

جامعة ابن خلدون - تيارت -

كلية العلوم التجارية و الاقتصادية و علوم التسيير

قسم : علوم التسيير

محددات الهيكل المالي وأثره على قيمة

المنشأة في ظل النظام التقليدي و نظام

المشاركة

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: مالية

الأستاذ(ة) المشرف:

- كراس نجاة

إعداد الطالبتان :

- بوغدو سومية

- العبدوني ربيعة

نوقشت و أجزيت علينا بتاريخ :.....

السنة الجامعية 2013-2014

جامعة ابن خلدون - تيارت -

كلية العلوم التجارية و الاقتصادية و علوم التسيير

قسم : علوم التسيير

محددات الهيكل المالي وأثره على قيمة

المنشأة في ظل النظام التقليدي و نظام

المشاركة

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: مالية

الأستاذ(ة) المشرف:

- كراس نجاة

إعداد الطالبان :

- بوغدو سومية

- العبدوني ربيعة

السنة الجامعية 2013-2014

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

(وَقُلْ رَبِّي أَدْخَلَنِي مَدْخَلَ صَدَقٍ وَ

أَخْرَجَنِي مَخْرَجَ صَدَقٍ وَ اجْعَلْ لِي

مِنْ لَدُنْكَ سُلْطَانًا نَصِيرًا)

صَدَقَ اللَّهُ الْعَظِيمَ

شكر و تقدير

الحمد لله رب العالمين و الصلاة و السلام على المبعوث رحمة للعالمين
سيدنا محمد و على آله و صحبه أجمعين.

عملا بقوله تعالى "و إذا تأذن ربك لئن شكرتم لأزيدنكم ، "

أولا الشكر لله رب العالمين الذي نور دربنا و يسر أمرنا و أعاننا لإكمال
هذه الرسالة فالحمد لله رب العالمين حتى يرضى .والصلاة و السلام على
أشرف الخلق و خاتم المرسلين سيدنا محمد عليه أفضل الصلوات و التسليم.

و في نهاية الطريق لبدء طريق جديد لا يسعنا إلا أن نتقدم بجزيل الشكر
و العرفان لأستاذتنا الفاضلة المشرفة على هذه الرسالة الأستاذة "كراس
نحاة" التي كانت في جميع الأوقات المصباح المضيء لطريقنا لإكمال هذه
الرسالة و التوصل معا إلى هذه النتائج بارك الله فيك و عليك ولك يا
أستاذتي الفاضلة و أطال الله بعمرك بالصحة و العافية.

كما نتقدم بالشكر الجزيل لجهود الأساتذة الأفاضل رئيس و أعضاء لجنة
المناقشة لما تحملوه من جهد في قراءة هذه الرسالة و تقويمها ، معترزين
بتوجيهاتهم و نصحتهم و آرائهم لإثراء الرسالة بلمساتهم العلمية المنورة .
لكم منا كل الاحترام و الشكر التقدير.

و قبل وبعد فالشكر و الحمد لله له الحمد في الأولى و الآخرة.

فهرس المحتويات

المحتويات

شكر و تقدير

المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال البيانية

ملخص

1..... مقدمة

الفصل الأول: الهيكل المالي للمنشأة ومحددات بنائه

6..... المبحث الأول: قرار التمويل في المنشأة

6..... المطلب الأول: الاحتياجات المالية للمنشأة

9..... المطلب الثاني: أنواع القرارات المالية في المنشأة

13..... المطلب الثالث : السياسات التمويلية للمنشأة

15..... المبحث الثاني: الهيكل المالي للمنشأة

15..... المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي و أهميته

16..... المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي

25..... المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل

30..... المبحث الثالث: المحددات المؤثرة في الهيكل المالي

30..... المطلب الأول: المحددات الخارجية للهيكل المالي

32..... المطلب الثاني: المحددات الخارجية للهيكل المالي

| | |
|---------|--|
| 35..... | المطلب الثالث : الهيكل المالي الأمثل |
| 37..... | خلاصة |
| | الفصل الثاني :أثر محددات الهيكل المالي على قيمة المنشأة في ظل النظام التقليدي |
| 39..... | المبحث الأول : الهيكل المالي في ظل كمال السوق و أثره على قيمة المنشأة |
| 39..... | المطلب الأول :تحديد قيمة المنشأة |
| 41..... | المطلب الثاني : نظرية الربح الصافي و ربح الاستغلال |
| 46..... | المطلب الثالث :النظرية التقليدية |
| 53.... | المطلب الرابع :نظرية مودجلياني و ميلر في غياب الضريبة و تكلفة الافلاس و الوكالة |
| 58..... | المبحث الثاني :الهيكل المالي في ظل عدم كمال السوق وأثره على قيمة المنشأة |
| 58..... | المطلب الأول :نظرية مودجلياني و ميلر و الضريبة على دخل المنشآت |
| 61..... | المطلب الثاني :الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الافلاس |
| 64..... | المطلب الثالث :نظرية التسوية |
| 67.... | المبحث الثالث :الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة و أثره على قيمة المنشأة |
| 67..... | المطلب الأول :نظرية الوكالة |
| 71..... | المطلب الثاني :نظرية الإشارة |
| 73..... | المطلب الثالث :نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل |
| 75..... | خلاصة |

الفصل الثالث :الهيكال المالى فى ظل نظام المشاركة و أثره على قيمة المنشأة

| | |
|-----|--|
| 77 | المبحث الأول: عقد المشاركة |
| 77 | المطلب الأول :مفهوم عقد المشاركة |
| 78 | المطلب الثانى :خصائص المشاركة |
| 80 | المطلب الثالث :شروط عقد المشاركة..... |
| 82 | المبحث الثانى :صيغ التمويل بالمشاركة |
| 82 | المطلب الأول :التمويل بالمشاركة الثابتة..... |
| 85 | المطلب الثانى :التمويل بالمشاركة المتناقصة (المنتهية بالتمليك) |
| 92 | المطلب الثالث : المشاركة فى تمويل صفقة معينة |
| 95 | المبحث الثالث :آثار التمويل بالمشاركة على قيمة المنشأة |
| 95 | المطلب الأول :آثار التمويل بالمشاركة |
| 96 | المطلب الثانى :مخاطر التمويل بالمشاركة..... |
| 97 | المطلب الثالث :الفرق بين التمويل بالمشاركة و التمويل التقليدى |
| 99 | خلاصة |
| 100 | الخاتمة |
| 103 | المراجع |

فهرس الأشكال

| الصفحة | عنوان الشكل | الرقم |
|--------|--|------------|
| 11 | العوامل المؤثرة في قرار الإستثمار. | الشكل -1- |
| 24 | مكونات الهيكل المالي. | الشكل -2- |
| 43 | سلوك متغيرات تكلفة الإقتراض وتكلفة الأموال الملاك وايضا التكلفة الكلية للأموال وفقا للمدخل صافي ربح العمليات . | الشكل -3- |
| 45 | العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الإستدانة إلى الأموال الخاصة حسب نظرية ربح الإستغلال. | الشكل -4- |
| 52 | العلاقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة التمويل الممتلك وتكلفة الأموال المرجحة وفقا للمدخل التقليدي . | الشكل -5- |
| 61 | العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة "الإقتراض وفقا لنظرية "MM" المعدلة ضريبيا . | الشكل -6- |
| 63 | العلاقة بين نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية ومعدل العائد الذي يطلبه الملاك . | الشكل -7- |
| 65 | أثر تكلفة الإفلاس والوفر الضريبي على القيمة السوقية للمنشأة . | الشكل -8- |
| 83 | المشاركة المصرفية الثابتة | الشكل -9- |
| 87 | المشاركة المصرفية المتناقصة المنتهية بالتملك . | الشكل -10- |
| 94 | أشكال التمويل بالمشاركة . | الشكل -11- |

فهرس الجداول:

| الصفحة | عنوان الجدول | الرقم |
|--------|---|------------|
| 23 | - الإختلاف بين الأسهم العادية والممتازة | الجدول _1_ |

المخلص:

إن اختلاف و تباين مصادر التمويل و عدم تجانسها يمنح المنشأة فرصة التنوع و المفاضلة بينها بهدف بلوغ و تحقيق المزيج التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العائد و المخاطرة و بالتالي يؤدي إلى تعظيم قيمة المنشأة .

و بما أن الإدارة المالية للمنشأة تهدف إلى تعظيم قيمتها السوقية ،فإنها قبل اتخاذ أي قرار تمويلي يجب عليها معرفة آثاره على هذه القيمة ،حيث أن الجدوى من اختيار الهيكل المالي المناسب ،تكمن في التأثير المحتمل لتركيبته على القيمة السوقية للمنشأة بالرغم من الجدل الفكري القائم حول مدى تأثير قرارات التمويل على هذه القيمة بين مختلف المفكرين و الماليين .

تبرز المشاركة كصيغة تمويلية قائمة بجد ذاتها في البنوك الإسلامية بصفة خاصة ،حيث تتميز المشاركة بتعدد أشكالها و تنوعها ،مما يمنحها درجة عالية من المرونة ،و يمكنها من إشباع رغبات كافة العملاء والمستثمرين المختلفة ،خاصة مع وجود عدة أوراق مالية إسلامية قائمة على صيغة التمويل بالمشاركة و ما يوفره ذلك من سيولة مع مختلف المتعاملين معها .

الكلمات المفتاحية: مصادر التمويل ،الهيكل المالي ،قيمة المنشأة ،التمويل بالمشاركة .

Abstract:

The variety of the funding sources gives the company an opportunity to compare the offered Sources In order to reach the optimal funding combination ,which entails amongst ;the revenue_ risks, and thus leads to maximize the value of the facility.

Since the financial management of the facility designed to maximize the market value, they are before making any decision to finance, it must know its effects on this value, as the feasibility of choosing the financial structure manner, lies in the potential impact of the composition of the market value of the facility in spite of the controversy intellectual based on the impact of funding decisions on this value between different thinkers and financial.

Highlights the participating formula funding list itself in Islamic banks in particular, which have a participating multi- forms and diversity, giving it a high degree of flexibility, and enables it to satisfy the wishes of all the customers and investors of different, especially with the presence of several securities Islamic -based funding formula to participate and what of the liquidity provided with various clients.

Keywords: sources of funding, financial structure, the value of the facility funding to participate.

المقدمة

توطئة

تسعى كافة المنشآت وفي مختلف الأوقات إلى الحصول على الأموال من أجل تسير عملياتها اليومية وتوسيع أنشطتها المستقبلية، ومن أجل القيام بهذه المهمة فإن عليها أن تختار بين اثنين من بدائل التمويل إما اللجوء إلى اقتراض الأموال والتي يطلق عليها التمويل بالمدىونية، أو عن طريق بيع نسبة من الحصص في ممتلكاتها والتي يطلق عليها التمويل الممتلك، أو المزج بين الاثنين . ويتم الاختيار بين مصادر التمويل على أساس التكاليف، حيث تختلف تكاليفها باختلاف درجة المخاطرة المرتبطة بكل منها عملاً بمقولة العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة . و من هنا جاءت أهمية العلاقة بين الهيكل المالي وتكلفته من جهة، وقيمة المنشأة من جهة أخرى وتعظيم القيمة الذي هو هدف المنشأة الرئيسي.

هذا وقد تجسدت أهمية الموارد المالية بشكل واضح بعد دراسة **MODIGLIANI ET MILLER** حول العلاقة بين الهيكل المالي وتكلفته وتأثير ذلك على قيمة المنشأة، وظهرت عدة نظريات تحاول تأييد أو نفي العلاقة بينهما، ولم تستطع أية نظرية أن تحوز على الإجماع والتوصل إلى إجابة نهائية سواء على المستوى النظري أو من خلال نتائج الدراسة التطبيقية، وما يزيد من تعقيد الأمر أن كل وجهة نظر مؤيدة بمجموعة من الدراسات النظرية والعلمية .

وقد ظهر نمط جديد من التمويل (التمويل بالمشاركة) يختلف عن التمويل التقليدي فهذا النمط يقوم على المشاركة و المساهمة الفعالة في الإدارة حيث يقدم الممول للمنشأة المستقبلية للتمويل المال والخبرة الإدارية والتنفيذية، والهدف من ذلك خلق قيمة مضافة خلال فترة التمويل.

الإشكالية: من خلال ما تقدم تكمن إشكالية البحث في السؤال التالي:

هل تؤثر العوامل التي يتم على أساسها التوليف بين مصادر التمويل على قيمة المنشأة في ظل النظام التقليدي ونظام المشاركة؟

و بناء على هذه الإشكالية لا بد من طرح بعض الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي المصادر التي تعتمد عليها المنشأة في تلبية احتياجاتها المالية وما هي تكلفتها؟
- ما هي المحددات التي تعتمد عليها المنشأة في اختيار طريقة تمويلها؟

- هل تؤثر طريقة التمويل على قيمة المنشأة في النظام التقليدي؟
- ما مدى تأثير أسلوب التمويل بالمشاركة على قيمة المنشأة؟

1-فرضيات البحث:

يتطلب تحليل الإشكالية محل الدراسة اختبار صحة مجموعة من الفرضيات هي:

- الاحتياجات المالية للمنشأة هي التي تحدد طبيعة التمويل.
- اعتماد المنشأة على الهيكل المالي يكون وفقا لتكلفة مصادر التمويل المتاحة و التي تحقق أكبر عائد و أقل درجة مخاطرة .
- هناك عوامل تؤثر على اختيار المنشأة لمصادر تمويلها .
- تؤثر طريقة التمويل على قيمة المنشأة .

2-أهمية الدراسة :

تكمن أهمية البحث في التعرف على مصادر التمويل المتاحة للمنشأة وتكلفتها و العوامل التي تؤثر على اختيار المنشأة لمصادر تمويلها ، ومعرفة اذا كان هنالك علاقة بين مصادر التمويل (الهيكل المالي) وقيمة المنشأة .

3-أهداف الدراسة :

ومن بين أهم النقاط التي تهدف الدراسة إلى معالجتها نذكر ما يلي:

- لتعرف إلى الاحتياجات المالية للمنشأة و التي تعتبر دافع المنشأة لاتخاذ قرار التمويل.
- التعرف على أهم المصادر التمويلية للمنشأة وتحديد تكلفة كل مصدر .
- إبراز أهم المحددات الداخلية والخارجية المؤثرة على اختيار الهيكل المالي.
- معرفة أهم النظريات التي تطرقت لموضوع الهيكل المالي وأثره على قيمة المنشأة.
- التعرف على آلية التمويل بالمشاركة آثارها .

4-مبررات اختيار الموضوع :

- إن الدوافع و الأسباب التي أدت بنا إلى معالجة هذا الموضوع دون غيره نجملها فيما يلي :
- إندراج موضوع البحث ضمن المواضيع المتجددة والتي تدور حولها النقاشات باستمرار.

- الرغبة في تشجيع هذا النوع من البحوث نتيجة ندرة الدراسات التحليلية التي تناولت بعمق إشكالية أثر الهيكل المالي على قيمة المنشأة، و بهذا البحث يمكن إتاحة مقارنة نظرية يمكن لباحثين آخرين إختبار مدى صحتها و نجعتها .
- توافق الموضوع مع تخصصي العلمي .
- محاولة إثراء المكتبة الوطنية بهذا العمل المتواضع.

5- منهج الدراسة :

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة والتي تعكس إشكالية الدراسة ، ومن أجل اختبار صحة الفرضيات فقد تم الاعتماد على عدة مناهج للدراسة هم المنهج الوصفي والتحليلي والاستنتاجي ، حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي وذلك لتوضيح مختلف مصادر التمويل وتكلفتها ، إضافة إلى التعرف على صيغة التمويل بالمشاركة بينما اعتمدنا المنهج التحليلي لدراسة أثر الهيكل المالي على قيمة المنشأة، والمنهج الاستنتاجي في الخاتمة .

6- أدوات الدراسة:

وتجدر الإشارة هنا إلى أن أهم الأدوات المستخدمة في دراستنا هي:

المراجع والمصادر المختلفة المتعلقة بموضوع التمويل والإدارة المالية والتسيير المالي، وإدارة الاستثمار والبنوك الإسلامية، فضلا عن الاعتماد على الدراسات السابقة التي تناولت بعض من محاور موضوعنا، بالإضافة إلى استخدام المواقع الإلكترونية.

7- تقسيمات البحث:

قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاث فصول :

- تناولنا الفصل الأول كمدخل للهيكل المالي ومحدداته إذ حاولنا التعرض إلى قرار التمويل ثم انتقلنا إلى الجزء الموالي لدراسة الهيكل المالي ومكوناته ، وتقدير تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل وخصصنا الجزء الأخير لدراسة محددات الهيكل المالي .
- وخصصنا الفصل الثاني لدراسة أهم النظريات التي عالجت موضوع الهيكل المالي وأثره على قيمة المنشأة ضمن ثلاث مباحث ، فتناولنا الهيكل المالي في ظل كمال السوق وأثره على قيمة المنشأة مروراً إلى

الهيكال الماللي في ظل عدم كمال السوق وأثره على قيمة المنشأة ، لينتهي بنا المطاف إلى دراسة الهيكال الماللي في ظل التيارات المالية الحديثة وأثره على قيمة المنشأة .

- بينما تطرقنا في الفصل الثالث إلى أثر التمويل بالمشاركة على قيمة المنشأة ضمن ثلاث مباحث الجزء الأول خصص لدراسة عقد المشاركة وخصائمه وشروطه ، بعد ذلك تطرقنا إلى صيغ التمويل بالمشاركة ، ثم انتقلنا إلى أثر التمويل بالمشاركة والفرق بين التمويل التقليدي والتمويل بالمشاركة .

الفصل الأول:

الهيكال المالل للمنشأة و محددات بنائه

الفصل الأول: الهيكل المالي للمنشأة ومحددات بناءه

عادة ما تضع المنشآت سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي، ونسبة كل عنصر فيه، فقد تقرر المنشأة مثلاً الإعتماد على القروض وحقوق الملكية في تمويل إستثماراتها كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه في تمويل إستثماراتها، وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لإختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقاً لقرار المنشأة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه، ومن أجل دراسة قرار التمويل وكيفية بناء الهيكل المالي للمنشأة تطرقنا في هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: قرار التمويل في المنشأة.

المبحث الثاني: الهيكل المالي للمنشأة.

المبحث الثالث: محددات بناء الهيكل المالي.

المبحث الأول: قرار التمويل في المنشأة

يعتبر التمويل حجر الأساس في بنية المنشأة الاقتصادية لما له من تأثير فعال على جميع الوظائف ولما له من دور في إشباع الاحتياجات المالية ، ونظرا لأهمية التمويل فقراره يعتبر من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتني بها المنشأة ، ذلك أنها المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل الموافقة لطبيعة المشروع واختيار أحسنها واستخدامها استخداما أمثلا لما يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطرة .

المطلب الأول: الاحتياجات المالية للمنشأة.

أولا: مفهوم المنشأة

عرف مفهوم المنشأة الاقتصادية تطورا واختلافا كبيرين منذ القرن السابع عشر بين الأكاديميين من رجال الإدارة و الاقتصاد ، نتيجة لتعدد التصورات والمدارس .

التعريف الأول: حسب النظرية النيوكلاسيكية تعرف المنشأة على أنها وحدة إنتاج تحول مجموعة من المواد الأولية إلى منتجات نهائية والملاحظ على هذا التعريف أنه بسيط وتقليدي جدا مقارنة بالتطور الذي تشهده المنشأة¹.

التعريف الثاني : هي الوحدة الاقتصادية التي تمارس النشاط الانتاجي والنشاطات المتعلقة به من تخزين وشراء وبيع من أجل تحقيق الاهداف التي أوجدت المنشأة من أجلها.²

التعريف الثالث: عرفها PIERRE LAUZEL على أنها وحدة منظمة تتظاهر فيها جميع الإمكانيات المالية والمادية من أجل استخراج تحويل نقل وتوزيع الثروات، السلع والخدمات من أجل بلوغ الأهداف المسطرة .

تعريف الرابع: هي اندماج عدة عوامل بهدف إنتاج أو تبادل سلع أو خدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين وهذا في إطار قانوني واجتماعي معين وضمن شروط اقتصادية مختلفة زمنيا ومكانيا ، تبعا لمكان وجود المنشأة وحجم ونوع النشاط الذي تقوم به ، ويتم هذا الإندماج لعوامل الإنتاج بواسطة

¹ - أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الاقتصادية ، دار العلوم ، الجزائر ، 2008، ص:10.

² -عمر صخري ، اقتصاد المؤسسة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 2003، ص:24.

تدفقات نقدية وحقيقية ، وحتى يتم ضمان الإنتاج واستمراره داخل منشأة ما فإن ذلك يقضي اللجوء إلى السوق لتلبية الاحتياجات من المشتريات المختلفة كالمواد الأولية، المنتجات نصف المصنعة الضرورية لعملية الإنتاج، فالمنشأة في علاقة دائمة ومستمرة مع زبائنها ، فهي مورد وزبون في نفس الوقت تحكم علاقتها مع مختلف الأطراف آليات السوق ، هذا الأخير أشار للعلاقة الوثيقة بين المنشأة ومحيطها الداخلي و الخارجي اللذان تتأثر بهما وتؤثر فيهما .

ثانيا: الاحتياجات المالية للمنشأة

تحتاج المنشأة الاقتصادية لعدة أنواع من التمويلات والتي تختلف باختلاف احتياجاتها المالية هذه الاحتياجات التي تكون مرتبطة بمراحل التطور التي تمر بها أي مرحلة عمرها الانتاجي .

1- الاحتياجات المالية في طور التأسيس:

تبدأ هذه المرحلة منذ استقرار فكرة المشروع في ذهن صاحبها إلى غاية تجسيدها على أرض الواقع وتمتد إلى غاية نموها الأولي حيث يحتاج أئناها صاحب المشروع إلى ما يسمى برأسمال المخاطر ويمكن أن نتعمق أكثر في هذه المرحلة كي نميز بين ثلاثة أنواع من الاحتياجات المالية :

1-1- رأس مال الأولي : خلال الفترة التأسيسية يحتاج المشروع لتمويل يسبق انطلاقه ويهدف إلى إثبات جدواه في ميدان الأعمال، حيث تسمى مرحلة إنشاء المنشأة أو بداية نشاطها بمرحلة الصفر .

1-2- تمويل الانطلاق الفعلي للمشروع : وهو التمويل المتعلق بالسنوات الأولى من حياة المنشأة والتي تكون فيها المنشأة قد أنهت تصميم وتطوير منتج معين ، ولكن تكون بحاجة إلى أموال للإنطلاق في تصنيعه وبيعه، وبالتالي تتطلب هذه المرحلة كذلك توفر الأموال الخاصة التي ستمكن من مواجهة جزء من المصاريف الأولية.¹

1-3- الاحتياجات المالية في طور النمو: تحتاج المنشأة في هذه المرحلة إلى ما يسمى برأسمال النمو الذي سوف يدعم الأموال الخاصة التي تملكها المنشأة لتمويل نموها وتوسعها أو لإجتياز مرحلة جديدة كتدعيم لسياستها التجارية.

¹ - أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الاقتصادية ، مرجع سبق ذكره ، ص: 20.

2_ الاحتياجات المالية لدورة الإستغلال:

في هذه المرحلة تفكر المنشأة في الحفاظ على حصة معينة من مبيعاتها مما يجعلها في حاجة مستمرة للتمويل قصير الأجل من أجل تلبية احتياجات رأس مال العامل الناتجة عن نمو وتطور المبيعات وخاصة عندما تكون المنشأة مجبرة على البيع بالأجل لزيائنها ذلك إذا أرادت كسب سوق معين .

3- الاحتياجات المالية في مرحلة التوسع:

بالنسبة للمنشآت التي لديها فرصة للتوسع فإنها تبدأ في تقييم عملية تغير أسلوبها في التسيير من حيث الاستعانة بالأساليب المالية المتطورة كالتخطيط، الرقابة المالية واعتماد التحليل المالي التي تسمح لها بإنجاز أو تحقيق توسعات جديدة في القدرات الإنتاجية أو في شبكتها التجارية .

4- الاحتياجات المالية في مرحلة النضج: بعد مرحلة توسع ناجحة تكون المنشأة قد ضمنت حصة سوقية معتبرة وتكون قد بلغت أعلى مستوى مردودية ممكنة، في هذه المرحلة تحاول المنشآت الاقتصادية وخاصة الصغيرة والمتوسطة منها الحفاظ على حصتها من المبيعات وهذا ما يجعلها في حاجة مستمرة ولكن بنسبة أقل للتمويل قصير الأجل من أجل تلبية احتياجات دورة الاستغلال وقليل من التمويل طويل الأجل لتمويل منتجات بديلة أو تطوير المنتجات الحالية .

5- الاحتياجات المالية في مرحلة الانحدار:

في هذه المرحلة تبدأ مبيعات المنشأة بالتراجع، بسبب انخفاض الطلب على المنتجات لفقدانها تنافسيتها في السوق مما يزيد من احتياجات إلى تمويل إضافي لاسيما عند محاولة طرح منتج جديد في السوق وما يرافق هذه العملية من تمويلات معتبرة¹.

¹- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادي، مرجع سبق ذكره، ص:23.

المطلب الثاني: أنواع القرارات المالية في المنشأة

أولاً: تعريف القرار المالي

هو كل قرار يوازن بين الحصول على أموال وامتلاك أصول، بحيث تهدف القرارات المالية إلى تمويل الإستثمارات مع تحقيق أعلى ربح وبالتالي تعظيم قيمة المنشأة.¹

ثانياً : أنواع القرارات المالية

1- قرار الإستثمار

1-1- مفهوم الإستثمار و أهميته

أ- مفهوم الإستثمار: يمكن تعريف الإستثمار بأنه التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك حالي وذلك بقصد الحصول على منفعة مستقبلية أكبر يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك مستقبلي.

ب- أهمية الإستثمار:

- زيادة الإنتاج والإنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي وارتفاع متوسط نصيب الفرد منه وبالتالي تحسين مستوى معيشة المواطنين .

- توفير الخدمات للمواطنين.

- توفير فرص العمل وتقليل نسبة البطالة.

- زيادة معدلات التكوين الرأسمالي للدولة.²

1-2- ماهية القرار الإستثماري:

¹ - سمية لزغم ، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ، مذكرة لاستكمال شهادة الماستر تخصص مالية المؤسسة ، جامعة قاصدي مرباح ، الجزائر ، 2012، ص:29.

² - شقيري نوري موسى وآخرون ، إدارة الاستثمار ، دار المسيرة ، الأردن ، 2012، ص:18_20.

يعد القرار الإستثماري من أهم وأصعب القرارات التي تتخذها الإدارة في المنشأة، إذ أن القرارات تهدف لتحديد الهيكل الأمثل لحجم الاستثمار و تؤثر هذه القرارات على بقاء واستمرار ونمو المنشأة، وتأخذ القرارات الإستثمارية أهمية بالغة للأسباب التالية :

-المبالغ المنفقة على هذه الإستثمارات عادة ما تكون ضخمة وتمثل وزنا مهما من الهيكل المالي للمنشأة.

-نتائج الإستثمارات تترجم في المدى البعيد وتستمر لفترة طويلة، مما يعني أن القرار يفقد الكثير من مرونته.

-صعوبة العدول عن المشروع أو تبديله بعد التنفيذ بسبب ضخامة الأموال المستثمرة مما يؤدي إلى خسائر كبيرة في حالة عدم نجاح المشروع¹.

1-3- العوامل المؤثرة في القرار الإستثماري ومحدداته:

يواجه متخذ القرار الإستثماري العديد من الصعوبات والمشاكل ينبغي عليه أن يتغلب عليها حتى يخرج القرار الإستثماري بأعلى فعالية ممكنة، وتدور هذه المشاكل حول العديد من القضايا المتعلقة بموضوع الإستثمار فمنها ما يركز على الجانب المالي متمثلا في الصعوبات المالية وأهمها: معدلات الضرائب المرتفعة ندرة رأس المال اللازم للإستثمار .

وبعض الصعوبات تشمل الجوانب الإدارية لعملية الإستثمار ومن أهمها: نقص الخبرة الإدارية لدى القائمين على أمر الإستثمار أو المستثمر نفسه أحيانا، بالإضافة للمشاكل الإدارية الأخرى كالروتين الفساد الإداري... الخ .

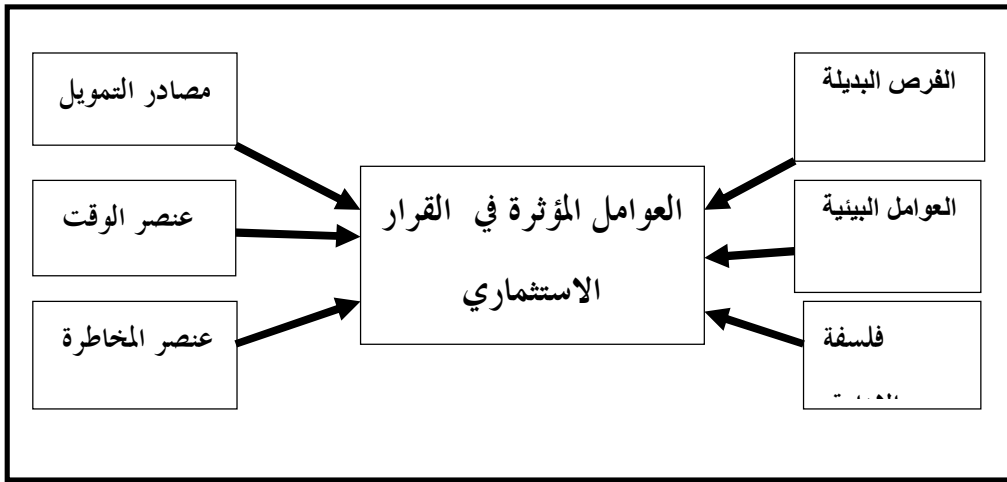
وتشمل الصعوبات أيضا الجوانب الفنية منها نقص الخبرة الفنية، أو نقص أحد العناصر اللازمة للعملية الإنتاجية كالمواد الخام.²

¹ -سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مرجع سبق ذكره ،ص: 35.

²-شقيري نوري موسى وآخرون ، إدارة الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص:23.

ويبين الشكل الموالي العوامل المؤثرة في قرار الإستثمار.¹

شكل رقم 01: العوامل المؤثرة على قرار الإستثمار



المصدر : شقيري نوري موسى وآخرون ،إدارة الإستثمار، ص:24.

2- قرار التمويل: من أعقد القرارات التي تمارسها الإدارة المالية هي تلك القرارات المتعلقة بتحديد حجم ونوع الأموال اللازمة لتمويل كل نوع من أنواع أصول المنشأة الحالية والجديدة وتحديد مصادر الحصول على كل منها ،وتحديد الهيكل التمويلي المناسب²، بهدف تعظيم القيمة السوقية للسهم وفق افتراض مفاده أنه كلما انخفضت كلفت التمويل والناتج عن خلق المزيج الأمثل لمصادر التمويل كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، وعلى ضوء هذا الافتراض تمارس الإدارة المالية نشاطا وظيفيا غاية في الأهمية تسعى من خلاله إلى تحديد النسبة المثلى لكل نوع من مصادر التمويل، أضف إلى ذلك اهتمامها بشكل العلاقة التي يجب أن تكون بين القرار الاستثماري و قرار التمويل.

