخاطر بسبب عدم قدرتها على تخطي إحدى المستويات الحرجة ، كأن لا يغطي رقم الأعمال تكاليف التشغيل ، أو لا تكفي المردودية الاقتصادية لتغطية تكلفة الأموال المقترضة وتنقسم المخاطر المرتبطة بالمؤسسة إلى:

1-2 المخاطر المالية

وهي المخاطر التي يمكن للمؤسسة أن تواجهها نتيجة لقراراتها المالية (قرار الاعتماد على القروض في تمويل العمليات) وذلك لما تضيفه مثل هذه القرارات من احتمالات التغيير في المردودية المالية. ولما تضيفه أيضا للمساهمين من مخاطر الإقلاس بسبب عدم القدرة على خدمة المديونية، هذا

وتقاس المخاطر المالية بالتقلب في المردودية المالية بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة والمتمثلة أساسا في فوائد القروض .

2-2 المخاطر التشغيلية

هذه المخاطر تعني التغيير المتوقع في نتيجة الاستغلال نتيجة لطبيعة نشاط وظروف السوق وحدة المنافسة والتكاليف ، هذا ويمكن النظر لهذا الخطر بأنه الخطر الذي ينشأ من التقلبات في الطلب على منتجات المؤسسة مما يؤدي إلى التقلب في كمية المبيعات وسعر البيع.

فمثلا في حالة ارتفاع مخاطر العمل فإن القبول بمستوى منخفض من الرفع المالي سيؤدي إلى الحد من حدوث تغيرات إضافية في الدخل نتيجة لتغير في حجم المبيعات، لكن في المقابل تعتمد المؤسسة التي لا تحتاج بحكم طبيعتها إلى نفقات ثابتة عالية إلى اللجوء المكثف لرفع المالي على أمل زيادة العائد على السهم من خلال الفرق المحقق بين العائد على الموجودات وكلفة الإقراض¹

هذا ويقاس الخطر التشغيلي بالتغير في الأرباح قبل الفائدة والضريبة

المطلب الثالث: تأثير الرفع على اختيار هيكل رأس المال

1- تأثير الرفع التشغيلي

إذا تم التسليم بأن تكلفة الأموال تعتبر أهم معيار يستخدم في عملية المفاضلة بين مختلف مصادر التمويل طويلة الأجل، فلا شك أن هذه التكلفة تتحدد وفق لجملة من المتغيرات أهمها درجة المخاطر التشغيلية التي تتعرض لها المؤسسة والتي تقاس على أساس معامل الرفع التشغيلي، فكلما ارتفع هذا الأخير كان ذلك حجة لارتفاع درجة عدم التأكد بشأن المردودية المستقبلية للمؤسسة وهذه بطبيعة الحال معلومة تهم جمهور المستثمرين (ملاك كانوا أو مقرضين) في كونها دافعا وراء مطالبتهم بمعدل مردودية أكبر تعويضاً لهم عن تلك المخاطر، وهذه إشارة إلى أن درجة الرفع التشغيلي الذي تنطوي عليه المؤسسة قد يؤدي بها إلى اختيار هيكل رأس المال دون آخر.

¹ ملفح محمد عقل المقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان 2006، ص 415.

من جهة أخرى وإذا كان للرفع التشغيلي أن يؤثر على النتيجة الاقتصادية بسبب التقلبات التي تحدث في المبيعات ، فهو يعتبر ولو بطريقة غير مباشرة مخاطر إضافية تتعرض لها مصادر التمويل طويلة

الأجل بحجة أن مكافئة هذه المصادر لا تعدو إلا أن تكون جزءا من نتيجة الاستغلال وأن عدم قدرة المؤسسة على تسديدها يعني احتمال دخولها في دائرة الإفلاس. لهذا كلما كانت درجة الرفع مرتفعة كلما زادت معها مخاطر الإفلاس وأصبح من الأفضل تخفيض حجم الإقراض في هيكل رأس المال، حتى يتم ضمان الوفاء بالالتزامات اتجاه المقرضين عند انخفاض حجم المبيعات¹

كما قد يكون الرفع التشغيلي محفزا للمؤسسة للجوء إلى مصادر تمويل ذات التكلفة الثابتة، خاصة في حالات الإنعاش الاقتصادي وارتفاع مبيعات المؤسسة واستقرارها وهذا بهدف تضخيم أثر الرفع المالي على عوائد المؤسسة.

2- تأثير الرفع المالي

في سبيل تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية، تعمل المؤسسة على المفاضلة بين مختلف مصادر التمويل التي تحقق أقصى ربحية وبأدنى المخاطر، ولعل أحسن طريقة لتوضيح العلاقة بين هيكل هذه المصادر وبين الرفع المالي تكون من خلال تحليل أثر هذا الأخير على المتغيرين السابقين الذكر (أي الربحية والمخاطرة) في ظل درجات مختلفة من الرفع، وقد تكون عملية المقارنة بين مؤسستين تتشابهان في كل شيء ما عدا هيكل رأسمالها هي أحسن طريقة لبلوغ ذلك حيث:

المؤسسة A

تعتمد فقط على أموال الملكية في تشكيل هيكل رأسمالها وفي ظل غياب الضرائب تكون المرودية الاقتصادية re مساوية للمرودية المالية، وعليه يمكن كتابة العلاقة العامة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية كالآتي :

$$re = R_f + BA (R_M - R_f) \dots \dots \dots (20-1)$$

¹ منير إبراهيم هندي، 1998، مرجع سبق ذكره، ص ص 127-128.

حيث: RM المعدل المتوسط لعائد السوق، Rf المعدل الخالي من المخاطر، BA مقياس نسبي للمخاطر المنتظمة للمؤسسة A.

المؤسسة B

تعتمد نسبيا على القروض في تشكيل هيكل رأسمالها، وفقا لذلك فإن المراد ودية المالية (معدل العائد المطلوب) تكون كالآتي:

$$rf = re + (re - i) \frac{D}{C_p} \dots\dots\dots (21-1)$$

بتعويض قيمة re في (21.1) فإن: ¹

$$rf = R_f + B_A [1 + \frac{D}{C_p}] (R_m - R_f) \dots\dots\dots (22-1)$$

بمطابقة (21-1) مع المعادلة (22-1) يمكن الوصول إلى:

$$B_B = B_A [1 + \frac{D}{C_p}] \dots\dots\dots (23-1)$$

حيث BB: مقياس نسبي للمخاطر المنتظمة التي تنطوي عليها المؤسسة

بما أن $BB > BA$ فإن الخطر النظامي للمؤسسة المقرضة أكبر من الخطر النظامي للمؤسسة غير المقرضة إلى جانب أن العائد المطلوب (معدل المراد ودية المالية) أعلى في المؤسسة R من المؤسسة A.

أما في حالة وجود ضرائب فإنه يمكن كتابة معامل بيتا للمؤسسة المستدانة كالآتي:

$$B_D = B_A [1 + (1 - t) \frac{D}{C_p}] \dots\dots\dots (24-1)$$

ولالإمام أكثر بتأثير الرفع المالي على هيكل رأس المال، يفترض مؤسسة برأسمال قدره 6 مليون دج تم تمويلها بالكامل من أسهم عادية عددها 100 ألف سهم، من أجل تمويل استثمارات جديدة احتاجت المؤسسة إلى 4 مليون دج أما النتيجة الاقتصادية فيتوقع أن تكون في حالة الأولى 2 مليون دج، أما الحالة الثانية فتتخفف إلى 500 ألف دج وتخضع للضريبة بمعدل 30 %

¹ J.P.JOBARD et AUTRES, finance : finance d'entreprise, finance de marché, diagnostic financière, Dalloz, paris, 1994, p20.

وأمام المؤسسة ثلاث بدائل تمويلية:

البديل الأول: التمويل عن طريق طرح أسهم عادية جديدة للبيع بسعر سوقي يبلغ 100 دج أي مساوي للقيمة الاسمية.

البديل الثاني: التمويل بسندات تحمل معدل كيون 6% من القيمة الاسمية.

البديل الثالث: التمويل بأسهم ممتازة تباع بقيمتها الاسمية وبمعدل ثابت يساوي 8.75%.

يهدف البحث عن أحسن بديل ملائم لتمويل البرنامج الاستثماري الذي تمتلكه المؤسسة، سيتم دراسة تأثير كل بديل على ربحية السهم العادي، يتم فيها بعد إدخال عنصر المخاطر كمتغير ثاني.

ربحية السهم كأساس للمفاضلة

الجدول (1-1): ربحية السهم العادي في ظل حالتين وبدائل تمويلية مختلفة

الحالة الثانية			الحالة الأولى			الحالات
سندات	أسهم ممتازة	أسهم عادية	سندات	أسهم ممتازة	أسهم عادية	البيان
5.000.000	5.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	النتيجة الاقتصادية
(240.000)			(240.000)			الفوائد
260.000	500.000	500.000	1.760.000	2.000.000	2.000.000	النتيجة الجارية
(78.000)	(150.000)	(150.000)	(528.000)	(600.000)	(600.000)	قيمة الضرائب
182.000	350.000	350.000	1.232.000	1.400.000	1.400.000	النتيجة الصافية
	(350.000)			(350.000)		توزيعات على حملة الأسهم م
182.000	0	350.000	1.232.000	1.050.000	1.400.000	أرباح متاحة للمالك
60.000	60.000	100.000	60.000	60.000	100.000	عدد الأسهم ع
3	0	3.5	20,5	17,5	14	ربحية السهم العادي

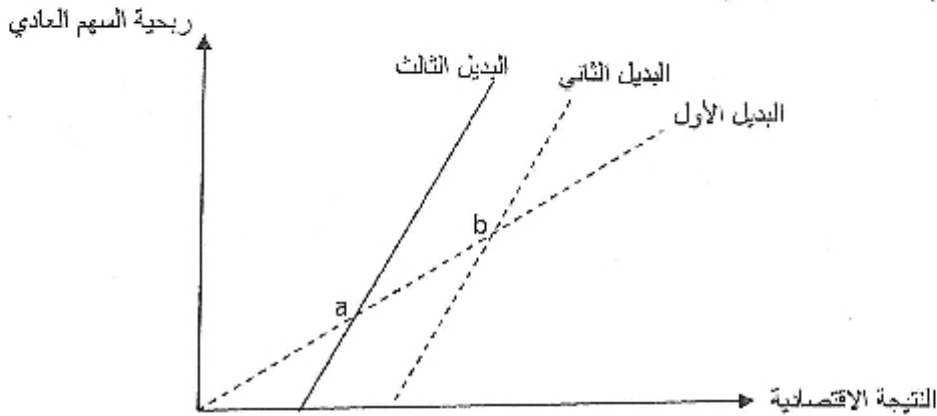
المصدر: مازر إبراهيم هندي، 1998، مرجع سابق، ص: 145

يوضح الجدول (1-1) ربحية السهم في ظل حالتين مختلفتين من النتيجة الاقتصادية. فعندما تكون هذه الأخيرة مساوية لـ 2 مليون د ج، فإنه ومن وجهة نظر الربحية يأتي البديل الثالث في المقدمة بـ 20.5 د ج للسهم يليه البديل الثاني بـ 17.5 د ج ثم البديل الأول بـ 14 د ج. حيث أي تغيير النتيجة الاقتصادية وانخفاضها إلى 500 ألف د ج يؤدي بالبدايل التمويلية إلى أن تتخذ ترتيباً آخر حيث يرتقي البديل الأول إلى سلم التفضيلات بربحية قدرها 3.5 د ج للسهم. يليه البديل الثالث ثم الثاني بربحية 3 و 0 د ج على التوالي.

ويمكن توضيح المعلومات الوارد في الجدول (1-1) من خلال الشكل (7-1) الذي يبرز وجود نقطتي التقاطع:

. النقطة a تشير إلى وجود تقاطع بين البديل الأول والبديل الثالث ولا يتحقق هذا إلا عند وصول النتيجة الاقتصادية إلى 600 ألف د ج، وعندما تكون ربحية السهم مساوية إلى 4.2 د ج في كلا البديلين

الشكل (7-1) ربحية السهم في ظل مستويات مختلفة للنتيجة الاقتصادية



المصدر: ملير إبراهيم هندي، 1998، مرجع سابق، ص، 145.

لكن عندما تزيد النتيجة عن 600 ألف د ج فإن ربحية السهم العادي تكون في البديل الثاني أكبر منها في البديل الأول والعكس في حالة الخفاص، إلى ما دون 600 ألف د ج.

. النقطة b تشير إلى أنه سواء أخذت المؤسسة بالبديل الأول أو البديل الثاني فإن ربحية السهم العادي أن تختلف عن 8.75 د ج وذلك عند الوصول إلى نتيجة اقتصادية تبلغ 1.250 ألف د ج. زيادة النتيجة عن هذا الحد يؤدي بربحية السهم إلى أن تكون مرتفعة في البديل الثاني مقارنة بالبديل الأول.

لكن عند انخفاض النتيجة عن 1.250 ألف د ج يصبح البديل الأول الأكثر ملائمة في تمويل الاقتراح الاستثماري، أما وضعية التوازي التي تظهر بين البديل الثاني والثالث فهي تشير إلى أنه وفي كل الحالات يعتبر البديل الثالث أحسن من البديل الثاني، وهذا مرده إلى أن تكلفة الإقراض التي يتضمنها البديل الثالث عادة ما تكون أقل مقارنة بتكلفة الأسهم الممتازة التي يتضمنها البديل الثاني. إذن تبقى المفاضلة قائمة بين طل من البديل الأول والثالث، لكن ماذا عن جانب المخاطرة؟

قياس المخاطر المالية التي تتعرض لها ربحية السهم

يلاحظ أن التحليل السابق اعتمد على عنصر الربحية في عملية المفاضلة بين البدائل الثلاث، والحقيقة أن هذا العنصر لا يمثل إلا جانباً واحد من الصورة لأن الأمر يقتضي إدخال عنصر آخر هو المخاطرة حيث سيتم الاستعانة بمعامل الرفع المالي الذي تم تناوله من قبل أي

$$e = \frac{RE}{RE - (i \cdot \Delta)} \dots \dots \dots (25-1)$$

الجدول (1-2): العائد والمخاطر للبدائل الثلاث في ظل نتيجة اقتصادية قدرها 2مليون دج

البديل	ربحية السهم	درجة الرفع المالي
البديل الأول	14	1
البديل الثاني	17.5	1.21
البديل الثالث	20.53	1.13

المصدر: المرجع السابق، ص: 153.

يوضح الجدول (1-2) كل من الربحية والمخاطر المالية المرتبطة بالسهم في ظل البدائل التمويلية الثلاث، وكما هو الحال عند قياس ربحية السهم العادي، يستبعد البديل الثاني من عملية المفاضلة من منطلق أنه يحقق ربحية أقل ومخاطر أكبر (17.5 د ج مقابل مخاطر ب 1.21) لتقتصر عملية المفاضلة بين البديل الأول والثالث، هذا الأخير يتضح بأنه ينطوي على عائد أكبر ولكن بنسبة مخاطرة مرتفعة، في حين أن البديل الأول ينطوي على عائد أقل ولكن بدرجة مخاطرة منخفضة نسبياً، وتقتضي عملية المفاضلة بين البديلين تحديد ما إذا كانت الزيادة في ربحية السهم

والتي تقدر بـ 6.53 دج (14.20.53) كافية لتعويض الزيادة في درجة المخاطر المالية والتي تقدر بـ 0.13 (1.1.136).

ويتوقف هذا القرار على تقييم كل عضو من أعضاء الإدارة لوضعية المؤسسة المستقبلية، وعن مدى ميلهم لتحمل المخاطر، فإذا كانوا من النوع الذي يحبذ المخاطر فقد يقع اختيارهم على البديل الثالث، أما إذا كانوا عكس ذلك فقد يكون البديل الأول هو الأكثر ملائمة.

وفوق كل هذا وذلك قد تدخل اعتبارات أخرى في عملية المفاضلة وترجع كلفة البديل الثاني الذي تقرر إبعاده نهائياً.

المبحث الثالث: محددات أخرى ومنهج بناء هيكل رأس المال

تخضع القرارات المرتبطة بتحديد المزيج المكون لهيكل رأس المال المؤسسة لمجموعة من العوامل أهمها المرتبطة بالظروف الخارجية، وهي تشكل منطلق لجميع قرارات التمويل ومنها: المرتبطة بالظروف والأحوال الداخلية لكل مؤسسة على حد.

المطلب الأول: محددات مرتبطة بمحيط المؤسسة

يلعب المحيط الخارجي للمؤسسة دورا لا بأس به في توجيه الإدارة نحو الاختيار والمفاضلة بين مختلف الهياكل التمويلية، وهذا من منطلق علاقة التأثير والتأثير التي تربط بين الطرفين

1- هيكل المنافسة والإنتاج

تعتبر المنافسة ومدى سهولة دخول شركات أخرى في الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة من أهم محددات تشكيل هيكل رأس المال، فتميز منتج المؤسسة قد يصعب من دخول المؤسسات المنافسة إلى الصناعة، أن تباع منتجاتها بسعر يغطي التكاليف التي عادة ما تكون مرتفعة في السنوات الأولى وفي هذا إشارة إلى أن مردودية المؤسسة قد تعرف استقرارا نسبيا يسمح لها برفع نسبة القروض داخل هيكل رأس مالها.

لكن كلما كانت المنتجات المتقاربة من حيث الجودة والتميز بدرج تسمح بسهولة سيطرة المؤسسات المنافسة على السوق واختراقه، كلما كان ذلك مدعاة لانخفاض مردوديتها، مما يؤدي بالتبعية إلى ارتفاع مخاطر التكاليف الثابتة للاقتراض وقد يكون من الأحسن الاعتماد أكثر على أموال خاصة في تمويل المشاريع الاستثمارية.¹

2- الانتماء إلى قطاع أو صناعة معينة الكثير من الشركات تتجه نحو الحصول على نسبة استنادة مماثلة أو قريبة من تلك الموجودة في الصناعة التي تنتمي إليها، وهذه النسب تختلف في الواقع العملي من صناعة لأخرى فنجد على سبيل المثال²:

¹ منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سبق ذكره، ص 171.

² مرجع نفسه، ص ص 168-189.

الصناعات الدفاعية: وهي الصناعات التي تزدهر إذا ازدهر الاقتصاد ، غير أنها تنكمش بمعدل أقل من معدل الانكماش الذي قد يصيب الاقتصاد ، مثل الصناعات التي تنتج الأطعمة والكساء والدواء ، وفي الواقع من الصناعات تكون نسبة استنادة المؤسسات المنتمية لها مرتفعة في فترات الرواج أما في فترات الكساء فإنها تنخفض ولكن بدرجة أقل بكثير من نسبة الاستنادة الشركات التي تنتمي إلى الصناعة المرتبطة بالدولارات بحجة أن معامل بيطا لأسهم هذا النوع من المؤسسات أقل من الواحد.

3- حالة سوق رأس المال

لا بد وأن يستند تشكيل هيكل رأس المال على تحليل الوضعية الحالية التي تميز سوق رأس المال من جهة مع محاولة تقدير الحالة والشروط المستقبلية المحتملة من جهة أخرى ، و لبلوغ ذلك يقع على عاتق الإدارة مسؤولية الإلمام بكل المتغيرات التي من شأنها التأثير على السوق كالسياسات المالية والنقدية و التضخم .

و قد يكون من المفيد في هذا الصدد التذكير بجملة من الأسس التي تساعد على تقدير الاتجاهات المستقبلية لأسعار الفائدة في سوق رؤوس الأموال، ومن ثم وضع الإستراتيجيات لبناء هيكل رأس المال¹.

المطلب الثاني: محددات مرتبطة بالمؤسسة.

إلى جانب الضوابط الخارجية التي تعتبر مشتركة لكل المؤسسات، تخضع القرارات المشكلة لهيكل رأس المال لجملة من القيود الداخلية الخاصة بكل مؤسسة يمكن إدراج أهمها في ما يلي:²

1- مستوى الربحية

كشفت نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل على أن المؤسسات التي تحقق أرباحا عالية تميل في كثير من الأحيان إلى الاعتماد على الأرباح المحتجزة في تمويل مشاريعها الاستثمارية ، تليها القروض والتي بالرغم من انطوائها على تكلفة الوكالة إلا أن لها ميزة الوفورات الضريبية والرفع المالي، أما الأسهم العادية فتأتي في مؤخرة الترتيب بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدارها، ومنه فقد

¹ P.Conco et f. Hemici, Op-cit, 2002, p 487.

² منير إبراهيم هندي، 1998، مرجع سبق ذكره، ص ص 165-167.

تجد هيكل رأس مال المؤسسات التي تتمتع بمستويات عالية من الربحية تحتوي على نسبة كبيرة من حقوق الملكية الناتجة عن الأرباح المحتجزة مقابل درجات منخفضة من الأموال المقرضة .

2-درجة التخصص

كلما تخصصت المؤسسة أي اتجهت في تركيز مواردها نحو نشاط واحد أو منتج واحد، كلما كان ذلك مدعاة لارتفاع تكلفة الإفلاس وذلك مقارنة مع مؤسسات مماثلة ولكن تتبع سياسة التنوع في النشاط ، وعلى اعتبار أن الافتراض من شأنه أن يزيد من مخاطر الإفلاس ، يمكن التأكيد على ضرورة وجود علاقة عكسية بين درجة التخصص ونسبة الاستدانة ، أي كلما تخصصت المؤسسة أكثر في نشاطها كلما اقتض ، الأمر تخفيض نسبة القروض في هيكل رأس مالها تجنباً للمزيد من المخاطر.

3- هيكل الأصول¹

يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بطرق عديدة ، فالمؤسسات ذات الأصول الثابتة طويلة الأجل، خاصة عندما يكون الطلب على منتجاتها مؤكد نسبياً (مؤسسات المنافع العامة) تستخدم قروض طويلة الأجل برهن عقاري بشكل كبير ، أما المؤسسات التي غالبية أصولها ممثلة في المدينين والمخزون والتي تعتمد قيمتها على الربحية المستمرة للمؤسسات الفردية (مثل المؤسسات في مجال البيع بالجملة والتجزئة) فتعتمد بشكل كبير على التمويل قصير الأجل.

4- توازن الهيكل المائي والاستقلالية المالية

تعتبر الأموال الخاصة من بين العوامل المحددة لإمكانية لجوء المؤسسة مجدداً للاقتراض لأنها تعتبر بمثابة الضمان الأساسي للدائنين وبالتالي يجب أن تكون الأموال كافية لتأمين استقلالية المؤسسة وعدم استنفاد كل طاقتها. و من الأمور المتعارف عليها أن نسبة الأموال الدائمة على القروض الأكثر من سنة يجب أن لا تقل عن 2 إذ أنه لا ينبغي للقروض متوسطة وطويلة الأجل أن تتجاوز الأموال الخاصة أو أن تعادلها.

¹ فرد ويستون يوجين براجم، التمويل الإداري (الجزء الثاني)، دار المريخ، الرياض، 1993، ص274.

المطلب الثالث: أهم خطوات المقاضلة بين مصادر التمويل

إذا كانت فعالية القرارات التي تتخذها المؤسسة تتحدد على أساس التأثير الذي يمكن أن تحدثه على قيمتها السوقية ، فيجب القول بأن قرار التمويل طويل الأجل يقيم على أساس نتائجه على المتغيرات المؤثرة على القيمة السوقية للسهم . وفي ظل هذه الآفاق قد تكون الوسيلة الأساسية لتحليل هي دراسة نتائج مختلف مصادر التمويل الممكن استعمالها على ربحية السهم ومن ثم على قيمة المؤسسة، ولعل أحسن تقييم لهذه النتائج يستند على الجملة من الخطوات تدرج كالاتي:¹

1- تحديد مختلف مصادر التمويل

يفترض أن الاحتياجات التمويلية محددة مسبقا من خلال الموازنات الرأس مالية أو مخطط التمويل الذي قامت بإعداده المؤسسة وأن الهدف الأساسي يتمثل في تحديد مختلف مصادر التمويل طويلة الأجل الممكن استعمالها لتنفيذ المشاريع الاستثمارية .

و كمرحلة أولى يقع على عاتق المؤسسة مسؤولية تحديد مختلف مصادر التمويل طويلة الأجل الممكنة سواء الداخلية التي تتمثل في هامش التمويل الذاتي الذي قد يشتمل بالإضافة إلى الأرباح المحتجزة، موجودات سابقة يتوقع بيعها لاحقا أو استرجاع قروض منحها المؤسسة لجهات أخرى أو الخارجية المتمثلة في زيادة رأس المال ومختلف الديون طويلة الأجل وهذا بغض النظر عن أي اعتبارات أخرى كتكلفة للتمويل وعدم ملائمة بعضها لإستراتيجية المؤسسةإلخ .

2- تحديد المردودية المالية في ظل كل بديل تمويلي

يوفر التحليل (BAI, BPA) للمدير المالي المعلومات اللازمة حول تأثير مختلف أنواع التمويل الخارجي على أرباح الأسهم ويتم ذلك من خلال تحليل العلاقة بين الربح قبل الفائدة والضريبة

$$B_pA = \frac{R_n}{A} \Rightarrow K_f = \frac{R_n}{C_p} \dots\dots\dots(26-1) \text{ حيث: } BPA \text{ وريحية السهم العادي}$$

¹ دريد درغام، أساسيات الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، دار الرضا للنشر، دون مكان طبعة، 2000، ص15.

