

جامعة قاصدي مرباح ورقة  
كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية  
قسم التسيير

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر  
تخصص: مالية مؤسسة.

عنوان :

## محاولة تقييم تكالفة رأس المال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

قياس تكالفة رأس المال في قطاع التجارة، الخدمات، البناء والأشغال العمومية  
خلال الفترة ما بين 2005 - 2009 ولاية ورقة

من إعداد الطالبة: عائشة توهامي

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور إلياس بن ساسي ..... (أستاذ محاضر) مقررا

السنة الجامعية 2009/2010

{ قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا  
عَلِمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ }

الآية: 32 سورة البقرة

# الإهداع

الحمد لله الذي وفقني وأعانني في إنجاز هذا العمل المتواضع.

أهديه إلى :

أمي الغالية أطالت الله في عمرها

روح أبي المُحَمَّد رحمه الله

روح جدتي التي ربّتني وعلمتني الصبر والتحدي رحمها الله

عائلة توهامي، و بوعلاتي

الأهل والأحباب

كل الأصدقاء

طلبة الدفعة الأولى للعلوم الاقتصادية، التسويق، وعلوم تجارية.

LMD

عائشة توهامي

# شكراً و عرفان

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿رَبِّ أَوْزِعِنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَغْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالدَّيْ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَذْخِلْنِي  
بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ﴾ .... النَّمْل: 19

الشكر و الثناء للأستاذ المشرف الدكتور إلياس بن ساسي، على توجيهاته و نصائحه المتواصلة و تفهمه في التعامل و حرصه على إنجاز هذه المذكورة.

فجزاه الله عنا كل خير

كما لا يفوتي أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من توجيهات و تصوييات.

كما أتوجه بالشكر و التقدير للأستاذ محمد فوزي شعوبي الذي علمنا مبادئ وأسس البرامج الإحصائية.

شكراً خاصاً لمن ساعدي في إنجاز هذه المذكورة من قريب ومن بعيد.

الملخص:

هدف هذه الدراسة للتعرف على قيمة تكلفة رأس المال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتباره من أهم المعايير الحديثة للدخول في مشروع ما و للاختيار بين البديل الاستثمارية حيث ركزنا على المؤسسات الناشطة في قطاعات التجارة، الخدمات، قطاع البناء والأشغال العمومية، في ولاية ورقلة خلال الفترة ما بين 2005 - 2009 ومعرفة علاقة المردودية الأموال الخاصة، ومدى تأثير المخاطر على قيمة التكلفة.

الكلمات المفتاحية:

تكلفة رأس المال، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المردودية الأموال الخاصة، المخاطر.

**Abstract :**

Cette étude vise à identifier la valeur du coût du capital dans les entreprises petites et moyennes comme l'une des normes les plus modernes de s'engager dans un projet et de choisir entre des alternatives d'investissement, où nous nous sommes concentrés sur les institutions qui sont actives dans les secteurs du commerce, services, travaux de construction et du public, à Ouargla province au cours de la période comprise entre 2005 - 2009 et de trouver des relations rentables avec des fonds privés, et l'impact du risque sur la valeur du coût.

**Les mots clés :**

Coût du capital, petites et moyennes entreprises, la rentabilité des fonds privés, les risques.

## قائمة المحتويات:

الصفحة	العنوان
III	الإهداء.....
IV	الشكر.....
V	الملخص.....
VI	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول.....
VIII	قائمة الأشكال البيانية.....
X	قائمة الملاحق.....
- أ -	المقدمة.....
<b>الفصل الأول: تكلفة رأس المال والنظريات المفسرة للهيكل المالي.</b>	
2	المبحث الأول: مفهوم تكلفة رأس المال ... .....
11	المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي .....
<b>الفصل الثاني: الأسس النظرية لتقدير تكلفة رأس المال</b>	
25	المبحث الأول: حساب تكلفة مصادر التمويل.....
42	المبحث الثاني: تقدير تكلفة رأس المال .....
<b>الفصل الثالث: تقدير تكلفة رأس المال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.</b>	
54	المبحث الأول: السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
63	المبحث الثاني: منهج الدراسة و أهم المؤشرات .....
68	المبحث الثالث: تحليل النتائج.....
112	الخاتمة .....
116	المراجع .....
123	الملاحق .....
127	الفهرس .....

## قائمة الجداول

تصنيف المشرع الجزائري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....	1 - 3
عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعدد العمال المصرح بهم نهاية كل سنة بالجزائر .....	2 - 3
عدد المؤسسات في القطاعات محل الدراسة بالجزائر .....	3 - 3
عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القطاع الخاص بولاية ورقلة .....	4 - 3
نحو رقم العمال والنتيجة الصافية بقطاع التجارة.....	5 - 3
عناصر الهيكل المالي بقطاع التجارة.....	6 - 3
تفسير المردودية الاقتصادية بقطاع التجارة.....	7 - 3
نسب تكلفة رأس المال والرافعة المالية بقطاع التجارة.....	8 - 3
علاقة تكلفة رأس المال بالمخاطر بقطاع التجارة.....	9 - 3
تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار بقطاع التجارة.....	10-3
نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار بقطاع التجارة.....	11-3
نحو رقم العمال والنتيجة الصافية بقطاع الخدمات.....	5 - 3
عناصر الهيكل المالي بقطاع الخدمات.....	6 - 3
تفسير المردودية الاقتصادية بقطاع الخدمات.....	7 - 3
نسب تكلفة رأس المال والرافعة المالية بقطاع الخدمات.....	8 - 3
علاقة تكلفة رأس المال بالمخاطر بقطاع الخدمات.....	9 - 3
تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار بقطاع الخدمات.....	10-3
نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار بقطاع الخدمات.....	11-3
نحو رقم العمال والنتيجة الصافية بقطاع الخدمات.....	12 - 3
عناصر الهيكل المالي بقطاع الخدمات.....	13 - 3
تفسير المردودية الاقتصادية بقطاع الخدمات.....	14 - 3
نحو رقم العمال والنتيجة الصافية بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	15 - 3
عناصر الهيكل المالي بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	16 - 3
تفسير المردودية الاقتصادية بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	17 - 3
نسب تكلفة رأس المال والرافعة المالية بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	18 - 3

علاقة تكلفة رأس المال بالمخاطر بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	19 - 3
تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار بقطاع البناء والأشغال العمومية... ..	20-3
نتائج اختبار معنوية لمعاملات الانحدار بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	21-3
نمود رقم العمال والنتيجة الصافية بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	-3
عناصر الهيكل المالي بقطاع البناء والأشغال العمومية .....	23 - 3
تفسير المردودية الاقتصادية بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	24 - 3

## قائمة الأشكال

سلوك التكلفة الإجمالية للتمويل .....	1- 1
ثبات الهيكل المالي بتغير التكلفة المرجحة لرأس المال .....	2 -1
العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال وهيكل التمويل .....	3 -1
العلاقة بين نسبة الديون إلى الأموال الخاصة وبين تكلفة رأس المال .....	4 -1
منحنى تكلفة السهم العادي حسب نموذج MEDAF .....	1 -2
التكلفة المرجحة لرأس المال .....	2 -2
تطور النمو في رقم الأعمال و النتيجة الصافية بقطاع التجارة.....	1 -3
عناصر الهيكل المالي بقطاع التجارة.....	2 - 3
النسبة D/CP بقطاع التجارة.....	3 -3
المردودية الاقتصادية بقطاع التجارة.....	4 - 3
هامش الاستغلال بقطاع التجارة.....	5 - 3
معدل دوران الأصول بقطاع التجارة.....	6 -3
تكلفة المال الخاصة بقطاع التجارة.....	7 - 3
تكلفة الديون بقطاع التجارة.....	8-3
تكلفة رأس المال لقطاع التجارة بقطاع التجارة.....	9-3
العلاقة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية بقطاع الخدمات.....	10-3
تطور النمو في رقم الأعمال و النتيجة الصافية بقطاع الخدمات.....	11 -3
عناصر الهيكل المالي بقطاع الخدمات.....	12 - 3
النسبة D/CP بقطاع الخدمات.....	13 -3
المردودية الاقتصادية بقطاع الخدمات.....	14 - 3

.....	هامش الاستغلال بقطاع الخدمات.....	15 - 3
.....	معدل دوران الأصول بقطاع الخدمات.....	16 - 3
.....	تكلفة الأموال الخاصة بقطاع الخدمات.....	17 - 3
.....	تكلفة الديون بقطاع الخدمات.....	18 - 3
.....	تكلفة رأس المال لقطاع التجارة بقطاع الخدمات.....	19 - 3
.....	العلاقة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية بقطاع الخدمات.....	20 - 3
.....	تطور النمو في رقم الأعمال و النتيجة الصافية بقطاع البناء والأشغال العمومية....	21 - 3
.....	لعناصر الهيكل المالي بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	22 - 3
.....	نسبة D/CP بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	23 - 3
.....	المردودية الاقتصادية بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	24 - 3
.....	هامش الاستغلال بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	25 - 3
.....	معدل دوران الأصول بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	26 - 3
.....	تكلفة الأموال الخاصة بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	27 - 3
.....	تكلفة الديون بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	28 - 3
.....	تكلفة رأس المال لقطاع التجارة بقطاع البناء والأشغال العمومية.....	29 - 3
.....	العلاقة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية بقطاع البناء والأشغال العمومية..	30 - 3

## قائمة الملاحق

120 .....	نموذج للقوائم المالية للمؤسسة .....	الملحق رقم 1
123 .....	مخرجات برنامج SPSS لقطاع التجارة .....	الملحق رقم 2
126 .....	مخرجات برنامج SPSS لقطاع الخدمات.....	الملحق رقم 3
129 .....	مخرجات برنامج SPSS لقطاع البناء والأشغال العمومية .....	الملحق رقم 4

الى المقادير

أ. توطئة:

عند اتخاذ أي قرار استثماري أو تمويل مشروعات قائمة ، تكون أمام المصدر الملائم للتمويل من خلال تكلفة كل مصدر والمنفعة المرتبة عنه، وبالتالي بناء الهيكل التمويلي المناسب، بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لها خصوصية تمويلية من محدودية مصادر التمويل ، من غياب السوق المالي الكفاء في بلادنا وكذا استحواذ القطاع العام على المنظومة البنكية، وعليه غياب البديل التمويلي المرنة، بالإضافة إلى طبيعة التسخير في هذا النوع من المؤسسات والتي يعتبر المالك نفسه المسير في أغلب الأحيان، مما يعكس عزوفهم عن التمويل الخارجي خافقة السيطرة المالية الخارجية وبالتالي اقتصر التمويل غالبا على الأموال الخاصة والمصادر الداخلية دون مراعاة المخاطر الناجمة على عدم تنوع مصادر التمويل، وبالرغم من هذه الخصوصيات عند اتخاذ أي قرار مالي، يكون هناك عدة معايير يستند لها المسير المالي أجل الاختيار بين البديل الاستثمارية أو التمويلية، ومن أبرز هذه المعايير خاصة في الاقتصاديات الحديثة تكلفة رأس المال، بحيث تسعى كل مؤسسة لتحقيق معدل عائد أعلى أو يساري تكلفة رأس المال.

حيث تُعبّر تكلفة رأس المال عن المعدل الذي يحافظ على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر أو هي معدل المردودية الأدنى المطلوب من المشاريع الاستثمارية<sup>1</sup>، بالطريقة التي تضمن لصاحب رأس المال مردودية قابلة للمقارنة مع مردودية أخرى يمكن الحصول عليها من السوق في نفس مرتبة المخاطرة أو تبعاً لمعدل مردودية يحدد مسبقاً (تكلفة رأس المال المرجعية)، أو في مكان آخر بعيد عن المخاطر(تكلفة الفرصة البديلة). وبالتالي فإن هذه التكلفة تشمل نوعين: تكلفة الأموال الخاصة و تكلفة الديون، وتقوم المؤسسات على اختلاف أنواعها بمراعاة هذه التكاليف عند الشروع في استثمار معين من أجل الاختيار الأنسب لطريقة التمويل التي تتماشى مع وضع المؤسسة.

من خلال هذا نستنتج الأهمية البالغة التي أصبح يوليها المدير المالي لتكلفة رأس المال عند الاختيار بين البديل الاستثمارية، لكن نظراً لخصوصيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هناك صعوبة في تقدير هذه التكاليف، وعدم ثباتها في كل مرة.

ب. الإشكالية: تتمحور هذه الدراسة حول الإشكالية العامة التالية:

ما هو الحد الأدنى من معدل المردودية المطلوب للاستثمار في قطاع الخدمات، التجارة، وقطاع البناء والأشغال العمومية في الجزائر ؟

<sup>1</sup>. محمد صالح الخاوي، نوال فريد ومصطفى، حلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، مدخل المخاذل القرار، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2004، صفحة 389.

من خلال هذه الإشكالية يمكن طرح التساؤلات التالية:

1. ما هي تكلفة تمويل مصادر التمويل المتاحة لهذه المؤسسات؟
2. ما هي تكلفة رأس المال المنظرة في القطاعات المدروسة؟
3. هل يوجد ذات دلالة إحصائية بين تكلفة رأس المال ومردودية الأموال الخاصة؟
4. هل يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة رأس المال والمخاطر الإجمالية؟
5. هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل المردودية والمخاطر النظامية؟

ت. الفرضيات: للإجابة على هذه التساؤلات نقترح الفرضيات التالية كإجابات مؤقتة عن إشكالية

الدراسة :

- ✓ لكل مصدر من المصادر التمويلية المتاحة تكلفة قابلة للاقياس؛
- ✓ يوجد دلالة إحصائية بين تكلفة رأس المال ومردودية الأموال الخاصة؛
- ✓ يوجد دلالة إحصائية بين تكلفة رأس المال والمخاطر الإجمالية؛
- ✓ يوجد دلالة إحصائية بين معدل المردودية والمخاطر النظامية.

ث. أهمية الدراسة:

تكتسي هذه الدراسة أهميتها من خلال:

- ✓ المساهمة العلمية التي يقدمها، حيث يسلط الضوء على أحد أهم العناصر المساهمة في اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية، وهو تكلفة رأس المال وخاصة فيما تعلق بالخصوصية التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ج. أهداف الدراسة :

تهدف هذه الدراسة أساساً إلى:

- ✓ التعرف على نسبة تكلفة رأس المال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة في قطاعات التجارة، الخدمات، وقطاع البناء والأشغال العمومية؛
- ✓ الوصول للسياسة التمويلية المتبعة لسد الاحتياجات المالية بأقل تكلفة؛
- ✓ أحسن السبل لتقدير تكلفة رأس المال وكذا العوامل المحددة لها في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- ✓ اعتبار معيار التكلفة من أبرز المعايير المالية للاختيار بين البديل الاستثمارية؛
- ✓ إثراء المكتبة الجامعية بمحفظة الدراسات التطبيقية في المجال المالي .

خ. حدود الدراسة: ترتبط هذه الدراسة بإطار زمني ومكانى ومفاهيم محددة حتى تكون النتائج تعكس الإطار المحدد لها .

الحدود النظرية للدراسة: تمثلت في

- ✓ حصر المفاهيم العامة لتكلفة رأس المال من تعاريف وخصائص والعوامل المؤثرة؛
- ✓ التطرق لأهم النظريات المفسرة للهيكل المالي والتكلفة؛
- ✓ التركيز على طرق قياس تكلفة رأس المال انتلاقاً من قياس تكلفة مختلف مصادر التمويل.

أما الحدود التطبيقية للدراسة: تمثلت في

- ✓ الحدود المكانية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة بقطاعات الخدمات، التجارة، والبناء والأشغال العمومية بولاية ورقلة بالجنوب الجزائري؛
- ✓ أما الإطار الزمني فحدد بخمسة سنوات متتالية ابتداء من 2005 إلى 2009 .

د. المنهج المتبوع:

من أجل الوصول للإجابة على التساؤلات المطروحة اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي التي يستدعي جمع معلومات دقيقة وعرضها، وتحليلها لإيجاد العلاقة في الأخير بين المتغيرات.

وتم الاعتماد في الدراسة على مجموعة الكتب، الرسائل الجامعية، المنشآت، المجلات، التقارير، موقع الانترنت، بالإضافة للقوائم المالية للمؤسسات (الميزانيات، جداول حسابات النتائج) من أجل الدراسة التطبيقية كما اعتمدنا على المجدول EXCEL، والبرنامج الإحصائي SPSS، من أجل دراسة المعطيات والوصول للنتائج وترجمتها إلى أشكال بيانية تسهيل التحليل.

ذ. هيكل البحث: لتحقيق الأهداف المرجوة قسمنا دراستنا إلى ثلاثة فصول:

تعرضنا في الفصل الأول إلى تقديم ومفاهيم عامة لتكلفة رأس المال وأهم النظريات المفسرة للهيكل المالي، ففي البحث الأول تعرفنا على أبرز تعاريف تكلفة رأس المال وأهمية هذا المعيار، بالإضافة للعوامل المؤثرة فيه وأخيراً التركيبة المستهدفة لرأس المال. وتناولنا في البحث الثاني أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي ابتداءً من المنظور التقليدي ثم نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل لـ Modigliani et Miller بشقيها عند وجود الضرائب وفي عدم وجودها، وأشارنا كذلك لنظرية التوازن Trade-Off وجود هيكل مالي أمثل.

الفصل الثاني كان لعرض الأسس النظرية لتقدير تكلفة رأس المال، حيث قسمناه لمبحثين في الأول عرضنا حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، من تكلفة الديون إلى تكلفة الأسهم الممتازة ثم تكلفة

الموال الخاصة، وصولاً لتكلفة رأس المال. أما المبحث الثاني فكان لتقدير التكلفة المتوسطة المرجحة وتقديم النموذج المتعدد العوامل، ابتداءً من الحالات الخاصة لتكلفة رأس المال، ثم تقديم النموذج بعرض الإيجابيات والنقاط، وأخيراً تقديم نموذج متعدد العوامل APT.

الفصل الثالث يمثل الدراسة التطبيقية، جاء بعنوان تقدير تكلفة رأس المال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة،تناولنا في البحث الأول السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أهم تعريف هذه الأخيرة واهم خصائصها، ثم السلوك المالي والقرارات المالية، أما المبحث الثاني طرقتنا لمنهج الدراسة، أما المبحث الأخير كان لعرض النتائج وتحليلها .

#### ر. الدراسات السابقة:

✓ دراسة (Kirby D. Payne, 1997) والتي اهتمت بدراسة تكلفة رأس المال وأثارها المختلفة، وقد تناولت هذه الدراسة اثر تكلفة رأس المال على الصناعة الفنديقة وقد أوضحت بان تكلفة التمويل الخارجي والمتمثلة في الفوائد على القروض تتأثر بعدد كبير من العوامل مثل مدة القرض والتغير في سعر الفائدة والتقلبات التي تحدث على القيمة النقدية والضمان المقدم مقابل القرض وبالتالي يمكن وصف هذه المسائل بالمخاطر التي تصاحب التمويل الخارجي والتي يمكن تفاديها من خلال زيادة التدفقات النقدية المستقبلية.

✓ دراسة (Yale Braunstein, 2000) والتي تناولت دراسة تكلفة رأس المال في قطاع المرافق والاتصالات بولاية كاليفورنيا، والتي درست العلاقة بين تكلفة رأس المال في المستثمر في الاتصالات المحلية الريفية والعائد المتوقع، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن العائد على حقوق الملكية ازداد خلال فترة الدراسة من 6.84% إلى 11.8% وأن العائد على الاستثمار ازداد خلال فترة الدراسة من 9.11% إلى 13.4%. وعليه اقترح هذه الدراسة إن العائد المطلوب على رأس المال المستثمر يجب أن يكون من 10 إلى 12.25% فيما يتعلق بمثل هذه الاستثمارات.

✓ دراسة ( Olivier MARROT, 2006 ) التي تناولت العوامل المحددة لتكلفة رأس المال لأسهم الشركات الصغيرة، تطبيق في قطاعات B et C في بورصة باريس.

#### ز. صعوبات البحث:

تمثلت بالدرجة الأولى في صعوبة الحصول على البيانات الخاصة بالدراسة والتي أخذت الجزء الأكبر مما ساهم في التأثير في النتائج الدراسية التطبيقية، بالإضافة للفترة المحددة لتقديم هذا العمل تعتبر قصيرة جداً مقارنة بأهميته.

## الفصل الأول

كفاية رأس المال والنظريات المنشورة في كل المالي

## المبحث الأول: مفاهيم عامة متعلقة بتكلفة رأس المال.

يعتبر تحديد مفهوم دقيق لتكلفة رأس المال "le coût du capital" من أهم الإشكالات المطروحة فعندما نتكلّم عن تكلفة رأس المال فنحن نشير في الواقع إلى جدول عرض رؤوس الأموال المتاحة الازمة للاستثمار فتحتّل الأموال المعروضة باختلاف التكلفة فهو يزيد بارتفاع التكلفة ويقل بالانخفاضها ومن ثم تعتمد المؤسسات على توسيعها من مصادر التمويل المختلفة لتمويل أنشطتها<sup>1</sup>.

و منه نتعرض في هذا المبحث على أهم المفاهيم لتكلفة رأس المال من تعريف لأهميتها، ثم العوامل المؤثرة فيها، وتأثير الهيكل المالي عليها مع التركيبة المستهدفة لرأس المال.

### المطلب الأول: تعريف تكلفة رأس المال وأهم أسسها النظرية.

لقد اختلف المختصون في العلوم الاقتصادية والمحاسبة والمالية في تحديد مفهوم لتكلفة رأس المال، رغم استحوادها على أهمية بالغة عند اتخاذهم القرارات الاستثمارية.

فقد اعتبرها الاقتصاديون في نظرائهم الاقتصاديين كعنصر مهم في تحديد الكثير من التغيرات الاقتصادية، وقد تمثلت من وجهة نظرهم في شكل العائد على الأموال المستخدمة، أما المحاسبون فقد استمروا ولفتره طويلة، في تأكيد رأيهم بأنه لا يجري الاعتراف بمقابل استخدام الأموال إلا إذا كان متمثلاً في فائدة فعلية تعاقدية، يجري سدادها للغير، فمن وجهة نظرهم أن الأموال المقترضة فقط هي النوع الوحيدة للأموال الذي يحمل المؤسسة تكلفة، هذا يعني أن حقوق الملكية أموالاً مجانية دون تكلفة، وفي الأخير تعززت وجهات نظرهم في الاهتمام بتكلفة التمويل.

أما في المجال المالي - أي في مجال الإدارة المالية - فقد نظر إلى تكلفة رأي المال بأنها حجر الزاوية لاتخاذ القرارات المالية، وعموماً فقد استندت الإدارة المالية في تحديدها لمفهوم تكلفة رأس المال إلى البعدين الاقتصادي والمحاسبي، مع عدم تحاول طبيعة التكلفة سواء كانت تعاقدية أو على شكل العوائد التي سوف تدفع كعوائد للأموال المستخدمة.

ما تقدم نقول أن تكلفة رأس المال دخلت في تحديدات مختلفة واجتهدت فيها آراء مختلفة، إلا أنها جمِيعاً تدور حول مدلول واحد ينحصر في<sup>2</sup>:

<sup>1</sup>. عاطف وليد أندوراس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، صفحة 408.

<sup>2</sup>. الأغا محمد سالم، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، رسالة ماجستير، جامعة الإسلامية، غزة، أوت 2005، صفحة 59.

- ✓ الحد الأدنى للمعدل الذي تطلبه المؤسسة للاستثمارات الجديدة (Coltan, 1970) ؛
- ✓ هي معدل العائد المطلوب على الاستثمارات الذي يضمن بقاء سعر السهم العادي للمؤسسة بدون تغير (Petty et. al, 1987) ؛
- ✓ حددت بكوفها التكلفة التعاقدية وغيرها من المصاريف التي ترتبط بالقروض التي تفترضها المؤسسة (Pandeg, 1974) ؛
- ✓ تعريف (سويلم، 1997) : تكلفة رأس المال هي المبلغ الذي يجب دفعه للحصول على الأموال اللازمة لاستخدامها في المؤسسة، وفيما إذا كانت هذه المبالغ عند استخدامها ستتحقق معدل عائد أقل أو أكبر من المعدل المدفوع للحصول عليها.

أي أن تكلفة رأس المال هي "الحد الأدنى لمعدل العائد الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة"<sup>1</sup>، معنى أن تحقيق عائد أكبر من هذا المعدل يؤدي إلى تحسين الحالة المالية لأصحاب المؤسسة مع ارتفاع قيمتها السوقية، بينما تحقيق عائد أقل للحد الأدنى للمعدل(تكلفة رأس المال) فيكون الموقف المالي للمساهمين أسوأ مع انخفاض القيمة السوقية الإجمالية للمؤسسة.

نلاحظ من التعريفات السابقة لتكلفة رأس المال بأنها لم تتناول التكلفة الإجمالية للتمويل، معنى أنها نظرت لتكلفة رأس المال على أنها تكلفة الأموال الخاصة فقط (كما أشار لذلك كل من: Coltan , Petty أو على أنها تكلفة الديون (كما أشار كل من :سويلم ، Pandeg ،).

لكتنا نجد أن ( يونس خان ، غرانية، 1989 ) قد حددتا تكلفة رأس المال بأنها التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل والتي تستخدم كمعيار لقبول أو رفض المشاريع Weighted cost) الاستثمارية<sup>2</sup>.

بناءً على ذلك نعتبر الحديث عن تكلفة رأس المال هو الحديث عن التكلفة الإجمالية للأموال، أي تكلفة مزيج من الأموال الخاصة وأموال الدين، ويرجع ذلك إلى أن المقدار المعين من الأموال الذي ستستخدمه المؤسسة لتمويل استثماراتها الرأسمالية المقترحة يأتي عادة من مصادر مختلفة، وبالتالي فإن تكلفة كل نوع من هذه الأنواع يختلف عن تكلفة غيره، لذا فمن الخطأأخذ تكلفة نوع واحد واعتباره تكلفة رأس المال المستثمر في المؤسسة.

يمكن القول أيضا باعتبار أن كل مؤسسة لها طريقتان لضمان ثبوتها:

<sup>1</sup>. جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله الملحق، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرار، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، صفحة 296.

<sup>2</sup>. الأغا محمد سالم، رسالة ماجستير، مرجع سبق ذكره، صفحة 60.

- ✓ إما أموال خاصة من طرف المساهمين؛
- ✓ إما أموال مقدمة من الدائنين في شكل قروض.

كل صنف من الأموال يمثل بالنسبة للمؤسسة تكلفة، ومتوسط هذه التكاليف يمثل تكلفة رأس المال للمؤسسة. إذا تعرف تكلفة رأس المال بأنها " هي معدل تكلفة رؤوس الأموال الخاصة وتكلفة مختلف أشكال الاستدانة الخارجية، مرحة بنسبي كل مصدر تمويل في التمويل العام ". معنى آخر هي التكلفة المتوسطة للأموال المستخدمة من طرف المؤسسة لنمودها، ومعدل هذه التكلفة مثل بنسبي<sup>1</sup>.

ويقصد بتكلفة رأس المال أيضا العائد المطلوب من قبل مقدمي التمويل سواء كان تمويل عن طريق الأسهم (التمويل الداخلي) أو تمويل عن طريق الديون (تمويل خارجي)، والذي يجب أن يتجاوز ذلك العائد الذي يمكن أن يتحققه الممول فيما لو استثمر أمواله في مكان آخر وبعيد عن المخاطر (تكلفة الفرصة البديلة). وبالتالي فإن هذه التكلفة تشمل نوعين: تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون، وتقوم المؤسسات على اختلاف أنواعها بمراجعة هذه التكاليف عند الشروع في استثمار معين ذلك من أجل الاختيار الأنسب لطريقة التمويل التي تتماشى مع وضع المؤسسة<sup>2</sup> (Lawrence D. Gitman, 2000)<sup>3</sup>.

إذا تكلفة رأس المال بصفة عامة، تُعبر عن المعدل الذي يحافظ على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر، أو هي معدل المردودية الأدنى المطلوب من المشاريع الاستثمارية<sup>4</sup>، بالطريقة التي تضمن لصاحب رأس المال مردودية قابلة للمقارنة مع مردودية أخرى يمكن الحصول عليها من السوق في نفس مرتبة المخاطرة أو تبعاً لمعدل مردودية يحدد مسبقاً (تكلفة رأس المال المرجعية).

- بعد التطرق لأهم تعريفات تكلفة رأس المال، نستعرض فيما يلي بعض الفروض التي تبني عليها دراسة مفاهيم وطرق قياس تكلفة رأس المال<sup>5</sup>:

<sup>1</sup>. Pierre Ramage, Analyse et diagnostic financier, édition d'organisation, compose par andassa achevé d'imprimer: jouve Paris, November 2001- France, page 165.

<sup>2</sup>. عبد الحفيظ محمد كريم، اختصار وتقسيم العلاقة بين تكلفة رأس المال والعوائد السوقية للأسهم، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي، خلال الفترة من 1994-2004، مجلة علوم إنسانية www.ulum.nl، العدد 29: عوز (يوليو) 2006.

<sup>3</sup>. Lawrence D. Gitman, Managerial Finance, 9<sup>th</sup> Edition, San Diego State University, 2000. page 488.  
<sup>4</sup>. محمد صالح الخنافي، نهال فريد ومصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، مدخل لتخاذل القرارات، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2004، صفحة 389.  
<sup>5</sup>. جمال الدين مرسى، أحمد عبد الله اللحاج، مرجع سبق ذكره، صفحة 263.

- ✓ مفاهيم وطرق قياس تكلفة رأس المال تختلف بين أنواع المؤسسات، الخاصة والمؤسسات العامة المملوكة كلياً أو جزئياً للدولة، وتختلف من وقت لآخر في ذات المؤسسة؛
- ✓ يعبر عن التكلفة بنسبة ليست كمية (نقدية) باعتبار تكلفة رأس المال كاصطلاح في؛
- ✓ تعتبر عبئاً تمويلياً على المؤسسة باعتبار هذه الأخيرة شخصية اعتبارية مستقلة عن مالكيها، وليس عبئاً تمويلياً للمساهمين المؤسسة؛
- ✓ ترتبط تكلفة التمويل ارتباطاً مباشراً بسعر الفائدة السائد في السوق وقت حسابها؛
- ✓ اقتصار نسبة تكلفة رأس المال عند حسابها على تكلفة الأموال الإضافية فقط وليس التاريخية، على اعتبار أن الهدف الأساسي من حسابها هو تحديد الطريقة المثلث للاستثمارات الجديدة؛
- ✓ اعتبار التكلفة التضخمية الواجبة من المؤسسة للحصول على مصادر تمويل قبل غيرها من المؤسسات من منطق أن نجاح السياسات التمويلية تتحدد بدرجة النجاح في الوصول للأموال بأقل تضخمية.

#### **المطلب الثاني: أهمية تكلفة رأس المال وعلاقتها بالقرار التمويلي:**

توفر المؤسسة أموالها الاستثمارية من مصادر التمويل المختلفة، حيث تشكل الهيكل المالي للمؤسسة ضمن منطق القرارات المالية فإن قبول أي استثمارات من ناحية جدواها الاقتصادية، ينبغي أن يكون العائد المحقق من تنفيذ الاستثمار مناسباً عند مقارنته مع تكلفته، أي إن قبول هذه الاستثمارات يتطلب أساساً معرفة تكلفة التمويل، حيث الاستثمار الذي لا يحقق عائد يساوي على الأقل تكلفته يجب رفضه فقبله يعني الخفاض عائد المتوقع وبالتالي الخفاض في ربح المؤسسة ككل الأمر الذي يسبب الخفاض في ربحية السهم الواحد وبالتالي القيمة السوقية له والتي تعتبر المهد الاستراتيجي الذي تدور حوله كل قرارات الإدارة المالية.

وعموماً فإن حساب تكلفة رأس المال سواء لكل عنصر من عناصر التمويل أو للهيكل المالي ككل سوف يحقق للمؤسسة عدة فوائد أهمها<sup>1</sup>:

- ✓ حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل، يساعد الإدارة المالية في اتخاذ القرار المتعلق باختيار المصادر المناسبة من ناحية التكلفة، حيث يقتضي المنطق المالي وعند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر أن يتم اختيار المصدر الذي يحمل المؤسسة أقل تكلفة. كما يفيد حساب تكلفة رأس المال في تحديد المزيج الأمثل للهيكل المالي للمؤسسة الذي يحقق شرط الأقل تكلفة وأكبر عائد ممكن؛

<sup>1</sup>. حرة الشبيخي، إبراهيم الجزاوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء، عمان، الأردن، 1998، صفحة 380.

- ✓ يتم استخدام تكلفة رأس المال كمعيار في المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال، فإذا كانت لدينا عدة مشروعات مفترحة مثل: A، B الأول يتم تمويله عن طريق البنك بتكلفة تقدر ب: 06% سنوياً، ويتحقق عائد قدره 10% والثاني يتم تمويله عن طريق سندات تصل تكلفتها السنوية 05% وتحقق عائد قدره 06% فمن الأفضل تنفيذ المقترح الأول لأنه يعطي نتيجة أفضل؛
- ✓ تعتبر أمراً ضرورياً في الكثير من القرارات المالية الأخرى، من أمثلتها القرارات المتعلقة بالاستئجار واسترداد السندات، وسياسة رأس المال العامل؛
- ✓ إن تعظيم قيمة المؤسسة (كهدف استراتيجي للإدارة المالية) يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المؤسسة بحدودها الدنيا وذلك لغرض تخفيض تكلفة التمويل، كل ذلك يقتضي حساب تكلفة رأس المال.

ما سبق يتضح أن الاهتمام بتكلفة رأس المال يساعد الإدارة على زيادة كفاءة وترشيد القرارات التمويلية، وهذا فتكملة الأموال تعتبر معياراً هاماً في تقييم الأداء المالي وفي قياس فاعلية استخدام الأموال<sup>1</sup>.

### **المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال.**

تتأثر تكلفة رأس المال بجملة من العوامل، منها عوامل عامة تؤثر بكلفة عناصر الهيكل المالي وبعوامل متعلقة بكل عنصر على حدا ، كما تأثر بالقرارات المرتبطة والمحددة للخلط المكون للهيكل المالي.

#### **الفرع الأول: العوامل العامة:**<sup>2</sup>

- أي مستثمر يضع أمواله في المؤسسة، يتوقع الحصول على عائدين نظير استثمار أموالهم:
- ✓ عائد نظير عنصر الزمن أي تعويض على حرمان المستثمر من المنافع الحالية لأموالهم من أجل استثمارها وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر باستثمار أمواله في مجالات لا تتعرض لأي مخاطر، ما يعادل الاستثمار في السندات الحكومية التي لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة، ما يطلق عليه معدل العائد الخالي من المخاطر Risk Free Rate، ويتوقف هذا العائد – الذي يعتبر جزءاً من تكلفة أي مصدر تمويل – على الحالة الاقتصادية فكلما زاد الطلب على الأموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، والعكس صحيح.

<sup>1</sup>. جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله اللحلج، مرجع سبق ذكره، صفحة 262.

<sup>2</sup>. منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية المعاصرة، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث للنشر، الطبعة الخامسة، 2003، صفحة 574.

✓ عائد كتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها العائد من الاستثمار، ويطلق عليه بدل المخاطر Risk Premium . وتعلق أساساً بالمخاطر المرتبطة بالمؤسسة ذاتها كمخاطر الاستغلال والمخاطر المالية وبالنسبة لمخاطر التضخم (كما وضحها petty et al 1982)، بأن معدل العائد الحالي من المخاطرة يتضمن جزء إضافي لتعويض المستثمر لمخاطر الخفاض القوة الشرائية للأموال، ومنه نعبر عن تكلفة عنصر الزمن <sup>1</sup> :

$$k = r + i$$

حيث:

K: العائد المقابل لعنصر الزمن؛

R: جزء لتعويض إشباع حاجات حاضرة من أجل الاستثمار؛

i: مخاطر التضخم.

#### الفرع الثاني: العوامل الخاصة بكل عنصر:

نظراً للخصائص المميزة لكل مصدر مكون لرأس المال، فإن درجة المخاطرة التي يتعرض لها كل عنصر تكون مختلفة ومتفاوتة، والمقرضين أقل عرضة للمخاطر من حملة الأسهم، إذ لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح من عدمه، كما أن لهم أولوية الحصول على مستحقاتهم في حالة التصفية أو الإفلاس، ثم حملة الأسهم الممتازة أكثر عرضة للمخاطر بالنسبة للدائنين، وأقل مقارنة مع حملة الأسهم العادية، فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على الأرباح – إذا ما تقرر توزيعها – أو في حصولهم على أموالهم في حال التصفية أو الإفلاس. بينما حملة الأسهم العادية يتحملون النصيب الأكبر من مخاطر.

نظراً لأن التكلفة التي تدفعها المؤسسة (العائد الذي يحصل عليه المستثمرون) يتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، فإنه من المتوقع أن يكون الاقتراض أقل مصادر التمويل تكلفة والأسهم العادية أكثرها تكلفة، بينما تكلفة الأسهم الممتازة بينهما <sup>2</sup>.

<sup>1</sup>. أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، صفحة 86.

<sup>2</sup>. حزة الشيباني، إبراهيم الجزاوي، مرجع سابق، صفحة 385.