¹ - شقيري نوري موسى، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره ، ص ص:23_24.

² - أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية ،مصر، 2008، ص:10.

إن اهتمام المدير المالي قبل اتخاذ القرار التمويلي وبعده هو التأكد من أن الأموال المطلوبة ممكن توفيرها في الوقت المناسب، وبأقل تكلفة ممكنة، ويمكن استثمارها في المجالات الأكثر فائدة .

وتعزز الإدارة المالية نشاطها التمويلي بضرورة الأخذ بالاعتبار جملة متغيرات تعتبر أساسية في اتخاذ القرار التمويلي وهي :

-هيكل التمويل المطلوب .

-المرونة .

-الكلفة .

-الزمن .

حيث تشكل هذه المحددات الأبعاد الرئيسية لاتخاذ القرار المالي.¹

3-قرار توزيع الأرباح:

تمارس المنشأة نشاطاتها التشغيلية وتبيع إنتاجها لتحصل على عوائد وإيرادات توزع على عوامل الإنتاج الأربعة المساهمة في العملية الإنتاجية، وتقوم بعد إجراء ذلك باتباع سياسة توزيع الحصص أو توزيع الأرباح، فالسياسة التي تتبعها المنشأة في التوزيع عادة ما تجسد الوضع المالي و الإقتصادي للمنشأة نفسها وتكون هذه السياسة على النحو التالي:

- إما أن تلجأ المنشأة الى توزيع الأرباح على المساهمين نقدا .

- إما أن تلجأ إلى احتجاز كل الأرباح لغرض التمويل الذاتي.

-احتجاز جزء من الأرباح لديها وتوزيع المتبقي منها على المساهمين وفي كل الحالات فإن ذلك يؤثر سلبا أو إيجابا على الوضع الخاص بالمنشأة في السوق المالية، أي أسعار أسهمها في السوق المالية².

¹ - حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق، الأردن، 2006، ص:59.

² - عبد الستار صباح، سعود العامري، الإدارة المالية (أطر نظرية وحالات عملية)، دار وائل، الأردن، 2007، ص:25_24.

المطلب الثالث : السياسات التمويلية للمنشأة

أولاً: السياسة المعتدلة

تشير نظريات العمل الخاصة بتمويل رأس المال العامل على أن أساس هذه السياسة هو مبدأ المتعارف عليه في الفكر المالي يسمى بمبدأ التغطية وحدود هذا المبدأ في التمويل، يعني أن كل موجود داخل المنشأة يمول بمصدر تمويل يتلاءم وطول الحاجة اليه ويعني ذلك بضرورة ملائمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من أي موجودات مع توقيت استحقاق مصادر التمويل المستخدمة في تمويله القصيرة .

وطبقاً لهذه السياسة ، فإن الاستثمارات القصيرة الأمد أو التغيرات الموسمية في رأس المال العامل المؤقت ينبغي تمويلها بمصادر تمويل قصيرة الأمد (وهي عادة ما تكون مطلوبات متداولة) بينما الإستثمارات في رأس المال العامل الدائم وكذلك الإستثمار في الأصول الثابتة ينبغي تمويلها بمصادر تمويل طويلة الأجل (دائمة)¹.

ثانياً: السياسة المتحفظة

تشير هذه السياسة إلى أن الإستثمار في الموجودات الثابتة ورأس المال العامل الدائم وجزء من رأس المال المؤقت يتم تمويله بمصادر تمويل طويلة الأمد سواء كانت مقترضة أو ناشئة عن حق الملكية، في حين يتم تمويل الجزء الباقي من رأس المال العامل المؤقت بمصادر تمويل قصيرة الأمد . و تعتبر السياسة متحفظة لأن الإدارة المالية تسعى إلى تمويل جزء من الموجودات المتداولة المؤقتة بمصادر تمويل قصيرة الأمد، وهذا التصرف يعني انخفاض حجم الإلتزامات المستحقة على المنشأة مما يعني تعزيز لسيولتها. ويساعد هذا النمط التمويلي أيضا في الحصول على مصادر التمويل طويلة الأمد في الأوقات المناسبة عندما تنخفض كلفتها ومن جانب آخر فإن الإعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل واستخدام جزء منه في تمويل رأس المال العامل المؤقت الذي يتقلب زيادة أو نقصانا، فإن ذلك يعني أن هناك فائضا منه يتولد عبر الزمن بما يزيد عن حاجة المنشأة مما يدفع الإدارة المالية إلى توظيفه مؤقتا في الاستثمارات القابلة للتسويق وعندما ترتفع الحاجة إلى الأموال بسبب التوسع الموسمي في رأس المال العامل المؤقت فإن

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2008، ص:245.

الإدارة المالية تباع الاستثمارات القابلة للتسويق، وتحصل على التمويل المضاف المطلوب من المصادر قصيرة الأمد. و عموما فإن درجة المخاطرة في هذه السياسة سوف تكون بحدودها الدنيا إلا أن عائد المنشأة سوف يكون أيضا منخفض بسبب الإرتفاع في تكاليف القروض الطويلة الأجل. بمعنى آخر فإن هذه السياسة سوف تخفض العائد و المخاطر.¹

ثالثا: السياسة المغامرة

بموجب هذه السياسة فإن كل من رأس المال العامل المؤقت وجزء من رأس المال العامل الدائم سوف يتم تمويله بمصادر تمويل قصيرة الأجل (مطلوبات متداولة) في حين يتم تمويل المتبقي من رأس المال العامل الدائم وكل الأصول الثابتة بمصادر طويلة الأجل .

إن النتائج المترتبة على اختيار مصدر التمويل القصير الأمد في تمويل كل من رأس المال العامل المؤقت وجزء من رأس المال الدائم، سوف تبرز من خلال التأثير المباشر على ربحية المنشأة حيث أن هذا المصدر يتميز بتكلفة منخفضة مما يزيد من ربحية الاستثمار وبالمقابل تتسبب هذه السياسة تزايد حدة المخاطر التي تتعرض إليها إدارة المنشأة بسبب ارتفاع حجم القروض قصيرة الأمد، مما يزيد من حالات العسر المالي.²

¹ - حمزة محمود الزبيدي ، أساسيات الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ص: 195-196.

² - حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره ، ص ص: 249_250.

المبحث الثاني: الهيكل المالي للمنشأة

تحتاج المنشآت للتمويل، وذلك إما لتغطية حاجات طارئة، أو موسمية، أو عندما تقوم بالتوسع وقد تعتمد المنشأة على مصادر تمويل قصيرة الأجل، كما قد تعتمد على مصادر طويلة الأجل ويتم المفاضلة بين مصادر التمويل على أساس التكلفة .

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي وأهميته

إن المنشأة تتخذ بشكل دائم ثلاثة أنواع من القرارات تسهم بشكل كبير في صياغة الاستراتيجية المالية التي يجسدها كشف المركز المالي، يرتبط النوع الأول من تلك القرارات بتشكيلة الأصول أي قرار الاستثمار، أما القرار الثاني فيتعلق بتشكيلة الخصوم وحقوق الملكية أي قرار التمويل، المزيج المالي المستخدم في تمويل الإستثمارات يطلق عليه الهيكل المالي.¹

أما القرار الثالث فهو قرار مقسوم الأرباح الذي يحدد ما يساهم به التمويل و يعرف الهيكل المالي للمنشأة بأنه:

التعريف الأول: هو هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف المركز المالي.²

التعريف الثاني: هو الأسلوب الذي يتم عن طريقه تمويل أصول المنشأة، و يتمثل في فقرات جانب الخصوم وحقوق الملكية من الميزانية العمومية والذي يتضمن المديونية قصيرة الأجل والمديونية طويلة الأجل، حقوق الملكية.³

التعريف الثالث : هو تشكيلة المصادر التي حصلت المنشأة منها على الأموال لغرض تمويل استثماراتها وهو يتضمن جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم .

ولابد أن نفرق بين الهيكل المالي والذي يظهر كيفية قيام المنشأة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني هيكل رأس المال والذي يقصد به التمويل الدائم للمنشأة، والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل، الأسهم الممتازة وحقوق الملكية، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصيرة الأجل وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس

¹ -عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص:138.

² - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، اليازوري، الأردن، 2009، ص:349.

³ -عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشة، مرجع أعلاه، ص:138.

المال للمنشأة يعتبر جزءاً من هيكلها المالي، ويتكون حق الملكية من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة
1.

المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي

هناك تقسيمات متعددة لمصادر التمويل منها تقسيمات حسب طبيعة الأموال واستخدامها وآجال سدادها إلى مصادر تمويل طويل الأجل، مصادر تمويل قصير الأجل.

أولاً: مصادر تمويل قصير الأجل

تلجأ المنشآت عموماً إلى مصادر التمويل قصيرة الأجل كمصدر لتمويل الاحتياجات الضرورية الطارئة وتختص هذه الأموال بالأصول التي تمتاز بسرعة دورانها، للتمكين من سداد الديون غالباً خلال عام واحد

1- الائتمان التجاري:

يمكن تعريفه بأنه نوع من أنواع التمويل قصيرة الأجل تحصل عليه المنشأة من الموردين ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر بها أو تستخدمها في العملية الصناعية، ويعد الائتمان التجاري من أهم مصادر التمويل قصيرة الأجل التي تعتمد عليه المنشآت بدرجة كبيرة.²

وهناك نوعان أساسيان من الائتمان التجاري :

1-1- الائتمان التجاري المجاني:

وهو ذلك الائتمان الذي يتم سداؤه في موعد استحقاقه حسب ما هو متفق عليه، ويكون بين (30-60) يوماً حيث يحصل المشتري (المدين) على خصم مسموح به (2%) عند السداد في التاريخ المحدد.

¹- عبد غفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص:129.

²- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار الثقافة، الأردن، 2012، صص 297-296.

2-1 - الائتمان التجاري المكلف:

وهو الذي يعتمد فيه المشتري على تأجيل الدفع فترة تزيد على تاريخ الاستحقاق ويمكن استخدام هذا النوع من الائتمان التجاري بعد تحليل التكلفة للتأكد من أن تكلفة تأجيل الدفع أقل من تكلفة الأموال التي يمكن الحصول عليها من مصادر أخرى .

وعلى الرغم من أن كلا النوعين يخفضان من تكلفة التمويل، إلا أنه يفضل استخدام النوع الأول،(الائتمان التجاري المجاني).¹

2-الأوراق التجارية:

هي عبارة عن أوراق وعد بالدفع غير مضمونة ، تصدرها المنشآت الكبيرة والمعروفة ذات المركز المالي أي أن الأوراق المطروحة في الأسواق هي في معظمها مصدره من منشآت من الدرجة الأولى وتتمتع بتصنيف عال .

تتمتع الأوراق التجارية بالعديد من المزايا أهمها:²

- انخفاض تكلفتها بالمقارنة مع قروض البنك.
- القدرة على إصدار الأوراق التجارية يحسن من الموقف التفاوضي للشركات في مواجهة البنوك.
- سهولة وبساطة إجراءات الإصدار والتوثيق .
- قصر المدة الممكن الحصول فيها على الأموال بواسطة الأوراق التجارية حيث لا تتجاوز اليومين، مقابل البنوك التي يحتاج الاتفاق عليها إلى مدة أطول.
- وفي المقابل هناك بعض الجوانب السلبية المتعلقة بها يمكن إجمالها كالتالي:
- سوق الأوراق المالية حساس و عرضة للتأثر السريع بالظروف الإقتصادية.
- اقتصار استعمالها على الشركات الكبيرة ذات المركز المالي.

¹-قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق ، مرجع سبق ذكره ،ص :298.

²- مفلح محمد عقل ،مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي ،دار أحنادين ،السعودية ،2006،ص:102-103.

- ضرورة دفع هذه الأوراق بتواريخ استحقاقها، حيث لا يتفهم حاملوها عادة أوضاع المقترض الذي لا يستطيع الوفاء كما قد تتفهمها البنوك المعتادة على مثل هذه الأمور من المقترضين.

3- الائتمان المصرفي: تحصل المنشأة على نوعين رئيسيين من أنواع الائتمان.

- القروض قصيرة الأجل.

- السحب على المكشوف .

3-1 - القروض قصيرة الأجل:

تعتبر القروض البنكية نوعاً من أنواع الائتمان المغلق حيث أن المنشأة تحصل على هذا النوع من الائتمان بموجب اتفاق بينها وبين البنوك المقرضة، وتتحدد بموجب الاتفاق شروط القرض من حيث قيمة المبلغ المقترض وسعر الفائدة وكيفية التسديد ومدته، لذلك فإن لهذه القروض بداية ونهاية، حيث أنها تنتهي بنهاية المدة المحددة لها ولا تتجدد كما يحدث في حالة السحب على المكشوف.¹

3-2- السحب على المكشوف :

يعتبر من أنواع الائتمان المفتوح، وبموجبه يتم الاتفاق بين البنك و المنشأة على تحديد سقف لحجم التسهيلات، ويمثل هذا السقف الحد الأقصى لحجم التسهيلات التي يمكن أن تحصل عليها المنشأة خلال فترة زمنية معينة تكون في العادة سنة واحدة قابلة للتجديد. ويمكن للمنشأة بموجب الاتفاق سحب المبلغ دفعة واحدة أو على دفعات حسب احتياجاتها وباتفاق مسبق مع البنك ونظراً لهذه المرونة فإن معدل الفائدة على القرض تكون أكبر من معدل الفائدة على القروض قصيرة الأجل، كما أن معدل الفائدة يمكن أن يكون متغيراً، ويتطلب هذا النوع عادة تأمينات بنكية تسمى بالرصيد التعويض وهو عبارة عن مبلغ معين يتم تحديده على شكل نسبة مئوية معينة من حجم القرض أو من سقف التسهيلات، تودعه المنشأة في الحساب الجاري لدى البنك ولا يجوز لها سحب المبلغ إلا بعد تسديد المبالغ المستحقة عليها بالكامل .

¹-فايز تيم ،مبادئ الإدارة المالية ،الطبعة الثانية، اثناء للنشر والتوزيع ،الأردن ،2011،ص198.

ولا يتطلب السحب على المكشوف عادة ضمانات مادية وذلك بسبب ثقة البنك في المركز المالي للمنشأة نتيجة التعامل معها لفترة طويلة نسبياً.¹

ثانياً: مصادر التمويل طويل الأجل

تنشأ الحاجة إلى مصادر تمويل طويلة الأجل نتيجة للتوسعات التي تنوي المنشآت القيام بها وهذا النوع من التمويل يستحق الدفع بعد فترة زمنية تزيد عن عام واحد.

1_ مصادر التمويل المقترض طويلة الأجل

1-1- السندات :

تعد السندات بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة والمستثمر، ويقضي هذا الإتفاق بأن يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغاً لمدة محددة وسعر فائدة معين. السند يختلف عن القرض بأنه قابل للتداول حيث يمكن بيعه وهو بذلك يحتفظ بسيولة عالية لحامله، وقد يتضمن العقد شروطاً أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة، كما قد يتضمن شروطاً لصالح المقرض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.²

أ- أنواع السندات

- السندات المضمونة: وهي سندات تصدرها المنشأة بضمان رهن عقاري أو أي ضمان آخر.

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: وهي سندات يمكن استبدالها بأسهم عادية.

ب- مميزات وعيوب السندات :

- مميزات السند:

- يعتبر السند أقل مخاطرة من الإستثمارات الأخرى وذلك لتمتع حامله بالأولوية في استرجاع أمواله عند التصفية .
- لحامل السند دخل ثابت وفي أوقات محددة.

¹-فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع أعلاه، ص:201.

²-محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار الحامد، الأردن، 2008، ص:224.

- عيوبها

- لا يجوز لحامله التصويت أو التدخل في شؤون الإدارة.
- الدخل الثابت قد يتأثر بالتضخم بمرور الزمن¹.

ج- تقييم السندات :

إن قيمة أية أصول مالية مثل الأسهم والسندات هي ببساطة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من هذا الأصل، ويتم تقييم السندات من خلال خصم التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر من السند، ويعتبر سعر الفائدة السوقي أساساً للخصم ، وبالتالي فإن قيمة السند هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية ويتم احتسابها على النحو التالي²:

$$\text{BOND VALUE} = INT \times \left[1 - \frac{1}{\frac{(1+Kj)^N}{Kj}} \right] + \frac{M}{(1+Kj)^N}$$

حيث:

BOND VALUE: قيمة السند

INT: الفائدة المدفوعة سنويا والتي تساوي سعر الفائدة الكوبونية × القيمة الإسمية للسند

M : القيمة الإسمية للسند

N: مدة الاستحقاق

Y: سعر الفائدة السوقية (معدل الخصم)

1-2- القروض المصرفية طويلة الأجل:

يعد هذا النوع من التمويل بمثابة عقد يلتزم بموجبه المقرض (المنشأة) على تسديد فوائد دورية طويلة سنوات القرض إضافة إلى أصل المبلغ المقرض ضمن توقيت وأجال يتم الاتفاق عليها مع المقرض و تتراوح آجال القروض طويلة الأجل بين (3، 15) سنة وقد تكون هذه القروض مضمونة بأصل

¹- عبدالوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار حامد، الأردن، 2008، ص:86.

²- محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، الأردن، 2011، ص:146.

معين أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى، وقد تكون غير مضمونة في حالات استثنائية وفقا لمئاته المركز المالي الذي يتمتع به المقترض.¹

2- مصادر التمويل الممتلك:

2-1- الأسهم الممتازة: يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي ذلك كونه يحصل على عائد ثابت سنويا يسمى مقسوم أرباح السهم الممتاز الذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة، ولذلك فهو يمثل التزاما ثابتا، كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة برأس المال .

اكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل السهم العادي على دخل الشركة وأصولها ويتم تقييم هذه الأسهم على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حاملها والذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من قيمته الإسمية ، وبالتالي لا يجد المحلل المالي صعوبة في تحديد قيمة الأسهم الممتازة نظرا لوضوح تدفقاته النقدية وثباتها.²

أ-تقييم الأسهم الممتازة : يخول السهم الممتاز لحامله الحصول على حصة نقدية ثابتة وبشكل منتظم ودوري وإذا فرضنا أن السهم الممتاز أبدي فإننا يمكننا إيجاد قيمته باستخدام المعادلة التالية³:

$$\text{قيمة السهم الممتاز} = \frac{\text{الأرباح الموزعة على السهم الممتاز}}{\text{العائد المطلوب}}$$

2-2- السهم العادي:

السهم العادي هو ورقة مالية تمثل حق ملكية، فهو حصة في رأس مال المنشأة ولحامله الحق في إدارة المنشأة من خلال التصويت في الهيئة العامة وله الحق في الحصول على أرباح المنشأة وعليه خسائر.⁴

¹ -عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره ص:354.

² -أرشد فؤاد التميمي ، الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات المالية ، دار اليازوري ، الأردن، 2010، ص:179-180 .

³ -محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:162.

⁴ -عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، دار الميسرة ، الأردن ، 2011، ص:217.

وتغير قيمة السهم العادي تبعاً لتغير في ظروف المنشأة المالية والظروف الاقتصادية العامة، ويمكن للسهم أن يتقلب مع الزمن بين عدة قيم هي:

أ- قيم السهم العادي

- **القيمة الإسمية** : وهي القيمة التي يصدر فيها السهم عند تأسيس المنشأة، ويحدد هذه القيمة قانون المنشأة في الدولة ويجب أن تكون قيم جميع الأسهم متساوية¹.

- **القيمة الدفترية**: هي التي تعكسها سجلات المنشأة المحاسبية، وتمثل مجموع رأس المال المساهم به والإحتياطات والأرباح غير موزعة ويتم احتسابها بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة وتعكس قيمة ما قدمه المساهم لتمويل استثمارات المشروع مقابل كل سهم من أسهم المشروع وتحسب كما يلي:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \text{حقوق الملكية} - \text{الأسهم الممتازة} / \text{عدد الأسهم المصدرة}$$

أو :

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{الإلتزامات}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

- **قيمة السهم في السوق** : هي تلك القيمة التي تتحدد نتيجة التعامل في سوق الأوراق المالية وتتميز هذه القيمة بأنها تتحدد من خلال مشاركة عدة أطراف تختلف في أهدافها أي من خلال العرض والطلب ولذلك فإنه يمثل القيمة الحقيقية للمنشأة ، خاصة إذا كان السوق المالي يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة . وتعتبر هذه القيمة عن سعر تداول السهم في السوق.

- **قيمة السهم عند التصفية**: وهي تلك القيمة التي يتوقع المساهم الحصول عليها عند تصفية المشروع، أي أنها عبارة عن نصيب السهم من قيمة الموجودات بعد التصفية وتسديد حقوق كافة الدائنين وحملة السندات والأسهم الممتازة².

¹ - طارق الحاج ، مبادئ التمويل ، دار صفاء،الأردن ،2010،ص:128.

² -دريد كامل آل شيب ،الإدارة المالية المعاصرة ،دار المسيرة ،الأردن ،2009،ص:204.

$$\text{قيمة السهم عند التصفية} = \frac{\text{المحصل من البيع - المدفوعات من الالتزامات}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

ب- أوجه الاختلاف بين السهم العادي و السهم الممتاز:

الجدول رقم 01: الإختلاف بين الأسهم العادية والممتاز

| معيار المقارنة | الأسهم الممتازة | الأسهم العادية |
|-------------------|---|---|
| طبيعة الأداة | أداة هجينة تجمع بين الدين والملكية | أداة ملكية صرفة |
| مستوى الدخل | ثابت | يتحدد وفق قرار وسياسة المنشأة في توزيع الأرباح على المساهمين |
| الاستحقاق | قد يكون قابل للاستدعاء أو التحويل إلى سهم عادي | يكون السهم قائم طالما المنشأة قائمة أي ليس له تاريخ استحقاق ولا يمكن تحويل خصائصه |
| تراكم الأرباح | يمكن أن تتراكم أرباح السهم | لا يمكن أن تتراكم أرباح السهم |
| المشاركة بالإدارة | لا يحق لحامله المشاركة بالإدارة إلا إذا نص على خلاف ذلك | حق المشاركة والانتخاب والتصويت في مجلس الإدارة |
| طبيعة الأسواق | أسواق محدودة وغير نشطة | أسواق تتصف بالعمق واتساع النشاط |
| القيمة الإسمية | يصدر بقيمة اسمية مختلفة الفئات | يصدر بقيمة واحدة وفقا لقانون الشركات |

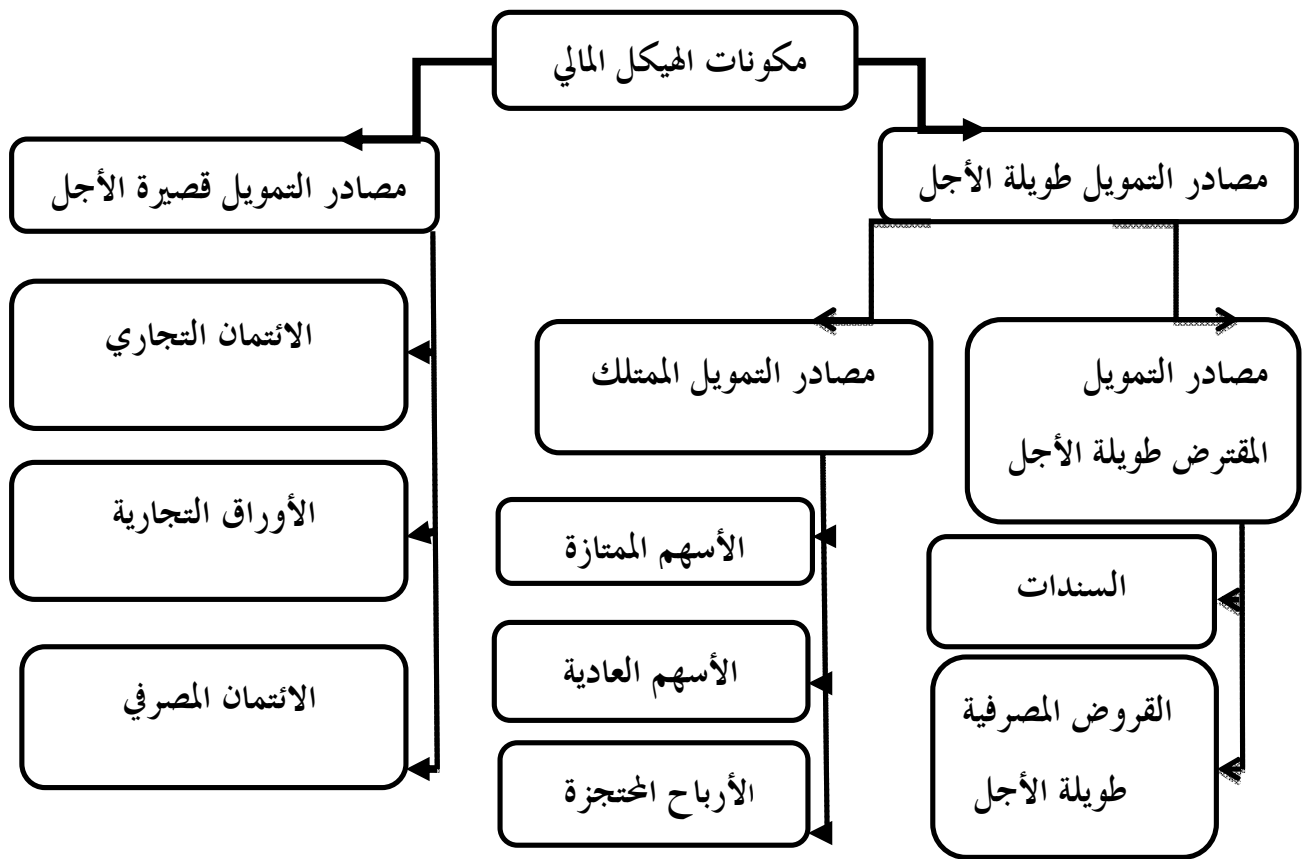
المصدر: أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات ،ص:180

2-3 - الأرباح المحتجزة: تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل في المنشأة، وتمثل الأرباح المحتجزة هذا الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ بها داخل المنشأة لغرض إعادة استثمارها، وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر تمويل عمليات النمو و التوسع، كما تستخدم في حالة المنشآت التي تعاني من المشاكل المالية كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها أو المنشآت التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة وفي مثل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير السيولة.

وتفضل المنشآت تمويل احتياجاتها طويلة الأجل بإستخدام الأرباح المحتجزة وذلك لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة الإصدار) أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب على بيع الأوراق المالية (في حالة إصدار سندات)¹.

ويمكن تلخيص مكونات الهيكل المالي في الشكل التالي:

الشكل رقم 02: مكونات الهيكل المالي



المصدر : من إعداد الطالبتان بناء على المعطيات

¹-صالح الحناوي محمدمو آخرون ، أساسيات الإدارة المالية ، الدار الجامعية، مصر ، 2001، ص:350.

المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل

أولاً: تكاليف مصادر التمويل قصيرة الأجل

1_ تكلفة الائتمان التجاري:

بالنسبة لتكلفة هذا النوع فإنها تعتمد على شروط الموردين ،ففي غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري في حكم التمويل المجاني، غير أنه قد ينقلب إلى تمويل مكلف للغاية إذا لم تحسن المنشأة استخدامه فعدم قيام المنشأة بسداد مستحقات الموردين في الوقت المناسب قد يترتب عليه الإساءة إلى سمعتها في السوق بشكل يصعب معه الحصول على احتياجاتها بشروط معقولة.

أما إذا كان الموردون يقدمون خصماً نقدياً لعملائهم، فإن تكلفة الائتمان التجاري سوف تتوقف على ما إذا كانت المنشأة تستفيد من هذا الخصم أم لا.¹

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \text{معدل الخصم النقدي} \times \frac{360}{\text{فترة الائتمان} - \text{فترة الخصم}}$$

2- تكلفة الائتمان المصرفي:

يمكن تعريفه بأنه عبارة عن الفائدة التي تدفعها المنشأة إلى المصرف والتي عادة ما تكون في صورة نسبة مئوية من قيمة القرض وتتوقف تكلفة القرض المصرفي على أسلوب حساب المصرف للفائدة هل تحسب الفوائد على محسوب القرض أو يوجد ما يسمى بالرصيد المعوض وعلى سمعة المقترض وعلى الغرض من الائتمان عند طلب القرض إن الغرض منه معرفة معدل الفائدة الفعلي أو الحقيقي حتى يمكن المقارنة بين البدائل المختارة من مصادر التمويل الأخرى².

كقاعدة عامة يمكن حساب معدل الفائدة الفعلي كما يلي:

$$\text{معدل الفائدة الفعلي} = \text{مبلغ الفائدة} \div \text{المبلغ الفعلي للقرض المستخدم}$$

¹ - منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، 2011، ص:529.

² - قاسم نايف علوان، ادارة الإستثمار بين النظرية و التطبيق ، مرجع سبق ذكره ، ص:306.

و توجد طريقتان لاحتساب معدل الفائدة هما:

أ- **الفائدة البسيطة**: وفقا لهذه الطريقة نجد ان معدل الفائدة المنصوص عليه يساوي معدل الفائدة الفعلي ويمكن حسابها وفق الآتي:

$$\text{معدل الفائدة الفعلي} = \text{مبلغ الفائدة} \div \text{القرض المستخدم}$$

ب- **طريقة الخصم**: (الفائدة المركبة)

تستخدم هذه الطريقة عادة بواسطة المصرف ،فبعد توقيع المقترض على الإتفاق للحصول على القرض فان المصرف يحصل الفوائد مقدما على عكس ما يحدث في حالة الفائدة البسيطة وبذلك يكون معدل الفائدة الفعلي لا يساوي معدل الفائدة الإسمي او الإتفاق المنصوص عليه ¹.

وعليه:

$$\text{معدل الفائدة الفعلي} = \text{مبلغ الفائدة} \div \text{مبلغ الفعلي المستخدم من القرض}$$

ثانيا: تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل

1- **تكلفة التمويل المقترض طويلة الأجل**

1-1- **تكلفة الديون طويلة الأجل**

إن تكلفة المديونية بعد الضريبة هو معدل الفائدة عن المديونية مطروحا منها التوفير الضريبي الناجم عن نفس النتيجة عند ضرب معدل الفائدة قبل الضريبة في معدل الضريبة الحدية للمنشأة، كما يظهر في المعادلة أدناه:

$$\text{تكلفة المديونية بعد الضريبة} = \text{العائد المطلوب من قبل حملة المديونية} - \text{الوفر الضريبي}$$

ومن المعادلة أعلاه يمكن القول بأن الدولة تتحمل جزء من كلفة المديونية ،كون الفوائد تعد من التكاليف التي تظهر في قائمة الدخل وتؤدي إلى تخفيض الدخل الخاضع للضريبة ².

¹ - قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص: 306.

² -عدنان تايه النعيمي ،ارشد فؤاد التميمي ،الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره، ص:368.