3- تحديد القيمة السوقية في ظل كل بديل تمويلي

المرحلة التكميلية للإجراءات السابقة تتمثل في حساب القيمة السوقية للأسهم المؤسسة في ظل المصادر التمويلية المختلفة¹ ، وتوجد في هذا الشأن طرق عديدة لعملية التقييم منها مدخل التدفقات النقدية المخصومة ومدخل المقارنة المباشرة الذي سيتم التركيز عليه بشيء من التفصيل فيما يلي :

تستند النظرية الاقتصادية على مبدأ أساسي مفاده أن الأصول المتماثلة يجب أن تباع بأسعار متساوية، أي أن قيمة الأصل الجاري تقديرها تساوي سعر البيع الأصل المماثل. الشكل المباشر لهذه المقارنة يمكن العمل به كذلك في مجال البحث عن القيمة السوقية لمؤسسة ما ، أي أن يتم اختيار عينة من المؤسسات المقابلة للمقارنة وعلى أساسها تثن المؤسسة المستهدفة، لكن مفهوم المؤسسات القابلة للمقارنة غامض وغير واضح ، لأن المؤسسات عبارة كيانات معقدة وتتميز بمجموعة واسعة من السمات ، فأى من هذه السمات يجب أن تكون متماثلة حتى يمكن اعتبار مؤسستين قابلتين للمقارنة ؟ قد يمكن فك لغز هذه المشكلة إذا تم الإدراك بأن كل المؤسسات ومهما كان مجال نشاطها، تنتج نفس المنتج هو النقدية المتوقعة أن تولد مستقبلياً ، و هو المعيار الذي يتخذ على أساسه المستثمر قراراته الاستثمارية ، لذلك فإن عملية المقارنة يجب أن تتخذ من منظور الخصائص الإحصائية للتدفق النقدي المتوقع . و بتطبيق هذا التعريف تصبح مؤسستان قابلتين للمقارنة إذا كان الارتباط بين تدفقاتهما النقدية المستقبلية مرتفع وقد يشترط في هذا المجال على أن تكون المؤسسات القابلة للمقارنة من نفس الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة المستهدفة بالتقييم بحجة أنه إذا كانت هناك مؤسستان تعملان في نفس الصناعة فإن تدفقاتهما النقدية سوف تبدي رد فعل متماثل تجاه القوى السوقية وأذلك سوف يكون الارتباط قوي بينهما .

بل هناك اتجاهات أخرى ترى بأن معيار الصناعة غير كاف لاختيار المؤسسات القابلة للمقارنة بل يجب أن يتعدى الأمر إلى ضرورة الأخذ بعوامل أخرى وثيقة الصلة حتى يمكن الحصول على مقارنة

¹ طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية 2000، صص 73-80.

أكثر قبولاً وصلاحيّة ، ومن هذه العوامل يمكن ذكر : هيكل رأس المال ، القيمة الدفترية، الوضع الائتماني، الخبرة الشخصية للعاملين بالإدارة.....

و لما كانت ربحية السهم العادي هي المنتج المشترك بين كل المؤسسات القابلة للمقارنة وأن هذه الربحية هي الأساس في تحديد القيمة السوقية للمؤسسة المراد تقيمتها ، يعتبر المعامل المضاعف للربحية PER من التطبيقات الأكثر شيوعاً لمدخل المقارنة المباشر ، وهو عبارة عن نسبة سعر السهم إلى ربحيته ، هو المعيار الرئيسي في مقارنة الأداء ويستخدم في التحليل المالي، الماضي والمتوقع مستقبلاً .

4- اختيار مدى ملائمة المصدر التمويلي لإستراتيجية وقيود المؤسسة

المراحل التي تم تناولها لحد الآن لا تخرج عن كونها إجراءات تقنية للمفاضلة بين مختلف المصادر التمويلية طويلة الأجل والتي لا تكف في أغلب الأحيان لاتخاذ القرار التمويلي ، لهذا فعلى إدارة المؤسسة الأخذ في الحسبان الاعتبارات الأخرى التي تم تناولها في المطلب الأول والثاني حيث يمكن ذكر مدى ملائمة المصدر التمويلي لإستراتيجية المؤسسة في مجال هيكل رأس مالها واستقلاليتها التمويلية.....الخ.

خلاصة الفصل

يعتبر هيكل رأس المال واحدة من القرارات المالية طويلة الأجل التي تهدف أساسا إلى المفاضلة بين مختلف البدائل واختيار أكثرها قدرة على تحقيق الهدف العام الذي تسعى المؤسسة للوصول إليه. ويقصد بهيكل رأس المال توليفة المصادر التمويلية الدائمة التي تعتمد عليها المؤسسة لتمويل برامجها الاستثمارية، ولا تقتصر أهمية هذا الهيكل على إدارة المؤسسة بل تتعداه إلى كل الأطراف المتعاملة معها مثل المقرضين والملاك، هذا إلى جانب وجود تنوع في مكونات هيكل رأس المال فمنها المصادر الداخلية مجسدة في الأرباح المحتجزة والإهلاك ومنها المصادر الخارجية التي تمثلها الأسهم والقروض طويلة الأجل إلى جانب التمويل التاجيري، حيث يقع على عاتق المؤسسة اختيار المزيج الذي يخدم أهدافها العامة، و أيضا تركزت الدراسة في هذا الفصل على جملة من العناصر تمثلت في ضوابط أو محددات لبناء هيكل رأس مال المؤسسات الاقتصادية، أين اتضح أن أول هذه المحددات تمثل في آلية الرفع المالي والتشغيلي، هذا الأخير يبرز نتيجة لوجود التكاليف الثابتة التشغيلية حيث أن تغيرا طفيفا في رقم الأعمال يؤدي بالنتيجة الاقتصادية إلى التغير في نفس الاتجاه ولكن بأكثر حدة. وينتج عن الرفع التشغيلي جملة من المخاطر يطلق عليها اسم مخاطر الأعمال أو المخاطر التشغيلية، ويعتبر معامل الرفع التشغيلي أحسن مقياس لها. أما الرفع المالي فينتج عن المصاريف المالية الثابتة المرتبطة بالقروض والأسهم وشأنه شأن الرفع التشغيلي فيما يتعلق بمجرى التأثير الذي يسلكه غير أنه بدلا من أن تكون العلاقة بين رقم الأعمال والنتيجة الاقتصادية تكون هذه الأخيرة بينه وبين النتيجة الصافية أو الربح المتاح للملاك، وتنتج عن عملية الاقتراض جملة من المخاطر المالية التي تقاس بمعامل الرفع المالي.

اتضح كذلك بأن ظاهرة الرفع عبارة عن سلاح ذو حدين، حدها الموجب يتمثل في زيادة العائد عند ارتفاع رقم الأعمال أما الحد السائب فيتمثل في زيادة المخاطر انخفاض حجم المبيعات.

ولا يقتصر اهتمام إدارة المؤسسة على ظاهرة الرفع في اختيار هيكل رأسمالها بل يتعداه إلى مخد آخر لا يقل أهمية هو تكلفة رأس المال التي تتمثل في المتوسط المرجح بالأوزان لتكلفة مختلف العناصر المكونة للهيكل، وهي تتأثر بعوامل عامة كالتضخم، و بعوامل خاصة مرتبطة بكل مصدر تمويل إلى جانب أنها تتأثر بتشكيلة هيكل رأس المال في حد ذاته. وتبرز أهمية هذه التكلفة في كونها محددا من

محددات اختيار هيكل رأس المال، فهي أدنى مردودية مطلوب أن تحققها الاستثمارات التي تتخذها المؤسسة، وأن ارتفاع أو انخفاض هذه التكلفة من شأنه الأثير على حجم البدائل الاستثمارية المقترحة، وكما يقال أن البضاعة التي تشتري شراء جيد تعتبر نصف مبيعة، أي أنه إذا تمكنت المؤسسة من اختيار هيكل رأس مال يخفض من التكلفة إلى أنتى الحدود كان ذلك فرصة لحصولها على أكبر حجم ممكن من الاستثمارية. وأيضاً في هذا الفصل هناك جملة من الضوابط والمحددات التي قد تقود المؤسسة لاختيار هيكل رأسمال دون آخر، ومن هذه الضوابط من هي مرتبطة بمحيط المؤسسة، ومنها المرتبطة بالمؤسسة في حد ذاتها، كذلك اختص هذا الفصل بدراسة جملة من المراحل تعد مهمة في المفاضلة بين مختلف المصادر التمويلية طويلة الأجل المكونة لهيكل رأس المال، هذا الأخير اندي اختلف فيه الكثير من الاقتصاديين الماليين فكان هناك تعارض بين مجموعة من المداخل فمنهم من يرى تأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة ومنهم من يرى أن لا تأثير له وهذا ما سنتعرض له في الفصل الموالي .

الفصل الثاني

تأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة

تمهيد

بهدف تمويل مختلف استثماراتها، تلجأ المؤسسة في العادة إلى أنواع مختلفة من المصادر منها تلك التي كانت محل اهتمام في الفصل الأول ويعتبر التزايد النسبي لكل مصدر داخل هيكل رأس المال إحدى المحددات التي من شأنها التأثير على المردودية المتوقعة من جهة وعلى المخاطر المرتبطة بملك المؤسسة من جهة أخرى، والحال أنه في ظروف معينة، كلما لجأت المؤسسة إلى عملية الاقتراض كلما كان ذلك مدعاة إلى أن ترتفع ربحية السهم العادي بما يؤدي بالموازاة إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة. في حقيقة الأمر، أن ما جاءت به مؤلفات الإدارة المالية من مداخل ووجهات نظر حل طبيعة العلاقة بين هيكل رأس المال وبين القيمة السوقية للمؤسسة. فهناك من يؤيد فكرة الأمثلية وهناك من ينفىها كلياً وهناك من يأتي وسطاً، وبطبيعة الحال لكل وجهة نظر مبررات وحجج تستند عليها.

ولمعرفة التأثير الذي يمكن أن يحدثه هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة، كما لزاماً أن يختص الفصل الحالي بالدراسة والتحليل لمختلف الآراء والنظريات التي تناولت هذه الإشكالية وسيتم تناول مختلف هذه النظريات من خلال المباحث التالية:

- النظرية التقليدية.

- مدخل ميلر ومدكلياني وتكلفة الإفلاس والوكالة .

- نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ونظرية الاستدلال أو الإشارة.

المبحث الأول: النظرية التقليدية

أثارت مختلف المدارس التقليدية جدلا كبيرا فيما يتعلق بمدى تأثير المزيج المكون لهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة وهذا منذ أن قدم دافيد دوران سنة 1952 مدخلين متطرفين هما مدخل صافي الربح ومدخل صافي الربح العمليات، ثم بروز مدخل آخر هو المدخل التقليدي. وللوقوف أكثر على هذه المداخل سيتم تناولها من خلال المطالب الآتية:

- مدخل صافي الربح.
- مدخل صافي ربح العمليات.
- المدخل التقليدي.

المطلب الأول: مدخل صافي الربح

قبل التطرق إلى جوهر مدخل صافي الربح فيما يتعلق بطبيعة العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة، قد يكون من المفيد عرض مختلف الفروض التي يقوم بها، إلى جانب الأدوات الضرورية في عملية التحليل.

1- فروض وأدوات التحليل

يتركز مدخل صافي الربح على جملة من الافتراضات يمكن تلخيصها فيما يلي:¹

- عدم وجود ضرائب أو تكلفة لإفلاس.
- حجم الاستثمارات ثابت لا يتغير، وهذا يعني ضمناً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال ثابتة، إلا أنه يمكن للمؤسسة أن تغير هذا الخايط، بمعنى تغيير معامل الرفع المالي (D/Cp) عن طريق إبرام قروض جديدة واستخدام حصيلتها في شراء جزء من الأسهم العادية

¹ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997، ص 214-215.

التي سبق وأن أصدرتها. كما يمكنها أيضا إصدار أسهم عادية واستخدام حصياتها في سداد القروض السابقة.

- تقوم سياسة المؤسسة على توزيع كافة الأرباح، أي لا توجد أرباح محتجزة.
- القيمة المتوقعة لنتيجة الاستغلال ثابتة ولا تتغير من سنة لأخرى.
- توقعات المستثمرين بشأن التوزيع الاحتمالي لنتيجة الاستغلال متجانسة.
- تكلفة القروض أقل من تكلفة الملكية.

2- جوهر مدخل صافي الربح

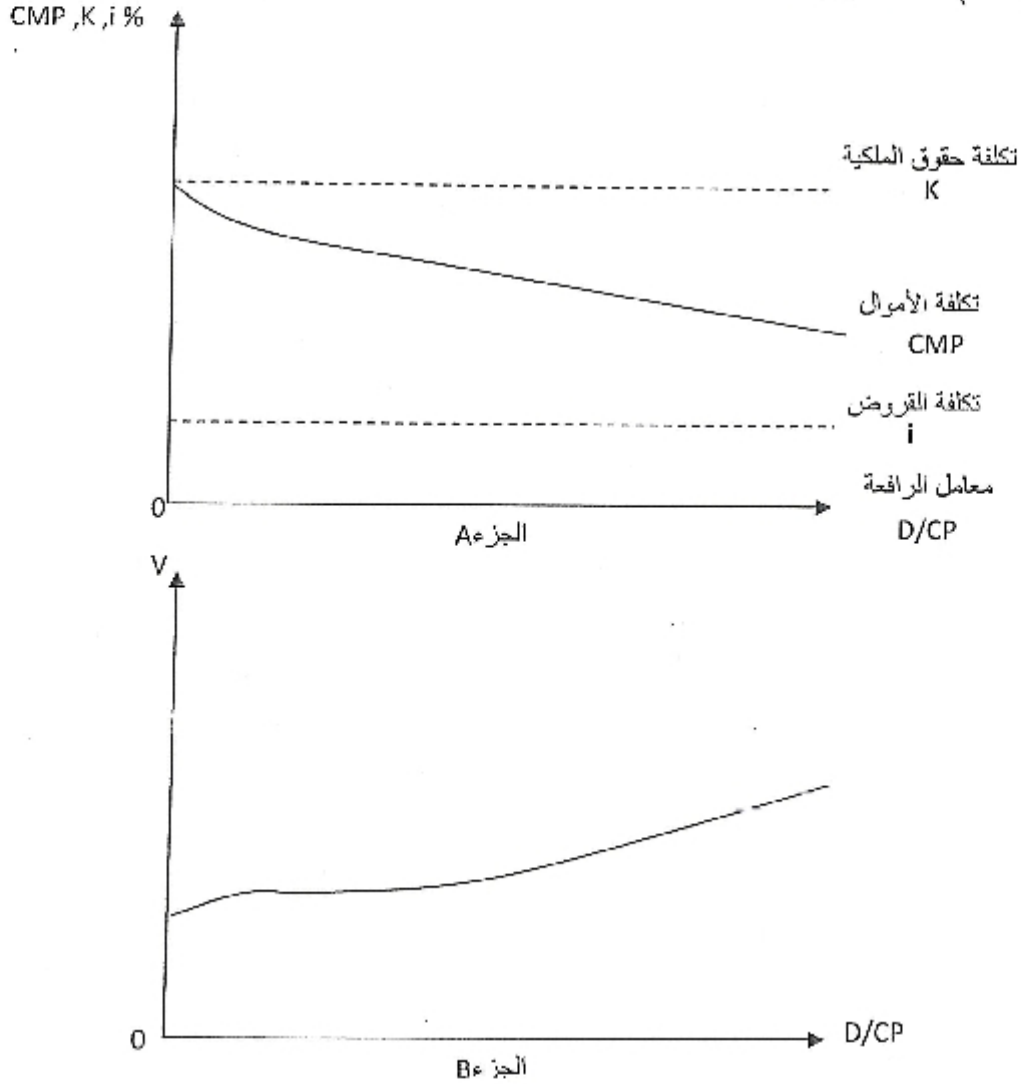
يتركز مفهوم مدخل صافي الربح على إمكانية قيام المؤسسة بتعظيم إيراداتها من جهة أو تخفيض التكلفة الكلية للأموال من جهة أخرى بزيادة نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، والافتراض الأساسي الذي يبنى عليه هذا المدخل هو أن استخدام القروض لن يغير من مفهوم وإدراك الخطر للمستثمرين¹، أي أن ارتفاع وانخفاض نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال لا يترتب عليه أي رد فعل في معدل المردودية الذي يطلبه المستثمرون، ملاكا كانوا أو دائنين، وعلى اعتبار أن القروض أرخص مصدر تمويلي، فإن زيادتها على حساب بقية المصادر سيؤدي بالتكلفة الإجمالية إلى أن تعرف انخفاضا ملحوظا من ثم ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة. هذا يعني أن هيكل رأس المال الأمثل هو ذلك الذي تكون فيه نسبة القروض في أقصى حدودها حتى ولو وصلت إلى 100 % من إجمالي مصادر التمويل.

حيث كلما ارتفعت نسبة القروض، إلى الأموال الخاصة كلما كان ذلك مدعاة لانخفاض التكلفة الإجمالية (CMP) (جزء A) وارتفاع قيمة المؤسسة (جزء B) إذن هيكل رأس المال الأمثل هو ذلك الذي يتضمن أكبر جزء من الأموال المقترضة.

¹ C.A.VAILLIEN, Evaluation de l'entreprise et cout de capital, vuibert, paris, 1981, pp15-16.

لكن ما يعاب على مدخل صافي الربح هو أنه يفترض ثبات كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة الأموال الخاصة عند أي مستوى من مستويات الرفع المالي أي أنه ينفي العلاقة الأضلية التي تربط بين العائد والمخاطرة وهذا ما لا يمكن تصوره في الواقع العملي.

الشكل (1-2) العلاقة بين تكلفة الأموال وبين القروض تبعاً لمدخل صافي الربح.



SOURCE : P .CONCO et IEMICI, 2002, OP-CIT, P581

المطلب الثاني: مدخل صافي ربح العمليات

يقوم هذا المدخل على افتراض أساسي يقضي بأن تكلفة المديونية والتكلفة الكلية للأموال ثابتة أيا كانت نسبة الرفع المالي في المؤسسة. وذلك بالرغم من وجود افتراض آخر مؤداه أن تكلفة حقوق الملكية ترتفع مع كل زيادة في نسبة الربح المالي¹.

حجة الثبات الذي تتسم به التكلفة الكلية يعزى إلى أن ما يساهم به ارتفاع تكلفة التمويل بحقوق الملكية من زيادة في التكلفة الكلية سيعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر التمويل ذات التكلفة المنخفضة نسبيا والمتمثلة في القروض.

بالإضافة إلى ذلك هناك جملة من الفروض على النحو الآتي:

- أن تقدير السوق لقيمة المؤسسة تأتي ككل متكامل، وبالتالي تصبح التفرقة بين حقوق الملكية والقروض لا جدوى منها.

- يستخدم السوق متوسط تكلفة الأموال CMP لرسملة صافي ربح العمليات وتتوقف قيمة متوسط تكلفة الأموال على المخاطر التشغيلية.

- إن استخدام القروض ذات التكلفة الأقل من تكلفة أموال الملكية ينتج عنه زيادة درجة المخاطرة بالنسبة لحاملي الأسهم وهذا ما يؤدي بتكلفة حقوق الملكية لأن تعرف ارتفاعا بنفس نسبة الميزان المحققة من القروض ذات التكلفة الأقل.

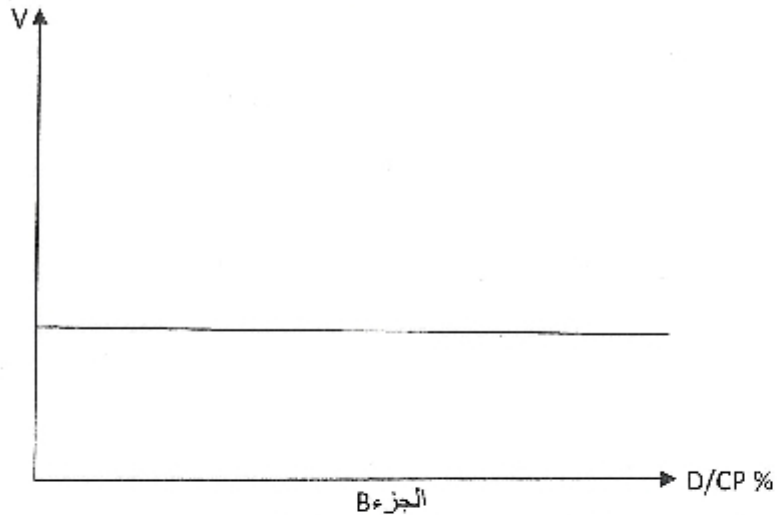
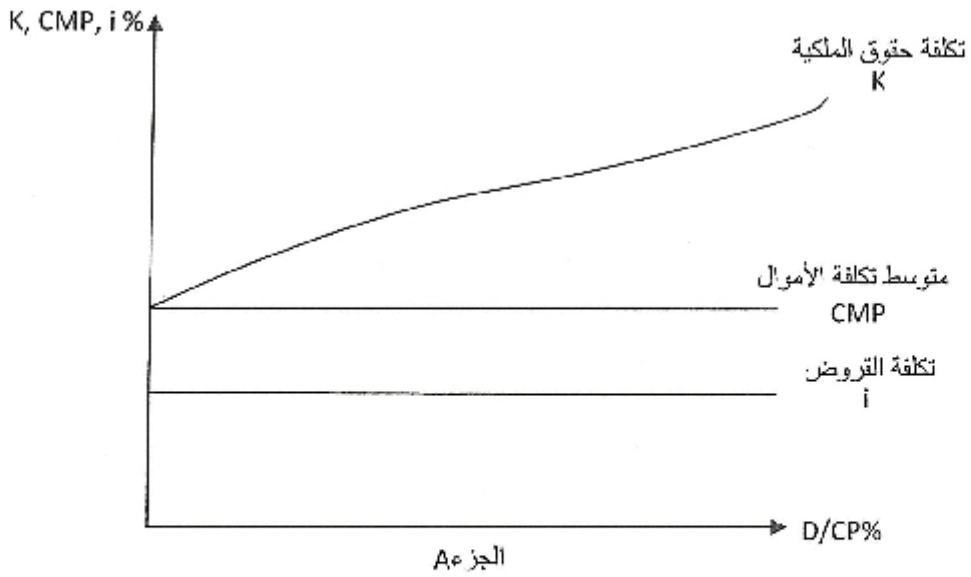
و يتضح في الشكل (2-2) أنه مع تزايد الاعتماد على القروض فإن تكلفة حقوق الملكية تعرف ارتفاعا ملحوظا، لكن بقاء تكلفة القروض على حالها أدى بالتكلفة الإجمالية للأموال إلى أن تتخذ خطا مستقيما موازيا لمحور السينات، مشيرا بذلك إلى عدم تأثره بالتوليفات المختلفة من رؤوس

¹ محبوب بن حمودة، تكلفة رأس المال: معدل مردودية و مقياس لاتخاذ القرارات، دراسة واقع المؤسسة العمومية الاقتصادية الجزائرية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تقنيات الكمية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 1997، ص 98.

الأموال (الجزء A)، ومن ثم بقاء قيمة المؤسسة على حالها عبر مختلف نسب القروض إلى حقوق الملكية (الجزء B).

وهذا يعني أنه لا يوجد هيكل رأسمال مثالي، فسواء اقتترضت المؤسسة أم لم تقترض وسواء زادت أو أنقصت من نسبة الإقراض فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة مما يترتب عليه ثبات قيمة المؤسسة وهذا هو جوهر مدخل صافي ربح العمليات.

