

المتاجرة بالملكية تحت تأثير تحليل ربحية المؤسسة ونشاطها الاستغلالي

- دراسة حالة شركة "NCA-ROUIBA" -

د. محمد خميسي بن رجم

جامعة محمد الشريف مساعدي، سوق أهراس - الجزائر
benredjem_mk@yahoo.fr

أ. ايمان عتارسية

جامعة محمد الشريف مساعدي، سوق أهراس - الجزائر
mouna.eco.inf@gmail.com

trading on equity under the impact of the profitability of the company and its exploitative analysis - Study "NCA-ROUIBA" -

Mr. Atarsia Imane

University of Mohamed Cherif Messaadia- Souk
Ahras; Algeria

Dr. Ben Redjem Mohamed Khmessi

University of Mohamed Cherif Messaadia- Souk
Ahras; Algeria

Received: 2016

Accepted: 2016

Published: 2016

ملخص:

تسعى المؤسسة الاقتصادية لتعظيم ربحيتها من خلال استغلال أفضلية استعمال المصادر التمويلية وذلك في حدود الخطر المقبول والعائد المطلوب وبأقل تكلفة ممكنة، وحسب نظريات الهيكل المالي فإن التوجه نحو قرار الاستدانة أو ما يعرف بالمتاجرة بالملكية قد يحقق ذلك كونه يمتاز بخاصية الوفر الضريبي من جهة والتكلفة المنخفضة من جهة أخرى. إلا أن هاتين الخاصيتين قد لا تتناسب وقدرة المؤسسة الانتاجية والمالية، فقد تعجز المؤسسة عن توليد الأرباح اللازمة لتغطية تكاليف الاستدانة حتى وان كانت هذه الأخيرة منخفضة.

وتوصلت الدراسة أن المتاجرة بالملكية له تأثير ايجابي على ربحية المؤسسة عن طريق رفع عائد السهم، إلا أن المبالغة في الاقتراض يؤدي إلى عدم القدرة على سداد خدمة الدين مما قد يجر لحالة الإفلاس، وأن هذا الاسلوب التمويلي يتحدد وفقا لعدد من المتغيرات منها حجم المؤسسة، مدى استقرار نشاطها، تحكمها في المصاريف عامة والثابتة خاصة، كفاءة أصولها فضلا عن امكانية وفائها بالتزاماتها في المواعيد المحددة.

الكلمات المفتاحية: الربحية، المتاجرة بالملكية، المتغيرات التشغيلية، الخطر التشغيلي، الخطر المالي، الرفع التشغيلي،

الرفع المالي.

Abstract :

Economic organization to maximize the profitability sought by exploiting preferential use of funding sources within the limits of acceptable risk is required and the lowest possible cost and revenue, and according to the theories of financial structure, the trend towards a decision to borrow or what is known as trading property may realize that being an advantage feature tax savings on the one hand and cost low on the other. But these two properties may not match the productivity and the ability of the financial institution, the institution is unable to generate the necessary leverage to cover the costs of the profits even if the latter is low.

The study concluded that the trading of ownership has a positive effect on the profitability of the enterprise by raising earnings per share, but the over-borrowing leads to an inability to pay its debt service, which has been the case of bankruptcy, and that this style Lease is determined according to the number of variables including the size of the enterprise, the extent of the stability of its activity, is governed in general expenses and fixed particular, the efficiency of its assets as well as the possibility of fulfilling its

obligations in a timely manner.

Key words: *profitability, trading on equity, operational variables, operational risk, financial risk, operational leverage, financial leverage.*

مقدمة:

يعتبر هدف تعظيم الربح من الأهداف الاستراتيجية للمؤسسات الاقتصادية وقد ساد هذا الاعتقاد طويلا واعتبر الهدف المحوري للإدارة المالية ولجملة قراراتها المتعلقة بالاستثمار والتمويل، وينشأ هذا الهدف من كون الربح يمثل التبرير الاقتصادي لاستمرارية المؤسسة في الحياة الاقتصادية بالإضافة إلى كونه مصدر مهم من مصادر التمويل الداخلي أو الذاتي، إلا أنه يمكن تحويل هذا الهدف من صيغة مجردة كمقدار يظهر في حسابات المؤسسة وتحويله إلى هدف تعظيم ربحية الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد وهذا حسب الاتجاه العلمي الحديث لكتاب الإدارة المالية، فلو اتجهت الإدارة المالية نحو تعظيم الربح فهذا يلزمها إعادة استثمار الأرباح كلما تحققت وبشكل مستمر وعدم القيام بأي توزيعات نقدية على المستثمرين، مما يؤدي إلى إتجاه نزولي لأسعار أسهم المؤسسة في السوق.