1-2- تكلفة السندات: تتمثل في الحد الأدنى للعائد الذي يجب تحقيقه نتيجة التمويل الذي تم الحصول عليه من خلال إصدار السندات والذي يحافظ على حقوق حملة الأسهم دون تغيير. إن هذا النوع من التمويل يتم إصداره بأسعار مختلفة:

- السعر الإسمي: وهو السعر الذي يتم فيه شراء السند من قبل المشتري.

- السعر الإسمي مضافا إليه نفقات الإصدار (نفقات البيع والترويج)

- السعر المخصوم: وهو السعر الذي يقل بنسبة معينة عن السعر الإسمي للسند

ويمكن حساب تكلفة السند وفقا للمعادلة التالية¹:

$$\text{تكلفة السند قبل الضريبة} = \frac{\text{الفوائد المدفوعة سنويا}}{\text{سعر بيع السند}}$$

$$\text{تكلفة السند بعد الضريبة} = \frac{\text{الفوائد المدفوعة سنويا}}{\text{سعر بيع السند}} \times (1 - \text{نسبة الضريبة})$$

2 - تكلفة مصادر التمويل الممتلك

1-2- تكلفة إصدار الأسهم الممتازة

يمكن تحديد تكلفة إصدار الأسهم الممتازة بالمعادلة التالية:²

$$\text{تكلفة التمويل بإصداره الأسهم الممتازة} = \frac{\text{معدل العائد السنوي على الأسهم الممتازة}}{\text{السعر الحالي للسهم - تكلفة إصدار السهم}}$$

¹ - عبد الستار الصياح، سعود العامري، الإدارة المالية (أطر نظرية وحالات عملية)، مرجع سبق ذكره، ص:223.

² - منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرار، دار وائل، الأردن، 2008، ص:294.

نلاحظ أن عملية حساب تكلفة الأسهم الممتازة تمت بدون أي تعديلات ضريبية، لأن أرباح الأسهم الممتازة على العكس من نفقات الفائدة على الدين غير قابلة للخصم وبالتالي لا يوجد وفورات ضريبية مرتبطة باستخدام السهم الممتاز، والسبب في ذلك يعود إلى أن الفوائد على الدين تعامل كتكلفة يتم طرحها من المبالغ التي تخضع للضريبة بينما الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة يتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر تكاليف .

2-2- كلفة الأسهم العادية :

يمكن حساب كلفة الأسهم العادية باستخدام إحدى الطريقتين:

- طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية .

- طريقة الأرباح المنسوبة إلى سعر السهم.

ونظرا لأن الطريقة الثانية غير دقيقة وغير واقعية لذا يفضل استخدام الطريقة الأولى وبموجب هذه الطريقة (طريقة الأرباح الموزعة) يتم حساب كلفة الأسهم العادية وفقا للمعادلة الآتية:¹

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

2-3 - كلفة الأرباح المحتجزة:²

إن احتجاز المنشأة للأرباح يضيع على المساهمين العاديين فرصة الحصول عليها وإعادة استثمارها في مشروعات أخرى تدر عليهم عائدا، ولذلك فعلى المنشأة في حالة احتجازها للأرباح أن تعيد استثمارها لتحقيق عائدا للمساهمين على الأقل مساويا لما كان من الممكن أن يحققه في المشروعات البديلة في حالة حصولهم على كل الأرباح وعدم احتجازها، وأيضا فإن الأرباح المحتجزة تعتبر استثمارا لحملة الأسهم العادية وتكلفتها يجب أن تكون مساوية لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم والذي يتوقف على

¹ -عبد الستار الصياح، سعود العامري، الإدارة المالية (اطر نظرية وحالات عملية)، مرجع سبق ذكره، ص:227.

² -عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2010، ص:276.

توقعاتهم فيما يختص بالتوزيعات المتوقعة في علاقتها بسعر السهم والذي يمكن تقديره بالمعادلة التالية :

تكلفة الأرباح المحتجزة = معدل العائد المطلوب

معدل العائد على الاستثمار = $\frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{سعر بيع السهم} + \text{معدل النمو الفعلي}}$

تكلفة الأرباح المحتجزة = $\frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{سعر بيع السهم في السوق}} + \text{معدل النمو}$

فكل العائد يكون في صورة أرباح موزعة ويصبح العائد على الإستثمار الواقعي مساو للعائد على الإستثمار المطلوب.

ثالثا: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

تمثل مجموع تكاليف مصادر التمويل مرجحة بالأهمية النسبية لكل مصدر في مساهمته في تشكيل رأس المال . وتحسب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال بموجب المعادلة التالية:¹

تكلفة رأس المال = (نسبة المديونية) (تكلفة المديونية) + (نسبة الأسهم الممتازة) (تكلفة الأسهم الممتازة) + (نسبة حقوق الملكية) (تكلفة حقوق الملكية)

¹ -عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره ،ص:377.

المبحث الثالث: المحددات المؤثرة في الهيكل المالي

يختلف الهيكل المالي من منشأة إلى أخرى، فبعض المنشآت تعتمد على أموال الملكية في حين أن البعض الآخر يتوسع في استخدام الأموال المقترضة بأنواعها المختلفة، هذا الاختلاف يكون نتيجة للعديد من العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد أنواع الأموال التي تستخدمها المنشأة.

المطلب الأول: المحددات الخارجية للهيكل المالي

يقصد بها العوامل المرتبطة بالبيئة الخارجية للمنشأة والتي لا يمكن التحكم فيها عادة وبالتالي لا يتطلب الأمر سوى التكيف معها وتمثل هذه العوامل فيما يلي:

أولاً: الحالة الاقتصادية

وهي التي قد تم ربطها بالالتزامات وأموال الملكية أي في حالة ما إذا كانت هذه الأخيرة أقل من الالتزامات فإن المنشأة تتعرض إلى مخاطر أكبر في حالة حدوث انكماش وبالتالي يتعين على الإدارة الموازنة بين العائد والمخاطر الاستثمارية عند دراستها وتقديرها للهيكل المالي¹. وعموماً فإن الحالة الاقتصادية تتضمن ما يلي:

1-الدورات التجارية:

تتسم الدورات التجارية بوجود فترتين فترة كساد وفترة رواج ، ففي ظل الكساد يجب تخفيض نسبة القروض في الهيكل المالي نظراً لانخفاض الربحية بسبب انخفاض معدل العائد على الأصول عن معدل الفائدة على القروض ، أما في أوقات الرواج حيث يحدث العكس، فإنه يكون من الأفضل زيادة الاعتماد على القروض إلى الحد المناسب ، على أن يكون هنالك تخطيط يستوعب حدوث أي تقلبات .

2- الوفر الضريبي :

من الأمور التي تشجع المنشأة على الاقتراض هو ما تحققه من مزايا ضريبية ناتجة عن ظهور الفوائد في قائمة الدخل الثابت حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة. وعليه كلما زادت إمكانية المنشأة في الحصول على وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على

¹ -السعيد فرحات جمعة ،حاد الرب عبد السميع ،الإدارة المالية المعاصرة ،المكتبة العصرية ،مصر، 2001،ص:248 .

المديونية في التمويل لكن في بعض الحالات لا تحقق المنشأة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبة لتمتعها بالإعفاء الضريبي ففي هذه الحالة فإن المركز الضريبي لا يشجع المنشأة على الاقتراض¹.

ثانيا: خصائص المنشأة: وتتضمن مايلي :

1- الطبيعة القانونية للمنشأة :

يتأثر الهيكل المالي بالطبيعة القانونية للمنشأة ، لذا تميل المنشأة الفردية وشركات الأشخاص إلى عدم اعتمادها على القروض خوفا من مخاطر عدم السداد التي قد تصل إلى الممتلكات الخاصة للملاك وفقا لمبدأ المسؤولية غير المحدودة . أما شركات المساهمة فإنها تكون أكثر قدرة على الاعتماد على القروض طويلة الأجل غيرها من الأشكال القانونية الأخرى، وذلك بسبب استمرارها وعدم ارتباط بقاءها ببقاء الملاك.

2- حجم المنشأة:

حجم المنشأة عامل في قدرتها على التوسع في الاقتراض، فالمنشآت ذات مصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الواسع غالبا ما تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المنشآت الصغيرة.

3- التصنيف الائتماني للمنشأة: التصنيف الائتماني هو عبارة عن رأي فني في ملاءة المنشآت المصنفة فكلما كان هذا الرأي ايجابيا زادت قدرة المنشأة على زيادة مصادر تمويلها سواء عن طريق الاقتراض أو زيادة رأس المال².

1- عدنان تايه النعيمي ، ارشد فؤاد التميمي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره ، ص:405.

2- مفلح محمد عقل ، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي ، مرجع سبق ذكره ، ص:158-159.

المطلب الثاني: المحددات الداخلية للهيكل المالي

و يقصد بها تلك العوامل المرتبطة بالبيئة الداخلية للمنشأة والتي تخضع لسيطرة المنشأة ونذكر منها:

أولاً: مستوى المبيعات

ترتبط درجة استقرار المبيعات بنسب الاقتراض ارتباطاً مباشراً، فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات و الإيرادات تتمكن المنشأة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطر بعكس الحال إذا كانت المبيعات والإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة حيث تجد المنشأة صعوبة في دفع هذه الالتزامات.¹

ثانياً: التحكم والسيطرة

إن رغبة الملاك الباقين في الاحتفاظ بسيطرتهم على المنشأة، من العوامل التي تلعب دوراً في تخطيط أنواع الأموال المستخدمة. وفي العادة أن الدائنين لا يتدخلون في إدارة المنشأة عندما تكون الأمور طبيعية، فإنه لو حصلت المنشأة على احتياجاتها المالية عن طريق الدائنين أو الملاك الممتازين، فإن سيطرة الباقين على الإدارة ستبقى كما هي.

وإذا كان هدفهم الرئيسي المحافظة على السيطرة، فإنه من الأفضل الحصول على الأموال من هذا المصدر. ولكن هذا لا يحدث دائماً، فلو توسعت المنشأة في الاقتراض إلى حد عجزها عن دفع الفائدة، أو سداد الأصل فإن الدائنين قد يضعون أيديهم على أصول المنشأة للحصول على حقوقهم. وفي هذه الحالة يفقد جميع الأطراف السيطرة على المنشأة.

وبالتالي سيكون من الأفضل التضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة أموال الملكية، ودخول بعض الملاك الباقين الجدد، بدلا من فقد المشروع كله، ذلك لو حدث التمويل عن طريق التوسع الزائد عن الحد في الاقتراض.²

ثالثاً : المخاطر المالية

ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة من منظورين هما:

-خطر التشغيل .

¹ -محمد صالح الحناوي ،جلال ابراهيم العيد ،الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات ،الدار الجامعية ،مصر ،2002،ص:268.

² -محمد فاتح محمود بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية ،الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ،مصر ،2011،ص:211.

-خطر التمويل .

ويرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المنشأة و الظروف الاقتصادية التي تعمل فيها و يتوجب على المنشأة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على الاقتراض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المنشأة على خدمة دينها، وقد يتعرض للإفلاس إذا ما كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها.

أما خطر التمويل، فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المنشأة، ويؤدي مثل هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين، وقد يعرض المنشأة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها وعندما تواجه المنشأة الفشل تتهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم، لأنهم آخر من يستوفى حقهم عند تصفية المنشأة¹.

رابعا: توجهات الإدارة

إذ يتميز بعض المديرين بدرجة أعلى من المغامرة مقارنة بغيرهم حيث يعتمدون إلى استخدام الاقتراض بشكل كبير في محاولة منهم لرفع أرباح المنشأة، على عكس بعض المدراء الذين يتميزون بالتحفظ ويعتمدون على القروض بشكل حذر².

خامسا: المرونة

وهي قدرة المنشأة على تعديل مصادر الأموال بالزيادة أو النقص، تبعا للتغيرات في الحاجة إلى هذه الأموال. وعليه نجد أن القروض القصيرة الأجل تسمح بالتعديلات في مصادر الأموال والتقلبات الموسمية في الأصول المتداولة.

إن توفر المرونة في المنشأة يحقق الأمور التالية:

1- إمكانية الحصول على أكبر عدد ممكن من البدائل عندما تحتاج المنشأة إلى التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال المستخدمة.

2- إمكانية استخدام المتاح من الأموال عند الحاجة .

¹ - مفلح محمد عقل ، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره ،ص ص، 156،157

² -عاطف وليم اندراوس ،التمويل والإدارة المالية للمؤسسات ،دار الفكر الجامعي ،مصر ،2008،ص:403.

3- زيادة قدرة المنشأة في المساومة عند التعامل مع مورد محتمل .

وتفقد المنشأة مرونتها في الحالات التالية:

1- عند زيادة الالتزامات المترتبة عليها، وعند حاجتها لبعض الأموال الإضافية، فإنها قد لا تكون قادرة على الحصول على أية أموال مقترضة رغم توفر أموال الاقتراض في السوق وبفائدة أقل .

2- عدم القدرة على توفير ضمانات لأية قروض إضافية بنفس الضمانات للقروض السابقة .

3- قد تؤدي بعض الشروط المعينة في العقود الماضية مع الدائنين إلى تقييد مقدرة المنشأة الحالية في الحصول على الأموال الإضافية .

إن عامل المرونة لا تحتاج إليه المنشأة عند التوسع فقط، بل تحتاج إليه في حالة الانكماش. فإذا أرادت التخلص من بعض الأصول واستعمال ثمنها في تخفيض الالتزامات عليها فإن الأموال المقترضة تحقق هذه المرونة، وخاصة عند وجود شرط للدفع المسبق أو استدعاء الإسناد قبل موعدها في العقد المتفق عليه، وقبول الدائن أو عدم قبوله يتوقف على قوة المنشأة في المساومة وقت إجراء العقد¹.

سادسا: هيكل الأصول

تؤثر تركيبة الأصول أي حجم الأصول الثابتة إلى الأصول المتداولة على قدرة المنشأة على التمويل بالدين. إن زيادة الأصول الثابتة مقارنة بالأصول المتداولة، يعني زيادة التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف، وبالتالي زيادة درجة الرفع التشغيلي. كما أن زيادة درجة الرفع التشغيلي تعني زيادة حساسية الأرباح للتغير في مبيعات المنشأة أي ارتفاع المخاطرة، وانخفاض قدرتها على الاقتراض².

سابعاً : التدفقات النقدية

المقصود بها هو الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المنشأة بتحقيق النقد لها آثار سلبية على السيولة، ولكن يمكن تفادي هذا الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها ومواعيد دخول النقد إلى المنشأة³.

¹ - محمد فاتح محمود بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، مرجع سبق ذكره، ص:212.

² - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:345.

³ - محمد مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:159.

ثامنا: الملاءمة

إن المقصود بهذا العامل هو الملاءمة بين الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول التي ستقوم هذه الأموال بتمويلها أي أن الأموال التي ستحصل عليها المنشأة، يجب أن تكون مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة، ومتماشية مع طبيعتها. فالأموال طويلة الأجل للاحتياجات طويلة الأجل كسواء الأصول الثابتة مثلا، والأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل مثل الاحتياجات الموسمية.¹

تاسعا: التوقيت

يرتبط عامل التوقيت ارتباطا وثيقا بعامل المرونة عند تحديد أنواع الأموال المستخدمة، فأحد الآثار الهامة لعامل المرونة هو مقدرة المنشأة على الإمساك بالفرص التي ستمكنها من تخفيض مجموع تكلفة أموال الاقتراض والملكية إلى أدنى حد ممكن ورغم أهمية عامل التوقيت إلا أن العوامل الأخرى قد تكون أكثر أهمية ففي بعض الأوقات تظهر الحاجة إلى الأموال بشكل يجعل من الضروري الحصول عليها حتى ولو كانت تكلفتها مرتفعة نسبيا.²

عاشرا: معيار التكلفة

تتحمل المنشأة في سعيها نحو تمويل احتياجاتها المالية تكاليف مصادر هذه الاحتياجات، حيث تؤثر هذه التكاليف على الناتج و المردودية الإجمالية، ومنه استوجب الأمر قياس تكلفة كل مصدر على حدى والمتمثلة في تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون تكلفة التمويل الذاتي... الخ³

المطلب الثالث: الهيكل المالي الأمثل

تؤثر طريقة التمويل في المنشأة على ربحيتها وبالتالي لا بد من اختيار هيكل التمويل المناسب أي الخليط المتجانس من مصادر التمويل والذي من خلاله تتمكن إدارة من تعظيم مستوى ربحيتها وبالتالي تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد ولا بد من الإشارة إلى أن الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية يحمل المنشأة كلفة المخاطر المالية وترتبط هذه المخاطر بنمط التمويل الذي تختاره المنشأة، فزيادة نسبة الأموال المقترضة إلى مجموع الأموال، يعني أن الإدارة المالية

¹ -محمد فاتح محمود البشير، تمويل ومؤسسات مالية، مرجع سبق ذكره، ص:208.

² -جميل احمد توفيق، علي شريف، الإدارة المالية، الدار الجامعية، لبنان، 1988، ص:342.

³ -إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي الإدارة المالية دروس وتطبيقات، دار وائل، الاردن، 2006، ص:306.

ستتحمل مخاطرة دفع كلفة نقدية ثابتة ممثلة بالفائدة بغض النظر عن مستوى الربحية المحققة لذلك يتطلب من الإدارة المالية ان تتخذ قرار التمويل بشأن هيكل التمويل الأمثل الذي يضمن التوازن بين الربحية المتوقعة وبين كلفة المخاطرة المالية ومن ذلك نلاحظ بان هيكل التمويل الأمثل لا تحكمه قرارات اعتباطية، وانما قرارات مستهدفة من سعي الإدارة المالية لتحقيق أهدافها بأحسن كفاءة وبأقل تكلفة اقتصادية¹.

ومن الأهمية أن يشتمل الهيكل المالي على مزيج تمويل متناسق من الناحية المالية مع حجم الاستثمارات في الأصول، وهنا يرى البعض أن الاعتماد على مصادر التمويل الذاتية بشكل كبير و على الديون بشكل محدود يضمن الأمان المالي للمنشأة ، إلا أنه لا يساعد على تحقيق مستوى رفيع من الربحية ، وأن الحالة المعاكسة قد تؤدي إلى زيادة الربحية مع عدم تحقيق الأمان المالي نتيجة زيادة درجة المخاطر المالية .

وحتى يمكن تحقيق الأمان والحد من المخاطر المالية ، يجب تحقيق معدل عائد على الأموال المستثمرة في الأصول يفوق معدل الفائدة التي يتم دفعها للدائنين ، ولتحقيق هذا الهدف يجب المفاضلة بين هياكل التمويل البديلة والمتاحة والاختيار بينها ، وهذا يقتضي قياس العائد المتوقع والمخاطرة في ظل كل هيكل والعمل على تحقيق التوازن بينهما ، كل هذا يؤدي بالمنشأة اذا كان اختيارها مناسباً الى تعظيم قيمة المنشأة.

¹ - حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره ، ص:283-282.

خلاصة :

من خلال ما تقدم توصلنا الى ان المنشأة تلجأ عادة لتمويل نشاطها إلى مصادر مختلفة، حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي تتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت تلك العناصر قصيرة أو طويلة، ملكية أو عن طريق الدين وهو ما يسمى اصطلاحاً بالهيكل المالي تميزاً عن هيكل رأس المال الذي يشمل مصادر التمويل طويلة الأجل فقط إذن فهيكّل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي .

إن أحد العوامل المحددة للاستراتيجية المالية هي اختيار التمويل الملائم الذي فينبغي على المنشأة المفاضلة بين المصادر المتاحة واختيار الانسب منها بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطر ويكون بأدنى تكلفة .

وقد تباينه الآراء والمداخل حول تأثير الهيكل المالي على قيمة المنشأة ومن فكرة وجود هيكل أمثل وفي الواقع تمثل قضية الهيكل المالي أحد القضايا الهامة في نظريات التمويل، وربما من أهم القضايا التي نالت اهتماماً نظرياً وتجريبياً عما سواها من جانب الدارسين في مجال التمويل، لذلك خصصنا الفصل القادم لدراسة هذه النظريات .

الفصل الثاني:

محددات الهيكل المالي و أثره على قيمة

المنشأة في ظل النظام التقليدي

الفصل الثاني: أثر محددات الهيكل المالي على قيمة المنشأة في ظل

النظام التقليدي

إن الهيكل المالي يعبر عن مختلف التوليفات من مصادر التمويل التي يمكن للمنشأة المفاضلة بينها و على هذا يجب على المنشأة أن تحسن إختيار هيكلها المالي وهو ما يتطلب ترشيد السياسة المالية للمنشأة ويكون إختيار الهيكل المالي المناسب بما يحقق التوازن بين العائد و المخاطرة و يخفض التكلفة إلى الحد الأدنى مما يسمح بتعظيم قيمة المنشأة، ولعل من أكثر الموضوعات أهمية في مجال الإدارة المالية هو تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمنشأة أو بعبارة أخرى تأثير الإقتراض على قيمة المنشأة، حيث أنه منذ أزيد من أربعين عاما يدور جدل بين العلماء و الممارسين في مجال الإدارة المالية حول وجود هيكل مالي أمثل من عدمه ، و ما إذا كان هذا الهيكل المالي يؤثر على قيمة المنشأة أم لا و يعتبر هذا الجدل المدخل الطبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمنشآت.

ولذلك خصصنا هذا الفصل لتحليل المقاربات النظرية الأساسية التي درست الهيكل المالي للمنشأة وتم تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث كالآتي:

المبحث الأول: الهيكل المالي في ظل كمال السوق و أثره على قيمة المنشأة.

المبحث الثاني : الهيكل المالي في ظل عدم كمال السوق و أثره على قيمة المنشأة.

المبحث الثالث: الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة و أثره على قيمة المنشأة.

المبحث الأول: الهيكل المالي في ظل كمال السوق وأثره على قيمة المنشأة

تختلف وجهات النظر أو المقاربات التي قامت بدراسة الهيكل المالي في ظل كمال السوق و علاقته بتكلفة الأموال وقيمة المنشأة بين مؤيدة و معارضة لوجود هيكل مالي أمثل فقد ذهب الكلاسيكيون إلى الإعتقاد بوجود مستوى أمثل للمديونية وهو المنظور الذي نحاول التعرض لمختلف خصائصه .

المطلب الأول:تحديد قيمة المنشأة

تعتبر مشكلة التقييم من أصعب المشاكل المالية ذات الطبيعة الخاصة التي يقابلها المدير المالي ،ولا ترجع الصعوبة إلى مجرد تعدد المداخل التي يمكن إستخدامها لغرض التقييم و لكن للإختلافات البيئية بين هذه الطرق وفيما يلي أهم طرق التقييم المستخدمة لتحديد قيمة المنشأة:

1:القيمة السوقية (قيمة سعر السوق)

يمكن إستخدامها في حالة المنشآت التي تتداول أوراقها المالية الصادرة في بورصة الأوراق المالية ، فهنا يمكن تقدير قيمة المنشأة على أساس السعر السوقي لأسهمها ، وأنصار هذا المدخل يبرزون ما تتميز به هذه الطريقة من سهولة بالإضافة إلى أن القيمة تمثل تقدير السوق ، أي تقديرات المتعاملين الإقتصاديين و ليس تقدير فرد واحد وفي هذا المجال أيضا أن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس تقدير المستثمرين للأرباح المتوقعة في المستقبل .¹

2: القيمة الدفترية

هي تحديد التكلفة الأصلية للأصول مع طرح احتياطات التقييم مثل (مخصصات الإهلاك والديون المعدومة) وفي حالة انتقال الخصوم أيضا ،فمن الضروري طرح هذه الخصوم من القيمة المحسوبة للأصول حتى يمكننا الوصول إلى حق الملكية ،أما في حالة الشركات المساهمة فإن رقم حق الملكية(في حالة غياب الأسهم الممتازة) إذا قسمناه على عدد الأسهم العادية القائمة بالفعل لحصلنا على القيمة الدفترية للسهم العادي .²

¹-جميل أحمد توفيق ، أساسيات الإدارة المالية ، دار النهضة العربية ، بيروت ، ص:477 .

²-جميل أحمد توفيق ، علي الشريف ، الإدارة المالية ،مرجع سبق ذكره ،ص:301 .

ومن ثم حسب طريقة التقييم هذه يمكن الوصول إلى ثلاثة أرقام هي:

2_1_ القيمة الدفترية لمجموع الأصول (التكلفة_مجمع الإستهلاك_ الديون المدومة).

2_2_ قيمة حقوق الملكية (القيمة الدفترية للأصول _ الخصوم).

2_3_ القيمة الدفترية للسهم (قيمة حقوق الملكية ÷ عدد الأسهم العادية).

3: القيمة الدفترية المعدلة¹

و نقصد بالقيمة الدفترية المعدلة للأصول تكلفة التحصيل على أصول جديدة تم تعديلها بالإهلاك (مع خصم مخصصات الإهلاك) ويقترح البعض تقويم الأصول على هذا الأساس بدلا من التكلفة التاريخية وذلك كوسيلة لتجنب مشكلة التغيير في مستويات الأسعار ، و تكلفة الإستبدال وحدها -أي دون استقطاع الإهلاكات -تمثل بالتقريب أقصى سعر يكون المشتري على استعداد لدفعه مقابل الحصول على الأصول. و يلاحظ أننا ذكرنا كلمة "بالتقريب" و ذلك لأن المنشأة عندما تشتري منشأة أخرى فهي في الحقيقة تحصل على شيء أكثر من مجرد أصول ، فهي تشتري أيضا منظمة ومن ثم فرغم أنه قد يكون من الأرخص شراء أصول جديدة ، إلا أن المشتري قد يفضل الحصول على أصول "مستعملة" للمشروع الموجود بالفعل و المستمر في العمل حتى يمكنه الحصول على التنظيم المصاحب لهذا المشروع .

4: القيمة الرأسمالية للأرباح

تقوم هذه الطريقة للتقويم على أساس فلسفة أن القيمة الاقتصادية للمشروع أو أصوله تتوقف على الأرباح التي يمكن تحقيقها خلال السنوات ، ومن ثم فإنه ينبغي القيام بالتقويم على أساس القوة الإيرادية للمنشأة.

و تنطوي عملية رسملة الأرباح لغرض تحديد قيمتها الحالية ، أي القيمة الرأسمالية للأصول التي تحقق الأرباح على الخطوات الرئيسية الثلاث الآتية :

4_1_ تحديد الأرباح المتوقعة.

4_2_ تحديد معدل الرسملة.

¹ - جميل أحمد توفيق ، أساسيات الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص: 380

4_3_ حساب القيمة الرأسمالية للأرباح المتوقعة .

5: القيمة عند التصفية

يلاحظ أن لكل أصل من الأصول الفردية قيمتين على الأقل، قيمته عند الإستخدام مع كل الأصول الأخرى و أيضا مع التنظيم القائم من (إداريين و موردين ووكلاء و عملاء .. الخ) أما القيمة الأخرى فهي قيمة الأصل عند التصفية لكل أصل على حدى، أي أن لكل أصل من الأصول قيمة في بعض الإستخدامات البديلة ويمكن أن نطلق على هذه القيمة اسم القيمة عند التصفية . و بالنسبة للمنشأة ككل فإن قيمتها عند التصفية ستكون صافي المبالغ التقديرية التي يمكن الحصول عليها عند بيع الأصول ناقص الخصوم ، و قيمة التصفية لأي منشأة تكون عادة أقل من قيمتها الإقتصادية كمشروع قائم ومستمر.¹

المطلب الثاني: نظرية الربح الصافي و الربح التشغيلي (صافي ربح العمليات)

بعد عام " 1952 " حين قام أحد المفكرين في مجال الإدارة المالية و هو " David Durand " بعرض أسلوبين لتقييم قيمة المنشأة من خلال مدى إعتمادها على القروض في تكوين هيكل التمويل و هما أسلوب الربح الصافي وأسلوب الربح التشغيلي، وقد أثار الأسلوبان جدلا شديدا ترتب عليه ظهور اتجاهين من الفكر متناقضين فيما يتعلق بوجود أو عدم وجود هيكل مالي أمثل يترتب عليه تدنيه التكاليف وتعظيم قيمة المنشأة²

أولا : نظرية الربح الصافي

يرى مؤيدي نظرية الربح الصافي أن الإختلاف في تكلفة مصادر الأموال التي تشكل هيكل رأس المال سوف تتيح الفرصة للإدارة المالية من خلال تغيير نسبة الرفع إلى زيادة مساهمة التمويل المقترض ذات التكلفة الأقل على حساب مساهمة التمويل الممتلك ذات التكلفة الأكبر.³

¹ - جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 476.

² - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قريبا قص، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية ، مصر ، 2004، ص: 186.

³ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 761.

أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمنشأة و في تكلفة الأموال المرجحة من خلال التغيير في نسبة الرفع المالي، فزيادة الرفع المالي سوف تضمن إنخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى إرتفاع في القيمة السوقية للمنشأة.¹

و يعتمد هذا المدخل على إفتراض أساسي وهو أن تكلفة كل من أموال الملكية و أيضا الإقتراض ثابتة لا تتغير و ليس لها أي علاقة بهيكل رأس المال ، وهذا يعني أن إرتفاع أو إنخفاض نسبة الرفع المالي في هيكل رأس المال لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في تكلفة الأموال المستخدمة عن طريق القروض أو أموال الملكية و طالما أن تكلفة الإقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة فإن الإعتماد على الإقتراض في التمويل بنسبة أكبر من أموال الملكية يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للأموال و بالتالي ارتفاع قيمة المنشأة.²

1_ الفرضيات : يستند هذا المدخل على مجموعة من الفرضيات من أهمها:³

1_1_ أن الزيادة في استخدام القروض (الديون) لا يغير من إدراك المساهمين للمخاطر ونتيجة لذلك فمعدل

المردودية المطلوب من قبل المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة) و معدل الفائدة على السندات و القروض تظل ثابتة و لن تتغير بتغير نسبة الإستدانة.

1_2_ نظرا لأن المساهمين يحصلون على الأرباح الصافية فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون ،نتيجة لذلك فإن معدل المردودية الذي يطلبه المساهمون يكون أكبر من معدل الفائدة على الديون وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمون .

1_3_ حجم الأصول الإقتصادية ثابت لا يتغير و هذا يعني ضمنا أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها الهيكل المالي ثابتة غير أنه ليس هناك ما يمنع المنشأة من تغيير الخليط الذي يتكون منه الهيكل التمويلي ونظرا لأن حجم الأصول الإقتصادية ثابت لا يتغير هذا يعني أن نتيجة الإستغلال ثابتة لا تتغير.

¹ - محمد صالح الحناوي و آخرون ،الإدارة المالية:التحليل المالي للمشروعات،الدار الجامعية ، مصر، 2003،ص:342.

² - عبد الغفار حنفي _رسمية قريا قص ،أساسيات الإستثمار و التمويل،شباب الجامعة ،مصر،2000،ص:463.