### **الفرع الثالث: تأثير قرارات المؤسسة بشأن الهيكل المالي :**

تحتفل تكلفة رأس المال وفقاً للقرارات التي تحددها العناصر المكونة للهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه ودرجة المحاطرة، فقد تحدد المؤسسة مثلاً الاعتماد على القروض والأسهم العادية في تمويلها لاستثماراها، وقد تحدد نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط التمويلي، هذا له تأثير على تكلفة رأس المال.<sup>1</sup>

### **المطلب الرابع: التركيبة المستهدفة لرأس المال والعوامل المؤثر فيه**

للمؤسسة العديد من القرارات الرئيسية، منها المتعلقة بسياسة الاستثمار (أي الحجم الكلي للاستثمار) منها المتعلقة بتحديد نسبة التمويل بالدين والتمويل بالأموال الخاصة، ومنها ما يتعلق بأسلوب تمويل الزيادة في الأموال الخاصة عن طريق الأرباح المحتجزة وزيادة رأس المال، ووفق ما سبق تتحدد سياسة التمويل ذات الأثر الكبير في تشكيل الهيكل التمويلي وتكلفته، حيث لهذه المكونات تأثير على التكلفة الإجمالية للأموال، مما أدى للبحث عن أسلوب لتدنية هذه التكلفة بالاهتمام بتحديد المزيج الأمثل للتمويل.<sup>2</sup>

فهل يوجد ما يسمى بالهيكل المالي الأمثل *Structure financière optimale* (ذلك المزيج من الديون والأموال الخاصة حيث يتربّ عليه إحداث التوازن بين العائد والمخاطر *Rendement et de risque*) بطريقة تؤدي إلى تعظيم قيمة السوقية للسهم)، حيث تكون التكلفة أقل ما يمكن<sup>3</sup>.  
وهناك ثلاثة مناهج تستخدم في تحديد الهيكل التمويلي المناسب<sup>4</sup>:

**1. منهاج التوازن:** هدفه استمرار هيكل التمويل في حالة توازن ومرنة مالية، يقوم أساساً على حساب تكلفة رأس المال واحتياط المزيج التمويلي الذي يقللها لأدنى حد، بحيث يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مختلف مصادر التمويل، في ظل قروض محدودة أي أن هناك عائد يتوقع تحقيقه في ظل حالة من الطلب والعرض على الأموال تتحدد من خلاله أسعار الفائدة، وبالتالي اختيار البديل أو المزيج التمويلي المصاحب لأقل تكلفة وأفضل حالة لتحقيق التوازن لعناصر الهيكل المالي.

**2. منهاج التوازن المقارن:** يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه إضافة لتكلفة رأس المال، وعليه يتم وضع جملة خطط مالية للمزيج التمويلي، وتأثير كل خطة على تكلفة رأس المال من أجل تحقيق العائد الإضافي المطلوب، وبالتالي نصل للمزيج المطلوب بالاختيار بين البدائل.

<sup>1</sup>. محمد صالح الخاوي، نهال فريد ومصطفى، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، صفحة 393.

<sup>2</sup>. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مدخل المخاذل القرارات، مؤسسة شباب الجامعات، الإسكندرية، 2007، صفحة 476.

<sup>3</sup>. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، صفحة 376.

<sup>4</sup>. جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله اللحلج، مرجع سبق ذكره، صفحة 249.

**3. منهج التوازن الحركي الديناميكي:** يفترض وجود عاملين يؤثران على اختيار المزيج التمويلي المناسب المخاطر المالية Les risques financiers ، ومخاطر الأعمال Les risques d'entreprise بدورهما يتأثران بقيود البيئة الداخلية والخارجية للمشروع، ويتم اتخاذ القرار المالي في ظل قيود التكلفة والمركز الائتماني للمشروع و المجال استخدام الأموال، هذا يؤدي لاختيار المزيج التمويلي المرن ذو الفاعلية في تحقيق التوازن في عناصر هيكل التمويل مع كل تغير في حجم المشروع.

يجب الأخذ في الاعتبار المنهج الثلاثة في اختيار المزيج التمويلي، في حين يرى البعض الآخر أن اختيار الأموال المستهدفة يستند لعوامل متعددة لا تأخذ نفس نسبة التأثير من مؤسسة لأخرى نظراً لخصوصية كل مؤسسة وتبعاً لتقلبات الحالة الاقتصادية، إضافة لتأثير مدى توافر مختلف مصادر التمويل للمؤسسة حسب رغبتها، ومن أهم هذه العوامل ذكر<sup>1</sup>:

✓ **المرونة المالية** *Flexibilité financière*: يشير إلى تأثير القرارات التمويلية الحالية على الخيارات التمويلية المستقبلية للمؤسسة، يعني استخدام أسلوب تمويلي معين في الوقت الحاضر قد يحدد أو يقلل من البديل التمويلي المتاحة في المستقبل. مثلاً قد يتربّط على الإقراض في الوقت الحاضر قيود على المؤسسة تجعل من الصعب الحصول على قروض أخرى مستقبلاً، مما يضطرها للتمويل من طرف المساهمين.

✓ **المخطر والدخل** *Des risques et des revenus*: المخطر هو التباين أو التقلب في العوائد المتوقعة، أما بالنسبة للدخل أو العائد فهو صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الأموال.

✓ درجة الهيمنة أو السيطرة على المؤسسة *Le degré de contrôle de l'entreprise*: يعني امتلاك فئة قليلة من المساهمين مثلاً لأسهم المؤسسة أي سيطرتهم عليها، مع اهتمامهم بمعرفة تأثير البديل التمويلية على درجة رقابتهم على المؤسسة، فإذا صدر أسهم جديدة يعني إضافة مساهمين جدد مما يؤدي فقدانهم عنصر الهيمنة، ففي المؤسسات الكبيرة ذات عدد كبير من المساهمين ليس لهذا العنصر أهمية ودلاله.

✓ **الزمن** *Temps*: ذو أهمية حالياً بسبب التقلب الحاد في الأسواق المالية، حيث يبحث المسير المالي على الوقت المناسب لإصدار كل نوع من الأوراق المالية، أي الحصول على المال اللازم في الوقت المناسب من حيث التكلفة وشروط الإصدار، بحيث يراعى سعر الفائدة الذي يعتبر تكلفة الحصول على الأموال المحددة وفق تلاقي قوة العرض والطلب، وبالتالي انتظار توقيت انخفاض سعر الفائدة في السوق واختيار نوعية الأموال المطلوبة<sup>2</sup>، وفي وقت معين يمكن للمؤسسات القوية أن تصدر أوراقاً مالية وتسويتها بسهولة بينما المؤسسات الضعيفة تجد صعوبة في ذلك، وفي فترات أخرى يمكن للأخرية إصدار أوراقاً وبيعها بأسعار معقولة.

<sup>1</sup>. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، صفحة 378.

<sup>2</sup>. جمال الدين مرسى، أحمد عبد الله اللحلج، مرجع سبق ذكره، صفحة 256.

- ✓ عوامل أخرى: بالإضافة لما سبق يمكن الأخذ في الاعتبار عوامل أخرى بالرغم أنها تتفاوت من حيث أهميتها:
- قيمة الأصل الضامن: أي من الأصول تستخدم كضمان للقرض؟
  - تكاليف الإصدار: بأي تكلفة تصدر الأوراق المالية؟
  - السرعة: الوقت اللازم للحصول على الأموال من كل مصدر؟
  - هل لإصدار أوراق مالية في الحاضر يسهل إصدار المؤسسة أوراق مستقبلاً بسبب معرفة المستثمرين للمؤسسة؟ وهل يؤدي إصدار أسهم إلى زيادة الطلب على الأسهم الحالية وبالتالي إلى زيادة قيمة المؤسسة؟

## المبحث الثاني: النظريات المفسرة لتكلفة رأس المال.

على اعتبار أن تكلفة رأس المال من أهم المؤشرات التي يمكن من خلالها تقييم البديل المتاحة للاستثمار والتي تساعد على اتخاذ القرار المناسب لها، فقد أخذت حيز كبير من حيث التقدير من أجل تحديد تأثيرها على الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وكذا عن كيفية حسابها، وبالتالي اهتم المنظرين الماليين بتوسيع أهم الخصائص والعوامل التي تساعد على التعامل مع التكلفة.

ومن خلال هذا البحث نستعرض أهم النظريات المتطرفة لتكلفة الأموال من خلال، المنظور التقليدي ثم من خلال نموذج Modigliani et Miller ، وأخيراً من منظور نظرية التوازن: Trade-Off من خلال نظرية الإفلاس والوكالة.

### المطلب الأول: تكلفة رأس المال من المنظور التقليدي

حسب النظرية التقليدية la théorie classique، والتي تتضمن نظرية أثر الرافعة L'effet de ونظرية الربح الصافي la théorie du bénéfice net ، تفترض وجود هيكل مالي أمثل وبالتالي البحث عن وجود تكلفة متوسطة لرأس المال دنيا:

الفرع الأول: النظرية الأولى (أثر الرافعة) ترى بأن قيمة تكلفة رأس المال تنخفض كلما زادت نسبة الدين للأموال الخاصة، وبالتالي انخفاض تكلفة رأس المال يعني ارتفاع قيمة المؤسسة. هذا بفضل الاستعمال الجدي لأثر الرافعة المالية. حيث:

✓ مبدأ أثر الرافعة: عندما تقوم المؤسسة بالاستدانة والاستثمار، تحصل على نتيجة اقتصادية التي تكون من المفروض أعلى من التكاليف المالية للمديونية، ففي هذه الحالة تحقق المؤسسة فوائض، تمثل في الفرق بين

المردودية الاقتصادية وتكلفة الأموال المقترضة، هذا الفائض سوف يعود إلى المساهمين ويرفع بذلك مردودية الأموال الخاصة، فأثر رافعة المديونية يرفع مردودية الأموال الخاصة من هذه الخاصية سمي بأثر الرافعة. إذا أثر الرافعة المالية يفسر معدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصول الاقتصادية و تكلفة الدين. وتكون الصياغة الرياضية لأثر الرافعة كما يلي<sup>1</sup>:

$$R_{CP} = R_e + (R_e - i) * \frac{D}{CP}$$

حيث:

$R_{CP}$  : مردودية الأموال الخاصة؛

$R_e$  : المردودية الاقتصادية؛

i : التكلفة الصافية للمديونية (أي قبل الضريبة)؛

D: مبلغ المديونية الصافية؛

CP : مبلغ الأموال الخاصة؛

$D/CP$  : تسمى الرافعة المالية؛

$(R_e - i) * D/CP$  : تسمى بأثر الرافعة.

يكون أثر الرافعة إيجابي في حالة مردودية الاقتصادية أعلى من تكلفة المديونية، ويكون سلبي في الحالة العكسية أي المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة المديونية<sup>2</sup>.

**الفرع الثاني: نظرية الربح الصافي:** تعتبر أن كل مصدر تمويل يولد تكلفة خاصة به وبشكل مستقل عن الهيكل المالي الكلي للمؤسسة، ففي هذه الحالة على المؤسسة البحث عن تعظيم حصة المصدر الأقل تكلفة من أجل تقليل تكلفة تمويلها الإجمالية. بحيث:

✓ حسب هذه النظرية تكلفة الاستدانة  $K_{CP}$  وتكلفة الأموال الخاصة لا يتغيران إذا تغير المعدل  $D/CP$ . وذلك اعتماداً على دراسة العلاقة بين تكلفة الدين وتكلفة الأموال الخاصة بمراقبة سلوك مجموعة مؤسسات، فنتيجة لذلك نخلص إلى وجود هيكل مالي أمثل يعظم قيمة المؤسسة ويدني من تكلفة رأس المال.

<sup>1</sup>. يوسف قريشي، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005 ، صفحة 108.

<sup>2</sup>. يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، صفحة 108.

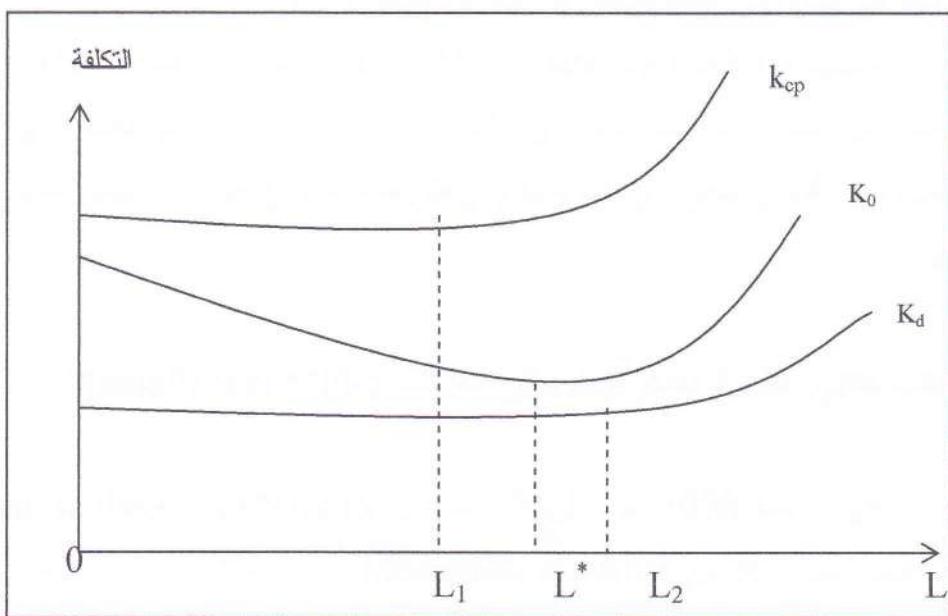
إذا كان  $K_d$  يختلف عن  $K_{cp}$  يجب الرفع من المصدر الأقل تكلفة في التمويل، وعموما تكون تكلفة الدين  $K_d$  أقل من تكلفة الأموال الخاصة  $K_{cp}$  نتيجة إمكانية التخفيف الضريبي الذي تتيحه المصاري夫 المالية على المديونية، وتكون في هذه الحالة التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال  $K_0$  دالة متناقصة بدلالة المعدل  $L = D/CP$ . ويمكن أن نعبر عن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال بالعلاقة التالية:

$$K_0 = K_d(L/1+L) + K_{cp}(1/1+L)$$

✓ تحدد هذه النظرية علاقات متباعدة بين التكلفة الإجمالية للتمويل والهيكل المالي حسب معدل المردودية التي وصلت إليه المؤسسة<sup>1</sup>؛

✓ يمكن تتبع تطور التكلفة الإجمالية للتمويل حسب هذه النظرية كما يلي:  
تبعد تغيرات سلوك كل من المقرضين والمساهمين، وبالتالي تكلفة الأموال الخاصة والمديونية عند ارتفاع  $L$ ، هذه النظرية تحمل العلاقة بين مختلف توفيقات التمويل الممكنة والتكلفة الإجمالية للتمويل للمؤسسة. وبالاعتماد على دالة التكلفة المتوسطة المرجحة، يمكننا تمثيل دالة التكلفة الإجمالية للتمويل للمؤسسة في الشكل التالي<sup>2</sup>:

الشكل رقم (1) : منحى بين سلوك التكلفة الإجمالية للتمويل



<sup>1</sup> Elie Cohen , gestion financière de l'entreprise et développement financier, édition UREF, Paris1991, Page 242.

<sup>2</sup> إلياس بن سامي، يوسف قريشي، التمويل والإدارة المالية، دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، 2006، صفحة 352

المصدر: E.Cohen , Op Cit , Page 245:

من خلال الشكل الدال للعلاقة  $K_0 = k_0(L)$  نستنتج:

1. من أجل  $L_1 < L < L_0$  ، بحيث  $K_{cp}$  و  $K_d$  ثابتين،  $K_d$  أكبر من  $K_{cp}$  المؤسسة تستطيع أن تستفيد من أثر الرافعة المالية بالرفع من مدعيونتها، في هذه الحالة  $K_0$  هي دالة متناقصة لـ  $L$ .
2. من أجل  $L > L_1$  ، بحيث تعرف  $K_0$  عدة مجالات تغير ابتداءً من  $L_1$  تعرف تكلفة الأموال الخاصة تزايد مستمر و أي ارتفاع في  $L$  يقود إلى آثار عكسية على التكلفة الإجمالية لرأس المال  $K_0$ .
  - من جهة فإن  $K_{cp}$  متزايدة و تعود إلى الرفع من  $K_0$ .
  - و من جهة أخرى  $K_d$  تبقى ثابتة طالما  $L < L_2$ .

ولدينا كذلك  $K_d < K_{cp}$  في هذه الحالة أثر الرافعة المالية تضيع على التكلفة الإجمالية لرأس المال  $K_0$  بالانخفاض، ولكن بتأثير متعاكسي حسب قيم  $L$  و  $L^*$  على التوالي.

إذا نستنتج أنه ابتداءً من  $L_2$  فإن الارتفاع في  $K_0$  يؤدي إلى ارتفاع متزامن لكل من  $K_d$  و  $K_{cp}$  فكل المقرضين يعتقدون أن الرفع من مستوى مدعيونية المؤسسة يزيد من المخاطرة المالية المقدرة من قبلهم، هذا يعكس على المؤسسة بارتفاع التكلفة الإجمالية لرأس المال.

هذا التحليل لدالة تكلفة رأس المال يسمح بتحديد هيكل تمويلي أمثل و عتبة محددة بـ:  $L^*$  وهي التوفيقية التي تكون من أجلها تكلفة رأس المال في حددها الأدنى.

حسب هذه النظرية فإن تكلفة رأس المال تنخفض كلما زادت قيمة المديونية والانخفاض قيمة الأموال الخاصة، أي كلما زادت نسبة الديون إلى الأموال الخاصة، ولما كان انخفاض تكلفة رأس المال يعني ارتفاع قيمة المؤسسة، فإن أفضل هيكل مالي للمؤسسة (في ظل هذه النظرية) هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة من الديون.

#### المطلب الثاني: نظرية انعدام هيكل مالي أمثل لـ Modigliani et Miller

ظهرت سنة 1958 نظرية أرباح الاستغلال la théorie du bénéfice d'exploitation التي توفر لها أعمال كلا من Modigliani et Miller<sup>1</sup> ، من خلال مرحلتين للوصول لنموذج يعتمد على نظرية السوق المالي الكاملة، لذلك تسمى نظريتهما أيضا بنظرية السوق المتوازنة La théorie des marchés en équilibre . وهما يفترضان انعدام هيكل مالي أمثل، بحيث:

<sup>1</sup> Modigliani et Miller, the Cost of Capital – Corporation Finance and The Theory of investment American Economic Review, n° 3 Juin 1958 p 261 à 297 . traduction française in F. Girault et R. Zisswiller : Finances Moderne. Théorie et pratique. Edition Dunod, Tome II, Page 40 ET s.

**الفرع: في ظل غياب الضرائب:** في ظل عدم وجود الضريبة على الأرباح، يعتقدان بعدم وجود علاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة باهيكل المالي أي عدم وجود هيكل مالي أمثل.<sup>1</sup>

نسمى التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال أو (تكلفة رأس المال)، الذي نرمز له بـ  $K_0$  معدل المردودية المطلوب<sup>2</sup> من قبل مولى مؤسسة (تكلفة تمويل المؤسسة، و معدل المردودية الأدنى الذي يجب أن تولده استثماراً لها في المدى المتوسط).

يفترض منظور ربح الاستغلال (NOI) أن تكلفة الاستدانة ثابتة لا تتغير مع تغير معدل المديونية  $L$  أما تكلفة الأموال الخاصة المتمثلة في المردودية التي يطلبها المساهمون، فترتفع مع كل زيادة في معدل المديونية. كما يفترض هذا المنظور أن زيادة تكلفة رأس المال بسبب تكلفة الأموال الخاصة التي تنجم عن زيادة معدل المديونية، سوف يعرضها الخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر تمويل ذات تكلفة منخفضة نسبياً. لذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة رأس المال ثابتة مهما تغير معدل المديونية.<sup>3</sup>

وتعتبر نظرية ربح الاستغلال (NOI) أن تكلفة الأموال الخاصة أو معدل رسمة<sup>4</sup> الربح الصافي  $K_{cp}$  يتغير تبعاً للمخاطرة المالية التي يرفقها السوق لدرجة مديونية المؤسسة وهذا يعني:

- ✓ أن القيمة الإجمالية للمؤسسة في السوق مستقلة عن هيكلها التمويلي، في حين أن قيمة الأسهم والسنادات هي متغيرات تابعة للهيكل التمويلي؛
- ✓ أن التكلفة الإجمالية لرأس المال مستقلة عن الهيكل التمويلي.

ومن ثم لا يوجد هيكل أمثل للتمويل الذي يدين التكلفة الإجمالية لهذا الأخير ويعظم قيمة المؤسسة. بعبارة أخرى فإن تكلفة رأس المال للمؤسسة مستقلة عن مصادر التمويل فهي حقيقة تمثل المتوسط المرجح لمعدل المردودية المطلوب، لكن هذا المتوسط مستقل عن مختلف مكوناته، حيث ارتفاع المديونية يولد بصورة آلية أثر إضافي بمعنى ارتفاع مخاطرة المساهمين، هذا الارتفاع في المخاطرة يعكس بارتفاع في معدل المردودية المطلوب على الأموال الخاصة وبالتالي بثبات معدل المردودية الإجمالي المطلوب.

وعليه المعدل يبقى نفسه، و الشكل التالي يوضح ذلك:

<sup>1</sup>. Pierre ramage, Op - Cit, Page 176.

<sup>2</sup>. هي المقابل الذي يحصل عليه المستثمر نظير التضييغ بأمواله، فالأموال هنا تعتبر سلة يتم تأجيرها لن يحتاجها لمدة زمنية متفق عليها ، وبالتالي ذلك الزمن يأخذ مقابلة المستثمر ما يسمى بالمردودية المطلوبة.

<sup>3</sup>. منير إبراهيم الهندي ، مرجع سبق ذكره ، صفحه 646

<sup>4</sup>. تمثل في تمويل العوائد المتحصل عليها من خلال استثمار المبلغ الأصلي، وتغويتها لرأس المال لتحصل على فوائد أخرى ينتج عنها عوائد أخرى.

تعريف:

إن معرفة تكلفة الأموال تعتبر عنصراً مهماً وأساسياً في عملية اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالحصول على التمويل من مختلف مصادره، وبالتالي إجراء المقارنة بين البدائل المتاحة للوصول إلى القرار المالي السليم والملائم الذي يحقق هدف المؤسسة. وهذا مع توفر الشروط الثلاثة<sup>1</sup>:

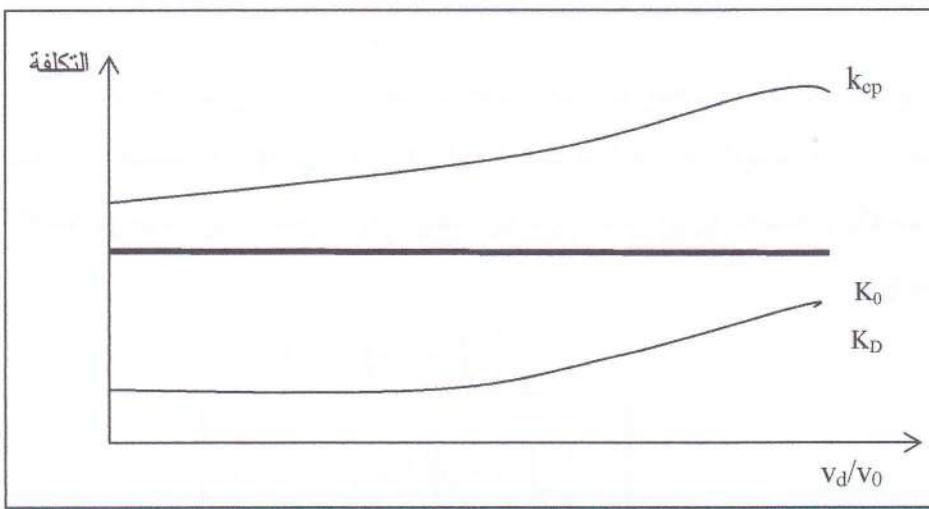
- ✓ أن جميع الاقتراحات الاستثمارية على نفس الدرجة من المخاطر؟
- ✓ أنها تتمثل من حيث الخصائص؟
- ✓ تنفيذ أي من الاقتراحات المعروضة لن يغير من مستوى مخاطر عمليات المؤسسة ككل.

وما لاشك فيه أن تكلفة كل نوع من أنواع الأموال يختلف عن الأخرى، هذا الاختلاف ينبع من تباين مصادر التمويل، فتكلفة تمويل الأموال الخاصة تختلف عن تكلفة التمويل بالديون، و بما أن تكلفة كل مصدر مختلف عن تكلفة غيره فلا يمكن أن نأخذ تكلفة نوع واحد من هذه المصادر ونعتبرها تكلفة رأس المال المؤسسة.

لذا يتضمن هذا الفصل معرفة المفاهيم الأساسية المتعلقة بتكلفة رأس المال، وكذا أهم النظريات المفسرة لها.

<sup>1</sup>. أحمد بوراس، تمويل المشتات الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عناية، الجزائر، 2008، صفحة 84.

الشكل رقم (1-2) : ثبات الهيكل المالي يتغير التكلفة المرجحة لرأس المال



المصدر : P.Vernimmen , ,Finance d'entreprise, 5<sup>e</sup> edition, 2005, Dalloz, Paris, page 492

نلاحظ أنه عندما يرتفع  $K_d$  ، يتزايد  $K_{cp}$  ببطء، بالقدر الذي تظل فيه  $K_0$  ثابتة، ومرد ذلك يعود إلى كون المساهمين يتحلصون من جزء من مخاطرة المؤسسة، الذي يتحول إلى المديين بمجرد أن يصبح مبلغ الدين كبيراً.

إذا من خلال مفهوم الموازنة، قاما (Modigliani et Miller) بالبرهنة على أن قيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال ليس لها أي علاقة مع هيكلها المالي. فتكلفة رأس المال ثابتة مهما كان الهيكل المالي للمؤسسة، وبالتالي قيمة المؤسسة تبقى دون تغيير و بالمقابل ترتفع تكلفة رأس المال السهم بالتوازي مع مستوى المديونية <sup>1</sup>.

الفرع الثاني: حالة وجود ضرائب: (Modigliani et Miller) 1963<sup>2</sup> وفي مقالتهما الثانية المشار إليها أعادا صياغة نموذجهمما مع الأخذ في الاعتبار أثر الضريبة، بفعل خاصية قابلية التخفيف الضريبي للمصاريف المالية حيث يكون للديون دائمًا أثراً ايجابياً على قيمة المؤسسة مهما كان مستواها. وتوصلا إلى أن الأخذ في الاعتبار عامل الضريبة على أرباح الشركات يقود إلى تفضيل الاستدانة مقارنة بالأموال الخاصة.

فعندما تكون هناك ضريبة على أرباح الشركات، فإن القيمة الاقتصادية للمؤسسة المستدينية يساوي إلى القيمة الاقتصادية للمؤسسة غير المستدينة زائداً القيمة الحالية للوفورات الضريبية المرتبطة بالمديونية.

<sup>1</sup> . يوسف فريشي، مرجع سبق ذكره، ص:138.

<sup>2</sup> . Modigliani et Miller , Corporate income taxes and the cost of capital :a correction ,American Economic Review, vol 53 juin, 1963 page 433-443 .

وعليه فحسب هذا المنطق، فإن هيكل التمويل الأفضل هو ذلك الذي تكون فيه نسبة الاستدانة أكبر ما يمكن<sup>1</sup>.

وعليه نجد أن خصم الفوائد المالية يسمح بتحفيض تكلفة رأس المال بحيث:

- ✓ نسبة مردودية الأموال الخاصة للمؤسسة المدينة  $r_c$  ، تحتوي بالإضافة للنسبة دون مخطر وعلاوة المخاطر للاستغلال (المجتمعان في  $r_a$  نسبة المردودية المطلوبة من المؤسسة غير المدينة)، علاوة المخاطر المالي تساوي:

$$(1-T)[r_a - r_f] \frac{D}{CP}$$

$$r_c = r_a + (1-T)[r_r - r_f] \frac{D}{CP}$$

أما بالنسبة لتكلفة رأس المال لمؤسسة مدينة هو :

$$K_0 = r_c \frac{CP}{CP+D} + r_f (1-T) \frac{D}{CP+D}$$

وبتعويض  $r_c$  بقيمتها نجد:

$$K_0 = r_a \left[ (1-T) \frac{D}{CP+D} \right]$$

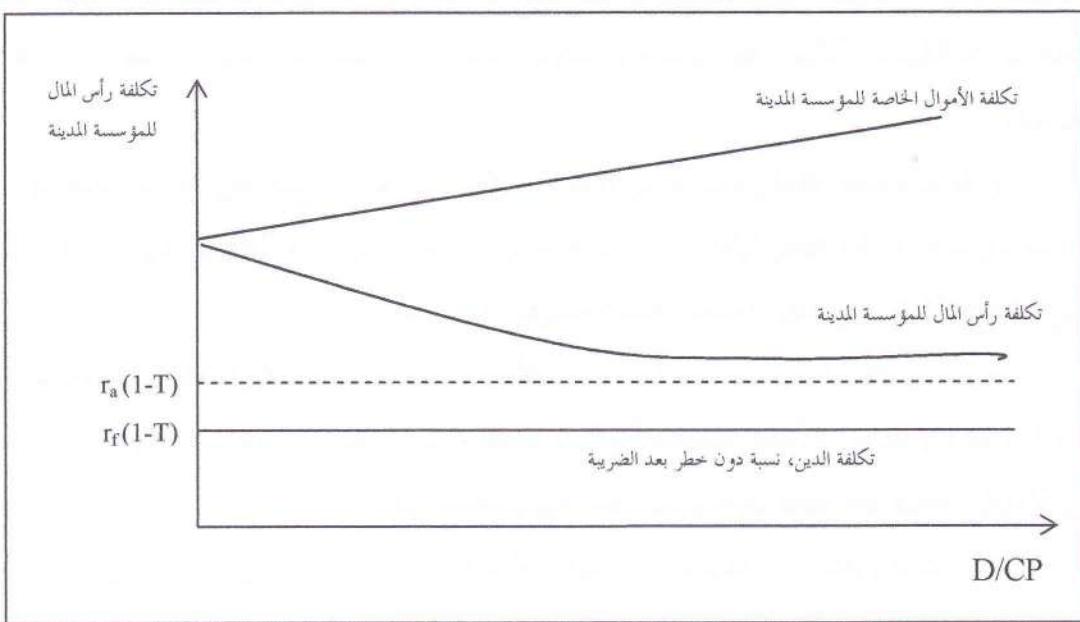
فباعتبار خصم المصروفات المالية  $K_0$  للمؤسسة المدينة يكون أقل مقارنة بالمؤسسة غير المدينة والذي يساوي  $r_a^2$ .

والشكل التالي يوضح العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة و تكلفة رأس المال وهيكل التمويل عند وجود الضريبة على الأرباح:

<sup>1</sup>. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، صفحة 369.

<sup>2</sup>. Gérard Charrreaux, Finance d'entreprise, 2<sup>e</sup> édition 2000, France, page 153.

الشكل رقم ( 1 - 3 ) : العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال و هيكل التمويل.



المصدر : G. Charrreaux, Op- Cit, Page 153

وعلى المدى الطويل نلاحظ أن نسبة تكلفة رأس المال تمثل نحو الثبات لحد ما، قريباً من مستوى المديونية، إذاً ليس هناك هيكل أمثل يقلص من تكلفة رأس المال لكن مستوى الاستدانة يمكن أن يجعلها في مستوى مقبول، وعليه على المؤسسة تحديد نسبة استدانة لا تتجاوزه<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: نظرية التوازن: Trade-Off وجود هيكل مالي أمثل.

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

الفرع الأول: وجود تكلفة الإفلاس: تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس le coût de faillite على نموذج (Modigliani et Miller) وخلصت إلى تحديد معدل مديونية أمثل و في هذه الحالة ارتفاع المديونية يؤدي إضافة إلى أثر الرافعة إلى التأثير على تكلفة رأس المال.

حسب Malécot(1984)<sup>3</sup> ، أن تكاليف الإفلاس من الصعب تجاهلها باعتبار أنها تشمل مجموعتين من التكاليف: المجموعة الأولى تضم تكاليف مباشرة ( تكاليف إدارية، تكاليف إعادة التنظيم، تكاليف مالية

<sup>1</sup>.Pierre Ramage, Op - Cit, Page 178.

<sup>2</sup> . MYERS S.C, “Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have”, in *Journal of Financial Economics* ,1984, vol. 13 , page 187.

<sup>3</sup> . MALECOT J.F, “La Mesure empirique des Coûts de Faillite: une Note”, in *Finance* . 1984, vol. n°2 , page 209.

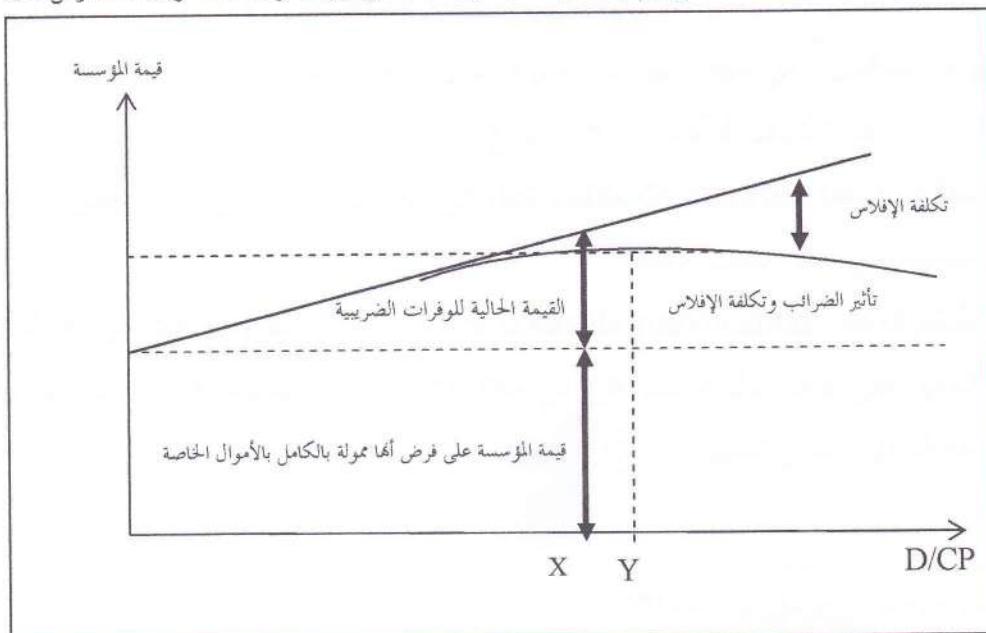
تكلفه الإنابة، تكاليف البيع القسري و المستعجل للأصول و التكاليف الاجتماعية). بينما تضم المجموعة الثانية من التكاليف، تكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أي المصداقية المالية و التجارية و تكاليف ضياع الفرصة<sup>1</sup>).

و كقاعدة عامة كلما زادت مخاطر الإفلاس، زادت آثارها العكسية على كل من تكلفة رأس المال و قيمة المؤسسة. فزيادة مخاطر الإفلاس يترتب عليها زيادة معدل المردودية المطلوب على الاستثمار، الأمر الذي يعني ارتفاع تكلفة رأس المال و انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية.

من المتفق عليه أن زيادة نسبة الدين إلى الأموال الخاصة يترتب عليها انخفاض في متوسط تكلفة الأموال، نظراً لانخفاض التكلفة الفعلية للأموال المقترضة بسبب الوفورات الضريبية. غير أن زيادة نسبة الدين إلى الأموال الخاصة بعد نقطة معينة يترتب عليه ظهور تكلفة الإفلاس.

يعنى ترك زيادة نسبة الدين إلى الأموال الخاصة أثرين متضادين على تكلفة رأس المال. فمن ناحية تساهم زيادة نسبة الدين في تخفيض تكلفة رأس المال بسبب الوفورات الضريبية لفوائد القروض. من ناحية أخرى يترتب على زيادة نسبة الدين بعد نقطة معينة إلى ظهور تكلفة الإفلاس مما يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال. وبالطبع توقف تكلفة رأس المال في النهاية على حجم كل من الوفورات الضريبية و تكلفة الإفلاس. والشكل التالي يوضح العلاقة بين الدين والأموال الخاصة و تكلفة رأس المال:

الشكل رقم (1-4): العلاقة بين نسبة الدين إلى الأموال الخاصة وبين تكلفة رأس المال



المصدر : منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، صفحة 669

<sup>1</sup>. يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، صفحة 150.

حسب الشكل إذا تناهينا تأثير تكلفة الإفلاس وترك تأثير الضريبة على الأرباح، فسوف تُسفر زيادة نسبة الاستدانة عن انخفاض مضطرب في تكلفة رأس المال بسبب الوفورات الضريبية، أما إذا أخذنا في الاعتبار تأثير كل من الضريبة وتكلفة الإفلاس، فسوف تأخذ تكلفة رأس المال اتجاهها آخر، ففي البداية تأخذ تكلفة رأس المال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة الديون إلى النقطة X وحينئذ تستمر في الانخفاض ولكن بمعدل أقل. وعندما تصل نسبة الديون إلى النقطة Y تبدأ تكلفة رأس المال في الارتفاع.

وعليه يمكن القول بأن النسبة المئالية للديون إلى الأموال الخاصة ( هيكل التمويل المثالي ) في ظل وجود تكلفة الإفلاس، تتحدد بالنقطة Y التي عندها تكون تكلفة رأس المال في حدتها الأدنى<sup>1</sup>.

**الفرع الثاني: منظور "نظرية الوكالة" (théorie de l'agence) :** والتي أخذت في الاعتبار تكلفة الوكالة le coût d'agence وهي تعود إلى صنفان من التكاليف:

✓ تكاليف وكالة الأموال الخاصة، أي النفقات التي يقوم بها المساهمون من أجل تأمين الانحرافات التي قد يقع فيها المسيرون؟

✓ تكاليف وكالة الديون أو النفقات التي يقوم بها المدينون من أجل مراقبة المساهمون ( بما فيهم المسيرون ).  
وعلقة الوكالة هي عقد يوجبه يقوم شخص يدعى الموكيل Mandant باللحوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل Agent أو عون Mandataire من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمها، فيما يتعلق بالمؤسسة فإن الموكيل والوكيل يحاولان تعظيم منفعتهما مما يجعل من علاقتهما مصدرًا للتعارض.

فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز تعارض في المصالح بين المسير والمساهمين<sup>2</sup> من جهة، وبين المساهمين والمدينين<sup>3</sup> من جهة ثانية<sup>4</sup>.

وتصنف تكاليف الوكالة إلى ثلاثة أنواع:

✓ تكاليف المراقبة les coûts de contrôle، التي يتحملها الموكيل من أجل التتحقق من أن تسير الوكيل منسجم مع هدف تعظيم منفعته؟

✓ تكلفة البرهنة les coûts de justification ، مجسدة في المصارييف التي يقوم بها الوكيل من أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكيل، من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكيل والتي يعبر له من خلالها على حسن التسيير؟

<sup>1</sup>. مثیر إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، صفحة 670.

<sup>2</sup>. ويكون هذا التضارب على شكل محاولة الوكيل تحويل ثروة غير مالية لصالحه باعتبار أنه لا يستفيد من العوائد الكلية لنشاطه، مع تحمله شخصياً للمسؤولية.

<sup>3</sup>. وعادة ما يتم نقل المقرضين تكاليف الوكالة إلى المالك، ذلك برفع معدل الفائدة المطلوب مما يؤدي لرفع معدل العائد المطلوب للمالك على استثماراته، والتبيّحة ارتفاع تكاليف الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

<sup>4</sup>. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، صفحة 381.

- ✓ التكاليف الباقية les coûts résiduels، و التي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل. أي التي تنجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسهيل الوكيل.

ففي ظل هذه النظرية وبظهور تكاليف الوكالة تنخفض نسبة المديونية في الهيكل المالي، وتحاول الوصول للتوزيع الأمثل بين الديون والأموال الخاصة، التفكير الحدي الذي يسمح بتعديل الهيكل المالي تبعاً لميزات وتكاليف الأموال الخاصة والديون. حيث يتم تعديل هذا الهيكل حتى نصل إلى الوضع الأمثل وبالتالي لا يوجد هيكل مستقر.

## خلاصة الفصل الأول:

و كخلاصة لما سبق يمكننا القول أن تكلفة رأس المال بالرغم تعدد تعريفها ووجهات النظر فيها فهي تصب في مفهوم واحد، بأنها عبارة عن معدل العائد الواجب على المؤسسة أن تتحقق في استثمارها لكي تحافظ على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر بالطريقة التي تضمن لصاحب رأس المال مردودية قابلة للمقارنة مع مردودية أخرى يمكن الحصول عليها من السوق بنفس درجة المخاطرة أو تبعاً لمعدل مردودية يحدد مسبقاً (تكلفة رأس المال المرجعية).

وهذا فإن تكلفة رأس المال تقوم على عدة فروض لما تتسم به من أهمية في القرارات التمويلية في المؤسسة، بحيث تساعد متلذى القرار في اختيار المصادر المناسبة لكل استثمار، كما تعتبر كمعيار للمقارنة بين المشاريع المتاحة أمام المؤسسة، كما أنها تساعد على زيادة الكفاءات وترشيد القرارات التمويلية. يعني أن تكلفة رأس المال تعتبر معيار لقياس الأداء وفعالية استغلال الأموال.

كما تتأثر التكلفة بعدة عوامل منها العوامل العامة التي تؤثر على كافة عناصر الهيكل المالي، وأخرى عوامل متعلقة بكل عنصر من العناصر التمويلية المستهدفة، كما أنها تتماشى مع القرارات التمويلية المتخذة. ونظراً للأهمية التي تلاقيها تكلفة رأس المال فهناك عدة مقارب نظرية حاولت تفسيرها والنظر في أهم جوانبها، من أهمها المدخل التقليدي الذي يبحث عن الحد الأدنى لتكلفة رأس المال في ظل افتراض وجود هيكل مالي أمثل، أما عن نموذج (Modigliani et Miller) وللذان يفترضان انعدام الهيكل المالي الأمثل، فيعتقدان بعدم وجود تأثير لتكلفة رأس المال مهما تغيرت تركيبة الهيكل المالي وهذا في ظل انعدام الضرائب، أما في وجود الضرائب على الأرباح وبخاصية تحفيض المصاريف المالية (الوفورات الضريبية) فإن تكلفة رأس المال تنخفض أما في ظل تكلفة الإفلاس ومن خلال أعمال Myers يرى بأن تكاليف الإفلاس لها التأثير الواضح على تكلفة رأس المال، فكلما ارتفعت مخاطر الإفلاس زاد معدل المردودية المطلوب من المستثمرين، وبالتالي زيادة التكلفة وبالنسبة لوجود تكلفة الوكالة كمرحلة ثانية لأعمال Myers فإنه يرى ببعد التكاليف لا يوجد هيكل مالي مستقر.

وعليه يمكننا القول أن تكلفة رأس المال تعتبر في الاقتصاديات الحديثة من أهم المعايير في اتخاذ القرارات المالية وبالتالي التوجه للاهتمام أكثر بتقديرها.

الفصل الثاني

الأسس النظرية للغذير تكالفة رأس المال

## تمهيد:

تعتبر تكلفة رأس المال من العناصر الجوهرية للاختيار بين البديل الاستثماري واتخاذ القرارات التمويلية، وللمفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة، فتعتبر عملية تقديرها وحسابها من أهم العمليات لذا المدير المالي، بحيث يتبع في ذلك جملة من الخطوات للوصول لقيمة التكلفة<sup>1</sup>:

- ✓ تحديد مصادر الأموال اللازمة للوصول هيكل رأس مال مناسب (المستهدف)؛
- ✓ تحديد كل مصدر من مصادر التمويل في ضوء المقادير المطلوبة، بإظهار هذه القيمة بشكل معدل لأنه سيستخدم للمقارنة مع معدلات العائد أو لحساب القيم الحالية، والتي تقوم كلياً على صافي المكاسب النقدية بعد الضرائب لذا يحسب معدل التكاليف بعد الضرائب؛
- ✓ الترجيح بالأوزان لكل مصدر من مصادر الأموال المستخدمة لنصل إلى النتيجة النهائية، وهي التكلفة الإجمالية لمصادر التمويل (التكلفة المرجحة للأموال).

لذا سوف نتطرق في هذا الفصل إلى:

- حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل ؛
- التكلفة الإجمالية لرأس المال وتقدير نموذج التكلفة المتوسطة المرجح.

<sup>1</sup> .. جمال الدين مرسى، أحمد عبد الله اللحلق، مرجع سبق ذكره، صفحة 264.

## المبحث الأول: حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل.

للوصول إلى تكلفة رأس المال يقتضي الوقوف على تكلفة كل عنصر من عناصر التي يتضمنها الهيكل المستهدف لرأس المال، من الأموال الخاصة ممثلة بحقوق المساهمين، إلى الديون سواء قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.

لكن الاهتمام بحساب تكلفة رأس المال يحصر في مصادر التمويل الطويلة الأجل (القروض طويلة الأجل والأموال الخاصة) على اعتبار أنها المصادر الأساسية للعمليات الاستثمارية معنى أن جانباً من مصادر التمويل (التي تعتبر هامة في كثير من الأحيان) لن يتم التعرض لها عند حساب التكلفة مثل القروض قصيرة الأجل، في ضوء هذا الاتجاه العلمي السائد، ولصعوبة حساب تكلفة التمويل قصير الأجل فإن حساب تكلفة التمويل سوف ينحصر في المصادر الدائمة للمؤسسة وهي القروض طويلة الأجل والأموال الخاصة.

### المطلب الأول: تكلفة الديون

تعرف تكلفة الديون سواء في شكل قروض تتعاقد عليها المؤسسة مع البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى، بمعدل فائدة محدد أو في شكل سندات تصدرها للجمهور.

فمعدل الفائدة المحدد على أنه معدل الفائدة الفعلي الذي تلتزم المؤسسة بدفعه مقابل حصولها على هذا القرض، بحيث يتمثل معدل الفائدة الفعلي في معدل الفائدة قبل الضريبة مطروح منه الوفورات الضريبية.<sup>1</sup> وتعرف أيضاً على أنها: المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمستثمر ذلك بعد تعديله لأغراض الضريبة، أي استبعاد الوفورات الضريبية سواء كان الاقتراض في صورة سندات تصدرها أو في صورة قرض تتعاقد عليه المؤسسة<sup>2</sup>.

وتعرف بأنها: "الحد الأدنى من معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات المملوكة بواسطة القروض حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم بدون تغيير".<sup>3</sup>

وتعرف بالنسبة التي تتساوى عندها المبالغ المقبوضة حقاً (المبلغ المقبوض الصافي) ومجموع التدفقات السنوية للبنك أو للمكتتبين (حالة قرض السند)، هذه النسبة تسمى "نسبة تكلفة القرض".<sup>4</sup>

<sup>1</sup>. محمد صالح الخناري، نهال فريد ومصطفى، جلال إبراهيم العبد، مراجع سبق ذكره، صفحة 394.

<sup>2</sup>. جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله اللحلح ، مراجع سبق ذكره ، صفحة 266

<sup>3</sup>. مبارك لسلوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، صفحة 192.

<sup>4</sup>. Pierre Ramage, op. cit, page 172.

عند حساب تكلفة الاقتراض يجب التمييز بين التكلفة الظاهرة للقروض والتكلفة الحقيقية:

**1-التكلفة الظاهرة:** هي عبارة عن المعدل الذي يحقق المساواة بين المبلغ المقترض من جهة، وبين القيمة الحالية للفوائد السنوية مضافةً إليها القيمة الحالية للمبلغ الأساسي للقرض والمسدد في نهاية المدة.

$$\text{المبلغ المقترض} = \text{القيمة الحالية للفوائد} + \text{القيمة الحالية للقرض الواجب تسديده في نهاية المدة.}$$

هذا التعريف ينطبق مع المبدأ القائل بأن المستثمر لا يقبل توظيف أمواله إلا إذا توقع الحصول على ربح لقاء عملية الاستثمار وتعويض المخاطر التي سيتعرض لها.

**2-التكلفة الحقيقة:** تعرف على أنها التكلفة التي تتحملها المؤسسة فعلاً بعد الاستفادة من الوفورات الحقيقة من تطبيق الضريبة على الأرباح<sup>1</sup>.

ويتم حسابها عن طريق معدل التحين أي بعد الضريبة لأن هناك خروج فعلي للسيولة من طرف المؤسسة بحيث نفترض:

$RB_t$  : معدل الفائدة.

$FF_t$  : المصارييف المالية.

$M$  : المبلغ المقترض.

$T$  : نسبة الضريبة.

$n$  : مدة القرض.

$M$ : التكلفة الحقيقة.

حيث أن النسبة المستحدثة  $rd$  بعد الضريبة هي القيمة التي تسمح بمساواة بين المبلغ المقترض والقيمة المستحدثة(الفعالية) للتعويضات والمصارييف المالية بعد الضريبة:

$$M = \sum_{t=1}^n \frac{RBt + FF(1-T)}{(1+rd)^t}$$

يمكن إخضاع هذه العلاقة جملة من التعديلات إذا احتوت القروض على علاوات تعويض وكذا الأخذ بالاعتبار:

<sup>1</sup>. الأغا محمد سالم، رسالة ماجستير، مرجع سبق ذكره، صفحة 65.

- ✓ مصاريف الإصدار: حيث يترتب على عقود القروض أو إصدار السندات مصاريف تمثل في المصاريف القانونية والإدارية والعمولات والإشهار... إلخ.
- ✓ المستحقات السنوية: تدفع عن القروض و السندات التي يمكن أن ترتفع، ويجوز خصمها (المستحقات) من الوعاء الضريبي على أرباح المؤسسات والتي تعتبر الخروج الفعلي للأموال.
- ✓ علاوة أو خصم الإصدار: في بعض الحالات تقوم المؤسسة بإصدار السندات بقيمة اسمية محددة وعند البيع للجمهور تتناقض قيمة أقل ذلك كوسيلة لتشجيع الجمهور على الشراء، حيث يسمى الفرق بين القيمة الاسمية للسند وقيمة الإصدار بخصم الإصدار، ويمكن أن يحدث العكس قد تتناقض المؤسسة قيمة أعلى من القيمة الاسمية للسند والفرق يسمى في هذه الحالة بـ: علاوة الإصدار<sup>1</sup>.  
ويمكن تسديد الديون بطريقتين:
- ✓ تسديد فائدة كل سنة وفي السنة الأخيرة تسديد أصل القرض.
- ✓ التسديد عن طريق الدفعات حيث يتم في كل سنة تسديد دفعة سنوية ثابتة مع فائدة.

١. الطريقة الأولى (تسديد فائدة كل سنة وفي السنة الأخيرة تسديد أصل القرض):  
يتم حساب معدل تكلفة الاقتراض وذلك من خلال العلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$V_0 = \frac{I}{(1+i)} + \frac{I}{(1+i)^2} + \dots + \frac{I}{(1+i)^n} + \frac{D}{(1+i)^n}$$

$$V_0 = \frac{I}{(1+i)^n} + \frac{D}{(1+i)^n}$$

$$V_0 = I \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} + D(1+i)^{-n}$$

حيث:

**V<sub>0</sub>** : صافي القرض بعد استبعاد مصاريف الإصدار.

**I** : الفائدة السنوية.

**i** : معدل الفائدة (معدل تكلفة الاقتراض الفعلي بعد التعديل الضريبي).

**D** : أصل القرض (القيمة الاسمية للقرض).

<sup>1</sup>. عبد القادر محمد عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع مشروعات BOT، الناشر الجامعي، الإسكندرية، 2000/2001 صفحة 520.

<sup>2</sup>. مبارك لسلوس، مرجع سابق ذكره، صفحة 193.

2. في حالة تسديد القرض على شكل دفعات

يتم استعمال العلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$V_0 = a \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

حيث:

$V_0$  : صافي القرض بعد خصم المصارييف.

a: الدفعة السنوية الثابتة.

i: معدل الفائدة.

n: عدد السنوات أو عدد الدفعات.

تعتبر تكلفة الديون الأسهل في الحساب بالنسبة للمؤسسات المصدرة للسندات المتداولة في السوق بصفة دائمة (مثلاً مؤسسة ATST التي تصدر 12 قرضاً سدي كثير السيولة)، أما بالنسبة للمؤسسات ذات السندات غير متداولة بانتظام، فما دامت هذه المؤسسات منقطة من الممكن تقدير تكلفة ديونها بتكييف تنقيطها مع فارق الغياب (مؤسسة بوينغ المنقطة AA تقدم تكلفة دين بـ 0.05% أكبر من أدوات الخزينة)، أما بالنسبة للمؤسسات غير المنقطة كالمؤسسات الصغيرة وغالبية المؤسسات غير مسورة فهناك بدائل حساب تكلفة الديون<sup>2</sup>:

1. الرجوع للقروض الحديثة (تاريجيا) المقدمة للمؤسسة، وتقدير فارق الغياب مشتركاً مع القروض المقدمة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وإدماجه في تكلفة الدين.

2. إجراء تنقيط شامل (تقوم به وكالة التنقيط)، عبر مقارنة النسب المالية للمؤسسة مع مؤسسات منقطة بحيث عينة المؤسسات المنقطة تحتوي على مختلف أقساط التنقيط.

<sup>1</sup>. مبارك لسلوس، مرجع سبق ذكره، صفحة 193

<sup>2</sup> Damodaran A, Estimating equity risk premiums, Stern School of Business, Working paper, NY, 1998, page 295.

## المطلب الثاني: تكلفة الأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة أوراق مالية هجينة، لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادي والسنداط فتشبه الأسهم العادي في أنه حق الملكية ليس له تاريخ استحقاق ومسؤولية حامله محدودة ولا يحق لهم المطالبة بتوزيعات وهم الأولوية في شراء أي إصدار جديد من الأسهم الممتازة، وتشترك معها أيضاً في أن التخلف عن دفع الأرباح لا يعرض المؤسسة لخطر الإفلاس<sup>1</sup> ومن ناحية تكاليفها مرتفعة كالأسهم العادي لأنها لا تحقق وفورات ضريبية.

من جهة أخرى تشبه السنداط من حيث نصيب الأرباح محدد بنسبة معينة من قيمتها الاسمية و لهم أولوية في أموال التصفية، و يحق للمؤسسة استدعاء الأسهم الممتازة<sup>2</sup>، بالإضافة أن لهم الأسبية في التوزيعات وأموال التصفية على الأسهم العادي، وبالتالي تكون أقل عرضة للمخاطر، تبعاً لذلك تكلفتها تكون أقل نسبياً من تكلفة الأسهم العادي.

أما عن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة مماثل لتعريف تكلفة الديون فهو معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات المملوكة بأسهم ممتازة من أجل لا تتأثر المكافآت المرتبطة بحملة الأسهم العادي، هذا المعدل هو الربح الموزع للسهم الممتاز مقسوماً على صافي الدخل الذي سيؤول للمؤسسة نتيجة بيعها أسهم ممتازة جديدة<sup>3</sup>.

ولحساب تكلفة الأسهم الممتازة تستخدم الصيغة التالية :

$$R = \frac{B_i}{F_i(1 - S_i)} * 100$$

حيث:

R: تكلفة السهم الممتازة.

B<sub>i</sub> : التوزيعات المتوقعة توزيعها عن السهم الواحد (ربح السهم المتوقع).

F<sub>i</sub> : القيمة الاسمية للسهم.

S<sub>i</sub>: مصاريف إصدار السهم الواحد.

<sup>1</sup>. جمال الدين مرسى، أحمد عبد الله اللحلح، مرجع سبق ذكره، صفحة 334.

<sup>2</sup>. عاطف وليد أنوراس، مرجع سبق ذكره، صفحة 377.

<sup>3</sup>. الأغا محمد سالم، رسالة ماجستير، مرجع سبق ذكره، صفحة 66.

يكون الفرق بين تكلفة السهم الممتازة وتكلفة الديون، في أن هذه الخيرة تحسب بعد الضريبة على الأرباح. لأن الفوائد على الديون تعتبر كنفقة يتم خصمها، بينما الأرباح الموزعة على حملة الأسهم يتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر من النفقات<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: تكلفة الأموال الخاصة.

تتمثل الأموال الخاصة أساساً في الأرباح المحتجزة والأسهم العادية، بحيث تمثل الضمان للمقرضين لاسترداد أموالهم عند التصفية، وتعتبر تكلفة التمويل عن طريق الأموال الخاصة عامل مؤثر في قيمة المؤسسة بحيث إذا حققت المؤسسة عائداً يعادل تكلفة رأس المال فإن قيمة أسهمها تبقى ثابتة أو تزيد إذا زادت قيمة الإيرادات الصافية عن معدل تكلفة رأس المال، بذلك تعتبر تكلفة رأس المال من المؤشرات المعتمدة في تقدير المؤسسة فعلاً.

وتعرف تكلفة الأموال الخاصة كما يلي:

"الحد الأدنى من العائد كشرط للحفاظ على صافي الثروة دون تغيير، فهي تمثل العائد المستهدف على الأموال الإضافية المقدمة للمؤسسة من الأموال المملوكة أي تساوي عائد الفرصة البديلة".

"وتعرف بأنما الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات المملوكة بواسطة الملكية للحفاظ على قيمة الملكية الحالية بدون تغيير"<sup>2</sup>.

"أحسن معدل عائد يمكن تحقيقه من مجالات أخرى بديلة تتساوى مع المشروع في نفس درجة المخاطرة"

من خلال التعريف السابقة نجد أنها تدور حول تكلفة الفرصة البديلة للأموال المستثمرة في الأموال الخاصة، من منطق أن المستثمر سيتقل بأمواله من مؤسسة لأخرى طالما أن أمامه فرصة استثمارية أفضل، لذا ستعمل المؤسسة على زيادة العائد على الاستثمار الذي تحقق للمستثمرين أصحاب الأموال الخاصة بمعنى أن المؤسسة ستعمل على أن يجعل الفرصة البديلة أمام أصحاب الأموال الخاصة مساوية الصفر<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>. عبد المستار مصطفى الصياح، سعود جايد العامر، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، صفحة 227.

<sup>2</sup>. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، 2000، صفحة 351.

<sup>3</sup>. جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله الملحق، مراجع سبق ذكره، صفحة 277.

### الفرع الأول: تكلفة الأرباح المحتجزة:

تعتبر الأرباح المحتجزة أهم مصادر التمويل الذاتي التي تلجأ إليها المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلاً الأجل وتمثل الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على المساهمين وتستخدم هذه الأرباح لتمويل عمليات النمو والتوسيع، وحتى تتمكن المؤسسة من توزيع الأرباح في نفس المستوى في السنوات ذات الأرباح القليلة أو الخسائر<sup>1</sup>، و تعمل على تقوية المركز المالي للمؤسسة، حيث ترفع نسبة الأموال الخاصة إلى الديون، ومنه زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، ولا تخضع هذه الأرباح للضريبة على الأرباح إلا عند استعمالها فهي تؤجل الالتزام الضريبي حتى يتحقق من ورائها أرباحاً و لا يصاحب هذا النوع من التمويل تكلفة إصدار كما هو الحال بالنسبة لإصدار أسهم مما يعزز أهميته كمصدر تمويل ذاتي<sup>2</sup>.

ونظراً لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي تكاليف، فإن تكلفة الاعتماد على هذه الأموال هو معدل العائد الواجب تحقيقه من استثمار هذه الأموال، الذي يجب أن يتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه المساهمين أي حملة الأسهم العادية<sup>3</sup>.

تعد تكلفة الأرباح المحتجزة تكلفة ضمنية تساوي تكلفة الأسهم العادية لأنها جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين، وبالتالي فهي حق من حقوق المساهمين، يؤدي إلى زيادة ملكية حملة السهم في المؤسسة دون تكلفة إصدار، وعلى المؤسسة دفع عائد بال مقابل (أي عائد بالنسبة للمساهم وتكلفة بالنسبة للمؤسسة)<sup>4</sup> مع ملاحظة أن تكلفة الأرباح المحتجزة أقل من تكلفة الأسهم العادية، وذلك لسبعين<sup>5</sup>:

- ✓ الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الأرباح، بينما عند احتجازها لا تخضع للضريبة؛
- ✓ إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين أنفسهم يخضع لعمولة الوسطاء (عند شرائهم أوراق مالية جديدة من السوق المالي يدفع المساهمين عمولة للوسطاء عند التنفيذ)، بينما لا تخسر المؤسسة عمولة الوسطاء عندما تقوم بالتمويل بالأرباح المحتجزة.
- ✓ مصاريف الإصدار.

يعنى أن التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة أقل تكلفة من التمويل بالأسهم العادية ذلك لاستبعاد تكلفة الضريبة على الأرباح والعمولات ومصاريف إصدار أسهم جديدة.

<sup>1</sup>. شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2009.

<sup>2</sup>. عاطف ولد أنوراس، مرجع سبق ذكره، صفحه 378.

<sup>3</sup>. محمد صالح الحناوي، هلال فريد ومصطفى، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، صفحه 407.

<sup>4</sup>. منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، صفحه 585.

<sup>5</sup>. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الميسرة للطباعة والنشر والتوزيع، 2007، صفحه 323.

وتحسب تكلفة الأرباح المحتجزة بالعلاقة التالية :

$$R = \frac{B_i}{F_i} * 100 + G$$

حيث :

R: تكلفة الأرباح المحتجزة.

B<sub>i</sub>: الربح المتوقع عن السهم الواحد.

F<sub>i</sub>: قيمة السهم السوقية.

G: معدل النمو في الأرباح.

### الفرع الثاني: تكلفة الأسهم العادي

ويعرف السهم العادي بأنه الأموال الخاصة في المؤسسة له قيمة اسمية مدونة على قسيمة السهم، قيمة دفترية ممثلة في قيمة الأموال الخاصة مطروحا منها الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة وقيمة سوقية ممثلة في قيمة السهم في سوق رأس المال، أما قيمة التصفية (بعد إفلاس المؤسسة) التي يتوقع حامل السهم الحصول عليها إذا تم تصفية الأصول التي تملكها المؤسسة<sup>1</sup>. تعتبر الأسهم العادي من المصادر طويلة الأجل باعتبار أن ليس لها تاريخ استحقاق محدد طالما المؤسسة المصدرة قائمة ومستمرة، كما أن إمتناع المؤسسة عن توزيع الأرباح لا يعرض المؤسسة لمخطر الإفلاس.<sup>2</sup>

أما تكلفة الأسهم العادي هي الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم، حيث تمثل تكلفة الأسهم العادي تكلفة الفرصة البديلة، فهم يسعون للحصول على عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى لها نفس درجة المخاطرة.

ويتعذر تقدير تكلفة الأسهم العادي أكثر صعوبة من تكلفة الأسهم الممتازة وتكلفة الديون، بسبب أن التدفقات النقدية الخارجة لحملة الأسهم العادي غير محددة مقارنة بالديون والأسهم الممتازة، لذا وجدت عدة طرق لتقدير تكلفة حقوق الملكية العادي<sup>3</sup>:

✓ نموذج التوزيعات المخصومة(القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية);

✓ نموذج تسعير الأصول المالية؛

<sup>1</sup>. إبراهيم منير هندي، مرجع سبق ذكره، صفحة 552.

<sup>2</sup>. دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، صفحة 205.

<sup>3</sup>. عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره ، صفحة 372.

✓ نموذج مكافئ المديونية.

### 1. نموذج التوزيعات المخصومة :le modèle d'actualisation des dividends

حسب Gordon et shapiro، يشير أن القيمة السوقية للسهم تمثل في القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية، حيث الأسهم العادي ليس لها تاريخ استحقاق معين وبالتالي تمثل التدفقات في التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر<sup>1</sup>، وتعطى بالعلاقة التالية<sup>2</sup> :

$$V_0 = \frac{f_1}{(1+t)} + \frac{f_2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{f_i}{(1+t)^n}$$

حيث:

$V_0$  : القيمة الحقيقية للسهم العادي؛

$f_i$  : التوزيعات المتوقعة توزيعها عن السهم الواحد (ربح السهم المتوقع)؛

$t$  : معدل العائد (المردودية) المطلوب من حملة السهم العادي ؛

$n$ : عدد السنوات.

وتحتاج أربع حالات هي:

#### 1. التدفقات ثابتة ولمدة محدودة:

عندما يكون عائد السهم يتمثل في تدفقات ذات قيمة ثابتة لفترة زمنية محددة تكون قيمة الحالية كمالي:

$$V_0 = \frac{f}{t} \left( 1 - \frac{1}{(1+t)^n} \right)$$

#### 2. تدفقات ثابتة ولمدة غير محدودة:

أما في حالة التدفقات لفترة غير محددة بقيم ثابتة فالقيمة الحالية لعائد السهم تعطى بـ:

$$V_0 = \frac{f}{t}$$

<sup>1</sup>. منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، مرجع سبق ذكره، صفحة 580.

<sup>2</sup>. Pierre Vernimen, Finance d'entreprise, 6<sup>e</sup> edition, 2005, Dalloz, Paris, page 388.

3. تدفقات تنمو بمعدل ثابت  $g$  خلال فترة محددة:

تعطى القيمة الحالية لعائد السهم في حالة التدفقات تنمو بمعدل ثابت خلال فترة محددة بالعلاقة التالية:

$$V_0 = \frac{f_0(1+g)}{t-g} \left( 1 - \frac{(1+g)^n}{(1+t)^n} \right)$$

4. التدفقات تنمو بمعدل ثابت  $g$  خلال فترة غير محددة<sup>1</sup>:

القيمة الحالية لعائد السهم في حالة التدفقات تنمو بمعدل ثابت خلال فترة غير محددة :

$$V_0 = \frac{f_1}{t-g}$$

ولدينا:  $f_1 = f_0(1+g)$  ، فإن:

$$t = \frac{f_1}{v_0} + g$$

## 2. نموذج توازن الأصول المالية (Modèle d'équilibre des actifs financiers) : MEDAF

للمنطق المالي فلما لاحظ في الأسواق المالية هناك تناصاً إيجابياً بين المردودية المحصل عليها والمخطر<sup>2</sup> حيث يستند هذا النموذج على آلية قياس حالة المخاطرة في الاستثمار ما ويربطها بمعدل المردودية الذي يجب أن يقدم للمستثمرين، ويستند لفكرة أن معدل العائد على الاستثمار يجب أن يعكس مستوى المخاطر النسبية لذلك الاستثمار.

ولكي يتم تقدير تكلفة الأموال الخاصة العادية لمؤسسة وفق نموذج MEDAF ، يجب تقدير أو إتباع جملة خطوات<sup>3</sup>:

<sup>1</sup>. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية ، الدار الجامعية للطبع، الإسكندرية، 2007، صفحة 360.

<sup>2</sup>. Gerard charreaux, Op-Cit, page 142.

<sup>3</sup>. عاطف وليم أندوراس، مرجع سبق ذكره، صفحة 413.

$r_f$ : معدل المردودية دون خطر: تمثل في نسبة مطلوبة للتوظيف في السوق المالي دون خطر وهي كتعويض عن الزمن مثلًا معدل فائدة على السندات الحكومية أو أدونات الخزينة؟

$\beta_c$  : معامل الخطر يقيس المخاطر النظامية<sup>1</sup> يحسب بالعلاقة التالية:  $\beta_c = \frac{\text{cov}(r_c, r_m)}{\text{var}(r_m)}$  حيث:

$\text{cov}(r_c, r_m)$  : التباين المشترك بين معدل المردودية للورقة المالية ومعدل مردودية السوق،  $\text{var}(r_m)$  : التباين؛

$r_m$  : معدل المردودية المطلوب في السوق؛

$r_c$  : معدل المردودية المتوقع للورقة المالية؛

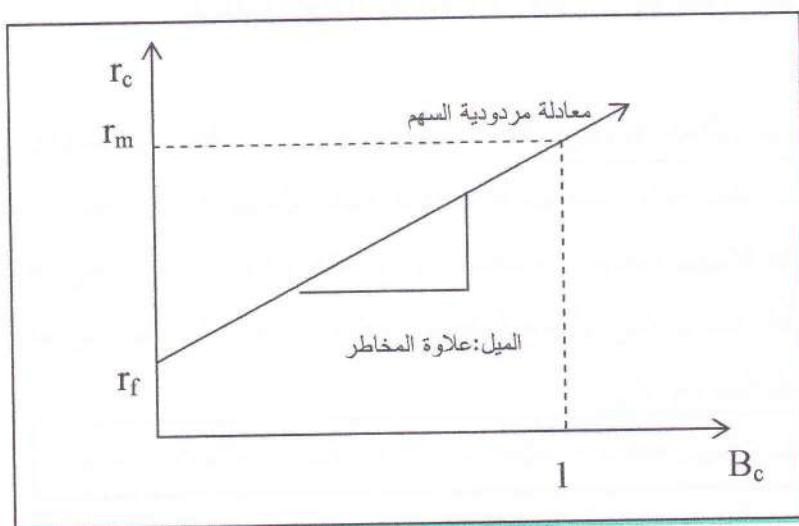
$(r_m - r_f)$  : تسمى علاوة مخاطر السوق تمثل الفرق بين مردودية السوق ومردودية بدون مخاطرة مرجحة بدرجة حساسية، وهي بعثابة تعويض عن المخاطر النظامية، بحيث تختلف هذه العلاوة من دولة لأخرى بسبب اختلاف المخاطر النظامية، ففي الدول النامية تكون جد مرتفعة مقارنة بالدول المتقدمة.

✓ التعبير عن المتغيرات السابقة وفق المعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$r_c = r_f + \beta_c [r_m - r_f]$$

ويمكن توضيح هذه المعادلة بالمنحنى التالي:

الشكل رقم (2-1) : منحى تكلفة السهم العادي حسب نموذج MEDAF



المصدر: G. charreaux, Op.cit, p: 143.

<sup>1</sup> . نقصد بالمخاطر النظامية مقدار التقلب أو التباين في العوائد الناتجم عن الظروف الاقتصادية العامة والتي لا يمكن تجنبها ، وتحجم من عدة أسباب منها تقلبات السوق، نوع النشاط، و تغير أسعار الفائدة.

<sup>2</sup> . Gerard charreaux , Op.cit, page 142 .

من خلال المنحنى نستنتج :

- ✓ إذا كان:  $1 = \beta$  فإن:  $r_m = r_c$  ، يعني وجود ارتباط تام بين معدل المردودية المطلوب ومعدل المردودية السوقية، أي أن تكلفة الأموال تساوي معدل المردودية السوقية.
- ✓ إذا كان:  $0 = \beta$  فإن:  $r_m = r_c$  ، عدم وجود ارتباط بين معدل المردودية المطلوب ومعدل المردودية السوقية، أي أن تكلفة الأموال تساوي معدل المردودية المحسوب عن طريق خصم التوزيعات.

بالرغم من أن هذا النموذج (MEDAF) قد يعطي تقدير دقيق لمعدل العائد المطلوب على السهم ومن ثم لتكلفة رأس المال ، إلا أنه يلاقي جملة من الصعوبات من أهمها<sup>1</sup>:

- ✓ صعوبة تقدير معامل Beta
- ✓ الجدل القائم في تحديد معدل العائد الخالي من المخطر، فهل يحدد على أساس سعر الفائدة للسندات الحكومية طويلة الأجل أو على سعر الفائدة لأذونات الخزينة قصيرة الأجل؟
- ✓ صعوبة تقدير علاوة المخاطرة على مستوى السوق.
- ✓ ومن أهم الانتقادات التي وجهت له أيضاً ذكر<sup>2</sup>:
- ✓ الاعتماد على فرضية كفاءة السوق المالي والتي تعتبر غير واقعية؟
- ✓ الاعتماد على البيانات التاريخية؟
- ✓ فرضية العلاقة الخطية بين معدل المردودية ومعامل Beta
- ✓ الاعتماد على عامل واحد لتفسير معدل المردودية هو المخاطر النظامية.

3. نموذج مكافئ المديونية (تكلفة القروض): تستند هذه الطريقة على العلاقة بين السندات والأسهم العادية للمؤسسة، فمادامت مخاطر حملة السندات أقل مقارنة بحملة الأسهم العادية، بحد أن تكلفة السندات تكون أقل من تكلفة الأسهم العادية. وباستخدام نموذج مكافئ المديونية يجب على المؤسسة أن تحسب أولاً تكلفة الديون قبل الضريبة على الأرباح ثم تضيف علاوة المخاطر ذلك كمدخل تقدير تكلفة الأسهم العادية، أي باستعمال النموذج الآتي<sup>3</sup> :

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \text{تكلفة القروض قبل الضريبة} + \text{علاوة المخاطر}$$

<sup>1</sup>. عاطف وليم أندوراس، مرجع سبق ذكره، صفحة 414.

<sup>2</sup>. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقية، 2009، صفحة 90.

<sup>3</sup>. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، صفحة 362.

بعد التطرق لبعض طرق قياس تكلفة الأموال الخاصة، عموماً متعلقة بالمؤسسات المسورة، فبالنسبة للمؤسسات غير المسورة، يعتبر خيار  $\beta$  كقياس المخاطر يرتكز على فرضية لو المستثمر له إستراتيجية تنوع محفظته في المؤسسات المسورة، فمن الصعب تقبلها في المؤسسات غير المسورة، حيث يميل المساهمون في هذه الحالة غالباً إلى تركيز الاستثمارات في رأس المال المؤسسة إذ يتحملون مخاطر المؤسسة وليس مخاطر السوق، حيث يوجد ثلاثة طرق لتحديد تكلفة الأموال الخاصة في المؤسسات غير المسورة<sup>1</sup>:

1. عندما يكون الهدف الفوري هو بيع المؤسسة المسورة أو الدخول للسوق المالي، فـ  $\beta$  السوق يعطي تقدير حسن للمخاطر ويمكن إدخاله في تكلفة الأموال الخاصة؛
2. نستطيع زيادة علاوة المخاطر لتكلفة الأموال الخاصة كي تعكس إضافة المخاطر الناجمة عن عدم تنوع محفظة المساهمون.
3. نستطيع تعديل  $\beta$  كي نعطي فكرة عن المخاطر الإجمالي عوض خطر السوق، والتعديل يمكن أن يكون سهلاً نسبياً مادام  $R^2$  (الانحراف المعياري) للتراجع يقيس نسبة المخاطر المنسوب للسوق إذن:

$$\beta_{السوق} = \beta_{الإجمالي} / \sqrt{R^2}$$

#### المطلب الرابع: حساب تكلفة رأس المال (التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال)

بما أن كل استثمار يمكن أن يكون مولاً عن طريق عدة مصادر للتمويل وبما أن لكل مصدر من هذه المصادر تكلفة خاصة به، والتي من خلالها يمكن المفاضلة بين مصادر التمويل، فإنه من الضروري أيضاً حساب تكلفة رأس المال الإجمالية المخصصة لتمويل استثمار ما من أجل المفاضلة بين المشاريع.

وكما نعرف أن تركيبة الهيكل المالي المستهدف يتكون من نسب مختلفة من مصادر التمويل. معنى لحساب التكلفة يتم الاعتماد على المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان، مع تحديد أي خليط ينبغي أن تحدد من خلاله تكلفة رأس المال، وبالتالي تتعرض للمدخل الممكن لحساب تكلفة رأس المال.

حيث هناك طريقتين لحساب التكلفة:

<sup>1</sup>. Aswath Damodaran, op. cit, page 294.

أولاً: الطريقة المباشرة: عن طريق حساب  $\beta$  الخاص بالأصل الاقتصادي: حيث يتم الاعتماد على نموذج MEDAF<sup>1</sup> ، بحث يقيس  $\beta$  حساسية المردودية بالنسبة للسوق الخاصة بالأصل الاقتصادي، فيمثل النموذج<sup>1</sup>:

$$r_c = r_f + \beta_c [r_m - r_f]$$

حيث:

- ✓  $r_c$ : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال؛
- ✓  $r_m$ : معدل المردودية المطلوب في السوق؛
- ✓  $r_f$ : معدل المردودية دون مخاطر؛
- ✓  $\beta_c$ : درجة حساسية مردودية الأصل الاقتصادي لمردودية السوق ويحسب بإيجاد المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لـ  $\beta_{CP}$  للأموال الخاصة و  $\beta_D$  الاستدانة بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$\beta_{AE} = \beta_{CP} \frac{CP}{AE} + \beta_D \frac{D_{net}}{AE}$$

$$\Rightarrow \beta_{AE} = \frac{\beta_{CP} + \beta_D (D/CP)}{1 + (D/CP)}$$

حيث:  $\beta_{AE}$  للأصل الاقتصادي تكون مرتبطة بالاستدانة الصافية، حيث تتحسب  $\beta_D$  بنفس طريقة  $\beta$  السهم بالعلاقة بين مردودية الديون المسورة ومردودية السوق.