وقد تناولت العديد من الدراسات هذا الاتجاه من خلال مدى تأثير قيمة المؤسسة بقراراتها التمويلية، ويعد الرائد في هذه الدراسات ما تناوله كل من مودكلياني وميلر والتي تعد أساس الدراسات اللاحقة، وحسب النظريات المدعمة لفكرة الارتباط بين هذين المتغيرين توصلت إلى تحفيز المؤسسات الاقتصادية على التوجه أكثر للتمويل بالاستدانة أو ما يطلق عليه بالتجارة بالملكية، مبررين ذلك بما يمتاز به من اقتصاد ضريبي وتكلفة منخفضة، ومن جهة أخرى نجد أن الاستدانة تحمل المؤسسة تكاليف ملزمة الدفع مما قد يضر باستقرارها المالي، ومن هنا يجرنا الحديث إلى امكانيات المؤسسة التشغيلية القادرة على خلق العوائد اللازمة لتغطية هذه التكاليف خاصة وأن الاستدانة أكثر المصادر التمويلية اقبالا من طرف المؤسسات الجزائرية وتم أخذ شركة روية كمثال على ذلك. ومن هنا يطرح التساؤل التالي:

- ما مدى علاقة القدرة الانتاجية للمؤسسة بقرار المتاجرة بالملكية وأثر ذلك على الربحية؟

وللإجابة على هذا التساؤل نستعين بالأسئلة الفرعية التالية:

- ✓ ما المقصود بربحية المؤسسة الاقتصادية؟
- ✓ ما علاقة المتاجرة بالملكية بربحية المؤسسة؟
- ✓ كيف يؤثر نشاط المؤسسة على قرار المتاجرة بالملكية؟
- ✓ ما هي انعكاسات الاستدانة على ربحية المؤسسة؟

فرضيات الدراسة:

- ✓ العائد المتولد عن دورة الاستغلال يحدد درجة الاستدانة المعتمدة في التمويل؛
- ✓ التمويل بالاستدانة يرفع من ربحية الملاك كلما كانت تكلفة الاستدانة أقل.

أهمية الدراسة:

إن عمل المؤسسة في ظل محيط تؤثر وتتأثر به يفرض عليها ضرورة استغلال كل الفرص المتاحة، فالمصادر التمويلية المقترضة قد تخلق لدى المؤسسة أو تمنحها ميزة تمكنها من تعظيم ربحيتها قدر المستطاع، وهذا في ظل تكلفة تمويل أقل مما يمكن وفي حدود نسبة خطر مقبولة، ما يحتم على المؤسسة ضرورة العمل على تكييف نشاطها الاستغلالي بما يمكنها من الاستفادة من التمويل بهذه المصادر. إضافة الى أن هذه الدراسة يمكن أن توفر قاعدة معلومات لمتخذي القرارات المالية مما يمكنهم من معرفة نقاط القوة والضعف في الأداء المالي للمؤسسة .

أهداف الدراسة:

من خلال هذه الدراسة سيتم تسليط الضوء على مدى مساهمة قرار التوجه للاستدانة في الرفع من الربحية كونها موضوع يرتبط بنمو المؤسسة وبقائها وتعظيم ثروة الملاك مما يساهم في تطور الأداء المالي ويرتقي بها، ومن ثمة الوقوف على العوامل التي تتحكم في هذا القرار وذلك من خلال التركيز على الجانب المتعلق بالمصدر التمويلي بحد ذاته، إضافة إلى الجانب المتعلق بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة وهو ما أشرنا اليه بالمحددات التشغيلية، وهذا لمحاولة معرفة كيف يكون التفاعل بين الجانبين التمويلي والإنتاجي.

منهجية الدراسة:

بغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع اتبعنا المنهج الوصفي الذي يمكن من وصف الجوانب النظرية للموضوع، والتحليلي لتحليل أثر الاستدانة على ربحية المؤسسة وعلاقة نشاطها الاستغلالي بقرار الاستدانة. بالإضافة إلى دراسة حالة على مستوى شركة رويبة.

هيكل الدراسة:

من أجل الإجابة عن تساؤلاتنا السابقة سنعالج موضوعنا ضمن المحاور التالية:

أولا: تحليل ربحية المؤسسة الاقتصادية؛

ثانيا: مفاهيم أولية حول قرار المناجزة بالملكية؛

ثالثا: علاقة المناجزة بالملكية بالنشاط التشغيلي.

أولاً: تحليل ربحية المؤسسة الاقتصادية

الربحية هي الهدف الأساسي لبقاء المؤسسة واستمرارها وغاية يتطلع اليها المستثمرين والملاك ويتحقق هذا الهدف من خلال قراري التمويل والاستثمار، فقرار التمويل هو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة لتمويل الاستثمار في أصولها، بشكل يمكن من الحصول على أكبر عائد ممكن، كما تعني الربحية قياس مقدرة المؤسسة الكسبية ومدى كفاية العمليات التي قامت بها خلال فترة زمنية معينة، وتلقى اهتمام متزايد من قبل المالكين والمستثمرين الجدد لأنها تعتبر ضمن أولويات أي نشاط استثماري اقتصادي، كما أنها تعكس العمليات والقرارات المرتبطة بالنشاط التشغيلي والإداري والاستثماري، ويمكن دراسة الربحية من خلال نقطتين هما¹: دراسة ربحية المبيعات ودراسة ربحية الأموال المستثمرة.