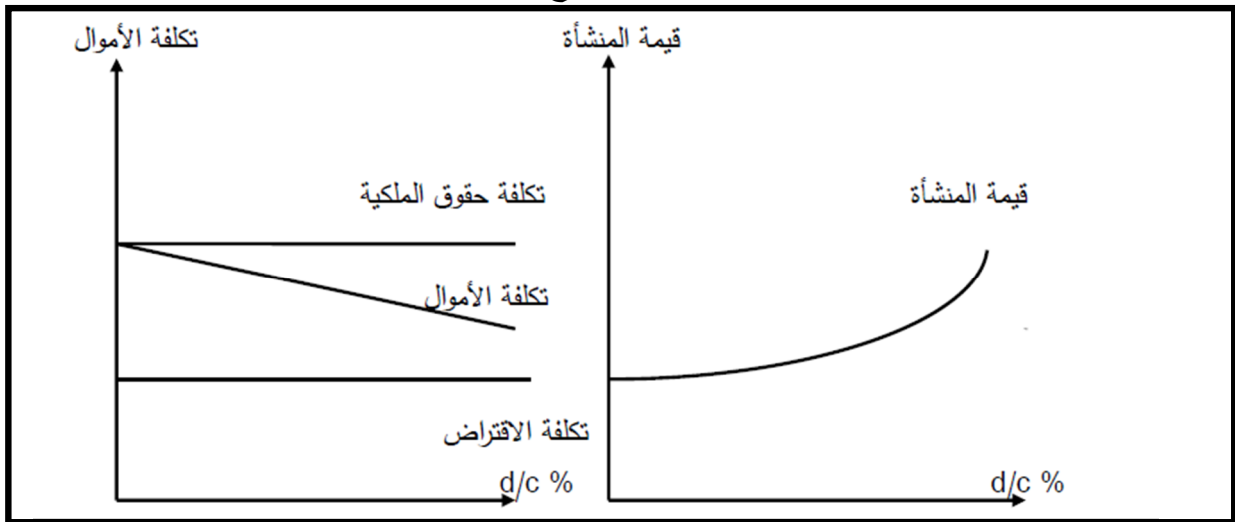
³ - حمزة محمود الزبيدي ،الإدارة المالية المتقدمة ،مرجع سبق ذكره،ص:761.

1_4_ عدم وجود ضرائب أو تكلفة الإفلاس (إفترض أن الديون خالية من المخاطر).

2_ تحليل الفرضيات: يتضمن الافتراض الأول ثبات تكلفة كل من أموال الملكية و تكلفة الاقتراض وطالما أن تكلفة أموال الاقتراض أقل من تكلفة أموال الملكية كما يشير إلى ذلك الافتراض الثاني فإن زيادة الاعتماد على التمويل المقترض في هيكل رأس المال في منشأة ما يعني في الواقع أنه تم الاعتماد على مصادر أموال رخيصة نسبيا مقارنة بأموال الملاك، الأمر الذي سوف يترتب عليه انخفاض التكلفة الكلية للأموال (التكلفة المرجحة) ونظرا لثبات صافي ربح العمليات بسبب ثبات حجم الإستثمار فإن القيمة السوقية للمنشأة سوف ترتفع مع كل انخفاض ف تكلفة الأموال المرجحة¹ و يظهر الشكل البياني الموالي سلوك متغيرات تكلفة الاقتراض و تكلفة أموال الملاك وأيضا التكلفة الكلية للأموال وفقا لمدخل صافي ربح العمليات.

الشكل (3): سلوك متغيرات تكلفة الاقتراض و تكلفة أموال الملاك و أيضا التكلفة الكلية للأموال

وفقا لمدخل صافي ربح العمليات



المصدر: منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر 1998، ص:180.

يوضح الشكل رقم (2) أن كل من تكلفة الاقتراض و تكلفة أموال الملاك لا تتغير بتغير درجة الرفع المالي ويتحقق الهيكل المالي المثالي عندما تعتمد المنشأة على أموال الاقتراض فقط في تمويل أصولها.

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص:317.

ويتضح أيضا من خلال الشكل (2) أن تكلفة رأس المال تنخفض كلما زادت نسبة الإستدانة، و هي مصدر التمويل الأقل تكلفة، و انخفضت قيمة الأموال الخاصة و هي مصدر التمويل الأكثر تكلفة أي كلما زادت نسبة الديون إلى الأموال الخاصة (الرفع المالي) مع ملاحظة أن تكلفة الأموال الخاصة و الديون ثابتة عند المستويات المختلفة من الإستدانة لما كان انخفاض تكلفة رأس المال يعني ارتفاع قيمة المنشأة (علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال و قيمة المنشأة) فإن أفضل هيكل مالي للمنشأة حسب هذه النظرية هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة (حتى لو كانت 100% من الديون). و لعله من الواضح أن نقطة الضعف الأساسية التي تعاني منها نظرية الربح الصافي أنها تقوم على إفتراض ثبات تكلفة الديون، و تكلفة الأموال الخاصة، هذا الثبات يدل على أن المقرضين و المساهمين لا يوجد لهم أي رد فعل عند تغير تشكيلة الهيكل المالي للمنشأة ولا يغيرون في مطالبهم (مكافآتهم) تبعا لهذه التغيرات وهو إفتراض غير واقعي.¹

ثانيا: مدخل صافي الربح التشغيلي

يرى أنصار هذا المدخل أن تكلفة الأموال للمنشأة و القيمة السوقية للقروض و حقوق الملكية كل منهما لا يتأثر بالرافعة المالية و التي تقاس بدلالة " المديونية / حق الملكية " أي أن هذا المدخل يركز على أن التكلفة الكلية للأموال ثابتة بصرف النظر عن درجة الرافعة أي أن تكلفة الأموال لا تتأثر بالرافعة أي أن هذا المدخل يستند على عدم وجود هيكل أمثل واحد لرأس المال.²

وتستند هذه النظرية على مجموعة من الفرضيات و هي:³

- 1_ تكلفة الديون ثابتة لا تتغير مهما تغيرت نسبة الاستدانة D/CP .
- 2_ تكلفة الأموال الخاصة المتمثلة في معدل المددودية الذي يطلبه المساهمون ترتفع مع كل زيادة في معدل الإستدانة بسبب زيادة المخاطر المالية .
- 3_ لا توجد ضريبة على أرباح الشركات.

¹ - زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص: 85.

² - عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية: دراسة الجدوى، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2003، ص: 166.

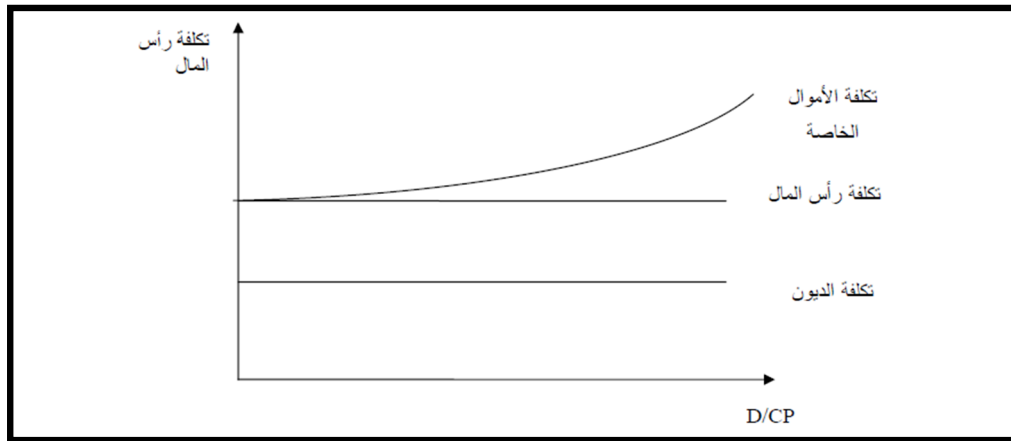
³ - منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

4_ تتحدد قيمة المنشأة بحصم نتيجة الاستغلال (الربح أو النتيجة قبل المصاريف المالية) بمعدل خصم يساوي تكلفة رأس المال .

إن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي أي زيادة حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك) وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لابد وأن يطلبوا معدل العائد و الذي يمثل تكلفة التمويل الممتلك لذلك فإن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي، إن هذا الارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك سوف يعوضه الانخفاض في تكلفة التمويل المقترض نتيجة الاعتماد على مصادر تمويل رخيصة " الديون "

الأمر الذي يجعل تكلفة الأموال المرجحة ثابتة لا تتغير و القيمة السوقية للمنشأة ثابتة لا تتغير أيضا.¹ و الشكل التالي يوضح العلاقة بين تكلفة رأس المال و نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة حسب نظرية ربح الإستغلال.

الشكل (4) : العلاقة بين تكلفة رأس المال و نسبة الإستدانة إلى الأموال الخاصة حسب نظرية ربح الإستغلال.



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

يشير الشكل (3) إلى ثبات التمويل بالسندات ، كما يشير إلى العلاقة الطردية بين نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية و بين تكلفة التمويل بالأسهم العادية .

¹ - همزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره ، ص: 770.

وحسب هذا المدخل فإن الزيادة في تكلفة الأموال التي تنجم عن ارتفاع تكلفة الأسهم العادية _بسبب زيادة نسبة الإقتراض _ سوف يعوضها انخفاض مماثل في هذه التكلفة نتيجة لزيادة الإعتماد على مصادر تمويل رخيصة (الإقتراض).

فيصبح من المتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة الإقتراض. هذا يعني أنه لا يوجد هيكل رأس مال مثالي ، فسواء اقترضت المنشأة أم لم تقترض و سواء زادت أو نقصت نسبة الإقتراض ، فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة مما يترتب عليه بالتبعية ثبات قيمة المنشأة كما هو موضح في الشكل (3) وهذا هو جوهر نظرية ربح الإستغلال.¹

المطلب الثالث : النظرية التقليدية

يعكس المدخل التقليدي وجهة نظر وسيطة بين كل من مدخل أسلوب صافي الربح و أسلوب صافي الربح التشغيلي، ووفقا لوجهة النظر التقليدية فإن قيمة المنشأة يمكن أن ترتفع و تنخفض تكلفة الأموال عن طريق تشكيلة مميزة من أموال الملاك و أموال الإقتراض ، ويعترف المؤيدون لهذا المدخل بأن تكلفة الأموال الكلية للمنشأة يمكن أن تصل إلى أدنى حدودها عند مستويات مقبولة من الإقتراض و على ذلك فهم يؤيدون فكرة و جود هيكل رأس المال مثالي من شأنه أن يجعل القيمة السوقية للمنشأة عند حدها الأقصى و تكلفة الأموال عند حدها الأدنى.² فبإمكان المنشآت بهذه النظرية الوصول إلى مزيج أمثل لعناصر الهيكل التمويلي ، وذلك من خلال استخدام الإقتراض بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية للمنشأة ، ولم تذهب هذه النظرية إلى تحديد كمية الإقتراض المعقولة و إنما دعت المنشآت إلى المحافظة على التوازن بين درجة المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون من جهة و الإنتفاع من مزاياها من جهة أخرى ، وذلك لأن الخطر التمويلي سيزداد إلى درجة يهدد وجود المنشآت و مستقبلها في حالة زيادة الديون عن الحد المعقول (وفقا لهذه النظرية) قد مثلت هذه النظرية بدايات تكوين ما أصبح يعرف بمفهوم الرفع المالي.³

أولا : تأثير الرافعة والمخاطرة المالية على قيمة المنشأة

¹ - منير ابراهيم الهندي ،الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ،مرجع سبق ذكره ،ص:184.

² - محمد صالح الحناوي ،الإدارة المالية : مدخل القيمة و اتخاذ القرارات،مرجع سبق ذكره، ص: 330.

³ - www.najah.edu/sites/default/files/Part5.p 131 .

سنتعرف في البداية على المخاطر المالية وكيفية نشوءها داخل المنشأة لأن الرفع المالي يعتبر مقياس للمخاطر التي ينطوي عليها الإعتماد على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت ثم نستعرض بعدها فكرة الرفع المالي.

1-المخاطر المالية: تعرف المخاطر بأنها التذبذب المتوقع في الإيرادات التي تحصل عليها المنشأة، و ينتج هذا التذبذب عن نوعين من المخاطر هما: مخاطر الأعمال، و المخاطر المالية، و يقصد بمخاطر الأعمال أو المخاطر غير النظامية التذبذب في الربح التشغيلي أو الربح قبل الفوائد و الضرائب، و ينتج هذا التذبذب بشكل رئيسي عن طبيعة النشاط الذي تقوم به المنشأة، أي طبيعة السلعة التي تنتجها و التي تحدد بالتالي هيكل تكاليف المنشأة أي توزيع التكاليف بين الثابتة و المتغيرة، كما يتأثر هذا التذبذب بطبيعة الطلب على السلعة المنتجة و طبيعة المنافسة بين المنشآت، بالمقارنة فإن المخاطر المالية هي عبارة عن التذبذب في صافي ربحية السهم العادي أو مخاطر العسر المالي التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية والتي تنتج عن الرفع المالي¹.

ويقصد بالمخاطر المالية التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة، أي التذبذب في العائد المتاح للملاك (حملة الأسهم العادية) بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في فوائد القروض و توزيعات الأسهم الممتازة، فالمنشأة التي تتحمل قدرا كبيرا من التكاليف المالية الثابتة، تتعرض لتغير بمعدل أكبر في العائد المتاح للملاك نتيجة تغير بمعدل أقل في صافي ربح العمليات، مع بقاء العوامل الأخرى على حالها و يطلق على هذه الظاهرة بالرفع المالي، ولما كان جانبا من المخاطر المالية يرتبط بالظروف العامة، و من ثم لا يمكن للمنشأة التخلص منها تماما، فإنه يمكن القول بأن تضمين هيكل رأس المال قروض و أسهم ممتازة من شأنه أن يضيف مزيد من المخاطر (تقلب العائد) التي يتعرض لها الملاك أي حملة الأسهم العادية².

2:الرافعة المالية

إن مفاهيم الرفع مهمة لدراسة مستوى و نوعية المخاطر التي تتعرض لها المنشأة، وهي تشمل ثلاثة مجالات هي الرفع التشغيلي و الرفع المالي و الرفع المشترك .

2_1:الرفع التشغيلي

¹ - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 322 .

² - منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 128.

يتأثر الرفع التشغيلي في أي منشأة بهيكل التكاليف فيها فهو ينشأ عن وجود التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف في المنشأة¹، وهكذا فإن التغير الذي يطرأ على التكاليف الثابتة من شأنه أن يحدث تقلباً في صافي الربح قبل الضريبة، ويزداد التقلب كلما زاد التغير في حجم التكاليف الثابتة، ويمكن تصنيف التكاليف الثابتة إلى تكاليف تتعلق بالتشغيل مثل أقساط الاهتلاك ومرتبات الإدارة و تكاليف ثابتة تتعلق بالتمويل مثل فوائد القروض و التوزيعات الثابتة للأسهم الممتازة. و بالنسبة للتكاليف الثابتة التشغيلية التي هي نتاج لأساليب الإنتاج، فإنها تُخلق ما يسمى بالرفع التشغيلي².

ويعبر الرفع التشغيلي عن حساسية صافي الربح التشغيلي للتغير في المبيعات و يمكن حساب درجة الرفع المالي كما يلي:³

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{\text{مجمّل الربح}}{\text{صافي الربح التشغيلي}}$$

حيث مجمل الربح يساوي :

$$\text{مجمّل الربح} = \text{رقم الأعمال} - \text{التكاليف المتغيرة}$$

و صافي الربح التشغيلي يساوي :

$$\text{صافي الربح التشغيلي} = \text{رقم الأعمال} - [\text{التكاليف المتغيرة} + \text{التكاليف الثابتة}]$$

و لدى مقارنة التغير في المبيعات بالتغير الناتج عنه في صافي الربح التشغيلي، فإننا نلاحظ أن :

¹ - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:323.

² - منير إبراهيم الهندي، مرجع أعلاه، ص:117.

³ - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:324.

نسبة التغير في صافي الربح التشغيلي = نسبة التغير في المبيعات x درجة الرفع التشغيلي

وهذا يعني أن أي تغير في المبيعات زيادة أو نقصانا سوف ينعكس على صافي الربح التشغيلي بنفس نسبة ذلك التغير مضروبة في درجة الرفع التشغيلي. وبالتالي يمكننا التعبير عن درجة الرفع التشغيلي كالتالي :

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{\text{نسبة التغير في صافي الربح التشغيلي}}{\text{نسبة التغير في المبيعات}}$$

2_2: الرفع المالي

يبين الرفع المالي تأثير التغير في الربح التشغيلي على ربحية السهم، أي أن الرفع المالي يبدأ من حيث انتهى الرفع التشغيلي، ففي حين أن الرفع التشغيلي يبين تأثير التغير في المبيعات على الربح التشغيلي، يأتي الرفع المالي ليوضح تأثير التغير في الربح التشغيلي على الربحية المتحققة للسهم الواحد. و الرفع ينتج عن وجود التكاليف الثابتة المرتبطة بكيفية تمويل المنشأة.¹

ويشير الرفع المالي إلى استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد و الضرائب وهو عبارة عن نسبة القروض إلى مجموع الخصوم. و تقيس درجة الرفع المالي مدى تعرض المنشأة إلى مخاطر المالية وهي كذلك تعكس درجة التغير في عائد السهم الواحد من أرباح التشغيل الناتج عن التغير في نسبة أرباح التشغيل قبل الفوائد و الضرائب.

و يعرف أيضا بأنه الإستعانة بأموال الآخرين لتحقيق أرباح إضافية يستفيد منها ملاك المنشأة لذا فهو يعتمد على الإقتراض لتمويل عمليات المنشأة بغية عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك و تزداد درجة الرفع المالي بازدياد استخدام مصادر التمويل الخارجي.²

¹ - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:329.

² - جميل حسين النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة جامعة الأزهر غزة، سلسلة العلوم الإنسانية، 2013، المجلد 15، العدد 1، ص:286.

ترتفع درجة الرفع المالي كلما زادت التكاليف المالية الثابتة مما يعني أن تغييرا بمعدل معين في صافي الربح التشغيلي يترتب عليه تغير أكبر في صافي الربح بعد الضريبة، أي صافي الربح المتاح للملاك أو ما يطلق عليه

بربحية السهم و يمكن قياس درجة الرفع المالي بالمعادلة التالية:¹

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{صافي الربح التشغيلي}}{\text{صافي الربح قبل الضرائب}}$$

كما يمكن قياس درجة الرفع المالي بالطريقة التالية:²

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{نسبة التغير في العائد على السهم}}{\text{نسبة التغير في صافي الربح التشغيلي}}$$

حيث أن نسبة التغير في العائد على السهم هي:

$$\text{نسبة التغير في العائد على السهم} = \text{نسبة التغير في صافي الربح التشغيلي} \times \text{درجة الرفع المالي}$$

وبصورة عامة تزداد درجة الرفع المالي بزيادة اعتماد المنشأة على المديونية في التمويل، إذن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المنشأة فكلما ازداد اعتماد المنشأة على المصادر الخارجية في التمويل تزداد درجة الرفع المالي ويصبح الرفع المالي فعالا إذا استطاعت المنشأة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة، بينما إذا لم تنجح المنشأة في استثمار هذه الأموال فإنها ستعرض لمخاطرة أكبر و تحقق خسائر أكبر فيما لو لأنها تستخدم الرفع المالي.³

¹ - بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة، 2005، ص:82.

² - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:332.

³ - بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص:99.

2_3 - الرفع الكلي

يبين الرفع الكلي أثر هيكل التكاليف و هيكل التمويل على ربحية المنشأة، أي أن الآثار المترتبة على الرفع الكلي ما هي إلا محصلة أو مزيج مركب من الآثار الناجمة عن الرفع التشغيلي و الرفع المالي. ففي حين أن الرفع التشغيلي يقيس مخاطر الأعمال أو مخاطر النشاط، و الرفع المالي يقيس المخاطر المالية التي تتعرض لها المنشأة فإن الرفع الكلي يقيس المخاطر الكلية التي تتعرض لها المنشأة.¹

و تقاس درجة الرفع الكلي كما يلي:

$$\text{درجة الرفع الكلي} = \text{درجة الرفع التشغيلي} \times \text{درجة الرفع المالي}$$

3- أثر الرافعة المالية على قيمة المنشأة

يقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط، فهي نتاج المكافأة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المنشأة فإذا كانت مردودية أصول المنشأة تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين، يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين وبالتالي يكون هنا أثر رافعة ايجابي، أما في الحالة العكسية إذا كانت هذه المردودية غير كافية لتغطية التكاليف، تنخفض مردودية المساهمين ويصبح هنا أثر الرافعة سلبى إذن أثر الرافعة يفسر معدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصول الإقتصادية وتكلفة الدين، و نعرف الفرق بين مردودية الأموال الخاصة و المردودية الإقتصادية، بأنه أثر رافعة المديونية الذي يفسر كيف يمكننا أن نحقق مردودية أموال خاصة تكون أعلى من مردودية مجمل الأموال المستثمرة، التي نعبر عنها بالمردودية الإقتصادية.

إن لحجم إستدانة المنشأة تأثير على مردودية الأموال الخاصة، الأمر الذي يستدعي البحث عن حجم أمثل للإستدانة يمكنها من تحمل أقل التكاليف والمخاطر، مما يؤثر بالإيجاب على عائد أصحاب الأموال الخاصة وكذا القيمة السوقية للمنشأة.²

4- أثر تغيرات هيكل رأس المال على التكلفة:

¹ - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع اعلاه، ص: 334.

² _ www.tamanghast.net/vb/archive/index.

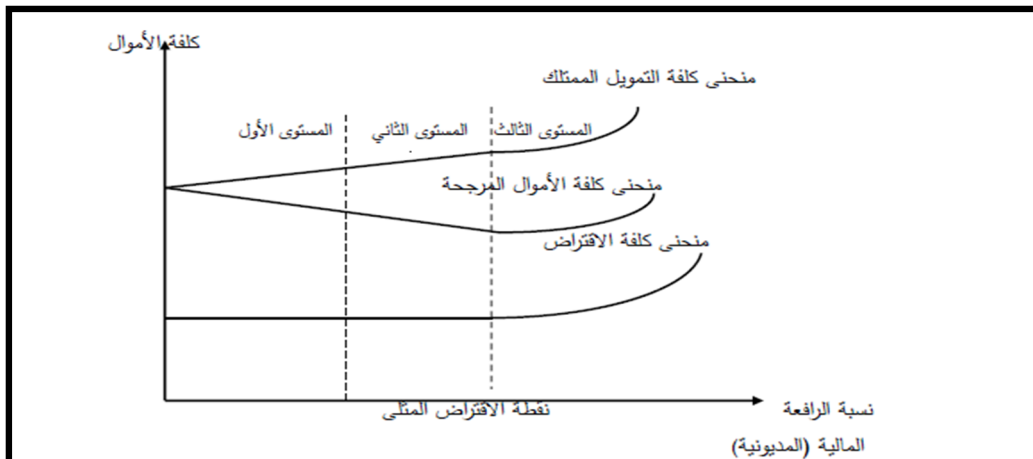
وفقا للمدخل التقليدي فإن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغيرات في هيكل رأس المال يمكن أن تنقسم إلى ثلاث مراحل كالتالي:¹

أ_ **المرحلة الأولى:** تتصف هذه المرحلة بثبات تكلفة أموال الملاك أو زيادتها ببطء مع زيادة نسبة الإقتراض غير أن زيادة تكلفة أموال الملاك في هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناجمة عن زيادة الإقتراض في هيكل رأس المال المتمثلة في انخفاض تكلفة الإقتراض كذلك فإنه من خصائص هذه المرحلة أيضا أن تكلفة الإقتراض تظل ثابتة، ونتيجة لذلك فإن قيمة المنشأة سوف ترتفع بزيادة نسبة الرفع المالي نتيجة لانخفاض تكلفة الأموال الكلية للمنشأة في هذه المرحلة .

ب_ **المرحلة الثانية :** تتصف هذه المرحلة بأن المنشأة قد استخدمت نسبة من الإقتراض "الرفع المالي" بحيث لا يؤثر الإقتراض على قيمة المنشأة، نظرا لأن المزايا الناتجة عن الإعتماد على الإقتراض في هذه المرحلة والمتمثلة في انخفاض تكلفة الإقتراض، سوف يقابلها إرتفاع بنفس المقدار في تكلفة أموال الملاك ويرى بعض الباحثين أن هذه المرحلة تتمثل في مدى معين من نسب الإقتراض، و يرى البعض الآخر أن هذه المرحلة تتمثل في نقطة أو نسبة اقتراض معينة، و مهما يكن فالمميز هو أن هذه المرحلة لن تشهد تأثيرا على قيمة المنشأة السوقية.

ج_ **المرحلة الثالثة :** تشهد هذه المرحلة ارتفاعا في نسبة الإقتراض بهيكل رأس المال فيما وراء الحدود المقبولة و هو ما يترتب عليه أن تصبح المزايا التي تحصل عليها المنشأة من الإعتماد على الإقتراض كمصدر رخيص التكلفة تضيع تماما في الزيادة التي يطلبها الملاك في صورة معدل عائد على أموالهم، ليس هذا فحسب بل أن الزيادة في العائد الذي يطلبه الملاك تكون أعلى من المزايا الناجمة عن الإعتماد على الإقتراض. و هو ما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال، ومن ثم انخفاض القيمة السوقية للمنشأة، ويوضح الشكل الموالي العلاقة بين نسبة الرفع المالي و تكلفة التمويل الممتلك و كلفة الأموال المرجحة وفقا للمدخل التقليدي.²

الشكل (5): العلاقة بين نسبة الرفع المالي و كلفة التمويل الممتلك و تكلفة الأموال المرجحة وفقا للمدخل التقليدي.



1 - محمد ص

2- محمد ص

المصدر: عبد الغفار حنفي ، أساسيات التمويل و الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره، ص: 402

و يمكن تمييز ثلاث مستويات لتكلفة الأموال تتلخص فيما يلي:¹

المستوى الأول :

يمثل نقطة تلاشي الخطر المالي نتيجة قلة نسبة المديونية حيث يتم التمويل أساسا عن طريق الملكية ، و أن الزيادة في نسبة المديونية تؤدي إلى تخفيض في التكلفة المرجحة للأموال طالما لم تتجاوز المديونية المستوى المقبول وهو ما يوضح تزايد القيمة مع زيادة مستوى الرفح المالي ، حيث تبقى تكلفة القروض دون تغير مع التزايد الضئيل في تكلفة الملكية و بذلك يمكن الوصول إلى مستوى أو نقطة تدنيه التكلفة التي يتحدد عندها الهيكل التمويلي الأمثل .

المستوى الثاني : يمثل مستوى تجاوز المديونية للنسبة المقبولة و بذلك يزيد الخطر المالي وينعكس أثره على تكلفة القروض وحق الملكية و المحصلة النهائية و هي اتجاه التكلفة المرجحة للأموال إلى الإرتفاع.

المستوى الثالث: وهي منطقة الإفراط في استخدام القروض مما يدفع بالتكلفة المرجحة إلى الإرتفاع نتيجة التزايد في تكلفة القروض وحق الملكية.

المطلب الرابع: نظرية Modigliani et Miller في ظل غياب الضريبة وتكلفة الإفلاس

والوكالة.

¹ - عبد الغفار حنفي ، أساسيات التمويل و الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص: 401.

ظل الفكر التقليدي سائدا حتى ظهور المقالة الشهيرة " Modigliani et Miller " أين تعرض التقليديون إلى هجـوم وانتقاد شديد حيث يستبعد فكرة الهيكل المالي المثالي، و بالتالي لا أثر لأسلوب التمويل على تكلفة الأموال ومن ثم على القيمة السوقية للمنشأة ، ومن بين الفرضيات التي قام عليها هذا التحليل ما يلي :

أولا: الفرضيات

ثبات تكلفة التمويل بالمنشأة ،وعليه فإن تكلفة التمويل تكون مستقلة تماما عن تحركات الهيكل المالي هذا يعني أن هذه التكلفة تظل ثابتة بغض النظر عن نسبة الإقتراض بالهيكل المالي للمنشأة و السبب في ذلك أن هذا المدخل يقوم على أساس أن القيمة السوقية للمنشأة تتوقف على استثماراتها(قرار الإستثمار) والتي تتوقف بدورها على العائد المتوقع من هذه الإستثمارات و درجة المخاطرة التي يتعرض لها هذا العائد أما قرارات التمويل فلا تأثير لها على القيمة السوقية للمنشأة..معنى أن تكلفة التمويل ثابتة لكل المنشآت المتماثلة في المخاطر ،وأما مستقلة عن تحركات الهيكل المالي فهي لا تستجيب لأي تغيرات في مستويات الديون أو الأموال الخاصة بالمنشأة ،ولكنها تمثل ذلك المتغير المستقل الذي يحدد قيمة المنشأة ،لأنه بمعرفة العائد المتوقع قبل الفائدة و الضريبة و كذلك تكلفة التمويل فإنه يمكن التوصل لتحديد قيمة المنشأة و بالتالي إذا كان هناك منشأتين متماثلتين في كل شيء ما عدا تركيبة الهيكل المالي لهما وأن كلا المنشأتين تنتميان لنفس فئة المخاطرة فإن القيمة السوقية لكليهما متساوية و إذا حدث و ارتفعت القيمة السوقية لإحدهما ،فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين المنشأتين.¹

1_ تعريف عملية المراجعة : يقصد بعملية المراجعة (إعادة التوازن بين قيمة مؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا السياسة التمويلية فأحدى المنشأتين تعتمد كليا على مصدر التمويل الممتلك أما المنشأة الثانية فتعتمد على التمويل المقترض إضافة إلى التمويل الممتلك في صياغة الهيكل التمويلي ،هذا يعني إعادة التوازن بين قيمة منشأتين أحدهما مرفوعة و الأخرى غير مرفوعة) .²

فإن الاختلاف في القيمة السوقية للمنشأتين سيكون اختلافا مؤقتا و أن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المنشأة أي أن تجعل القيمة السوقية للمنشأتين متساوية .

¹ - مليكة زغيب ،سفيان دلفوف،تأثير الإقتراض على القيمة السوقية للمنشأة ،دراسة حالة مجمع صيدال ،أبحاث اقتصادية وإدارية ، العدد الثاني عشر ، جامعة قسنطينة ،الجزائر ،2012 ،ص:297.

² - محمد صالح الحناوي و آخرون،الإدارة المالية :مدخل القيمة و إتخاذ القرارات ،مرجع سبق ذكره،ص:339 .

2_ تطبيق عملية المراجعة :

من وجهة نظر "MM" أن عملية المراجعة تتحقق وفق فكرة (الرفع المالي الداخلي أو الشخصي) والتي سوف يعتمد عليها المستثمرون (المراجحون) عند القيام بعملية المراجعة .