وقد اقترحت هذه الطريقة لحساب  $\beta_{AE}$  من طرف Modigliani et Miller في مقاهمما المصحح 1960 بالفرضيتين التاليتين<sup>3</sup>:

- ✓ المؤسسة تستدين بمعدل مردودية بدون مخاطر مهما كان هيكلها التمويلي؛
  - ✓ قيمة الأصل الاقتصادي للمؤسسة المستدينة تساوي الجموع الجبri لقيمتها في مؤسسة غير مستدينة والقيمة الحالية للوفورات الضريبية.
- بالرغم أن النظريتان أعطت معادلة تحديد  $\beta_{AE}$  لكن ليس لها حقيقة اقتصادية، حيث:
- ✓ أن المؤسسة ولو مقيمة لا تستدين بمعدل مردودية دون مخاطر؛
  - ✓ تكلفة الإفلاس غير معترضة ولو مستواها يقترب بالنسبة لمؤسسات مستدينة بما يكفي من قيمة الوفورات في الضريبة الناجمة عن الدين.

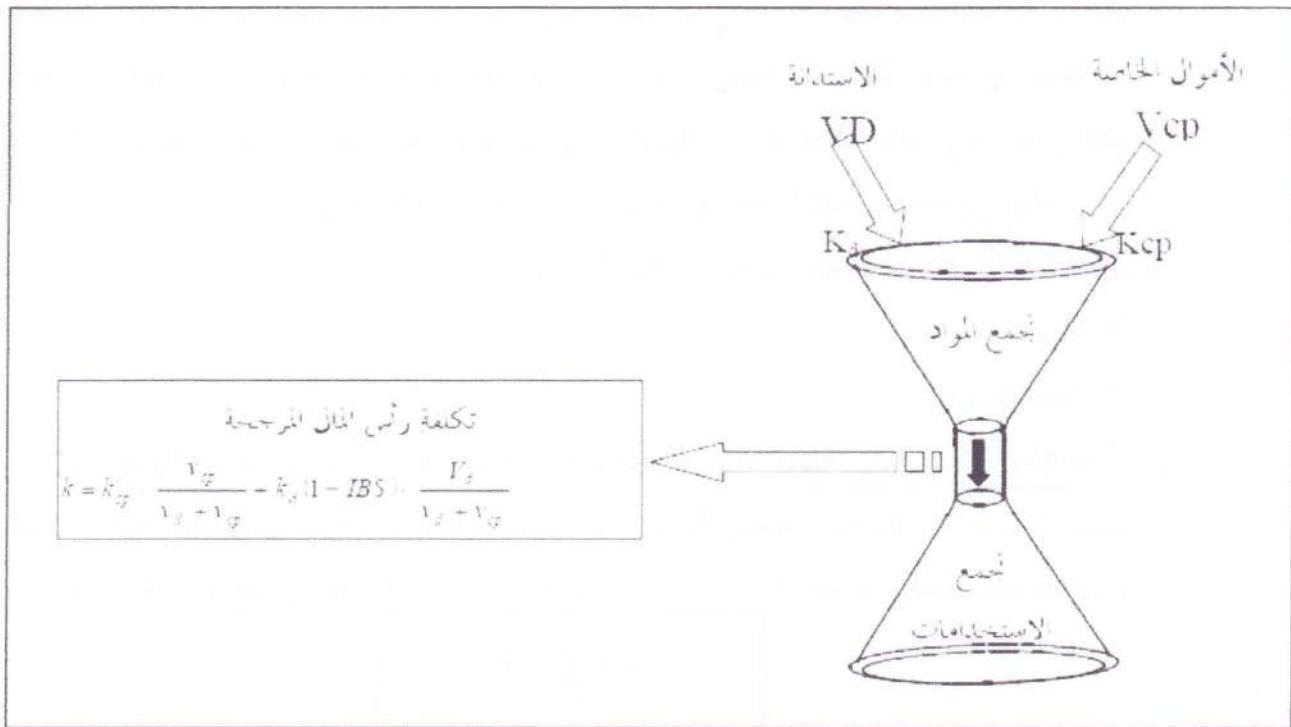
<sup>1</sup>. Pierre Vernimen, Op.cit, page 749.

<sup>2</sup>. J. DAYAN et autres, Manuel de gestion, vol 2, ELLIPSES/AUE, Paris, 1999, Page 296.

<sup>3</sup>. على بن الضب، مرجع سبق ذكره، صفحة 98.

ثانياً: الطريقة غير مباشرة: يتم احتساب تكلفة رأس المال انطلاقاً من تقدير تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، ثم احتساب المتوسط الحسابي المرجع بالأوزان، وفق الشكل التالي<sup>1</sup>:

الشكل رقم (2 - 2) : التكلفة المرجحة لرأس المال.



المصدر: P. Vernimen, Op.cit, page 753

حيث:

$V_{cp}$  : القيمة السوقية للأموال الخاصة؛

$V_d$  : القيمة السوقية للديون؛

$K_{cp}$  : تكلفة الأموال الخاصة؛

$K_d$  : تكلفة الديون؛

IS : الضريبة على أرباح الشركات.

لكن عند إجراء عملية الترجيح، يجب اختيار أحد المدخل لحساب تكلفة رأس المال:

✓ مدخل الأوزان الفعلية أو التاريخية؛

- تكلفة الأموال على أساس القيمة الدفترية؛

- تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية.

<sup>1</sup>. Pierre Vernimen, Op.cit, page 753

- ✓ مدخل الأوزان المستهدفة؛
- ✓ المدخل الحدي.

**1. مدخل الأوزان الفعلية(الأوزان التاريخية *poids historique*) :** يعد هذا المدخل شائعاً لكن يعاب عليه أن التكلفة عنده تتغير كل مرة بتغيير الهيكل المالي، سواء من حيث نوعية العناصر أو من حيث نسبة كل عنصر مع ثبات تكلفة كل عنصر، وإذا كان التغيير بصفة مستمرة، فيتغير حساب التكلفة مناسب في حالة واحدة هي حالة الخلط المكون للهيكل المالي مستقر، وهذا صعب التتحقق، بحيث أن أي أموال تحصل عليها المؤسسة مستقبلاً لن تغير في نسب المزيج المكون لها<sup>1</sup>.

وتحسب تكلفة الأموال حسب هذا المدخل إما على أساس:

- ✓ القيمة الدفترية؛
- ✓ القيمة السوقية.

**أ. تكلفة الأموال على أساس القيمة الدفترية:** يعتمد على حساب أوزان العناصر المكونة للهيكل المالي، وفقاً للقيمة الدفترية لهذه العناصر، يقتضي التفاوت في القيمة الدفترية والتفاوت في تكلفتها ضرورة استخدام فكرة المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لحساب تكلفة رأس المال، كما هو موضح بالمعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$\begin{aligned} K &= \sum_{i=1}^n k_i g_i \\ &= k_1 g_1 + k_2 g_2 + \dots + k_n g_n \end{aligned}$$

حيث:

$K$  : متوسط تكلفة رأس المال؛

$g_i$  : وزن العنصر؛

$k_i$  : تكلفة العنصر.

بالرغم أن هذا المدخل يتميز بجزاً مرتبطة ببساطته بالإضافة إلى تركيز الدائنين والمستثمرين على بيانات المركز المالي لمعرفة وقياس المخاطر المالية (وبالتالي معدل المردودية المطلوب)، إلا أن وجهت له بعض الانتقادات حيث نوجزها فيما يلي<sup>3</sup>:

- ✓ الترجيح بدلالة الأوزان الدفترية غير متسقة مع تكلفة رأس المال، خاصة أن حساب تكلفة عناصر التمويل يتم بالقيم السوقية، لذا يجب الترجيح أيضاً بدلالة القيم السوقية، معنى آخر أن متوسط معدل المردودية المطلوبة من طرف المستثمرين تعكس الأوزان بالقيم السوقية وليس بالقيم الدفترية.
- ✓ الترجيح يعكس التمويل الحالي وليس المستقبلي.

<sup>1</sup>. منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، صفحة 586.

<sup>2</sup>. أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره: صفحة 92.

<sup>3</sup>. عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، صفحة 365.

**ب. الترجيح على أساس القيمة السوقية:** يعتبر هذا الأساس أكثر ملائمة بسبب توافر شرط وحدة القياس فتكلفة كل عنصر تحسب على أساس ما هو سائد في السوق، لذا يتوجب حساب وزن كل العنصر على أساس قيمته السوقية، مع الأخذ في الاعتبار أن القيمة السوقية للأسهم الممتازة والعادي والسندا يمكن أن تختلف عن قيمتها الدفترية، أما القروض تبقى بقيمتها الدفترية.

ويعبأ على هذا المدخل عدم وجود طريقة علمية دقيقة يمكن من تقدير القيمة السوقية للأرباح المحتجزة، فهذا الأسلوب لا يعدو أنه إجراء تقريري قد لا يعكس القيمة الحقيقية لتلك الأرباح<sup>1</sup>.

**2. مدخل الأوزان المستهدفة:** بعد الانتقاد الموجه لمدخل الأوزان الفعلية بعدم الاستقرار في تكلفة رأس المال وجعلها عديمة الجدوى بسبب العناصر المكونة للمزيج قد تختلف من وقت لآخر، لذا كان مدخل الأوزان المستهدفة كبديل، الذي يرتكز على قيام المؤسسة بوضع هيكل رأس مال مستهدف تسعى لتحقيقه وعدم الانحراف عنه قدر الإمكان، ويوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليه في التمويل، والوزن النسبي لكل مصدر وعلى هذا الأساس يتم تقدير تكلفة رأس المال بالنسبة للمؤسسة ككل.

ومن أهم ميزات هذا المدخل أن التكلفة المحسوبة على أساسه لا تتغير إذا تغير القرار المحدد للهيكل المالي المستهدف، وإذا لم يتغير القرار فإن تكلفة رأس المال تبقى ثابتة بصرف النظر عن هيكل رأس المال الفعلي.

لكن قد تترتب آثار سلبية من هذا الاستقرار فإذا كانت أوزان العناصر مرتفعة التكلفة في الهيكل المالي الفعلي مقارنة بالهيكل المستهدف، فإن تكلفة رأس المال المحسوبة على أساس معدل التكلفة للهيكل المستهدف تكون أقل من المحسوبة على أساس المدخل الفعلي، وإذا تم استخدام معدل التكلفة المستهدفة لتقدير الاقتراحات الاستثمارية، قد يترب عليه قبول اقتراحات استثمارية كان ينبغي أن ترفض، هذا عندما يزيد معدل العائد المتوقع على الاستثمار عن تكلفة رأس المال المحسوبة بالمدخل المستهدف، وتقل عن تكلفة رأس المال المحسوبة على أساس المدخل الفعلي<sup>2</sup>.

**3. المدخل الحدي:** في هذا المدخل يتم حساب تكلفة رأس المال على أساس أوزان العناصر التي ستستخدم في تمويل الاقتراحات الاستثمارية المعروضة، بمعنى تكلفة رأس المال في هذا المدخل سوف تختلف من اقتراح لآخر إذا اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله أو اختلفت أوزان تلك المصادر ذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.

ويتصف المدخل الحدي لحساب تكلفة رأس المال بأنه مدخل واقعي، إلا أن استخدامه كأساس لتقدير الاقتراحات الاستثمارية يحتمل أن يترب عنده أثر عكسي على ثروة المساهمين بالمدى الطويل<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>. منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، صفحة 589.

<sup>2</sup>. منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، صفحة 590.

<sup>3</sup>. أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره: صفحة 94.

**المتوسط الحدي لتكلفة رأس المال:** نقصد بما تكلفة الأموال الإضافية (الجديدة)، في الواقع هي تكلفة مرجحة أيضاً تخص الأموال الإضافية فقط. وترجع أهمية هذه التكلفة لتأثيرها على اتخاذ القرارات الاستثمارية طويلة الأجل، على أساس أن المؤسسة تقبل الاستثمار الذي يكون العائد مساوي على الأقل للتكلفة الجديدة ويرفض إذا كان أقل<sup>1</sup>.

وتكون التكلفة الجديدة للأموال متساوية للتكلفة المتوسطة المرجحة للأموال إلى لحظة الأمر بإصدار أسهم عادية جديدة لعدم وجود أرباح متحجزة، بمعنى يرجع الاختلاف بين التكلفة الجديدة والتكلفة المتوسطة المرجحة للأموال إلى إصدار أسهم عادية بعد استنفاد الأرباح المحتجزة.

### المبحث الثاني: تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة وتقديم نموذج متعدد العوامل.

بعد التعرض والتعرف على طرق حساب تكلفة رأس المال ومختلف مداخلها، يمكن تقديرها من خلال التطرق أولاً للحالات الخاصة التي يمكن أن تصادفها في حساب تكلفة رأس المال، ثم تقديم نموذج للتكلفة المتوسطة المرجحة من خلال عرض أهم الفروض المتعلقة بها، ثم أهم التقائص في النموذج، وأخيراً تقديم النموذج متعدد العوامل.

#### المطلب الأول: حالات خاصة لتكلفة رأس المال:

**1. تكلفة رأس المال المؤسسة متعددة النشاط:** لها تكلفة شاملة يمكن حسابها على أنها مؤسسة أحادية النشاط لكن لا تطبق هذه التكلفة الشاملة على كل الأقسام إلا إذا كانت هذه الأخيرة ليس لها نفس المخطر بحيث يجب الحساب قسم لأن كل قسم له تكلفة رأس مال حسب مخاطره. والمعروف أن تكلفة رأس المال لا تنخفض بالتنوع لأن المخطر الوحيد المعتبر هو المخطر الكلي، بحيث المخطر النسبي الذي يمكن إقصائه بالتنوع ليس له تأثير على نسبة المردودية المطلوبة.

**2. تكلفة رأس المال للشركات متعددة الجنسيات:** حيث يطبق عليها تكلفة رأس مال مختلفة حسب الدولة المتواجدة بها أو المنطقة الجغرافية، بحيث تسمى هذه التكلفة بمعدل التخطي Hurdle-rate وهو حد معقد نتيجة لاختلاف الأنظمة بين الدول كالنظام الجبائي، النظام المحاسبي، مخاطر سعر الصرف، اختلاف الثقافات وتكنولوجيا المعلومات، بحيث تزيد هذه العوامل في صعوبة تقدير تكلفة رأس المال<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>. جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله اللحلح، مراجع سبق ذكره، صفحة 293.

<sup>2</sup>. فردرريك تشوي، كارول آن فروست و جاري ميikit، المحاسبة الدولية، ترجمة محمد عصام الدين زايد، الرياض، 2004، صفحة 473.

3. تكلفة رأس المال في الدول النامية: وتصادف بهذه الدول عدة مشاكل عملية لتقدير تكلفة رأس المال للاستثمارات، بحيث تكون بهذه الدول أسواق مالية ضعيفة مع ارتفاع المخاطر النظمية، وقد وجدت عدة<sup>2</sup> نوذج لتحديد معدل المردودية المطلوب بهذه الدول، ذكر منها<sup>1</sup>: نوذج Damodaram (1998)<sup>2</sup>، نوذج Godfrey et Espinosa (1996)<sup>3</sup>، نوذج F.Bancel et T.Perrotin<sup>4</sup> بحيث اقترح الآخرين النموذج الحالي لتكلفة رأس المال في الدول النامية وهو عبارة، تكلفة رأس المال في الدول الأوروبية والأمريكية مضاف لها علاوة تتعلق بالفرق بين السندات الأوروبية في السوق الدولية الصادرة من طرف هذه الدول وتلك المقدمة من طرف الدول الأوروبية(الخطر السياسي بتلك الدول) وتسمى هذه العلاوة بـ Spread souverain ، وفي حالة عدم وجود هذه العلاوة نلجم إلى التنقيط Rating ، وتكون الدالة

بالعلاقة التالية:

$$K = r_{sr} + spread.souverain + B_{AE}(r_m - rsr).....$$

حيث:

K : تكلفة رأس المال في الدول النامية.

$r_{sr}$  : معدل المردودية بدون مخاطر في الدول الأوروبية.

Spread souverain : الفارق بين تقييم السندات بالأورو الصادرة في السوق الدولية من طرف تلك الدولة وتلك المقدمة من طرف منطقة الأورو .

$\beta$  : المخاطر النظمية في الدولة المستمرة.

4. تكلفة الأموال في مؤسسات القطاع العام: حيث لا يوجد اختلاف في حساب تكلفة رأس المال فيها عن مؤسسات المساهمة، إلا في صعوبة تحديد تكلفة الأموال الخاصة بسبب نوع تمويل الاستثمار بحيث<sup>5</sup> :

✓ تعتمد أكثر على التمويل بالأرباح المحتجزة والمحصصات والاحتياطات؛

✓ القروض بمختلف أنواعها ومصادرها تكون تحت مساهمة حكومية بفائدة تحددها الحكومة.

<sup>1</sup> . F.Bancel et T. Perrotin, Le cout du capital dans les payes emergents, 20/02/2010  
<http://www.vernimmen.net/ftp/cmpcpaysemergents.pdf>

<sup>2</sup> . Damodaran A, Estimating equity risk premiums, Stern School of Business, Working paper,NY, 1998.

<sup>3</sup> . Godfrey S. et Espinosa R, A practical approach to calculating the costs of equity for investments in emerging markets, Journal of Applied Corporate Finance, Fall, 1996, page 80.

<sup>4</sup> . BANCEL F., PERROTIN T, "Le coût du capital dans les pays émergents". ANALYSE FINANCIERE, juin 1999, page 76

<sup>5</sup> . جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله اللحلج، مرجع سبق ذكره، صفحة 297.

بحيث توجد سهولة في تقدير تكلفة الديون كتقديرها في مؤسسات المساهمة (سبق توضيح طرق حسابها) لكن تكمن الصعوبة في تقدير تكلفة الأرباح المختجزة بسبب أن ليس لها قيمة سوقية كما أنه ليس هناك أساس يتم بموجبه تحديد معدل النمو لغرض تحديد معدل العائد.

وهذه الصعوبة في تقدير تكلفة رأس المال خلقت انعكاسا سلبية عديدة أبرزها:

- ✓ عدم التوجيه الأمثل لهذه الاستثمارات لمصادر التمويل المتاحة إلى الاستثمارات التي تعظم النتائج المالية باعتبار أن التمويل يكون بطريقة مجانية يبرر تحقيق عوائد منخفضة؟
- ✓ عدم العناية بحساب تكلفة رأس المال أدى إلى عدم الربط بين الاستثمارات الرأسمالية، ومصادر تمويلها الملائمة، مما انعكس في خلل الهياكل التمويلية لهذه المؤسسات؟
- ✓ عدم التقدير الجيد لتكلفة رأس المال وعدم إدخالها في تسعير المنتجات أدى إلى انخفاض الفائض في العديد من المؤسسات وتحقيق الخسائر المتتالية بشكل كبير.

### المطلب الثاني: تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

يعاب على CAPM (أحدى العامل) صعوبة التطبيق في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بحث يقوم هذا النموذج على العلاقة الخطية بين المردودية والخطر، على أمل أن تكون مردودية المخاطر تكون دالة خطية متزايدة من حيث مساحتها في تغير محفظة السوق، والمقاسة عن طريق تغير المشترك للأصل السوق أو بيتاً وزيادة المردودية المستقبلية للمحفظة على النسبة دون خطر، وهذا يعطي CAPM حل رياضياً لمشاكل المحفظة ولتحديد خطر الأصل يكفي حساب بيتاً لتحديد توقعات مردودية المحفظة.

ومن هذا المنظور يتم اختيار الأوراق من خلال  $\beta$  فقط وهذا الأخير مقسم من طرف السوق لأن الخطر الخاص المقاس يمكن إلغاءه بالتنوع.

ومعظم الدراسات حول CAPM تبين جملة الصعوبات الملازمة له مما يحتم إعادة النظر حول استخدام  $\beta$  التجاريي بدلاً الحقيقي، لكن عدم التأكيد من اختيار نموذج التقييم أقل أهمية من اختيار عوامل النموذج ، بحث عدم التأكيد المرتبط بعلاوة الخطر هو المصدر الأكبر لعدم التأكيد في تحديد تكلفة رأس المال ، مع أهمية العوامل المرتبطة بـ  $\beta$ .

**الفرع الأول: الفرضيات النظرية المكيفة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** حيث يرتكز نموذج CAPM

على عدد من الفرضيات أهمها<sup>1</sup>:

- ✓ توقع المستثمرين لمرودية متجانسة مستقبلاً؟
- ✓ سعر السهم يتضمن كل المعلومات المتوفرة في اللحظة  $t$  (كفاءة السوق)؛
- ✓ يفترض أن الأفراد أن يرتفعون منافعهم لأقصى حد على أساس المتوسط والانحراف المعياري للثروة في المستقبل (الابتعاد عن المخاطر). كل شخص قادر على الحصول على محفظة السوق؛
- ✓ بناء النموذج على فترة واحدة ، مما يؤدي لاستقرار مختلف العوامل؟
- ✓ كل فرد له جزء صغير من الثروة الإجمالية.

يظهر تكيف الفرضيتين الأولتين مع وسط المؤسسات الصغيرة خاصة بسبب ندرة المعلومات التي تميزها في غياب العدد الكافي من المعاملين لنقل المعلومة في الوقت المناسب لكل المستثمرين، بمعنى فرضية كفاءة السوق المؤسسات الصغيرة غير مضمونة مهما كان. كذلك ندرة المعلومة يؤدي لتكلفة الوصول لها مما يعني هشاشة فرضية التجانس توقعات المستثمرين، مع ذلك في CAPM يبقى بيتا  $\beta$  المصدر الوحيد للخطر مما يفسر عودة الأصل. بمعنى أن جميع المعلومات العامة والخاصة متاحة في اللحظة  $t$  على العوامل الخطر المشتركة المؤثرة على المردودية الشاملة للأصل.

ومن الواضح أن العيب الرئيسي للنموذج بغض النظر عن جميع العناصر الأخرى من مخاطر الخاصة أو العامة للمؤسسة، أنه قد تكون في الواقع محدودات مردودية، كما يتضح من الحالات الخاصة المذكورة.

**الفرع الثاني: نفاذ CAPM وعوامل الخطر المشتركة:** حيث خضع لعدة اختبارات تجريبية توصلت لنتائج

غير مقبولة، بحيث يمكن تقسيم النفاذ في العمل الأكاديمي إلى مجموعتين<sup>2</sup>:

- ✓ الصعوبات المرتبطة بجمع المعطيات الإحصائية؛
- ✓ الصعوبات المرتبطة بعدم أحد CAPM لعوامل الخطر المشتركة.

1. الصعوبات المرتبطة بجمع ومعالجة المعطيات: بحيث قام كل من Fama et Mac Beth (1973)<sup>3</sup> من صحة CAPM عن طريق اختبار الفرضيات التالية:

- ✓ وجود علاقة خطية بين المعامل  $\beta$  و المردودية الملاحظة من جهة؛

<sup>1</sup> . Olivier MARROT, Les déterminants du coût du capital des petites capitalisations : application aux segments B et C de la Bourse de Paris, Thèse doctoira, UNIVERSITE PARIS DAUPHINE, août 2006, Page 46.

<sup>2</sup> . Olivier MARROT, Op.cit, Page 48 .

<sup>3</sup> .Fama, and J.MacBeth, Risk, return and equilibrium : Empirical tests, Journal of Political Economy 81, Page 607.

- ✓ ايجابية علاوة مخطر السوق من جهة أخرى، تستند هذه الفرضية على انه يتم تعويض المخاطر من تكلفة إضافية، وبالتالي يجب توقع أن مردودية السوق تكون أكبر من المعدل الحالي من المخاطر .
- لكن تم انتقاد CAPM من حيث البيانات المستخدمة في الاختبارات:
- ✓ التتحقق من الصحة العلمية للنموذج تواجه تعريف محفظة السوق، اختيار « proxy » وكيل لتحديد بيتأثر السوق ضروري لتحديد الزوج (مخطر، مردودية) للسهم، لكن محفظة السوق غير ملاحظة لأنها لا بد من أن تحتوي على كل الأصول المالية الممكن تبادلها في الاقتصاد.
- ✓ كذلك التتحقق من CAPM يصطدم مع تعريف المخاطر النظامية والمخاطر الخاصة.
- ✓ صعوبة التتحقق من صحة العملية كذلك تواجه المنهجية المستخدمة، لأن CAPM هو النموذج المسبق والاختبارات لاحقة، لكن لا أحد يعرف قيمة بيتأثر الحقيقة بحيث يتطلب CAPM تقديرًا صحيحاً بيتأثر، فالتحقق من صحة أو عدم فرضيات الاختبارات CAPM يعتمد بشكل كبير على المنهجية المستخدمة في تقدير العامل  $\beta$  :
- ✓ اختيار المعدل الحالي من المخاطر موضوع جدل، حيث أن هناك الكثير من الحاجج لاستعمال النسب الطويلة كبدائل لسعر الفائدة الحالي من المخاطر (Harrington 1987)، خصوصاً أن أسعار الأسهم تعكس تحديث التدفقات النقدية المستقبلية ، (أوراق الخزينة من 30 إلى 90 يوم هي المرجع الرئيسي المستخدم في العمل الكاديسي).

2. الناقص المرتبطة بعدم اعتبار عوامل المخاطر المشتركة: حيث أن القيم الصغيرة ضعيفة الارتباط لمؤشرات الأسهم الرئيسية، وكما عدنا سابقاً ناقص CAPM حيث يمكن أن تكون المخاطر المشتركة السبب فيها، وقد وجد العديد من الكتاب وجود علاقة بين المردودية والمخاطر المختلفة عن  $\beta$  ، ومن أبرز هذه العوامل<sup>1</sup> :

✓ تأثير الحجم taille: مردودية الأصول ستكون عملية متناقصة بالنسبة للحجم المتعلقة بالمؤسسات ويحسب الحجم من حيث القيمة السوقية، إذ يوجد علاقة عكssية بين مردودية السهم والحجم وهي علاقة غير خطية، فعامل الحجم يمكن أن يكون السبب المباشر لهذه النتيجة، ويرتبط هذا بندرة المعلومة عند الخللين الماليين، باعتبار أن المخاطر متزايدة في المؤسسات الصغيرة بالنسبة للكبيرة وقد يكون هذا بسبب ندرة المعلومة المتاحة للجمهور وزيادة خطر الإفلاس، وبالتالي أسهم المؤسسات الصغيرة لها مقابل أكبر كرد لتلك المخاطر. وبسبب عدم التقدير الجيد لتكلفة رأس المال في المؤسسات الصغيرة يزداد الخطر الكلي لها، والمستثمرين يبحثون عن أحسن ربح مردودية/ مخطر، على المدى الطويل وعليه سيميل المستثمرين

<sup>1</sup>. Olivier MARROT, Op.cit, Page 52 .

للمؤسسات الكبرى أقل خطورة ولددة أطول مقارنة بالمردودية المرتفعة وفي مدة أقل بالنسبة للمؤسسات الصغيرة.

✓ **تأثير شهر جانفي Effet janvier:** يعني التفوق على الآخرين مرتبطة بالأداء الأقصى للأسهم المؤسسات الصغيرة خلال هذا الشهر لاعتبارات جبائية، والأصول التي انخفضت قيمتها خلال العام ستبلغ ذروة البيع قبل 12/31/n من تلك السنة كي تحصل على تخفيض ضريبي، ليتم استبدالها في بداية السنة المقبلة مما يؤدي لارتفاعها في شهر جانفي للسنة الجديدة، ويكون بشكل واضح في المؤسسات الصغيرة التي تعاني من الانخفاض في حجم التداول.

✓ **تأثير "كتاب قيمة السوق" "book-to-market value":** فالمحفظة ذات بيتا  $\beta$  عالية ليس لها دوماً مردودية مرتفعة عن تلك ذات بيتا  $\beta$  منخفضة، مما يعكس عدم قدرة بيتا  $\beta$  فقط لشرح مردودية الأوراق المالية، حيث الحجم(القيمة السوقية)، والقيمة (الممثلة في نسبة "الكتاب لقيمة السوق" / القيمة الدفترية) وبيتا  $\beta$  هي العوامل الثلاثة التي تشرح مردودية المحفظة (Fama et French 1992). تعمل نسبة كتاب السوق كعامل لمخطر العجز في السداد، وتحتوي على معلومات إضافية في شرح عوائد الأسهم ، ويمكن تقسيم كتاب السوق إلى مكونين ، رافع في قيمة السوق مقسم على عامل القيمة الدفترية، لذلك يجمع هذا العامل بين قياس مخطر الأصل وقياس المخطر المالي ، فالمخطر المالي سيكون عملية مت坦مية لرافع قيمة السوق ، بينما مخطر السوق يتطور عكسيا مع رافع القيمة الدفترية، وبالطبع المؤسسات التي لها أصول خطرة تميل إلى تقليل اللجوء للاستدانة، فزيادة في رافع القيمة السوقية أو الانخفاض في رافع القيمة الدفترية يكون بالمساواة وبالتالي يكونان متناسبان مع نسبة كتاب السوق ونسبة مردودية مرتفعة.

تأثير الكتاب السوق سيزول بعد ضبط الحجم حسب Peterkort et Nielsen (2005) ، وقد ثبت أيضاً العلاقة العكssية بين الكتاب للسوق والمردودية على الأوراق المالية التي تسجل نسبة من الكتاب السوق سلبية.

✓ **تأثير الرفع المالي L'effet levier Financier** : مرتكز على أعمال Modigliani et Miller في مجال تمويل المؤسسات، ويبين أن نسبة المردودية المطلوبة من طرف المستثمرين كانت عملية خطية للرفع المالي .

✓ **تأثير السيولة Effet liquidité** : فالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ذات السيولة الضعيفة تميل نحو الإهمال من طرف المستثمرين الكبار و المحللين الماليين، كما أن هناك صعوبة في تدفق المعلومة، مما ينجم عنه مستوى أعلى من المردودية كحجج أخرى للمستثمرين كتعويض على ارتفاع تكاليف المعاملات.

✓ **تأثير المردودية السابقة Effet rentabilité passée** : فالأصول ذات الأداء الضعيف (القوى) خلال الفترة الماضية سوف تسجل مردودية غير طبيعية إيجابية (سلبية) في الفترة اللاحقة، غير مرررة من جانب المخاطرة.

وتفسر حركة التذبذب بسبب الفرق بين السعر الفعلي للأصل والسعر الحقيقي، فعندما يكون خطأ في التسعير في نهاية الفترة مثلاً، وجود سعر إيجابي بالنسبة لسعر التوازن، توليد عائدات إيجابية غير طبيعية، فإن هناك مردودية سلبية غير عادية في الفترة المقبلة، لأن السعر في بداية هذه الفترة يكون مرتفع إذن المردودية غير العادية الإيجابية تكون متبقعة بمردودية سلبية. وهذا الفرق بين السعرين مستقل عن الأحداث التي تؤثر عن الأوراق المالية، ومنه فهي محددة لكل قيمة.

**تأثير العائد Effet rendement :** يمكن أن يجرب عن مخاطر مسبب من طرف فارق الرسوم القيمة المضافة والأرباح، فالمستثمرين سيطالبون بتعويض بنسبة الرسوم على الأرباح أكبر من القيمة المضافة. زيادة على ذلك نسبة العائد لابد أن يكون لها تأثير سلبي على مردودية الأصل إذا كان متناسب سلبياً مع عامل المخاطر غير الملاحظ، فالأصول ذات نسبة عالية من المردودية تكون أقل مخاطرة. فالتناسب السلبي بين العائد ومردودية الأصل سيكون مرتبط بفعل أن المستثمرين يفضلون المؤسسات ذات السيولة المرتفعة، ففي نضرهم كلما ارتفعت نسبة مردودية الأصل ستكون سيلتها أفضل. وعليه فإن كثير من الحالات الخاصة لـ CAPM مرتبطة بالحجم وسرعة تداول المعلومة في السوق وبالتالي بصفة خاصة في أسهم المؤسسات الصغيرة، فالبعض يعكس عامل المخاطر المشترك، والبعض الآخر يظهر أن له مخاطر محددة، وللوصول لنموذج تكلفة رأس المال للمؤسسات الصغيرة لابد من أن تستجيب للنفائص الأساسية لـ CAPM المشار لها سابقاً خاصة دمج عامل السيولة، الحجم، كتاب السوق والرفع المالي.

وعدم تناسق استجابة الأصول لمعلومات الاقتصاد الكلي يقلص من جودة بيتا  $\beta$  الحقيقي، التباين المشترك لحركات الأصول مع تلك الأسواق، نموذج CAPM يظهر أقل ملائمة مع المؤسسات الصغيرة وباعتبار هذه المعطيات سيكون الموضوع للتطوير خاصة لتعديل بيتا المقترن خاصه لمنظري بيتا المحاسبية. وبعيداً عن التخصيص المسبق للمخاطر المشتركة التي تؤثر على مردودية الأسهم العادية، فالـ APT يمكنها استغلال النفائص المرتبطة بـ CAPM لتشمين التوازن من عوامل المخاطر التي تم تحديدها.

### المطلب الثالث: تقديم النموذج متعدد العوامل APT

**نموذج التقييم بالمراجعة APT:** مقترن من طرف S.Ross (1976)<sup>1</sup>، بحيث يفترض أن علاوة المخاطرة مرتبطة بالعديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية، وتكون الورقة المالية متغيرة الحساسية لهذه المتغيرات<sup>1</sup> والنموذج لا يحدد هذه المتغيرات ، لكن اعتمد S. Ross في تحليله على عدة متغيرات<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> . S. Ross, The arbitrage theory of capital asset pricing, Journal of Economic Theory 13, Page 341.

- ✓ التغير غير المتوقع للتضخم؛
- ✓ التغير غير المتوقع في الإنتاج الصناعي؛
- ✓ التغير غير المتوقع في منحة المخاطر؛
- ✓ الارتفاع في منحى المعدلات.

فستتبّع أن CAMP يركز على تحديد المحفظة الاستثمارية الكفاءة، بينما نموذج APT يفترض بأن معدل المردودية لكل ورقة مالية تتأثر بمعطيات الاقتصاد الكلي وبالأحداث الخاصة بكل مؤسسة، ويعطي نموذج APT ( المردودية ) بالعلاقة التالية:

$$r_i = E[r_i] + b_{i1}f_1 + b_{i2}f_2 + \dots + b_{ik}f_k + \varepsilon_i$$

حيث:  $r_i$  : المردودية في الفترة  $i$ .

$E(r_i)$  : المردودية المتوقعة .

$b_{i1}$  : معامل حساسية الأصل  $i$  للعامل  $k$ .

$f_k$  : القيمة العشوائية التي يأخذها العامل  $k$  بحمل الأصول.

$\varepsilon_i$  : القيمة العشوائية للعامل الخاص بالأصل  $i$ .

يقوم نموذج APT على العديد من الفرضيات، أهمها<sup>3</sup>:

- ✓ كل الأوراق المالية لها مردوديات بأمل وبيان محددين؛
- ✓ إمكانية تشكيل الأفراد لمحفظ ذات تنوع جيد؛
- ✓ لا وجود للرسوم والضرائب؛
- ✓ لا وجود لتكلفة الصفقات؛
- ✓ لا وجود لمحددات البيع على المكشوف؛
- ✓ الأفراد لهم معتقدات متجانسة ويعتقدون أن المردوديات تنتهي من خلال نموذج خطى لعدة متغيرات؛
- ✓ السعر الواحد.

حيث فكرة APT هي أن مجموعة قليلة من المتغيرات تؤثر نظامياً في المردودية المتوسطة للأوراق المالية في الأجل الطويل<sup>1</sup>، ويعتبر هذا النموذج أكثر عمومية<sup>2</sup>، ويستند إلى فرض مختلفة حيث، لا تعتمد على المحفظة

<sup>1</sup>. Tierry Vessereau, étude du modèle d'évaluation par arbitrage sur le marché des action suisses, Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations (CIRANO), Montréal, Octobre 2000.

<sup>2</sup>. Pierre Vernimen, Op.cit, Page 452.

<sup>3</sup>. Steve Ambler, le modèle d'évaluation par l'arbitrage (MEA), Université du Québec à Montréal, Automne 2007 .

السوقية ولكنها تتبع بالمخاطر السوقية المؤثرة على معدل العائد المتوقع (ترى وجود العديد من المخاطر النظمية المؤثرة على عائد الورقة المالية)، ويشبه نموذج CAPM نموذج APT في وجود علاقة خطية موجبة بين العائد والمخاطر النظمية.

و تستند نظرية التسعير بالراجحة على وجود قانون السعر الواحد، يعني أن أي أصولين متماثلين لا يتم بيعهما بأسعار مختلفة، والعوائد مرتبطة بمجموعة مؤشرات بحيث كل مؤشر يمثل عاملاً مؤثراً على عائد أي أصل، لهذا يتم بيع وشراء الأوراق المالية وفقاً لهذا القانون. وتتأثر الوراق المالية بنسب متساوية نتيجة هذه العوامل وبالتالي يتوقع تحقيق عوائد متساوية و يتبع عن عملية البيع والشراء عملية المراجحة والموازنة التي تحدد أسعار الأوراق المالية<sup>3</sup>. ويعتمد تطبيق هذا النموذج على جملة خطوات نذكر:

✓ تحديد عدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية؛

✓ قياس منحة المخطر الصافية لكل المتغيرات؛

✓ تقدير حساسية كل سهم بالنسبة لهذه المتغيرات.