1. دراسة ربحية المبيعات (القوة الإيرادية):

وتهدف دراسة ربحية المبيعات إلى معرفة مقدرة المؤسسة على توليد الأرباح من خلال المبيعات ويتم تحديدها من خلال النسب التالية²:

1.1. نسبة ربحية المبيعات: تظهر هذه النسبة مقدرة الدينار الواحد من المبيعات على خلق الأرباح وتحسب بالعلاقة:
صافي الأرباح / المبيعات

2.1. حافة مجمل الربح: تظهر هذه النسبة مقدرة الدينار الواحد من المبيعات على خلق الأرباح قبل الضرائب، وتعتبر هذه النسبة أكثر دلالة وأفضل لتقييم الأداء لأنها تعبر عن نتيجة النشاط الاستغلالي الأساسي في المؤسسة. وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية: مجمل الربح / المبيعات

2. دراسة ربحية الأموال المستثمرة: وتتم دراسة هذا الجانب من خلال المعدلات التالية:

1.2. معدل العائد على حقوق الملكية Retun on Equity

يقيس هذا المؤشر كفاءة الإدارة في استغلال أموال الملاك وقدرة هذه الأموال على توليد الأرباح، فهو يعبر عن ربحية الدينار الواحد المستثمر من قبل الملاك، حيث كلما زادت قيمة هذا المعدل كلما عبرت عن كفاءة المؤسسة في استغلال أموال الملاك.

معدل العائد على حق الملكية = صافي الربح / مجموع حقوق الملكية

وتعتبر المتغيرات التي تشكل هذا العائد لها أهمية تحليلية لمتخذي القرارات وللمستثمرين، وفيما يلي عرض لهذه المتغيرات عن طريق ادخال مجموع الأصول وصافي المبيعات على العلاقة السابقة:

$$\text{معدل العائد على حق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح} \times \text{المبيعات}}{\text{الأصول}} \times \frac{\text{المبيعات}}{\text{الأصول}} \times \frac{\text{الأصول}}{\text{حقوق الملكية}}$$

فالجزء الأول (صافي الربح/المبيعات) يعبر عن مستوى ربحية المبيعات ممثلة بنسبة الهامش وهذا الجزء يتولد من العمليات التشغيلية فقط ويعكس قدرة الادارة المالية في الضغط على التكاليف، أما الجزء الثاني من المعادلة (المبيعات / الأصول) فهو يمثل دوران الأصول ويشير لإنتاجية الدينار الواحد من الأصول في خلق المبيعات، في حين يعبر الجزء الاخير (الأصول/حقوق الملكية) على حجم الرفع المالي في المؤسسة الذي يحدد مدى اعتماد المؤسسة على الاستدانة، حيث يطلق على هذه العملية مفهوم المناجزة بالملكية أو الرافعة المالية، والتي تمثل الاستعانة بأموال الغير لمساعدة رؤوس أموال الملاك في تمويل الاحتياجات المالية اللازمة لتسيير انشطته الاقتصادية المختلفة³. تهدف المؤسسة لتعظيم عوائد ملاكها وكأي هدف آخر يتطلب وضع استراتيجية، وكجزء من تلك الاستراتيجية فان المؤسسة تحتاج إلى تخطيط مصادر الاموال واستخدامها لتنفيذ هذا الهدف⁴. ويقصد بذلك أن تقوم الادارة المالية بتقييم البدائل المالية المتاحة سواء كانت في مجال الاستثمار قصير الأجل أم طويل الأجل وبذلك فإن الادارة المالية سوف تعتمد منهج وتحليل فرضية بدائل التمويل⁵.

2.2. معدل العائد على الاستثمار: Return on Investment

تحدد ربحية المؤسسة من خلال تحليل معدل العائد على الاستثمار أو معدل المردودية الاقتصادية لأنه يعبر عن طاقة وحجم المؤسسة من خلال حجم أصولها وقدرتها على خلق الأرباح، ويعكس مستوى معدل العائد على الاستثمار ربحية الدينار الواحد من الأموال المستثمرة مهما كان مصدرها حيث تقيس مدى مساهمة هذه الاموال في تكوين نتيجة النشاط الاستغلالي للمؤسسة⁶ وتكون صيغة حسابه كالتالي:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{الأصول الاقتصادية}} \times \frac{\text{المبيعات}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$$

ومنه نجد أن: المردودية الاقتصادية = معدل هامش النتيجة × معدل دوران الأصول
حيث: الأصول الاقتصادية = الاحتياج في راس المال العامل + الأصول الثابتة

إن الارتفاع في نسبة الهامش دليل على تحسن ربحية الدينار الواحد من المبيعات ومبرر لتأكيد قوة المؤسسة في قراراتها الانتاجية والتسويقية، وتستطيع الادارة المالية أن تسعى إلى تحسين هامش الربح من خلال الرقابة على مجموعة المصارف التي تدخل في حسابه⁷.