وتشير فكرة الرفع المالي الداخلي إلى قدرة المستثمرين على الإقراض بنفس معدلات الفائدة التي تستطيع بها المنشآت الإقراض ،على ضوء هذا المضمون فإن عملية المراجعة سوف تتحقق كما يلي¹:

أ: عندما تكون القيمة السوقية للمنشأة المرفوعة (المقترضة) عالية

- يقوم المستثمر ببيع كل استثماراته (كل أسهمه) في المنشأة المقترضة.
- يقترض المستثمر أموالاً يتناسب و استثماراته في المنشأة المقترضة.
- يقوم المستثمر بشراء أوراق مالية (استثمارات) في المنشأة غير المقترضة بما يساوي حصته من حقوق الملكية في المنشأة المقترضة.
- إذا ما تمت عملية الترحيح فإن المستثمر سوف يحقق عائد على استثماراته في المنشأة غير المقترضة يساوي ذات العائد الذي يتحقق له في المنشأة المقترضة ولكن بإستثمار أقل عما كان يستثمر سابقاً.

ب: عندما تكون القيمة السوقية للمنشأة غير المرفوعة (المنشأة غير المقترضة) عالية

- يسعى المستثمر إلى بيع كل استثماراته في المنشأة غير المقترضة.
- يقوم المستثمر بشراء استثمارات في المنشأة المقترضة وبما يساوي حصته في المنشأة غير المقترضة .
- إذا ما تمت العملية ،فإن المستثمر سوف يحقق ذات العائد في المنشأة المقترضة و لكن بمقدار من الإستثمارات أقل ،أو أنه يحقق عائد أكبر على ذات إستثماراته السابقة .

ثانيا : الإقتراحات

1: الإقتراح الأول

¹ - حمزة محمود الزبيدي ،الإدارة المالية المتقدمة ،مرجع سبق ذكره ،ص ص: 794-795 .

وتشير نظرية (MM) إلى أن القيمة السوقية لأي منشأة (مقترضة أو غير مقترضة) مستقلة تماما عن هيكل التمويل فيها، و أن القيمة السوقية للمنشأة تحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات (النتيجة قبل المصاريف المالية) الذي تخلقه المنشأة بمعدل خصم، يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الإستثمار و يناسب خصائص الخطر للقطاع الذي تنتمي إليه المنشأة، يلاحظ من الإقتراح الأول لنظرية (MM) أن القيمة السوقية للمنشأة تتحدد من خلال قرارات الإستثمار ومدى فاعلية وكفاءة هذه القرارات و ليس بكيفية تمويل تلك الإستثمارات أي أن القيمة السوقية للمنشأة مستقلة عن هيكل التمويل و على النحو التالي¹:

$$VL = VU = \frac{EBIT}{WACC} = \frac{EBIT}{KS}$$

حيث:

VL: قيمة الشركة التي تستخدم الديون لتمويل عملياتها.

Vu: قيمة الشركة التي لا تستخدم الديون لتمويل عملياتها.

EBIT: العوائد قبل الفوائد و الضريبة.

WACC: الوزن المرجح لتكلفة رأس المال. KS: العائد المطلوب على الإستثمار.

وكما هو واضح في المعادلة السابقة و أنه ضمن المقترح الأول من نظرية (MM) و في حال عدم وجود ضرائب فإن قيمة المنشأة مستقلة عن هيكل التمويل، حيث أن القيمة السوقية للمنشأة تتحدد على مقدار صافي العوائد و معدل الخصم و الذي يمثل العائد المطلوب على الإستثمار المناسب لدرجة الخطر الذي

¹ - محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره ، ص: 203.

تنتمي إليه المنشأة و ليس على تشكيلة هيكل التمويل في المنشأة أي أنها مستقلة تماما عن مستويات الرفع المالي .

2: الإقتراح الثاني¹

يتضمن هذا المقترح أن معدل العائد المطلوب من قبل ملاك منشأة ذات رفع مالي تعتمد على:

1_ تكلفة العائد المطلوب من منشأة لا تعتمد على الديون و تنتمي إلى نفس درجة الخطر .

2_ تكلفة التمويل .

3_ نسبة القروض إلى حقوق الملكية (الرافعة المالية).

وعليه فإن مضمون الإقتراح الثاني لنظرية (MM) أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك في منشأة تعتمد على القروض في هيكل التمويل يساوي معدل العائد المطلوب من قبل المنشأة مماثلة و تنتمي لنفس درجة الخطر و لكنها لا تعتمد على القروض في هيكل تمويلها إضافة إلى بديل مخاطرة محدد بالفرق بين تكلفة التمويل المرجحة للمنشأة و تكلفة التمويل مضروبا في نسبة الإقتراض إلى حق الملكية .

ويمكن صياغة الإقتراح الثاني رياضيا كما يلي:

$$\text{تكلفة أموال الملكية} = \frac{\text{صافي ربح العمليات} - (\text{تكلفة التمويل} \times \text{قيمة السندات})}{\text{قيمة أموال الملاك}}$$

تشير المعادلة إلى الصياغة الرياضية للإقتراح الثاني الذي قدمه "MM" حيث أن معدل العائد الذي يطلبه الملاك في المنشأة التي تعتمد على الإقتراض في هيكل رأسمالها يعادل معدل العائد لمنشأة مماثلة و تنتمي لنفس شريحة المخاطر ولكنها لا تعتمد على الإقتراض في هيكل رأسمالها .بالإضافة إلى بديل مخاطر الذي يقاس بالفرق بين تكلفة الأموال و تكلفة الإقتراض مضروبا في نسبة الإقتراض .

والنقطة الهامة فيما قدمه "MM" في إفتراضها الثاني هو أن تكلفة الأموال تظل ثابتة لا تتغير ولا تتأثر بمكونات هيكل رأس المال و تساوي في نفس الوقت معدل العائد على أموال الملكية في منشأة مماثلة تنتمي لنفس درجة الخطر ولا تعتمد على الإقتراض في هيكل رأسمالها .¹

¹ - محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره ، ص:204.

ما يمكن إستنتاجه أنه في ظل إفتراضات السوق الكامل لرأس المال كان هناك تبايناً في وجهات النظر حول تأثير الهيكل المالي على كل من تكلفة الأموال و القيمة السوقية للمنشأة، ففي الوقت الذي يرى فيه أصحاب الفكر التقليدي إمكانية وجود هيكل مالي أمثل بوجود نقطة معينة تنخفض عندها تكلفة الأموال و تبلغ القيمة السوقية للمنشأة أقصاها ، فإن مدخل "MM" يستبعد وجهة النظر هذه ، على أساس أن القرارات التمويلية لا تؤثر على القيمة السوقية للمنشأة .

إن التحليل علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة في افتراضات السوق الكامل لرأس المال لم يصل إلى إجابة نهائية تنهي الجدل القائم حول وجود هذه العلاقة من عدمها ، الأمر الذي يتطلب المزيد من التحليل لهذه العلاقة في ظل افتراضات أكثر واقعية أهمها و جود الضرائب و تكاليف الإفلاس و تكاليف الوكالة.²

المبحث الثاني: الهيكل المالي في ظل عدم كمال السوق و أثره على قيمة المنشأة

فيما سبق لم يؤخذ بعين الاعتبار وجود الضريبة على دخل المنشآت و كذلك إهمال تكلفة الإفلاس أما في هذا المبحث وفي ظل عدم كمال السوق نستعرض مختلف النظريات التي عالجت الهيكل المالي في هذا الإطار .

المطلب الأول: نظرية Modigliani et Miller و الضريبة على دخل المنشآت

تعد فوائد القروض من بين التكاليف التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة ، و من ثم فإن إفتراض خضوع المنشأة لضريبة على الدخل يعني أنه يمكن للمنشآت التي يتضمن هيكل رأسمالها على قروض أن تحقق وفورات ضريبية تقدر بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة ، و من هذا المنطلق لا يرفض (MM) الإدعاء بأنه في حالة وجود ضريبة على دخل المنشأة فان القيمة السوقية للمنشأة التي يتكون هيكل رأسمالها من القروض و حقوق ملكية سوف تفوق القيمة السوقية لمنشأة مماثلة غير أن هيكل رأسمالها يتكون من حقوق الملكية فقط .³

أولاً: الوفر الضريبي:

¹ - محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية مدخل القيمة و اتخاذ القرارات ، مرجع سبق ذكره ، ص: 345.

² - مليكة زغيب ، سفيان دلفوف ، تأثير الإقتراض على القيمة السوقية للمنشأة ، مرجع سبق ذكره ، ص: 298.

³ - منير ابراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، مرجع سبق ذكره ، ص: 224.

يتحقق الوفر الضريبي نتيجة لإعتماد المنشأة على القروض فزيادة التمويل المقترض في تشكيلة الأموال يترتب عليه انخفاض مضطرد في كلفة الأموال المرجحة مما يسبب إرتفاع القيمة السوقية للمنشأة و ينشأ هذا التأثير نظرا لإعتبار فائدة القروض تتحمل بها أرباح المنشأة قبل أن يخضع للضريبة ولهذا السبب هذا الوفر الضريبي له تأثير إيجابي على قيمة المنشأة بسبب ما يخلقه من تخفيض مباشر في تكلفة الأموال المرجحة و الناتج عن كون القروض مصادر تمويل أقل تكلفة.¹

ثانيا: الإقتراحات

الإقتراح الأول:

أعاد "MM" ما توصلا إليه سابقا و أكدنا على أن القيمة السوقية لمنشأة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمنشأة مماثلة وتنتمي إلى نفس درجة الخطر إلا أنها ممولة بالكامل بمصدر الملكية زائد القيمة الحالية للوفر الضريبي و يمكن توضيحها بالمعادلة التالية :

$$VD=VND+DT$$

حيث:

VD:القيمة السوقية لمنشأة مقترضة.

VND:القيمة السوقية لمنشأة غير مقترضة.

DT: القيمة الحالية للوفر الضريبي.

وهكذا يلاحظ أن الفرق بين القيمتين يتحدد بمقدار القيمة الحالية للوفر الضريبي الذي ينشأ عن الإقتراض و عليه كلما زاد الإقتراض في هيكل أموال المنشأة كلما زادت القيمة الحالية للوفر

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 586.

الضريبي و بالتالي زيادة القيمة السوقية للمنشأة، ومن خلال التحليل نستطيع أن نضع المعادلة التالية للقيمة
1.

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

كما يلاحظ أن معدل الخصم الذي استخدم للوصول إلى القيمة الحالية ما هو إلا سعر الفائدة على القروض و السبب في هذا الإعتماد يعود إلى أن مخاطر الوفرات الضريبية لا بد أن تساوي المخاطر التي تتعرض لها فوائد القروض ذاتها و عليه لا بد من خصمها بمعدل خصم يساوي معدل العائد.²

الاقتراح الثاني:

يقتضي هذا الاقتراح بأن تكلفة حقوق الملكية الخاصة لمنشأة مقترضة، ينبغي أن تتساوى مع تكلفة حقوق الملكية لمنشأة غير مقترضة، مضافا إليها مكافآت عن المخاطر المالية تتحدد على أساس الفرق بين تكلفة حقوق الملكية لمنشأة غير مقترضة و تكلفة الاقتراض التي يفترض (MM) أنها ثابتة لكافة المنشآت، كما تتحدد على أساس معدل الضريبة على أرباح المنشآت، و نسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية في هيكل رأس المال المنشأة³. و سوف نلخص مضمون هذا الاقتراح في المعادلة التالية:

$$K_{cp} = K_{cp} * + (K_{cp} * -i) \frac{D}{CP} (1 - t)$$

حيث:

K_{cp} : معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين لمنشأة مقترضة.

¹ - بور بيعة غنية، بومدين يوسف، محددات إختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، علوم

التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012، ص: 104 .

² - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 570 .

³ - منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 237.

K_{cp}^* : معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين لمنشأة غير مقترضة.

i : معدل الفائدة على الديون.

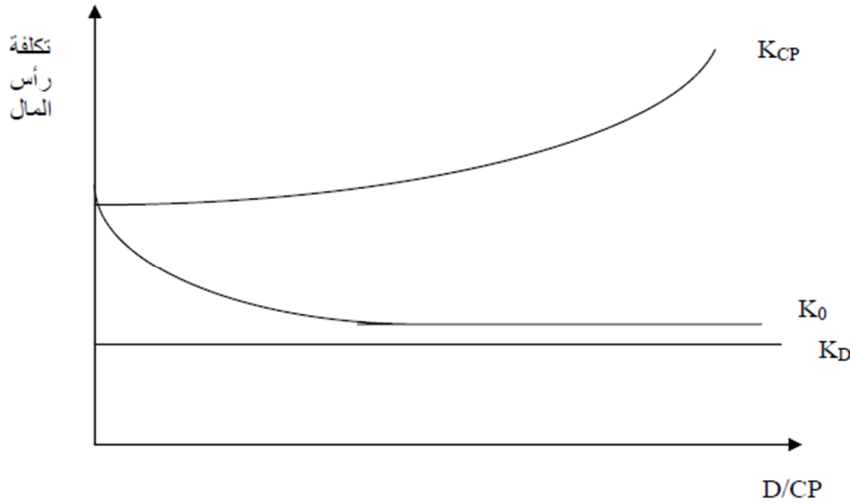
t : معدل الضريبة على أرباح الشركات .

D : الديون.

CP : الأموال الخاصة.

وبالتالي حسب هذه المعادلة فإن تكلفة الأموال الخاصة تزداد بارتفاع نسبة الإقتراض في الهيكل المالي للمنشأة ولكن بمعدل أكثر بطئا مما هو عليه في حالة غياب الضرائب و هذا هو السبب في نتيجة الإقتراح الأول وعليه في حالة خضوع المنشأة للضريبة على أرباح الشركات فإن ارتفاع نسبة الإقتراض في الهيكل المالي سوف يؤدي إلى إنخفاض تكلفة رأس المال.¹

الشكل (6) : العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاقتراض وفقا لنظرية (MM) المعدلة ضريبيا



حيث:

K_d : تكلفة الديون.

K_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة.

D/CP : الديون / الأموال الخاصة.

K_0 : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

¹ - زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مرجع سبق ذكره ، ص: 120.

المصدر : منير ابراهيم الهندي ،الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ،مرجع سبق ذكره،ص:242

المطلب الثاني :الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس

تفرد المنشآت المقترضة بتحملها نوع من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية وهي مخاطر إضافية تصيب المنشأة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فائدة القروض أو كليهما.

إن هذا الاحتمال يعطي الحق لمقرضي المنشأة في اتخاذ الإجراءات القانونية التي قد تنتهي بإعلان إفلاس المنشأة و لكي يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت فهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس.¹

أولا: مفهوم الإفلاس

ليست كل المنشآت بالضرورة ناجحة أو منتجة كفاية لتستمر في قطاعها فهناك بعض المنشآت التي تصاب بالفشل في أعمالها ،و يمكن تعريف الفشل بحسب مستوى حدته فإذا فقدت المنشأة ملاءمتها المالية فنيا أي أنها لم تعد تستطيع مواجهة إلتزاماتها الجارية بالرغم من أن أصولها تفوق إلتزاماتها فإنها تعتبر فاشلة،لكن مثل هذا الفشل لن يؤدي بالضرورة إلى الإفلاس و من الممكن معالجته و إيجاد الحلول المناسبة له،و لعل أقصى درجات فشل المنشآت هو عندما تصل إلى درجة الإفلاس التي تتميز بعدم مقدرة المنشأة على مواجهة إلتزاماتها الجارية ،أي أن حقوق المساهمين في الميزانية تصبح سالبة لكونها استهلكت بتسديد الخسائر السابقة ، وإذا كانت المنشأة تتبع سياسة تمويلية تعتمد أساسا على الإقتراض ،فإن ذلك قد يؤدي إلى فشل المنشأة فعندما تكون نسبة المديونية مرتفعة و يحدث إنخفاض في الأرباح قبل الفائدة و الضريبة الفعلية عما كان متوقعا ،فإن هناك احتمالا كبيرا بأن لا تتمكن المنشأة من تغطية إلتزاماتها المالية الثابتة ،أي الفائدة على الدين و دفعات تسديد القروض مما قد يعرضها للإفلاس ،و يكون ذلك أكثر

¹ - حمزة محمود الزبيدي ،الإدارة المالية المتقدمة ،مرجع سبق ذكره ، ص: 572.

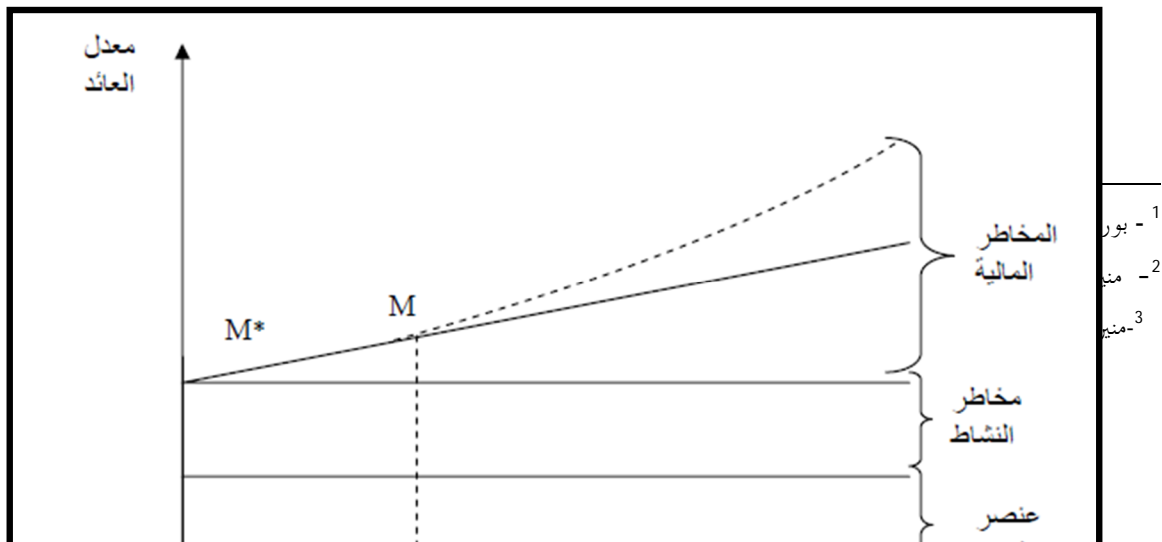
إحتمالا إذا كانت الأموال المستمدة من القروض قد استعملت لتمويل الإستثمارات طويلة الأجل لا يمكن إستعادة تكاليفها إلا على المدى البعيد.¹

ثانيا: أثر تكلفة الإفلاس على قيمة المنشأة

يترتب على الإفلاس تحمل المنشأة لبعض التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الإفلاس ولا يقتصر مفهوم هذه التكاليف على التكاليف الإدارية و القانونية التي تصاحب عملية الإفلاس ، بل يمتد الإنخفاض في قيمة الأصول إذا من المتوقع أن تكون حصيلة بيع الأصول المنشأة أقل من القيمة المحاسبية لها ، ليس هذا فقط بل أن مفهوم تكلفة الإفلاس يتضمن أيضا الخسائر " الهبوط المحتمل للأرباح " نتيجة لإنخفاض كفاءة عمليات المنشأة قبيل وقوع الإفلاس، ويدرك المقرضون جيدا أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس في حالة حدوثه إذ قد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل ، ولكي يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر ما إذا وقعت فإنهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس ويأخذ ذلك شكل ارتفاع معدل العائد الذي يطلبونه للإستثمار في سندات المنشأة ، أو ارتفاع معدل الفائدة على القروض التي يقدمونها لها و بالطبع تزداد هذه التكاليف مع زيادة احتمال حدوث الإفلاس.²

إن قيام المقرضين بنقل تكلفة الإفلاس إلى ملاك المنشأة يعني أنهم أصبحوا يتحملون وحدهم مخاطر الإفلاس، غير أنهم لن يستطيعون التخلص منها لأن مخاطر الإفلاس التي تزداد مع زيادة نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية لا يمكن التخلص منها بالتنوع أي "تنوع محفظة الأوراق المالية " الخاصة رغم أن الإفلاس يعتبر أساسا من بين المخاطر ذات الصبغة الخاصة أي المخاطر غير المنتظمة ، وطالما أن الملاك لا يستطيعون التخلص من هذه المخاطر فإن السبيل الوحيد أمامهم هو المطالبة بمعدل عائد أعلى على الإستثمار لتعويضهم عنها.³

الشكل (7): العلاقة بين نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية و معدل العائد الذي يطلبه الملاك



المصدر: منير ابراهيم الهندي ،الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ،مرجع سبق ذكره ،ص:174

يشير الشكل إلى أنه في حالة اعتماد المنشأة بالكامل على حقوق الملكية في تمويل استثماراتها فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك سوف يساوي "M*"، وهذا العائد يكفي لتعويضهم عن عنصر الزمن ،أي تعويضهم عن تأجيل استغلال أموالهم في اشباع حاجات حاضرة و ذلك بسبب توجيه تلك الأموال إلى الإستثمار أما إذا بدأت المنشأة في الإقتراض فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك سوف يرتفع و ذلك لتعويضهم عن المخاطر المالية التي يتعرضون لها.

كما يشير الشكل إلى أن معدل العائد الذي يطلبه الملاك سوف يتساوى في الحالتين إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى النقطة "A" وحينئذ يكون معدل العائد المطلوب على الإستثمار هو "M*" أما إذا تخطت نسبة الإقتراض النقطة "A" فسوف يصبح احتمال حدوث الإفلاس ملموسا ،ومن ثم سوف يرفع المقرضون معدل العائد الذي يطلبونه على الإستثمار في السندات ،بغرض التخلص من تكاليف الإفلاس بعبارة أخرى نقل مخاطر الإفلاس إلى الملاك ، والنتيجة زيادة في معدل العائد الذي يطلبونه ، مقارنة بما كان يمكن أن تكون عليه هذه الزيادة إذا لم يكن هناك وجود لتكلفة الإفلاس.¹

المطلب الثالث: الهيكل المالي الأمثل و نظرية التسوية

إن العلاقة بين تكاليف الإفلاس و الوفرات الضريبية للديون تعرف بما يسمى نظرية التسوية أو الحل الوسط إن هدفها هو كشف أن الهيكل المالي الأمثل لا يتحقق إلا عند التوازن بين المتغيرين "الإفلاس و الوفرات الضريبية"، بالنسبة لنظرية التسوية (حل الوسط) ،نسبة الإقتراض المثلى تقوم على مميزات و

¹ - منير إبراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ،مرجع سبق ذكره ، ص: 252 .

التكاليف المرتبطة بالإقتراض ، حيث أن المنشآت سوف يعدلون هيكلهم المالي ليصلوا إلى نسبة الإقتراض التي تعتبر كنسبة مستهدفة لأنها تعظم قيمة المنشأة ، إن رفع معدل الإقتراض للمنشأة له ثلاث آثار ، وسوف نعرف أثر كل منهم على قيمة المنشأة:¹

1_ أثر الرفع المالي: لا يغير من قيمة المنشأة إذا كان الرفع المالي يلعب أثر وحده ، وخطر الإفلاس

و الوفر الضريبي مستبعد، قيمة المنشأة المقترضة هي نفسها منشأة تم تمويلها كلياً بالأسهم.

2_ الأثر الجبائي : يرفع من قيمة المنشأة بالقيمة الحالية للوفر الضريبي .

3_ خطر الإفلاس : : يخفض من قيمة المنشأة بالقيمة الحالية لتكاليف الإفلاس .

في السوق كل شيء يمشي على قدم المساواة الديون توفر أثراً للمنشأة:

أ- المنفعة الضريبية المرتبطة بخصم الفوائد ، و ما هي إلا الوفورات الضريبية المرتبطة بالديون ، في هذه الحالة الديون تخلق قيمة للمنشأة من خلال القيمة الحالية للوفورات الضريبية .

ب- أثر سلبي مرتبط بتكاليف الإفلاس ، القيمة الحالية لهذه التكاليف تعاقب قيمة المنشأة ، يتعلق الأمر في انخفاض القيمة الحالية للوفورات الضريبية .

في سوق غير كاملة الأثرين يحدثان في وقت واحد لتحديد قيمة المنشأة المقترضة من خلال منشأة متشابهة معها في كل النشاط غير أنها غير مقترضة وتحسب بالعلاقة التالية:²

قيمة المنشأة المقترضة = قيمة المنشأة غير المقترضة + القيمة الحالية للوفورات الضريبية - القيمة الحالية لكلفة الإفلاس

في حين أن القيمة الحالية للوفر الضريبي تحسب كالتالي:³

القيمة الحالية للوفر الضريبي = (معدل الضريبة × مقدار القرض × سعر الفائدة) ÷ معدل الخصم

والقيمة الحالية لتكلفة الإفلاس تحسب كالتالي :

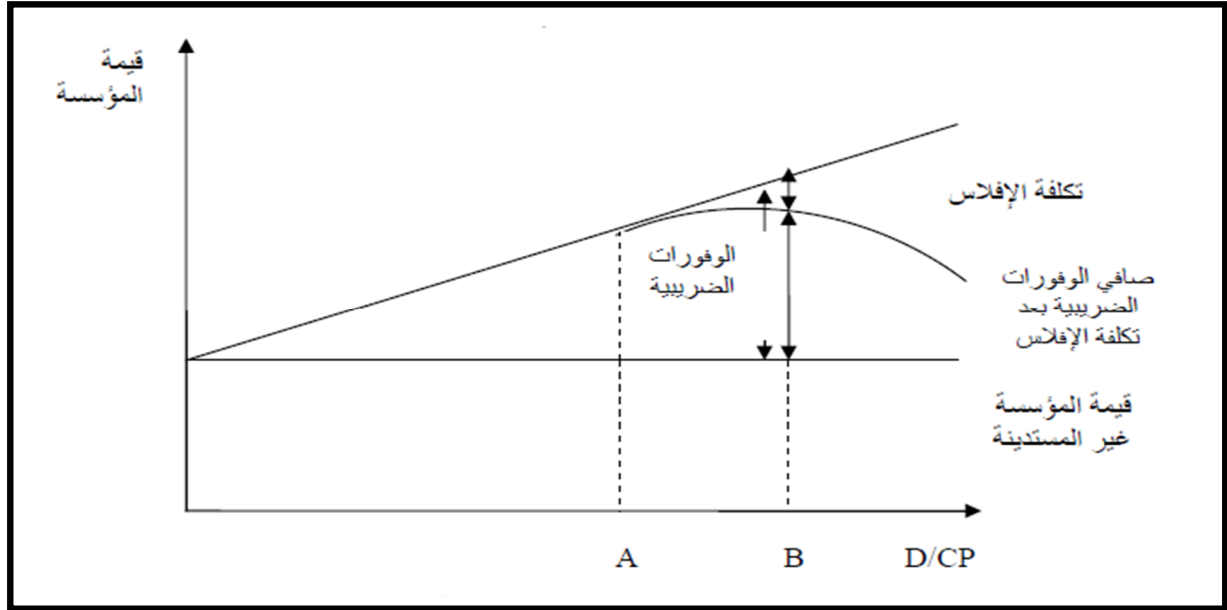
القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس = $\frac{\text{تكلفة الإفلاس}}{\text{سعر الفائدة}}$

¹ - بور بيعة غنية ، بومدين يوسف ، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة ، مرجع سبق ذكره ، ص: 120 .

² - بور بيعة غنية ، بومدين يوسف ، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة ، مرجع سبق ذكره ، ص: 121 .

³ - عبد الغفار حنفي ، أساسيات التمويل و الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص: 366 .

الشكل (8) : أثر تكلفة الإفلاس و الوفرة الضريبية على القيمة السوقية للمنشأة



المصدر: منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال التمويل، مرجع سبق ذكره، ص:177

و كما يظهر من الشكل أعلاه، فإن زيادة الأموال المقترضة في هيكل أموال المنشأة يترتب عليه ارتفاع في القيمة السوقية للمنشأة وهو ما يعكس ميل الخط المستقيم وذلك بسبب القيمة الحالية للوفر الضريبي. بمعنى آخر كلما زاد الإقتراض كلما زادت القيمة الحالية للوفر الضريبي، مما يعني زيادة في القيمة السوقية للمنشأة المقترضة، غير أنه من جانب آخر و كما يلاحظ من الشكل الهندسي فإن زيادة التمويل المقترض سوف يترتب عليه أثر معاكس على القيمة السوقية للمنشأة بسبب الأثر السلبي لكلفة الإفلاس و عليه كلما زاد الإقتراض كلما زادت تكلفة الإفلاس مما يعني ضغطا مباشرا على القيمة السوقية للمنشأة مما يسبب في انخفاضها وإن كان تأثيرها أقل من الأثر الإيجابي المتمثل بالقيمة الحالية للوفر الضريبي.

هذا يعني كما هو موضح في الشكل السابق، أن القيمة السوقية للمنشأة وبسبب التأثير الإيجابي ممثلا بالقيمة الحالية للوفر الضريبي و التأثير السلبي ممثلا بكلفة الإفلاس فإن القيمة السوقية للمنشأة تتجه نحو

الارتفاع و لو بمعدلات متناقصة حتى تصل إلى أعلى مستوى لها عندما المنشأة بافتراضها إلى المستوى "A" (كما يظهر في الشكل السابق)، لتكون النقطة "A" ممثلة لنقطة الإقتراض المثلى التي تتساوى فيها القيمة الحالية للوفر الضريبي مع القيمة الحالية لكلفة الإفلاس .

حيث تمثل النقطة "A" النقطة المثلى في الإقتراض التي تكون فيها القيمة السوقية للمنشأة في أعلى حد لها أما قبل هذه النقطة فإن القيمة الحالية للوفر الضريبي تجعل المنشأة راغبة في زيادة الإقتراض طالما يؤدي ذلك إلى ارتفاع في القيمة السوقية ،أي الاستفادة من مزايا التمويل المقترض .

و إن الملخص لنظرية التسوية تشير إلى أنه و بسبب رخص كلفة الأموال المقترضة كمصدر للتمويل فإن ذلك يشجع إدارة المنشأة على زيادة مقدار القروض في هيكل أموال المنشأة حتى النقطة "A" و التي تضمن فيها المنشأة تساوي بين كلفة الإفلاس و بين القيمة الحالية للوفر الضريبي وفي هذا المقدار من الإقتراض تصل التكلفة المرجحة للأموال إلى حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمنشأة في حدها الأعلى إن النقطة "A" هي معيار التوازن بين التمويل المقترض و التمويل الممتلك في صياغة هيكل الأموال في المنشأة ،و إذا ما ذهبنا المنشأة في قراراتها بالإقتراض إلى أبعد من النقطة "A" ففي هذا المستوى من الإقتراض ترتفع تكلفة الإفلاس إلى مستويات تفوق فيها مقدار القيمة الحالية للوفر الضريبي ، الأمر الذي يسبب ارتفاع في كلفة الأموال المرجحة مما يسبب انخفاض في القيمة السوقية للمنشأة.¹

المبحث الثالث: الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة و أثره على

قيمة المنشأة

النظريات التي اهتمت بدراسة إشكالية الهياكل المالية في ظل التيارات المالية الجديدة ، تدخل تحت إطار ما يعرف بالمنظور المتعدد الأشكال ،الذي يعرف حاليا بما يسمى النظرية الحديثة للمشروع و التي ظهرت في منتصف السبعينات نتيجة الانتقادات التي وجهت لفكرة اللجنة الإقتصادية و المالية ،و لفكرة توافر السوق الكاملة ، أين تتاح المعلومة لكل الأعوان الإقتصاديين.