الشكل (2-2) العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض (مدخل صافي ربح العمليات)



المصدر: منير إبراهيم هندي، 1998، مرجع سبق ذكره، ص 185

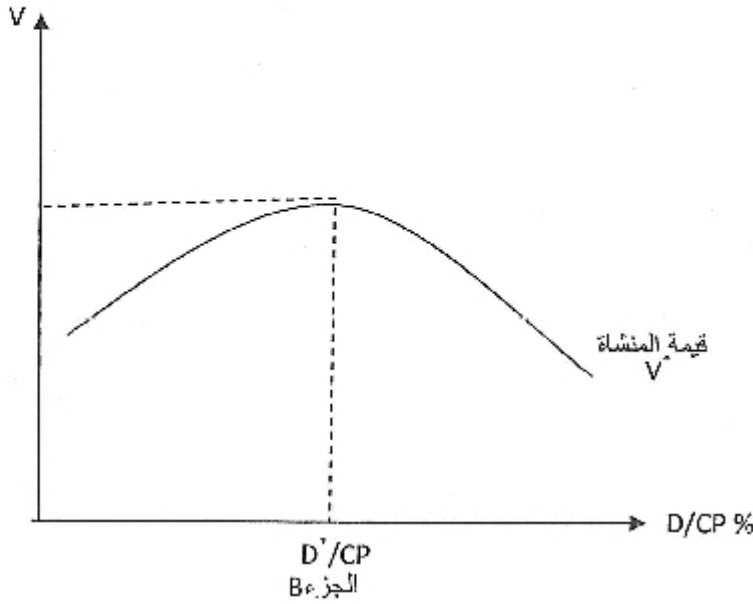
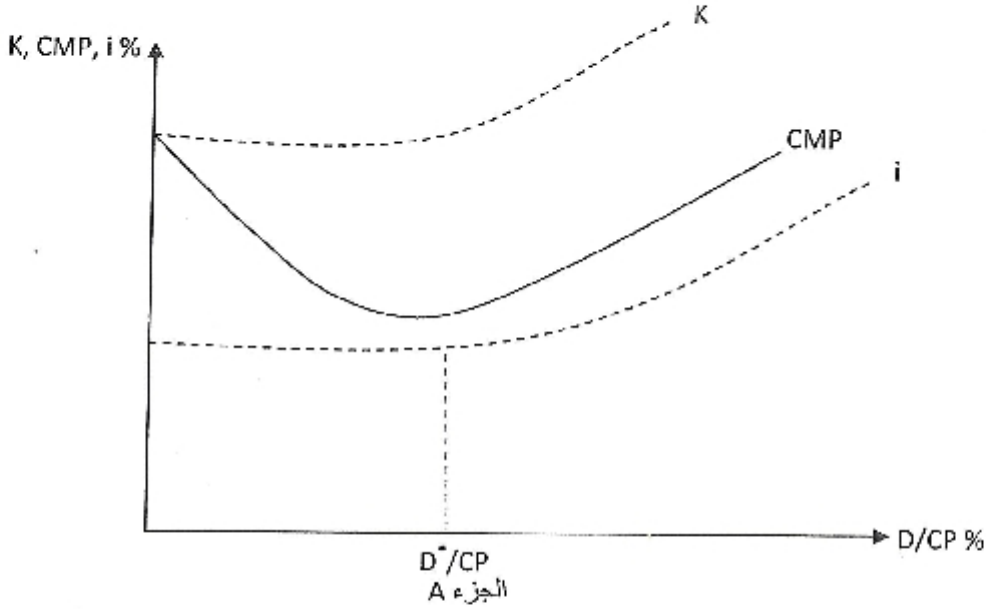
المطلب الثالث: المدخل التقليدي

على عكس مدخل صافي ربح العمليات، يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل رأسمال مثالي أي وجود معامل رفع مالي مثالي تتخفض عندها تكلفة الأموال إلى حد أدنى، كذلك يفترض هذا المدخل أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون (ملاك ودائنون) يزداد مع زيادة نسبة الاقتراض، وذلك بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه.

وإذا كانت نسبة الرفع المالي ترتبط بعلاقة طردية مع كل من تكلفة الإقراض وتكلفة حقوق الملكية، فكيف تتحدد نسبة الاقتراض المثالية؟ أن الفكرة التي يقوم عليها المدخل التقليدي تشير ضمناً إلى أن تكلفة الأموال تتخفض تدريجياً مع زيادة الأموال المقترضة، إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى حد معين، بعده تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع. ويطلق على نسبة الإقراض التي يتحول عندها اتجاه تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض المثالية. ولكن كيف يمكن تفسير سلوك تكلفة الأموال على النحو المشار إليه؟ لكي نجيب على هذا السؤال دعنا نصور فكرة المدخل التقليدي في شكل بيان، يلي الضوء على العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية، وهو ما يوضحه الشكل (3-2)

يشير الشكل (3-2) إلى أن تكلفة الأموال تتخفض مع زيادة نسبة الاقتراض إلى أن تصل تلك النسبة إلى النقطة "D*/C"، بعدها تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع. وتفسير ذلك أن الاقتراض - على الرغم من أن تكلفته تأخذ في الارتفاع تدريجياً - يظل مصدر أقل تكلفة من الأسهم العادية، ومن ثم فإن زيادة الاعتماد عليه تسهم في تخفيض تكلفة الأموال. رغم أن تكلفة حقوق الملكية سوف تأخذ في الارتفاع مع زيادة نسبة الاقتراض مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال إلا أن الانخفاض في تكلفة الأموال، الناجم عن زيادة الأموال المقترضة الأقل تكلفه، يفوق الارتفاع في تكلفة الأموال الناجم عن ارتفاع تكلفة حقوق الملكية، ليأخذ منحنى تكلفة الأموال اتجاهه نحو الانخفاض حتى النقطة "D*/C"

الشكل (2-3) العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الإقراض (المنحل التقليدي)



المصدر: نفس المرجع، ص 187

أما بعد النقطة "D*/C" فيحدث العكس، فعلى الرغم من أن زيادة نسبة الاقتراض لازالت تساهم في تخفيض تكلفة الأموال - باعتبارها مصدر تمويل رخيص نسبيا- إلا أن تكلفة حقوق الملكية تأخذ في الارتفاع بمعدلات كبيرة، والنتيجة أن زيادة الاقتراض أي زيادة الاعتماد على أموال رخيصة، لم يعد كافيا لتحقيق تخفيض في تكلفة الأموال، وذلك بسبب الارتفاع الكبير في تكلفة حقوق الملكية. بعبارة

أخرى تؤدي المغالاة في الاعتماد على القروض إلى زيادة تكلفة حقوق الملكية، يفوق الوفورات المترتبة على زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة ذات التكلفة المنخفضة، مما يؤدي إلى ارتفاع مضطرد في تكلفة الأموال¹.

كشف هذا المبحث عن وجود تعارض واضح بين مختلف المداخل التي تم تناولها، فبينما يرى مدخل صافي الربح بأن أمثلية هيكل رأس المال لا يمكن أن تتحقق إلا إذا اعتمدت المؤسسة أقصى ما يمكن على القروض في تمويل اقتراحاتها الاستثمارية حتى ولو كانت بنسبة 100% وينفي مدخل صافي ربح العمليات وجود أي علاقة بين هيكل رأس المال وبين قيمة الأصول الاقتصادية للمؤسسة، فسواء استداننت هذه الأخيرة أو لم تستن، وسواء أفرطت في عملية الاستدانة أو لم تفرط، لن يغير ذلك من شيء .

أما المدخل التقليدي فيمكن اعتباره وسطا بين المدخلين لأنه ينفي من جهة عدم وجود هيكل رأسمال مثالي كما لا يؤدي مدخل صافي الربح في كون أن الإفراط في الاقتراض هو شرط الأمثلية، بل يرى أنه لا إفراط ولا تفريط أي يمكن للمؤسسة أن تحقق هيكل رأس مال مناسب، لكن في حدود استعمال عقلاي للديون، ويعتبر هذا المدخل أقرب إلى الواقع مقارنة بمدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات على اعتبار أنه أسقط جملة من الفروض الغير متماشية مع الواقع العملي .

¹ منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ، 2003، ص ص 650-652.

المبحث الثاني: مدخل ميلر ومدكلياني وتكلفة الإفلاس والوكالة

لأن التعارض كان واضحا بين مختلف المداخل السابقة، ولأنه لم يكن بالوسع إعطاء جوابا مقنعا بشأن طبيعة العلاقة التي تربط بين القيمة السوقية للمؤسسة وبين هيكل رأسمالها كان لا بد أن يكون الموعد مع مدخل آخر ظهر ~~1985~~ على يد ميلر ومدكلياني. 1959

المطلب الأول : مدخل ميلر ومدكلياني

يعرف ميلر ومدكلياني بأنهما الإدارة المالية بمفهومها الحديث، ولقد قدم هذا الباحثان تحليلا منطقيا لإثبات أن تكلفة الأموال لا تتأثر بتغير نسبة الاقتراض، وهو ما يتفق مع مدخل صافي ربح العمليات، حيث يجيب الاقتصاديين على السؤال حول أمثلية الهيكل المالي ب "لا" أي لا يوجد هيكل مالي أمثل حيث يريان بأن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي¹.
ففي ظل سوق مالية كفاءة وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل والواقع أن هذه النظرية استندت إلى جملة من الفروض أهمها² :

فروض وإطار التحليل

- عدم وجود ضرائب سواء على الأفراد أو الشركات.
- المؤسسة لا تستعمل إلا مصدري تمويل القروض والأسهم العادية.
- المستثمرون لهم توقعات متجانسة سواء بالنسبة لإيرادات المشروع أو المخاطر الخاصة به .
- سوق رأس المال سوق كامل تتوفر فيه كافة المعلومات من ناحية وتعود فيه الأسعار العادية من ناحية أخرى.

¹ JEAN B , JACQUELINE D, gestion financière , manuel & application , dunod , 9^{em} édition , paris , 2000, p157.

² حسين عطاء غنيم، دراسات في التمويل (التحليل المالي ودراسة صافي رأس مال العامل)، طبعة أولى، مكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2005، ص 507، 508.

- إمكانية الافتراض سواء للأفراد أو المؤسسات وفقا لمعدل الفائدة الخالي من المخاطر أيا كان حجم هذه الأموال المقترضة.

ويعتبر كل من ميلر ومدكاياني أن قيمة المؤسسة يكشف عنها برسملة أرباحها خلال عدة فترات بمعدل استحداث يتعلق بقطاع نشاطها، و أدى الافتراض السابق إلى ضرورة التمييز بين حالتين: حالة وجود الجباية، وحالة عدم وجودها لأن هذه الأخيرة تعتبر غير واقعية (تخيلية).

1- حالة غياب الجباية

تكتب في هذه الحالة الصيغة العامة لأثر الرفع المالي كما يلي:

$$R_f = R_e + (R_e - i) \frac{D}{C_p} \dots\dots\dots(1-2)$$

أما تكلفة رأس المال فتحسب كالآتي:

$$CM_p = R_f \times \frac{C_p}{C_p + D} + i \frac{D}{C_p + D} \dots\dots\dots(2-2)$$

R_f مردودية الأموال الخاصة

R_e مردودية اقتصادية وأخذا في الحسبان للافتراضات السابقة يمكن اعتبار $CMP = R_e$ وتمثل المردودية المطلوبة على القروض مساوية لتكلفة القروض ويتعويض قيمة R_f في المعادلة (2.2) وإجراء بعض الاختصارات نحصل على $R_e = CMP$

وعليه فإن تكلفة رأس المال عبارة عن معدل المردودية الاقتصادية الأدنى المفروض، فهي إذن مستقلة عن الهيكل المالي، فلقد توصل الباحثان إلى أن زيادة الدين في الهيكل التمويلي يؤدي إلى¹:

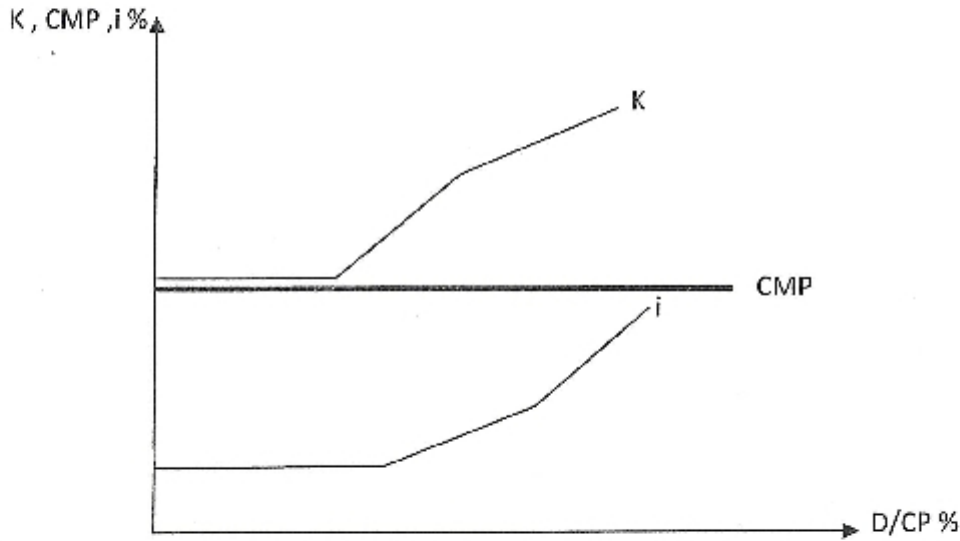
- انخفاض تكلفة الأموال المرجحة بسبب رخص تكلفة القروض .

- زيادة تكلفة الأموال الخاصة تكون بالقدر الذي تتلاشى معه رخص تكلفة القروض، بحيث تظل تكلفة الأموال المرجحة في التحليل النهائي ثابتة ومن ثم لا تتأثر قيمة المؤسسة بتغير حجم الدين في ظل افتراضات السوق التام. وهذا ما أدى بهما فعلا إلى استخلاص النتيجة "لا يؤثر الهيكل المالي

¹حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص ص 214، 215.

للمؤسسة في قيمتها كما أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي"

الشكل (4-2) استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي



Source : Pierre Vernimmen, **finance d'entreprise**, 3^{ème} édition, Dalloz, paris, 1998 ; p492

إن خالصت هذه النظرية إلى استنتاج أن المؤسسات المتماثلة باستثناء الهيكل التمويلي متساوية في القيمة وبالتالي لا تأثير للرفع المالي (مدى مساهمة الملاك في الهيكل المالي بالمقارنة بالتمويل الذي مصدره القروض المختلفة) على القيمة السوقية للمؤسسة وانعدام العلاقة بين هيكل التمويل وتكلفة الأموال والقيمة السوقية للمؤسسة¹.

الانتقادات الموجهة إلى نظرية مودكلياني وميلر² :

- الحرية الكاملة في السوق المالية من الأمور الصعبة التحقق للأسباب منها عرض الأموال الغير مرن وعدم توفر المعلومات لكافة المستثمرين

¹ مصطفى البيك ، تكلفة و تركيب رأس المال عن الموقع:

www.philadelphia.edu.jo/courses/accountancy/files/accountancy/a609.doc تاريخ المعاينة

2011/05/08

² المرجع نفسه

- هذه النظرية تساوي بين الفرد والمؤسسة من حيث المقدرة على الاقتراض وبنفس الشروط ولا يوجد دليل مؤيد لذلك حيث يتوقف معدل الفائدة على عدة عوامل كالظروف المالية والمركز المالي للمقترض ومدة القرض.
- هذه النظرية تشير إلى إمكانية إحداث التوازن بين القيم السوقية والمؤسسات المتماثلة من حيث درجة الخطر إلا أن هذا الرأي مردود عليه لعدة أسباب:
 - اختلاف أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للأفراد والمؤسسات .
 - عدم وجود معاملات مائية بدون قيود.
 - اختلاف أسعار الفائدة على القروض بالنسبة للمؤسسة الواحدة من وقت لآخر وفقا لحجم القرض والضمانات المقدمة ومجال الاستخدام والمركز المالي للمؤسسة وغير ذلك.

2- في ظل وجود جباية :

في سنة 1963 قام نفس الباحثان بإدخال الضرائب على أرباح المؤسسات في الحساب حيث كانت النتيجة أنه في حالة الخضوع للضريبة على الأرباح فإن قيمة المؤسسة المعتمدة للاستدانة تساوي إلى قيمة الأصول الاقتصادية لمؤسسة غير مستدانة Vn مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبة المرتبطة بالديون¹.

وعليه فإن دخول الضرائب على أرباح المؤسسات يقود إلى تفضيل الاستدانة على التمويل بحقوق الملكية، ومرد ذلك إلى قابلية المصاريف المالية للاقتطاع من الوعاء الضريبي، أما توزيعات الأسهم فإنها تندمج في هذا الوعاء.

ويمكن كتابة المعادلة الرياضية التي توضح العلاقة بين القيمة السوقية للمؤسسة المستدانة وبين قيمة تلك الغير المستدانة بالمعادلة الآتية

$$VE=Vn+t.D.....(3.2)$$

¹ P. vernimmen, *finance d'entreprise*, 5 éditions, Dalloz, paris, 2002, p 74.

حيث $t.D$ تمثل القيمة الحالية للوفورات الضريبية أما في حالة اختلال (3.2) أي أن القيمة السوقية للمؤسسة VE أصبحت مختلفة عن القيمة السوقية للمؤسسة الغير مقترضة Vn مضافا لها الوفرات الضريبية $t.D$ فإن نفس المنهج يستند إليه ميلر ومدكلياني للتأكد على أن هذه الوضعية لا تخرج عن كونها اختلال ظرفي في سوق رأس المال وأن آلية المراجعة كفيلة بالإعادة إلى الوضعية الأصلية.

ونظرا لوجود تفاوت في كل من قيمة المؤسسة المستدانة والمؤسسة الغير مستدانة في سوق الأموال الخاصة وفي مردوديتها المالية وبالتالي الاختلاف في تكلفة رأس المال وتدنية هذه الأخيرة تعظم قيمة المؤسسة غير أنه في الواقع لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال فعلى عكس هذه لأخيرة فإنه يمكن وضع حد أدنى معين لحجم الديون.

وجهت عدة انتقادات لوجهة نظر مدكلياني وميلر. وتحديدًا قضية "واقعية النموذج" فقد تم انتقاد فرضية مجانية الأسواق وهذا في الوقت الذي تؤدي فيه هذه الفرضية دورا أساسيا في تحليل الكاتين وذلك أن قبول وجهة نظرهما مشروط بتدخل آلية التحكيم التي تفترض مسبقا وجود إمكانية إخلال مطلق بين الأوراق المالية ذات الخصائص المتماثلة من حيث عنصري المردودية والمخاطرة هذا من جهة ومن جهة أخرى انتقد هذا النموذج من حيث افتراض عدم وجود ضرائب وهذا لا يمكن قبوله في وجود فوائد قابلة للتخفيض في حساب الضرائب في حين أن المساهمون، بجنون أرباح بعد الضرائب المفروضة .

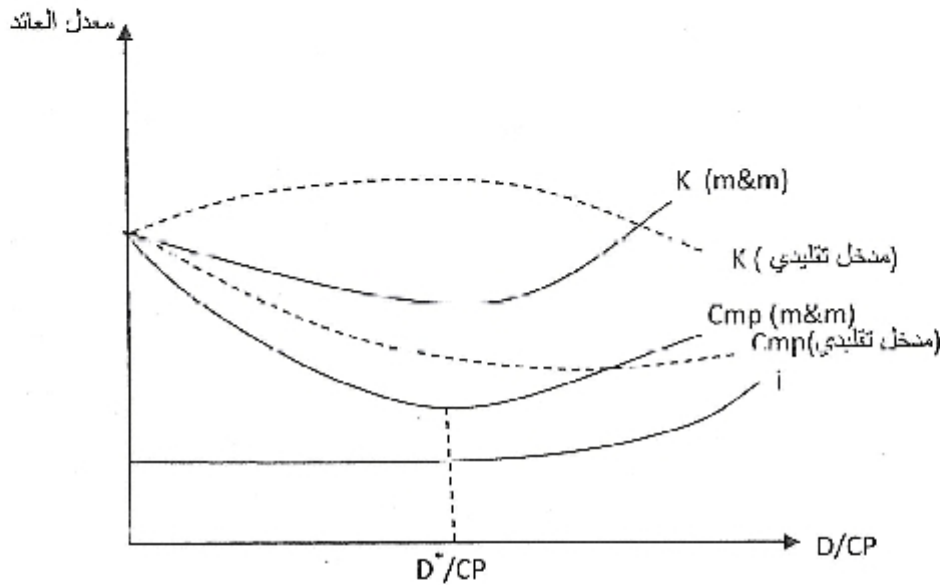
الفصل الثاني: تأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة

الجدول (2-1) المنظور الكلاسيكي والحديث حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة.

المنظور	النتيجة
الكلاسيكي	يوجد هيكل مالي أمثل يجعل تكلفة رأس المال أدنى ما يمكن وبالتالي يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة
ميلر و مكدلياني	لا يوجد هيكل مالي أمثل -قيمة المؤسسة التي تعتمد الاستدانة تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد الاستدانة -لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، لكن يمكن وضع حد أدنى للاستدانة

Source : pierre verminnen . opcit . p150

الشكل (2-5) مقارنة بين مدخل ميلر ومكدلياني (m&m) والمدخل التقليدي



المصدر: منير إبراهيم هندي، 1998، مرجع سبق ذكره، ص 220

يتار الجدول حول تأثير هيكل رأس المال على تكلفة الأموال، فبينما يعتقد المفكرين التقليديين في وجود هيكل رأس مالي مثالي تنخفض عنده تكلفة الأموال، وتصل فيه قيمة المؤسسة إلى أقصاها، نجد أن ميلر ومكدلياني يرفضون هذا الإدعاء إذا يعتقدون في أن هيكل رأس المال لا يمكن أن يكون له تأثير

على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، فتكلفة الأموال وأيضاً قيمة المؤسسة لا يتغيران مع تغير هيكل رأس المال، وهو ما يتفق معه مدخل صافي ربح العمليات، ويختلف مع مدخل صافي الربح.

المطلب الثالث: تأثير تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة

كشفت نموذج ميلر ومذكلياني في ظل وجود ضرائب على أرباح الشركات بأن القيمة السوقية

للمؤسسة تعتمد على القروض جزئياً تتحدد بالعلاقة التالية: (2-4) $V_E = V_N + T.D$

لكن هذا النموذج يفترض وجود سوق كاملة لرؤوس الأموال أين يمكن إعادة بيع الأصول بقيمتها الحقيقية وبدون أي مصاريف التعاقد. فما هو الحال في ظل إسقاط هذه الافتراضات والاعتراف بوجود تكلفة للإفلاس وتكلفة للوكالة؟

1- تكلفة الإفلاس: سيتم تناول هذا العنصر كالآتي

1-1 مفهوم تكلفة الإفلاس: تشير تكلفة الإفلاس إلى الخسائر الناتجة عن عدم قدرة المؤسسة على دفع المستحقات من الفوائد وأصل الدين في مواعيد استحقاقها،¹ هذا يعني أن مصادر الإفلاس لا تتعرض لها الشركات التي تعتمد على حقوق الملكية في عملية التمويل، لأنها غير مجبرة على رد حقوق المساهمين أو إجراء توزيعات حتى ولو تحققت الأرباح. ويؤكد الواقع العلمي على أنه كلما لجأت المؤسسة إلى الاستدانة كلما كان ذلك مدعاه لرياده احتمال الدخول في دائرة الإفلاس.²

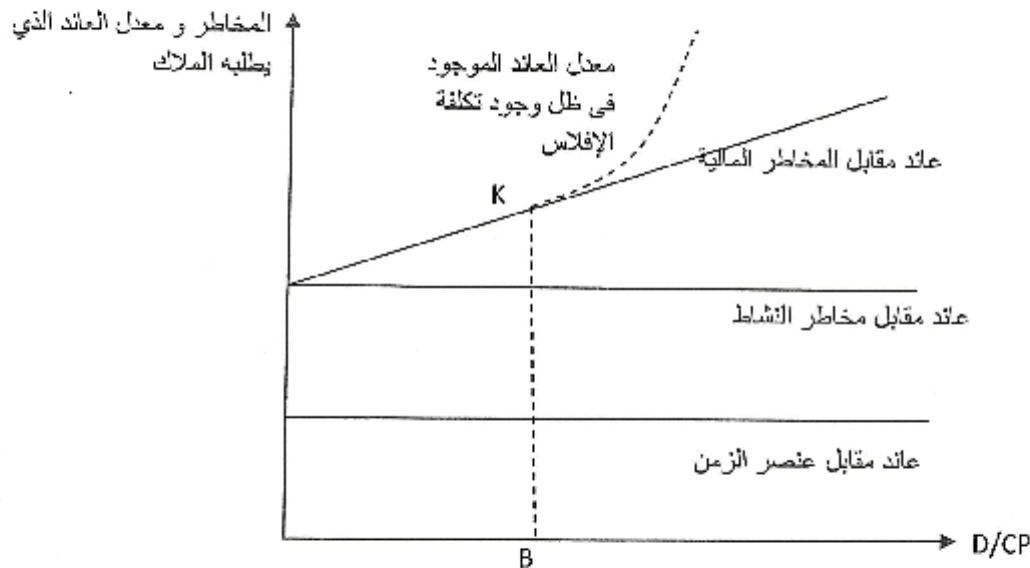
1-2 تأثير تكلفة الإفلاس على معدل العائد الذي يطلبه الملاك من منطلق أن المقرضين على دراية بوجود ما يعرف بالإفلاس حيث تكون أموال المؤسسة غير كافية لتسديد مستحقاتهم كاملة فإنهم يقومون بحماية أنفسهم عن طريق نقل التكاليف الناجمة عن الإفلاس إلى الملاك وذلك برفع معدلات الفائدة على القروض، وتزداد هذه التكاليف ارتفاعاً مع زيادة احتمال حدوث الإفلاس. أمام هذا الوضع

¹ J. Teulie, et pTopsacalian, 2001, Op-cit, p440.

² N.Mourgue, 1993, Op-cit, p226.

تصبح كل التكاليف المرتبطة بالإفلاس على عاتق ملاك المؤسسة، مما يدفع بهم إلى المطالبة بمعدلات أعلى للاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة لتعويضهم عن مخاطر الإفلاس المحتملة.¹

الشكل (2-6) العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية وبين معدل العائد الذي يطلبه الملاك



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليل معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص: 666.