<sup>1</sup> بالإضافة لهذا النموذج ظهرت نماذج أخرى في أعقابه حاولت تحديد العوامل الخددة لمعدل المردودية، ذكر منها: نموذج Hammon et Fama et French ، نموذج MEDAFI/CAPMI مقترن من طرف Jaquillat Merton .

<sup>2</sup> Richard Brealey et Stewart Mayers, Principe de gestion financière, 7<sup>e</sup> édition, Pearson education France, 2003, Page 232

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الوراق المالية، الإسكندرية، 2003، صفحة 377

## خلاصة الفصل الثاني

من خلال هذا الفصل نخلص إلى أن التعرف على تكلفة رأس المال أمر ضروري لاتخاذ القرارات الاستثمارية حتى لا نحصل على عوائد أقل من تكلفة الاستثمار، حيث تعرف تكلفة الديون بأنها معدل العائد الواجب تحقيقه على الأموال المقترضة بحيث لا تتأثر عوائد حملة الأسهم العادية، كما تعرف تكلفة الأسهم المتداولة بأنها معدل العائد الواجب تحقيقه من الاستثمارات المملوكة لها. كما خلصنا إلى أنه الفوائد المترتبة عن القروض تعتبر مصروف يحمل للأرباح والخسارة بينما توزيعات الأسهم المتداولة تعتبر توزيعات أرباح غير مرتبطة بالربح والخسارة<sup>1</sup>.

أما تكلفة الأموال الخاصة بأنها معدل المردودية المفروض الذي يعرض مخاطر الزمن والمخاطر النظامية بما تحتويه من تكلفة الأرباح المحتجزة وتكلفة الأسهم العادية، بحيث تكلفة الأسهم العادية أعلى من تكاليف الأرباح المحتجزة بفرض مصاريف الإصدار. أما بالنسبة لتكلفة رأس المال فتعتبر تكاليف المصادر التمويلية المختارة متمثلة في المتوسط المرجح لوزن كل عنصر، دون نسيان تكاليف الخدمة وهي التكلفة الخدية للأموال الإضافية الجديدة. وطبعاً لتحديد التكلفة المتوسطة المرجحة لا بد من الاستعانة بأحد المدخل في القياس سواء المدخل الفعلي التاريخي، المدخل المستهدف، أو المدخل الخدي من أجل الوصول لنتائج متناسبة.

وكغيره من النماذج فلننموذج CPAM حالات خاصة في القياس كمؤسسات متعددة الجنسيات وكذا الدول النامية، مؤسسات قطاع العام ... إلخ ، بالإضافة إلى النماذج التي يتميز بها النموذج سواء نماذج متعلقة بمشاكل جمع المعطيات الإحصائية، أو المرتبطة بعدم الاعتبار لعوامل المخاطر المشتركة.

ومن خلال هذه النماذج تم تقديم نموذج التقييم بالمراجعة APT متعدد العوامل يتدارك النماذج المطروحة في النموذج الأول خاصة من ناحية المخاطر .

<sup>1</sup>. جمال الدين مرسى، أحمد عبد الله اللحلج، مرجع سبق ذكره، صفحة 300.

الله  
الله

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
رَبِّ الْعَالَمِينَ

**تمهيد :**

بعد التطرق في الفصلين السابقين لأهم المفاهيم النظرية لتكلفة رأس المال، نحاول في هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على المؤسسات المدروسة من أجل تقدير لتكلفة رأس المال فيها وتحليل للمتغيرات .

حيث نسلط الضوء أولاً على السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، ثم عرض لمنهج الدراسة وصولاً لعرض النتائج تحليلها .

## **المبحث الأول: السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.**

تمييز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن المؤسسات الكبرى بعدة خصائص اقتصادية، مالية، قانونية اجتماعية... الخ، بحيث يسيطر على هذا النوع من المؤسسات أن المالك نفسه المسير في أغلب الأحيان، مما يعني السيطرة على القرارات الهامة في المؤسسة وخاصة القرارات المالية التي تعتبر المحور الأهم، فكان له الانعكاس الواضح على السلوك المالي للمؤسسة وأهدافها.

### **المطلب الأول: مفاهيم عامة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.**

من خلال هذا المطلب نحاول تسلیط الضوء على أهم المفاهيم المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحيث تخضع لعدة تصنيفات حسب معايير متعددة، مع إبراز أهم الخصائص التي تميزها، ومعرفة أهميتها بالنسبة لللاقتصاديات، وأهم المعوقات والمشاكل التي تصادفها، وأخيراً إعطاء صورة على واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر.

#### **الفرع الأول: أهم التعريفات الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:**

تعددت التعريفات المرتبطة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة سواء من دولة لأخرى، أو المعتمدة من طرف المؤسسات والمنظمات الدولية، وهذا باختلاف المعايير المعتمدة، بحيث يرتبط تعريف كل دولة بدرجة النمو الاقتصادي و يكون التعريف معتمد سواء بنص قانوني مثل الجزائر، الولايات المتحدة الأمريكية واليابان أو تعريفاً إدارياً مثل ألمانيا وهولندا. وأثار تحديد مفهوم لها جدلاً بين المفكرين الاقتصاديين والمهتمين بسبب تعدد نشاطاتها ومستوياتها وكذا اختلاف الاقتصاديات بين الدول وتباعين القطاعات، واختلاف معايير التصنيف بينها، حيث يحمل فيما يلي أهم معوقات تحديد تعريف موحد<sup>1</sup>:

- ✓ اختلاف مستويات النمو بين الدول؛
- ✓ تنوع الأنشطة الاقتصادية؛
- ✓ اختلاف فروع النشاط الاقتصادي.

ومن معايير تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فقد أعتمد المتخصصون على معيارين:

<sup>1</sup>. خون رابع، حسان رفقة: آفاق تمويل وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 25-28 ماي 2003.

## 1. المعايير الكمية: تصنف إلى نوعان:

- ✓ التصنيف النقدي: يضم مبلغ رأس المال، رقم الأعمال، الاستثمارات، حجم المبيعات... الخ
  - ✓ التصنيف الاقتصادي أو التقني: يضم عدد العمال، التركيب العضوي لرأس المال، حجم الطاقة المستعملة، حجم الإنتاج، القيمة المضافة... الخ
2. المعايير النوعية: تتم بشرح طبيعة كل تنظيم، وبالأخذ بعين الاعتبار المعايير النوعية يمكن القول أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي التي تتميز عن غيرها بـ :
- أ - المسؤولية : تعود معظم القرارات المتخذة داخل المؤسسة إلى المالك، أي الجمع بين عدة وظائف في آن واحد ، عكس المؤسسات الكبيرة المتميزة بتقسيم الوظائف على عدة أشخاص<sup>1</sup>.
- ب - الملكية: تعود في أغلبها إلى القطاع الخاص وتشكل النسبة الكبيرة منها مشروعات فردية وعائلية حيث يلعب المالك/ المدير دوراً كبيراً في إدارتها، ونجد في بعض الدول مثلاً الجزائر الدولة تمتلك عدداً من هذه المؤسسات تأخذ شكل مؤسسات عمومية محلية.

ج - طبيعة الصناعة: يتوقف حجم المؤسسة على مدى استخدام الآلات في الإنتاج، أي الطبيعة الفنية للصناعة، فبعض الصناعات تحتاج صناعتها إلى وحدات كبيرة نسبياً من العمل ووحدات صغيرة نسبياً من رأس المال، في حين تحتاج صناعات أخرى إلى وحدات قليلة نسبياً من العمل ووحدات كبيرة نسبياً من رأس المال<sup>2</sup>.

نتيجة لاختلاف المعايير في تحديد مفهوم المؤسسات الصغيرة تعددت التعريفات، ومن أهمها ذكر:

- ✓ تعريف الولايات المتحدة الأمريكية: حسب قانوننشأة الصغيرة لسنة 1953 Business Small act عرفت المؤسسة الصغيرة " أنها ذات ملكية وإدارة مستقلة ولا تسيطر على مجال نشاطها مؤسسة كبيرة" ، وتعتبر مؤسسة صغيرة أو متوسطة كل مؤسسة تشغّل أقل من 500 عامل.
- ✓ تعريف الاتحاد الأوروبي : قام الاتحاد الأوروبي بإصدار تعريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 1996 في توصيات المفوضية بتاريخ 3 أبريل 1996، ويستخدم التعريف معياري عدد العمال والإيراد السنوي أو إجمالي الأصول إضافة إلى معيار الاستقلالية. فاعتبر المؤسسات الصغيرة تلك التي تشغّل أقل من 50 عاملًا، مع بقاء معيار الاستقلالية قائماً، رقم الأعمال لا يتجاوز 7 مليون أورو، أما المؤسسات الصغيرة جداً التي لا يتجاوز عدد عمالها 10 عمال<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>. زغيبي شهرزاد، عيساوي، المؤسسات المتوسطة والصغرى في الجزائر وواقع وآفاق، الملتقى الوطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، الأغواط، 9-17 فبراير، 2002، ص172.

<sup>2</sup>. يوسف قريشي، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر 2005، صفحة 19.

<sup>3</sup>. اسماعيل شعبان، ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في العالم، الدورة التدريبية حول: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطورها ودورها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف، الجزائر، 25-28 ماي 2003، ص: 4.

- ✓ تعريف لجنة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية تعرف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول النامية على أنها كل مؤسسة يعمل بها أقل من 90 عامل، أما بالنسبة للدول المتقدمة تكون المؤسسة صغيرة و متوسطة إذا كانت تشغل أقل من 500 عامل<sup>1</sup>.
  - ✓ تعريف دول مجلس التعاون الخليجي: تستخدم معيار رأس المال المستثمر، حيث تعرف المشاريع الصغيرة بأنها تلك المؤسسات التي يبلغ متوسط رأسها المستثمر أقل من 800.000 دينار بحريني، أما المؤسسات المتوسطة التي تستثمر بين 800.000 و 2.500 مليون دينار بحريني.
  - ✓ تعريف مؤسسة التمويل الدولية: المؤسسات الصغيرة و المتوسطة والتي يقل عدد عمالها عن 300 عامل ويقل رأسها عن 15 مليون دولار، ويمكن في حالة الاقتصاديات الأقل حجما تعريف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بأن يقل عدد العمال فيها عن 20 عامل<sup>2</sup>.
  - ✓ التعريف الفرنسي: حيث تعتبر المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي قوتها العاملة أقل من 500 عامل، وهي تشمل المؤسسة المصغرة (أقل من 10 عمال)، والمؤسسات الصغيرة (من 10 إلى 49 موظف)، بينما متوسطة الحجم تضم من 50 إلى 499 عامل<sup>3</sup>.
  - ✓ تعريف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وفق المشرع الجزائري: من أجل ضبط تعريف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وضع إطار تشريعي ينظمها عمدت السلطات العمومية في الجزائر إلى وضع قانون خاص بها وهو القانون رقم 1 - 18 المؤرخ في 2001/12/12، المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

وفي إطار هذا القانون تم اعتبار ثلاثة معايير هي : عدد العمال، رقم الأعمال وحجم الميزانية ويمكن تلخيص تعريف المشرع الجزائري في الجدول التالي<sup>4</sup> :

<sup>1</sup> الراهي اسيبورو، أهمية وتطوير الصناعات الصغيرة والمتوسطة في دعم التنمية الاقتصادية، مداخلة في المؤتمر العربي الأول حول البحث العلمي ودوره في الصناعات الصغيرة والمتناهية النهاية، القاهرة، 2002.

وافتتوسنه في اجزاء، اجزاء جوان 2002.  
2. اليك المركزي المصري، المعهد المصرفي البنكى، مفاهيم مالية، العدد السادس، ص: 7، الموقع: <http://www.ebi.gov.eg/downloads/SMEs%20Info%20Arabic.pdf> تاريخ التصفح: 06/03/2010 الساعة: 2:00

<sup>3</sup>. Gilles Bressy, Christian Konkuyt, économie d'entreprise, 7<sup>e</sup> édition, campus Dalloz paris . 2004, page : 23.

<sup>4</sup> رحيم حسين، دريس بخي، أهمية إقامة نظام وظفي للمعلومات الاقتصادية في دعم وتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة الجزائر، الملتقى الدولي متطلبات تأهيل المؤسسات، الصناعة والمنسقية، في الدولة العبرية، جامعة حسنية بن يوشع بالسلف - الجزائر، يومي 17-18، أبريل 2006.

الجدول رقم (3-1) : تصنيف المشروع الجزائري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

مجموع الميزانية السنوية	رقم الأعمال	عدد الأجراء	التصنيف
> 10 مليون دج	> 20 مليون دج	9 - 1	مؤسسة مصغرة (micro-entreprise)
> 100 مليون دج	> 200 مليون دج	49 - 10	(petite entreprise)
500 - 100 مليون دج	200 مليون - 2 مليارات دج	250 - 50	(moyenne entreprise)

المصدر : القانون التوجيسي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجزائر 2001 ، ص: 9/8.

#### الفرع الثاني: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تستحوذ على خصائص معينة تميزها عن غيرها من الصناعات، كما يلي:

- الادارة و التسيير: عادة ما تتركز معظم القرارات الإدارية لهذه المؤسسات في شخصية مالكها، مما يسهل من قيادتها و تحديد الأهداف التي يعمل المشروع على تحقيقها، كذلك سهولة إقناع العاملين فيها بالأسس والسياسات والنظم التي تحكم عمل المؤسسة.<sup>1</sup>
- انخفاض الحجم المطلق لرأس المال اللازم لإنشاء المؤسسات الصغيرة ( سهولة الإنشاء): تستمد عنصر السهولة في إنشائها من انخفاض مستلزمات رأس المال المطلوب لإنشائها نسبيا، فتستند أساسا إلى جذب وتفعيل مدخلات الأشخاص من أجل تحقيق منفعة أو فائدة تلي بواسطتها حاجات محلية في أنواع متعددة من النشاط الاقتصادي، وهذا ما يتاسب والبلدان النامية، نتيجة لنقص المدخلات بسبب ضعف الدخل.<sup>2</sup>
- سهولة وبساطة التنظيم: لا تعتمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على كثافة التنظيم المتطلب مستويات متعددة، ذلك من خلال توزيع الاختصاصات بين أقسام المشروع، التحديد الدقيق للمسؤوليات، وتوضيح المهام، التوفيق بين المركزية لأغراض التخطيط والرقابة، وبين الامركرية لأغراض سرعة التنفيذ.
- الاعتماد على الموارد المحلية الأولية: مما يساهم في خفض التكلفة الإنتاجية وبالتالي يؤدي إلى انخفاض مستويات معامل رأس المال/العمل.<sup>3</sup>

1 . ماهر حسن الخروق، أيهاب مقابلة، المشروعات الصغيرة والمتوسطة أهميتها ومعوقاتها، مركز المنشآت الصغيرة والمتوسطة، الأردن، ايار 2006 . الموقع: <http://www.alolabor.org/nArabLabor/images/stories/Tanmeya/dwrat/jordon16221206/smes.doc> تاريخ الصفحه: 01:59 ، الساعة: 2010/2/21

2 . استغيل بخواوة، عبد القادر عطوري،  التجربة الجزائرية التنمية في الجزائر وإستراتيجية تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الدورة التدريبية حول: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف، الجزائر 25-28 ماي، 2003، ص.4.

3 . ماهر حسن الخروق، أيهاب مقابلة، مرجع سبق ذكره.

5. توفر على نظام معلومات داخلي يتميز بقلة التعقيد: ما يسمح بالاتصال السريع صعودا ونزولا بين إدارة المؤسسة وعمالها، أما خارجيا فنظام المعلومات يتميز بدوره البساطة نتيجة قرب السوق جغرافيا<sup>1</sup>.

6. المرونة والمقدرة على الانتشار: تميز هذه المؤسسات بقدرها على التفاعل بمرورها وسهولة مع متغيرات الاستثمار، أي التحول إلى إنتاج سلع وخدمات أخرى تناسب مع متغيرات السوق ومتطلباته، وسهولة الدخول والخروج من السوق لنقص نسبة الأصول الثابتة إلى الأصول الكلية في أغلب الأحيان. يرجع ذلك أساسا إلى كونها تعتمد على استثمار مادي ضعيف الحجم مما يسهل عملية التحول الاقتصادي.

7. جودة الإنتاج: التخصص الدقيق والمحدد مثل هذه المؤسسات يسمح لها بتقدم إنتاج ذو جودة عالية حيث يعتمد النمط الإنتاجي فيها على مهارات حرفية ومهنية، يجعلها تستجيب بشكل مباشر لأذواق واحتياجات المستهلكين وتقلباتها في المدى القصير، هو ما يسهل عملية التكيف والتتطور.

8. مركز التدريب الذاتي: تتسم بقلة التكاليف الالزمة للتدريب لاعتمادها أساسا على أسلوب التدريب أثناء العمل، بمعنى أنها تعتبر مركزا ذاتيا للتدريب والتكتوين لمالكيها والعاملين فيها، وذلك جراء مزاولتهم لنشاطهم الإنتاجي باستمرار. مما يساعد على إعداد أجيال للعمل في المؤسسات الكبيرة مستقبلا<sup>2</sup>.

9. توفير الخدمات للصناعات الكبرى: تستجيب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمتطلبات الصناعات الكبيرة بتوفير مستلزمات معينة (منتجات محدودة أيدي عاملة)، حيث تتم العملية عن طريق عقود تسمى التعاقد من الباطن، لتخفيض تكاليف الإنتاج وزيادة القيمة المضافة، حيث تقوم بإنتاج العديد من الأجزاء أو السلع نصف المصنعة بمعزيا اقتصادية للمؤسسات الكبيرة، كما تحقق هذه المؤسسات قدرة أكبر للمؤسسات الكبيرة على التوسيع والانكماس نتيجة لتميزها بإمكانية تعديل برامجها الإنتاجية في أوقات الكساد أو الرواج وبتكلفة أقل.

10. درجة المخاطرة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ليست كبيرة، خاصة مخاطر السوق،عكس المؤسسات الكبيرة تتحمل أخطارا أكبر نظرا لحجم استثمارها وحجم حصتها السوقية.

11. اختيار الأسواق: تتجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى الأسواق الصغيرة والمحدودة التي لا تثير اهتمام المؤسسات الكبيرة، بحيث صغر حجم هذه المؤسسات يسمح لها باختيار موقعها بسهولة أكبر، ومنه تستطيع الانتشار في المناطق الداخلية، مما يجعلها أكثر قدرة تنافسية. كما أنها لا تحتاج إلى دراسات تسويقية معقدة لأن السوق الذي تنشط فيه يعتبر محدودا (محلي أو جهوي غالبا) <sup>3</sup>.

<sup>1</sup>. عبد الحيد قددي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمناخ الاستثماري، مجمع الأعمال، الملتقى الوطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، الأغواط، الجزائر، 8-9 أبريل 2002، ص 143.

<sup>2</sup>. ليلى لولاشي، التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مساهمة القرض الشعبي الجزائري CPA - وكالة بسكري -، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خير بسكرى، 2004/2005، صفحة 55.

<sup>3</sup>. ماهر حسن المحروم، أيهاب مقايله، مرجع سبق ذكره.

## **المطلب الثاني: السلوك المالي والقرارات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

يتأثر السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بطبيعة هيكل رأس المال فيها، وبالتالي بالقرارات المالية المتخذة لتحقيق الأهداف المسطرة والتي بدورها تكون عرضة لتضارب أهداف الأطراف المهتمة بالمؤسسة بطريقة أو أخرى، وعليه نلاحظ تعدد السلوك المالي لهذه المؤسسات.

### **الفرع الأول: الأهداف والسلوكيات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

ينتظر مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نتائج متعددة من خلال تسطيرهم لأهداف بغية الوصول إليها من خلال طرق متعددة و مختلفة، مما يعكس تعدد السلوكيات المالية لهذا النوع من المؤسسات، هذا أدى لظهور عدة أبحاث لتفسير الاختلافات في السلوك المالي، حيث نعرض أحد الأبحاث التي اهتمت بها:

حيث يعد التباين في محيط المؤسسات الصغيرة ومحيط المؤسسات الكبيرة عاملاً لاختلاف سلوكهما حسب دراسة أجراها (Le Cornu et al 1996)<sup>1</sup>، ووضحاً من خلالها بعض الخصائص المميزة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن المؤسسات الكبيرة:

- ✓ تواجه المؤسسة الصغيرة خيارات محدودة من الاستثمار والتمويل، مما يؤدي تخفيض إمكانية التنويع؛
- ✓ غالباً ما تكون المؤسسة الصغيرة امتداداً للمقاولة مما يعني إمكانية عدم الفصل بين الملكية والتسيير، بينما في المؤسسات الكبيرة يوجد فصل طبيعي بين التسيير والملكية؛
- ✓ محدودية الموارد في المؤسسة الصغيرة على مختلف المستويات؛
- ✓ قابلية التعرض للمشاكل في السيولة في بداية مرحلة النمو ؛
- ✓ اعتماد التسيير المالي في المؤسسة الصغيرة مهارات و معارف الفرد الواحد أو مجموعة الأفراد ؛
- ✓ عدم وجود سوق منظمة لتداول الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة؛
- ✓ يطمح المقاول إلى عدة أهداف مختلفة منها مالية وأخرى غير مالية، على عكس مسيري المؤسسات الكبيرة يكون هدفهم تعظيم الثروة؛
- ✓ للمقاول حرية الوصول إلى أهدافه غير المالية، عكس المسير في مؤسسة كبرى، حيث تتحدد القيمة من خلال سوق العمل ويتم تقييم المؤسسة في السوق دوماً من خلال النتائج الحقيقة.

<sup>1</sup> . LeCornu , M.R., R.G.P. McMahon et D.M. Forsaith , The small enterprise financial objective function : An exploratory study , Journal of small business management1996, vol. 34, n°3, Ppage 1-14.

وتوصل Le Cornu et al في الأخير إلى العلاقة الدقيقة والمحصورة بين أهداف المقاول وأهداف المؤسسة، إذ خلصوا إلى أن السلوك واتخاذ القرارات في المؤسسات الصغيرة، ترد فيما لا يدع للشك إلى الدوافع الشخصية للمسيرين المالكين.<sup>1</sup>

وحاول الباحثون الوصول لمكونات دالة الهدف للمقاول وإذا ما كانت مكونة من عنصري العائد والمخاطر، أي ذات نفس المكونات لدالة هدف المؤسسات الكبرى، بحيث تستند النماذج التقليدية إلى الرشادة لصنع القرار و سعيهم لتعظيم دالة المنفعة<sup>2</sup>

$$U_{\text{gestionnaire}} = f(\text{Rendement financier; risque systématique})$$

ويسعى المسيرين ذو الرشادة إلى تعظيم الثروة لحد كبير، بالمقابل مواجهة مستوى معين من المخاطر أي التوفيق بين تعظيم العائد وتدنية المخطر، مما يتبع على المسير التنويع من الموارد والاستثمارات للتقليل من المخاطر أي لتفادي المخاطر غير النظامية (المخطر الخاص)، وهو مخطر لا يوجد عليه عائد خاص.

وقد اقترح Le Cornu et al دالة هدف لها إمكانية تعظيم العوائد غير المالية، باعتبار المقاول لا يملك التنويع في الاستثمار بتوجيه الجزء الأكبر من ثروته لمؤسساته الخاصة، فت تكون الدالة كما يلي

$$U_{\text{Entrepreneur}} = f(\text{Rendement financier; risque systématique; risque non systématique; rendement non financier})$$

أما عن المخاطر النظامية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فأشاروا للعناصر<sup>3</sup>:

- ✓ ضعف مستوى السيولة؛
- ✓ غياب تنوع أنشطة المؤسسة؛
- ✓ صعوبات حصول المؤسسة بسهولة على موارد لتمويل بعض الأنشطة المشمرة؛
- ✓ عدم سعي المقاول لأطراف خارجية للتمويل خوفاً من فقدان السيطرة والمراقبة؛
- ✓ غياب سوق لتداول الأوراق المالية للمؤسسة.

قام Le Cornu et al باختبار دالة هدف المقاول لاحتواها بالأخص المخطر النظامي، والنظر لدى تفضيل المقاول للعائد المالي عن غير المالي. وتوصلوا إلى أن النسبة الكبرى أسسوا مؤسساتهم لاعتبارات مالية وغير مالية، كما أن العدد القليل عند إنشاء المؤسسة، لم تكن دوافعهم مالية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup>. LeCornu et al , Op Cit, Page 2.

<sup>2</sup>. ST-PIERRE Josée, **La gestion financière des PME Théories et pratiques**, PUQ, Québec, 1999, Page 20. On ligne: : <http://books.google.com.sa/books?id=qJHUZK1-wxcC&pg=PA37&lpg=PA37&dq=71.+ST-PIERRE ....>

<sup>3</sup> Idem.

<sup>4</sup>. LeCornu et al, Op Cit, Page 12.

كما أن العناصر المشكّلة للعائد غير المالي للمقاول تكون أساساً في الاحتفاظ بالاستقلالية والحرية وإسهام المؤسسة في المجتمع. كما توصل الباحثون إلى أن من خلال الدراسة إلى أن أهداف نمو المؤسسة يمكن أن تكون في كل مرحلة من المراحل، ولكن لا يمكن أن تكون على حساب أهداف شخصية للمقاول.

ونصل إلى أن قرارات المقاول تتحذ بالدرجة الأولى من أهداف شخصية ثم الأوضاع المحيطة به، مع امتلاكه رشادة و موقف اتجاه الأوضاع المختلفة للمخاطر .

ومن خلال هذه الدراسة لـ Le Cornu et al المادفة لمحاولة إسقاط النماذج التقليدية المالية على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نخلص أن الفرضيات الأساسية لهذه النماذج غير موجودة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

### الفرع الثاني: القرار المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يتأثر السلوك المالي للمؤسسة بعدة قرارات خاصة القرارات المالية، بحيث لها تأثير على استراتيجيات المؤسسة في المدى الطويل مما يجعلها مصيرية في حياة المؤسسة، و تمثل القرارات المالية عادة في قرارات الاستثمار، قرارات التمويل، وقرارات توزيع الأرباح، وللوصول لقرارات مالية مناسبة يجب:

- ✓ تحليل الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام أدوات التحليل المالي من أجل الوصول لنقطات القوة والضعف؛
  - ✓ مرحلة اتخاذ القرارات المالية وتطبيقها؛
  - ✓ المراقبة والمتابعة المالية للقرارات من أجل تحديد الانحرافات في التطبيق، ومدى مطابقتها للأهداف المسطرة.
1. قرارات الاستثمار: تتعلق بخيارات المؤسسة بين البدائل الاستثمارية التي يجب انجازها من أجل البقاء والنمو، وترتبط هذه القرارات بوضعية المؤسسة داخلياً أو مع المحيط.
2. قرارات التمويل: مرتبطة بالحصول على أصول طويلة الأجل، من أجل خلق التوازن بين التمويل طويلاً الأجل والقصير الأجل، وبين التمويل بالأموال الخاصة والتمويل بالديون، وهذه القرارات آثار على أداء المؤسسة من حيث لها أثر على تكلفة رأس المال من خلال درجة المخاطر المالي .
3. سياسة توزيع الأرباح: تشير إلى نسبة الأرباح التي يتم إعادة استثمارها في المؤسسة لضمان بقاءها وتطورها، وإلى نسبة الأرباح المخصصة للمساهمين كعائد لاستثمارهم، وهذه القرارات تحدد مدى تبعية المؤسسة للتمويل الخارجي و اللجوء لأسواق رأس المال للتمويل<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>. نادية عواريب، مرجع سابق ذكره، صفحة 48.

### **المطلب الثالث: الصعوبات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

يرجع الباحثين أسباب إفلاس المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى أربعة عوامل أساسية، محدودية موارد التمويل، المخطر المالي، التمويل بالأموال الخاصة، ومشاكل السيولة. هذه الصعوبات تعد من بين أسباب عدم فعالية الأداء بهذا النوع من المؤسسات:

**1. محدودية موارد التمويل:** يعد من أهم الصعوبات التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يتطلب نمو هذه المؤسسات رؤوس أموال إضافية، مما يحتم اللجوء لوسائل تتلاءم مع خصوصيات هذا النوع من المؤسسات، بحيث يراعي الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة وفق رغبات المالك المسيرين في الاحتفاظ بالسيطرة على المؤسسة. يعني طلب الحد الأدنى من التمويل الخارجي تفاديا للقيود.

**2. المخطر المالي وأثر الرافعه:** تستند المؤسسات المالية غالباً إلى درجة الخطر المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتبرير الفروق في تكلفة الإقراض بحسب حجم المؤسسة أو في مجموعة القيود المفروضة في عقود الإقراض.

**3. التمويل بالأموال الخاصة:** في ظل غياب أسواق مالية خاصة تسمح لهذا النوع من المؤسسات من إصدار أسهمها لرفه رأس مالها، أو من أجل الاستدانة، وحرصاً أيضاً من المسيرين على عدم الرقابة الخارجية وحرية التصرف يلجأون إلى التمويل الذاتي، بحيث لو كانت ضرورة للاستدانة سيلجأ المسير للاستدانة قصيرة الأجل لتميزها بقيود أقل، هذا ما ينجم عنه ضعف رسملة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

**4. مشاكل السيولة:** تربط مشاكل السيولة أساساً بمرحلة الاستغلال وبحسن إدارة الأصول المتداولة والخصوم المقابلة مما ينتج عنه رأس المال العامل الذي يعبر عن الفائض بعد تغطية تكاليف الاستغلال من خلال نشاطه، وتكون المؤسسة عرضة لمشاكل السيولة عند سوء التسيير المالي وعدم الالتزام بقواعد التوازن المالي (يعني مقاولة الموارد بالاستخدامات من حيث الزمن والقيمة كتمويل أصول ثابتة بديون طويلة وليس بديون قصيرة والعكس)، وتكون مشكلة السيولة أساساً في مرحلة النمو أو المؤسسات التي تعاني صعوبات مالية، مما يعرض المؤسسة للإفلاس.

## المبحث الثاني: منهج الدراسة

للوصول للنتائج والإجابة عن الإشكالية المطروحة، تتبع جملة من الخطوات ومنهجية لتسهيل العمل من حيث تحديد الإطار الزمني والمكاني للدراسة و الإشارة لأهم التغيرات التي يمكن قياسها

### المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة

تعتمد الدراسة على مجموعة مؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية ورقلة، بحيث وصل عددها في الجزائر خلال فترة الدراسة:

جدول رقم ( 3 - 2 ) : عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعدد العمال المصرح لهم نهاية كل سنة بالجزائر:

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009
العدد	342788	376767	410959	519526	570838
معدل النمو	% 9.53	% 9.91	% 9.08	% 26.42	% 32.11
عدد العمال	1157856	1252707	1355399	1540209	1649784

المصدر: تجميع الطالبة بالاعتماد على نشرية وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية، من الموقع: [www.pmeart.org.dz](http://www.pmeart.org.dz)

من خلال الجدول نرى بأن في تزايد مستمر خلال سنوات الدراسة، وشهد أعلى معدلاته في سنتي 2008 ، 2009 حيث بلغ 26.42 % ، 32.11 % على التوالي مما يدل على الاهتمام والتوجه الكبير الكبير للدولة في تشجيع هذا النوع من المؤسسات لاعطاء دفعه وفعالية للاقتصاد والمساهمة في محاربة البطالة، حيث يوضح الجدول أيضاً تزايد عدد العمال بتزايد عدد المؤسسات بوتيرة أقل نسبياً.

كما بلغ عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة بولاية ورقلة خلال فترة الدراسة بـ :

جدول رقم ( 3 - 4 ) : عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القطاع الخاص بولاية ورقلة

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009
المؤسسات	3433	3931	4350	4876	5190

المصدر: تجميع الطالبة بالاعتماد على نشرية وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية، من الموقع: [www.pmeart.org.dz](http://www.pmeart.org.dz)

من الجدول أعلاه يتضح أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية ورقلة مكان الدراسة تشهد تزايد معدل متزايد يعكس طبيعة نشاط هذه المنطقة والحركة الاقتصادية المت sarعة بها.

تم تجمع مجموعة من القوائم المالية (الميزانية وجدول حسابات النتائج) للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي أمكن الحصول عليها من المحاسبين الموجودين بالمنطقة (أنظر الملحق رقم 1) من أجل استخراج البيانات المخصصة للدراسة، وقد تم على الاعتماد على المحاسبين لجمع البيانات لعدم توفر مصدر آخر للمعلومات المناسبة للدراسة (مع العلم أنه تم استخدام مجموع القوائم المالية مؤخرًا، ونظراً لحداثته لا يتوفّر على البيانات الكاملة المناسبة لفترة الدراسة المتمثلة في خمسة سنوات متتالية، في حين يتوفّر الجمجم على ثلاث سنوات الأخيرة ابتداءً من سنة 2006 إلى سنة 2009).

مع الاعتماد على أخذ البيانات من قوائم مالية دون هوية حرصاً على التجاوب مع المحاسبين على السرية في المعلومات، وتسهيل العمل فلا يتم أخذ اسم المؤسسة ولا اسم المحاسب.

**أولاً: مجتمع الدراسة :** هو عبارة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة الناشطة بولاية ورقلة في القطاعات التجارية، الخدمات، وقطاع البناء الأشغال العمومية، بحيث بلغ عدد المؤسسات في القطاعات محل الدراسة بالجزائر خلال فترة الدراسة بـ:

جدول رقم ( 3 ) : عدد المؤسسات في القطاعات محل الدراسة بالجزائر :

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009
البناء والأشغال العمومية	80716	90702	100250	111978	118268
التجارة	42183	46461	50764	55551	58165
الخدمات	12143	14134	16310	18473	19838

المصدر: تجميع الطالبة بالاعتماد على نشرية وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية، من الموقع: [www.pmeart.org.dz](http://www.pmeart.org.dz)

يوضح الجدول أعلاه أن المؤسسات في القطاعات المدروسة خلال فترة الدراسة في تزايد مستمر، معدلات متغيرة مما يعكس أهميتها الاقتصادية.

**ثانياً: عينة الدراسة:** تم حصر عينة الدراسة بناءً على جمجمة مجموعة البيانات على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالاعتماد على معيار:

- ✓ عدد العمال بحيث حدد بأن لا يتجاوز 49 عامل؛
- ✓ المعطيات المالية النهائية؛

✓ توافر المعطيات لخمسة سنوات الدراسة متتالية؛

✓ تاريخ آخر للحسابات 31/12/2009.

والسبب إمكانية الحصول على المعلومات وفق هذه المعايير في منطقة الدراسة، وترتکز العينة على ثلاثة قطاعات التجار، قطاع الخدمات، البناء والأشغال العمومية، حيث تم جمع 32 مؤسسة كل مؤسسة بخمسة سنوات، وبعد تصنیف المؤسسات وملائمتها للشروط العينة تم قبول 22 مؤسسة مقسمة كما يلي:

✓ 14 مؤسسة في قطاع البناء؛

✓ 4 مؤسسات قطاع الخدمات؛

✓ 4 مؤسسات في التجارة .

مع الإشارة للصعوبات في جمع البيانات وعدم تعاون أغلب مكاتب المحاسبة، إلى نوعية المعطيات في القوائم المالية والتي تميزت في كثير منها بعدم التجانس والمصداقية، مما يشكل حدود للدراسة ونتائجها.

### **المطلب الثاني: حدود الدراسة**

تجرى الدراسة وفق لحدود زمانية ومكانية محددة من أجل الحصول على النتائج المرجوة.

#### **أولاً: الحدود المكانية:**

متمثلة في الحيز الجغرافي الذي انحازت فيه الدراسة، حيث ركزنا على جنوب الجزائري بالتحديد ولاية ورقلة والتي تعتبر مدينة صناعية تزخر بحركة وتطور للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بما تميز به من دعم حكومي لتشجيع القطاع الخاص، مما ينعكس لحد ما على تركيب الهيكل المالي باعتبار أن هناك تحفيز جبائي وإعفاءات ضريبية.

#### **ثانياً: الحدود الزمانية:**

ترتکز الدراسة الحالية على فترة 5 سنوات ابتداء من سنة 2005 إلى سنة 2009 ، وسبب اختيار هذا الحيز الرماني لإمكانية الحصول عليها، ولطبيعة الدراسة التي تأخذ المتوسط الحسابي للمتغيرات مما يزيح لحد ما الحالات الشاذة حتى لا تضعف نتائج التحليل الإحصائي، وبسبب القرارات المالية المتعلقة بالهيكل المالي تتحذى على المدى المتوسط والطويل.

**المطلب الثالث: مؤشرات الدراسة وأساليب التحليل الإحصائي.**

نستعرض أهم المؤشرات المستعملة في الدراسة وأساليب التحليل الإحصائي المستخدمة، للتحقيق من فروض الدراسة.

**1. مؤشرات الدراسة:**

- ✓ من أجل الوصول لتكلفة رأس المال التي نستعمل نموذج التكلفة المتوسطة المرجحة من أجل تقديرها، وفق العلاقة التالية:

$$K = Kcp * \left[ \frac{CP}{(CP + D)} \right] + KD * \left[ \frac{D}{(CP + D)} \right]$$

حيث للوصول لهذه العلاقة يتم حساب تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون وفق الطرق الموضحة فيما يلي:

- تحسب تكلفة الأموال الخاصة وفق علاقة مردودية الأموال الخاصة، باعتبار لا يوجد عندنا سوق مالي نستطيع من خلاله الحصول على معدل الفائدة دون مخطر والذي يعبر عنه بمعدل الفائدة على السندات الحكومية، حتى نستعمل نموذج MEDAF ، وبالتالي تحسب مردودية الأموال الخاصة بالعلاقة التالية:

$$Rcp = \frac{Rnet}{CP}$$

حيث:

$Rcp$  : مردودية الأموال الخاصة؛

$Rnet$  : النتيجة الصافية؛

$CP$  : الأموال الخاصة.