المطلب الأول: نظرية الوكالة

علاقة الوكالة هي عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل ،من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه و باسمه ،فيما يتعلق بالمنشأة ،هذه العلاقة توجد بين الملاك أو المسيرين

¹ - حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره ،ص ص: 575_576 .

حيث يتم التنازل عن جزء من سلطاتهم، إلا أن علاقة الموكل و الوكيل تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر مما يجعل من علاقتهما مصدرا للتناقض، إن دحض فرضية غياب التضارب بين مصالح مختلف الأعوان الذين لهم علاقة بحياة المنشأة (مسيرين ، مساهمين ، مدينين خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة) يعود إلى النظرية التي تسمى بنظرية الوكالة¹.

قد ينص في عقد الاقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين، قبل اتخاذ إدارة المنشأة لبعض القرارات التي قد يكون لها تأثير على مصالحهم و من بين القرارات التي تخضع لمراجعة من المقرضين قرارات شراء أصول جديدة و القرارات الخاصة بإجراء توزيعات، و قرارات رفع مرتبات المديرين، و ما شابه ذلك .

وعادة ما ينص العقد على إعطاء الحق للمقرضين في المطالبة فوراً بقيمة القرض (أي قبل تاريخ الإستحقاق) إذا ما تجاهلت الإدارة الشرط المنصوص عليه في عقد القرض و الذي يقضي بضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ القرارات المشار إليها².

و لكي يتأكد المقرضين من أن إدارة المنشأة لم تخل بشروط التعاقد ، فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المنشأة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم ،ويطلق على التكاليف التي يتكبدها المقرضون من أجل عملية المتابعة بتكاليف الوكالة و كما الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك ، و ذلك برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها ، وهو أمر يضطر الملاك إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الإستثمار ، و النتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال و انخفاض القيمة السوقية للمنشأة بالتبعية³.

هدف هذه النظرية هو تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مؤداه "أن كل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة ، حيث أدخل " Jensen et Meckling 1976 " على التخمين الأكاديمي المتعلق بنظرية المشروع عامل تعدد الأهداف لشركاء المنشأة التي قد تكون متناقضة في أغلب الأحيان (خاصة

¹ - إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، التسيير المالي : الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص: 381.

² - منير ابراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، مرجع سبق ذكره ، ص: 256.

³ - منير ابراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، مرجع سبق ذكره ، ص: 257.

بالنسبة للملاك المدراء، المقرضين) و انعكاس ذلك على مسألة إختيار الهيكل المالي ، حيث تفترض هذه النظرية وجود مصالح خاصة بمدراء المنشأة تدفعهم إلى سلوك يكون مغايرا فيما لو كانوا مساهمين .

تقترح هذه النظرية تفسيراً لسلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المنشأة، مثل المدراء، الملاك أو المساهمون المقرضون و المدينون بشكل عام، و محاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل، و تنطلق هذه النظرية من فرضيتين :

__ ليس بالضرورة أن تكون أهداف المدراء و الملاك متطابقة .

__ أن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمنشأة ومحيطها.

فنظرية الوكالة هي نظرية تحاول البحث عن تصور العقود المثلى بين الأطراف وتفسير سلوك هؤلاء وأولئك بمجرد أن تكون هناك علاقة وكالة ، فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز تناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من جهة وبين المساهمين والمدينين (المقرضين) من جهة ثانية.¹

1_ التضارب بين مصالح المساهمين و المسير:

فإذا كان المسير لا يجوز شخصياً على كامل حقوق الملكية في المنشأة، فإن وكالة التسيير التي تنجم عن هذه الوضعية عادة ما تكون مصدر لتكاليف الوكالة، أسباب التضارب في المصالح يمكن أن تكون على شكل محاولة الوكيل تحويل ثروة غير مالية لصالحه باعتبار أنه لا يستفيد من العوائد الكلية لنشاطه، مع تحمله شخصياً للمسؤولية، الخلاف يمكن أيضاً أن يكون ناتجاً عن حرص المسير الدائم على استمرار نشاط المنشأة، حتى وإن كانت التصفية أكثر فائدة من المنفعة من وجهة نظر المساهمين، فظاهرة الإستثمار المفرط من جانب المسير تمثل هي الأخرى عامل للخلاف إذا كان المساهمون يرون أن توزيع التدفقات المالية المتاحة هو الأجدى، و من المفترض أن يقوم المدراء بالعمل وفق مصالح موكلهم، لكن في الواقع عادة ما يلجؤون إلى محاولة تعظيم ثرواتهم الشخصية هذه الوضعية تولد تكاليف تسمى بتكاليف الوكالة والتي يمكن تصنيفها إلى ثلاث أنواع كالتالي:

¹ - إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره ، ص: 381.

أ_ تكاليف المراقبة :

وهي مجموع التكاليف التي يتحملها الموكل من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هدف تعظيم منفعته أي التكاليف التي تنجم عن تتبع ورصد الوكيل لدفعه بان يعمل لتحقيق مصلحة موكله.

ب_ تكلفة الالتزام أو البرهنة :

مجسدة في المصاريف التي يجندها الوكيل من أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكل من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبر له من خلالها على حسن التسيير.

ج_ التكاليف الباقية:

وهي التكاليف الناجمة عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكلاء و بصيغة أخرى هي الفارق بين قيمة الخسائر المحتملة بسبب السلوك غير الرشيد للوكيل من جهة ومجموع تكاليف المراقبة وتكاليف التبوير من جهة أخرى.

فالإستدانة في المنشأة يمكن النظر إليها كأداة فعالة في فض تكاليف وكالة الأموال الخاصة لأن هذه الأخيرة تولد تقارب في المصالح بين المساهمين و المسير ،ففي إطار الاستدانة ذات الطبيعة البنكية ،ينجم عن الزيادة في حصة الإستدانة زيادة المراقبة من قبل البنك لنشاط تسيير الوكيل .¹

كذلك يؤدي دفع الفوائد في آجال محددة إلى تخفيض إمكانيات الاستثمار غير الأمثل من جانب المسير نظرا لأن ذلك من شأنه تخفيض التدفق المالي المتاح ،و بالتالي فطبيعة عقد الاستدانة من شأنه أن يؤدي على مخاطر من بينها مخاطر فقدان منصب عمل المسير إذا ما حدثت تصفية استجابة لمطلب البنك.

في نفس الوقت ،إذا كانت الاستدانة تؤدي إلى التقليل و بشكل فعال من تكاليف وكالة الأموال الخاصة المرتبطة بتضارب المصالح بين المسير والمساهمين ،فإن هذه الاستدانة تمثل من جانب آخر مصدرا للخلاف بين المساهمين و المدينين و بالتالي مصدرا لتكاليف وكالة من صنف آخر.²

2_ التضارب بين مصالح المساهمين و المقرضين.

و هي تنشأ بسبب ما يترتب على التمويل بالديون من حافز للمساهمين على قبول المشاريع ذات المخاطر المرتفعة أو قبول المشاريع الأقل مثالية ،التي قد تؤدي إلى نقل الثروة من الدائنين إلى المساهمين وهو ما

¹ - إلياس بن ساسي ،يوسف قريشي ،التسيير المالي الإدارة المالية ،مرجع سبق ذكره ،ص:382 .

² - إلياس بن ساسي ،يوسف قريشي ،التسيير المالي الإدارة المالية ،مرجع سبق ذكره ،ص:382 .

يعرف بمشكلة حافز المخاطرة ، حيث أشار "Jensen et Meckling 1976" في نظريتهما أنه بسبب إختلاف تفضيلات المخاطرة إضافة إلى عدم تناظر (تماثل) المعلومة بين المساهمين والدائنين (البنوك أو حملة السندات) يؤدي بالمساهمين إلى محاولة استنزاف ثروة الدائنين عن طريق استخدام الديون في تمويل مشاريع أكثر مخاطرة من التي سبق الإتفاق عليها معهم (بنوك أو حملة السندات) وذلك لتحقيق أقصى عائد يمكنهم الحصول عليه فعندما يقوم المقترض بتزويد المنشأة بالأموال فإن سعر الفائدة يكون مبني على أساس تقييم المقترض لمخاطر المنشأة وبالتالي فإن علاقة المقترض بالمنشأة تعتمد على تصرف المنشأة في المستقبل فبعد حصولها على الدين عند سعر فائدة محدد فإن مخاطر المنشأة قد ترتفع بسبب استثماراتها في مشاريع خطيرة أو عن طريق زيادة ديونها ،ومن ناحية أخرى إذا كانت المشاريع الخطرة مربحة أو إذا استطاعت المنشأة تحقيق عائد الديون الإضافية فإن أصحاب المنشأة (المساهمين) سوف يستفيدون من هذه الأعمال الخطرة ،ولأن التزامات المنشأة التي ستدفع للمقترض لا تتغير ،فإن التدفقات النقدية التي ستحققها المشاريع الخطرة ستزيد من القيمة السوقية للمنشأة ،أي بمعنى آخر إذا حققت المشاريع الخطرة عوائد فإن جميع الفوائد ستعود على المساهمين ، أما إذا لم تحقق هذه المشاريع الخطرة عوائد فإن المقرضون سيشاركون بالتكلفة (أي عدم قدرة المنشأة على سداد التزاماتها المالية) .

إذا كانت الإستدانة تمثل وسيلة لفض التضارب بين المسيرين و المساهمين فهي تولد تضارب آخر في المصالح بين المساهمين و الدائنين التي تولد بدورها تكلفة الوكالة للديون على هذا الأساس هيكل رأس المال الأمثل يتحدد بالمراجعة (الموازنة) بين ميزان الاستدانة (تخفيض تكاليف الوكالة بين المسيرين و المساهمين) وتكاليف الوكالة للديون .¹

وبظهور تكلفة الوكالة أصبح الهيكل المالي الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة و تكلفة الإفلاس معا ،وكما هو الشأن في تكاليف الإفلاس فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك وهذا برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها مما يؤدي بالملاك أيضا على رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الإستثمار ،و النتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمنشأة ،وسواء تمثلت تكلفة الوكالة في خسائر ناجمة عن انفصال الإدارة عن الملكية ،أو في القيود التي يقرضها الدائنون والتي تسفر عن انخفاض كفاءة التشغيل أو تمثلت في ارتفاع تكلفة الإقتراض ،فإن العديد من الدراسات قد أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد بنسبة الأموال المقترضة و يزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمنشأة أي أن هذه

¹ - زغود تبر ،محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية ، مرجع سبق ذكره ، ص: 122 .

القيمة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.¹

المطلب الثاني: نظرية الإشارة

تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المنشآت ليست بالضرورة المتغيرات الحقيقية فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مدراء المنشآت الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة و فعالة تميزها عن غيرها من المنشآت الأقل أداء.²

وخاصية هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة هذه المؤشرات متعددة نستطيع أن نذكر منها هيكل رأس المال سياسة مكافآت رأس المال أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة وتستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما :

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

ب_ وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها سوف لن تدرك ولن تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

تقترح هذه النظرية نموذجاً يحاول أن يعكس نوعية منشأة ما على أساس هيكلها المالي حيث يعتبر نموذج

" Ross et Ieland " الأساس الذي بنيت عليه نظرية الإشارة .

أولاً: نموذج " Ross 1977 "

قدم **Ross** نموذج يعد الأساس في استخدام الهيكل المالي كمؤشر عن المعلومات الداخلية المتوفرة و غير المتاحة للمستثمرين الخارجيين، حيث يفترض ثبات قرار الإستثمار و أن المسيرين على علم بشكل توزيعات الأرباح المستقبلية بخلاف المستثمرين، وأن المسيرين (المديرين) يكافئون إذا كان تقييم السوق للأوراق المالية للمنشأة بأعلى من قيمتها الحقيقية بيد أنهم يعاقبون من قبل سوق رأس المال إذا ما تعرضت المنشأة للإفلاس و بالتالي حسب هذه النظرية يستخدم المسيرون الديون من أجل إرسال إشارة إلى السوق المالي تخص نوعية المنشأة، حيث ينظر المستثمرون للمستويات المرتفعة للديون كإشارة

¹ - مليكه زغيب، تأثير الإقتراض على القيمة السوقية للمنشأة، مرجع سبق ذكره، ص: 300.

² - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 391.

لارتفاع أداء المنشأة، بمعنى آخر إذا أراد المسكرون التليل على أن المنشأة ذات مردودية عالية فعليهم إصدار المزيد من الديون، و من شأن هذه العملية أن ترفع من القيمة السوقية للمنشأة .
ولما كانت المنشآت الأحسن أداء ترتفع فيها التكاليف الحدية المتوقعة للإفلاس عند أي مستوى للديون فإن مسيري المنشآت الأقل أداء لن يستطيعوا تقليد المنشآت الأحسن أداء بإصدار المزيد من الديون، و من ثم خالص " Ross " إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية بين قيمة المنشأة و نسبة الإستدانة في الهيكل المالي وكذلك وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كل من قيمة المنشأة و مستوى الديون و احتمال تعرض المنشأة للإفلاس و أن أهمية تكاليف الإفلاس من شأنها تخفيض مستوى الديون.

ثانيا: نموذج " Ieland 1977 "

اقترح Ieland نموذج الإشارات يقوم على أساس أن التغيرات في نسبة ملكية المديرين أو المسيرين للأسهم العادية للمنشأة تعكس التغيرات في القيمة السوقية للمنشأة، وتغير ذلك أن المستثمرين في السوق المالي يدركون أن المسيرين يعلمون جيدا التدفقات النقدية المستقبلية، و من منظور التنوع فإن المسيرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر يكون مكلفا لهم الإحتفاظ بنسبة عالية من الأسهم العادية للمنشأة .
وبالتالي فالمسيرين يحتفظون بنسبة كبيرة من الأسهم إذا كانوا فقط يتوقعون تدفقات نقدية عالية بالنسبة للقيمة السوقية للمنشأة، ولذلك فإن المستثمر الرشيد يعتبر ملكية المديرين من الأسهم كمؤشر على المردودية المستقبلية للمنشأة، وعليه حسب هذا النموذج فإن اللجوء إلى الإقتراض و الإحتفاظ بنسبة ملكية عالية من الأسهم (عدم إصدار المزيد من الأسهم) يكون كدليل على أن المنشأة ذات مردودية عالية، أي أن هناك علاقة ارتباط إيجابية بين مردودية المنشأة و مستوى الديون بالهيكل المالي.¹

المطلب الثالث: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل

قدم " Myers " هذه النظرية سنة 1984، و تعود جذورها إلى دراسة قام بها "دونالدسون " في عام 1960 حول مسلك المنشآت التمويلية، و استنادا إلى هذه النظرية فإن ترتيب التمويل الطويل الأجل حسب أفضليته للمنشآت يكون على النحو التالي :

أولا : التمويل الذاتي (الأرباح المحجوزة و الاحتياطات) .

ثانيا : في حالة وجود حاجة للتمويل الخارجي فعلى المنشأة أن تقوم أولا بإصدار سندات دين، و أن تلجأ بعدئذ لإصدار الأدوات المالية الهجينة كالسندات أو الأسهم الممتازة القابلة للتحويل، و يأتي إصدار الأسهم العادية كملاذ أخير.

¹ - زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص: 122.

ويمكن القول أن هذه النظرية تنسجم مع الرفع المالي، و مع نظرية المحتوى الإعلامي غير المتوازن إذ تشير النظرية الأولى إلى أنه إذا قاد التغير في الهيكل التمويلي إلى الزيادة (أو النقصان) في درجة الرفع المالي فإن ذلك سيكون له انعكاسات إيجابية أو سلبية على أسعار أسهم المنشأة المتداولة في السوق، و بالتالي فإن التمويل بالاقتراض هو أفضل من التمويل بالملكية .

أما النظرية الثانية فبينت أن اختيار المنشأة لمصادر التمويل الخارجية يحمل في طياته للسوق دلالات معلوماتية غير إيجابية حول ربحية الفرص الاستثمارية المتاحة لها حالياً، مما ينعكس سلباً على أسعار أسهمها المتداولة في السوق، وبالتالي فإن مصادر التمويل الداخلية (أرباح محجوزة) لها أفضلية على مصادر التمويل الخارجية إضافة إلى ذلك فإن النظرية الثانية تشير إلى أن اختيار المنشأة لإصدارات أدوات ملكية يحمل في طياته رسالة إلى السوق مفادها أن أسعار أسهم هذه المنشأة مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية التي تعلمها إدارة هذه المنشأة فقط، وعليه فمصدر التمويل الخارجي بالاقتراض أفضل من التمويل بالملكية .¹

ويمتد اهتمام النظرية إلى السبب وراء قرارات التمويل دون أن تتدخل في تحديد الخليط المستهد من القروض و حقوق الملكية داخل هيكل رأس المال، لأن حقوق الملكية لها أكثر من موقع في سلم الأولويات، ففي قمة السلم نجد الأرباح المحتجزة و في النهاية نجد إصدار الاسهم العادية ثم تأتي الأموال المقترضة في موقع ما بينهما، إن سبب وقوع التمويل الداخلي في قمة السلم التفضيل هو_ إنه مصدر عادة ما لا يواجه بالمعارضة إضافة إلى أنه يعفي المديرين الماليين من السعي للاتصال بالمستثمرين المحليين من مقرضين و ملاك.

- يبعد المنشأة عن الوقوع تحت تأثير منطق سوق رأس المال في حالة إصدار المزيد من الأسهم بإصدار كمية كبيرة من الأسهم قد يترك أثراً عكسياً على القيمة السوقية للسهم كما يحتمل أن يحدث تغيير في مراكز الملاك داخل الجمعية العمومية.

- كذلك فإنه بينما لا تنطوي مصادر التمويل الداخلية أو الذاتية على تكاليف إصدار فإن الأمر ليس كذلك في حالة الاعتماد على مصادر تمويل خارجية.

وبعدها تأتي الأموال المقترضة في الدرجة التالية، فإصدار السندات مثلاً ينطوي على معارضة أقل كما أن تكلفة الإصدار المصاحبة لها عادة ما تكون أيضاً أقل، وذلك مقارنة بإصدار الأسهم العادية، وبناءً عليه يكون من الأفضل للمنشأة أن تعطي الأولوية في التمويل للأرباح المحتجزة بدلاً من إصدار أسهم عادية على أن تأتي الأموال المقترضة بينهما. وقد قدمت نظرية الاشارات خدمة، فقد أعطت تأييداً لنظرية

¹ - www.najah.edu/sites/default/files/Part5_p133.

ترتيب أفضلية مصادر التمويل، وهو تأييد في أمس الحاجة إليه، بإصدار أسهم عادية يحمل في طياته إشارات غير سارة، ومن ثم ينبغي تجنب الاعتماد عليه بقدر المستطاع، وإذا كان للمنشأة أن تحصل على أموال من مصادر خارجية فعليها أن تحتاط مسبقاً بجعل نسبة الاقتراض منخفضة نسبياً، حتى إذا جاء الوقت الذي تحتاج فيه إلى موارد إضافية، يصبح من الممكن إصدار المزيد من السندات وذلك قبل أن تفكر في إصدار أسهم عادية.¹

خلاصة:

إن أهم ما ميز علاقة الهيكل التمويلي بالقيمة السوقية للمنشأة، الأعمال و الأبحاث الرائدة التي قدمها " Miller و Modigliani " حول حيادية الهيكل المالي، أين أثبتنا أنه في ظل عالم ليس به ضرائب فإن قرار الإقتراض ليس له تأثير على القيمة السوقية للمنشأة، وهو ما يحمل في طياته معارضة صريحة للفكر التقليدي الذي يقضي بوجود هيكل مالي أمثل .

و من ناحية أخرى فإن ظهور بعض النظريات الحديثة مثل :نظرية الإفلاس، الوكالة، الإشارة كان لها الأثر البالغ في تفسير تأثير الإقتراض على القيمة السوقية للمنشأة، أين يتحدد فيها الهيكل المالي الأمثل بنسبة الإقتراض التي تتعادل عندها القيمة الحالية للوفرات الضريبية مع التكاليف الناجمة عن الإقتراض كتكاليف الوكالة و تكاليف الإفلاس.

¹ - منير إبراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ،مرجع سبق ذكره ،ص:302.

الفصل الثالث:

الهيكال المالل فف ظل نظام المشاركة

و أثره على قيمة المنشأة

الفصل الثالث: الهيكل المالي في ظل نظام المشاركة و أثره على قيمة المنشأة

قامت البنوك التقليدية على أساس التعامل بنظام الفائدة ، في حين قدمت البنوك الإسلامية البديل الإسلامي لهذا النظام، فقامت على أساس المشاركة بين طرفي العملية التمويلية، حيث أنه ما يميز البنوك الإسلامية في مجال الأعمال البنكية تحديدا هو استبدال علاقة القرض بعلاقة المشاركة وعلاقة الفائدة بعلاقة الربا، فالمبدأ الذي يقوم عليه النظام البنكي الإسلامي هو مبدأ المشاركة في الأرباح و الخسائر ، متقاسمة بينها (المصارف الإسلامية) وبين عملائها نتائج الأعمال على أساس الربح و الخسارة للمشروع. وفي هذا الفصل سيتم التعرف على مفهوم التمويل بالمشاركة وعلى مفهوم عقد المشاركة وكذا أشكال التمويل بالمشاركة و مزاياها ومن أجل ذلك سيتم تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث وفق ما يلي:

__المبحث الأول: عقد المشاركة.

__المبحث الثاني: صيغ التمويل بالمشاركة.

__المبحث الثالث: التمويل بالمشاركة و أثره على قيمة المنشأة

المبحث الأول: عقد المشاركة

يعتبر رأس المال في النظام الإقتصادي الإسلامي من عناصر الإنتاج ، ويعترف النظام بأن لكل عنصر من عناصر الإنتاج عائد، ويسمح النظام لرأس المال أن يجزى منفعة المالكه، ولكن ليس فائدة مشترطة ومحددة مسبقا وإنما عائدا لاحقا شائعا ناتجا عن النشاط الاقتصادي، والمشاركة هي أحد أشكال توظيف الأموال المتاحة للبنوك الإسلامية، والتي يمكن من خلالها تشغيل أموال البنك وتحقيق الأرباح، والمساهمة أيضا في التنمية الإقتصادية و تشغيل العمالة.

المطلب الأول: مفهوم عقد المشاركة

أولا: تعريف المشاركة

يعرف الفقه الإسلامي المشاركة بأنها الشركة التي يشترك فيها اثنان في مال استحقوه بوراثة أو نحوها أو جمعوه من بينهم أفساطا ليعملوا فيه بتنميته في تجارة أو صناعة أو زراعة أو غيرها.

و يعرفها الأحناف بقولهم الشركة "عقد بين اثنين فأكثر، على أن يكون رأس المال والربح مشترك بينهم"¹

وتعرف أيضا على أنها نموذج من نماذج الإستثمار الإسلامي الذي يعتمد على امتزاج عناصر الإنتاج ويحقق العدالة في التوزيع².

ثانيا: مفهوم عقد المشاركة

كأي عقد من عقود المعاملات المالية الأخرى يقوم عقد المشاركة على أركان لا بد من توافرها مثل أهلية التوكيل والتوكل لدى الشركاء، وتطابق الإيجاب والقبول في العقد، وصيغة التعاقد، ويتضمن عقد المشاركة أن تكون يد كل شريك يد أمانة في كل ما يختص بأعمال وأموال المنشأة فلا يضمن ما أتلف إلا حيث قصّر أو تجاوز حدود الأمانة، ولا يجوز لأحد الشركاء دفع مال المنشأة إلى الغير ليعمل فيه مضاربة أو وكالة إلا بإذن الشركاء جميعا، كما لا يجوز الهبة أو القرض من مال المنشأة .

¹ - مصطفى كمال السيد طایل ، البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي ، دار أسامة ، الأردن ، 2012، ص:267.

² - أحمد صبحي العيادي ، إدارة العمليات المصرفية والرقابة عليها ، دار الفكر ، الأردن، 2010، ص:132.

وليس هناك تحديد لمجالات النشاط الإقتصادي للمشاركة، كما ليس هناك تحديد لعدد الشركاء، وقد تكون مدى المشاركة دائمة أو مؤقتة محددة بمدة زمنية أو محددة بنتيجة العمل أو متناقصة الملكية المنتهية بالتمليك لأحد الأطراف.¹

المطلب الثاني: خصائص المشاركة

أولاً : المشاركة كبديل لنظام الفوائد

تعتبر المشاركة وسيلة مهمة من وسائل التمويل لدى البنوك الإسلامية تحل محل العمل بنظام الفائدة لدى البنوك التقليدية، وتستخدمها البنوك الإسلامية لمواجهة متطلبات العمليات التجارية والمالية المعاصرة، وبنظام يقوم على المشاركة بدلاً من نظام الفوائد، ويرر اختيار هذا العقد بأنه يبلور الخلاف بين البنوك الإسلامية والتقليدية فهذه الأخيرة تمول المشروعات بالقروض بالفائدة، دون أن يكون لها ارتباط بنتائجها ودون أن يتحمل البنك أو أصحاب الودائع أية مسؤولية، وإذا لم تحقق المشروعات أية مردود، فالمقترضين ملزمين مع ذلك بسداد القروض مع الفوائد المستحقة عليها.

بينما يؤدي تطبيق المشاركة إلى توزيع المسؤولية والمخاطر توزيعاً عادلاً بين البنك والمستثمرين والمستخدمين للمال، فهم يقتسمون جميعاً كل تبعات المشاريع بمخارطها ثم أرباحها أو خسائرها.

ثانياً : الدقة في دراسة التمويل

تدفع المشاركة بالمعاملين سواء البنك أو المستثمر إلى دراسة المشروعات دراسة دقيقة لتقدير مردوديتها تقديراً جيداً، مستخدمين في ذلك ما يتوفر عليه من خيارات فنية وتقنية وهذه الدراسة وإن كانت موجودة في البنوك التقليدية، فإنها ليست بنفس الأهمية مادامت لا تشارك الممولين وبالتالي لا تهمها نتائج مشروعاتها.²

¹ -محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية: أحكامها-مبادئها-تطبيقها المصرفية، الطبعة الثانية، دار المسيرة، الأردن، 2010، ص:225.

² -محمد عبد الرؤوف حمزة، المشاركة في الشريعة الإسلامية (بمحت تمهيدي لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة سانت كليمنتس)، الإمارات، 2007، ص: 6_7 .

ثالثا : جمع الإدخار وتوجيهه نحو المشروعات ذات الأولوية

وجود عقد المشاركة وشرعيتها يحث الناس على الإدخار و يتيح للبنك الإسلامي جمع المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات ذات الأولوية بهدف دعم الإستثمارات الجدية وزيادة الأموال المتاحة في النظام البنكي الإسلامي وبالتالي تتحقق التنمية الإقتصادية و الإجتماعية.¹

رابعا: علاقة الشراكة

تتحدد علاقات البنوك مع المتعاملين في المشاركة على أنها علاقة شركاء فيما بينهم، فأصحاب الودائع لا يحصلون منها على دخل محدد مقدما، ومستخدمي المال لا يقدمون لها دخلا محدد مسبقا، وإنما تتحمل البنوك مخاطر العمليات بالمشاركة معهم جميعا.

خامسا: توازن علاقة البنك بين المساهمين من جهة والعملاء من جهة أخرى

فالشراكة تجعل البنوك تقيم نوعا من التوازن بين ما يأخذه المساهمون وما يناله المودعون وذلك لأنها تجعل ناتج العمليات ربحا أو خسارة على عاتق كل من أصحاب الأموال والعاملين بها.

سادسا: تنظيم الحسابات

في حالة المشاركة في رأس مال المنشأة فإن البنك الإسلامي يمكنه إمساك دفاتر الحسابات.

سابعاً: الرقابة و الإشراف

نظرا لقيام البنك الإسلامي بالمشاركة في رأس مال، وبالتالي المشاركة في إدارة المشروع فإنه يمكن له أن يمارس نوعا من الرقابة على عمليات المشروع.²

¹ - محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية أحكامها - مبادئها - تطبيقاتها المصرفية، مرجع سبق ذكره ص: 227.

² - محمد عبدالرؤوف حمزة، المشاركة في الشريعة الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

المطلب الثالث: شروط المشاركة

تتعلق شروط المشاركة بشروط العاقدين، وشروط رأس مال المشاركة وشروط الربح والخسارة (التوزيع) والشروط التنفيذية.

أولاً: شروط العاقدين

- 1- يشترط في كل شريك أن يكون أهلاً للتوكيل و التوكل، ومعنى ذلك أن يكون الشريك متمتعاً بالأهلية الكاملة التي تجعله أهلاً للتصرف بالأصالة وبالوكالة في آن واحد.
- 2- لا يشترط في العاقدين أن يكونا مسلمين، فيجوز مشاركة المسلم لغير المسلم، بشرط ألا ينفرد وحده بالتصرف.¹

ثانياً : شروط رأس المال

- 1- أن يكون رأس المال نقدياً وأجاز فقهاء المالكية والحنابلة أن يكون من المعروض شريطة تقويمها بالنقود وفق المشاركة².
 - 2- أن يكون رأس المال حاضراً لا ديناً ولا مالا غائباً.
 - 3- أن يكون رأس المال معلوم القدر.
- لا يشترط التساوي في حصص رأس المال، كما لا يشترط المساواة في العمل والمسؤولية والإدارة في المنشأة.

ثالثاً: شروط التوزيع (الربح والخسارة)

1- في حالة الربح

- أن يكون العقد واضحاً فيما يتعلق بقوانين توزيع الربح المشاع بين الشركاء تجنباً للخلاف مستقبلاً.
- أن يكون نصيب كل شريك في الربح بنسبة شائعة منه ولا يكون مبلغاً محددًا.

¹ - الغريب ناصر، أصول المصارف الإسلامية، الطبعة الثانية، حقوق الطبع والنشر محفوظة للمؤلف، مصر، 2002، ص:108.

² - حسين محمد سمحان، محمود حسين الوادي، المصارف الإسلامية الأسس النظرية للتطبيقات العملية، الطبعة الرابعة، دار المسيرة، الأردن، 2012، ص:196.

-لا يشترط المساواة في حصص الربح، ويجوز أن تزيد حصة أحد الشركاء في الربح عن حصته في رأس المال إذا كان هذا الشريك عاملاً في المنشأة وذلك مكافأة له وتعويضاً عن عمله وبديلاً عن أجره.¹

2- في حالة الخسارة

-يجب أن تكون الخسارة بقدر حصة كل شريك في رأس المال.

رابعاً: شروط التنفيذ

1- يبنى عقد المشاركة على الوكالة والأمانة، فكل شريك وكل الآخر وأذن له بالتصرف في ماله وأمنه عليه، فقد جرت العادة على أن يفوض البنك شريكه في حق التصرف في ماله المخصص لعملية المشاركة بالوكالة عنه وذلك مقابل نسبة محددة من الربح المحقق يأخذها الشريك مقابل تنفيذه للعملية فضلاً عن نصيبه من الربح عن حصة المال بنسبة مشاركته في رأس مال عملية المشاركة .