يشير الشكل (2-6) إلى أنه في حالة اعتماد المؤسسة بصفة كاملة على أموال الملكية في تمويل استثماراتها، فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك هو K ، هذا الأخير يكفي للتعويض عن مخاطر النشاط وبدل الزمن، لكن عند بداية الاعتماد على القروض كمصدر تمويلي يبدأ هذا المعدل في الارتفاع وفقاً لدالة خطية بينه وبين نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية وهذا إلى غاية الوصول إلى نسبة معينة ولكن النقطة (B) الموضحة في الشكل أعلاه وهو إعلان عن بروز أولى مظاهر الإفلاس، حيث تحدث زيادة حادة في المردودية حقوق الملكية نتيجة لارتفاع المردودية المطلوبة من طرف المقرضين. وتزداد هذه التكلفة ارتفاعاً كلما ارتفعت نسبة الاقتراض داخل هيكل رأس المال وهو ما يتضح من خلال المنحنى المنقطع في الشكل (2-6).

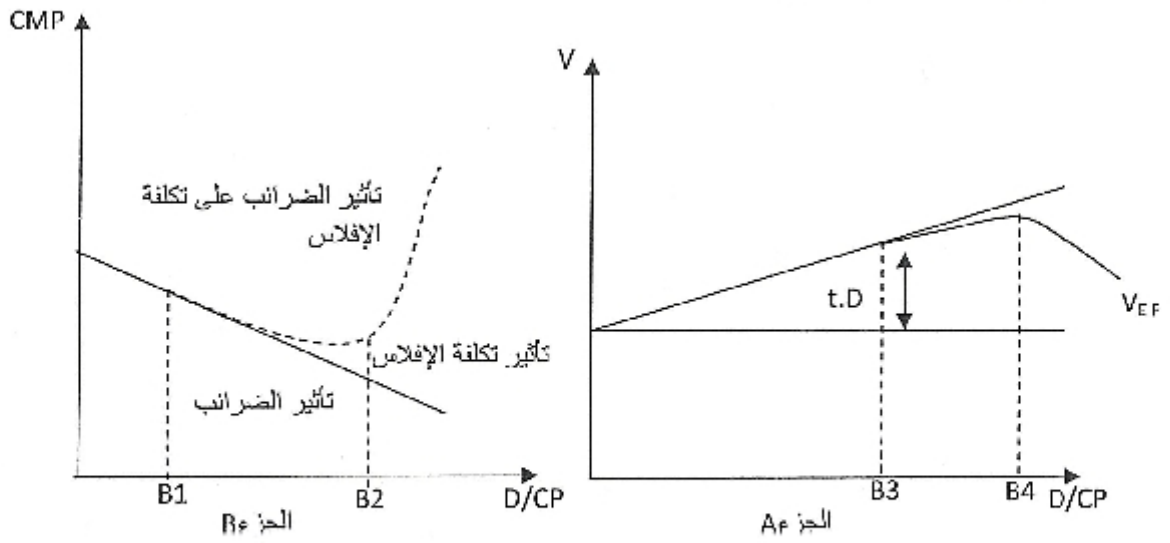
¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص: 666.

1- 3 تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة الأموال

يمكن ترجمة التأثير أي تحدته تكلفة الإفلاس على تكلفة الأموال إلى ثلاثة مراحل أساسية، تبدأ المرحلة الأولى من الوضعية التي تكون فيها المؤسسة معتمدة بالكامل على حقوق الملكية في تمويل استثماراتها وتنتهي عند النقطة (B 1) الموضحة في الشكل (2-7)

الشكل (2-7) العلاقة بين نسبة الاقتراض وبين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة في ظل وجود الوفورات

الضريبية وتكاليف الإفلاس.



العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية و بين تكلفة الأموال في حالة وجود تكلفة الإفلاس والوفورات الضريبية

العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية و بين قيمة المؤسسة في ظل وجود الوفورات الضريبية و تكاليف الإفلاس

المصدر: خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية، دار الميسرة، عمان، دون سنة طبع، ص: 261

ويتضح من هذه المرحلة بأن تكلفة أموال المؤسسة لا تتصاع إلا لمزايا الوفر الضريبي الذي تفرزه القروض حيث أن الأرباح النسبية الضئيل للديون يجعلها لا تشكل أي مخاطرة. لتبدأ المرحلة الثانية بعد اجتناب المرحلة B1 حيث تبدأ تكلفه الإفلاس بالظهور لكل حجم يقل عن الوفر الضريبي مما يؤدي إلى استمرار الانخفاض في تكلفة الموال لكن بمعدلات متناقصة إلى غاية انتهاء المرحلة الثانية عند

النقطة B2 أين تصبح الوفرات الضريبية مساوية بالتمام للتكاليف الناجمة عن مخاطر الإفلاس. تعتبر النقطة B2 النسبة المثلى للقروض حيث تصل تكلفة الأموال إلى أدنى قيمة لها.

وتكون بذلك النقطة B2 هي بداية انطلاق المرحلة الثالثة التي تبدأ معها حدة تكلفة الإفلاس في الظهور، حيث تفوق قيمتها الوفرات الضريبية معلنة بذلك عن اتجاه تكلفة الأموال إلى الأعلى، وكمرحلة ثانية تبدأ تكاليف الإفلاس في اقتطاع جزء من الوفرات إلى غاية النقطة B4 من الجزء A أين تصبح المؤسسة في أقصى قيمة لها، وهي النقطة التي تتساوى عندها التكلفة الحدية للإفلاس مع الوفر الحدي للضرائب .

لتحديد القيمة السوقية للمؤسسة حسابيا بإدخال كل من الوفرات الضريبية وتكاليف الإفلاس في الاعتبار يمكن الاعتماد على المعادلة الآتية:

$$V_{EF} = V_N + t.D - V_{ACF} \quad \dots\dots\dots (5-2)$$

حيث تمثل V_{ACF} القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس المتوقعة، V_{EF} القيمة المتوقعة للمؤسسة المستدانة أخذ في الحسبان لتكاليف الإفلاس والوفرات الضريبية

2- تكلفة الوكالة المرتبطة بالقروض

حسب برات وركورز يوسع من مجال علاقة الوكالة حيث أنها "تتسأ بمجرد أن تصبح علاقة شخص مرتبط بعمل شخص آخر، الشخص الأول الذي يقوم بالأعمال هو الوكيل ، أما الثاني الذي يتأثر بهذه القرارات فهو الأصيل"¹.

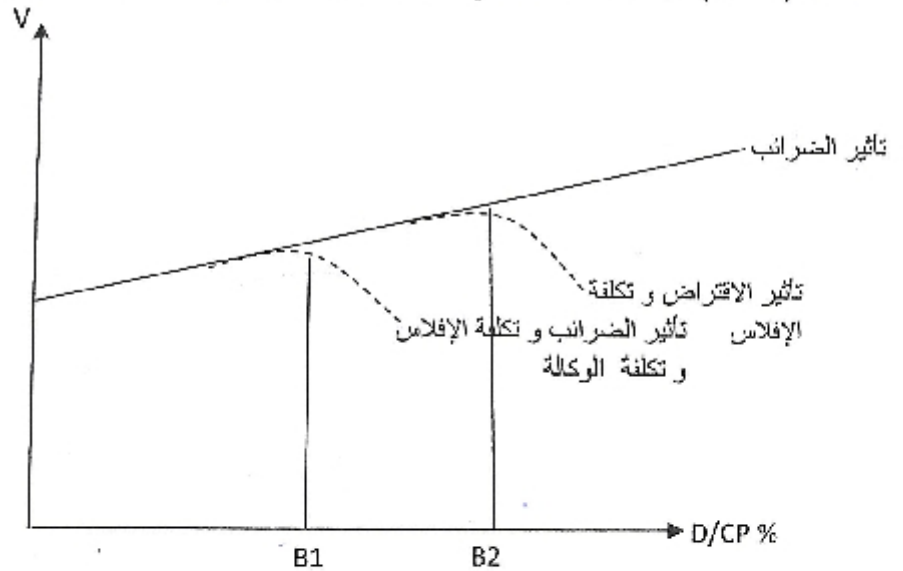
وفي ظل هذا التعريف فإن علاقة الوكالة تتسأ بين إدارة المؤسسة وبين المقرض بمجرد تسليم هذا الأخير لمبالغ مالية للطرف الثاني سواء في شكل قروض تفاوضية أو في شكل سندات دين على أمل الحصول على فوائد وأرباح رأسمالية مستقبلا.

¹ M.Mourgues ,Op-cit, p271.

لكن واقع الأمر يشير إلى أن العلاقة بين المقرضين وبين إدارة المؤسسة تحمل في طياتها تعارض مستمر لصالح الملاك¹.

هذه الإجراءات تفرز جملة من التكاليف يطلق عليها اسم "تكاليف الوكالة" وهي لا تقتصر على ما سبق ذكره بل تتعداه إلى تلك المرتبطة بإنخفاض كفاءة المؤسسة .

الشكل (8-2) قيمة المؤسسة في ظل وجود الضريبة وتكلفة الإفلاس والوكالة



المصدر: منير إبراهيم هندي، 1998، مرجع سابق، ص: 260

يبدو من الشكل (8-2) أن النسبة المثالية للإفلاس قد عرفت انخفاضا ملحوظا داخل هيكل رأس المال وهذا مقارنة بالحالة السابقة التي تم فيها عدم وجود تكلفة الوكالة، إذ تحركت هذه النسبة من النقطة B1 إلى النقطة B2 وعندها تتعادل الوفورات الضريبية الناتجة عن فوائد القروض مع تكلفة الوكالة وبهذا تصبح

$$V_E = V_N(VA_{CF} + VA_{CA}) - T.D \dots\dots\dots (6-2)$$

حيث VA_{CF} تمثل القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

¹ d . teulie et p.topsacalian, op-cit , p442 .

إذن وبدخول تكلفة الوكالة في نموذج التحليل برز اعترافاً ضمنياً بأنه مع الانتقال التدريجي إلى عالم الواقع يصبح الافتراض من أكثر المصادر التمويلية تأثيراً على تكلفة الأموال ومن ثم على القيمة السوقية للمؤسسة.

المبحث الثالث مدخل ترتيب أفضلية مصادر التمويل ونظرية الاستدلال والإشارة

عرض المبحثين السابقين لتأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة حيث تناول تأثير الضريبة على دخل المؤسسة وكذا تأثير تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، وقد أشرنا إلى أنه في عالم لا تفرض فيه ضرائب يتساوى عند المؤسسة أن تمويل استثماراتها من أموال مقترضة أو من حقوق ملكية.

أما في هذا المبحث فإنه يقترب أكثر فأكثر من الممارسات العملية من خلال:

- نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل.

- نظرية الاستدلال أو الإشارة.

المطلب الأول: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل

في أوائل الستينيات وبالتحديد سنة 1961 خرج جوردن بنظريته التفضيلاث التي لا تخرج عن كونها وسيلة تعتمد عليها المؤسسة في ترتيب أفضلية مصادر تمويلها، والنظرية ذاتها تم تدعيمها بدراسة أخرى لمايرز 1984 حيث يمكن تلخيص أبعادها فيما يلي:

1- تفضيل الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية

المؤسسات تفضل التمويل عن طريق حقوق الملكية في تمويل برامجها الاستثمارية بدلا من اللجوء إلى الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية، وهذا راجع بالأساس إلى التكلفة المصاحبة لعملية الإصدار من جهة وإلى المحتوى السلبي للمعلومات المصاحبة للإصدارات الجديدة من جهة أخرى، فالعديد من الدراسات التجريبية أثبتت بأنه عندما تقوم مؤسسة بإصدار الجديد من الأسهم العادية، ينتج انخفاض دائم لسعر أسهمها في السوق الثانوية. إذن فالسوق يفسر إصدار أسهم عادية جديدة بشيء غير المرغوب فيه، والتغير الذي طرأ على القيمة السوقية للمؤسسة لا يخرج عن كونه رد فعل على محتوى

المعلومات التي وصنت إلى المستثمرين المحتملين عبر الإصدار الجديد¹ بمعنى آخر ووفقا لنموذج مايرز وماجلوف¹ فإن المستثمرين ليست لديهم معلومات جيدة حول قيمة أصول المؤسسة مقارنة بما هو متاح لدى المسيرين، وعدم تماثل المعلومات يؤدي إلى سوء تقييم حقوق الملكية من طرف السوق المالية، و يقضي المفهوم الذي تركز عليه نظرية عدم تماثل المعلومات بأنه إذا اقترح المسيرين تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة وكانت قيمتها الحقيقية أعلى من القيمة السوقية فهذا يعني ضمناً انتقال جزئي للثروة من الملاك القدامى إلى الملاك الجدد. وعلى اعتبار أن إدارة المؤسسة تعمل في الأساس لخدمة مصالح الملاك القدامى، فإنه من غير المعقول الإقدام على مثل هذا الإجراء حتى ولو ترتب على ذلك ضياع فرصة استثمارية.

لكن إذا كانت الإدارة تدرك بان القيمة السوقية للسهم مغال فيها وأنها أكبر من قيمتها الحقيقية، فالإقدام على إصدار أسهم جديدة يعني ضمناً انتقال الثروة من الملاك الجدد إلى القدامى. إدراكا لطبيعة العلاقة التي تربط بين الإدارة والملاك في كونها وكيلة عنهم، فإن تفسير المستثمرين لهذا القرار لا يخرج عن كونه محاولة استغلالهم لصالح المساهمين القدامى وان القيمة السوقية لتلك الأسهم مغال فيها، وفي ظل هذا الاعتقاد لن يقدموا على شراء تلك الأسهم إلا بسعر أقل مما هي عليه. بل قد يفهم قرار الإصدار هذا بمنطق آخر غير ذلك الذي سبقت الإشارة إليه وهو أن مستقبل المؤسسة غير مبشر وأن هذا القرار يمثل محاولة من الإدارة لإشراكهم في الخسائر المحتملة وتخفيف العبء عن الملاك الحاليين، وإذا كانت هذه هي الأسهم وهذه هي الآثار السلبية الناتجة عن عملية إصدارها فما هو الشأن بالنسبة للإصدار الجديد من السندات؟

إذا تم التسليم بالنظرية الكلاسيكية في اعتقادها بأن إدارة المؤسسة وكيلة عن الملاك وتعمل لخدمة مصالحهم وعلى أن زيادة حجم الديون يضاعف من حدة المخاطر التي تتعرض لها حقوق الملكية، فلن يكون من مصلحة الإدارة أو الملاك الاعتماد على الديون في تمويل مشاريع استثمارية ذات مستويات عالية من المخاطر بمرادوية ضعيفة لان هذا يعني فقدان المسير المالي لمنصبه داخل المؤسسة من جهة واحتمال دخول هذه الأخيرة في دائرة الإفلاس من جهة أخرى. بمعنى آخر فإن منطق الإشارات المظلمة لم يعد لها دور عند إصدار السندات، فمن غير المعقول تصور وجود مسير

¹ N. Maurgues ,Op-cit ,p 118

يعتمد على الديون في عملية التمويل إذا كان يعرف انه في ظل النظرية التشاركية لا يمكن ضمان عملية التسديد ،و بهذا فان الإعلان عن إصدار سندات جديدة من شأنه أن يكون قابل لتصديق ما أراد المدير المالي إرساله من معلومات إلى السوق مفادها انه على دراية كبيرة بطبيعة ووضعية المؤسسة وأن فرص وأداء هذه الأخيرة تسمحان بدفع أي مصاريف مالية إضافية وبدون أي صعوبات. إذن عملية الاستدانة هي إشارة جد قوية حول مستقبل مردودية المؤسسة وكذا حول حجم المخاطر المترتبة على ذلك.

إضافة إلى نظرية عدم تماثل المعلومات ،هناك وجهات نظر أخرى تؤيد منطقية ارتفاع التمويل الداخلي إلى قمة سلم التفضيلات فهو الأقل تكلفة مقارنة بمصادر التمويل الأخرى إلى جانب أنه لا يخضع لتأثيرات منطق السوق كذلك التي تخضع لها الأسهم والسندات . بل أكثر من هذا فإصدار المزيد من الأسهم العادية ،قد يترك أثرا عكسيا على قيمتها السوقية ويحدث تغييرا في مراكز الملاك داخل الجمعية العامة . وقد يكون لتفضيل التمويل الداخلي مبررا آخر هو الرغبة في تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل هيكل رأس المال ،بما يعني توفير طاقة إقتراضية يمكن استغلالها مستقبلا حتى لا تقع المؤسسة في مصيدة تمويلية ولأسباب ذاتها يتوقع أن تأتي الأموال المقترضة في الدرجة الثانية لسلم التفضيلات بحجة أنها تنطوي على تكلفة اقل مقارنة بالأسهم العادية ،إلى جانب عدم سلبية الإشارات التي ترد منها إلى السوق.

2_ إتباع سياسة ثابتة للتوزيعات: في دراسة قام بها ليتنز¹ سنة 1956 (من بين ما توصل) إلى أنه عادة ما تحجم المؤسسات عن إجراء تغييرات لا تستطيع المحافظة عليها،أي أنها لا ترغب في إحداث زيادة في التوزيعات لسنة ما ثم تضطر إلى التخلي عنها في سنوات مقبلة ،لكن عند المقارنة بين البعدين الآخرين يتضح وجود نوع من التناقض،فالعامل بالمبدأ الذي تقوم عليه نظرية الفائض والمتمثل في ضرورة أن تكون سياسة التوزيعات دالة في حجم الاستثمارات يعني من جانب آخر إمكانية عدم استقرار نصيب السهم من التوزيعات وذلك بحسب حجم الفرص الاستثمارية وصافي الأرباح السنوية المحققة في سنة 1984² تم الكشف عن إمكانية سيرالمؤسسات على نهج نظرية الفائض مع محاولة

¹ D. Morissette, *décisions financières à long terme: investissement financement, politique de dividende*, 3^e Edition ,les éditions SMG, Québec, canada, 1994,p446.

² IPd, P446.

تحقيق قدر من الاستقرار في التوزيعات لكن كيف ذلك؟ قد تتمكن المؤسسات في بعض الدورات من احتجاز أموال تفوق تلك الضرورية للقيام بالمشاريع الاستثمارية المتاحة لديها، وقد تحدث الحالة العكسية في مراحل أخرى أي لا تكفي الأموال الذاتية لتمويل هذه المشاريع. في الحالة الأولى التي يتحقق فيها فائض يمكن أن يوجه لسداد جزء مما على المؤسسة من الديون أو يوجه للاستثمار في أوراق مالية سهلة التسويق، أما في الحالة العكسية فإنها تقوم ببيع جزء من هذه الأوراق. وإذا اتضح بأن التمويل الخارجي ضرورة لا مناص فيها حيث لا تكف حصيلة بيع الأوراق المالية سهلة التسويق إضافة إلى الموارد الذاتية، حينئذ تتجه المؤسسات بداية إلى الاقتراض مباشرة أو إصدار سندات تقليدية ويجب أن تجعل من إصدار أسهم عادية جديدة آخر الحلول.

و بهذا يمكن ترتيب مصادر التمويل حسب نظرية التفضيلات إلى التمويل الذاتي (أرباح غير موزعة ومخصصات الاهتلاكات)، الديون، لتأتي الأسهم العادية في المرحلة الأخيرة

حاولت نظرية التفضيلات التأكيد بأنه لا توجد نسبة اقتراض مثلى تمكن المؤسسة من الوصول إلى أعظم قيمة لها، على اعتبار أنه يوجد نوعين من حقوق الملكية، الأموال الذاتية التي تتربع على عرش التفضيل السلمي والإصدارات الجديدة من الأسهم العادية التي تأتي في أسفل السلم. وفي ظل هذا الوضع يمكن القول بأن هيكل رأسمال المؤسسة وفي لحظة معينة يعكس وبكل بساطة الحاجات المتراكمة التمويل أخذًا في الحسبان المرادفة المانوية سياسة التوزيعات المختارة إلى الفرض الاستثمارية المتاحة.

من جانب آخر أعطت نظرية التفضيلات تفسيرًا منطقيًا بشأن السلوك الذي تتبعه المؤسسات اتجاه العملية الافتراضية، فعدم لجوء تلك التي تتمتع بمرادوية عالية إلى الاقتراض لا يرجع إلى كون السياسة المالية تقضي بعدم زيادة نسبة الأموال المقترضة، بل كونها ليست في حاجة إلى ذلك طالما أنه يمكن تغطية الاحتياجات باحتجاز جزء من الأرباح المتولدة. وعلى العكس من ذلك تسعى المؤسسات الأقل ربحية للحصول على المزيد من الأموال المقترضة لأن ما يمكن احتجازه من الأرباح لا يكف لتغطية احتياجاتها، إضافة إلى كون الأموال المقترضة تأتي في المرتبة الثانية بعد الأموال الذاتية .

بعدها كانت هذه النظرية تقوم على فرضية انعدام التناظر في المعلومة، بعد ذلك نلاحظ أنه تم التخلي عن هذا المبدأ دون التخلي عن مبدأ التسلسل¹. بالإضافة إلى ذلك فإن هذه النظرية تمكننا من الخلاص إلى فكرة استحالة الفصل بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار. غير أن هناك صعوبات تتعلق بإمكانية اختبار نظريات التمويل التسلسلي الذي يعود إلى النتائج التي قد تكون متناقضة في بعض الأحيان. فيما يتعلق بالتسلسل الذي أوجده مايرز وماجلوف يبدو أنه الأكثر ملائمة لاختيارات المؤسسة التمويلية. ففي واقع الأمر ليس فقط تفضيلات المسير التي تقرر الترتيب الذي يجب اعتماده ولكن أيضا إمكانات الوصول إلى الأسواق المالية. إضافة إلى الشكوك التي تعترض البنوك في الإفراض نتيجة تعاضم مخاطر الإفلاس. والفرضية التي تقوم عليها أكثر هذه النظرية هي أن المؤسسات التي تولد أرباح أكثر تلجأ إلى الاستدانة بشكل أقل، مهما كانت العوامل الأخرى².

المطلب الثاني: نظرية الاستدلال أو الإشارة

وفقا لافتراضات مدخل (ميلر ومدكلياني) فإن المعلومات متوفرة ومتاحة لكافة المستثمرين أي أنهم في هذه الناحية متساوون بخصوص مستقبل المؤسسة وتسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعرفي أو المعلوماتي ولكن غالبا ما يتاح للمسيرين كما أكبر من المعلومات، و الذي لا يتوفر لدى المستثمرين خارج المؤسسة، وتسمى هذه الحالة بحالة عدم التماثل المعرفي مما يكون لذلك من تأثير قوي على هيكل رأس المال. تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل المعلومات التي تتصف بها الأسواق الواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تتطرق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء، وخاصية هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليده من طرف مؤسسات ضعيفة. إذن تستند نظرية الاستدلال إلى فكرتين هما:

¹ يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، خصائص و محددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول الغربية، جامعة ورقلة، يومي 17، 18-2006، ص 432.

² يوسف قريشي وإلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص 432.

_ نفس المعلومة ،غير موزعة في جميع الاتجاهات :حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين.

_ وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع،فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل كما يعتقد الكثير،ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسيبيها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها.¹

تقترح هذه النظرية نموذجاً لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة المتواجدة في السوق وتصنفونها إلى نوعين: A و B ،المؤسسات من النوع A أحسن أداء من B ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في احد الصنفين،يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجاً للاستدانة D^* .فتزى النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد A لها قدرة على الاستدانة ويصل إلى D^* والعكس بالعكس.

ولتوضيح هذه النظرية حول أمثلية الهيكل المالي نفترض أننا أمام وضعين² :الأول أن مسير المؤسسة على ثقة بأن مستقبل مؤسسة C يبشر بنتائج جيدة والوضع الثاني،أن المسيرين على ثقة بأن مستقبل المؤسسة يبدو سيئاً وأن المؤسسة C اكتشفت منتجاً جديداً وحصلت على براءة اختراع وأرادت الاحتفاظ بهذا المنتج الجديد سرا لأطول فترة ممكنة بهدف تأخير دخول منافسين إلى السوق،حتى يتم بناء مصنع جديد لإنتاج المنتج ،الأمر الذي يتطلب زيادة رأس مال إضافي،فكيف يمكن لإدارة هذه المؤسسة زيادة رأس المال؟

إذا ما نجأت هذه المؤسسة إلى رأس المال عن طريق إصدار وبيع أسهم حيث يترتب على إنتاج المنتج تدفق نقدي مناسب،مما يؤدي إلى زيادة حادة في سعر السهم ويؤدي إلى زيادة الطلب عليه،ويرى المساهمون الحاليون وكذلك الإدارة أنه بالرغم من هذا المستوى من الأداء إلا أنه لا يتساري مع النتائج السابقة لزيادة عدد الأسهم، مما يقود إلى نتيجة معينة مؤداها أنه في حالة المؤسسة التي يبشر مستقبلها بنتائج جيدة فإنه يجب تجنب بيع أسهم جديدة والبحث عن وسيلة لزيادة رأس المال من

¹ Pierre verminnen, Op-cit, p 469 .

² عبد الغفار حنفي، 2002، مرجع سبق ذكره، ص335.