يمثل معدل دوران الاصول Assets Turnover الفعالية الانتاجية للمؤسسة ويكشف عن كم من رقم اعمال ينتج عن كل دينار واحد مستثمر على المبيعات وبالتالي فهو يعكس فعالية السياسة التجارية⁸، فبقدر ما يكون هذا المعدل أكبر بقدر ما دل على كفاءة المؤسسة في استعمال أصولها. حيث كلما زادت عدد مرات الدوران كلما زادت إنتاجية الدينار الواحد المستثمر في الأصول الثابتة أو المتداولة، ولكن انخفاض معدل الدوران يعني اما ضعفا في استغلال الأصول في خلق المبيعات، أو يشير إلى حالة من حالات التضخم في الاستثمار في الأصول الثابتة أو المتداولة بأكثر من الحاجة المقررة لها اقتصاديا ويستلزم ذلك تحليلا خاص بمكونات كل منهما.

تتوقف ربحية المؤسسة بدرجة كبيرة على المخاطر التشغيلية او ما يعرف بمخاطر الاعمال التي قد تتعرض لها وتكون هذه المخاطرة نتيجة لطبيعة العمليات التي تقوم بها، وتتمثل المخاطرة في درجة التقلب والتذبذب في عائد العمليات التشغيلية وتتحدد بناء على العوامل التالية⁹:

❖ تغير الطلب على منتجات المؤسسة: فكلما زاد معدل تغير الطلب على منتجات المؤسسة من فترة لأخرى كلما أدى ذلك إلى ارتفاع مستوى هذه المخاطر.

❖ تغير في أسعار المنتجات: إن المنتجات التي تباع في الأسواق الأكثر تقلبا تؤدي إلى تعرض المؤسسات المنتجة لها إلى مستويات مرتفعة من المخاطر التشغيلية. ويرجع هذا التقلب إلى حدة المنافسة أو التدخل الحكومي بهدف التحكم في الأسعار.

❖ تقلب تكلفة المدخلات: إن المؤسسة التي تواجه درجة عالية من عدم التأكد حول أسعار منتجاتها تواجه مستوى مرتفع من هذه المخاطر عكس المؤسسات التي تتعامل مع أسواق مدخلات أكثر استقرارا. حيث تنخفض اسعار الخامات نتيجة زيادة المعروض منها، ويرتفع سعرها في الحالة العكسية.

❖ دورة حياة المنتجات: إن سرعة تقادم منتجات المؤسسة كالتى تختص في صناعة الأدوية والأجهزة الالكترونية تكون عرضة أكثر لهذه المخاطر.

❖ نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية: عند زيادة نسبة التكاليف الثابتة فإنه يترتب على التغير في المبيعات تغير أكبر في صافي ربح العمليات مما يعني زيادة حجم مخاطر الأعمال وهو ما يطلق عليه بالرفع التشغيلي.

❖ التعرض للمخاطر الدولية: فالمؤسسات التي تصدر منتجاتها للخارج قد تتعرض إلى هذه المخاطر عند فقدان الدول المستوردة لمنتجاتها الاستقرار السياسي والاقتصادي.

إن تقدير ربحية المؤسسة ومستوى الربح الذي يمكن تحقيقه عند أدنى نقطة من دورة النشاط التجاري يسمح لها بتقدير درجة الدين التي يمكن تحملها، لأن كلما عرفت المؤسسة درجة تقلب في الأرباح أو مخاطرة أعمال فهذا يزيد مع احتمال التعثر المالي، ومن المتوقع أن يرتبط عكسيا مع الرفع المالي¹⁰. من جهة أخرى ومن

خلال معدلات قياس ربحية المؤسسة اتضح أن الرفع المالي أو التوجه للاستدانة أو ما يعرف بالمناجرة بالملكية يساهم في تحقيق نتائج أفضل وهو ما يجرنا للتعرف أكثر على هذا المصدر التمويلي للوقوف على تداعياته المحتملة الايجابية والسلبية.

ثانيا: مفاهيم أولية حول قرار المناجرة بالملكية

1. مفهوم المناجرة بالملكية (Trading on the equity)

يعني هذا المصطلح قيام المؤسسة باستخدام أموال الغير وذلك بطرح السندات والاقتراض من المصارف والمؤسسات المالية، وتعرف بهذا المصطلح لأنه بسبب وجود المالكين رغب الدائنين في اقراض المؤسسة فأموال الملكية تعد عنصر أمان للدائنين. قد ينظر إلى الدين كوسيلة للتمويل عندما تكون الموارد غير كافية بما في ذلك التمويل الذاتي، ويمكن أن تطلب الديون من قبل المؤسسة لأسباب أخرى كقدرتها على توفير مزايا ضريبية ورفع قيمة المؤسسة¹¹. وهناك أنواع متعددة من مصادر التمويل المقترض ويمكن التمييز بينها كما يلي:

❖ القروض طويلة الأجل: هي التي تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين ويمتد تاريخ استحقاقها إلى فترة طويلة قد تصل إلى ثلاثين عاما، وقد يتفق فيها المقرض مع المقترض على مواعيد تسديد القروض سواء على دفعات متساوية أو في نهاية مدة القرض أو على دفعات غير متساوية وهذا حسب النقد الكافي للتسديد من وجهة نظر المقرض¹².