2- يجوز للشريك البيع والشراء بالثمن الحاضر والمؤجل كله أو بعضه أصالة عن نفسه أو نيابة عن البنك وله أن يقوم بكل عمل يعتاده العاملون في ذلك المجال ويقره عرفهم طالما وجد ذلك في مصلحة وضرورة لسير العملية.

3- لا يجوز للشريك دفع مال المنشأة مضاربة لغيره، أو توكيل الغير بالعمل في المال بدون إذن شريكه كذلك لا يجوز خلط ماله الخاص غير النصيب الذي شارك به بمال المشاركة دون إذن صاحبه، ولا تجوز الهبة أو القرض من مال المنشأة .

4- أن عقد المشاركة غير لازم في حق الطرفين ، فلكل شريك أن يفسخ العقد متى شاء بشرط حضور الطرف الآخر، فإن لم يتم الحضور فلا يتحقق الفسخ ولا يصبح له أهمية، وجواز الفسخ هنا مقيد بما إذا لم يترتب عليه ضرر فإن ترتب عليه الضرر منع من الفسخ حتى يزول المانع² .

¹ - محمد محمود العجلوني ، البنوك الإسلامية أحكامها - مبادئها - تطبيقاتها المصرفية ، مرجع سبق ذكره ، ص:226.

² - الغريب ناصر ، أصول المصرفية الإسلامية ، مرجع سبق ذكره ، ص:110

المبحث الثاني: صيغ التمويل بالمشاركة

هناك أشكال عديدة لصيغ التمويل بالمشاركة في البنوك الإسلامية و مع ذلك ثمة اختلاف في الآراء بين النظرية والتطبيق بالنسبة لترتيب أفضلية أشكال التمويل بالمشاركة ، وأيا كان أفضلها فإن جميعها يزوج بين العمل و رأس المال في التشغيل ، و تنطلق من هذا الأساس صور كثيرة من المشاركات مطبقة في الواقع العملي الممارس للبنوك الإسلامية تشمل على جميع أنواعها، وفي هذا المبحث سنتطرق إلى صور و أنواع المشاركات الموجودة و المطبقة في غالبية البنوك الإسلامية.

المطلب الأول: التمويل بالمشاركة الثابتة

يمكن تعريف المشاركة الثابتة بأنها: دخول البنك في رأس مال مشترك بحصة ثابتة لا تنتهي إلا بانقضاء عمر الشركة أو خروجه منها، ويوزع صافي ناتج نشاط المنشأة (ربحا أو خسارة) على الشركاء حسب مساهمة كل منهم في رأس المال.¹

ويقوم هذا النوع من التمويل بالمشاركة عن طريق قيام البنك الإسلامي بالمساهمة في رأس المال لأحد المشاريع الإنتاجية أو الخدمية مما يترتب عليه أن يكون المصرف شريكا في ملكية المشروع ومن ثم في إدارته و الإشراف عليه، فيستحق بذلك كل واحد من الشركاء نصيبه من الأرباح إن حصلت و يتم ذلك بحسب الإتفاق، أما في حالة الخسارة فتوزع هذه الخسارة كل بحسب مساهمته في رأس المال.²

و أحيانا يأخذ المشروع الممول شكلا قانونيا ثابتا مثل المساهمة أو التوصية بالأسهم أو البسيطة أو التضامن (حسب طبيعة المشروع وحجمه) فتحدد العلاقة بين البنك و بين الشريك أو الشركاء في ضوء هذا الإطار القانوني الإسلامي، فإذا كانت شركة مساهمة كان البنك مالكا لأسهم معينة تمكنه من التأثير في سياسة المشروع من خلال الجمعية العمومية أو مجلس الإدارة ، كما أن نصيبه في الناتج يتوقف على هذه الملكية.³

¹ - الغريب ناصر ، أصول المصرفية الإسلامية، مرجع سبق ذكره ،ص:111.

² - حيدر يونس الموسوي ، المصارف الإسلامية : أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري العلمية ،الأردن ،2011،ص:49.

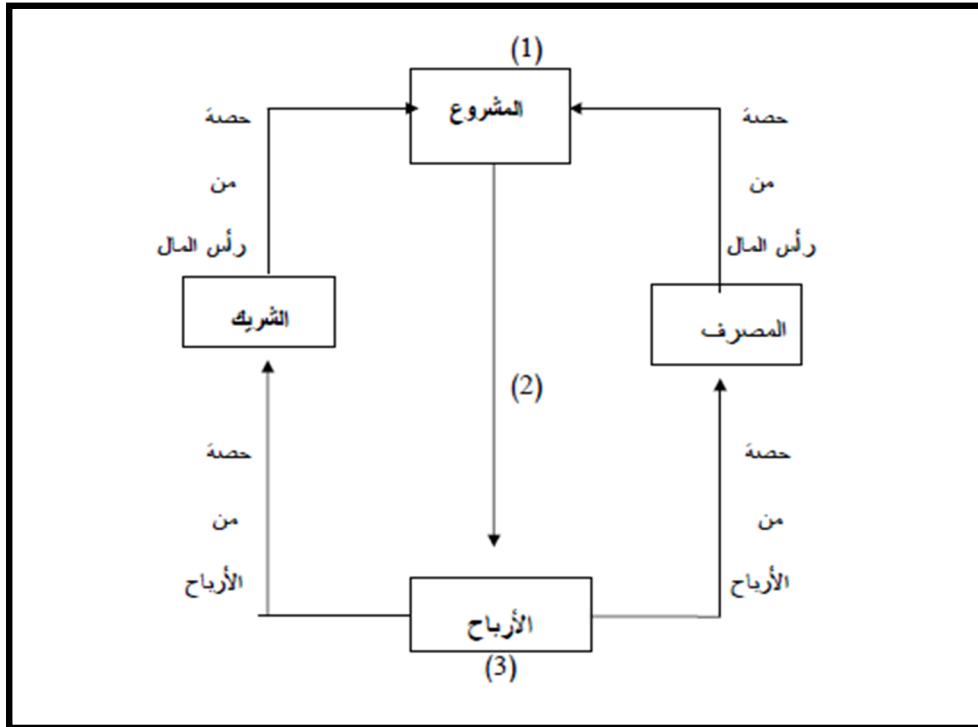
³ - الغريب ناصر، أصول المصرفية الإسلامية، المرجع أعلاه، ص:112.

و يمكن تقسيم المشاركة الثابتة إلى:

أولاً : المشاركة الثابتة المستمرة: يعتبر البنك فيها شريك في المشروع طالما أنه موجود يعمل ، وهذا النوع يجب أن يوضع في الإطار القانوني الذي يكفل له الإستمرار و عند ذلك تتحدد العلاقة بين الأطراف في ضوء القواعد القانونية الواردة على مثل هذه الأشكال القانونية و بما لا يتعارض مع الشريعة الإسلامية .

ثانياً :المشاركة الثابتة المنتهية: هي مشاركة ثابتة في ملكية المشروع و الحقوق المترتبة على ذلك إلا أن الإتفاق بين البنك و الشركاء ،تضمن توقيتاً معيناً للتمويل مثل دورة نشاط تجاري أو دورة مالية أو عملية مقاولات أو توريد صفقة معينة بالمشاركة أو غيرها ،ففي المشاركة الثابتة المنتهية، تكون الحقوق التي يحصل عليها البنك أو الواجبات التي يتحملها ثابتة لأن مشاركته ثابتة ،وتسمى منتهية لأن الشركاء حددوا للعلاقة بينهم أجلاً محدداً ،و هذا النوع يمكن أن يأخذ شكلاً قانونياً ثابتاً أو لا يأخذ¹.

الشكل(9) : يوضح المشاركة المصرفية الثابتة



المصدر: عبلة المسلف، الدور الاقتصادي للمشاركة المصرفية ،مذكرة لنيل شهادة الماجستير ،تخصص علوم اقتصادية ،جامعة منتوري قسنطينة ،2006 ،ص: 35

¹ - الغريب ناصر ، أصول المصرفية الإسلامية ،مرجع سبق ذكره ،ص:112.

يبدوا من خلال الشكل أعلاه أن المشاركة الثابتة تتم عبر ثلاثة مراحل وهي:¹

المرحلة 1: يتم من خلالها المشاركة في جمع رأس المال المطلوب لتمويل المشروع بين كل من البنك والشريك.

المرحلة 2: يتم تحصيل و حساب الأرباح الناتجة عن المشروع محل التمويل.

المرحلة 3: يتم من خلالها اقتسام أرباح المشروع بين البنك و الشريك كل حسب حصته في رأس المال.

ثالثا: الخطوات العملية للمشاركة الدائمة

1: الإشتراك في رأس المال

أ- البنك: يقدم جزء من رأس المال، المطلوب بصفته مشاركا و يفوض العميل (الشريك) بإدارة المشروع.

ب- الشريك: يقدم جزءا من رأس المال المطلوب للمشروع و يكون أمينا على ما في يده من أموال البنك.

2- نتائج المشروع: يتم العمل في المشروع من أجل تنمية المال، و قد يحقق المشروع نتائج إيجابية أو سلبية.

3- توزيع الثروة الناتجة من المشروع:

أ- في حالة حدوث خسارة فإنها تقسم على قدر حصة كل شريك.

ب- في حالة تحقق أرباح فإنها توزع بين الطرفين (البنك أو الشريك) بحسب الإتفاق .

4- مجالات التطبيق المشاركة الثابتة:

تعتبر المشاركة الأسلوب المناسب للإستثمار الجماعي في حياتنا الإقتصادية المعاصرة حيث تستخدمها البنوك الإسلامية المساهمة في رأس مال مشروعات جديدة أو قائمة كما أنها تقدم من خلال جزءا من تكاليف المشروعات يعادل نسبة مشاركتها في التمويل. وتوفر البنوك الإسلامية بهذا الأسلوب السيولة الكافية للعملاء على المدى الطويل و هي تمثل طرفا مشاركا فعلا في المشروع إذ تساهم في تحديد طرق الإنتاج ، و في ضبط توجهات المنشآت كما أنها تتابع و تراقب الأداء

¹ - علة المسلف ، الدور الاقتصادي للمشاركة المصرفية ،مرجع سبق ذكره ، ص:35.

و تشارك في نتائج النشاط من ربح أو خسارة، دون أن تثقل كاهل العميل بالديون والتزامات المالية فيكون مجبرا على تسديدها في كل الأحوال.¹

المطلب الثاني: التمويل بالمشاركة المتناقصة " المنتهية بالتمليك "

أولاً: مفهوم المشاركة المتناقصة

تعتبر المشاركة المتناقصة من الأساليب الجديدة التي استخدمتها البنوك الإسلامية و هي تختلف عن المشاركة الدائمة في عنصر واحد وهو الإستمرارية ،فالبنك الإسلامي في هذا الأسلوب يتمتع بكامل حقوق الشريك العادي و عليه جميع التزاماته، وأنه لا يقصد من التعاقد البقاء و الإستمرارية في المشاركة إلى حين انتهاء الشركة بل إنه يعطي الحق للشريك أن يحل محله في ملكية المشروع. وهي نوع من صيغ المشاركات التي تقوم بين المصرف و العميل الذي يكون من حقه أن يحل محل المصرف في ملكية المشروعات، إما بقيام العميل بتسديد مبلغ دفعة واحدة أو على دفعات و بحسب الشروط المتفق عليها بين الطرفين و طبيعة العملية التمويلية ،و يتم هذا النوع من التمويل على أساس عقد شراكة بين المصرف بوصفه الشريك الممول بجزء من رأس المال و العميل بوصفه شريكا ممولاً للجزء الآخر من إجمالي التمويل ، بالإضافة إلى تقديمه الجهد و العمل لإدارة المشروع و تنفيذه، و استنادا إلى هذا العقد من الشراكة تتناقص حصة البنك في المنشأة بصورة تدريجية كلما قام العميل بتسديد حصص متزايدة من أصل مبلغ تمويل البنك للمشروع وفي نهاية الأمر يصبح طالب التمويل أو الشريك ممتلكا بصورة كاملة².

و يصلح هذا النوع من التمويل في حالة رغبة الشريك في الإستثمار بالمشروع لنفسه بعد فترة من الزمن و فيه يكون من حق الشريك الممول أن يحل محل البنك في ملكية المشروع ،إما دفعة واحدة و إما على دفعات حسبما تقتضيه الشروط المتفق عليها و طبيعة العملية ،على أساس إجراء ترتيب منظم لتجنيب جزء من الدخل المتحصل كقسط لسداد قيمة الحصة .

و إطلاق لفظ المشاركة المتناقصة يشير إلى تبني رأي البنك الذي يمول، إذ أن مشاركته تتناقص كلما استرد جزء من تمويله ،و إن البعض يطلق على نفس النوع اسم "المشاركة المتناقصة بالتملك " و هنا

¹ - خالد خديجة ،خصائص و أثر التمويل الإسلامي على المشاريع الصغيرة و المتوسطة ،ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية و التحولات الاقتصادية ، واقع و تحديات ،حالة الجزائر ، ص:151.

² - حيدر يونس الموسوي ، المصارف الإسلامية: أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية ،مرجع سبق ذكره ، ص:49-50.

يكون إطلاق الإسم من وجهة نظر طالب التمويل أو الشريك لأنه سيتملك المشروع أو العملية في نهاية الأمر بعد أن يتمكن من رد التمويل إلى البنك، حيث أن طبيعة عمل البنوك الإسلامية ذات وظيفة تمويلية، لذا فإن المشاركة المتناقصة تناسب كلا البنوك و المتعاملين، و إن المشاركة المتناقصة المنتهية بالتملك هي الأكثر استخداما من المشاركة الثابتة، لأن غالبية المتعاملين يرغبون في الاستئثار بالمشروع لأنفسهم.¹

ثانيا: صيغ المشاركة المتناقصة:

تتخذ المشاركة المتناقصة ثلاث صيغ رئيسية هي

الصيغة الأولى : أن يتم الإتفاق بين البنك و عميله المشارك في المنشأة على أن يكون إحلال الشريك محل البنك بعقد مستقل تماما، يتم بعد إكمال عملية التعاقد الخاص بعملية المشاركة الأصلية، و تعطي هذه الصيغة الحرية الكاملة لكلا الطرفين، في التصرف ببيع حصته من رأس المال الشركة إلى الطرف الآخر أو إلى الغير .

الصيغة الثانية : أن يتم الإتفاق بين البنك و عميله المشارك على حصول البنك على حصة نسبية من صافي الدخل أو العائد المتحقق فعلا، مع حق البنك في الحصول على جزء من إجمالي الإيراد المتحقق فعلا في إطار مبلغ متفق عليه، ليكون ذلك الجزء مخصصا لسداد أصل ما قدمه البنك من تمويل.

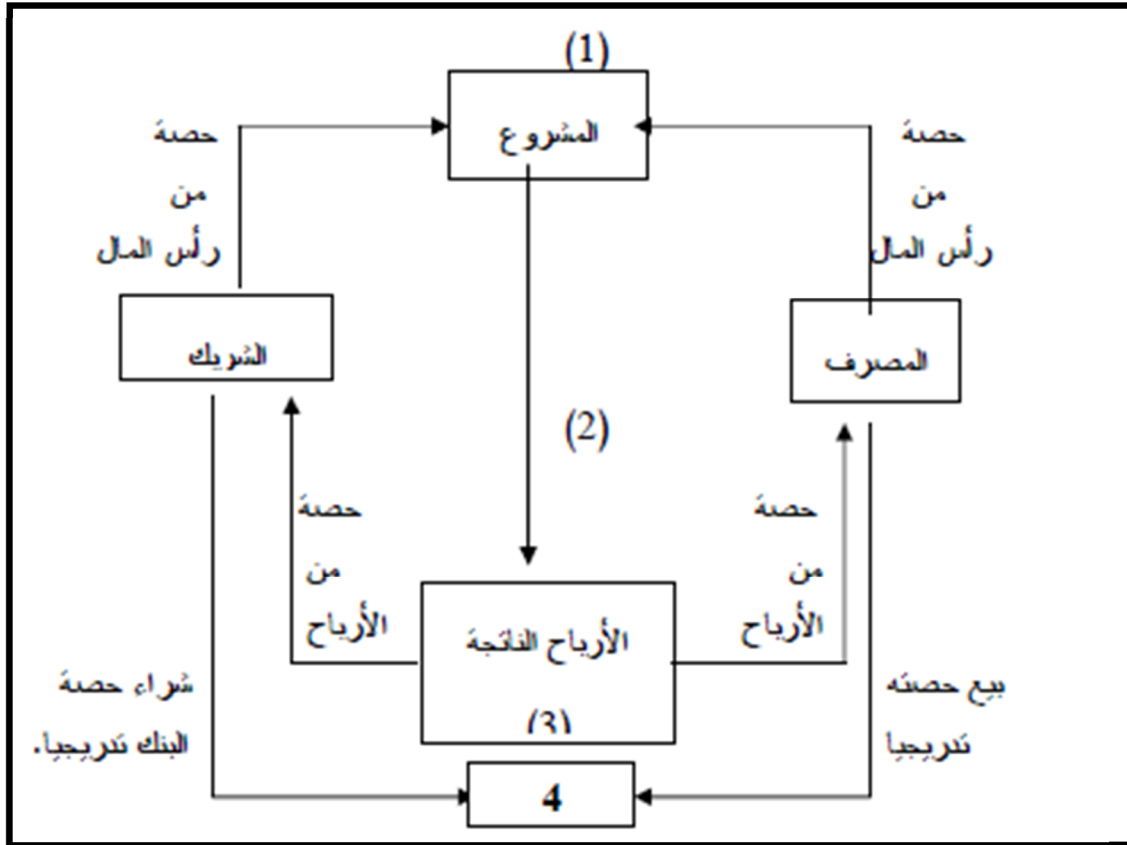
الصيغة الثالثة : تقوم هذه الصيغة على إتفاق كل من البنك و عميله المشارك على تحديد نصيب لكل منهما، بشكل أسهم محددة القيمة، يمثل مجموعها إجمالي قيمة المشروع أو العملية موضوع المشاركة و يحصل كل شريك على حصته من الإيراد المتحقق فعلا طالما كانت الشركة قائمة و تعمل. و يحق للعميل المشارك إذا ما رأى مناسبا، أو وفقا لرغبته، أن يشتري بعض الأسهم المملوكة للبنك في نهاية كل فترة أو سنة مالية، بحيث تتناقص أسهم البنك بشكل تدريجي بمقدار ما يشتري العميل المشارك من أسهم البنك، و تزداد حصة العميل المشارك بالتبعية إلى أن يمتلك كامل الأسهم، فتصبح ملكيته كاملة.

2

¹- إلياس عبد الله أبو الهيجاء، تطوير آليات التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص:65.

²- حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية:مدخل حديث، دار وائل للنشر، الأردن، 2010، ص:167.

الشكل (10): يوضح المشاركة المصرفية المتناقصة المنتهية بالتملك



المصدر: عبلة المسلف، الدور الاقتصادي للمشاركة المصرفية، مرجع سبق ذكره ص: 37

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن المشاركة المصرفية المنتهية بالتملك تمر بأربعة مراحل يمكن تلخيصها فيما يلي:

المرحلة الأولى: يتم من خلالها المشاركة في رأس المال المشروع من طرف البنك و العميل.

المرحلة الثانية: يتم من خلالها حساب الأرباح الناتجة عن المشروع محل التمويل.

المرحلة الثالثة: يتم من خلالها توزيع الأرباح بين الشريكين حسب ما تم الاتفاق عليه.

المرحلة الرابعة : يتم التنازل تدريجياً عن حصة البنك لصالح الشريك ، حيث تتناقص حصة البنك إلى أن تنعدم ، بينما تتزايد حصة الشريك إلى أن يصبح المشروع ملكاً له وحده¹.

و الملاحظ أن هذه العملية تسمى مشاركة متناقصة ، عندما ينظر إليها من جهة البنك لصالح الشريك على أساس أنه كلما إسترجع دفعة من أصل التمويل ، تقلصت بالمقابل نسبة مشاركته في المشروع و تسمى مشاركة متناقصة منتهية بالتملك ، عندما ينظر إليها من جهة المتعامل ، لأنه كلما دفع قسطاً من أصل التمويل زادت نسبة تملكه للمشروع ، إلى أن يقتنيه نهائياً عندما ينتهي من سداد مستحقات البنك عليه².

ثالثاً: الخطوات العملية للتمويل بالمشاركة المتناقصة³

1- الاشتراك في رأس المال :

أ- البنك: يقدم جزءاً من رأس المال المطلوب للمشروع ، بصفته مشاركا و يتفق مع العميل (الشريك) على طريقة معينة لبيع حصته في رأس المال تدريجياً.

ب- الشريك: يقدم جزءاً من رأس المال المطلوب للمشروع ، ويكون أميناً على ما في يده من أموال البنك.

2- نتائج المشروع: يتم العمل في المشروع من أجل تنمية المال ، وقد يحقق المشروع نتائج إيجابية أو سلبية.

3- توزيع الثروة الناتجة عن المشروع:

أ- في حالة حدوث خسارة فإنها تقسم حسب حصة كل شريك.

ب- في حالة تحقق أرباح فإنها توزع بين الطرفين (البنك و الشريك) حسب الاتفاق.

البنك: يعبر عن استعداده حسب الاتفاق لبيع جزء معين من حصة رأس المال.

الشريك: يدفع ثمن الجزء من حصة البنك ، و تنتقل إليه ملكية ذلك الجزء .

¹ - عيلة المسلف ، الدور الاقتصادي للمشاركة المصرفية ، مرجع سبق ذكره ، ص: 37.

² - عيلة المسلف ، الدور الاقتصادي للمشاركة المصرفية ، مرجع سبق ذكره ، ص: 38.

³ - خالد خديجة ، خصائص وأثر التمويل الإسلامي على المشاريع الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سبق ذكره ، ص: 152.

و تجدر الإشارة إلى أنه تتواصل هذه العملية إلى أن تنتهي مساهمة البنك في المشروع و ذلك بالتحويل على فترات لكامل ملكية رأس المال إلى العميل (الشريك) فيكون البنك قد حقق استرجاع أصل مساهمته بالإضافة إلى ما نابه من أرباح خلال فترة مشاركته .

رابعاً_ مجالات تطبيق المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك :

تصلح المشاركة المتناقصة القيام بتمويل المنشآت الصناعية و المزارع و المستشفيات و كل ما من شأنه أن يكون مشروعاً منتجاً للدخل المنتظم وهي تعتبر الأسلوب المناسب الصحيح لكافة عمليات الاستثمار الجماعية في عصرنا الحاضر حيث أنها:

1- بالنسبة للبنك: تحقق له أرباحاً دورية على مدار السنة.

2- بالنسبة للشريك: تشجعه على الاستثمار الحلال و تحقق طموحاته المتمثلة في انفراده بامتلاك المشروع على المدى المتوسط و ذلك بتخارج البنك تدريجياً .

3_ بالنسبة للمجتمع: تصحح المسار الاقتصادي بتطوير أسلوب المشاركة الإيجابي عوضاً عن علاقة المديونية السلبية وهي بذلك تحقق العدالة في توزيع النتائج.¹

خامساً: مثال يوضح صيغة المشاركة المتناقصة "المنتهية بالتملك"²

اشترك البنك الإسلامي مع عميل له في بناء مجمع تجاري على أرض العميل في موقع تجاري مميز بالشروط التالية:

_ يدفع البنك الإسلامي كامل تكاليف البناء المتوقعة بمبلغ 2900000 دينار و قد بلغت التكاليف الفعلية 300000 دينار دفعها البنك وحده.

_ القيمة العادلة لأرض العميل 100000 دينار.

¹ - خالد حديجة، خصائص وأثر التمويل الإسلامي على المشاريع الصغيرة و المتوسطة، مرجع سبق ذكره ، ص: 65.

² - حسين محمد سمحان، و آخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية ، المنظمة العالمية للتنمية الإدارية جامعة الدول العربية مصر، 2012، ص: 60.

توزع الإيرادات صافي الإيجارات بين الطرفين بنسبة الثلث للبنك الإسلامي وثلثين للعميل على التوالي و قد بلغ صافي الإيجارات الفعلية خلال السنوات الخمس الأولى كما يلي موضحة في الجدول:

| السنة | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| الربح | 80000 | 150000 | 200000 | 200000 | 200000 |

أما بدل الفروع (الخلو) فقد بلغ خلال السنة الأولى 150000 وفي السنة الثانية 2000 و الثالثة 2000 يسدّد العميل 80% من حصته من صافي الإيجارات للبنك سنويا حتى يمتلك المشروع وحده¹. و الجدول التالي: يلخص سير عملية المشاركة المتناقصة في بناء المجمع التجاري :

| السنة | رأس المال المشروع | مساهمة البنك في رأس المال المشروع | مساهمة العميل في رأس المال المشروع | الربح السنوي | حصة البنك من الأرباح | حصة العميل من الأرباح | المسدد للبنك |
|-------|-------------------|-----------------------------------|------------------------------------|--------------|----------------------|-----------------------|--------------|
| 1 | 400000 | 300000 | 100000 | 230000 | 57500 | 172500 | 138000 |
| 2 | 400000 | 162000 | 238000 | 170000 | 42500 | 127500 | 102000 |
| 3 | 400000 | 60000 | 340000 | 220000 | 55000 | 165000 | 60000 |
| 4 | 400000 | صفر | 400000 | 200000 | صفر | 200000 | صفر |

ملاحظات متعلقة بالأرقام التي تم إدراجها في الجدول :

- تم احتساب الربح السنوي في السنة الأولى بجمع قيمة الإيجارات إلى قيمة الخلو كما يلي:

$$230000 = 150000 + 80000 \text{ دينار.}$$

- وهكذا في السنوات الثانية و الثالثة .

- تم احتساب حصة البنك و العميل في الأرباح بضرب نسبة ربح كل منهم في صافي الإيرادات فكان

$$\text{ربح البنك في السنة الأولى} = 23000 \times 25\% = 57500.$$

$$\text{و ربح العميل في السنة الأولى} = 230000 \times 75\% = 172500 .$$

- و هكذا في باقي السنوات .

- تم احتساب المسدد للبنك في كل سنة عن طريق ضرب نسبة التسديد المتفق عليها في حصة العميل من

¹ -حسين محمد سمحان ،و آخرون ، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية ،مرجع سبق ذكره ، ص:62.

الأرباح فكان المبلغ الذي يسدده العميل للبنك في نهاية السنة الأولى = $172500 \times 80\% = 138500$ وهكذا باقي السنوات.

- تم احتساب مساهمة البنك في المشروع في كل سنة بعد السنة الأولى عن طريق طرح الحصة التي اشتراها المسدد للبنك من العميل _ من رأسمال البنك في بداية السنة :

- فكان رأسمال البنك في بداية السنة الثانية = $300000 - 138000 = 162000$

وفي بداية السنة الثالثة = $162000 - 102000 = 60000$

أما في السنة الثالثة فقد تم طرح مبلغ 60000 دينار فقط، لأنها رصيد البنك المتبقي الذي سيشتريه العميل.

_ تم احتساب رأسمال العميل في كل سنة من خلال جمع قيمة الأسهم التي اشتراها من البنك إلى أسهمه الحالية (جمع قيمة ما سدده للبنك إلى رأسماله في بداية السنة) فكان رأسمال العميل في بداية السنة الثانية = $138000 + 100000 = 238000$.

- تم احتساب نسبة ربح البنك (معدل العائد البسيط على استثمار البنك) في كل سنة عن طريق قسمة حصة البنك من الأرباح في السنة على رأسمال البنك في المشروع في بداية السنة فكان معدل العائد على استثمار البنك في نهاية السنة الأولى = $57500 \div 300000 = 20\%$

وفي نهاية السنة الثانية = $42500 \div 162000 = 30\%$... وهكذا أما معدل العائد على استثمار البنك في فترة المشاركة = $20\% + 30\% + 90\% \div 3 = 46.7\%$

وفي هذه الحالة تتم مقارنة 13% بنسبة المراجعة السائدة للحكم على نجاح أسلوب المشاركة مقارنة بأسلوب المراجعة بعد أخذ المخاطر بالاعتبار.¹

مثال (2): اشترك البنك الإسلامي مع خالد في إنشاء مصنع ألبان بالشروط التالية:

- يدفع البنك 150000 دينار و كذلك خالد من رأسمال المشروع البالغ 300000 دينار.
- توزع الأرباح مناصفة بين الطرفين.
- يتولى خالد إدارة المشروع .
- في حالة وجود خسائر فإنها تخصم مباشرة من رأسمال المشروع و لا يتم تدويرها.

¹ - حسين محمد سمحان، و آخرون،، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص:62.

- يسدد خالد للبنك ما نسبته 70% من أرباحها حتى تتحول ملكية المشروع بالكامل له. فإذا باشر المصنع عمله و كانت نتائج أعماله في السنوات الخمس الأولى كما يلي:
خسارة (10000) دينار، ربح 40000 دينار، ربح 90000 دينار، خسارة (3000) دينار، ربح 100000 دينار.

الجدول التالي يبين سير عملية المشاركة المذكورة في البنك الإسلامي:

جدول: يوضح سير عملية المشاركة المتناقصة المنتهية بالتملك بين البنك الإسلامي و خالد في مصنع ألبان:

| السنة | رأسمال المصنع | رأسمال البنك | رأسمال خالد | الأرباح(الخسائر) | حصة البنك من الأرباح %50 | حصة خالد من الأرباح | المسدد للبنك |
|-------|---------------|--------------|-------------|------------------|--------------------------|---------------------|--------------|
| 1 | 300000 | 150000 | 150000 | (10000) | (5000) | (5000) | 0 |
| 2 | 2290000 | 145000 | 145000 | 40000 | 20000 | 20000 | 14000 |
| 3 | 290000 | 131000 | 159000 | 90000 | 45000 | 45000 | 31500 |
| 4 | 290000 | 99500 | 190500 | (3000) | (1030) | (1970) | 0 |
| 5 | 287000 | 98470 | 188530 | 100000 | 50000 | 50000 | 35000 |

المطلب الثالث: المشاركة في تمويل صفقة معينة :

أولاً: تعريف المشاركة في تمويل صفقة معينة :

و هي اشتراك البنك الإسلامي مع أحد التجار أو إحدى المنشآت في تمويل صفقة معينة على أن يتقاسم الربح بنسب معينة، فيتم تصفية الصفقة و احتساب حصة كل طرف من الأرباح وتسليمها له بعد إعادة رأسماله له ، و بهذا تنتهي الشركة ، و مثال ذلك اشتراك البنك مع أحد المقاولين في تنفيذ عطاء بناء مجمع تجاري أو اشتراكه مع أحد تجار المواد الغذائية في استيراد مواد غذائية معينة تحتاجها البلد لصالح الحكومة أو لصالح المنشآت الاستهلاكية المدنية أو العسكرية.¹

¹-محمود حسين الوادي ،حسن محمد سمحان ،المصارف الإسلامية:الأسس النظرية و التطبيقات العملية ،مرجع سبق ذكره نص:197.