خلال القروض بحيث يتم هذا بالقرب من هيكل رأس المال الأمثل مما يؤدي إلى تعظيم قيمة السهم من ناحية وتدنيها التكلفة المرجحة المتوسطة للأموال من ناحية أخرى.

تأتي بعد ذلك للمؤسسة B حيث وجود المسيرين حدوث انخفاض حاد في الطلب على منتجاتها، لأن المؤسسة المنافسة استخدمت معدات تكنولوجية جديدة، مما أدى إلى تطوير وتحسين مستوى الجودة، مما يتطلب من المؤسسة B تطوير التسهيلات الإنتاجية لتكلفة عالية بهدف المحافظة على مستوى المبيعات الحالي، حيث يترتب على ذلك انخفاض العائد على الاستثمار ولكنه أفضل مقارنة بحالة عدم التطوير فكيف توفر المؤسسة الأموال اللازمة لزيادة هيكل رأس المال ؟

الواقع أن المستثمر بطبيعته أبعد من أن يكون ساذجا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة، فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك وعليه لابد من الإشارة إلى أنه: - يتساءل المستثمر أولا عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة.

- يحاول فهم صورة الفريق المدير للمؤسسة وسياسته في الاتصال .

- يراعي مراقبة وحكم السلطات البورصية في حالة نشر معلومات غير صحيحة .

تثير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الحدية للأموال، حيث يتضح أن التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة تفتقر وتزداد عندما تاجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة، بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل، إجمالاً فإن هذه النظرية التي كانت في البداية ترى أن مستوى الاستدانة يعتبر كإشارة صادرة من مسيري المؤسسة يدل على نوعية المؤسسة وعلى قيمة مشاريعها المستقبلية .

تستند هذه النظرية أساسا إلى فرضية عدم التناثر في السعومة وللتقليل من هذا الأخير، بإمكان المطلعين على أسرار المؤسسة إصدار إشارات لمستثمري المؤسسة، فنعتبر الاستدانة إشارة إيجابية

بالنسبة لمختلف المستثمرين، بحكم أنها مؤشر دال على قدرة المؤسسة على مواجهة أعباء ثابتة محفوفة بدرجة من الخطر كما يعد استرجاع الأسهم كذلك إشارة إيجابية¹

¹ دادن عبد الوهاب ن دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية - نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية ، أطروحة مقدمة نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2008، ص 131 .

خلاصة الفصل:

عرض هذا الفصل بالتحليل لجملة المداخل التي حاولت إبراز طبيعة العلاقة التي تربط هيكل رأس المال بالقيمة السوقية للمؤسسة، حيث كانت البداية مع النظريات التقليدية وما نتج عنها من تعارض واضح بين مختلف المداخل التي تتضمنها، فبينما يؤكد مدخل صافي الربح على دور الاقتراض في التأثير على قيمة الأصول الاقتصادية للمؤسسات بوصفه أرخص المصادر التمويلية (في ظل الفروض التي يستند عليها) وأن أمثل هيكل رأسمال لن يتحقق إلا إذا كان يحتوي على أكبر نسبة ممكنة من الديون، ينفي مدخل صافي ربح العمليات كلياً هذا الحكم ويرى بعدم وجود أي ارتباط بين قيمة المؤسسة وبين هيكل رأسمالها بحجة أن المزايا الناتجة عن آلية الرفع المالي يعوضها بالتتمام والكمال ارتفاع في معدل العائد الذي يطلبه الملاك بدرجة تضفي على متوسط تكلفة الأموال صفة الثبات ومن ثم بقاء قيمة المؤسسة على حالها، لكن ما يميز المدخل التقليدي أنه يأتي وسطاً بين المدخلين السابقين، فهو لا ينفي وجود هيكل رأسمال مثالي ولا يؤكد فكرة الإقراض في عملية الاستدانة، بل أن أمثلية هذه الأخيرة تتحقق عندما يصبح مجموع التكلفة الحدية للاقتراض وحقوق الملكية متماثلاً مع المزايا الحدية الناتجة عن آلية الرفع المالي، وعند هذه النقطة يتحدد أدنى متوسط تكلفة الأموال الذي يضمن للمؤسسة أعظم قيمة سوقية لأصولها الاقتصادية .

لكن ما توصل إليه كل من المدخل التقليدي ومدخل صافي الربح، لم يلق تأييداً من طرف ميلر ومدكلياني من خلال مدخليهما في ظل افتراضات السوق الكاملة، فسواء اقتضت المؤسسة أو لم تقتض تحدد قيمتها السوقية على أساس القوة الإرادية لأصولها الاقتصادية ولا علاقة لهيكل رأس المال بذلك. أما في حالة وجود جباية في الاعتبار فقد جعلت من ميلر ومدكلياني يغيران من وجهة نظرهما الأولى ويعترفان بوجود تأثير للاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة وعلى متوسط تكلفة أموالها بهذا ربح هيكل رأس المال الأمثل هو ذلك الذي تكون فيه أكبر نسبة ممكنة من القروض ستلماً توصل إليه مدخل صافي الربح .

و يزداد الاعتراف بتأثير هيكل رأس المال كلما اتجه التحليل تدريجياً نحو عالم الواقع حيث تؤكد وجود نسبة اقتراض مثلى عند إسقاط فرض عدم وجود تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة، لكن هذه المرة وكما هو الحال في المدخل التقليدي عند حدود معينة من الاستدانة في الدرجة التي تتساوى فيها

التكاليف الحدية للوكالة والإفلاس مع المزايا الحدية للوفورات الضريبية أما بعد هذه الوضعية فإن عملية الاقتراض من شأنها أن تؤثر سلباً على قيمة الأصول الاقتصادية للمؤسسة. وإذا كانت نظرية ميلر ومدكلياني في ظل وجود ضرائب تضع الأموال المقترضة في المقدمة بغرض الاستفادة من الوفورات الضريبية فإن نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل تضع الأرباح المحتجزة والاهتلاكات في سلم الهرم، تأتي بعد ذلك القروض ثم الأسهم العادية ومن سمات هذه النظرية أنها تشرح السبب وراء قرار التمويل دون أن تقدم إجابة عن المزيج الذي ينبغي أن يتكون منه رأس المال وفوق كل هذا وذلك يدفع الواقع العملي نحو بناء هيكل رأسمالي دون آخر وهذا ما سيعرض في الفصل الموالي.

الفصل الثالث

دراسة تطبيقية لمؤسسة
ETER

دخل النظام الاقتصادي الجزائري مرحلة تحول جذري تجسدت من خلال جملة الإصلاحات في نهاية سنوات الثمانيات خاصة تلك التي مست مختلف المؤسسات الاقتصادية العمومية، بهدف تأهيلها لمواجهة التحديات التي يفرضها منطق الاقتصاد الحر حيث منحت لها الاستقلالية التامة في التسيير وأصبحت تخضع لقواعد المتاجرة مثلها مثل أي مؤسسة خاصة، حيث يفرض عليها ضرورة التماشي مع هذا التوجه والاستفادة أقصى ما يمكن من مزايا الكم والكيف الناتجين عن مصادر التمويل المستحدثة، أي السعي إلى المفاضلة بين أكبر حجم ممكن من البدائل لتمويل مختلف البرامج الاستثمارية ومن ثم اختيار هيكل رأس المال بالمكونات والنسب التي تضمن أعلى قيمة سوقية لأصولها الاقتصادية.

أما عن مدى واقعية هذا المنطق، فإن الأمر يقتضي توجيه مختلف مضامين الفصل الحالي بالدراسة والتحليل نحو الاقتراب أكثر من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في محاولة للكشف عن مدى قدرتها على التعامل مع مختلف المعطيات الاقتصادية فرصا كانت أو تهديدات لبناء هيكل رأس المال المتلائم مع مختلف الأهداف الاقتصادية .

وقد يكون من الأفضل أن ينصرف التحليل في البداية إلى إبراز مختلف احتياجات الاستثمارية لمؤسسة ETER Algérie المؤسسة الوطنية لصناعة الخزف المنزلي ثم التطرق إلى عرض مختلف مصادر التمويل المعتمد لديها خلال الفترة ما بين 2007-2009 وهي الحالة التي تم اختيارها لاستكمال الجانب العملي من الدراسة حيث سينصرف التحليل فيما بعد إلى دراسة تطور هيكل رأسمالها على طول الفترة السالفة الذكر اعتمادا على جملة من المؤشرات المناسبة لذلك

إجراءات الدراسة الميدانية

تأكيد لبعض النظريات الوارد في الجانب النظري من هذه المذكرة ورغبة منا في تغذية وتعزيز معرفتنا ومعرفة مدى تأثير وفعالية تشكيل هيكل رأسمال على قيمة المؤسسة ، ونظرا لأهمية المنهجية المتبعة في أي بحث ونوعية المعلومات المتوفرة وبخاصة أنها تتعكس على نتائج البحث والدراسة فإننا سوف نستعرض الإجراءات المنهجية المتبعة ومبررات اختيار دراسة وضعية وحدة الخزف المنزلي بقالمة حيث وقع الاختيار على هذه الوحدة لعدة اعتبارات نذكر منها ما يلي :

- توفر كافة الإحصاءات والمعلومات الخاصة بدراسة هيكل رأس مال المؤسسة
- سهولة القيام بدراسة ميدانية لقرب المسافة بينه وبين الجامعة للحصول على كافة المعلومات

المبحث الأول: التعريف بالمؤسسة واحتياجاتها

في بداية الدراسة التطبيقية لا بد من أخذ نظرة عامة حول المؤسسة محل الدراسة ETER spa Algérie لصناعة الخزف بقالمة حتى تسهل علينا الدراسة وتكون النتائج أكثر دقة.

المطلب الأول: تقديم لمؤسسة ETER Algérie

1- النشأة والموقع

مؤسسة ETER spa ALERIE هي إحدى الوحدتين التابعتين للمؤسسة الوطنية للخزف المنزلي بشرق البلاد الكائن مقرها بمدينة قسنطينة ، أما الوحدة الثانية فتقع بمدينة ميلة.

تقع الوحدة في الجنوب الشرقي بمدينة قالمة على الطريق المؤدية لبلدية بلخير ومجاورة لمركب الدرجات النارية والمنطقة الصناعية الفلاحية وقد نشأت الوحدة بعد الاستقلال في سنة 1969 بعقد بروتوكول بين الحكومة الجزائرية والحكومة الصينية برأس مال قدره (85800000 دج) وهي تتربع على مساحة تقدر ب 12 هكتار مغطاة و4 هكتار عبارة عن ممرات ومساحات شاغرة ، وقد كلفت الشركة الوطنية للأشغال والإنجازات الصناعية بالتعاون مع شركة الدراسات التابعة للصين الشعبية لإنجاز المشروع ، حيث بدأت في تركيب تجهيزات الوحدة من سنة 1969 إلى غاية 1971 وبدأت أشغالها في أفريل 1971 وكانت أول تجربة إنتاجية لها في شهر سبتمبر 1971 أما عملية الإنتاج الحقيقية كانت في 20 جوان 1972 وهو تاريخ تدشينها من طرف الرئيس الراحل (هواري بومدين) وقد حملت الوحدة عدة تسميات هي

SNIV الشركة الوطنية لصناعة الزجاج في جوان 1971، مؤسسة الخزف المنزلي لشرق البلاد ECVE في سبتمبر 1982 ، إلا أن المؤسسة عرفت تراجعها في إنتاجها مع بداية التسعينيات نتيجة للعسر المالي والتمويل بالمواد الأولية مما أدى إلى تزايد الديون وتراكمها وتسبب في تسريح العمال وبداية من سنة 1998 ومع فشل مشروع إعادة التهيئة من قبل الشرك الصيني لتحديث المنتج وإعادة الهيكلة الداخلية للمركب وكتناجح متقاربة لانتهاء القدرة الإنتاجية وزيادة الديون وبسبب الحد بالمركب إلى الخلق خاصة في سنة 2006 حيث تم اتخاذ القرار النهائي بالخلق النهائي في 25\02\2006 ، غير أن مجهودات الإدارة وممثلي العمال وعن طريق الوسطاء ، تم إيجاد مستثمر إيطالي ، وبعد إجراء المفاوضات التي استهلكت في أفريل 2006 ، تم فتح المؤسسة من جديد عن طريق الاستثمار بالإيجار تحت اسم ETER ALGERIE ولكن ضمن شروط أقربها الدولة تتمثل في:

- إعادة برنامج عمل سنوي يقدم إلى الهيئة الحكومية المكلفة بالاستثمار

- مدة الاتفاق 5 سنوات تحت رأس مال اجتماعي يقدر ب 14570422400 دج

- المحافظة على نشاط صناعة الخزف الصحي بالإضافة إلى تغطية السوق المحلي من احتياجاته للأجور المقاومة للحرارة .

2- أسباب اختيار المؤسسة لمدينة قائمة

تم اختيار مدينة قائمة كموقع لإنجاز هذا المشروع للأسباب التالية:

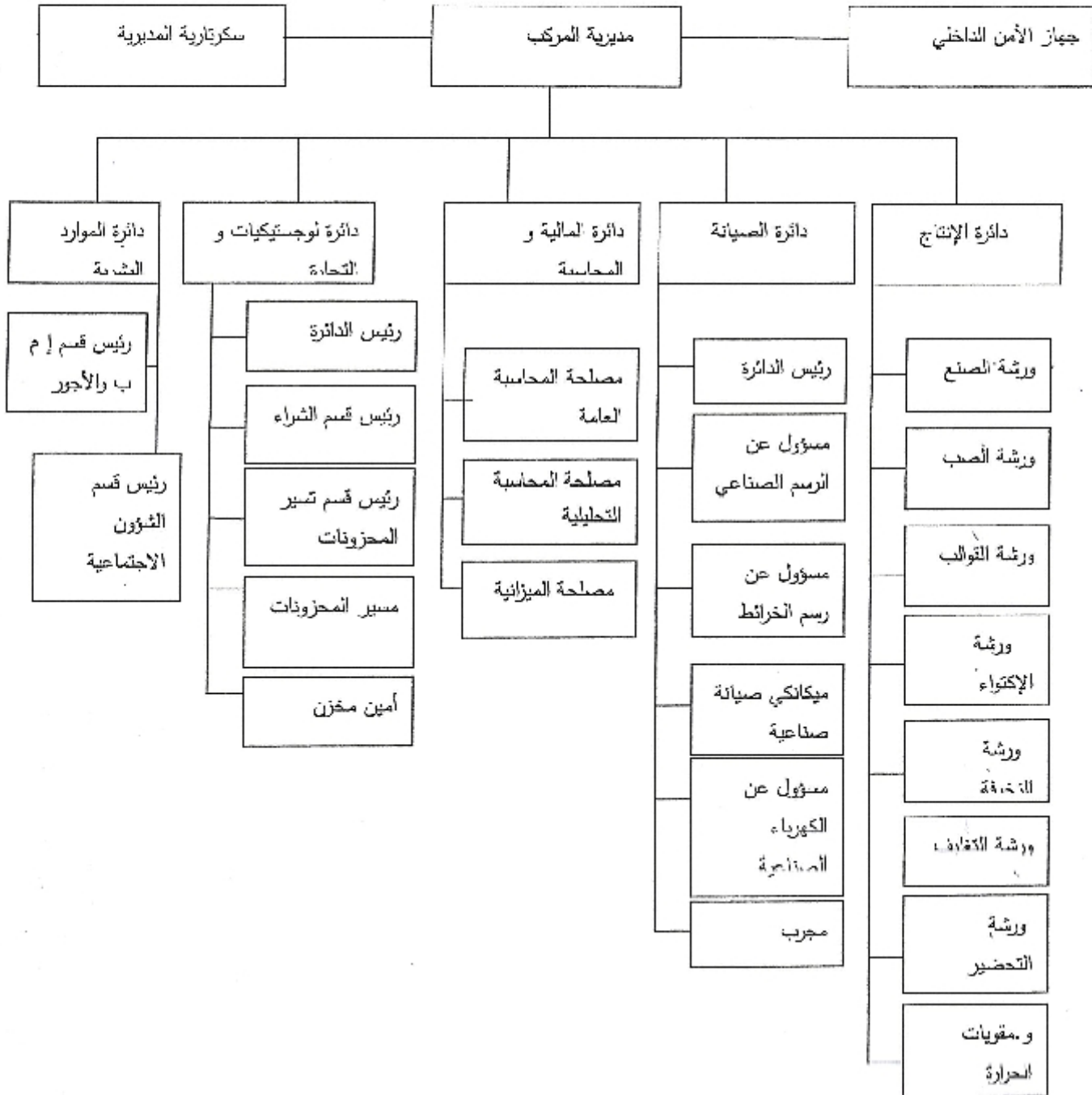
- أسباب اقتصادية: اكتشاف كميات كبيرة وهائلة من المواد الأولية التي يمكن استخدامها من طرف الوحدة ، والمتمثلة في المواد التالية : الصلصال بمختلف أنواعه ، DD1، DD2 ، DD3، DD4 وهي متواجدة بجبل الدباغ والذي يبعد عن مقر الوحدة ب 40 كلم.
- أسباب سياسية : من أجل خلق التوازن الجهوي في البلاد.
- أسباب اجتماعية : امتصاص اليد العاملة بفتح مناصب شغل جديدة.

المطلب الثاني: موقع الإدارة المالية من الهيكل التنظيمي لمؤسسة ETER Algérie

1- الهيكل التنظيمي للمؤسسة

يتمثل الهيكل التنظيمي لمؤسسة ETER spa Algérie من خلال الشكل الموالي:

الشكل (3-1) الهيكل التنظيمي لمؤسسة ETER Algérie



المصدر : وثيقة مقدمة من طرف المؤسسة.

2- مكونات دائرة المالية والمحاسبة

تعتبر هذه الدائرة بمثابة الشريان الحي الذي ترتكز عليه الجهود الرامية إلى تحقيق هدف المؤسسة. ومهام هذه الدائرة تتمثل في مراجعة الحسابات لقيمة المدخلات والمخرجات ، كما تقوم بإعداد الميزانية السنوية للوحدة وإحصاء جميع عمليات الشراء الخاصة بها، وهذه الدائرة غير مستقلة في قراراتها المالية

خلال فترة الدراسة فهي تابعة للمؤسسة الأم (المؤسسة الوطنية لصناعة الخزف المنزلي) وتتفرع إلى ثلاث مصالح :

1-2 مصلحة المحاسبة العامة : تقوم هذه المصلحة بتسجيل كل العمليات المحاسبية الخاصة بالوحدة يوميا وفق المخطط المحاسبي والمتعلقة بالمشتريات، المخزونات والإستهلاكات والاستثمارات... الخ، كما تعمل على إعداد جدول حسابات النتائج والميزانية الختامية لتسهيل العمل، خصص لكل عملية دفتر خاص بها ونجد أهم الدفاتر.

- يومية المشتريات

- يومية المبيعات

- يومية العمليات المختلفة وغيرها من الدفاتر الأخرى

2-2 مصلحة المحاسبة التحليلية: على الرغم من وجود مصلحة خاصة بالمحاسبة التحليلية والتي باشرت عملها منذ 1992 إلا أنها لاتقوم بالمهام الموكلة إليها لدراسة وتحليل الأعباء وحساب التكاليف المختلفة المتعلقة بنشاط الوحدة وإنما عملها يتمثل في متابعة حركة المخزونات ومحاسبتها، مستخدما في ذلك الحسابات التالية:

د/31 مواد ولوازم، د/38 مشتريات، د/61 مواد ولوازم مستهلكة.

2-3 مصلحة الخزينة (الميزانية): تعالج المصلحة العمليات المالية من خلال التسجيلات في اليوميات وهذه المصلحة تلعب دورا هاما بعدما أصبحت الوحدة تبيع منتجاتها بنفسها والاستفادة من إيرادات المنتج المباع مباشرة حيث تزيد قيمة الخزينة وهذا بإنشاء الوحدة التجارية، بعدما كانت الوحدة كوسيلة إنتاج المنتجات فقط من طرف المديرية العامة (قسنطينة) مما أدى إلى تقليص دور مصلحة الخزينة و أصبحت تقوم بتغطية العمليات الصغيرة كتسديد قيمة المشتريات أقل من 3000 د ج

أما بالنسبة للهيكल التنظيمي للوحدة فهو يقتصر على شخصين هما

- رئيس محاسبة التحليلية - رئيس قسم مصلحة المحاسبة التحليلية

المطلب الثالث: التوسع في الاستثمارات

بما أن مؤسسة ETER كغيرها من المؤسسات الاقتصادية لابد لها من تفعيل وجودها والعمل على زيادة وسائلها الإنتاجية للتوسع والنمو وذلك من خلال حسن اختيار قراراتها الاستثمارية والتوليف بينها وبين قرار التمويل للحصول على الموارد اللازمة لتغطية هذه الاستثمارات وسنتعرض في هذا المطلب على تحليل أصول هذه المؤسسة وأمل هذه الأخيرة في التوسع في نشاطاتها الاستثمارية.

II - تجديد الاستثمارات

كانت الوحدة سابقا تعتمد على آلات قديمة وتصاميم أقدم في إنتاج منتجاتها، خاصة في عملية تزيين ووضع المنتجات في شكلها النهائي فمثلا كانت المؤسسة تقوم بعملية تبييض الأواني الخزفية والخزف المنزلي عن طريق غطس المنتج في إناء به مادة الكولان وتركه يجف، أما في الوقت الحالي فيتم العملية بوسيلتين جديدتين هما:

- فرن للتبييض

- سلسلة للتلميع

ومن هنا يمكن القول أنه بعد ما قام المستثمر الإيطالي وشركائه بتعديلات وتصحيحات هيكلية في محاولة منه للنهوض بالوحدة، فعلى المستوى الإداري بدأ العمل بحواسيب ومعدات جديدة، وكذلك العمل بمقاييس محاسبية وإدارية دولية أما على المستوى الوظيفي تم تعديل الو رشات بالتدرج، ففي الوقت الحالي تم الاعتناء بالورشات الخاصة بإنتاج المنتجات المقاومة للحرارة أما ورشة الأواني المنزلية والخزف المنزلي فهو على سابق عهدها في انتظار النهوض بها كمشروع مستقبلي قريب والجدول التالي يبين المبالغ المستثمرة في جلب واستيراد تكنولوجيا جديدة تستخدم لإنتاج منتجات ذات نوعية رفيعة مقاومة للحرارة.

الجدول رقم (3-1) يبين المبالغ المالية المستثمرة في آلات جديدة

السنوات	تعيين	الكمية	القيمة بالدينار
2008	عربة نقل كهربائية	1	2548000
2008	خلاطات وملحقاتها	2	7089813
2009	ضاغطة زيتية لصنع منتج مقاوم لحرارة عالية	1	68000000
2009	عربات نقل العمال	1	1116815
2009	خط إنتاج منتج مقاوم للحرارة	1	69083465
2009	نظام تبريد fimo	1	2900326
2009	مقياس للزجاجة	1	100941
2009	فرن 15m ³	1	43737807
2009	رافعة صغيرة الحجم	1	3851945
2009	قالب لضغط	1	8293692
2009	نظام الاكتواء والتجفيف للمواد المقاومة للحرارة	1	56078535
2009	نظام للتصنيف والخلط	1	8460000
2009	إطارات المطابع وقوالب مصفوفة	2	7608005
2009	فرن للزينة	3	33003881
2009	سلسلة صقل	2	28713009
	المبلغ الإجمالي بالدينار		340586234

المصدر: معلومات مقدمة من طرف النيابة المديرية للإدارة والمالية استنادا للملحق رقم 08.

2- احتياجات الاستثمارات

إضافة ما سبق وفي إطار الزيادة في الاستثمارات والتوسع فيها قامت المؤسسة بتحديد احتياجات الاستثمارات وذلك من خلال تقدير القدرة الإنتاجية للوحدة كل هذا في مجال المنتجات الحرارية

- مشعا، وضاغطة

- محمل مقاوم للحرارة

- قوالب ومحامل

حيث قدرت ما تحتاجه من المواد الأولية بـ 1.5 مليار د ج

- 2 مليار د ج من أجل شراء الآلات والمعدات .

- 2.5 مليار د ج كسيولة جاهزة من أجل تغطية المصاريف المائية .

والجدول المالي يوضح قرار المؤسسة في الاستثمار وكافة احتياجاته.

الجدول رقم (3-2) يبين تصنيف الاستثمارات

الإجمالي	استثمارات 2011	قائمة 2010	البيان
19653905		19653905	التكاليف التمويلية المستأجرة
			المباني الأراضي
356981186	110000000	246981186	مجمع المنشآت
112521765	15000000	97521765	آلات ومعدات
364018		364018	معدات نقل
1284969		1284969	معدات إنتاج أخرى
290708		290708	المرافق الاجتماعية
20000000	20000000		المساعدات التقنية
25000000	25000000		احتياج رأس مال العامل (BFRS)
5366096551	170000000	366096551	الإجمالي

المصدر: معلومات مقدمة من طرف النيابة المديرية للإدارة والمالية استنادا للملحق رقم 07.

وكانت بداية المشروع عند نهاية السداسي الأول وكما سنرى لاحقا كيفية الحصول على التمويل اللازم لهذه الاستثمارات.