- تقادس تكلفة الديون بالعلاقة :

$$KD = \frac{ff}{DLMT}$$

حيث:

$KD$  : تكلفة الديون؛

$ff$  : المصاريف المالية؛

$DLMT$  : الديون المتوسطة وطويلة الأجل.

$$RE = \frac{R_{exp}}{AT}$$

✓ بالإضافة لحساب المردودية الاقتصادية :

حيث :

$RE$  : مردودية الأموال الخاصة؛

$R_{exp}$  : نتيجة الاستغلال؛

$AT$  : إجمالي الأصول.

✓ معدل هامش الاستغلال وهو عبارة عن حاصل قسمة نتيجة الاستغلال على رقم الأعمال، وفق العلاقة

$$\frac{R_{exp}}{CA}$$

حيث :

$R_{exp}$  : نتيجة الاستغلال؛

$CA$  : رقم الاعمال.

$$\frac{R_{exp}}{AT}$$

✓ معدل دورات الأصول الاقتصادية، نتيجة الاستغلال على إجمالي الأصول:

$$\frac{D}{CP}$$

✓ نسبة هيكل رأس المال بالنسبة بين الديون إلى المولى الخاصة:

✓ المخاطر النظامية  $\beta$  : معامل خط الانحدار مردودية الأموال الخاصة على مردودية الأموال الخاصة للسوق

حيث يقاس هذا الأخير بالمتوسط الحسابي لمردودية المولى الخاصة لعينة المؤسسات المدرستة خلال فترة

$$\beta = \frac{\text{cov}(r_c, r_m)}{\text{var}(r_m)}$$

✓ المخاطر الإجمالية تمثل في الانحراف المعياري لمردودية خلال فترة الدراسة؛

✓ أثر الرافعية المالية ويمثل الفرق بين المردودية الاقتصادية ومردودية الأموال الخاصة كما يعبر

$$(RE - R_{cp})$$

عنہ بالفرق بين المردودية الاقتصادية والتکالیف المالية :

$$(RE - ff)$$

## 2. أساليب التحليل الإحصائي: بعد الاستعانة بالمدخلات EXCEL لحساب أهم النسب والمؤشرات للدراسة

نستخدم برنامج SPSS من أجل اختبار العلاقة بين المتغيرات عن طريق أسلوب الانحدار البسيط بين

المتغير التابع (تكلفة رأس المال) و المتغير المستقل مردودية الأموال الخاصة، المخاطر الإجمالية، ثم مع

المخاطر النظامية.

## المبحث الثالث: تحليل نتائج الدراسة.

## المطلب الأول: قطاع التجارة .

الفرع الأول: التحليل العام للقطاع:

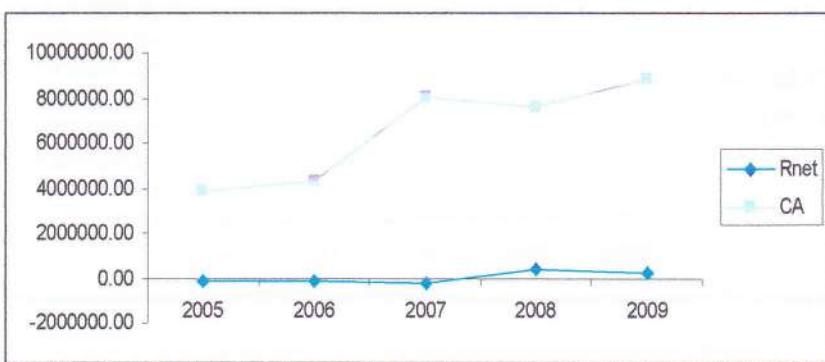
**1. تطور نمو رقم الأعمال والنتيجة الصافية:** حيث شهد قطاع التجارة تطور كبير في رقم الأعمال خلال فترة الدراسة، بسبب الحركة التي تميز بها المنطقة في التوسيع الاقتصادي باعتبارها منطقة صناعية ذات حركة مستمرة، مما انعكس على النتيجة في هذا القطاع بشكل واضح من الخسائر إلى الأرباح. والجدول المواري يبين هذا التطور:

جدول رقم (3 - 5): نمو رقم العمال ونتيجة الصافية

						البيان / السنوات
2009	2008	2007	2006	2005		رقم الأعمال
8835781.66	7568030.81	8021710.55	4310685.12	3841303.12		
233907.56	367873.03	(182905.67)	(103346.23)	(105938.42)		النتيجة الصافية

المصدر: القوائم المالية لعينة المؤسسات الممثلة للقطاع .

الشكل رقم (3 - 1): تطور النمو في رقم الأعمال ونتيجة الصافية



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول (5-3)

من خلال الشكل رقم (5-3) يمكننا التوضيح أكثر لتطور رقم الأعمال وأثره على النتيجة، بحيث نلاحظ الزيادة الواضحة لرقم الأعمال خلال فترة الدراسة فبلغت أعلى معدلات النمو سنة 2007 قدر بـ 46 % ليواصل تزايده بوتيرة أقل.

كما انعكس هذا التزايد في رقم الأعمال على النتيجة الصافية كما هو موضح في المحنى أعلاه فبعدما كانت تحقق نتائج سلبية خلال السنوات الثلاثة الأولى ذلك بسبب ارتفاع المصارييف المالية، لتبعد النتيجة في النتائج الإيجابية ابتداء من سنة 2008 ليتحقق أعلى مستوىاته خلالها مع تراجع طفيف سنة 2009.

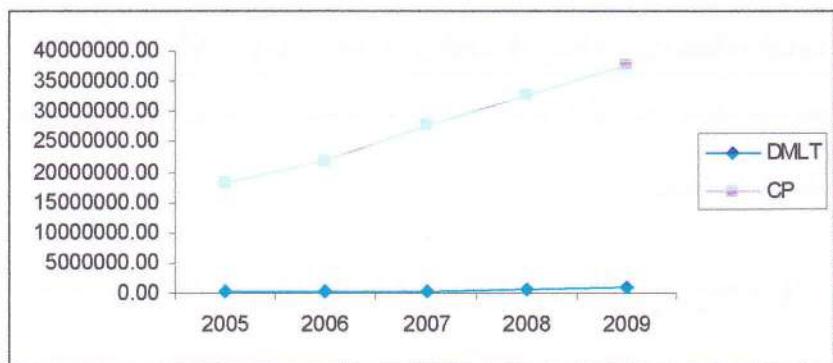
**2. تطور عناصر الهيكل المالي والاستقلالية المالية:** بينت القوائم المالية للقطاع على اعتماده بشكل كبير على الأموال الخاصة بشكل متزايد ومستمر، مما ينعكس على الاستقلالية المالية للمؤسسة، ذلك ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم(3 - 6): عناصر الهيكل المالي.

البيان / السنوات	2009	2008	2007	2006	2005
الديون	955916.25	501881.25	470697.75	417949.50	174264.25
الأموال الخاصة	37602114.25	32854268.00	27886981.25	21674992.25	18056187.50
نسبة الهيكل المالي	0.11	0.02	0.04	0.03	0.03

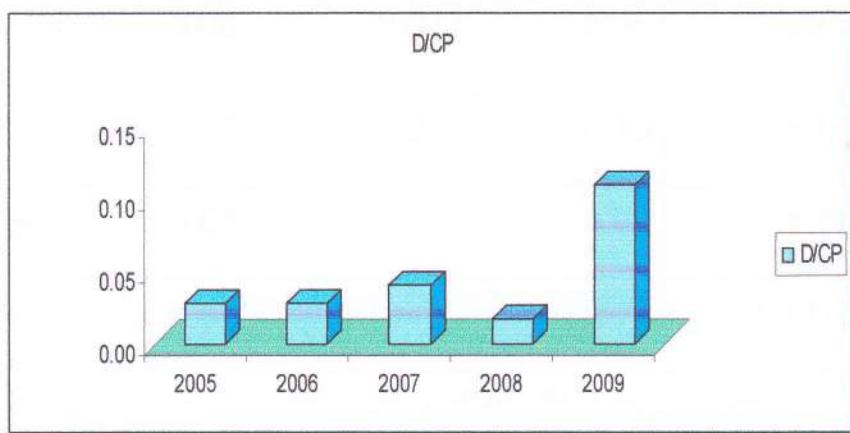
المصدر: من القوائم المالية لعينة المؤسسات الممثلة للقطاع.

الشكل رقم(3 - 2): التمثيل البياني لعناصر الهيكل المالي



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول رقم(3-6)

الشكل رقم (3) : التمثيل البياني نسبة D/CP



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول رقم (3-6).

من خلال الشكلين أعلاه نرى بأن الأموال الخاصة شهدت ارتفاعاً متزايداً خلال فترة الدراسة، مقارنة بالديون التي تزايدت بنسبة أقل دليلاً على اعتماد المستثمرين في قطاع التجارة على التمويل الذاتي.

حيث يوضح التمثيل البياني لنسبة الهيكل المالي أنها جداً صغيرة مما يعني أن القطاع على العموم له استقلالية مالية في الهيكل المالي بحيث تراوحت هذه النسبة بين 2% و 3% ، مع تسجيل أعلى نسبة لها سنة 2009 قدرت بـ 11% .

### 3. تحليل المردودية الاقتصادية، هامش الاستغلال، و معدل دوران الأصول:

تعتبر المردودية الاقتصادية مقياس هام لأداء نشاط المؤسسة، فتحسين مستوى المردودية يتوقف على مدى قدرة المؤسسة على التحكم في التكاليف.

والجدول التالي يوضح نسب المردودية الاقتصادية في القطاع وكذا مؤشر هامش الاستغلال ومعدل دوران الأصول .

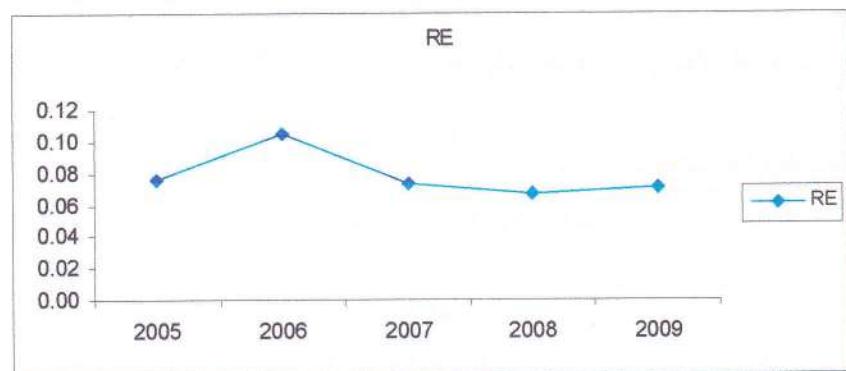
جدول رقم (7-3): تفسير المردودية الاقتصادية

البيان / السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
المردودية الاقتصادية	0.08	0.10	0.07	0.07	0.07
هامش الاستغلال	0.06	0.09	0.08	0.07	0.06
معدل دوران الصول	1.1715	1.2171	1.0148	1.1050	1.0666

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من القوائم المالية للمؤسسات.

✓ بالنسبة للمردودية الاقتصادية:

الشكل رقم (4-3) : التمثيل البياني للمردودية الاقتصادية.

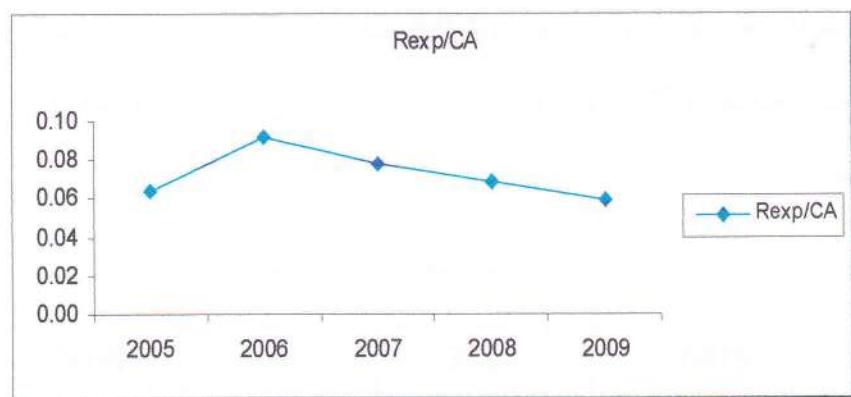


المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول رقم(3-7)

من خلال المنحني نلاحظ أن المردودية الاقتصادية شهدت تزايد خلال السنين الأولتين حيث بلغت أعلى نسبة لها سنة 2006 بمعدل قدر بـ 10 %، ثم تراجعت لمعدل 7 % في سنة 2007 وبقيت في استقرار عند هذا المعدل لغاية سنة 2009، وعلى العموم تعتبر هذه المردودية ضعيفة مما يعبر عن الداء الضعيف للنشاط.

بالنسبة لامثل الاستغلال (مؤشر الربحية):

الشكل رقم(3) : التمثيل البياني لامثل الاستغلال

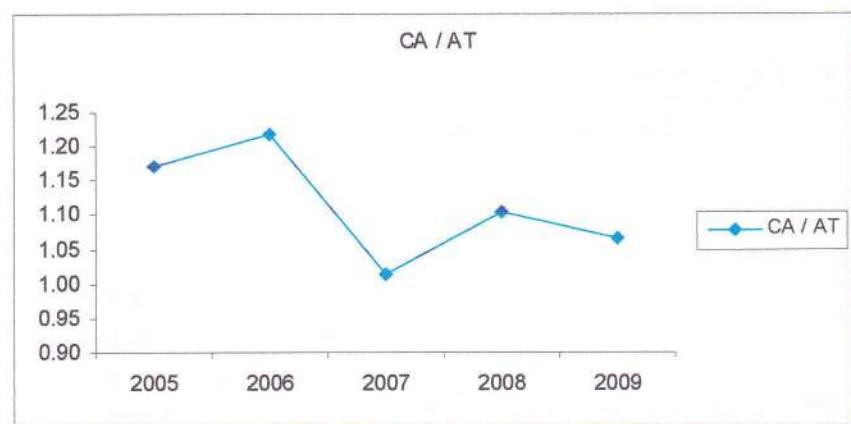


المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول رقم (7-3)

يبين الشكل أعلاه أن مؤشر الربحية كان متوسطه خلال فترة الدراسة مستقر حيث قدر بـ 7 % و هي نسبة معقولة مقارنة بمعدل المردودية الاقتصادية، وبلغ أعلى معدل له سنة 2006 بـ 9 % .

✓ بالنسبة لمعدل دوران الأصول

الشكل رقم(3-6) : التمثيل البياني لمعدل دوران الأصول.



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول رقم (7-3)

يعكس المنحنى أعلاه أن معدل دوران الأصول كان عموماً متباوحاً خلال فترة الدراسة وقدر المعدل العام بـ 111 %، وبلغ أعلى معدل المقدر بـ 121 % سنة 2006 وهي نسبة مرتفعة تدل على أن نشاط المؤسسة يحقق نتائج ايجابية تعكس من خلال رقم الأعمال.

الفرع الثاني: تحليل التكاليف:

تعتبر التكلفة من أبرز المعايير للاختيار بين المشاريع في الوقت الراهن، مما يعني إعطاء أهمية بالغة لهذا المؤشر، من خلال معرفة الحد الأدنى لمعدل المردودية المطلوب للمشروع، ابتداء من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون، لتحديد التكلفة الأكثر تأثير على تكلفة رأس المال، والجدول أدناه يوضح مختلف التكاليف بالإضافة للرافعة المالية.

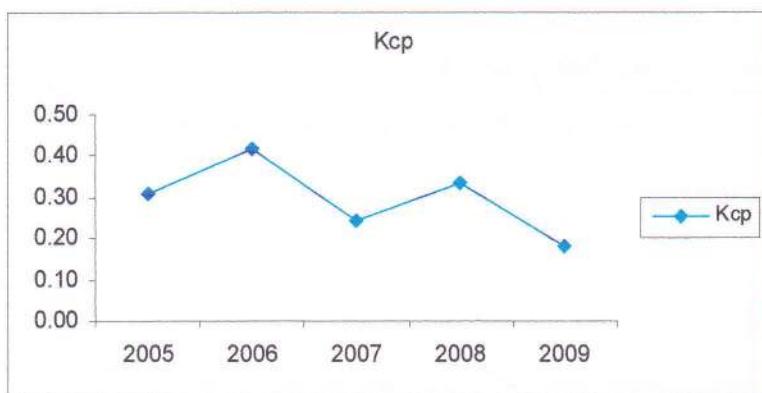
جدول رقم (8-3) : نسب تكلفة رأس المال والرافعة المالية

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009
تكلفة الأموال الخاصة	0.31	0.42	0.24	0.33	0.18
تكلفة الديون	0.47	0.05	0.06	0.08	0.04
تكلفة رأس المال	0.30	0.41	0.24	0.33	0.17
الرافعة المالية	0.23	0.31	0.17	0.27	0.11

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من القوائم المالية للمؤسسات.

✓ بالنسبة لتكلفة الأموال الخاصة:

الشكل رقم(3-7) : التمثيل البياني لتكلفة المال الخاص.

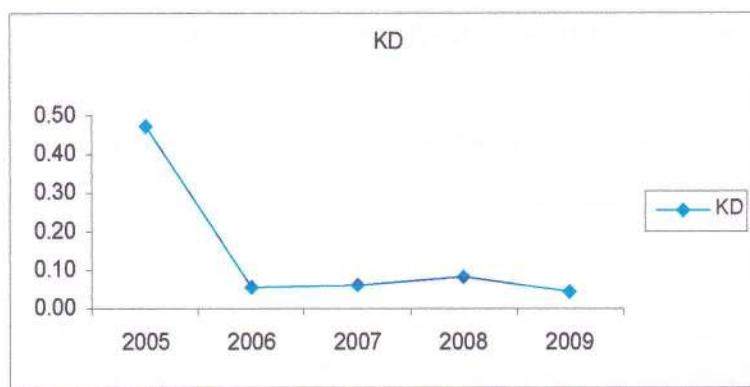


المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول رقم (8-3)

من خلال الشكل رقم (7-3) نلاحظ أن تكلفة الأموال الخاصة لقطاع التجارة كانت في متوسطها العام مرتفعة بنسبة تقدر بـ 30 % ، حيث شهدت أعلى قيمة لها سنة 2006 بـ 42 % وأدنى قيمة لها سنة 2009 بمعدل 18 % ، مما يعكس تركيز قطاع التجارة على الأموال الخاصة.

#### ✓ بالنسبة لتكلفة الديون:

الشكل رقم(3-8): التمثيل البياني لتكلفة الديون.

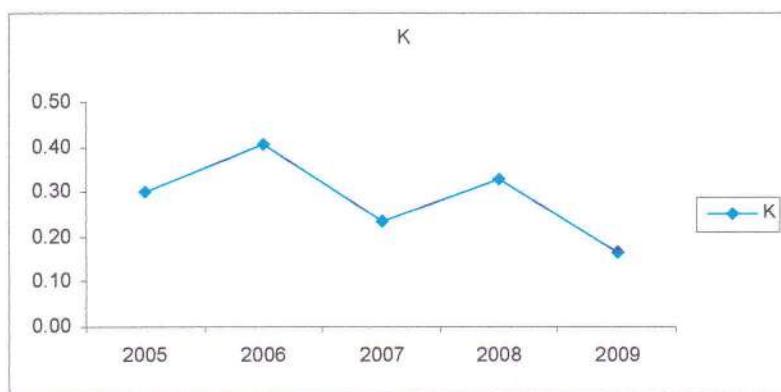


المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول رقم (8-3)

من خلال الشكل أعلاه كان متوسط تكلفة الديون حال فترة الدراسة 14 % وهو معدل منخفض مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة بسبب لكن شهد هذا المعدل أعلى قيمة له في سنة 2005 قدرت بـ 47 % وهي قيمة جد مرتفعة مقارنة بالمتوسط العام مما يدفع بالتساؤل عن هذا الفارق الكبير، ثم شهدت تنازل مستمر حتى بلغت أدنى قيمة لها بمعدل 4 % سنة 2009 .

#### ✓ بالنسبة لتكلفة رأس المال لقطاع التجارة:

الشكل رقم(3-9): التمثيل البياني لتكلفة رأس المال لقطاع التجارة

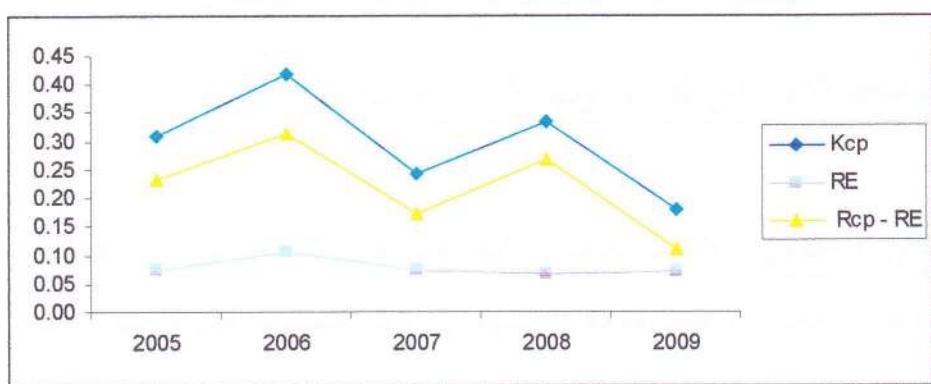


المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول رقم (8-3)

بلغت تكلفة رأس المال في قطاع التجارة نسبة 29% وهي نسبة مرتفعة جدا، هذا راجع لارتفاع تكلفة الأموال الخاصة التي بلغت في متوسطها 30%， على الرغم من ارتفاع الأموال الخاصة بالنسبة لهذا القطاع وانخفاض تكلفة للديون، نلاحظ التركيز على الأموال الخاصة كما لاحظنا أنها في تزايد مستمر وبخالل المصادر دو التكاليف الأقل، كما عرفت تكلفة رأس المال تدبب نوعا ما خلال فترة الدراسة بحيث بلغت أعلى لها سنة 2006 بمعدل 41%， وأقل معدل كان سنة 2009 يقدر بـ 17%.

#### **✓ الرافعة المالية:** وهو يفسر العلاقة بين المردودية الاقتصادية والتكاليف المالية.

الشكل رقم (10-3): العلاقة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقا من الجدول رقم (8-3)

من خلال الشكل أعلاه كانت الرافعة المالية موجبة خلال فترة الدراسة. يعني كلما زادت قيمة الديون كلما زادت المردودية المالية، أي أن اللجوء إلى الاستدانة مرغوب فيه بسبب انخفاض تكلفته وبالتالي ارتفاع ربحية المؤسسة، حيث بلغت أعلى معدل لها سنة 2006 بمعدل 31%.

الفرع الثالث: علاقة تكلفة رأس المال بمروبية الأموال الخاصة و بالمخاطر .

الجدول رقم(3-9): علاقة تكلفة رأس المال بالمخاطر

البيان / السنوات					
2009	2008	2007	2006	2005	
0.17	0.33	0.24	0.41	0.30	تكلفة رأس المال
0.10	0.14	0.076	0.08	0.11	المخاطر الإجمالية
2.78	0.15	0.33	0.71	-0.06	المخاطر النظامية

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من القوائم المالية للمؤسسات.

✓ بالنسبة لعلاقة تكلفة رأس المال بمروبية الأموال الخاصة:

التحليل الإحصائي الاستدلالي : لاختبار الفرضية الثانية تقوم بتكوين نموذج الدراسة بالعلاقة بين تكلفة رأس

المال ومروبية الأموال الخاصة، ثم تقدير معاملات النموذج، وأخيراً التقييم واختبار فرضية الدراسة .

## 2. تقدير نموذج الدراسة:

من خلال المعالجة الإحصائية للمتغيرين من خلال برنامج SPSS<sup>1</sup> ، ومن مخرجات البرنامج من خلال المطاعيات الموضحة في الملحق رقم 2 كان النموذج كمالي:

$$Y = 0.99 X - 0.06$$

حيث:

Y : المتغير التابع يعبر عن تكلفة رأس المال؛

X : المتغير المستقل مردودية الأموال الخاصة.

## 3. تقييم نموذج الدراسة:

▪ معامل الارتباط ( R ) : يقدر بـ 0.99 ، مما يدل على وجود علاقة جد قوية بين المتغيرين.

1. انظر الملحق رقم....

■ معامل التحديد ( $R^2$ ) :  $R^2 = 0.99$  أي أن نسبة تفسير مردودية الأموال الخاصة لتكلفة

رأس المال قوية جداً، معنى توجد دلالة إحصائية بين التكلفة المردودية.

■ المعنوية الكلية للنموذج:

الفرض: نضع  $H_0$  : الفرضية الصفرية، نموذج الانحدار غير معنوي.

$H_1$  : النموذج ذو معنوية إحصائية.

من خلال الجدول المولى:

جدول رقم(3-10): تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار:

Sig	قيمة الاحتمال	F.cal	قيمة فيشر المحسوبة	مصدر التباين	درجات الحرية df
0.000		3333.001		الانحدار	1
				الخطأ	3
				المجموع	4

المصدر: إعداد الطالبة انطلاقاً من الملحق رقم...

يتضح أن قيمة الاحتمال Sig تساوي الصفر، أي أقل من مستوى المعنوية 5 % وبالتالي نرفض

الفرضية الصفرية بأن نموذج الانحدار غير معنوي، ونقبل الفرضية البديلة بأن النموذج ذو معنوي .

■ المعنوية الجزئية للنموذج: باستعمال اختبار T ستيفونز:

الفرض: بالنسبة لـ  $(B_0)$  المقدار الثابت :

$$H_0 : B_0 = 0$$

$$H_1 : B_0 \neq 0$$

: بالنسبة لـ  $(B_1)$  معامل الانحدار :

$$H_0 : B_1 = 0$$

$$H_1 : B_1 \neq 0$$

فكان نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار كما يلي:

جدول رقم: (11-3) نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار.

Sig	قيمة إحصائية الاختبار T	قيمة معاملات الانحدار	المعاملات
0.346	1.114-	0.06-	B <sub>0</sub>
0.000	57.72	0.99	B <sub>1</sub>

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الملحق رقم ...

بالنسبة لـ B<sub>0</sub> نجد أن قيمة الاحتمال تساوي 0.346 أكبر من مستوى المعنوية 5% فنقبل فرضية العدم بأن المقدار الثابت في نموذج الانحدار غير معنوي.

أما بالنسبة لـ B<sub>1</sub> نجد قيمة الاحتمال تساوي 0.000 أقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة بأن معامل الانحدار في نموذج الانحدار معنوي.

من خلال هذا التحليل نصل إلى أنه يوجد ارتباط قوي ودالة إحصائية بين تكلفة رأس المال ومردودية الأموال الخاصة ومنه ثبتت الفرضية الثانية.

#### ✓ بالنسبة لعلاقة المردودية بالمخاطر الإجمالية:

##### 1. تقدير نموذج الدراسة:

من خلال مخرجات البرنامج وفق الملحق رقم 2 كان النموذج كما يلي:

$$Y = 0.121 X + 0.278$$

حيث:

Y : المتغير التابع يعبر عن تكلفة رأس المال؛

X : المتغير المستقل يعبر عن المخاطر الإجمالية.

## 2. تقسيم نموذج الدراسة:

■ معامل الارتباط ( $R$ ) : يقدر بـ 0.033، هذا يدل على وجود علاقة جد ضعيفة بين المتغيرين.

■ معامل التحديد ( $R^2$ ) :  $R^2 = 0.332$  أي أن نسبة تفسير المخاطر الإجمالية لتكلفة رأس المال ضعيفة جداً، معنـى لا توجـد عـلاقـة ذات دلـالة بـيـن تـكـلـفـة رـأـسـالـمالـ وـالمـخـاطـرـ الإـجـمـالـيـةـ.

## ■ المعنوية الكلية للنموذج:

الفرض: نـصـعـ  $H_0$  : الفـرضـيـةـ الصـفـرـيـةـ، نـمـوذـجـ الانـخـدـارـ غـيرـ مـعـنـويـ.

$H_1$  : النـمـوذـجـ دـوـ مـعـنـوـيـ إـحـصـائـيـ.

من خلال الجدول المولـيـ:

جدول رقم(3-12): تحليل التباين ANOVA لنـمـوذـجـ الانـخـدـارـ:

مصدر التباين	درجات الحرية df	قيمة فيشر المحسوبة F.cal	قيمة الاحتمال Sig
الانـخـدـارـ	1	0.003	0.958
الخطأ	3		
المجموع	4		

المصدر: إعداد الطالبة انطلاقاً من الملحق رقم 2

يتضح من الجدول أعلاه أن قيمة الاحتمال  $Sig$  تختلف عن الصفر، وأكبر من مستوى المعنوية 5%

فنـقـبـلـ الفـرضـيـةـ الصـفـرـيـةـ بـأنـ نـمـوذـجـ الانـخـدـارـ غـيرـ مـعـنـويـ.

✓ المعنوية الجزئية للنموذج: باستعمال اختبار T ستيفونـتـ:

الفرض: بالنسبة لـ  $(B_0)$  المـقدـارـ الثـابـتـ :

$$H_0 : B_0 = 0$$

$$H_1 : B_0 \neq 0$$

بالنسبة لـ  $(B_1)$  معـاملـ الانـخـدـارـ :

$$H_0 : B_1 = 0$$

$$H_1 : B_1 \neq 0$$

فكان نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار:

جدول رقم (13-3): نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار.

Sig	قيمة إحصائية الاختبار T	قيمة معاملات الانحدار	المعاملات
.296	1.263	.278	$B_0$
.958	.057	.121	$B_1$

المصدر: من إعداد الطالبة انتلما من الملحق رقم 2

بالنسبة لـ  $B_0$  نجد أن قيمة الاحتمال تساوي 0.296 أكبر من مستوى المعنوية 5 % وبالتالي نقبل فرضية العدم.

أما بالنسبة لـ  $B_1$  نجد قيمة الاحتمال تساوي 0.958 أكبر كذلك من مستوى المعنوية 5 % ومنه نقبل فرضية العدم بأن معامل الانحدار في نموذج الانحدار غير معنوي.

من خلال هذا التحليل نصل إلى أنه لا يوجد دلالة إحصائية بين المخاطر الإجمالية وتكلفة رأس المال ومنه ننفي الفرضية الثالثة القائلة بأن هناك دلالة إحصائية بين تكلفة رأس المال والمخاطر الإجمالية.

### ✓ العلاقة بين تكلفة رأس المال و المخاطر النظامية:

#### 1. تقدير غوذج الدراسة:

من خلال مخرجات البرنامج وفق الملحق رقم ... كان النموذج كمابلي:

$$Y = -0.049 X + 0.328$$

حيث:

Y : K المتغير التابع يعبر عن تكلفة رأس المال؛

X : المتغير المستقل يعبر عن المخاطر النظامية . beta

#### 2. تقييم غوذج الدراسة:

■ معامل الارتباط (R): يقدر بـ 0.620 ، هذا يدل على وجود علاقة قوية بين تكلفة رأس المال والمخاطر النظامية بالاتجاه العكسي، هذا ما نفسره عند ارتفاع المخاطر الإجمالية في السوق ترتفع تكلفة الأموال الخاصة باعتبار المخاطر النظامية مرتبطة بها مع ثبات معدل

المردودية وعند اللجوء للاستدانة تتنبأ البنوك عن إعطاء ديون بسبب انخفاض المردودية وبالتالي تنخفض تكلفة رأس المال هذا ما يفسر العلاقة العكسية بين المتغيرين .

- معامل التحديد ( $R^2$ ) :  $0.180 = R^2$  أي أن نسبة تفسير المخاطر النظامية لتكلفة رأس المال ضعيفة جداً أي أن المخاطر النظامية لا تفسر التكلفة .

### 2. المعنوية الكلية للنموذج:

الفرض: نضع  $H_0$  : الفرضية الصفرية، نموذج الانحدار غير معنوي.

$H_1$  : النموذج ذو معنوية إحصائية.

من خلال الجدول التالي:

جدول رقم.(14-3): تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار:

مصدر التباين	درجات الحرية df	قيمة فيشر المحسوبة F.cal	قيمة الاحتمال Sig
الانحدار	1	1.877	0.264
الخطأ	3		
المجموع	4		

المصدر: من إعداد الطالبة انتلارا من الملحق رقم...

من الجدول أعلاه قيمة الاحتمال Sig تختلف عن الصفر، و أكبر من مستوى المعنوية 5 % وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية بأن نموذج الانحدار غير معنوي.

### 3. المعنوية الجزئية للنموذج: باستعمال اختبار T ستيفونز:

الفرض: بالنسبة لـ  $(B_0)$  المدار الثابت:

$$H_0 : B_0 = 0$$

$$H_1 : B_0 \neq 0$$

بالنسبة لـ  $(B_1)$  معامل الانحدار :

$$H_0 : B_1 = 0$$

$$H_1 : B_1 \neq 0$$

ف تكون نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار:

جدول رقم: (15-3) نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار.

Sig	قيمة إحصائية الاختبار T	قيمة معاملات الانحدار	المعاملات
0.006	7.102	0.328	$B_0$
0.264	1.370 -	0.049-	$B_1$

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الملحق رقم 2

بالنسبة لـ  $B_0$  نجد أن قيمة الاحتمال تساوي 0.006 أقل من مستوى المعنوية 5 % وبالتالي رفض فرضية العدم بأن المقدار الثابت في نموذج الانحدار غير معنوي.

أما بالنسبة لـ  $B_1$  نجد قيمة الاحتمال تساوي 0.264 أكبر من مستوى المعنوية 5 % وبالتالي نقبل فرضية العدم بأن معامل الانحدار في نموذج الانحدار غير معنوي.

من خلال هذا التحليل نصل إلى أنه لا يوجد دلالة إحصائية بين تكلفة رأس المال والمخاطر النظمية وبالتالي ننفي الفرضية الرابعة.

**المطلب الثاني: قطاع الخدمات****الفرع الأول: التحليل العام للقطاع**

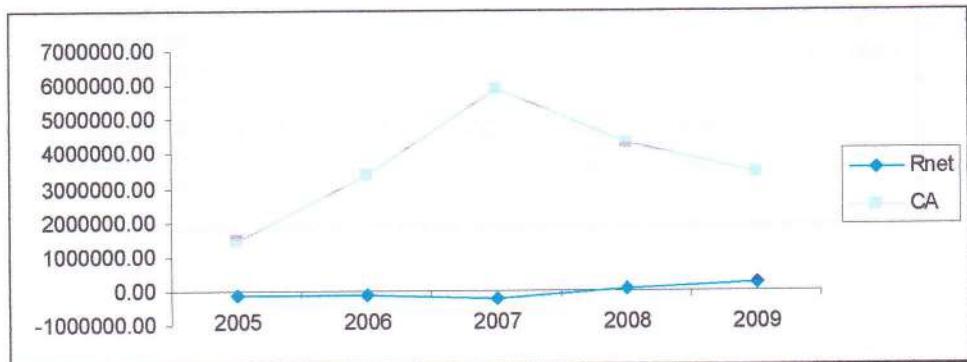
**1. تطور نمو رقم الأعمال والنتيجة الصافية:** يشهد قطاع الخدمات في السنوات الخمسة حركة كبيرة تنساباً مع فترة الدراسة، بسبب التوجه الحالي للقطاع الخدمي مع الانفتاح والتطور التكنولوجي، بحيث نرى بأن رقم الأعمال ، مما انعكس على النتيجة في هذا القطاع بشكل واضح من الخسائر إلى الأرباح. والجدول المواري يبين هذا التطور:

جدول رقم(3-16): تطور رقم العمال والنتيجة الصافية.

2009	2008	2007	2006	2005	
3446559.89	4321331.95	5902241.66	3397337.49	1473096.14	رقم الأعمال
218984.64	68933.90	-233113.04	-108177.74	-106274.79	النتيجة الصافية

المصدر: القوائم المالية لعينة المؤسسات الممثلة للقطاع .

الشكل رقم(3-11): تطور النمو في رقم الأعمال و النتيجة الصافية



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول (16-3)

من خلال الشكل أعلاه نرى بأن رقم الأعمال شهد تدفقاً خلال فترة الدراسة حيث خلال السنوات الأولى شهد تزايد مستمر لأن وصل لأعلى مستوىاته سنة 2007، حيث بلغ معدل 42 % ، ثم شهد انخفاض خلال الستين الأخيرتين، والملحوظ كذلك التزايد بوتيرة أقل للنتيجة الصافية خلال فترة الدراسة واستثناء في سنة 2007 كان هناك تناقض لها.

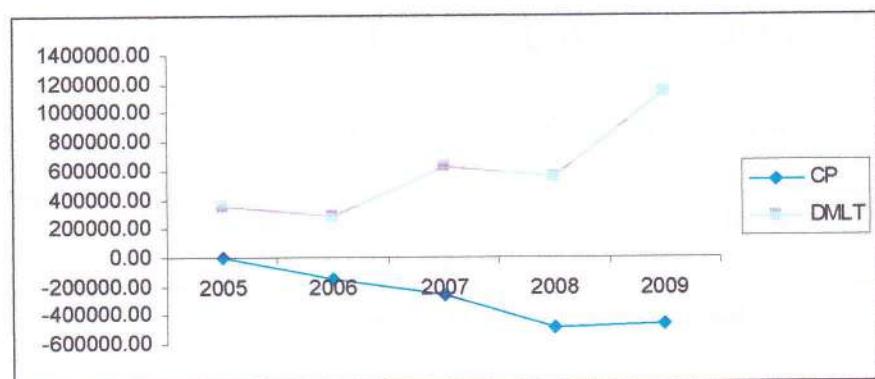
**2. تطور عناصر الهيكل المالي والاستقلالية المالية:** بينت القوائم المالية للقطاع على اعتماده بشكل كبير على الأموال الخاصة بشكل متزايد ومستمر، مما ينعكس على الاستقلالية المالية للمؤسسة، ذلك ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم(17-3): عناصر الهيكل المالي.