ضمن هذا النوع تكون المشاركة في عمليات تجارية أو استثمارية مستقلة عن بعضها البعض حتى بالنسبة للمشروع الواحد، و تختص بنوع أو عدد معين أو عدد محدد من السلع، و يتم حساب الأرباح و الخسائر و نصيب كل طرف فيها طبقاً للاتفاق، الذي يجب أن يتضمن صراحة شروط و كيفية الحساب و التوزيع و يستعمل المصرف الإسلامي هذا النوع من المشاركة حيث عادة يطلب مساهمة مالية من الشريك تتراوح بين 25% و 40% تبعاً لنوع الصفقات فقد تتعلق بالسوق المحلية أو السوق الأجنبية و تشبه عملية الصفقة المعينة عملية التمويل المؤقت لبعض المشاريع القائمة أو جزء من نشاط مشاريع جديدة لفترة معينة¹

ثانياً: أهم خصائص المشاركة في تمويل صفقة معينة

و تتضمن المشاركة في تمويل صفقة معينة الخصائص التالية:²

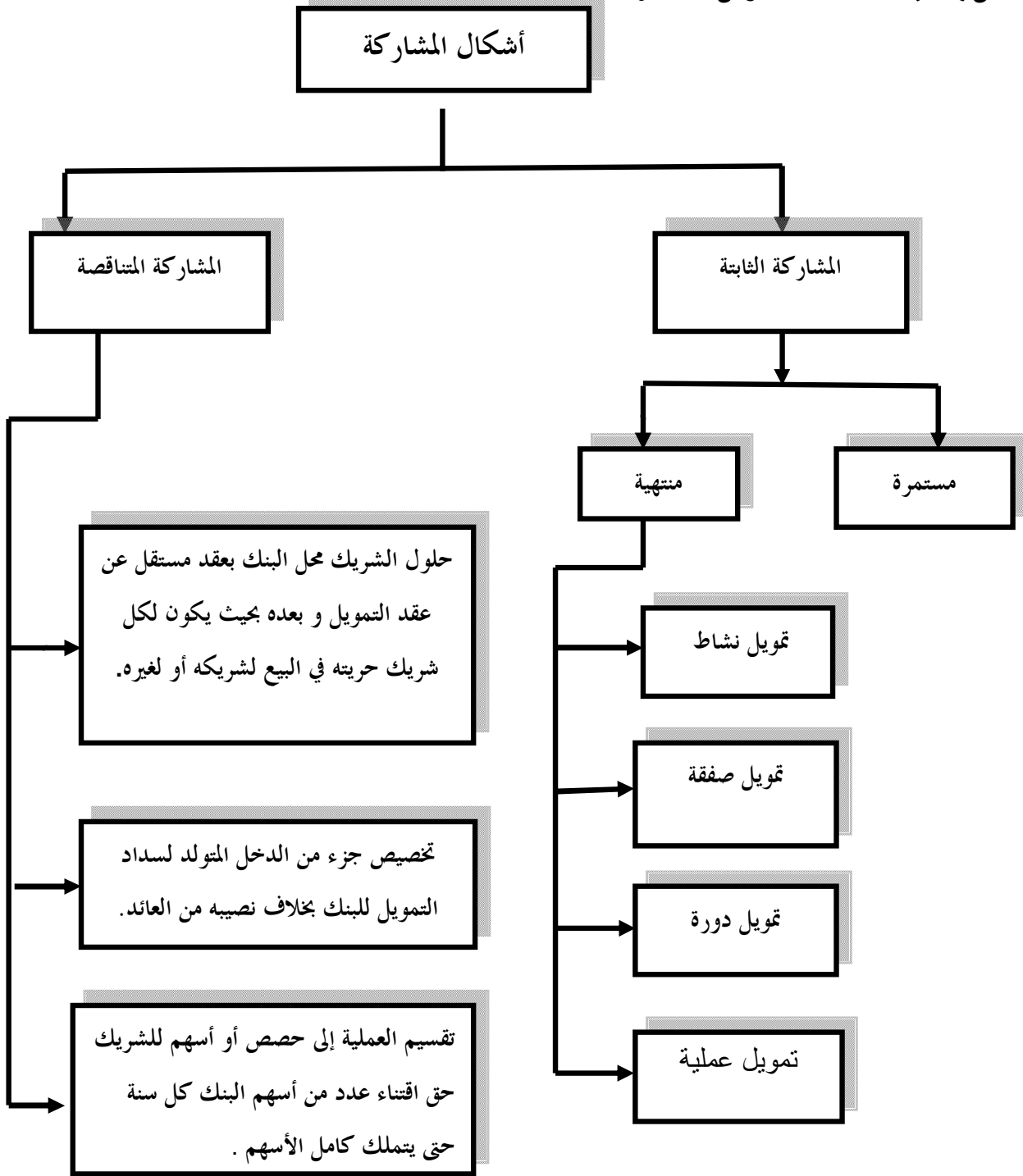
- 1- وهذا النوع من المشاركة يدخل فيه البنك الإسلامي شريكاً في عملية تجارية أو استثمارية واحدة مستقلة عن غيرها من عمليات التجارة أو الصناعة أو الزراعة في أي مشروع، و تختص بعدد محدد من السلع أو وسائل الإنتاج.
- 2- و يتضمن اتفاق الشراكة مساهمة كل من البنك و الطرف الآخر بنسبة معينة من رأس مال الصفقة .
- 3- يتضمن اتفاق الشراكة حصة كل من البنك و الشريك الآخر في الأرباح و الخسائر .
- 4- يتم تخصيص جزء من الأرباح للشريك مقابل قيامه بإدارة عملية المتاجرة أو الإنتاج و التسويق .
- 5- تنتهي المشاركة بنقل ملكية الصفقة عن طريق البيع أو أي تصرف ناقل للملكية.
- 6- من مزاياها أنها تجعل دورة رأس المال أكثر سرعة، نتيجة لسرعة تصفية هذا النوع من العمليات و حيث يعيد البنك استخدام رأس المال مرة ثانية.
- 7- من مزاياها كذلك توزيع المخاطر بين البنك و المشاركين و تقليل المخاطر بسبب تنوع و توزيع العمليات.

يمكن من خلال الشكل التالي تصوير أشكال المشاركة:

¹- عيلة المسلف ، الدور الاقتصادي للمشاركة المصرفية ،مرجع سبق ذكره ،ص:36.

²- محمد عبد الرؤوف حمزة المشاركة في الشريعة الإسلامية،مرجع سبق ذكره ،ص:11.

الشكل (11): أشكال التمويل بالمشاركة



المصدر: الغريب ناصر، أساسيات فى الاستثمار والتمويل بالمصارف الإسلامية، إتحاد المصارف العربية لبنان، 2002، ص: 143.

المبحث الثالث: أثر التمويل بالمشاركة على قيمة المنشأة

تعد المشاركة من أشكال التمويل التي أحدثت تغيراً جوهرياً في شكل العلاقة بين الممول والمستثمر من دائن ومدين في النظام التقليدي إلى شركاء في المشروعات.

المطلب الأول: آثار التمويل بالمشاركة

- إن أهم ما يترتب على التمويل بالمشاركة : هو إلغاء التكلفة التي تتحملها المشروعات عند توظيف واستثمار الأموال عن طريق الفائدة فتصبح تلك التكلفة مساوية للصفر ومعلوم أنه كلما قلت تكاليف التمويل كلما اتسعت دائرة الإستثمار ، وينعكس ذلك على تكاليف إنتاج السلع والخدمات وعلى القدرة الشرائية ، ودرجة رواج في السوق مما يؤدي إلى توفير المناخ وتحديد حافز الاستثمار.¹

- نظراً لأن الخسارة يتحملها جميع الشركاء فهي تحتمل جميعاً على العمل لإنجاح المشروع.²

- توزيع مخاطر المشروع بين مجموعة من المستثمرين الذين يمثلهم البنك والأطراف الأخرى المشاركة في المشروع مما يشجع على الاستثمار في المشاريع المختلفة.³

- يمتاز التمويل بالمشاركة بأنه أكثر ضماناً لتحقيق النجاح للمشروعات الصغيرة، لأن دراسة الإقتصادية التي بعدها البنك تعبر عن مدى أهمية هذه المشروعات وتوفر أسباب نجاحه قبل الشروع في تمويلها بإحدى صيغ المشاركة، وهذا يزيد من قدرة المنشآت الصغيرة على التقدم والنمو ويقلل من احتمالات الفشل .

- تستفيد المنشأة من الدعم العملي الذي يقدمه الممول الأمر الذي يعطي ضمانات لنجاح المشروعات

- لا يعتمد التمويل بالمشاركة على كثير من الضمانات التي يتطلبها التمويل بالإقراض حيث تقف هذه الضمانات حجر عثرة أمام صغار المستثمرين فهم لا يستطيعون تلبية كافة الضمانات والشروط التي تتطلبها مؤسسات الإقراض .

¹ -www.kantakji.com/media/3856/630.pdf

² -محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية (أحكامها، مبادئها، تطبيقاتها المصرفية)، مرجع سبق ذكره، ص:229.

³ -حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص:168.

-مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري¹.

-منح ثقة أكبر: فصيغة التمويل بالمشاركة تمكن المنشأة الصغيرة والمتوسطة من الحصول على تمويل نقدي من جهة وتمويل غير نقدي بصور شتى خاصة سمعة البنوك الإسلامية المشاركة في المشروع مما يمنح المشروع ثقة المتعاملين زبائن كانوا أو موردين.

المطلب الثاني: مخاطر التمويل بالمشاركة

أولا :بالنسبة لطالب التمويل

-الحقوق المتولدة للمخاطرين عن المشاركة (كالمشاركة في القرارات والتدخل في توجيه مسار المشروع)

- أحيانا يطلب الممول مبلغ مرتفع من الأرباح في حالة نجاح المشروع.²

ثانيا: بالنسبة للممول

-يمكن أن تنسب أخطار صيغة المشاركة إلى مجموعة من المصادر مثل الأموال طويلة الأجل ليستطيع البنك توجيه استثماراته دون تصفية مشاركته سريعا.

- كما أن عدم وجود الكوادر البشرية العاملة في البنوك الإسلامية ، والتي ليس لها القدرة على التخطيط الاستراتيجي لاستخدامات الأموال ، أو اختيار المشروعات والفرص يمكن أن يكون مصدرا للخطر.

-يمثل الشكل القانوني للشركة أحد مصادر الخطر أيضا، فعندما تكون المشاركة قائمة على حصص قابلة للتداول والبيع، فإن ذلك يقلل المخاطر، أما عندما لا يسمح بتداولها فإن المخاطر تزيد.

-بالإضافة إلى أن هناك مخاطر تنشأ عن الفشل في التقييم الدقيق لعمليات المشارك.

- المخاطر الناتجة عن ضعف الأداء من جانب الشريك، أو عدم دراسة المشروع دراسة جيدة.

¹ -www.kantakji.com/media/3856/630.pdf

² - صبودة إناس، القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية (مذكرة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة ، جامعة محمد بوقرة ، الجزائر ، 2009 ، ص:87.

- المخاطر الناتجة عن عدم دفع الشريك نصيب البنك من الأرباح، أو التأخر في دفعها.
- المخاطر الناتجة عن تلف البضاعة تحت يد الشريك.
- المخاطر الناتجة عن تجاوز المدة الكلية للتمويل دون إتمام الصفقة.
- طول فترة التنفيذ التي تؤدي الى ارتفاع التكلفة .
- اجراء تعديلات جوهرية أثناء فترة التنفيذ لم تكن مدرجة في الدراسة الأصلية للمشاركة .
- عدم إمكانية بيع حصة المشاركة¹.

المطلب الثالث: الفرق بين التمويل التقليدي والتمويل بالمشاركة

أولاً: سعر الفائدة

1- إطار صيغة المشاركة الإسلامية إطار لا مجال فيه للتعامل بسعر الفائدة كأداة لتنظيم النشاط الاقتصادي إضافة إلى ذلك فإنها قضية مشاركة يقبل فيها الشركاء كلا من الربح والخسارة. أما فيما يتعلق بالتمويل التقليدي فإن عنصر الفائدة أساسي ويعتبر كضمن للاقتراض رأس المال الذي يمنح في شكل ائتمان أو قرض، في هذه الحالة فإن الفائدة تحدد وفقاً للمدة التي يقترض فيها المال وكلما كانت الفترة طويلة كلما كان سعر الفائدة عالياً وهذا الاختلاف بين الصيغتين هو من أهم الاختلافات الأساسية.

ثانياً: الموارد المالية

- 1- إن صيغة المشاركة يمكن تطبيقها داخلياً طالما أن النظام البنكي إسلامي ويسير وفقاً للشريعة الإسلامية أما إذا كان النظام البنكي تقليدياً فلا سبيل إلى تطبيق صيغة المشاركة .
- 2- إن الائتمان التقليدي يحتاج إلى الضمانات والرهنات أو توفير نوع من المقابل أو ضمانات شخصية كشرط للحصول على الائتمان، وفي حالة الائتمان التقليدي فإن البنك ليس عليه التزام بالمشاركة في أي عملية مشتركة، أما في حالة صيغة المشاركة فإن البنك يستطيع أن يطبق الصيغة بينه وبين الشريك العميل .

¹-محمد محمود الكاوي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية، المكتبة العصرية، مصر، 2012، ص:45.

ثالثا: عنصر الربح

لاشك أن أمر الربح مهم في كلا الصيغتين بل و مطلوب، وعنصر الربح هام من أجل عملية التراكم الرأسمالي في كلا الصيغتين ولكن الفرق الأساسي يكمن في الطريقة التي يتحقق بها الربح في كل صيغة.¹

1- ففي صيغة المشاركة فإن الربح يتحقق في إطار مشاركة بين طرفين يتقاسمان الربح، أما في حالة التمويل التقليدي فإن الإقراض يتم عن طريق منح قرض بتكلفة معينة (فائدة) وفي هذه الحالة فإن كل ما يهم الجهة المانحة للقرض هو استعادة الأموال الممنوحة للعميل إضافة إلى فوائدها.

2- الربح في التمويل بالمشاركة ربح حقيقي لأنه ناتج عن زيادة في عناصر الإنتاج بينما في التمويل التقليدي ربح وهمي.

رابعا: عنصر الخسارة

1- الدائن في التمويل التقليدي لا يضمن، أي لا يتحمل أي خسارة، في حين أن المالك الممول في التمويل بالمشاركة يضمن، أي يتحمل الخسارة.

خامسا: طبيعة نشاط الإستثمار

1- يقتصر التمويل بالمشاركة على الأعمال الموافقة للشرع بينما يمكن تمويل أي نوع من الأعمال في التمويل التقليدي.

2- يشترط في التمويل بالمشاركة التركيز على المشاريع التي تمتاز فيها عناصر الانتاج بينما لا يشترط ذلك في التمويل التقليدي .

سادسا: طبيعة التمويل

1- يتم التمويل بالمشاركة عن طريق النقود أو عن طريق الأصول الثابتة بينما في التمويل التقليدي يكون التمويل عن طريق النقد فقط.²

¹-علي عبد الله علي، إدارة الأصول ومخاطر التمويل في العمل المصرفي التقليدي والإسلامي، اتحاد المصارف العربية ، 2002، ص:251 .

² -web.macam.ac.il/~tawfieq/economic/tamweel.pdf

خلاصة:

تبرز المشاركة كصيغة تمويلية قائمة بحد ذاتها في الإقتصاد الإسلامي بصفة عامة، و في البنوك الإسلامية بصفة خاصة، حيث تتميز المشاركة بتعدد أشكالها و تنوعها مما يمنحها درجة عالية من المرونة، و يمكنها من إشباع رغبات كافة العملاء و المستثمرين المختلفة، خاصة مع وجود عدة أوراق مالية قائمة على صيغة التمويل بالمشاركة، و ما يوفره ذلك من سيولة لمختلف المتعاملين معها .

وتوجد اختلافات جوهرية بين مفهومي الربح و الفائدة حيث فرق الاقتصاديون بين مفهوم الربح باعتباره عائد المنظم، ومفهوم الفائدة باعتبارها عائد المال، أما في الإقتصاد الإسلامي، فيستعمل الربح للدلالة على نماء رأس المال الناتج عن ممارسة التجارة و تستعمل الفائدة للدلالة على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع عروض الفنية .

__ تلعب المشاركة البنكية الإسلامية دورا هاما بالنسبة لمختلف الأطراف المتعاملة بها:

فبالنسبة للبنوك الإسلامية، فتمنحها قدرة أكبر على تجميع الأرصدة النقدية، و استخدامها الاستخدام الأمثل و بالتالي زيادة عوائدها، بالإضافة إلى أن التمويل بالمشاركة يساعد البنوك الإسلامية على تجنبها أزمات عدم القدرة على السداد و معالجة الديون .

أما بالنسبة لأصحاب المال فإن التمويل بالمشاركة يسمح لهم بالحصول على الربح العادل بمعدل مستقر. أما بالنسبة لأصحاب الأعمال، فالمشاركة البنكية توفر لهم عدة مزايا، تتمثل في الإستفادة من تجربة البنك و خبرته، مضاعفة القوة الإنتاجية، العدالة في التوزيع. وعليه المشاركة تحتل مكانة مميزة و أهمية كبرى من الناحية النظرية.

الخاتمة

الخاتمة :

يعتبر قرار التمويل من القرارات الهامة التي تسعى من خلاله المنشأة إلى تحقيق أهدافها والتي تركز أساسا في تعظيم قيمتها السوقية، وذلك عن طريق المفاضلة بين مصادر التمويل من أجل اختيار الهيكل المالي المناسب الذي يخفض التكاليف والمخاطر ويعظم العائد.

وقد تباينت الآراء والمدخل حول تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة، وفي الواقع تمثل قضية الهيكل المالي وتأثيره على القيمة السوقية للمنشأة أحد القضايا الهامة في نظرية التمويل، وربما من القضايا التي نالت اهتماما نظريا وتجريبا عما سواها من جانب الدارسين في مجال التمويل.

ويعتبر التمويل بالمشاركة من الأساليب التمويلية الإسلامية التي تهدف إلى توفير الأموال اللازمة لمختلف القطاعات وبمختلف الآجال، وتنعكس أهميته خصوصا على المنشآت الصغيرة والمتوسطة.

نتائج البحث:

توصلنا من خلال دراستنا لهذا الموضوع إلى مجموعة من النتائج نستعرضها في هذه النقاط:

- 1- يتم التعرف على احتياجات المنشأة وذلك لغرض تحديد حجم الأموال المطلوبة .
- 2- للمنشأة عدة مصادر لتمويل احتياجاتها، معرفة مزايا وعيوب كل منها وكذا تكلفة كل مصدر منها يساعدها على انتقاء أهمها، بما يلائم ونشاط المنشأة .
- 3- يخضع تحديد مصادر التمويل إلى مجموعة من العوامل المرتبطة بخصائص المنشأة وبيئتها الخارجية نذكر من بينها حجم المنشأة، معدل النمو، طبيعة القطاع الذي تنشط فيه...إلخ .
- 4- يتم اختيار الهيكل المالي للمنشأة الذي يتناسب مع واقعها والمحيط الذي تنشط فيه بما يحقق أعلى عائد وأقل مخاطرة عندها نكون بصدد الهيكل المالي الأمثل .

5- هنالك اختلاف في الآراء والمداخل حول تأثير الهيكل المالي على قيمة المنشأة .

6- يقدم التمويل بالمشاركة الأموال و الاستشارات للمنشآت المستقبلية للتمويل.

إثبات صحة الفرضيات:

الفرضية الأولى: تتمثل الفرضية الأولى في أن الاحتياجات المالية هي التي تحدد مصادر التمويل ولم تتحقق صحة الفرضية لأن المنشأة تحدد احتياجاتها لغرض تحديد حجم الأموال المطلوبة، وتحديد شكل التمويل المرغوب فيه.

الفرضية الثانية: أما فيما يتعلق بالفرضية الثانية والتي مفادها أن المنشأة تعتمد على الهيكل المالي وفقاً لتكلفة مصادر التمويل التي تحقق أكبر عائد وأقل درجة مخاطرة. فقد تحققت صحة هذه الفرضية، حيث أن المنشأة تختار مصادر التمويل التي تحقق لها أكبر عائد بأقل التكاليف والمخاطر.

الفرضية الثالثة: توجد عدة عوامل تؤثر في اختيار المنشأة لمصادر تمويلها منها المرونة والخطر، الملائمة التكلفة وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة .

الفرضية الرابعة: هنالك نظريات تؤكد على أن اختيار مصادر التمويل يؤثر على قيمة السوقية للمنشأة ، وهنالك نظريات تنفي أية علاقة بين مصادر التمويل والقيمة السوقية للمنشأة، إذن الفرضية الرابعة صحيحة في بعض الحالات ، وخاطئة في البعض الآخر .

التوصيات :

يمكننا الخروج بالتوصيات التالية :

- يجب على الدولة أن تحرر الاقتصاد وبالتالي الاتجاه نحو تحرير الأسواق المالية ، مما سيسمح بظهور وسائل جديدة للتمويل .

- التخفيف من شروط دخول البورصة وفتح السوق المالي أمام المنشآت، بهدف تفعيل حركة السوق المالية والوصول إلى أسواق مالية ذات كفاءة .

-تشجيع التمويل بالمشاركة لما له من تأثير إيجابي خصوصا على المنشآت الصغيرة والمتوسطة.

صعوبات البحث:

نشير في الأخير إلى بعض الصعوبات التي واجهتنا في إعداد هذا البحث والتي تتمثل في :

-أغلبية المنشآت الجزائرية غير مدرجة في السوق المالي، إضافة إلى أن السوق المالي الجزائري غير نشطة.

-ندرة البنوك الإسلامية وعدم وجود ثقافة التمويل بالمشاركة .وهذا ما أدى إلى عرقلة إجراء الدراسة الميدانية .

آفاق البحث:

إن البحث في مجال تمويل المنشأة لايزال واسعا، إذ يمثل كل مصدر تمويلي موضوع يمكن التعمق فيه كما لاتزال بعض النقاط مجهولة أن تكون مواضيع لبحوث أخرى وإشكالية تنظر المعالجة والتي نذكر منها مايلي :

-آليات التمويل بالمشاركات واثرها على قيمة المنشأة.

-تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمنشأة .

قائمة المراجع

قائمة المراجع :

الكتب :

- 1_ أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الاقتصادية ، دار العلوم ، الجزائر ، 2008.
- 2_ أحمد محمد غنيم ، الإدارة المالية :مدخل تحول من الفقر إلى الشراء ، المكتبة العصرية ، مصر ، 2008.
- 3_ السعيد فرحات جمعة ، جاد الرب عبد السمح ، الإدارة المالية المعاصرة ، المكتبة المعاصر ، مصر ، 2001.
- 4_ إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، التسيير المالي :الإدارة المالية ،دروس و تطبيقات ، دار وائل ،الأردن 2006.
- 5_ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات المالية ،دار اليازوري ،الأردن 2010.
- 6_ أحمد صبحي العيادي ،إدارة العمليات المصرفية و الرقابة عليها ،دار الفكر ،الأردن ،2010.
- 7_ الغريب ناصر،أصول المصارف الإسلامية ،حقوق الطبق و النشر محفوظة للمؤلف ،مصر ،2002.
- 9_ عمر صخري ،اقتصاد مؤسسة ،ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر ، 2003 .
- 10_ شقيري النوري موسى ،إدارة الاستثمار ،دار المسيرة ،الأردن ،2012.
- 11_ حمزة محمود الزبيدي ،أساسيات الإدارة المالية ،مؤسسة الوراق ،الأردن ، 2006 .
- 12_ حمزة محمود الزبيدي ،الإدارة المالية :التحليل المالي للمشروعات ،الدار الجامعية ، مصر 2003.
- 13_ عبد الستار الصباح ،سعود العامري ، الإدارة المالية (أوطر نظرية و حالات عملية) ،دار وائل الأردن ، 2007 .
- 14_ عدنان تايه النعيمي ،ياسين كاسب خرشة ،أساسيات الإدارة المالية ،دار المسيرة،الأردن ،2007.
- 15_ عدنان تايه النعيمي،أرشد فؤاد التميمي ،الإدارة المالية المتقدمة ،دار اليازوري ،الأردن ، 2009 .
- 16_ عدنان تايه النعيمي ،و آخرون ،الإدارة المالية (النظرية و التطبيق) ،دار المسيرة ،الأردن ،2011.
- 17_ عاطف وليم أندراوس ،التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات ،دار الفكر الجامعي ،مصر ، 2008.
- 18_ مفلح محمد عقل ، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي ، دار أجاندين ، السعودية ،2006.
- 19_ محمد صالح الحناوي ،جلال إبراهيم العبد ،الإدارة المالية مدخل القيمة و اتخاذ القرارات ،الدار الجامعية ،مصر 2002 .
- 20_ محمد فاتح محمود بشير المغربي ،تمويل المؤسسات المالية ،الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ،مصر ،2011.

- 21_ مصطفى كمال السيد طایل ،البنوك الإسلامية و المنهج التمويلي ،دار أسامة ،الأردن ،2012.
- 22_ محمد محمود العجلون،البنوك الإسلامية :أحكامها - مبادئها - تطبيقاتها المصرفية ،دار المسيرة ،الأردن 2010.
- 23_ فايز تيم ،مبادئ الإدارة المالية ، الطبعة الثانية ،إثراء للنشر و التوزيع ،المملكة العربية السعودية ، 2011.
- 24_ جميل أحمد توفيق ،علي الشريف ،الإدارة المالية ،الدار الجامعية ،لبنان ،1988 .
- 25_ جميل أحمد توفيق ،أساسيات الإدارة المالية ،دار النهضة العربية ،لبنان .
- 26_ عبد الغفار حنفي ،رسمية قريبا قص ،أساسيات الإستثمار و التمويل ، مصر ،2000 .
- 27_ عبد الغفار حنفي،رسمية زكي قريبا قص ،مدخل الإدارة المالية ،الدار الجامعية ،مصر،2002.
- 28_ عبد الغفار حنفي ،أساسيات الإدارة المالية (دراسة الجدوى)،الدار الجامعية الجديدة ، مصر ،2003.
- 29_ عبد الغفار حنفي ،رسمية قريبا قص ،أساسيات التمويل و الإدارة المالية ،الدار الجامعية ،مصر ،2004.
- 30_ قاسم نايف علوان ،إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق ،دار الثقافة ،الأردن ،2012 .
- 31_ محمد سعيد عبد الهادي ، الإدارة المالية ،دار حامد ،الأردن ،2008.
- 32_ عبد الوهاب يوسف أحمد ، التمويل و إدارة المؤسسات المالية ،دار حامد ،الأردن ،2008 .
- 33_ طارق الحاج ، مبادئ التمويل ،دار صفاء ،الأردن ،2010 .
- 34_ دريد كامل آل شيب ،الإدارة المالية المعاصرة ، دار المسيرة ،الأردن ،2009 .
- 35_ محمد صالح الحناوي ،أساسيات الإدارة المالية ،الدار الجامعية ،مصر ،2001 .
- 36_ منير ابراهيم الهندي ،الإدارة المالية تحليل معاصر ،المكتب العربي الحديث ،مصر،2011.
- 37_ منير ابراهيم الهندي ،الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ،منشأة المعارف ،مصر 1998.
- 38_ منير شاكر محمد و آخرون ،التحليل المالي مدخل صناعة القرار ،دار وائل للنشر ،الأردن ،2008.
- 39_ عاطف جابر ،طه عبد الرحيم،أساسيات التمويل و الإدارة المالية ،الدار الجامعية ،مصر ،2010 .
- 40_ جميل أحمد توفيق ، أساسيات الإدارة المالية ،دار النهضة العربية ،بيروت .
- 41_ سمير محمد عبد العزيز ،اقتصاديات الاستثمار و التمويل و التحليل المالي ،مكتبة الإشعاع،مصر 1997.

- 42_ حسين محمد سمحان ،محمد حسين الوادي ،المصارف الإسلامية ،الأسس النظرية التطبيقات العلمية ،دار المسيرة ،الأردن ،2012.
- 43_ حيدر يونس الموسوي ،المصارف الإسلامية :أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية ،دار اليازوري العلمية ،الأردن ،2011.
- 43_ حربي محمد عريقات ،سعيد جمعة عقل ،إدارة المصارف الإسلامية مدخل حديث ،دار وائل ،الأردن ، 2010.
- 44_ حسين محمد سمحان ، و آخرون ،إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية ،جامعة الدول العربية مصر ،2012 .
- 45_ محمد محمود المكاوي ،إدارة المخاطر التمويل في البنوك الإسلامية ،المكتبة العصرية ،مصر،2012.
- 46_ علي عبد الله علي ،إدارة الأصول و مخاطر التمويل في العمل المصرفي التقليدي و الإسلامي ،إتحاد المصارف العربية ،2002.
- ب- أطروحات الدكتوراه و رسائل جامعية :
- 1_ إلياس عبد الله أبو الهجاء ،تطوير آليات التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية ،مذكرة لنيل شهادة الماجستير ،تخصص مصارف إسلامية ،جامعة اليرموك ،1988.
- 2_ بسام محمد الأغا ،أثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار ،مذكرة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال ،كلية التجارة بالجامعة الإسلامية ،غزة ،2005 .
- 3_ بور بيعة غنية ،بومدين يوسف ،محددات إختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة ،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ،علوم التسيير تخصص مالية المؤسسات ،جامعة الجزائر 3،الجزائر ،2012.
- 4_ سمية لزغم ،أثر الهيكل المالي تعلق القرارات المالية في المؤسسة الصغيرة و المتوسطة ،مذكرة لنيل شهادة الماجستير تخصص مالية المؤسسة جامعة قاصدي مرباح ،الجزائر ،2012.
- 5_ زغود تبر ،محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية ،مذكرة لنيل شهادة الماجستير تخصص مالية المؤسسة ،جامعة قاصدي مرباح ،ورقلة ،2009.
- 6_ صيود إيناس ،القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية ،مذكرة لنيل شهادة الماجستير تخصص مالية المؤسسة ،جامعة أحمد بوقره ،الجزائر ،2009 .
- 7_ محمد عبد الرؤوف حمزة ،المشاركة في الشريعة الإسلامية ،مذكرة لنيل شهادة الماجستير ،تخصص الاقتصاد و المصارف الإسلامية ،جامعة سانت كليمنتس ،الإمارات ،2007.
- 8_ عبلة المسلف ،الدور الاقتصادي للمشاركة المصرفية ،مذكرة لنيل شهادة الماجستير ،تخصص العلوم الاقتصادية ،جامعة منتوري قسنطينة ،كلية العلوم الاقتصادية ،2006.

ج- أبحاث وملتقيات:

- 1_ خالد خديجة، خصائص و أثر التمويل الإسلامي على المشاريع الصغيرة و المتوسطة، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية و التحولات الاقتصادية، واقع و تحديات، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان .
- 2 - مليكة زغيب، سفيان دلفوف، تأثير الإقتراض على قيمة المنشأة، دراسة حالة مجمع صيدال، أبحاث إقتصادية و إدارية، جامعة قسنطينة، العدد الثاني عشر ديسمبر، 2012.
- 3_ جميل حسين النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة جامعة الأزهر، غزة، سلسلة العلوم الإنسانية، 2013.

د- الإنترنت :

- 1- www.tamanghast.net / VB/archive / index .
- 2- www.najah .edu /Sites/default /files/part5.
- 3 _ www. Kantakji . com .
- 4 _ web.macam.ac.il/ tawfieg /economic/ tamweel.