❖ القروض قصيرة الأجل: يقصد بها القروض التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك لتمويل أصولها المتداولة تلتزم بإرجاعها في فترة لا تزيد عن سنة واحدة، واحتياج المؤسسة من التمويل قصير الاجل يعتمد على نسبة نمو المبيعات ودرجة كفاءة وفعالية ادارة راس المال العامل¹³.

❖ السندات: هو ورقة مالية (مستند مديونية) توفر للمؤسسة المصدرة لها تمويل طويل الأجل، ويعطي لحاملها الحق في الحصول على نسبة مئوية من القيمة الاسمية parvalue كما له الحق في استرجاع هذه القيمة بتاريخ الاستحقاق إلا أنه لا يتمتع بحق التصويت أو المساهمة في ادارة الشركة، قد يكون هذا السند إما لحامله bearer bond فيعطي له الحق في تداولها بالبيع أو الشراء أو التنازل، أو قد يكون السند مسجل باسم المستثمر registered bond لحماية حقه من السرقة أو التلف إلا أنه غير قابل للتداول.

❖ الاعتماد التجاري bail-leasing: هو عملية تجارية ومالية يتم تحقيقها من قبل البنوك و المؤسسات المالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونيا ومعتمدة، مع المتعاملين الاقتصاديين أشخاصا طبيعيين كانوا أم معنويين، قائمة على عقد إيجار يمكن أن يتضمن حق الخيار بالشراء لصالح المستأجر، وتتعلق فقط بأصول منقولة أو غير منقولة. ويكون في شكل قرضا إيجاريا ماليا إذا تم تحويل كل الحقوق، الالتزامات، المنافع، المساوي والمخاطر المرتبطة بالأصل

المعني إلى المستأجر، أو في شكل قرضا إجباريا عمليا إذا لم يتم تحويل كل الحقوق، الالتزامات، المنافع، المساوي و المخاطر المترتبة عن ملكية الأصل إلى المستأجر، وبالتالي جزء من كل هذا يبقى على عاتق المؤجر. وتعرف المتاجرة بالملكية بأنها الرفع المالي Financial Leverage لأن استخدام الدين في مؤسسة معينة يعمل كأنه رافعة بحيث من الممكن أن يؤدي إلى تعظيم أرباح أو خسائر الملاك. كما يعرف الرفع المالي على أنه الاستخدام المحتمل للكلف المالية الثابتة من أجل تعظيم تأثير التغييرات التي تحصل في الأرباح التشغيلية قبل الفوائد والضرائب، وتتكون الكلف الثابتة المالية من الفوائد المدفوعة على المديونية ويتوجب على المؤسسة دفعها بصرف النظر عن الأرباح المحققة حتى وإن كانت منخفضة¹⁴. ويظهر أثر الرفع المالي على عائد الملاك من خلال العلاقة التالية¹⁵:

عائد المساهمين = [(معدل المردودية الاقتصادية - معدل الفائدة على القروض) معامل المديونية + معدل المردودية الاقتصادية] (1 - معدل الضريبة على الأرباح)

$$RF = [(Re-i) \times (D/CP) + Re] \times (1-t)$$

من المعادلة السابقة نجد أثر الاستدانة أو أثر الرفع المالي =

$$[(\text{معدل المردودية الاقتصادية} - \text{تكلفة الاستدانة}) \times (\text{الاستدانة الصافية})] \div (1 - \text{معدل الضريبة})$$

الأموال الخاصة

تمثل نسبة الدين إلى حصص المساهمين ما يعرف بالفعالية المالية ويتضمن المستوى المرتفع لهذه النسبة زيادة احتمال المخاطرة المالية financial risk للمقرض والمساهم، فبالنسبة للمقرض قد لا تتمكن المؤسسة من الوفاء بالتزاماتها تجاهه إما بالسداد الكامل أو بجدولة ديونه، أما بالنسبة للمساهم فيتحمل مخاطرة تقلب أرباحه¹⁶، لذلك تحاول السياسة المالية الموازنة بين أثر الاقتراض والعائد على أموال الملكية وكذلك درجة المخاطرة التي يتعرض لها المساهمون¹⁷.