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009
الديون	352406.14	279317.64	622395.15	551358.25	1139747.40
الأموال الخاصة	-923.12	-152720.52	-260898.26	-494011.30	-462357.41
نسبة الهيكل المالي	0.43	0.19	-3.24	2.44	1.17

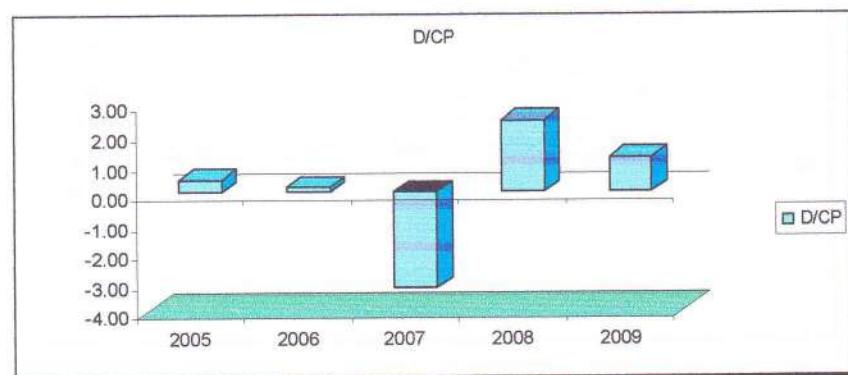
المصدر: من القوائم المالية لعينة المؤسسات الممثلة للقطاع.

جدول رقم(3 - 12): التمثيل البياني لعناصر الهيكل المالي.



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه

الشكل رقم(3 - 13) : التمثيل البياني لنسبة D/CP



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه.

من خلال الشكلين أعلاه نلاحظ أن هناك تزايد مستمر للديون بينما تشهد الأموال الخاصة انخفاضاً مستمراً أيضاً خلال فترة الدراسة بحيث كلما زادت الديون قلت الأموال الخاصة تقريباً بنفس النسبة، مما يعني توجه هذا القطاع نحو الاستدانة في التمويل، بالمقابل تأكل الموارد الخاصة.

حيث يوضح التمثيل البياني لنسبة اهل المال أنها في تزايد مستمر ومحظوظ عموماً مما يعني لا يوجد استقلالية مالية في القطاع واعتماده التمويل الخارجي عن طريق الديون بنسبة متزايدة.

### 3. تحليل المردودية الاقتصادية، هامش الاستغلال، و معدل دوران الأصول:

الجدول التالي يوضح نسب المردودية الاقتصادية في القطاع وكذا مؤشر هامش الاستغلال ومعدل دوران الأصول:

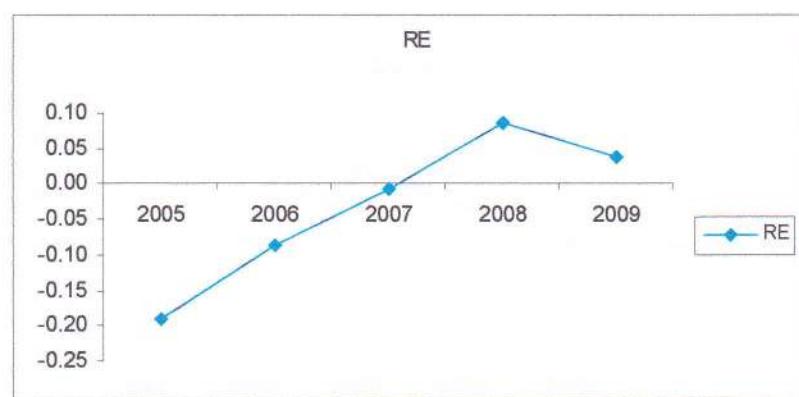
جدول رقم(17-3): تفسير المردودية الاقتصادية

2009	2008	2007	2006	2005	
0.04	0.09	-0.01	-0.08	-0.19	المردودية الاقتصادية
0.13	0.20	0.06	0.08	0.09	هامش الاستغلال
0.42	0.55	0.69	0.50	0.19	معدل دوران الأصول

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من القوائم المالية للمؤسسات.

### ✓ بالنسبة للمردودية الاقتصادية:

الشكل رقم(3-14): التمثيل البياني للمردودية الاقتصادية .

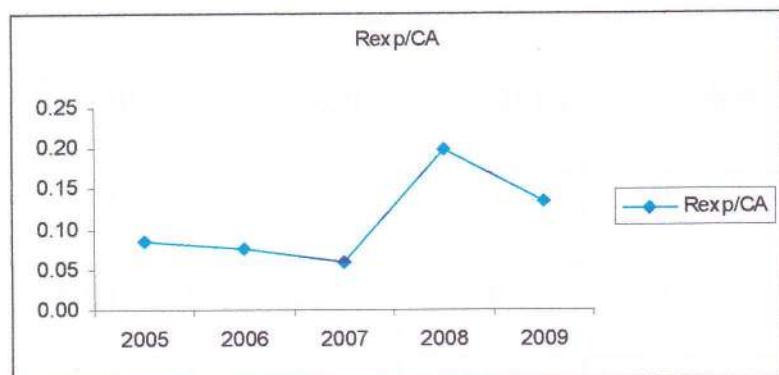


المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه

من خلال المُتحن نلاحظ أن المردودية الاقتصادية ضعيف جداً في هذا القطاع بالرغم للتزايد المستمر الذي يشهده خلال فترة الدراسة، حيث كانت سالبة خلال السنوات الثلاث الأولى، وقد سجلت أعلى معدل لها سنة 2008 بمعدل قدرت بـ 9% ، ثم شهدت تراجع طفيف سنة 2009 قدرت بـ 4%.

**✓ بالنسبة لامثل الاستغلال:**

الشكل رقم(15-3) : التمثيل البياني لامثل الاستغلال

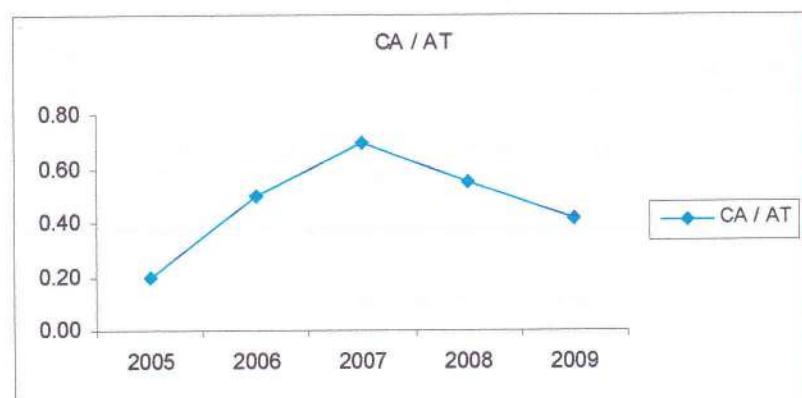


المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه.

نلاحظ أن هناك استقرار نسبي خلال فترة الدراسة حيث بلغ المتوسط نسبة 11% ، حيث في السنوات الأولى كان في تنازل بشكل متباطئ ثم ارتفع لأعلى معدل له سنة 2008 بمعدل 20% ، ليعود للتزول بمعدل أقل سنة 2009.

**✓ بالنسبة لمعدل دوران الأصول الاقتصادية:**

الشكل رقم(16) : التمثيل البياني لمعدل دوران الأصول



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه.

نلاحظ من الشكل أن معدل دوران الأصل الاقتصادي كان متزايد خلال الثلاث السنوات الأولى حيث بلغ أعلى نسبة له سنة 2007 قدر بـ 69% أي أن رقم الأعمال يمثل نصف إجمالي الأصول، ثم شهدت انخفاض خلال السنين الأخيرتين، وعلى العموم كان استغلال الأصول بشكل ضعيف.

#### الفرع الثاني: تحليل التكلفة: الجدول أدناه يوضح مختلف التكاليف بالإضافة للرافعة المالية.

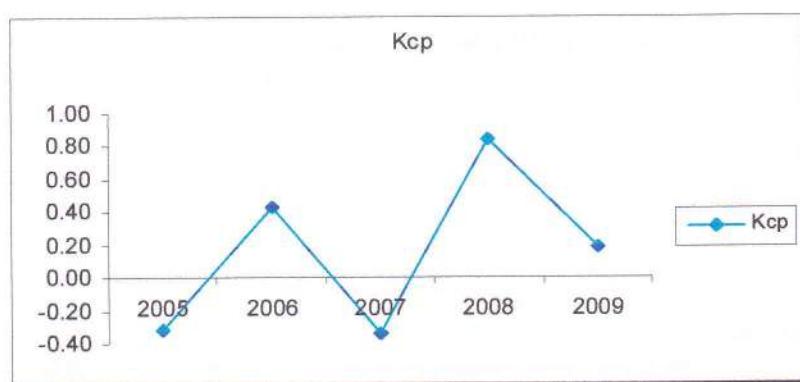
جدول رقم(3-18): نسب تكلفة رأس المال والرافعة المالية

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009
تكلفة الأموال الخاصة	-0,31	0,43	-0,33	0,84	0,18
تكلفة الديون	0,01	0,01	0,02	0,01	0,03
تكلفة رأس المال	-0,33	0,42	0,32	0,24	0,09
الرافعة المالية	-0,12	0,51	-0,33	0,76	0,15

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من القوائم المالية للمؤسسات.

#### ✓ بالنسبة لتكلفة الأموال الخاصة:

الشكل رقم(3-17) : التمثيل البياني لتكلفة المال الخاصة.

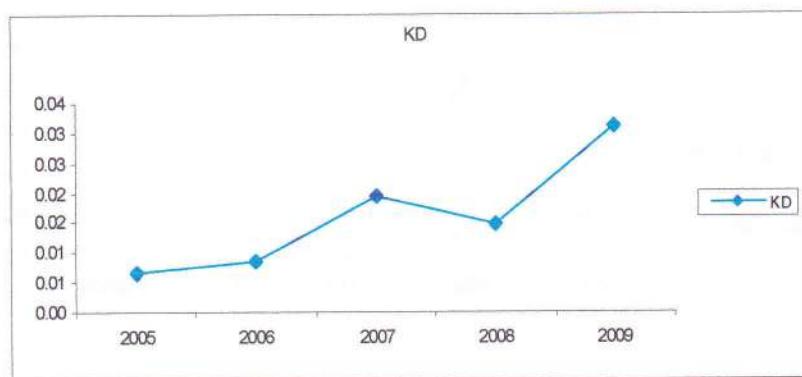


المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن تكلفة الأموال الخاصة لقطاع الخدمات كانت في متوسطها العام تقدر بـ 16 %، وهي في تدبر مستمر حيث شهدت أعلى قيمة لها سنة 2008 بـ 84 %، مما يعكس توجه قطاع الخدمات إلى التنويع في مصادر التمويل.

✓ بالنسبة لتكلفة الديون:

الشكل رقم (18-3): التمثيل البياني لتكلفة الديون.

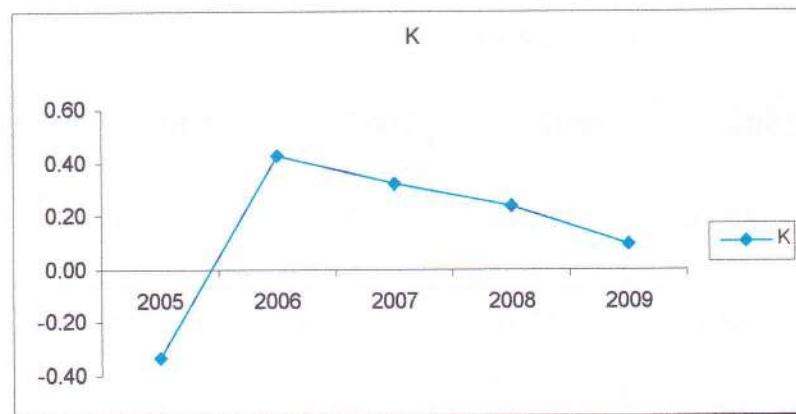


المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه

من خلال الشكل أعلاه كان متوسط تكلفة الديون خلال فترة الدراسة 2 % وهو معدل منخفض مقارنة ببنسبة الديون مما يدل على التوجه المتزايد للديون بدل الأموال الخاصة في التمويل.

✓ بالنسبة لتكلفة رأس المال في قطاع الخدمات:

الشكل رقم (19-3): التمثيل البياني لتكلفة رأس المال لقطاع التجارة

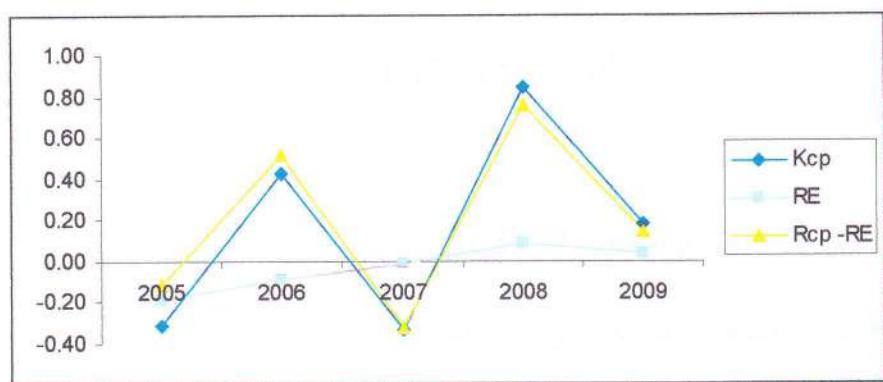


المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه

بلغت تكلفة رأس المال في قطاع الخدمات نسبة 15% ، هذا راجع لارتفاع تكلفة الأموال الخاصة التي بلغت في متوسطها 16% ، مقارنة بالتكلفة المنخفضة للديون، كما عرفت تكلفة رأس المال تدبّب نوعاً ما خلال فترة الدراسة بحيث بلغت أعلى معدل لها سنة 2006 بمعدل 42% .

**✓ الرافعة المالية:** وهو يفسر العلاقة بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية:

الشكل رقم (20-3) : العلاقة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن هناك تدبّب واضح في نسبة الرافعة تراوحت بين الموجب والسلب مما يعني أنه كلما زادت الديون زادت المردودية مما يعني أن اللجوء إلى الاستدانة مرغوب فيه بسبب ارتفاع ربحية المؤسسة، حيث بلغت أعلى معدل لها سنة 2008 بمعدل 76% ، والعكس بالنسبة لسنة 2007 فبلغت أدنى معدل بـ 33% .

### الفرع الثالث: علاقة تكلفة رأس المال بمحدودية الأموال الخاصة و بالمخاطر.

الجدول رقم(19-3) : علاقة تكلفة رأس المال بالمخاطر

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009
تكلفة رأس المال	-0,33	0,42	0,32	0,24	0,09
المخاطر الإجمالية	0,88	0,35	0,20	0,02	0,06
المخاطر النظامية	2,24	3,14	1,56	2,82	-0,52

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من القرارات المالية للمؤسسات.

✓ بالنسبة لعلاقة تكلفة رأس المال بمروبية الأموال الخاصة:

التحليل الإحصائي الاستدلالي :

### 1. تقدير غوذج الدراسة:

من خلال خرجات البرنامج وفق الملحق رقم 3 كان النموذج كمالي:

$$Y = 0.275 X + 0.105$$

حيث:

Y : K المتغير التابع يعبر عن تكلفة رأس المال؛

X : Rcp المتغير المستقل مردودية الأموال الخاصة.

### 2. تقييم غوذج الدراسة:

■ معامل الارتباط (R) : يقدر بـ 0.468 ، مما يدل على وجود علاقة ارتباط ضعيفة نوعاً ما بين تكلفة رأس المال ومردودية الأموال الخاصة.

■ معامل التحديد ( $R^2$ ) :  $R^2 = -0.041$  أي أن نسبة تفسير مردودية الأموال الخاصة لتكلفة رأس المال ضعيفة جداً، معنى لا توجد علاقة تفسيرية بين التكلفة المردودية.

■ المعنوية الكلية للنموذج:

الفروض: نضع  $H_0$  : الفرضية الصفرية، غوذج الانحدار غير معنوي.

$H_1$  : النموذج ذو معنوية إحصائية.

من خلال الجدول المولى:

جدول رقم(20-3): تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار:

قيمة الاحتمال Sig	قيمة فيشر المحسوبة F.cal	درجات الحرية df	مصدر التباين
0.426	0.884	1	الانحدار
		3	الخطأ
		4	المجموع

المصدر: إعداد الطالبة انطلاقاً من الملحق رقم 3

تعكس قيمة الاحتمال Sig التي تختلف عن الصفر، وأكبر من مستوى المعنوية 5% قبول الفرضية الصفرية بأن نموذج الانحدار غير معنوي.

■ المعنوية الجزئية للنموذج: باستعمال اختبار T ستيفونز:

الفرض: بالنسبة لـ ( $B_0$ ) المقدار الثابت :

$$H_0 : B_0 = 0$$

$$H_1 : B_0 \neq 0$$

بالنسبة لـ ( $B_1$ ) معامل الانحدار :

$$H_0 : B_1 = 0$$

$$H_1 : B_1 \neq 0$$

فتكون نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار:

جدول رقم: (3-21) نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار.

Sig	T قيمة إحصائية الاختبار	قيمة معاملات الانحدار	المعاملات
0.516	0.737	0.105	$B_0$
0.426	0.918	0.275	$B_1$

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الملحق رقم 3

بالنسبة لـ  $B_0$  نجد أن قيمة الاحتمال تساوي 0.516 أكبر من مستوى المعنوية 5 % وبالتالي نقبل فرضية العدم بأن المقدار الثابت في نموذج الانحدار غير معنوي.

أما بالنسبة لـ  $B_1$  نجد قيمة الاحتمال تساوي 0.426 ، أكبر من مستوى المعنوية 5 % وعليه نقبل فرضية العدم بأن معامل نموذج الانحدار غير معنوي.

من خلال هذا التحليل نصل إلى أنه يوجد علاقة طردية بين تكلفة رأس المال ومردودية الأموال الخاصة لكن ذات علاقة ارتباط ضعيفة. ومنه تبعاً للفرضية الثانية لا توجد دلالة إحصائية بين مردودية الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال.

#### ✓ بالنسبة لعلاقة تكلفة رأس المال بالمخاطر الإجمالية:

##### 1. تقدير نموذج الدراسة:

من خلال مخرجات البرنامج وفق الملحق رقم 3 كان النموذج كما يلي:

$$Y = -0.607 X + 0.333$$

حيث:

Y : K المتغير التابع يعبر عن تكلفة رأس المال؛

X : المتغير المستقل يعبر عن المخاطر الإجمالية.

##### 2. تقييم نموذج الدراسة:

▪ معامل الارتباط (R) : يقدر بـ 0.716 ، مما يدل على وجود علاقة ارتباط قوية بين تكلفة رأس المال والمخاطر الإجمالية.

▪ معامل التحديد ( $R^2$ ) :  $0.351 = R^2$  أي أن نسبة تفسير المخاطر الإجمالية لتكلفة رأس المال مقبولة لحد ما .

## ■ المعنوية الكلية للنموذج:

الفرض: نص  $H_0$  : الفرضية الصفرية، نموذج الانحدار غير معنوي.

$H_1$  : النموذج ذو معنوية إحصائية.

من خلال الجدول المولى:

جدول رقم(3-22): تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار:

قيمة الاحتمال Sig	قيمة فيشر المحسوبة F.cal	درجات الحرية df	مصدر التباين
0.173	3.163	1	الانحدار
		3	الخطأ
		4	المجموع

المصدر: إعداد الطالبة انطلاقاً من الملحق رقم 3

يتضح أن قيمة الاحتمال  $Sig$  تختلف عن الصفر، وهي أكبر من مستوى المعنوية 5 % وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية بأن نموذج الانحدار غير معنوي.

## ✓ المعنوية الجزئية للنموذج: باستعمال اختبار T ستيفوندز:

الفرض: بالنسبة لـ  $(B_0)$  المقدار الثابت :

$$H_0 : B_0 = 0$$

$$H_1 : B_0 \neq 0$$

بالنسبة لـ  $(B_1)$  معامل الانحدار :

$$H_0 : B_1 = 0$$

$$H_1 : B_1 \neq 0$$

فتكون نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار:

جدول رقم (3-23): نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار.

Sig	قيمة إحصائية الاختبار T	قيمة معاملات الانحدار	المعاملات
0.110	1.263	0.333	$B_0$
0.173	-1.778	-0.607	$B_1$

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الملحق رقم 3

بالنسبة لـ  $B_0$  نجد أن قيمة الاحتمال تساوي 0.110 أكبر من مستوى المعنوية 5 % وبالتالي نقبل فرضية عدم بأن المقدار الثابت غير معنوي.

أما بالنسبة لـ  $B_1$  نجد قيمة الاحتمال تساوي 0.173 أكبر من مستوى المعنوية 5 % وبالتالي نقبل فرضية عدم بأن معامل الانحدار في نموذج الانحدار غير معنوي.

من خلال هذا التحليل نصل إلى أنه يوجد دلالة إحصائية ضعيفة لحد ما بين المخاطر الإجمالية وتكلفة رأس المال أي أن المخاطر الإجمالية لا تفسر كلها التكلفة. ومنه ننفي الفرضية الثالثة بأن هناك دلالة إحصائية بين تكلفة رأس المال والمخاطر الإجمالية.

#### ✓ العلاقة بين تكلفة رأس المال و المخاطر النظامية:

##### 1. تقدير نموذج الدراسة:

من خلال مخرجات البرنامج وفق الملحق رقم 3 كان النموذج كمالي:

$$Y = 0.021 X + 0.111$$

حيث:

Y : K المتغير التابع يعبر عن تكلفة رأس المال؛

X : beta المتغير المستقل يعبر عن المخاطر النظامية.

##### 2. تقييم نموذج الدراسة:

- معامل الارتباط (R) : يقدر بـ 0.104، هذا يدل على وجود علاقة ضعيفة بين المتغيرين.

- معامل التحديد ( $R^2$ ) : -0.319 أي أن نسبة تفسير المخاطر النظامية لتكلفة رأس المال ضعيفة جداً.

## 3. المعنوية الكلية للنموذج:

الفرض: نص  $H_0$  : الفرضية الصفرية، نموذج الانحدار غير معنوي.

$H_1$  : النموذج ذو معنوية إحصائية.

من خلال الجدول المولى:

جدول رقم.(3-24): تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار:

Sig قيمة الاحتمال	F.cal قيمة فيشر المحسوبة	درجات الحرية df	مصدر التباين
0.867	0.033	1	الانحدار
		3	الخطأ
		4	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الملحق رقم ...

يتضح أن قيمة الاحتمال Sig تختلف عن الصفر، وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية بأن نموذج الانحدار غير معنوي.

## 4. المعنوية الجزئية للنموذج: باستعمال اختبار T ستيفوندنت:

الفرض: بالنسبة لـ  $(B_0)$  المقدار الثابت:

$$H_0 : B_0 = 0$$

$$H_1 : B_0 \neq 0$$

بالتالي بالنسبة لـ  $(B_1)$  معامل الانحدار :

$$H_0 : B_1 = 0$$

$$H_1 : B_1 \neq 0$$

فتشكون نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار:

جدول رقم: (25-3) نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار.

Sig	قيمة إحصائية الاختبار T	قيمة معاملات الانحدار	المعاملات
0.702	0.421	0.111	$B_0$
0.867	0.182	0.021	$B_1$

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الملحق رقم 3.

بالنسبة لـ  $B_0$  نجد أن قيمة الاحتمال تساوي 0.702 أكبر من مستوى المعنوية 5 % وبالتالي نقبل فرضية عدم بأن المقدار الثابت في نموذج الانحدار غير معنوي.

أما بالنسبة لـ  $B_1$  نجد قيمة الاحتمال تساوي 0.867 أكبر من مستوى المعنوية 5 % وبالتالي نقبل فرضية عدم بأن معامل الانحدار في نموذج الانحدار غير معنوي.

من خلال هذا التحليل نصل إلى أنه لا يوجد دلالة إحصائية بين المخاطر النظامية وتكلفة رأس المال.

ومنه ونرفض الفرضية الرابعة.

## المطلب الثالث: قطاع البناء والأشغال العمومية

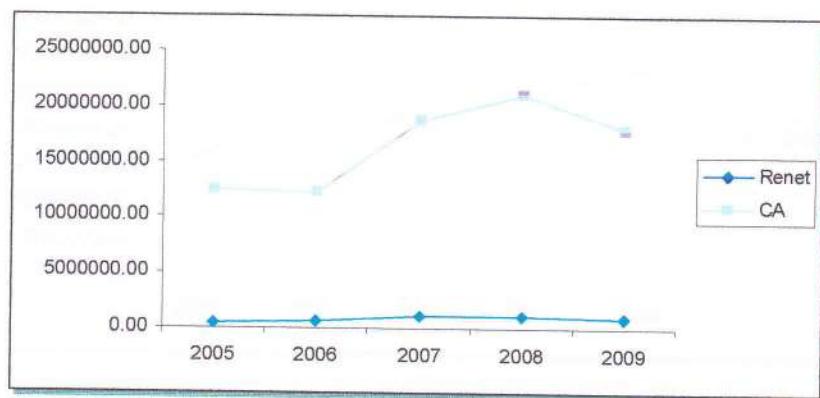
الفرع الأول: التحليل العام للقطاع:1. تطور نمو رقم الأعمال والنتيجة الصافية::

جدول رقم(3-26): تطور رقم العمال والنتيجة الصافية.

البيان / السنة	2005	2006	2007	2008	2009
رقم الأعمال	12488250.00	12208072.91	18782474.87	21030933.39	17876759.01
النتيجة الصافية	515152.65	664117.93	1056123.99	1054717.45	885005.33

المصدر: القوائم المالية لعينة المؤسسات الممثلة للقطاع .

الشكل رقم(3-21) تطور النمو في رقم الأعمال و النتيجة الصافية



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه

من خلال الشكل أعلاه نرى التطور الملحوظ لرقم الأعمال وأثره على النتيجة، بحيث نلاحظ في الستين الأوليين كان استقرار لرقم الأعمال ثم ارتفع في السنوات الأخرى ليبلغ أعلى المعدلات سنة 2008 .

كما عرفت النتيجة الصافية من خلال المنحنى نمو متزايد بدرجة أقل من رقم الأعمال، ووصلت لأعلى مستوى لها سنة 2008 مع تراجع طفيف سنة 2009 بسبب زيادة المصارييف المالية.

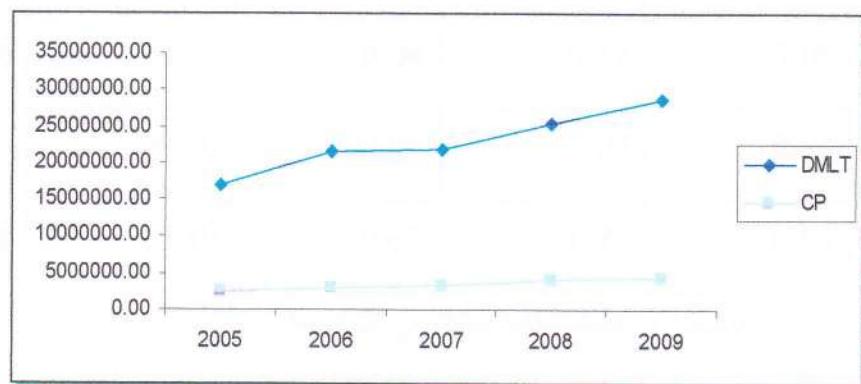
**2. تطور عناصر الهيكل المالي والاستقلالية المالية:** بینت القوائم المالية للقطاع على اعتماده بشكل كبير على الأموال الخاصة بشكل متزايد ومستمر، مما ينعكس على الاستقلالية المالية للمؤسسة، ذلك ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم(3-27): عناصر الهيكل المالي.

البيان/ السنة	2005	2006	2007	2008	2009
الديون	16911574.54	21529657.07	21809137.92	25563277.57	28767908.84
الأموال الخاصة	2363565.03	3009902.61	3399391.50	4041012.88	4439425.23
نسبة الهيكل المالي	1.59	10.64	8.37	6.54	6.93

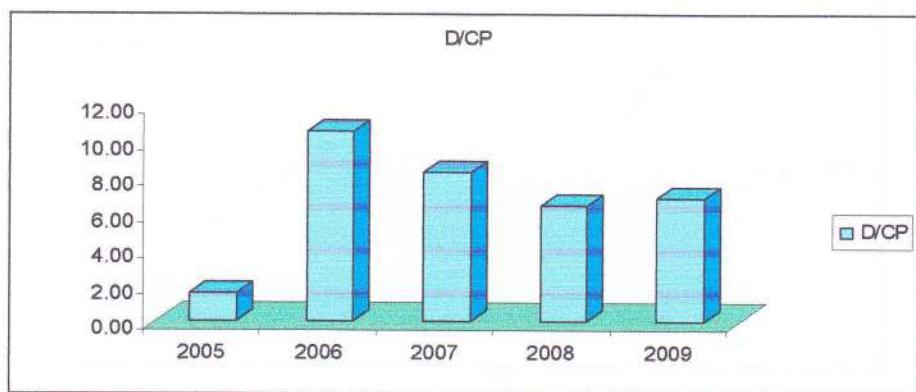
المصدر: من القوائم المالية لعينة المؤسسات الممثلة للقطاع.

الشكل رقم(3-22): التمثيل البياني لعناصر الهيكل المالي



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه

الشكل رقم(3-23): التمثيل البياني لنسبة D/CP



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه

من خلال السكلين أعلاه نرى بأن الأموال الخاصة شهدت ارتفاع متزايد بمعدل ضعيف خلال فترة الدراسة، مقارنة بالديون التي تزايدت بنسبة أكبر لتصل لأعلى معدل سنة 2009.

و يوضح الشكل رقم (23-3) نسبة الهيكل المالي التي تعكس التبعية المالية باعتبار ان النسبة موجبة خلال فترة الدراسة حيث بلغت أعلى نسبة سنة 2006 بمعدل 10.64 % ، وعليه قطاع البناء والأشغال العمومية لا يتمتع بالاستقلالية المالية في الهيكل المالي خلال فترة الدراسة .

### 3. تحليل المردودية الاقتصادية، هامش الاستغلال، و معدل دوران الأصول:

يوضح الجدول التالي نسب المردودية الاقتصادية في القطاع وكذا مؤشرى هامش الاستغلال ومعدل دوران الأصول .

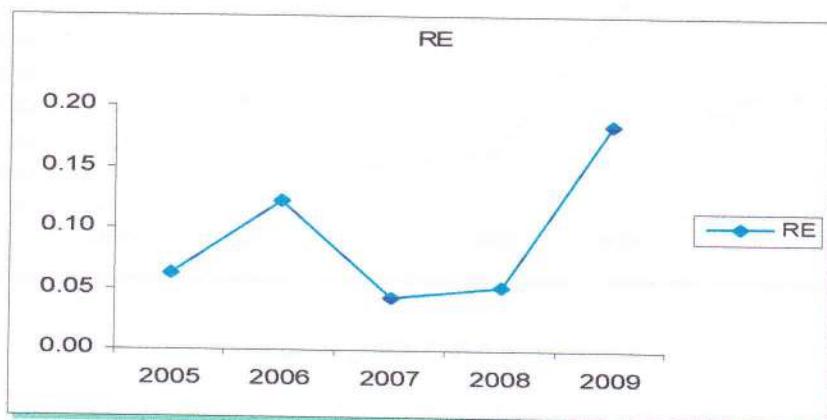
جدول رقم(28-3): تفسير المردودية الاقتصادية

البيان/ السنة	2005	2006	2007	2008	2009
المردودية الاقتصادية	0.06	0.12	0.04	0.05	0.18
هامش الاستغلال	0.06	0.07	0.04	0.06	0.06
معدل دوران الأصول	0.93	1.72	0.67	0.89	3.18

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من القوائم المالية للمؤسسات.

### ✓ بالنسبة للمردودية الاقتصادية:

الشكل رقم.(24-3) : التمثيل البياني للمردودية الاقتصادية.

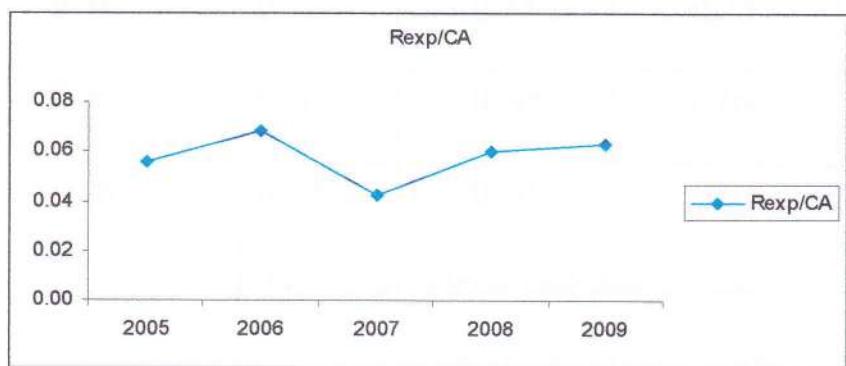


المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه

من خلال المنحى نلاحظ أن المدودية الاقتصادية عرف تذبذب كبير خلال فترة الدراسة بحيث بلغ المتوسط العام له 9 % وهي نسبة ضعيفة جداً بالنسبة لنشاط هذا القطاع، وبلغت أعلى معدل سنة 2009 بقدار 18 %.

#### ✓ بالنسبة لامثل الاستغلال (مؤشر الربحية):

الشكل رقم (25-3): التمثيل البياني لامثل الاستغلال

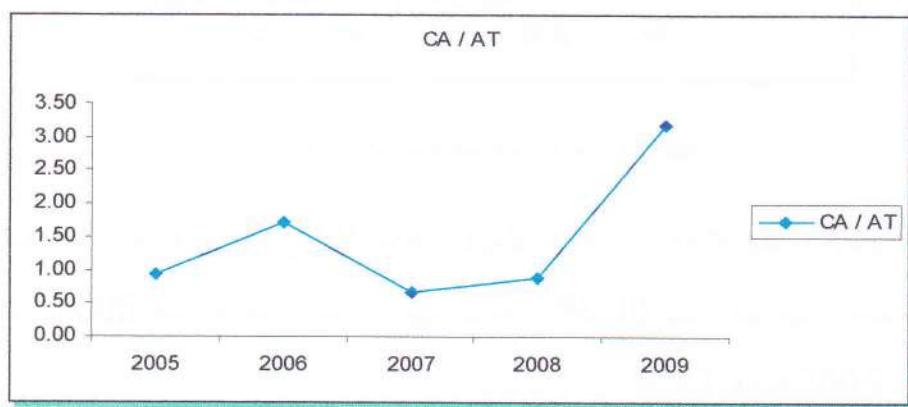


المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه

من الشكل أعلاه نرى بأن مؤشر الربحية أيضاً شهد تذبذب لكن مستوى أقل بحيث بلغ المتوسط العام له خلال فترة الدراسة 6 % ، باستثناء سنة 2007 حين كان بأدنى المستويات.

#### ✓ معدل دوران الأصول

الشكل رقم (26-3): التمثيل البياني لامثل الاستغلال



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه

يعكس المنحنى معدل دوران الأصول والذي كان متذبذب ومطابق في سلوك المدودية الاقتصادية.

الفرع الثاني: تحليل التكاليف:

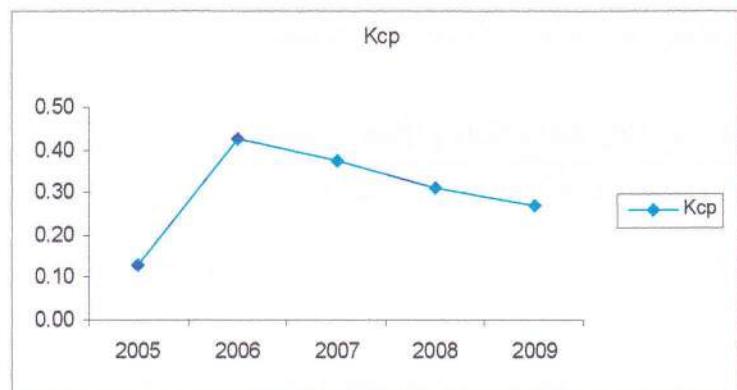
جدول رقم(3-29): نسب تكلفة رأس المال والرافعة المالية

البيان / السنة	2009	2008	2007	2006	2005
تكلفة الأموال الخاصة	0.27	0.31	0.38	0.43	0.13
تكلفة الديون	0.70	0.36	0.34	0.15	0.15
تكلفة رأس المال	0.19	0.20	0.20	0.30	0.09
الرافعة المالية	0.09	0.26	0.33	0.30	0.07

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من القوائم المالية للمؤسسات.

✓ بالنسبة لتكلفة الأموال الخاصة:

الشكل رقم(3-27): التمثيل البياني لتكلفة المال الخاصة.

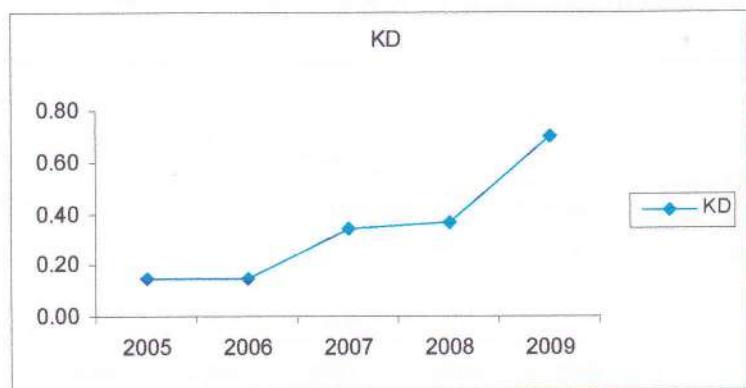


المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه

من خلال الشكل رقم(3-27) نلاحظ أن تكلفة الأموال الخاصة لقطاع البناء والأشغال العمومية كانت في متوسطها العام مرتفعة بنسبة تقدر بـ 30 % ، حيث شهدت أعلى قيمة لها سنة 2006 بـ 43 % وأدنى قيمة لها سنة 2005 بـ 13 % .