المبحث الثاني: دراسة هيكل رأسمال مؤسسة ETER خلال فترة 2007-2009

نفترض أن تكون اختيار مؤسسة ETER لمصادر تمويل طويلة الأجل وينسب معينة داخل هيكل رأسمالها على أساس مجموعة من العوامل، منها ماهو داخلي أي يتعلق بالمؤسسة ومنها ماهو خارجي تحكمه متغيرات المحيط الاقتصادي بشكل عام، ومن ثم فإن دراسة تطور هيكل رأسمال المؤسسة، سيكون من خلال الوقوف على مدى استجابته لما تمليه هذه العوامل التي سيتم عرضها كمايلي:

المطلب الأول: مصادر التمويل المعتمدة في ETER Algérie والتكاليف المرتبطة بها

1- مصادر التمويل المعتمدة

1-1 القروض

تتمثل القروض متوسطة الأجل التي تحصلت عليها مؤسسة ETER فيمالي:

قروض مقدمة من طرف société générale Algérie SGA تتمثل في قرض متوسط المدى 17.5 مليار دينار جزائري مقسم إلى قرضين أحدهما قصير المدى والآخر متوسط المدى.

- قرض متوسطة المدى يقدر بـ 14.5 مليار دينار جزائري بمعدل فائدة 7% سنويا على مدة 5 سنوات مع وجود سنة بيضاء

- قرض قصيرة المدى يقدر بـ 2.5 مليار دينار جزائري بمعدل فائدة 10% وكانت مدة الاستحقاق سنتين. بالإضافة إلى قروض من cpa

2-1 حقوق الملكية: حيث تنقسم إلى

1.2-1 رأس المال الاجتماعي: عرف رأس المال الاجتماعي لمؤسسة ETER استقرار خلال فترة الدراسة أي من 2007 إلى الوقت الحالي حيث بعد دخول الشرك الايطالي، وأصبحت شركة ذات أسهم حيث قدر رأس المال الاجتماعي بـ 300000138 د ج مقسمة إلى 265722 سهم قيمة السهم 129 ادج الموزعة كما يلي:

_ ETER ITALIA spa	63%
_ CERMIQUE HIPPOCAMPE	10%
_ M.NOUREDDINE BALAOUANE	6%
_ M.AMIN BALAOUANE	6%
_ M.HDJI LAMINE	10%
_ AUTRE	5%

كما أن هناك تطور لديون المالية من خلال الجدول التالي :

الجدول رقم (3-3) تطور للديون المالية بالآلاف

البيان	2007	2008	2009
أموال خاصة	12849	282725	174763
ديون	—	7072	52221
مجموع	12849	289797	226984

المصدر: من إعداد الطلبات استنادا للميزانيات

في سنة 2007 لم يكن هناك ديون وظهرت سنة 2008 لتزداد قيمتها سنة 2009 لأنه تزايد اعتماد المؤسسة على القروض مما أدى إلى ارتفاع تكلفتها والتكلفة التمويلية ككل .

1-2-2 الاحتياطات

رغم المزايا الضريبية التي يمدها المشرع الجزائري من خلال تخفيضه لمعدل الضريبة على الأرباح المصرح بإعادة استثمارها في مدة لا تتجاوز 3 سنوات، حيث تستفيد المؤسسة من تخفيض يقدر بـ 50% من معدل الضريبة على أرباح الشركات، أي تدفع 15% على تلك الأرباح المحتجزة بدلا من 30% الأمر الذي يشجع التمويل الذاتي ، والأهمية التي تكتسبها الاحتياطات لم تكشف ميزانيات مؤسسة ETER عن أي تخصيص للاحتياطات الاختيارية والتعاقدية ، أن الأمر أبعد من هذا فحتى الاحتياطات القانونية لم تبلغ النصاب المحدد لها بـ 10% من رأسمال المؤسسة ، ويرجع هذا الانخفاض أساسا إلى الحصيلة السلبية التي حققتها المؤسسة.

1.3.2 الاهتلاكات

تشكل الإهتلاكات تدفق نقدي داخلي للمؤسسة ، يضمن لها البقاء والاستمرارية من خلال تجديد استثماراتها ، وقد ألزم القانون التجاري الجزائري الشروع في تكوين الاهتلاكات حتى في حالة انعدام أو عدم كفاية الأرباح ويوضح الجدول (3-4) الاهتلاكات التي كونتها المؤسسة خلال الفترة 2007-2010

الجدول (3-4) تطور الاهتلاكات التي كونتها المؤسسة

السنوات	2007	2008	2009	2010
الاهتلاكات	—	17103515	21325326	1480900

المصدر:مقدمة من طرف النيابة المديرية للإدارة والمالية استنادا للملحق 11.

2- تكلفة مصادر التمويل

1-2 تكلفة الأموال الخاصة: تتمثل تكلفة الأموال الخاصة في تكلفة كل من رأسمال +أرباح محتجزة+ اهلاكات

أما بالنسبة للإهلاكات كما سبق أن ذكرنا في الفصل النظري أنه إذا تقرر توزيع أقساط الإهلاك فيحصل عليها الدائنون والملاك الحاليون بنفس نسبة مساهمتهم كأنه نوع من العائد وهو ليس كذلك بالطبع فإن تكلفة الإهلاك لا بد وأن تتمثل في المتوسط المرجح بالأوزان لتكلفة حقوق الملكية والأموال المقترضة وهو ما يعني بالتبعية أنه لا ضرورة لدخول الإهلاك في عملية حساب تكلفة الأموال طالما أن المتوسط المرجح يعكس آليا تكلفة ذلك العنصر أما فيما يخص الأرباح المحتجزة فإن التكلفة عبارة عن $K = dt/t + g$ ، بما أن التوزيعات غير موجودة وبالتالي عدم وجود dt وكذلك g فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تظهر ضمنا في تكلفة الأموال أما تكلفة رأس مال بما أن المؤسسة غير مندرجة في البورصة يمكن حساب تكلفة رأسمال على أساس المعادلة عوائد المساهمين/ قيمة المؤسسة ونظرا لكون المعطيات المتاحة هي قيم تاريخية فإن تقدير تكلفة الأموال الخاصة سوف يكون على أساس القيم الفعلية (الدفترية)

الجدول (3-5) تكلفة الأموال الخاصة

السنوات	2007	2008	2009
ديون اتجاه الشركة	33843600	37805515.61	37805515.61
أموال خاصة الصافية	12842902187	282724935.87	174762942.24
تكلفة الأموال الخاصة	26.35 %	13.37 %	21.63 %

المصدر: من إعداد الطالبات استنادا للميزانيات

2-2 تكلفة القروض: تتمثل في المصاريف المالية بعد الضريبة / الديون المالية وفي غياب نتائج ايجابية للمؤسسة فلا حاجة لحساب المصاريف المالية بعد الضريبة لعدم وجود وفورات ضريبية

الجدول (3-6) يمثل تكلفة الاقتراض

السنوات	2007	2008	2009
مصاريف مالية قبل ض	18815.44	821562.01	7100913.29
ديون مالية	—	7071699.94	52221188.68
تكلفة الاقتراض	—	11.6 %	13.6 %

المصدر: من إعداد الطالبات استنادا للميزانيات

2-3 تكلفة رأس المال

على أساس أنه تم حساب تكلفة كل مصدر تمويلي على حدا ، يمكن تحديد معدل تكلفة إجمالي رؤوس الأموال المعتمدة في المؤسسة خلال فترة 2007.2009 اعتمادا على مدخل المتوسط المرجح بالأوزان

$$\text{وفق المعادلة (2-3)} \quad \text{CMP} = \text{K} \cdot \text{CP} / \text{CP} + \text{D} + \text{I} \cdot \text{D} / \text{CP} + \text{D}$$

الجدول (3-7) يمثل تكلفة رأس المال

السنوات	2007	2008	2009
تكلفة الأموال الخاصة	26.35%	13.4%	21.63%
الوزن النسبي أخ	97.5%	97.5%	77%
تكلفة الاقتراض	—	11.6%	13.6%
الوزن النسبي للاقتراض	2.56%	2.5%	23%
التكلفة الوسطية المرجحة	25.7%	13.36%	19.78%

المصدر: من إعداد الطالبات استنادا للميزانيات

نلاحظ من خلال هذا الجدول أنه في سنة 2007 أين بدأت المؤسسة نشاطها بعد غلقها كانت تكلفة رأس المال مرتفعة 26.35 لاعتمادها على أموال خاصة في تمويل أصولها وكانت الديون المالية منعدمة مما أدى بالتكلفة الوسطية المرجحة إلى الارتفاع أكثر، ثم نتيجة لاعتمادها على القروض في التمويل في 2008 بتكلفة منخفضة 11.6% انخفضت تكلفة رأس المال ومنه التكلفة الوسطية المرجحة، حيث كانت 25.7% في 2007 لتصل إلى 13.36% في 2008 ومرد ذلك أن المؤسسة انتهجت سياسة توازنية بين مصادر التمويل الخارجية (القروض) والمصادر الداخلية (الأموال الخاصة) لكن بداية من 2009 بدأ الاختلال يظهر على هذا التوازن حيث ما يلاحظ أنه بزيادة نسبة الديون في هيكل رأس المال ارتفعت تكلفة رأس المال عوض أن تنخفض وهو ما يعكس ارتفاع درجة المخاطر الناجمة عن التوسع في الاقتراض وما يترتب عليه من تكاليف مالية ثابتة أمام نتائج سالبة ومردودية منعدمة.

3- مقترحات بديلة للفترة 2011

الجدول (3-8) يمثل مقترحات بديلة للفترة 2011

الخيار	المبلغ المستثمر	ديون	أموال الخاصة	تكلفة القروض ق ض	تكلفة القروض ب ض	الوزن النسبي	تكلفة الأموال الخاصة	الوزن النسبي	تكلفة الوسطية المرجحة
1	530697	218000	318097	7.30%	5.47%	40.7%	19.66%	59.3%	1388.47%
2	530697	150000	386097	10.60%	7.97%	28%	9.47%	72%	905%
3	530697	306097	230000	5.19%	3.89%	57%	16.43%	43%	928.22%

المصدر: من إعداد الطلبات استنادا للملحق 09-10

لدينا في الجدول ثلاث مقترحات بديلة لسنة 2011 وهذا مع فرض ثبات حجم الاستثمار (الأصول الاقتصادية) ومن ثم القيمة الكلية لرأس المال المستثمر (قيمة العناصر المكونة لهيكل رأس المال ثابتة) مع إمكانية تغيير المزيج الذي يتكون منه الهيكل بحيث يمكن للمؤسسة إصدار أسهم جديدة يكتب فيها الشركاء وتستخدم حصيلاتها لسداد جزء من الديون المالية أو قيامها بالحصول على قرض طويل الأجل واستخدام مبلغه لتخفيض أنصبة المساهمين في رأس المال .

ما يمكن ملاحظته من هذا الجدول أنه حتى ولو كانت تكلفة التمويل بالقروض منخفضة عن تكلفة التمويل بالأموال الخاصة ولو كان هناك وفر ضريبي هذا لا يؤدي إلى تخفيض التكلفة الوسطية المرجحة حيث في البديل الأول كان الوزن النسبي للأموال الخاصة 59.3% والوزن النسبي للقروض 40.7% وكانت التكلفة الوسطية المرجحة 1388% ثم عند انخفاض القروض في البديل الثاني أين أصبح الوزن النسبي 28% انخفضت التكلفة الوسطية المرجحة إلى 905% ولما زادت القروض 57% في البديل الثالث ارتفعت مرة أخرى التكلفة الوسطية المرجحة 928.22%

وبالتالي من الأفضل أن تتبع المؤسسة البديل الثاني فمن الأحسن أن تقلل الاعتماد على الديون لأنه في غير صالحها.

المطلب الثاني: تحليل تطور هيكل رأس المال بالاعتماد على بعض النسب المالية

مثما هو الشأن بالنسبة لتكلفة التمويل طويل الأجل، يمتد تأثير هيكل رأس المال إلى جملة من النسب المالية التي تعد مؤشرات للوقوف على الحالة المالية للمؤسسة، سواء من منظور الربحية أو من

متطور التوازنات المالية، وفيما يلي إطلالة على تطور أهم النسب التي تساعد على تحليل مدى فعالية هيكل رأسمال مؤسسة ETER خلال الفترة 2007-2009 .

1- نسب التمويل الدائم: تهتم هذه النسب بتحديد مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة حيث تعطي بالعلاقة التالية =أموال دائمة /أصول الثابتة. ويوضح الجدول (9.3) تطور هذه النسب بداية من 2007-2009.

الجدول (9-3) يمثل تطور نسب التمويل الدائم خلال 2007-2009.

البيان	2007	2008	2009
الأموال الدائمة	224709479	391922147.7	523864607
الأصول الثابتة	102602624.76	214522518.2	407416528
نسبة التمويل الدائم	2.19	1.83	1.28

المصدر: من إعداد الطلبات استنادا للميزانيات

تكشف نسب التمويل الدائم المدرجة في الجدول (9-3) بصورة واضحة عن التوازن المالي الجيد الذي تعمل في ظله المؤسسة خلال 2007-2009 حيث أنه وعلى مدار هذه السنوات استطاعت تغطية كل أصولها الثابتة بالأموال الدائمة إضافة إلى تغطية جزء من الأصول المتداولة ما يفسر رأسمال عامل موجب وهذه الخاصية تعكس الطبيعة التصنيعية للمؤسسة وأنها متوازنة ماليا وبالتالي وضعية المؤسسة جيدة. من ناحية تغطية أصولها

2- نسبة الاستقلالية المالية

الجدول (10-3) يمثل تطور نسبة الاستقلالية لمؤسسة ETER 2007-2009

السنوات	2007	2008	2009
أموال خاصة	145704224	282724935.87	174762942.27
مجموع الديون	122221092.3	221239922.73	670695840.35
نسبة الاستقلالية	1.19	1.27	0.26

المصدر: من إعداد الطلبات استنادا للميزانيات

هذه النسب تشير إلى أن الوزن النسبي للقروض داخل هيكل رأس المال مؤسسة ETER بعيد كل البعد عن القاعدة المالية التي تؤكد على ضرورة أن تكون حقوق الملكية كافية على الأقل لتغطية مختلف القروض التي تحصلت عليها المؤسسة، خاصة إذا كانت النتائج المتوقعة الحصول عليها من النشاط السنوي غير سارة وقد بلغت نسبة الاستقلالية المالية 1.19 ثم 1.27 أي أن المؤسسة تمكنت من تغطية

كل الديون بأموالها الخاصة وهناك فائض، إلا أن هذه النسبة انخفضت 0.26 بسبب تزايد الديون أي أن المؤسسة غير مستقلة ماليا اتجاه دائنيها وهذا يشكل خطر على وضعيتها المالية

3- نسبة المردودية الاقتصادية: تهتم المردودية الاقتصادية بقياس ربحية أصول المؤسسة حيث تعطى بالعلاقة التالية: نتيجة الصافية/مجموع الأصول في 100

الجدول (3-11) يمثل تطور المردودية الاقتصادية خلال 2007-2009

السنوات	2007	2008	2009
نتيجة الصافية	(17275202.13)	(107961693.6)	(171879427.02)
مجموع الأصول	250650114.1	396002864.9	673579355.5
تكلفة القروض	-	%11.6	%13.6
المردودية الاقتصادية	(0.069)	(0.273)	(0.255)

المصدر: من إعداد الطالبات تلميزانيات

سجلت المؤسسة نسبة مردودية اقتصادية سالبة في السنوات الثلاث حيث بلغت (0.069)، (0.273)، (0.255) على التوالي وهذا ما يدل على أن كل دينار مستثمر في الأصول يحقق خسارة تقدر بـ 0.2 دل و يرجع هذا الانخفاض إلى انخفاض هامش الربح على المبيعات وإلى انخفاض معدل دوران مجموع الأصول، نتيجة لأن جزء يسير من الأصول فقد مشغل والآخر غير مشغل، وكذلك بسبب ارتفاع التكاليف وانخفاض الإيرادات. وهو ما سوف يجعل من لجوء المؤسسة إلى التمويل عن طريق الاقتراض مرتفع المخاطر تحت تأثير الرفع المالي.

من جانب آخر يظهر بأن تكلفة قروض المؤسسة أكبر بكثير من المردودية الاقتصادية لسنوات الثلاث 4- المردودية المالية: تعبر المردودية المالية عن مدى مساهمة الأموال الخاصة في تحقيق النتيجة وتعطى بالعلاقة التالية: نتيجة المرافعة / الأموال الخاصة في 100

الجدول رقم (3-12) نسبة المردودية المالية

السنوات	2007	2008	2009
نتيجة الصافية	(17275202.13)	(107961693.6)	(171879427.02)
أموال خاصة	145704224.00	282724935.87	174762642.27
المردودية المالية	(0.11)	(0.38)	(0.98)

المصدر: من إعداد الطالبات استنادا للميزانيات

بلغت المردودية المالية للمؤسسة (0.38) توضح هذه النسبة العائد على حقوق الملكية، أي أن كل من الأموال الخاصة يعود بخسارة تقدر بـ 0.38 على الملاك، ثم ارتفعت هذه الخسارة إلى 0.98 وهذا راجع إلى ارتفاع التكاليف والمصاريف، وعدم الاثغال بكامل الطاقة الإنتاجية مما يحملهم خسائر إضافية.

5- الرافعة المالية

تقيس هذه النسبة تركيبة رأس المال المؤسسة ودرجة الخطر التي يمكن أن تتعرض لها. وتحسب وفق العلاقة التالية : مردودية المالية . المردودية الاقتصادية

الجدول رقم (3-13) نسبة الرافعة المالية

السنوات	2007	2008	2009
تكلفة رأس المال	23.23%	13.37%	21.63%
تكلفة الاقتراض	—	11.6%	13.6%
المردودية الاقتصادية	(6.9%)	(27.3%)	(25.5%)
المردودية المالية	(11%)	(38%)	(98%)
الرافعة المالية	(4.1%)	(10.7%)	(72.5%)

المصدر : من إعداد الطلبات استنادا للميزانيات

يكشف هذا الجدول عن ضعف فعالية القرارات المالية في رسم سياسته تكوين هيكل رأس المال والمفاضلة بين مختلف مصادر التمويل الداخلية والخارجية فالبرغم من النتائج السلبية المحققة تزايد اعتماد المؤسسة على القروض هذا ما أدى إلى ارتفاع تكلفتها وارتفاع التكلفة التمويلية ككل، لهذا فمن الطبيعي أن تسير المردودية المالية من السيئ إلى الأسوأ حيث وصلت إلى (98%) سنة 2009 منها (72.5%) ناتجة عن الأثر السلبي لآلية الرفع المالي. وهذا على الرغم من التحسن في المردودية الاقتصادية حيث انخفضت حدها (27.3%) سنة 2008 إلى (25.5%) سنة 2009، لكن تكلفة القروض المرتفعة أدى بالمردودية المالية إلى السير عكس اتجاه المردودية الاقتصادية.

6- تحليل التوازن المالي: ويكون من خلال حساب كل من رأس المال العامل والاحتياج من رأس المال العامل لمعرفة رصيد الخزينة

6-1 رأس المال العامل يمكن حساب رأس المال العامل من خلال الجدول التالي .

الجدول (3-14) يمثل رأس المال العامل خلال 2007-2009

السنوات	2007	2008	2009
الأموال الدائمة	224709479	391982174.7	523864607
الأصول الثابت	12602624.76	214522518.2	407416528
رأس مال العامل	122106854.3	177399656.5	116448079

المصدر: من إعداد الطلبات استنادا للميزانيات

من خلال الجدول يظهر رأس المال العامل موجبا وهذا بسبب ارتفاع الأموال الدائمة بسبب مشاركة الإيطالي في رفع رأس المال ولهذا فإن الأموال الدائمة غطت الأصول الثابتة
 2-6 احتياج رأس المال العامل : يمكن حسب الاحتياج من رأس المال العامل لنفس الفترة من خلال الجدول التالي:

الجدول (3-15) احتياج من رأس المال العامل.

السنوات	2007	2008	2009
الأصول المتداولة قيم جاهزة	32850347.1	284142763.9	434950185.8
ديون قصيرة الأجل تسيقات بنكية	43215837.3	104971010.9	269372986.8
م ر م ع	(10365490.2)	179171753	165577199

المصدر: من إعداد الطلبات استنادا للميزانيات

نلاحظ من خلال الجدول قيم احتياجات رأس المال العامل كانت سالبة سنة 2007 هذا يعني أن هناك موارد مالية متاحة لم تستخدم في نورة الاستغلال لتوسيع نشاط المؤسسة واستخدمت لتغطية الأصول الثابتة.

أما في سنة 2008-2009 كانت القيم موجبة ويعود ذلك أن تزايد في احتياجات التمويل، والانخفاض في قيمة الموارد المخصصة لتغطية تلك الاحتياجات وهذه الوضعية تستلزم على المؤسسة القيام بتخفيض قيمة احتياجات التمويل إما عن طريق تخفيض قيمة المخزونات أو تخفيض قيمة الحقوق لدى الغير
 3-6 رصيد الخزينة: أوضح ر.ح.ر.د الخزينة لفترة 2007-2009 من خلال الجدول التالي:

الجدول (3-16) تطور رصيد الخزينة خلال 2007-2009 .

السنوات	2007	2008	2009
رأس المال العامل	122106854.3	177399656.5	116448079
احتياج م ع	(10365490.2)	179171753	165577199
رصيد الخزينة	132472344.5	(1772096.6)	(49129120)

المصدر: من إعداد الطليبات استنادا للميزانيات

نلاحظ أن المؤسسة في 2007 سجلت الخزينة موجبة وهذا يدل على حسن وضعية المؤسسة وإنما سوء تسيير في النقدية.

أما سنة 2008 و2009 سالبة ويرجع هذا إلى انخفاض القيم الجاهزة بسبب سوء تسيير عناصر الاستغلال، قد يظهر ذلك من خلال تباطئ شديد في معدل دوران المخزون ومنح أجل طويلة للعملاء، وقبول أجل طويلة للموردين هذا التسيير يؤدي إلى استنزاف رأس المال العامل وكافة موارد الخزينة وبالتالي حدوث خلل مالي يتمثل في عجز الخزينة.

المطلب الثالث: تحليل تطور هيكل رأس المال بالاعتماد على الظروف الداخلية والخارجية للمؤسسة

قد تؤثر الظروف الداخلية وتلك المحيطة بالمؤسسة على التوليفة والوزن النسبي المناسبين لهيكل رأسمالها، سواء بالاعتماد على مصدر تمويلي محدد بعينه أو بإلغائه تماما من التشكيلة وقد تكون هذه السدندات مالية (مثل معجم وطبيعة المؤسسة) أو متوقعة أي ينصرف حدوثها إلى المستقبل (مثل رقم الأعمال السنوي)، وفيما يلي عرض مبسط لمدى تأثير تماشي هيكل رأسمال مؤسسة ETER مع جملة من المحددات.

1 حجم المؤسسة وسعتها

يؤثر حجم المؤسسة وسمعتها تأثيرا كبيرا على حجم وطبيعة التمويلات التي تستفيد منها ، وعلى هذا فإن اختيار الأداة التمويلية وحجمها النسبي في هيكل رأس المال يتوقف بشكل أساسي على هذا العامل. تمتلك مؤسسة ETER منتجات ذات جودة، هذا إلى جانب أنها المؤسسة الوحيدة التي تختص بصناعة الخزف المنزلي. وإذا كان رقم الأعمال السنوي هو المعيار الأساسي للحكم على حجم مؤسسة ETER فإنه يلاحظ أنه عرف زيادة معتبرة خلال الفترة 2007-2009.

الجدول (3-17) تطور رقم الأعمال والنتيجة الصافية خلال 2007-2009

المسنوات	2007	2008	2009
رقم الأعمال دج	6922532	52698572	101420885
النتيجة الصافية	(17275202.13)	(107961993.60)	(171879427.02)

المصدر: ميزانيات مقدمة من طرف النيابة المديرية للإدارة والمالية استنادا للميزانيات

بالاعتماد على رقم الأعمال نجد كل مؤشراتنا من شأنها أن تجعل ETER مؤسسة ذات سمعة جيدة في المحيط الاقتصادي، لكن إذا تم الاعتماد على مؤشر آخر لا يقل أهمية عن رقم الأعمال وهو النتيجة السنوية، فإن الجدول (3-17) يكشف عن تحقيق المؤسسة لنتائج سلبية طوال فترة الدراسة، هذه الأرقام والنسب يمكن أن تكون أكثر مصداقية من مؤشر رقم الأعمال في الحكم على حقيقة الحجم الذي وصلت إليه المؤسسة، حيث عرف تدهورا كبيرا لكن وبالرغم من هذه الوضعية فإن حجم القروض عرف نموا متزايد عبر كافة فترة التحليل، وهو ما يتعارض تماما مع منطق السوق والعقلانية الاقتصادية في توجيه القروض من قبل المؤسسات المالية، مما يوحي إلى أن السلطات العمومية لازالت في عملية دعم لهذه الشركات وإن تغيرت الآلية، إذ تحولت البنوك العمومية بقرارات سياسية إلى مضخة التمويل حتى وإن كانت هذه الشركات غير قادرة على التسديد وخلق الثروة، وبالتالي فإن البنوك العمومية أصبحت تؤدي الدور الذي كانت تؤديه في السابق الخزينة العمومية .