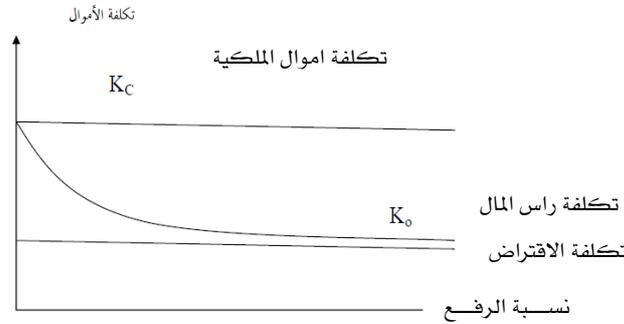
2. المحددات المالية لقرار الاستدانة

أغلب النظريات التي اهتمت ببناء الهيكل المالي توجهت لفكرة الاعتماد بدرجة أكبر على الديون في التمويل لما تحققه من اقتصاد في الضريبة، ولكن منها ما اقتصر تبريره على اختيار الحجم الذي يناسب أقل تكلفة رأس مال (نظرية صايف الربح، المدخل التقليدي، نظرية مودكلياني وميلر)، وهذا لأن متوسط تكلفة رأس المال تتخفف كلما زاد استخدام القروض. ومنها ما أضاف إلى تحليله الحد الأقصى للاعتماد على الاستدانة من خلال تجنب تكلفة الافلاس (نظرية التوازن).

1.2. النظريات التقليدية:

فحسب نظرية صايفي الربح يفترض التابعون لها ثبات كل من تكلفة أموال الملكية وتكلفة الاقتراض مع افتراض أن هذه الأخيرة أقل من التكلفة الأولى ويرجعون ذلك إلى المخاطر التي يتعرض لها الملاك أكثر من المقرضين فهم يجمعون فائض النشاط (صايفي الربح بعد الفائدة) مما يدفعهم لطلب عائد أكبر، وأن أي زيادة في التوجه للاستدانة يعني انخفاض في تكلفة الأموال المستثمرة، وبالتالي وحسب هذه النظرية كلما زاد معدل الاستدانة انخفضت التكلفة الوسطية المرجحة إلى غاية أن تتساوى التكاليفتين تكلفة الاستدانة وتكلفة رأس المال ولن يتحقق ذلك إلا عندما تعتمد المؤسسة في تمويلها على الاقتراض فقط كما هو موضح في الشكل التالي¹⁸:

الشكل رقم 01: اثر الاستدانة على تكلفة رأس المال حسب منظور صايفي الربح

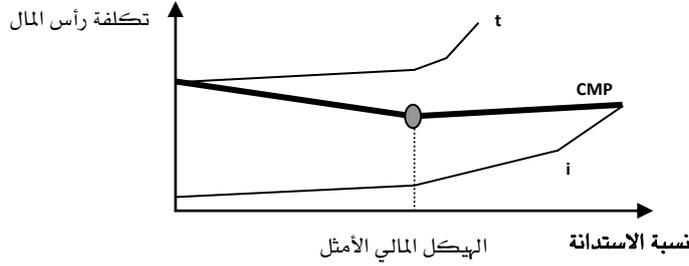


المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، 2009، ص 343.

لكن تعرضت هذه النظرية للكثير من الانتقادات لعدم واقعية الافتراضات كتجاهل تكاليف الإفلاس، وهذا ما ذهب اليه مؤيدو مدخل صايفي ربح العمليات الذين افترضوا أن رد فعل الملاك ومطالبتهم بعائد أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها سوف تلغي المزايا الناجمة عن الاستدانة¹⁹.

ولكن يرى أصحاب النظرية التقليدية وجود مستوى معين من الديون والتي تتحقق عند تشكيلة معينة من القروض والأموال الذاتية، هذه التشكيلة تجعل تكلفة رأس المال عند حدها الأدنى، وتعطي أكبر قيمة سوقية للمؤسسة²⁰. حيث تفرض هذه النظرية تناقص تكلفة رأس المال cmp تحت تأثير تزايد تكلفة الاستدانة t ، مفسرين ذلك بالوفرات الضريبية التي تحققها الاستدانة ثم تصل تكلفة رأس المال إلى حد معين تميل فيه إلى الثبات ثم تتزايد وذلك بعد إختفاء أثر الوفر الضريبي، حينها يطلب المساهم بعائد t على الأمر الذي يؤدي إلى تزايد تكلفة رأس المال (الشكل رقم 02).

الشكل رقم 02: أثر الاستدانة على تكلفة رأس المال حسب المنظور التقليدي



المصدر: حمزة محمود الزبيدي ، 2004 ، ص 783.