## ✓ تكلفة الديون:

الشكل رقم(3-28): التمثيل البياني لتكلفة الديون.

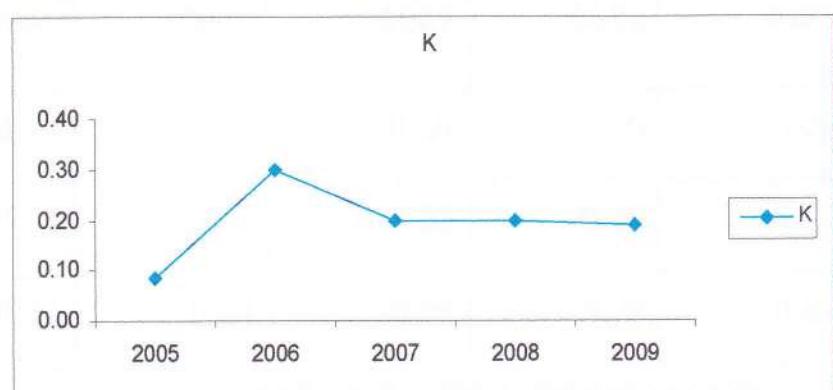


المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه.

من خلال الشكل أعلاه كان متوسط تكلفة الديون خلال فترة الدراسة 34% وهو معدل مرتفع يرجع حسب المعطيات التي أمامنا إلى نسبة تكلفة الديون لسنة 2009 التي سجلت أعلى معدل بـ 70% معدل مرتفع جداً يشير كثير التساؤلات، ولعل من بين الأسباب زيادة المصاريف المالية بفعل غلاء المواد التوليدية في هذا القطاع مما يحتم اللجوء للاستدانة، بالإضافة لمعدل التضخم .

## ✓ بالنسبة لتكلفة رأس المال لقطاع البناء والأشغال العمومية:

الشكل رقم(3-29): التمثيل البياني لتكلفة رأس المال لقطاع البناء والأشغال العمومية.

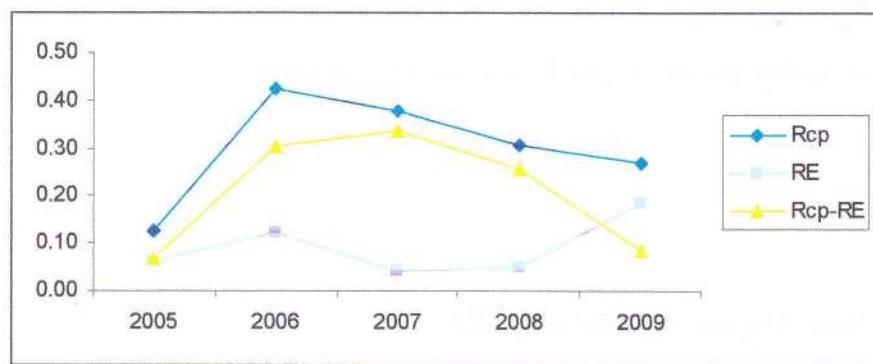


المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه.

بلغت تكلفة رأس المال في قطاع البناء والأشغال العمومية نسبة 19% حيث تعتبر نسبة مقبولة لحد ما مقارنة بارتفاع تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون، كما شهدت تكلفة رأس المال استقراراً لحد ما في السنوات الثلاث الأخيرة بمعدل في حدود 20%، وبلغت أدنى نسبة لها سنة 2005 بمعدل 9%.

✓ **الرافعة المالية:** وهو يفسر العلاقة بين المردودية الاقتصادية و المردودية المالية بحيث:

الشكل رقم (30-3): العلاقة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الجدول أعلاه.

من خلال الجدول رقم(29-3) كانت الرافعة المالية موجبة خلال فترة الدراسة. يعني كلما زادت قيمة الديون كلما زادت المردودية المالية، أي أن اللجوء إلى الاستدانة مرغوب فيه بسبب ارتفاع ربحية المؤسسة حيث بلغت أعلى معدل لها سنة 2006 بمعدل 31 % .

### الفرع الثالث: علاقة تكلفة رأس المال بمردودية الأموال الخاصة و بالمخاطر.

الجدول رقم(30-3): علاقة تكلفة رأس المال بالمخاطر

البيان/ السنة	2005	2006	2007	2008	2009
تكلفة رأس المال	0.09	0.30	0.20	0.20	0.19
المخاطر الإجمالية	0.50	0.40	0.22	0.17	0.34
المخاطر النظمية	0.82	0.73	-0.48	0.03	0.74

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من القوائم المالية للمؤسسات.

✓ بالنسبة لعلاقة تكلفة رأس المال بمرودية الأموال الخاصة:

التحليل الإحصائي الاستدلالي :

### 1. تقدير نموذج الدراسة:

من خلال مخرجات البرنامج وفق الملحق رقم 4 كان النموذج كما يلي:

$$Y = 0.619 X + 0.008$$

حيث:

$Y$  : K المتغير التابع يعبر عن تكلفة رأس المال؛

$X$  : Rcp المتغير المستقل مردودية الأموال الخاصة.

### 2. تقييم نموذج الدراسة:

- معامل الارتباط ( $R$ ) : يقدر بـ 0.939 ، دلالة على وجود علاقة قوية بين المتغيرين.
- معامل التحديد ( $R^2$ ) :  $R^2 = 0.841$  أي أن نسبة تفسير مردودية الأموال الخاصة لتكلفة رأس المال قوية جدا.
- المعنوية الكلية للنموذج:

الفرض: نضع  $H_0$  : الفرضية الصفرية، نموذج الانحدار غير معنوي.

$H_1$  : النموذج ذو معنوية إحصائية.

من خلال الجدول المولى:

جدول رقم(31-3): تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار:

قيمة الاحتمال Sig	قيمة فيشر المحسوبة F.cal	درجات الحرية df	مصدر التباين
0.018	22.211	1	الانحدار
		3	الخطأ
		4	المجموع

المصدر: إعداد الطالبة انتلاغاً من الملحق رقم 4.

يتضح من الجدول أن قيمة الاحتمال Sig تختلف عن الصفر، وأقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية بأن نموذج الانحدار غير معنوي.

■ المعنوية الجزئية للنموذج: باستعمال اختبار T ستيفونز:

الفرض: بالنسبة لـ ( $B_0$ ) المقدار الثابت :

$$H_0 : B_0 = 0$$

$$H_1 : B_0 \neq 0$$

بالنسبة لـ ( $B_1$ ) معامل الانحدار :

$$H_0 : B_1 = 0$$

$$H_1 : B_1 \neq 0$$

فتكون نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار:

جدول رقم: (32-3) نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار.

Sig	قيمة إحصائية الاختبار T	قيمة معاملات الانحدار	المعاملات
0.867	0.182	0.008	$B_0$
0.018	4.713	0.619	$B_1$

المصدر: من إعداد الطالبة انتلقاء من الملحق رقم 4.

بالنسبة لـ  $B_0$  نجد أن قيمة الاحتمال تساوي 0.867 أكبر من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نقبل فرضية العدم بأن المقدار الثابت في نموذج الانحدار غير معنوي.

أما بالنسبة لـ  $B_1$  نجد قيمة الاحتمال تساوي 0.018 ، أقل من مستوى المعنوية 5% وعليه نرفض فرضية العدم بأن معامل نموذج الانحدار غير معنوي، ونقبل الفرضية البديلة بأن النموذج ذو معنوية .

من خلال هذا التحليل نصل إلى أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة رأس المال ومردودية الأموال الخاصة. ومنه نؤكد الفرضية الثانية بأن هناك علاقة طردية قوية ودلالة إحصائية بين تكلفة رأس المال ومردودية الأموال الخاصة.

## ✓ بالنسبة لعلاقة تكلفة رأس المال بالمخاطر الإجمالية:

## 1. تقدير نموذج الدراسة:

من خلال مخرجات البرنامج وفق الملحق رقم 4 كان النموذج كمالي:

$$Y = -0.177 X + 0.252$$

حيث:

$Y$  :  $K$  المتغير التابع يعبر عن تكلفة رأس المال؛

$X$  :  $E$  المتغير المستقل يعبر عن المخاطر الإجمالية.

## 2. تقييم نموذج الدراسة:

- معامل الارتباط ( $R$ ) : يقدر بـ 0.314، مما يدل على وجود علاقة ارتباط ضعيفة بين المتغيرين.
- معامل التحديد ( $R^2$ ) :  $-0.202 = R^2$  أي أن نسبة تفسير المخاطر الإجمالية لتكلفة رأس المال ضعيفة جداً.

## ■ المعنوية الكلية للنموذج:

الفرض: نضع  $H_0$  : الفرضية الصفرية، نموذج الانحدار غير معنوي.

$H_1$  : النموذج ذو معنوية إحصائية.

من خلال الجدول المولى:

جدول رقم (33-3): تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار:

مصدر التباين	درجات الحرية df	قيمة فيشر المحسوبة F.cal	قيمة الاحتمال Sig
الانحدار	1	0.328	0.607
الخطأ	3		
المجموع	4		

المصدر: إعداد الطالبة انطلاقاً من الملحق رقم 4.

يتضح أن قيمة الاحتمال Sig تختلف عن الصفر، وأكبر من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية بأن نموذج الانحدار غير معنوي.

✓ المعنوية الجزئية للنموذج: باستعمال اختبار T ستيفون:

الفرض: بالنسبة لـ  $(B_0)$  المقدار الثابت :

$$H_0 : B_0 = 0$$

$$H_1 : B_0 \neq 0$$

بالنسبة لـ  $(B_1)$  معامل الانحدار :

$$H_0 : B_1 = 0$$

$$H_1 : B_1 \neq 0$$

فككون نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار:

جدول رقم (34-3): نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار.

Sig	قيمة إحصائية الاختبار T	قيمة معاملات الانحدار	المعاملات
0.100	2.349	0.252	$B_0$
0.607	-1.573	-0.177	$B_1$

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الملحق رقم 4.

بالنسبة لـ  $B_0$  نجد أن قيمة الاحتمال تساوي 0.100 أكبر من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نقبل فرضية عدم بأن المقدار الثابت غير معنوي.

أما بالنسبة لـ  $B_1$  نجد قيمة الاحتمال تساوي 0.173 أكبر من مستوى المعنوية 5% نقبل فرضية عدم بأن معامل الانحدار في نموذج الانحدار غير معنوي.

من خلال هذا التحليل نصل إلى أنه لا يوجد دلالة إحصائية بين المخاطر الإجمالية وتكلفة رأس المال أي أن المخاطر الإجمالية لا تفسر التكلفة. وعليه ننفي الفرضية الثالثة بأن هناك دلالة إحصائية بين تكلفة رأس المال والمخاطر الإجمالية.

**✓ العلاقة بين تكلفة رأس المال و المخاطر النظامية:****1. تقدير غوذج الدراسة:**

من خلال مخرجات البرنامج وفق الملحق رقم 4 كان النموذج كمالي:

$$Y = -0.015X + 0.200$$

حيث:

$Y$  : K المتغير التابع يعبر عن تكلفة رأس المال؛

$X$  : beta المتغير المستقل يعبر عن المخاطر النظامية.

**2. تقييم غوذج الدراسة:**

- معامل الارتباط ( $R$ ) : يقدر بـ 0.112، هذا يدل على وجود علاقة ضعيفة بين المتغيرين.
- معامل التحديد ( $R^2$ ) :  $0.316$  أي أن نسبة تفسير المخاطر النظامية لتكلفة رأس المال ضعيفة جداً.
- المعنوية الكلية للنموذج:

الفرض: نضع  $H_0$  : الفرضية الصفرية، نموذج الانحدار غير معنوي.

$H_1$  : النموذج ذو معنوية إحصائية.

من خلال الجدول المولى:

جدول رقم(3-35): تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار:

مصدر التباين	درجات الحرية df	قيمة فيشر المحسوبة F.cal	قيمة الاحتمال Sig
الانحدار	1	0.038	0.857
الخطأ	3		
المجموع	4		

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الملحق رقم 4.

يتصبح أن قيمة الاحتمال  $Sig$  تختلف عن الصفر، وأكبر من مستوى المعنوية 5 % وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية بأن نموذج الانحدار غير معنوي.

■ المعنوية الجزئية للنموذج: باستعمال اختبار  $T$  ستيفيدنت:

الفرض: بالنسبة لـ  $(B_0)$  المقدار الثابت:

$$H_0 : B_0 = 0$$

$$H_1 : B_0 \neq 0$$

بالتالي بالنسبة لـ  $(B_1)$  معامل الانحدار :

$$H_0 : B_1 = 0$$

$$H_1 : B_1 \neq 0$$

فتكون نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار:

جدول رقم: (36-3) نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار.

Sig	قيمة إحصائية الاختبار T	قيمة معاملات الانحدار	المعاملات
0.025	4.189	0.200	$B_0$
0.857	- 0.196	- 0.015	$B_1$

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من الملحق رقم 4

بالنسبة لـ  $B_0$  نجد أن قيمة الاحتمال تساوي 0.025 أقل من مستوى المعنوية 5 % وبالتالي نرفض فرضية العدم بأن المقدار الثابت في نموذج الانحدار غير معنوي.

أما بالنسبة لـ  $B_1$  نجد قيمة الاحتمال تساوي 0.857 أكبر من مستوى المعنوية 5 % وبالتالي نقبل فرضية العدم بأن معامل الانحدار في نموذج الانحدار غير معنوي.

من خلال هذا التحليل نصل إلى أنه لا يوجد دلالة إحصائية بين المخاطر النظامية وتكلفة رأس المال وبالتالي ننفي الفرضية الرابعة بأن هناك ارتباط بين معدل المردودية والمخاطر النظامية .

النهاية

هدفت الدراسة إلى الإحاطة بمفهوم تكلفة رأس المال كأحد المعايير الحامة في المفاضلة بين المشاريع الاقتصادية، وتقسيم الأداء والتحكم في التكاليف ومصادر التمويل بالمؤسسات، حيث بعد الإلام في الجانب النظري يختلف المفاهيم الخاصة بتكلفة رأس المال والأسس النظرية لقياسها.

ركزت الدراسة التطبيقية على تقدير معدل تكلفة رأس المال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، بدراسة لعينة مؤسسات قدر بـ 22 مؤسسة ناشطة في القطاعات التجارية، الخدمات، البناء والأشغال العمومية في الحدود المكانية بولاية ورقلة أما الحدود الرمنية حدثت بخمسة سنوات متتالية ما بين 2006/2005.

حيث يكشف تحليل النتائج السابقة إلى الوصول لإجابات عن التساؤلات المطروحة، أي تأكيد أو رفض الفرضيات التي تعتبر إجابة مؤقتة عن الإشكالية العامة.

أ. أهم النتائج واختبار الفرضيات: من خلال الدراسة التطبيقية وتحليل القوائم المالية للمؤسسات المدروسة، نستنتج أن قطاع التجارة والبناء والأشغال العمومية تميزوا بمردودية مستقرة على العموم ومنخفضة بالرغم من الزيادة المستمرة في رقم الأعمال، بسبب عدم التحكم في التكاليف سواء تكاليف الاستغلال، وزيادة المصارييف المالية وخاصة أن معظم المؤسسات تعتمد على الاعتمادات البنكية، مما قلل من المردودية الاقتصادية، أما بالنسبة لقطاع الخدمات تميز بتدبّب في رقم الأعمال مما إنعكس على المردودية فكانت جد ضعيفة مما يعني أن أداء هذا القطاع غير فعال خلال فترة الدراسة.

وقد كان معدل دوران الأصول في قطاع التجارة أعلى منه في قطاع الخدمات والبناء. ونستنتج أيضاً أن القطاعات الثلاثة تمثل في التمويل إلى الأموال الخاصة هذا يرجع كما أشرنا في الجانب النظري من ضمن خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذاتية في التسيير والتمويل وكذا لارتفاع مردوديته.

✓ تقدير تكلفة رأس المال:

- في قطاع التجارة قدرت تكلفة رأس المال بـ 29 % ، حيث بلغت تكلفة الأموال الخاصة 30 % أما تكلفة الديون قدرت بـ 14 % .
- في قطاع الخدمات قدر تكلفة رأس المال بـ 15 % ، حيث بلغت تكلفة الأموال الخاصة 16 % بينما تكلفة الديون بلغت 2 % وهي ضعيفة جداً مقارنة بتكلفة الموارد الخاصة.
- في قطاع البناء والأشغال العمومية تقدر تكلفة رأس المال بـ 19 %، وبلغت تكلفة الأموال الخاصة 30 %، بينما تكلفة الديون بلغت 34 %.

ومنه نكون قد اجبنا على الفرضية الأولى بتقدير معدل التكلفة للمصادر المتاحة ثم تكلفة رأس المال التي كانت في قطاع التجارة مرتفعة جداً.

- ✓ علاقة تكلفة رأس المال بمرودية الأموال الخاصة:
  - قطاع التجارة من خلال تحليل الانحدار توصلنا إلى وجود علاقة طردية قوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين .
  - قطاع الخدمات من تحليل النتائج يوجد علاقة طردية بين تكلفة رأس المال ومردودية الأموال الخاصة لكن ذات قدرة تفسيرية ضعيفة جداً، يعني لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة رأس المال ومردودية الأموال الخاصة.
  - قطاع البناء والأشغال العمومية يوجد علاقة طردية مقبولة بين المتغيرين في هذا القطاع، وقدرة تفسيرية عالية، وعليه يوجد دلالة إحصائية بين مردودية الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال. ومنه نكون قد أجبنا على الفرضية الثانية.

- ✓ علاقة تكلفة رأس المال بالمخاطر الإجمالية:
  - قطاع التجارة هناك علاقة ارتباط ضعيف بين المتغيرين بحيث المخاطر الإجمالية ليس لها قدرة تفسيرية لتكلفة رأس المال .
  - قطاع الخدمات من تحليل النتائج نجد عدم وجود دلالة إحصائية بين المتغيرين.
  - قطاع البناء والأشغال العمومية، المخاطر الإجمالية ذات قدرة تفسيرية ضعيفة لتكلفة رأس المال، يعني لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المخاطر الإجمالية وتكلفة رأس المال.تعتبر هذه النتائج كجواب على الفرضية الثالثة.

- ✓ علاقة تكلفة رأس المال بالمخاطر النظامية
  - قطاع التجارة من خلال التحليل نصل إلى أنه لا يوجد دلالة إحصائية بين تكلفة رأس المال والمخاطر النظامية وبالتالي ننفي الفرضية الرابعة.
  - قطاع الخدمات لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المخاطر النظامية وتكلفة رأس المال.
  - قطاع البناء والأشغال العمومية من خلال تحليل النتائج نستنتج عدم وجود علاقة دالة بين المخاطر النظامية وتكلفة رأس المال.ومنه نكون قد أجبنا على الفرضية الرابعة .

ب. التوصيات وآفاق البحث: بناء على النتائج المتوصل إليها من خلال دراستنا نوصي بما يلي:

- ✓ التنويع في مصادر التمويل بالنسبة للقطاعات الثلاثة المدروسة بين الديون والأموال الخاصة، خاصة أن تكلفة الديون بقطاع الخدمات منخفضة جداً، من أجل زيادة الربحية والتقليل من المخاطر؛
- ✓ على المؤسسات الأخذ بمعايير التكلفة للاختيار بين بدائل التمويل، حتى يتم اختيار المصدر الملائم بأقل تكلفة وأقل مخاطرة.
- ✓ إعادة إجراء دراسات أخرى في هذا المجال من أجل تثبيت النتائج؛
- ✓ إعادة إجراء هذه الدراسة على قطاعات أخرى في مناطق آخر من أجل تعميم الدراسة.
- ✓ يتضمن الإطار النظري نموذج متعدد العوامل لقياس تكلفة رأس المال، نسعى لتطبيقه في دراسات أخرى من أجل الوصول للدلائل تفسيرية أدق باعتبار أن معدل المردودية غير دال لمتغير واحد.

المرادج

## أولاً: المراجع العربية:

### أ. الكتب:

1. أحمد بوراس، تمويل المشات الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
2. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسبيير المالي، الإدارة المالية، دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، 2006.
3. جمال الدين مرسى، أحمد عبد الله اللحلح، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرار، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
4. حمزة الشيخني، إبراهيم الجزاوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء، عمان، الأردن، 1998.
5. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الميسرة للطباعة والنشر والتوزيع، 2007.
6. شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2009.
7. عاطف وليد أندوراس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
8. عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد العامري، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن.
9. عبد الغفار حنفي، أسسات التمويل والإدارة المالية ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
10. \_\_\_\_\_، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007.
11. عبد القادر محمد عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع مشروعات BOT، الدار الجامعية الإسكندرية، 2001/2000.
12. فرديك تشوي، كارول آن فروست و جاري ميلك، المحاسبة الدولية، ترجمة محمد عصام الدين زايد، الرياض، 2004.
13. مبارك لسلوس، التسبيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
14. محمد صالح الحناوي، نهال فريد ومصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرار، الدار الجامعية للنشر الإسكندرية، 2004.
15. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية المعاصرة، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث للنشر، الطبعة الخامسة 2003.
16. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، 2000.

ب. الرسائل الجامعية:

1. يوسف قريشي، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتورا غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.
2. الأغا محمد سالم، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، "دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين"، رسالة ماجستير، جامعة الإسلامية، غزة، أوت 2005.
3. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرداب ورقلة، 2009.
4. ليلى لولاشي، التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مساهمة القرض الشعبي الجزائري CPA - وكالة بسكرى - رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خضر بسكرى 2004/2005.

ت. المقالات:

1. إسماعيل بوخواه، عبد القادر عطوي،  التجربة الجزائرية التنموية في الجزائر وإستراتيجية تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الدورة التدريبية حول: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف، الجزائر 25-28 ماي 2003.
2. إسماعيل شعبان، ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطورها في العالم، الدورة التدريبية حول: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطورها دورها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف، الجزائر، 25-28 ماي 2003.
3. عبد الحفيظ محمد كريم، اختبار وتقسيم العلاقة بين تكلفة رأس المال والعوائد السوقية للأسهم، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي، خلال الفترة من 1994-2004، مجلة علوم إنسانية www.ulum.nl ، العدد 29: تموز (يوليو) 2006.
4. البنك المركزي المصري، المعهد المصرفي البنكي، مفاهيم مالية، العدد الثامن، ص: 1، الموقع: <http://www.ebi.gov.eg/downloads/SMEs%20Info%20Arabic.pdf> تاريخ التصفح: 2010/03/06 .
5. خون رابح، حساني رقة: آفاق تمويل وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطور دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 25-28 ماي 2003.
6. ماهر حسن المحروم، أيهاب مقابلة، المشروعات الصغيرة والمتوسطة أهميتها ومعوقاتها، مركز المنشآت الصغيرة والمتوسطة، الأردن، أيار 2006، الموقع: <http://www.alolabor.org/nArabLabor/images/stories/Tanmeya/dwrat/jordon16221206/smes.d.oc>

ث. الملتقيات:

1. إسماعيل شعاعي، ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في العالم، الدورة التدريبية حول: قوبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها دورها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف، الجزائر، 25-28 ماي 2003.
2. الزاهي اسيرو، أهمية وتطوير الصناعات الصغيرة والمتوسطة في دعم التنمية الاقتصادية، مداخلة في المؤتمر العربي الأول حول البحث العلمي ودوره في الصناعات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الجزائر جوان 2002.
3. رحيم حسين، دريس يحيى، أهمية إقامة نظام وطني للمعلومات الاقتصادية في دعم وتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة الجزائر، الملتقى الدولي متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسية بن بوزعلي بالشلف -الجزائر، يومي 17-18، أفريل 2006.
4. زغيب شهزاد، عيساوي، المؤسسات المتوسطة والصغيرة في الجزائر واقع وآفاق، الملتقى الوطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، الأغواط، 8-9 أفريل، 2002.
5. عبد الجيد قددي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمناخ الاستثماري، مجمع الأعمال، الملتقى الوطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، الأغواط، الجزائر، 8-9 أفريل 2002.
6. لوي محمد زكي رمضان، المنشآت الصغيرة والمتوسطة السعودية الواقع ومعوقات التطور، ندوة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الوطن العربي: الإشكاليات وآفات التنمية، ورشة عمل بعنوان (تقييم المشروعات الصغيرة والمتوسطة)، القاهرة يومي 18-22 يناير 2004.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

أ. الكتب:

1. Elie Cohen, gestion financière de l'entreprise et développement financier, édition UREF, Paris 1991.
2. Gilles Bressy, Christian Konkuyt, économie d'entreprise, 7<sup>e</sup> édition, campus Dalloz paris , 2004.
3. Gérard Charrreux, Finance d entreprise, 2<sup>e</sup> edition , France 2000.
4. Lawrence D. Gitman, Managerial Finance, 9<sup>th</sup> Edition, San Diego State University, 2000.
5. Pierre Ramage, Analyse et diagnostic financier, édition d'organisation, jouve Paris, November 2001- France.

6. . Pierre Vernimen ,Finance d'entreprise, 6<sup>e</sup> édition, 2005, Dalloz, Paris.
7. Richard Brealey et Stewart Mayers, Principe de gestion financière, 7<sup>e</sup> édition, France, 2003.
8. ST-PIERRE Josée, La gestion financière des PME Théories et pratiques, PUQ, Québec, 1999. On ligne:  
<http://books.google.com.sa/books?id=qJHUZK1-wxcC&pg=PA37&lpg=PA37&dq=71> ....

ت. الرسائل الجامعية:

1. Olivier MARROT, Les déterminants du coût du capital des petites capitalisations : application aux segments B et C de la Bourse de Paris, Thèse doctoaura, UNIVERSITE PARIS DAUPHINE, août 2006.

ب. مقالات أجنبية:

1. F.Bancel et T. Perrotin, Le cout du capital dans les payes emergents, 20/02/2010 <http://www.vernimmen.net/ftp/cmpcpaysemergents.pdf>
2. Tierry Vessereau, étude du modèle d'évaluation par arbitrage sur le marché des action suisses, Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations (CIRANO), Montréal, Octobre 2000.
3. Steve Ambler, le modèle d'évaluation par l'arbiage (MEA), Université du Québec à Montréal, Automne 2007 .

1. Damodaran A, Estimating equity risk premiums, Stern School of Business, Working paper, NY, 1998.
  2. F.Bancel et T. Perrotin, Le cout du capital dans les payes emergents, ANALYSE FINANCIERE, juin 1999, page 76 , on line : 20/02/2010 :  
<http://www.vernimmen.net/ftp/cmpcpaysemergents.pdf>
  3. http://www.vernimmen.net/ftp/cmpcpaysemergents.pdf
  4. Fama, and J.MacBeth, Risk, return and equilibrium : Empirical tests, Journal of Political Economy 81.
  5. Godfrey S. et Espinosa R., A practical approach to calculating the costs of equity for investments in emerging markets, Journal of Applied Corporate Finance, Fall, 1996.
  6. Harrington, T.C. (1987) New combinations in Ophiostoma of Ceratocystis species with Leptographium anamorphs. Mycotaxon 28.
  7. J. DAYAN et autres, Manuel de gestion, vol 2, ELLIPSES/AUE, Paris, 1999.
  8. LeCornu , M.R., R.G.P. McMahon et D.M. Forsaith , The small enterprise financial objective function : An exploratory study , Journal of small business management1996, vol. 34, n°3.
  9. MALECOT J.F, La Mesure empirique des Coûts de Faillite: une Note, in Finance . 1984, vol. n°2 .
  - 10.Modigliani et Miller, the Cost of Capital – Corporation Finance and The Theory of investment American Economie Review, n° 3 Juin 1958. traduction française in F. Girault et R. Zisswiller :Finances Moderne. Théorie et pratique. Edition Dunod, Tome II.
  - 11.Modigliani et Miller , Corparate income taxes and the cost of capital : a correction ,American Economic Review, vol 53 juin, 1963.

12. MYERS S.C, Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have, in Journal of Financial Economics ,1984, vol.
13. S. Ross, The arbitrage theory of capital asset pricing, Journal of Economic Theory 13.

ج. المواقع:

1. [www.pmeart.org.dz](http://www.pmeart.org.dz).
2. <http://www.vernimmen.net>.

الملحق



## الملحق رقم - 2 -

مخرجات برنامج SPSS الخاصة بقطاع التجارة

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	1.000 <sup>a</sup>	.999	.999	.00315	1.478

a. Predictors: (Constant), Kcp1

b. Dependent Variable: K1

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.033	1	.033	3.332E3	.000 <sup>a</sup>
	Residual	.000	3	.000		
	Total	.033	4			

a. Predictors: (Constant), Kcp1

b. Dependent Variable: K1

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.006-	.005	-1.114-	.346
	Kcp1	.999	.017	1.000	57.727

a. Dependent Variable: K1

اللاحق

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.033 <sup>a</sup>	.001	-.332-	.10482	2.206

a. Predictors: (Constant), E1

b. Dependent Variable: K1

ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression .000	1	.000	.003	.958 <sup>a</sup>
	Residual .033	3	.011		
	Total .033	4			

a. Predictors: (Constant), E1

b. Dependent Variable: K1

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients			Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant) .278	.220			1.263	.296
	E1 .121	2.105	.033			

a. Dependent Variable: K1

الملاحق

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.620 <sup>a</sup>	.385	.180	.08226	3.197

a. Predictors: (Constant), beta1

b. Dependent Variable: K1

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.013	1	.013	1.877	.264 <sup>a</sup>
	Residual	.020	3	.007		
	Total	.033	4			

a. Predictors: (Constant), beta1

b. Dependent Variable: K1

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
	B	Std. Error			
1	(Constant)	.328	.046	7.102	.006
	beta1	-.049-	.036	-.620-	.264

a. Dependent Variable: K1

### الملحق رقم - 3 -

مخرجات برنامج SPSS الخاصة بقطاع الخدمات:

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.468 <sup>a</sup>	.219	-.041-	.30083	1.770

a. Predictors: (Constant), Kcp2

b. Dependent Variable: K2

ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	.076	1	.076	.844	.426 <sup>a</sup>
	.271	3	.090		
	.348	4			

a. Predictors: (Constant), Kcp2

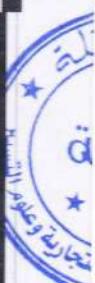
b. Dependent Variable: K2

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.105	.143	.735	.516
	Kcp2	.275	.299		

a. Dependent Variable: K2

الملحق



Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.716 <sup>a</sup>	.513	.351	.23757	1.639

a. Predictors: (Constant), E2

b. Dependent Variable: K2

ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.179	1	.179	3.163
	Residual	.169	3	.056	
	Total	.348	4		

a. Predictors: (Constant), E2

b. Dependent Variable: K2

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients			t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.333	.148	2.251	.110
	E2	-.607-	.341		

a. Dependent Variable: K2

الملخص

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.104 <sup>a</sup>	.011	-.319-	.33865	1.811

a. Predictors: (Constant), beta2

b. Dependent Variable: K2

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.004	1	.004	.033	.867 <sup>a</sup>
	Residual	.344	3	.115		
	Total	.348	4			

a. Predictors: (Constant), beta2

b. Dependent Variable: K2

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
	B	Std. Error			
1	(Constant)	.111	.263	.421	.702
	beta2	.021	.116	.182	.867

a. Dependent Variable: K2

## الملاحق رقم - 4

مخرجات برنامج SPSS الخاصة بقطاع البناء والأشغال العمومية:

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.939 <sup>a</sup>	.881	.841	.03006	2.789

a. Predictors: (Constant), Kcp3

b. Dependent Variable: K3

ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.020	1	.020	22.211
	Residual	.003	3	.001	
	Total	.023	4		

a. Predictors: (Constant), Kcp3

b. Dependent Variable: K3

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.008	.042	.182	.867
	Kcp3	.619	.131		

a. Dependent Variable: K3

الملحق

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.314 <sup>a</sup>	.099	-.202-	.08272	2.719

a. Predictors: (Constant), E3

b. Dependent Variable: K3

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression .002	1	.002	.328	.607 <sup>a</sup>
	Residual .021	3	.007		
	Total .023	4			

a. Predictors: (Constant), E3

b. Dependent Variable: K3

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant) .252	.107		2.349	.100
	E3 -.177-	.309	-.314-		

a. Dependent Variable: K3

الملاحق

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.112 <sup>a</sup>	.013	-.316-	.08658	2.602

a. Predictors: (Constant), beta3

b. Dependent Variable: K3

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.000	1	.000	.038	.857 <sup>a</sup>
	Residual	.022	3	.007		
	Total	.023	4			

a. Predictors: (Constant), beta3

b. Dependent Variable: K3

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
	B	Std. Error			
1	(Constant)	.200	.048	4.189	.025
	beta3	-.015-	.076	-.112-	.857

a. Dependent Variable: K3

الصفحة	العنوان
III	الإهداء.....
IV	الشكر.....
V	الملخص.....
VI	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول .....
VIII	قائمة الأشكال البيانية .....
IX	قائمة الملحق .....
أ -	المقدمة .....
	<b>الفصل الأول: تكلفة رأس المال والنظريات المفسرة للهيكل المالي.</b>
2	تمهيد:.....
3	المبحث الأول: مفهوم تكلفة رأس المال .....
3	✓ المطلب الأول: تعريف تكلفة رأس المال وأهم الفروض التي تبني عليها .....
6	✓ المطلب الثاني: أهمية تكلفة رأس المال وعلاقتها بالقرار التمويلي.....
7	✓ المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال.....
7	▪ الفرع الأول: العوامل العامة.....
8	▪ الفرع الثاني: العوامل الخاصة بكل عنصر .....
9	▪ الفرع الثالث: تأثر قرارات المؤسسة بشأن الهيكل المالي .....
9	✓ المطلب الرابع: التركيبة المستهدفة لرأس المال والعوامل المؤثرة فيه.....
11	المبحث الثاني: النظريات المفسرة لتكلفة رأس المال.....
11	✓ المطلب الأول: النظرية التقليدية.....
11	▪ الفرع الأول: النظرية الأولى(أثر الرافعة) .....
12	▪ الفرع الثاني: نظرية الربح الصافي .....
14	✓ المطلب الثاني: نموذج Modigliani et Miller .....
15	▪ الفرع الأول: في ظل غياب الضرائب .....
16	▪ الفرع الثاني: حالة وجود ضرائب .....
18	✓ المطلب الثالث: نظرية التوازن Trade-Off .....

18	.....	الفرع الأول: منظور تكلفة الإفلاس .....
20	.....	الفرع الثاني: منظور نظرية الوكالة .....
22	.....	خلاصة الفصل الأول.....
<b>الفصل الثاني: الأسس النظرية لتقدير تكلفة رأس المال</b>		
24	.....	تمهيد .....
25	.....	المبحث الأول: حساب تكلفة مصادر التمويل.....
25	.....	✓ المطلب الأول: تكلفة الديون.....
29	.....	✓ المطلب الثاني: تكلفة الأسهم المتداولة .....
30	.....	✓ المطلب الثالث: تكلفة الأموال الخاصة.....
31	.....	▪ الفرع الأول: تكلفة الأرباح المحتجزة .....
32	.....	▪ الفرع الثاني: تكلفة الأسهم العادلة .....
37	.....	✓ المطلب الرابع: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.....
42	.....	المبحث الثاني: تقدير تكلفة رأس المال .....
42	.....	✓ المطلب الأول: الحالات الخاصة لتكلفة رأس المال.....
44	.....	✓ المطلب الثاني: تقدير نموذج المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.....
44	.....	▪ الفرع: الأول: الفرضيات النظرية المكيفة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
45	.....	▪ الفرع الثاني: نماذج CAPM وعوامل الخطر المشتركة .....
48	.....	✓ المطلب الثالث: تقديم نموذج متعدد العوامل .....
51	.....	خلاصة الفصل الثاني.....
<b>الفصل الثالث: تقدير تكلفة رأس المال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة</b>		
53	.....	تمهيد .....
54	.....	المبحث الأول: السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
54	.....	✓ المطلب الأول: مفاهيم عامة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
54	.....	▪ الفرع الأول: أهم التعريفات الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
57	.....	▪ الفرع الثاني: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
59	.....	✓ المطلب الثاني: السلوك المالي والقرارات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
59	.....	▪ الفرع الأول: الأهداف والسلوكيات المالية.....
61	.....	▪ الفرع الثاني: القرار المالي.....
62	.....	✓ المطلب الثالث: الصعوبات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .....

المبحث الثاني: منهج الدراسة و أهم المؤشرات ..... 63	.....
✓ المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة ..... 63	.....
✓ المطلب الثاني: حدود الدراسة ..... 65	.....
✓ المطلب الثالث: مؤشرات الدراسة وأساليب التحليل الإحصائي ..... 66	.....
المبحث الثالث: تحليل النتائج ..... 68	.....
✓ المطلب الأول: قطاع التجارة ..... 68	.....
■ الفرع الأول: التحليل العام للقطاع ..... 68	.....
■ الفرع الثاني: تحليل التكاليف ..... 73	.....
■ الفرع الثاني: علاقة تكلفة رأس المال بمرودية الأموال الخاصة و بالمخاطر ..... 76	.....
✓ المطلب الثاني: قطاع الخدمات ..... 83	.....
■ الفرع الأول: التحليل العام للقطاع ..... 83	.....
■ الفرع الثاني: تحليل التكاليف ..... 87	.....
■ الفرع الثاني: علاقة تكلفة رأس المال بمرودية الأموال الخاصة و بالمخاطر ..... 90	.....
✓ المطلب الثالث: قطاع البناء والأشغال العمومية ..... 97	.....
■ الفرع الأول: التحليل العام للقطاع ..... 97	.....
■ الفرع الثاني: تحليل التكاليف ..... 101	.....
■ الفرع الثاني: علاقة تكلفة رأس المال بمرودية الأموال الخاصة و بالمخاطر ..... 103	.....
خلاصة الفصل الثالث ..... 110	.....
الخاتمة ..... 112	.....
المراجع ..... 116	.....
الملاحق ..... 123	.....
الفهرس ..... 127	.....