2- هيكل المنافسة والإنتاج

ETER Algérie مؤسسة منتجة للأواني الخزفية بالإضافة إلى المواد المقاومة للحرارة وأول ما قامت بعد انتهاج إستراتيجية الشراكة محاولة إزالة الصورة السيئة حول وحدة الخزف المنزلي سابقا، وذلك من خلال إحداث تعديلات على مختلف الورشات تدريجيا فكان البدء بالورشات المنتجة للمواد المقاومة للحرارة إذ أنها غصت بأكثر قسم من الاهتمام وذلك لأن ETER المؤسسة الوحيدة المنتجة للمواد المقاومة للحرارة في الجزائر والدليل على ذلك أن الجزائر توقفت على استيراد المواد المقاومة للحرارة في أبريل 2009، فهي تمنون 19 مصنع للإسمنت و169 للأجور على مستوى القطر الجزائري، بالإضافة إلى جملة من المخابر التقليدية والحمامات ومركبات العلاج والتأثير الطبيعي بالإضافة إلى مصنع الحديد والصلب وغيرها هذا فيما يخص السوق المحلي، أما حصتها من السوق الدولي فهي صغيرة نوعا ما فأهم زيون هو المؤسسة الإيطالية حيث كان للأزمة المالية العالمية تأثير على الحصة السوقية الدولية حيث قامت عدد من المؤسسات والشركات الأوروبية بتجميد طلباتها حتى تخف حدة الأزمة.

أما بالنسبة للأواني الخزفية فالمؤسسة تقوم بتصين منتجاتها تدريجيا وهذا راجع إلى:

- حداثة إستراتيجية الشراكة في المؤسسة

- وجود منافسين محليين في إنتاج الأواني الخزفية والخزف المنزلي كوحدة ميلة التي أوقفت نشاطها الآن وتخصصت في إنتاج الأجور وكذلك وحدة الخزف بمغنية التي تغير نشاطها بسبب استحواذ البنك عليها "أخذت الوحدة قرض بضمان رهن الوحدة وعند عجزها عن التسديد استحوذ عليها البنك"

- وجود منافس أجنبي شرس يتبع سياسة غزو السوق وهو المنتج الصيني

- المستهلك الجزائري لا يفرق بين "سراميك" وهو غير مقاوم للحرارة والخزف "بورسولين" المقاوم للحرارة والمستخدم في الطبخ.

3- سلوك المقرضين

بعد منح الاستقلالية للبنوك التجارية الجزائرية وبداية تعاملها وفقا للمنطق التجاري الذي يقتضي التركيز على ربحية العملية والابتعاد قدر المستطاع عن المخاطرة، أصبحت عملية الحصول على قرض متوسط أو طويل الأجل صعبة نوعا ما نظرا لصرامة المعايير المطبقة من طرف هذه الهيئات.

بالنظر إلى الوضعية المالية الصعبة والخسائر السنوية التي لحقت بمؤسسة ETER فإن المنطق الاقتصادي يشير إلى أنها ستجد صعوبات في الحصول على أي نوع من أنواع القروض لتمويل المشاريع الاستثمارية الجديدة، خاصة وأن هذه الخسائر تسبب حتى في تدهور صافي الأصول التي تعتبر في كل الأحوال أكبر ضمان للمقرضين ، وعلى هذا الأساس فإن المؤسسة قد غلقت كل الأبواب والدعائم التي تؤهلها مستقبلا للحصول على أي نوع من أنواع القروض وبأحسن الشروط.

4- حالة سوق رأس المال

على الرغم من المكانة الكبيرة التي تحتلها بورصة القيم المنقولة كأهم مصدر تلجأ إليه مختلف المؤسسات العمومية والخاصة لتمويل استثماراتها، إلا أنه يلاحظ أن النية لازالت لم تتوفر لدى مؤسسة ETER لطرح أي نوع من أنواع الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر التي فتحت أبوابها، يمكن إرجاع ذلك إلى جملة من الأسباب والعوائق هي :

عوائق مرتبطة بالمؤسسة:

حتى يمكن لأي مؤسسة مساهمة قيد أسهما في بورصة الجزائر ينبغي أن تتوفر فيها مجموعة من الشروط ولعل المهم منها ضرورة تحقيق أرباح خلال السنة المالية التي تسبق سنة طلب القبول، هذا الشرط من شأنه الحيلولة دون قيد مؤسسة ETER لأوراقها المالية في البورصة نتيجة للخسائر المتراكمة .

- عوائق مرتبطة بالمحيط الاقتصادي

يسمح وجود سوق لرؤوس الأموال وخاصة البورصة بتحقيق جملة من الأهداف أبرزها تجسيد متطلبات الخصوصية للمؤسسات العمومية وتأمين تمويل مباشر لاستثمارات المؤسسات من خلال الدعوة العمومية للائحة وكذا السماح للاقتصاد الوطني بالاندماج في الاقتصاد العالمي بشكل دائم وإيجابي .

لكن واقع الأمر يشير أن تجربة الجزائر في مجال بورصة القيم المنقولة لم ترق إلى مستوى التطلعات والأهداف التي أنشئت لأجلها، مرد ذلك إلى أن توقيت الإنشاء لم يكن ملائما للطابع السياسي، الاجتماعي والثقافي الذي كان ولا زال سائدا حيث أن :

- عدم استقرار الإدارة السياسية في الكثير من القضايا مثل التردد الكبير في الإسراع بعملية الخصوصية.

- القطاع الخاص الذي أثبت دائما دوره في تفعيل البورصة والتنمية الاقتصادية يفتقد إلى الموارد والقدرة التي تمكنه من لعب الدور المنتظر منه

- سوء التسيير الذي يطغى على معظم المؤسسات العمومية التي تشكل قرابة 80% من مجموع

استثمارات المؤسسات الجزائرية، مما جعلها غير مؤهلة للقيود والنجاح في بورصة القيم المنقولة؛ كما هو

الحال بالنسبة لمؤسسة ETER مما أدى بعدد المؤسسات الممكن تسعيرها محدود على المدى المتوسط.

هذا إلى جانب جملة من العوائق الاجتماعية والثقافية التي حالت دون النجاح في تفعيل دور بورصة القيم

المنقولة الجزائرية ، مثل الأمية وغياب الثقافة البورصية لدى المدخرين، العامل الديني الذي يعتبر ذا أهمية

كبيرة في توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة.

خلاصة الفصل

ما يمكن استنتاجه هو أن مؤسسة ETER Algeria التي كانت محور اهتمام الجانب التطبيقي من هذه الدراسة لم تعتمد إلا على النزر القليل من البدائل المعروضة لتمويل مختلف مشاريعها الاستثمارية وهذا النقص مرده إلى سببين :

أولا أن اللجوء إلى البدائل التمويلي المستخدمة في السوق الوطنية يعني ضرورة الاستجابة لجملة من الشروط والقيود في بورصة القيم المنقولة. لكن النتائج السلبية التي لحقت بالمؤسسة حالة دون توفر أهم شرط من شروط القيد في البورصة وهو ضرورة تحقيق نتيجة إيجابية خلال السنة التي تسبق تقديم طلب القبول وثانيا أن العوائق السياسية، الاجتماعية والثقافية خلقت فوارق كبيرة بين شروط تأسيس بورصة فعالة. وبين واقع بورصة الجزائر مما قلص من فعاليتها ودورها في تمويل مختلف المؤسسات ودعم نمو الاقتصاد الوطني.

وعلى طول الفترة 2007-2009 التي وقع عليها الاختيار لتقييم مختلف القرارات التي اتخذتها المؤسسة في مجال المفاضلة بين البدائل التمويلية وتشكيل هيكل رأس المال المناسب لتمويل مختلف البرامج الاستثمارية، تبين أنه على الرغم من الانخفاض التدريجي لتكلفة القروض والأموال الخاصة إلا أن التكلفة الحقيقية لهذا الهيكل عرفت نموا متزايدا.

صحيح أن الاعتماد على مؤشر التكلفة قد يكون مبررا قويا لاعتماد مؤسسة ETER على القروض في تمويل مشاريعها، لأنه الأدنى نسبيا، لكن هذه الجاذبية يجب أن تكون متزامنة مع تحقق شرط آخر هو العسيلة المرضية للنشاط السنوي التي تتبدى سن خلال المردودية الاقتصادية الموجبة وبذلك يكون الرفع المالي بمثابة وسيلة لدعم المردودية المالية. وفي الأخير مهما كانت الجاذبية التي تبديها تكلفة الاقتراض لا يمكن في أي حال من الأحوال زيادة وزنها داخل هيكل رأس المال بل المنطق الاقتصادي يفرض ضرورة التخفيض إلى نسبة معينة.

الْحَمْدُ لِلَّهِ الْعَلِيِّ الْكَبِيرِ

من خلال معالجتنا لهذا الموضوع، تبين لنا أن قرارات التمويل تعد أداة هامة ضمن السياسة المالية التي تسعى من خلالها المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيق أهدافها، التي تتمحور أساسا حول مسعى تعظيم العائد من جهة، وتخفيض التكاليف و المخاطر من جهة أخرى. فعدم تجانس مصادر التمويل، سواء من حيث خصائصها أو تكاليفها أو طريقة الحصول عليها، تتيح للمؤسسة الاقتصادية فرصة المفاضلة بينها بغية اختيار انسبها، ومن ثم تشكيل هيكل تمويلي ينسجم مع واقع المؤسسة ويتماشى مع أهدافها المسطرة.

لكن الممارسات العملية تشير إلى أن تحقيق هذا السعي غالبا ما يتعارض مع الجهات و الأطراف التي لها مصلحة في المؤسسة ، فاللجوء إلى طرح أسهم جديدة قد لا يلق تأييد من طرف الملاك القدامى بحجة أنه يؤدي إلى تغيير مراكزهم في الجمعية العامة ، ولا شك في وجود منفعة من عملية الاستدانة بحكم كونها أقل مصادر التمويل تكلفة إلى جانب أنها تساهم في زيادة ربحية الأموال الخاصة نتيجة لمزايا الرفع المالي ، لكن قد تؤدي من ناحية أخرى إلى تعظيم خسارة المساهمين في حالة انخفاض الأرباح ، هذا من الناحية النظرية ، أما من الناحية العملية فهناك عدة عوامل تتحكم في هيكل رأس المال مثل درجة المخاطر التي ترغب إدارة المؤسسة في تحملها عند التمويل بالدين سعيا وراء ربحية أكبر ، إلى جانب حساسية الجهات المقرضة لارتفاع نسبة المديونية في المؤسسة ، و طبيعة النشاط الذي تمارسه هذه الأخيرة ومعدلات النمو والاستقرار في المبيعات والمنافسة وحجم الأصول ، وتختلف هذه المحددات من قطاع لآخر ومن شركة لأخرى .

وبصفة عامة، فإن أهم إجراء ينبغي المبادرة به لترشيد قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية بشكل عام، وفي مؤسسة صناعة الخزف بشكل خاص، يتمثل أساسا في تفعيل دور الوظيفة المالية في المؤسسة وتمديد دورها التشغيلي، وفتح مساحات أكبر للإدارة المالية لاتخاذ قرارات التمويل .

سن جلسة ما سبق تهاوررت (المسألة الأربعة) التي صارت في 2014

ما مدى تأثير قرار تشكيل هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة عامة والمؤسسة الاقتصادية الجزائرية خاصة ؟

وبناء على الأهداف المتواخاة من هذه الدراسة ، أمكن الخروج بجملة من النتائج سوف يتم سردها فيما يلي مع التذكير بمدى تحقق الفرضيات المصاغة ابتداء بالمقدمة لهذه المذكرة :

- هيكل رأس المال عبارة عن توليفة المصادر التمويلية الدائمة التي تعتمد عليها الشركة لتمويل برامجها الإستثمارية ، وتنقسم مكوناته بين المصادر الداخلية مثل الأرباح المحتجزة والإهلاكات وبين المصادر الخارجية مثل الأسهم ، القروض طويلة الأجل.....إلخ

- حتى تكون المؤسسة مؤهلة لبناء هيكل رأس المال بالنسب والمكونات الملائمة يجب أن تراعى جملة من المحددات والضوابط منها الرفع المالي الذي يظهر نتيجة لوجود التكاليف الثابتة المالية المرتبطة بالقروض والأسهم الممتازة ، حيث أن تغيير طفيف في النتيجة الاقتصادية يؤدي إلى تغيير النتيجة الصافية في الاتجاه نفسه ولكن بأكثر حدة ، ومن ثم تبرز جملة من المخاطر التي تقاس بمعامل الرفع المالي . وعلى هذا الأساس فإذا كانت التوقعات المستقبلية تشير إلى استقرار أو زيادة حجم المبيعات ، يكون من مصلحة المؤسسة الاعتماد بشكل كبير على القروض في تمويل برامجها الاستثمارية ، أما إذا كان الأمر غير ذلك فلا سبيل سوى التركيز على الأموال الخاصة للتخفيف من حدة المخاطر الناتجة عن المتاجرة بالملكية . ولا يقتصر اهتمام إدارة المؤسسة على ظاهرة الرفع المالي في تصميم هيكل رأس المال بل يتعداه إلى محدد آخر هو تكافة رأس المال التي تعتبر أدنى مردودية مطلوبة من الاستثمارات التي تباشرها المؤسسة وأن ارتفاع أو انخفاض هذه التكلفة من شأنه التأثير على حجم البدائل المعروضة ، لهذا كلما تمكنت المؤسسة من تخفيض تكلفة رأس المال كان ذلك فرصة لاقتناء أكبر حجم ممكن من المشاريع الاستثمارية إلى جانب ذلك توجد محددات أخرى لها وزن عند المفاضلة بين مختلف الخيارات التمويلية بحيط المؤسسة كمتوسط الاستدانة ، ومنها المرتبطة بالمؤسسة في حد ذاتها كمستوى الربحية....إلخ

- تتضارب الآراء والاتجاهات الفكرية حول إشكالية تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة بين مؤيد ومعارض وبين من يقف وسطا ، ففي الوقت الذي يؤكد فيه مدخل صافي الربح على أن امثل هيكل رأس المال لن يتحقق إلا إذا كان ينطوي على أكبر استدانة ممكنة من الديون ، ينفى مدخل صافي ربح العمليات تماما هذا الاتجاه ويرى بعدم وجود أي ارتباط بين قيمة المؤسسة وبين هيكل رأسمالها بحكم العلاقة التعويضية بين العائد والمخاطرة ، أما المدخل التقليدي فيرى بأن

أمتلية هيكل رأس المال لا يتحقق إلا عندما يتساوى الشق الإيجابي للاقتراض مع الشق السلبي وعند هذه النقطة يتحدد أدنى متوسط تكافة للأموال الذي يعطي أعلى قيمة سوقية للمؤسسة ، لكن هذا الحكم لم يبق ثابتاً لدى ميلر ومدكلياني من خلال المدخل الذي قدماء في ظل إفتراضات السوق الكاملة ، فسواء افتترضت المؤسسة أو لم تفترض وسواء أسرفت في عملية الاقتراض أو لم تسرف ، تتحدد قيمتها السوقية على أساس القوة الإرادية لأصولها الاقتصادية ولا علاقة لهيكل رأس المال بذلك أما دخول الجباية في الاعتبار فقد حمل الباحثان إلى التأكيد على أن قيمة أي مؤسسة يتكون هيكل رأسمالها من قروض تعادل قيمة أخرى وممولة كلياً من الأموال الخاصة مضافاً إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة من عملية الاقتراض وبذلك يتوافق هذا الاتجاه مع مدخل صافي الربح في كون هيكل رأس المال الأمثل لن يتحقق إلا في ظل أكبر نسبة ممكنة من القروض . أما عند إسقاط فرض عدم وجود تكاليف الإفلاس والوكالة فإن الاعتراف بتأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة يزداد شيئاً فشيئاً لكن في حدود معينة من الاقتراض تتساوى عندها التكاليف الحدية للوكالة والإفلاس مع المزايا الحدية للوفورات الضريبية .

لتأتي نظرية تسلسل مصادر التمويل باتجاه آخر تضع من خلاله الأرباح المحتجزة والإهلاكات في المقدمة تليها القروض ثم الأسهم العادية.

لكن على الرغم من الحجم المعتبر للبدائل التمويلية التي تتوفر عليها السوق الوطنية ، إلا أن مؤسسة ETER لم تعتمد إلا على النزر القليل منها في تمويل مختلف مشاريعها الاستثمارية وهذا لأن اللجوء إلى البدائل التمويلية المستحدثة يعني ضرورة الاستجابة لجملة من الشروط والقيود في بورصة القيم ، لكن الخسائر التي لحقت بالمؤسسة حالت دون تحقق أهم الشروط وهو ضرورة تحقق نتائج إيجابية للفيد في البورصة ، إلى جانب آخر أن سيرورة هذه الخسائر خلقت جملة من المخاطر والإختلالات المالية يصعب معالجتها على المدى القريب ومن شأنها الانعكاس سلباً على التسعيرة البورصية لأي نوع من القيم التي ترغب المؤسسة في إصدارها .

الاقتراحات

على ضوء النتائج المستوحاة من الدراسة يمكن الخروج بجملة من الاقتراحات ، التي قد تساهم إلى حد ما في تجاوز بعض العقبات في إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية بشكل عام و مؤسسة صناعة الخزف بشكل خاص و التي نذكر منها:

- على مسيري مؤسسة صناعة الخزف، الإمام بجميع مصادر التمويل المتاحة من خلال حصر خصائصها وتحديد تكاليفه الفعلية و التنبؤ بتأثيراتها المحتملة على المؤسسة .وفي هذا الإطار لا يجب أن يقتصر التحليل على مصادر التمويل التي اعتادت المؤسسة اللجوء إليها فقط بل لابد أن يتعداه إلى بدائل التمويل الأخرى التي تم تفعيلها في الاقتصاد الجزائري كالتقويم المنقولة بمختلف أنواعها و الائتمان الاجاري.

- ينبغي على مؤسسة صناعة الخزف الاهتمام أكثر بقراراتها التمويلية لأنها تلعب دورا حيويا في رفع قيمة المؤسسة ،وفي هذا السياق لابد أن يحظى قرار التمويل بعناية خاصة للتأكد من جدواه وانسجامه مع أهداف المؤسسة وطموحاتها، ويتم ذلك عن طريق دراسة و تحليل تأثيراته المحتملة خاصة في الجانب المتعلق بالعائد والمخاطرة.

- التركيز على الدراسات والبحوث التسويقية لتصميم هيكل رأس المال ،لان الحجم المتوقع من المبيعات يعتبر من أكبر الجوانب التي تحدد درجة الرفع المالي الواجب اعتماده خاصة مع التوجه الجديد الذي يشهده الاقتصاد الوطني .

وهكذا يكون قد تم استكمال مختلف جوانب هذه الدراسة بالبحث والتحليل أملا أن تساهم في توسيع آفاق البحوث في مثل هذا الموضوع ،ولا ندعي الكمال في البحث الذي بين أيدينا لأنه يصلح بشأنه ما يقال عن غيره من الدراسات البحثية التي تسعى للبحث عن الحقيقة العلمية .

وبله نسأل أن نكون وفقنا في إنجاز هذا العمل والحمد لله أولا وأخيرا.

بيت المراجع

ثبوت المراجع

المراجع باللغة العربية

- أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية البنوك والنقود والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2002.
- إسماعيل إبراهيم جمعة وآخرون، المحاسبة الإدارية ونموذج بحوث العمليات في اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- أمين السيد أحمد لطفي، الأصول المنهجية الحديثة لدراسة الجدوى المالية للاستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة ن 1998.
- بسام هلال مسلم القلب، التأجير التمويلي، دار الولاية للنشر والتوزيع، عمان ، 2009.
- ✓ جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت ن دون سنة طبع.
- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل (التحليل المالي ودراسة صافي رأس مال العامل)، الطبعة الأولى، مكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2005 .
- حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الرواق للنشر، عمان، 2001 .
- حنيفة بن ربيع، الواضح في المحاسبة العامة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2002.
- ✓ دريد درغام، أساسيات الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، دار الرضا للنشر، دون مكان طبعة، 2000.
- سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي ومداخله، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001.

- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح هكل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997.
- ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، مؤسسات شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998.
- طارق عبد العال حماد، التقييم : تقدير بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 2002.
- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1980.
- عبيد علي احمد الحجازي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، لبنان، 2001.
- فرد ويستون بوجين براجام، التمويل الإداري (الجزء الثاني)، دار المريخ، الرياض، 1993.
- محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- محمد عدنان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار نهضة العربية، القاهرة، 1993.
- مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب، القاهرة، 2001.
- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2006.
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، ط5، 2000.

- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشات المعارف، الإسكندرية، 1996.
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشات المعارف، الإسكندرية، 1998.

Les livres en français

- B. jacquiat et B solnik , **marchés financiers: gestion de portefeuille et des risques** , 4^e éditions, dunod, paris,2002.
- C.A.vailhen, **Evaluation de l'entreprise et cout de capital** , vuibert, paris,1981.
- D.Morissette, **décisions financières à long terme: investissement financement politique de dividende**, 3^e édition, les édition SMG, Québec, canada,1999.
- O.rimbault, **gestion financière d'entreprise, presse de l'école national des ponts et chaussées** ,paris,1993.
- H.bierman et autres , **la préparation de financières dans l'entreprises** , 2^e édition , dunod, paris,1977
- J. Teulie et P topsacalian, **finance**,3^e édition, vuibert, paris,2001.
- P.Conco et hemici , **gestion financière de l'entreprise**,10^e édition, dunod, paris,2002.

- P.Vernimmen, *finance d'entreprise*, 5^e édition, Dalloz , paris,2002.

-J.P jobard et autres , *finance:finance d'entreprise, finance de marché , diagnostic, financière* , Dalloz, paris,1994 .

-JEAN B , JACQUELINE D, *gestion financière , manuel& application* , dunod , 9^{em} édition , paris , 2000.

مؤتمرات وملتقيات

- شاكرا البلدوي وعمر المشهداني، أثر التحليل الإستراتيجي لبيئة القرارات الرأسمالية في الحد من الأزمات المالية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 2009 .

- مليكة زغيب، الياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، ملتقى حول القرارات المالية والهيكل المالي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 03-2010.

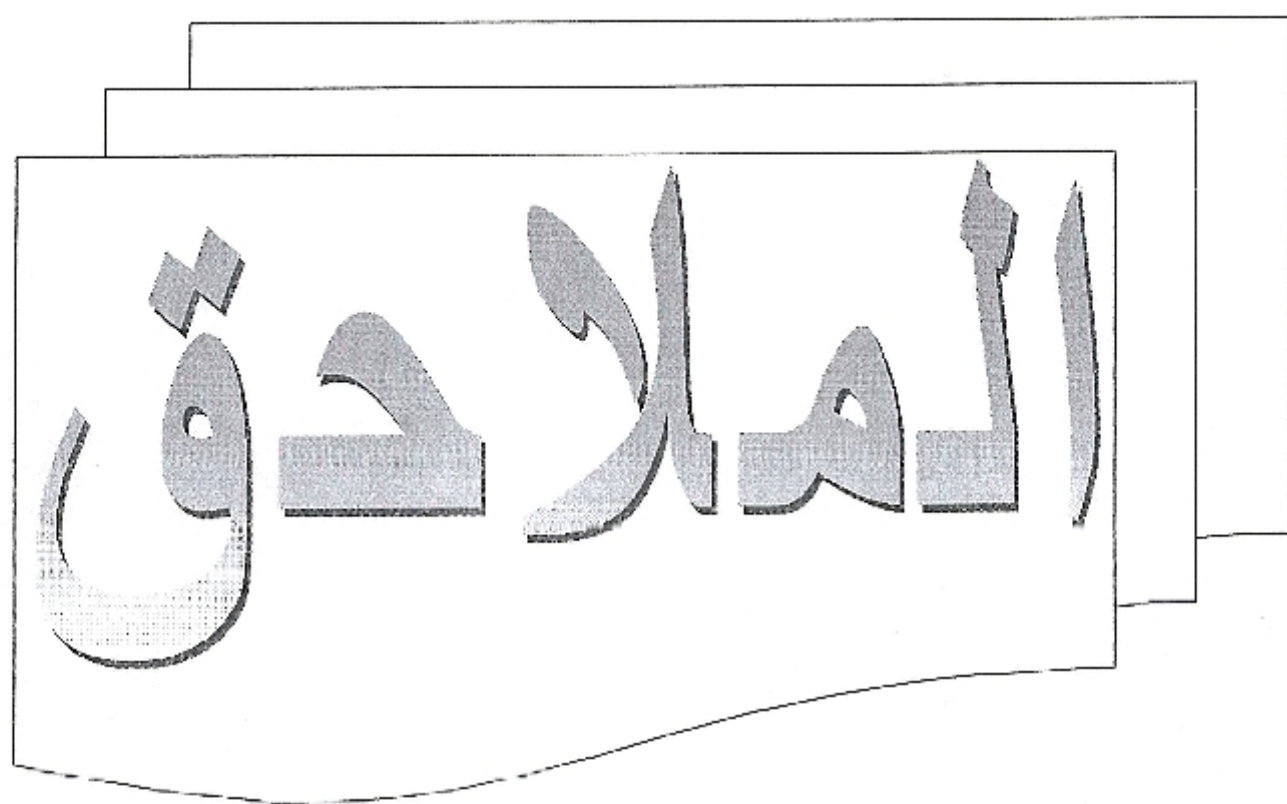
- يوسف قريشي، الياس بن ساسي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة ورقلة، يومي 17-18/ 04 /06.