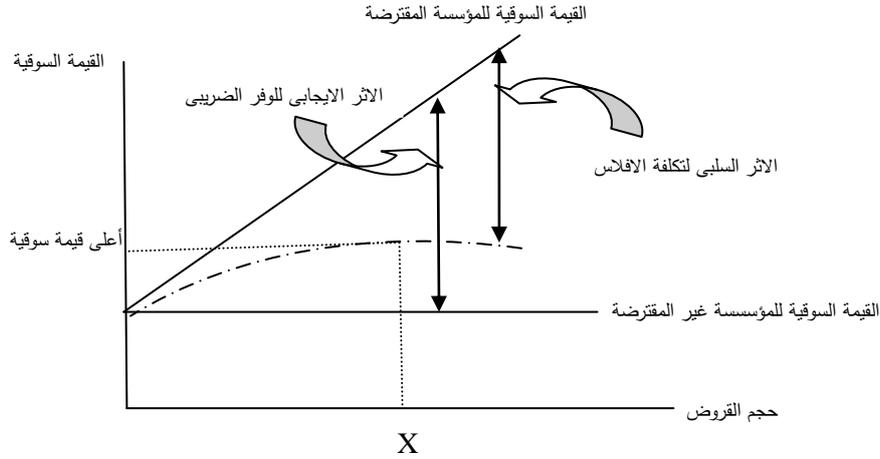
نجد أن تحليل التقليديون يقوم على افتراض أن المغالاة في الاعتماد على الاستدانة يؤدي إلى الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة بمقدار يفوق الوفورات المتأتية من زيادة الاعتماد على الاستدانة ذات التكلفة المنخفضة وهذا ما يجعل تكلفة رأس المال ترتفع²¹.

وفي سنة 1963 أكد مودكلياني وميلر بأن للديون أثرا إيجابيا مهما كانت نسبتها ومستواها في الهيكلة المالية للمؤسسة وقد مثلت هذه النظرية بدايات تكوين مفهوم الرفع المالي، وذلك بسبب ما تحققه الديون من اقتصاد ضريبي لاعتبار فائدة الديون كمصاريف تتحملها المؤسسة قبل أن تخضع للضريبة، حيث أن زيادة التمويل بالاقتراف يترتب عليه انخفاضا مستمرا في تكلفة رأس المال، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، وينشأ هذا التأثير نظرا يقتضي هذا الاقتراح أن القيمة السوقية للمؤسسة المستدنة في ظل وجود الضريبة تزيد عن القيمة السوقية لمؤسسة مموّلة بالكامل بمصدر تمويل ممتلك، بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاستدانة²².

2.2. النظريات الحديثة:

لقد ركز الباحثون على مميزات استعمال الاستدانة كمصدر للتمويل من خلال ما تتمتع به من وفورات ضريبية وتكلفة منخفضة إلا أن الاستدانة قد تسبب مشاكل في الوفاء بالديون وما ينجر عنه من عسر مالي ثم الإفلاس، ومن النظريات المعالجة لهذا الجانب نجد نظرية التوازن التي تعتمد على نظرية الدرع الضريبي (Tax shield) ونظرية تكاليف الإفلاس Bankruptcy Costs في تفسير الاختلاف في قرار تمويل أنشطة المؤسسة، وتهدف إلى الموازنة بين فوائد التمويل وتكاليفه عند استخدام أموال الاقتراض²³. حيث تتعادل القيمة السوقية لمنشأة تعتمد على القروض في تمويل أصولها مع القيمة السوقية لمنشأة مموّلة بالكامل عن طريق الأموال الخاصة مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية ومطروحا منها تكلفة الإفلاس كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم 03: نظرية التوازن والقيمة السوقية للمؤسسة



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، 2004، ص 817.

من الشكل السابق، يتبين أن زيادة نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية بعد حد معين تؤدي إلى ظهور تكلفة الإفلاس، والتي تؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال. فبعد أن تأخذ تكلفة الأموال في الانخفاض بسبب الوفورات الضريبية تستمر بعدها هذه التكلفة في الانخفاض ولكن بمعدل أقل، وعندما تصل نسبة الاقتراض إلى النقطة "x" تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع نظرا لزيادة تكلفة الإفلاس عن قيمة الوفورات الضريبية. وعليه يمكن القول بأن نسبة الاقتراض المثالية في ظل وجود تكلفة الإفلاس، تتحدد بالنقطة x التي عندها تكون تكلفة الأموال في حدها الأدنى وتبلغ عندها القيمة السوقية للمنشأة المقترضة أقصى حد ممكن لها. حيث تتعادل القيمة السوقية للمنشأة تعتمد على القروض في تمويل أصولها مع القيمة السوقية للمنشأة ممولة بالكامل عن طريق الأموال الخاصة مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية ومطروحا منها تكلفة الإفلاس التي تتمثل في²⁴:

❖ عدم القدرة على خدمة الدين: والتي تتمثل في عدم القدرة على سداد أقساط القروض والفوائد المستحقة في تاريخ استحقاقها مما يعرض الشركة إلى مخاطر إشهار الإفلاس من قبل المقرضين ففي حالة عجز المؤسسة عن سداد التزاماتها في تواريخ استحقاقها (الفوائد واصل القرض) يتخذ الدائنون اجراءات قانونية من شأنها أن تؤدي إلى اعلان افلاس المؤسسة. ويمكن التمييز بين نوعين من تكاليف الإفلاس، التكاليف المباشرة والمتمثلة في المصاريف الادارية والقانونية مثل مصاريف المصفين: المحامين، المحاسبين، الرسوم القضائية،... الخ والخسائر الناجمة عن بيع الاصول الاقتصادية بأقل من قيمتها. والتكاليف غير المباشرة والمتمثلة في تكلفة الفرصة الضائعة أو الأرباح المفقودة، ارتفاع تكاليف الحصول على ائتمان جديد نتيجة لارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضين، الفرص الاستثمارية المتاحة التي كان يمكن الارتباط بها وفقدان ثقة الدائنين والموردين.