انرسائل

- داند عبد الوهاب، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، نحو بناء نموذج لترشيده القرارات المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.

- «حبوب بن حمودة، تكلفة رأس المال، معدل مردودية ومقياس لاتخاذ القرارات، دراسة واقع المؤسسة العمومية الاقتصادية الجزائرية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تقنيات الكمية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1997.

www.philadelphia.edu.jo/courses/accountancy/files/accoutancy/a609.doc



Dossier **ETERGUEL2007**
 Nom **ETER ALGERIE SPA**

Tableau N°:1

BILAN

La période
 Du: **01/10/2007**
 au: **31/12/2007**

N°cp	ACTIF	Montant Brut	Amortissement	Montant net	N°cp	PASSIF	Montant
	<u>Investissements</u>					<u>Fonds Propres</u>	
					10	fond social	146 704 224,00
20	FRAIS PRELIMINAIRES				11	FONDS PERSONNEL	
21	VALEURS				12	PRIMES LIEES AU FONDS	
22	TERRAINS				13	RESERVES	
24	EQUIPEMENTS DE	132 602 624,78		132 602 624,78	14	SUBVENTIONS	
25	EQUIPEMENTS SOCIAUX				15	ECARTS DE	
28	INVESTISSEMENTS EN				16	AUTRES FONDS PROPRES	
					17	LIAISONS INTER-UNITES	
					18	RESILIT EN	
					19	PROVISI.POUR PERTES ET	
	Total Investissements	132 602 624,78		132 602 624,78		Total Fonds Propres	146 704 224,00
	<u>Stocks</u>					<u>Dettes</u>	
30	MARCHANDISES				50	COMPTES CREDIT DE	
31	MATIERES ET	10 921 428,32		10 921 428,32	52	DETTES	79 005 255,00
33	PRODUIT SEMI-CUVRES				53	DETTES DE STOCKS	149 643,00
34	PROD.ET TRAV.EN				54	DETENTION P/COMPTE	1 105 099,21
35	PRODUIT FINIS	4 135 408,27		4 135 408,27	55	DETTES ENVERS	33 643 600,00
36	DECHETS ET REBUTS				56	DETTES D'EXPLOIATION	7 121 603,40
37	STOCK A L'EXTERIEUR				57	AVANCES COMMERCIALES	645 904,90
					58	DETTES FINANCIERES	
	Total Stocks	15 056 836,59		15 056 836,59		Total Dettes	122 221 092,30
	<u>Créances</u>						
40	COMPTES DEBIT DU PASSIF						
42	CREANCES						
43	CREANCES DE STOCKS						
44	CREANCES SUR ASSOCIES						
45	AVANCES POUR COMPTE	2 319,66		2 319,66			
46	AVANCES D'EXPLOIATION	505 000,00		505 000,00			
47	CREANCES SUR CLIENTS	10 800,63		10 990,65			
48	ESPONIBILITES	132 672 344,53		132 473 044,00			
	Total Créances	132 980 664,82		132 980 064,65			
88	resultat de	17 275 202,13		17 275 202,13	88		
	TOTAL ACTIF	267 825 316,30		267 925 316,30		TOTAL PASSIF	267 821 316,30

Destinataire **ETERGUEL2007**
 Nom **ETER ALGERIE SPA**

ملحق 02

Tableau N°:2(A)

La période
 Du: **01/10/2007**
 au: **31/12/2007**

TABEAU DES COMPTES DES RESULTATS

N°cpte	Designation	Debit	Credit
70	VENTES DE MARCHANDISES		3 693.75
60	MARCHANDISES CONSOMMEES	2 000.00	
80	MARGE BRUTE	2 000.00	3 693.75
80	margé brute		1 693.75
71	PRODUCTION VENDUE		5 432 730.24
72	PRODUCTION STOCKEE		3 840 609.27
73	PROD.DE L'ENTR./ELLE MEME		1 486 089.00
74	PRESTATIONS FOURNIES		
75	TRANSFERT DE CHARG.PRODUCT		
61	MATIERES ET FOURNITURS CON	5 869 270.25	
62	SERVICES	2 395 544.26	
81	VALEUR AJOUTEE	8 267 814.91	10 778 141.26
81	valeur ajoutee		2 502 326.75
	REVENUS FINANCIERS		
77	PRODUITS DIVERS		800.00
78	TRANSFERT DE CHARG D'EXPL		
63	FRAIS DE PERSONNEL	19 326 474.57	
64	IMPOTS ET TAXES	82 578.23	
65	FRAIS FINANCIERS	10 910.44	
66	FRAIS DIVERS	300 831.00	
68	DOTATIONNS AUX AMORT.PROV		
83	RESULTAT D'EXPLOITATION	19 728 699.24	2 603 126.75
79	PRODUITS HORS EXPLOIT.		59.36
69	CHARGES HORS EXPLOIT.	40 680.00	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	40 689.00	60.00
85	resultats d'exploitation	17 226 672.49	
64	resultats hors exploitation	49 629.64	
850	resultats brut de l'exercice	17 275 202.13	
880	Impots sur les Bénéfices		
88	RESULTAT NET DE L'EXERCICE	17 275 202.13	

BILAN

La période
du: 01/01/2008
au: 31/12/2008

ACTIF	Montant Brut	Amortissement	Montant net	N°cs	PASSIF	Montant
<u>Investissements</u>					<u>Fonds Propres</u>	
RAIS PRELIMINAIRES	40 817 750,81	8 193 590,12	32 757 200,49	10	APPORTS DES ASSOCIES	300 000 158,00
VALEURS				11	FONDS PERSONNEL	
TERRAINS				12	PRIMES LICES AU FONDS	
EQUIPMENTS DE	150 647 602,85	16 953 187,24	131 688 515,60	13	RESERVES	
EQUIPEMENTS SOCIAUX	79 300,00	3 067,03	76 232,97	14	SUBVENTIONS	
INVESTISSEMENTS EN				15	ECARTS DE	
				16	AUTRES FONDS PROPRES	
				17	LIAISONS INTER-UNITES	
				18	RESULT EN	-17 275 202,73
				19	PROVISI.POUR PERTES ET	
Total Investissements	239 875 333,44	26 152 815,29	214 622 518,23		Total Fonds Propres	202 724 955,07
<u>Stocks</u>					<u>Dettes</u>	
MARCHANDISES	4 220 786,07		4 220 786,07	50	COMPTES CREDIT DE	
MATIERES ET	40 407 081,83		40 407 081,83	52	DETTES	100 187 211,98
PRODUIT SEMI-OUVRES	164 000,62		164 000,62	53	DETTES DE STOCKS	43 700 323,07
PROD.ET TRAV.EN				54	DETENTION PICOMPTE	2 787 285,37
PRODUIT FINIS	1 140 889,85		1 140 889,85	55	DETTES ENVERS	37 805 515,87
DECHETS ET REBUTS				56	DETTES D'EXPLOITATION	16 532 407,09
STOCK A L'EXTERIEUR				57	AVANCES COMMERCIALES	1 046 036,84
				58	DETTES FINANCIERES	7 071 656,84
Total Stocks	65 958 594,10		65 958 594,10		Total Dettes	221 229 922,79
<u>Creances</u>						
0 COMPTES DEBIT DU PASSIF	259 676,30		259 676,30			
2 CREANCES	20 000,00		20 000,00			
3 CREANCES DE STOCKS	333 015,82		333 015,82			
14 CREANCES SUR ASSOCIES	100 800 914,00		100 800 914,00			
15 AVANCES POUR COMPTE	8 093 087,28		8 093 087,28			
16 AVANCES D'EXPLOITATION	12 641 183,64		12 641 183,64			
47 CREANCES SUR CLIENTS	11 328,43		11 328,43			
48 DISPONIBILITES	5 295 176,69		5 295 176,69			
Total Creances	139 971 107,67		139 971 107,67			
88 resultat de	137 851 993,80		137 851 993,80	88		
TOTAL ACTIF	520 117 873,51	26 152 815,29	363 965 058,22		TOTAL PASSIF	520 954 886,00

Dossier **ETER24/2008**
 Nom **ETER Algérie SPA**

ملحق 04

Tableau N°:2(A)

La période
 Du: 01/01/2008
 au: 31/12/2008

TABLEAU DES COMPTES DES RESULTATS

N°cptc	Designation	Debit	Credit
70	VENTES DE MARCHANDISES		6 289 639.70
60	MARCHANDISES CONSOMMEES	279 204.00	
80	MARGE BRUTE	279 204.00	6 289 639.70
80	marge brute		6 010 435.70
71	PRODUCTION VENDUE		31 000 341.47
72	PRODUCTION STOCKEE	2 810 702.00	
73	PROD. DE L'ENTR. / F.I.L.E MÊME		15 407 290.94
74	PRESTATIONS FOURNIES		1 300.00
75	TRANSFERT DE CHARG. PRODUCT		
61	MATIÈRES ET FOURNITURS CON	31 912 131.72	
62	SERVICES	24 957 935.36	
81	VALEUR AJOUTEE	59 690 769.68	52 419 368.11
81	valeur ajoutée	7 271 401.77	
77	REVENUS FINANCIERS		
77	PRODUITS DIVERS		600.00
78	TRANSFERT DE CHARG. D'EXPL		
63	FRAIS DE PERSONNEL	92 404 319.49	
64	IMPOTS ET TAXES	2 500 247.19	
65	FRAIS FINANCIERS	821 582.01	
66	FRAIS DIVERS	1 535 103.24	
68	DOTATIONNS AUX AMORT.PROV	17 103 615.09	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION	111 756 147.79	600.00
79	PRODUITS HORS EXPLOIT.		14 039 457.74
69	CHARGES HORS EXPLOIT.	10 245 903.55	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	10 245 903.55	14 039 457.74
83	résultats d'exploitation	111 756 547.79	
84	résultats hors exploitatp		3 793 554.10
000	résultats brut de l'exercice	107 961 993.60	
000	impôts sur les bénéfices		
88	RESULTAT NET DE L'EXERCICE	107 961 993.60	

Deviser ETER 24/2009
 Nom ETER ALGERIE SPA

ملحق 05

Tableau N°:1

BILAN

La période
 Du: 01/01/2009
 au: 31/12/2009

N°	ACTIF	Montant Brut	Amortissement	Montant net	N°cp	PASSIF	Montant
	<u>Investissements</u>					<u>Fonds Propres</u>	
20	TRA.S PRELIMINAIRES	40 947 750.51	16 330 368.65	24 567 381.85	10	APPORTS DES ASSOCIES	300 000 138.00
21	VALEURS				11	FONDS PERSONNEL	
22	TERRAINS				12	PRIMES LIEES AU FONDS	
23					13	RESERVES	
24	EQUIPEMENTS DE	576 675 073.28	38 202 558.54	338 468 514.74	14	SUBVENTIONS	
25	EQUIPEMENTS SOCIAUX	342 082.00	21 032.89	321 047.11	15	EGARTS DE	
26					16	AUTRES FONDS PROPRES	
27					17	LIAISONS INTER-UNITES	
28					18	RESULT. EN	- 128 237 195.73
29	INVESTISSEMENTS EN	44 119 565.20		44 119 565.20	19	PROMIS POUR PERTES ET	
	Total Investissements	402 064 489.06	54 637 997.08	407 426 528.00		Total Fonds Propres	174 752 342.27
	<u>Stocks</u>					<u>Dettes</u>	
30	MARCHANDISES	3 723 829.50		3 723 829.50	50	COMPTES CREDIT. DE	
31	MATERIES ET	72 613 179.77		72 613 179.77	61		
32					52	DETTES	345 191 664.82
33	PRODUIT SEMI-OUVRES	13 017 917.76		13 017 917.76	53	DETTES DE STOCKS	85 905 284.65
34	PROD. ET TRAV. EN				54	DEFINITION PACOMPTÉ	3 464 782.85
35	PRODUIT FINI	17 700 613.45		17 298 813.45	55	DETTES ENVERS	37 635 515.61
36	DECHETS ET REBUTS				56	DETTES D'EXPLOITATION	78 232 121.18
37	STOCK A L'EXTERIEUR				57	AVANCES COMMERCIALES	80 000 202.70
	Total Stocks	101 643 740.00		101 043 740.00	58	DETTES FINANCIERES	52 221 168.88
	<u>Créances</u>					Total Dettes	670 695 840.35
40	COMPTES DEBIT DU PASSIF						
41							
42	CREANCES	185 000.00		185 000.00			
43	CREANCES DE STOCKS	119 208.92		119 208.92			
44	CREANCES SUR ASSOCIES	87 992 206.03		87 992 206.00			
45	AVANCES POUR COMPTE	17 074 201.49		17 074 201.49			
46	AVANCES D'EXPLOITATION	1 189 585.66		1 566 933.98			
47	CREANCES SUR CLIENTS	23 145 154.26		44 404 350.20			
48	DISPONIBILITES	3 062 088.85		3 062 088.85			
	Total Créances	184 513 087.51		184 513 087.51			
88	resultat de	171 879 427.02		171 879 427.02	88		
	TOTAL ACTIF	603 126 743.71	54 667 681.09	546 459 782.62		TOTAL PASSIF	646 162 782.02

Dossier **ETER 24/2009**
 Nom **ETER ALGERIE SPA**

Tableau N°:2(A)

La période
 Du: **01/01/2009**
 au: **31/12/2009**

TABLEAU DES COMPTES DES RESULTATS

N°compte	Designation	Debit	Credit
70	VENTES DE MARCHANDISES		11 831 420,00
60	MARCHANDISES CONSOMMEES	9 676 059,78	
80	MARGE BRUTE	3 679 059,78	11 831 420,00
80	marge brute		3 153 350,22
71	PRODUCTION VENDUE		76 615 749,39
72	PRODUCTION STOCKEE		23 362 024,75
73	PROD. DE L'ENTR.ELLE MEME		12 626 315,76
74	PRESTATIONS FOURNIES		141 400,00
75	TRANSFERT DE CHARG.PRODUCT		
61	MATIERES ET FOURNITURS CON	67 850 109,04	
62	SERVICES	87 062 732,40	
81	VALEUR AJOUTEE	154 802 070,44	118 124 139,02
81	valeur ajoutées	38 158 030,62	
	RÉVENUS FINANCIERS		
77	PRODUITS DIVERS		4 200,00
78	TRANSFERT DE CHARG.D'EXPL		
63	FRAIS DE PERSONNEL	93 156 287,61	
64	IMPÔTS ET TAXES	2 110 429,77	
65	FRAIS FINANCIERS	7 100 913,29	
66	FRAIS DIVERS	1 264 960,66	
68	DOTATIONNS AUX AMORT.PROV	21 325 329,34	
83	RÉSULTAT D'EXPLOITATION	163 116 967,99	4 200,00
79	PRODUITS HORS EXPLOIT.		1 621 266,62
69	CHARGES HORS EXPLOIT.	13 386 866,15	
84	RÉSULTAT HORS EXPLOITATION	10 394 866,15	1 621 266,62
83	resultats d'exploitation	163 111 167,49	
84	resultats hors exploitation	5 767 650,53	
560	resultats brut de transfert	171 879 427,02	
580	Impôts sur les bénéfices		
88	RESULTAT NET DE L'EXERCICE	171 879 427,02	

c) Les besoins en fonds de roulement de démarrage sont évalués à un montant de **25 MDA** nécessaires pour couvrir :

- les charges salariales de 2 mois
 - la constitution d'un stock de matières premières de 2 mois
 - les créances nées des mois de janvier et février 2011.
- d) Au cours de 2011 il est prévu l'acquisition de 2 fours de cuisson d'une capacité de 1000 tonnes ainsi que tous les accessoires et investissements Immatériels y relatifs. Le montant de cet investissement complémentaire est évalué à **110 MDA**

3.2. Récapitulatif des investissements

en DA

Rubrique d'investissement	Existants en 2 010	Investissements 2 011	Total
Frais préliminaires	19 653 905	-	19 653 905
Fond de commerce et val incorp			-
Bâtiments:			-
Terrains			-
Installations complexes	246 981 186	110 000 000	356 981 186
Matériel et outillage	97 521 765	15 000 000	112 521 765
Matériels de transport	364 018		364 018
Autres éqpts de production	1 284 969		1 284 969
Equipements sociaux	290 708		290 708
Assistance technique		20 000 000	20 000 000
Besoins en fonds de roulement (BFRD)		25 000 000	25 000 000
Totaux	366 096 551	170 000 000	536 096 551

3.3. Mise en place des fonds

Le montage financier proposé repose sur un crédit à moyen terme sollicité auprès de la banque pour financer l'acquisition des équipements encore sous douanes et les prestations de montage, d'installation et de réception techniques des équipements acquis. Ce crédit sera complété par un financement à court terme (CCT) nécessaire pour couvrir les besoins en fonds de

• Equipements acquis par ETER entre 2008 et 2009

Année	Désignation	Quantité	Valeur en DA,
2008	Chariot éleveur 3t, transpalette électrique+manuelle 2t	1	2 548 000
2008	Malaxeurs planétaires P500 & Accessoires	2	7 089 813
2009	Presse hydraulique pour produits réfractaires	1	68 000 000
2009	Véhicule utilitaire	1	1 116 815
2009	Ligne de production de briques réfractaires	1	69 083 465
2009	Système de refroidissement pour four FIMO	1	2 900 326
2009	Viscosimètre	1	100 941
2009	Four 15 m ³	1	43 737 807
2009	Retro chargeur	1	3 851 945
2009	Moules n/presses LAEIS et MATRIX	1	8 293 692
2009	Installation de cuisson & séchage Réfractaire	1	56 078 535
2009	Installation de ligne de tannage & malaxage	1	8 460 000
2009	Cadres presses LAEIS et MATRIX+ moules	2	7 608 005
2009	Four pour décoration	3	33 003 881
2009	Chaine démaillage	2	28 713 009
	Montant total en DA		340 586 234

La société a consenti un montant équivalent à son capital social pour l'acquisition de nouveaux équipements.

2. EVOLUTION DES RESULTATS FINANCIERS DE LA SOCIETE

2.1. Activités

La société a développé au cours de l'exercice 2008 et 2009 la fabrication des produits en porcelaine constituant le métier de base de la société ECVE privatisée. Il s'agit des familles de produits suivants :

- Assiettes
- Tasses et bols
- Services à tables et autres
- Autres produits (sucriers, crémiers, cafetiers et pichets)

- Une ligne de crédit documentaire de 40 MDA par trimestre renouvelable avec provision de 25 % et des différés de 90 jours et plus (des LC à 90 jours et 120 jours seront négociés avec les fournisseurs de matières premières et marchandises importées).

Le tableau ci-dessous donne le calcul des frais financiers qui en résultent :

En KDA

Hubrique	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Total des remboursements	26 000	55 000	55 000	53 000	29 000
Reste à rembourser	192 000	137 000	82 000	29 000	-
Frais financiers	15 898	13 628	9 028	4 858	2 180

4.6. Amortissements

Compte tenu des investissements existants et ceux acquis dans le cadre du présent plan de financement, les amortissements sont donnés dans le tableau ci-après (en KDA):

Investissements	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Frais préliminaires	19 654	19 654	19 654	19 654	19 654	19 654
Equipements de production	346 443	491 443	491 443	491 443	491 443	491 443
Besoins en fonds de roulements de démarrage	-	25 000	25 000	25 000	25 000	25 000
Total investissements en KDA	366 097	536 097	536 097	536 097	536 097	536 097
Amortissements	17 771	58 075	58 075	58 075	58 075	58 075
Amortissements cumulés	17 771	75 846	133 921	191 996	250 071	308 146
Immobilisations nettes	348 326	460 251	402 176	344 101	286 026	227 951

d) Echancier de remboursement des emprunts actuels (DA)

Designation	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Plafond CCT	20 000 000	20 000 000	15 000 000	10 000 000	5 000 000
Credit CMT	145 000 000	137 750 000	101 500 000	65 250 000	29 000 000
Remboursements	7 250 000	36 250 000	36 250 000	36 250 000	29 000 000
Reste à rembourser CMT	137 750 000	101 500 000	65 250 000	29 000 000	-
Intérêts et agios	10 750 000	10 242 500	7 555 000	4 867 500	2 180 000

e) Echancier de remboursement des emprunts précédents (AGB)

En DA

Rubrique	2011	2 012	2013	2014
Plafond CCT	45 000 000	30 000 000	10 000 000	
Credit CMT	73 000 000	54 250 000,00	35 500 000	16 750 000
Remboursements CMT	18 750 000	18 750 000,00	18 750 000	16 750 000
Reste à rembourser CMT	54 250 000	35 500 000,00	16 750 000	-
Intérêts et agios	5 147 500	3 385 000	1 472 500	-
Annulés	23 897 500	22 135 000	20 222 500	16 750 000

f) Récapitulatif annuel de l'échéancier de remboursement de l'ensemble des emprunts

En DA

Rubrique	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Total des remboursements	26 000 000	55 000 000	55 000 000	53 000 000	29 000 000
Reste a rembourser	192 000 000	137 000 000	82 000 000	29 000 000	-
Intérêts et agios	15 897 500	13 627 500	9 027 500	4 867 500	2 180 000
Annulés	41 897 500	68 627 500	64 027 500	57 867 500	31 180 000

الملخص

بعد توجه الجزائر من الاقتصاد المخطط نحو الاقتصاد الحر واجهت المؤسسة الاقتصادية الجزائرية تحديات كثيرة لاسيما في شقها المرتبط بتشكيل هيكل رأس المال بالمكونات والنسب المتماشية وتعميم القيمة السوقية للأصول الاقتصادية، وتهدف هذه الدراسة إلى محاولة البحث في الجدل القائم بين مختلف النظريات و المداخل التي تناولت قضية هيكل رأس المال ومدى قدرته على التأثير في القيمة السوقية للأصول ومن ثم يمكن إبراز المكانة اللائقة به لدى المؤسسة الاقتصادية، ويقوم البحث على تحليل مالي لهيكل رأس المال و دراسة تكاليف مكوناته والرفع المالي، فهذين الآخرين يعتبران من العوامل الأساسية المحددة لتركيبه أموال المؤسسة الاقتصادية وكلاهما يبرز خصوصية التمويل بأموال الاستدانة عن باقي مصادر التمويل الأخرى، كونه يرفع من مردودية المؤسسة نظرا لانخفاض تكلفته وثباتها، وبالمقابل يزيد من مخاطرها المالية بسبب إلزامها على التسديد دون مراعاة وضعيتها المالية.

وكان من أهم النتائج مواجهة المؤسسة صعوبات المفاضلة بين مصادر التمويل فاختيار مصدر تمويل على حساب الآخر قد لا يلقى القبول العام لدى مسيري المؤسسة و دالتيها، كما أن هذا الاختيار قد يكون جيدا و ملائما على المدى المتوسط لكن يفقد هذه الميزة على المدى الطويل.

وبصفة عامة فإن أهم إجراء ينبغي المبادرة به لترشيد قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية يتمثل أساسا في تفعيل دور الوظيفة المالية في المؤسسة ومنح صلاحيات أكبر للإدارة المالية لاتخاذ قرارات التمويل.

Résumé

Après l'orientation de l'Algérie d'une économie planifiée à une économie de marché et l'établissement est tombé défis économiques sont nombreux, en particulier dans l'incision associée à la formation des éléments de la structure du capital les ratios sont conformes et à maximiser les valeurs des marchés des actifs de l'objectif économique de cette étude pour essayer de chercher dans la controverse entre les différentes théories et approches qui abordent la question de la structure du capital et sa capacité d'influencer la valeur marchande de l'actif et ensuite pu mettre en évidence sa place dans l'économie et la recherche sur l'analyse financière de la structure du capital et des composants des coûts et de tirer parti d'autres sont parmi les facteurs fondamentaux de terminant de la structure des fonds pour les entreprises économiques, et soulignent l'intimité, de l'argent de financement empruntés auprès d'autres sources de financement autres, ils furent enlevés par le rapport coût.

l'efficacité l'institution en raison de son faible coût et de la stabilité et à son tour augmente les risques financiers en raison de l'abolition du paiement sans tenir compte du positionnement de la crise financière.

Les résultats les plus importants de la face de l'établissement des difficultés de la différenciation les sources de choix de financement de la source de financement au moment de l'autre peut pas reçu l'acceptation générale des gestionnaires de l'institution et de ses créanciers et que ce choix peut être bonne et appropriée à moyen terme, mais perd cet avantage dans le long-terme et en général, l'action la plus importante doit être initiée par la rationalisation des décisions de financement dans les institutions économiques est principalement d'activer le rôle de la fonction financière dans l'organisation et l'octroi de pouvoir accru à la gestion financière des décisions de financement.