❖ ارتفاع تكاليف الوكالة المتعلقة بالمقرضين: والمتمثلة في زيادة حدة الرقابة والتحكم ببعض الأمور داخل الشركة وذلك من خلال القيود التي تفرض ضمن اتفاقيات القروض المبرمة بين الشركة والمقرضين وهذا يؤدي إلى تقليل مرونة هيكل رأس مال المؤسسة

ثالثاً: علاقة المتاجرة بالملكية بالنشاط التشغيلي

تلجأ إدارة المؤسسات إلى تمويل احتياجاتها الاستثمارية الجديدة عن طريق الاقتراض من الغير بشكل سندات تصدرها في السوق المالي أو قروض تتعاقد عليها المنشأة بسعر فائدة أو كلفة تمويل على أمل تحقيق ربحا إضافيا للملاك يفوق الكلفة المتوقعة لذلك الاستثمار²⁵. بمعنى آخر أن الرفع المالي يقوم على مبدأ مفاده أنه عندما تقوم المؤسسة بالاستدانة واستثمار هذه الاموال في مشاريع تدر أرباحا تغطي التكاليف المالية للديون وتفوقها لتحقق فوائد تمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية للأصل والأعباء المالية الناتجة عن القرض، وهو ما يؤدي إلى تحقيق فوائد ترفع من ربحية المؤسسة.

إن صياغة وتحديد وتعظيم معدل العائد على حقوق الملكية يكون بناء على معدل العائد على الاستثمار الذي يرجع لكفاءة الادارة والعمليات التشغيلية في خلق الأرباح الصافية، إضافة إلى متغيرات الهيكل المالي الذي يعكس آثار استخدام الاستدانة.

1. قرار الاستدانة في ظل الحدود التشغيلية

حسب نموذج Dupont لتحليل الربحية يمكن تحديد العائد على حقوق المساهمين بضرب معدل العائد على الاستثمار (النتيجة الصافية/مجموع الاصول) في مضاعف الرفع المالي financial leverage multiplier (مجموع الاصول/مجموع حقوق المساهمين)، وحسب النموذج يمكن تحسين ربحية المؤسسة الممثلة بالعائد على حقوق المساهمين من خلال 03 مداخل رئيسية²⁶:

- المدخل الأول: عن طريق تحسين الأداء التشغيلي للمؤسسة وما يترتب عليه من زيادة في معدل العائد على الاستثمار وذلك دون أي تغيير في هيكل رأسمال المؤسسة.
- المدخل الثاني: عن طريق تثبيت الأداء التشغيلي للمؤسسة ممثلاً في العائد على الاستثمار مع تحسين مضاعف الرفع المالي بالاستفادة من مزايا المتاجرة بالملكية عن طريق التوسع في الاقتراض مع النجاح في استثمار الاموال في فرص استثمارية تحقق عائدا مجزيا.
- المدخل الثالث: عن طريق إحداث تحسن مزدوج في العائد على الاستثمار ومضاعف الرفع المالي مما يعني نجاح المؤسسة في تحسين ادائها التشغيلي مع نجاحها في الاستفادة من مزايا المتاجرة بالملكية.

إن دراسة الرافعة المالية تمكنا من معرفة مدى إمكانية استخدام الأموال المقترضة في الفرص الاستثمارية التي توفر ربحاً بمعدل فائدة أعلى من الفائدة المدفوعة والفارق ينقل ربحاً للمالكين كما وضعنا سابقاً في معادلة عائد المساهمين²⁷:

$$\text{العائد على صافي الأصول} + \text{مجموع الديون} \times (\text{العائد على صافي الأصول} - \text{الفائدة على الديون})$$

حقوق الملكية

ظهر أثر الرافعة المالية (نسبة المديونية إلى حقوق الملكية) بالإشارة الموجبة مضروب في الفرق بين قدرة صافي الأصول على توليد العوائد والفائدة بعد الضرائب، ولذلك فإن حجم المديونية ضمن تركيبة رأس المال تحدد مدى التحسن الذي تولده للعائد على حقوق الملكية مادامت تكلفة الاقتراض لا تتجاوز القدرة على توليد العوائد. ومن المعادلة السابقة يتبين لنا ارتباط أثر الرفع المالي بقوة المؤسسة الإيرادية المتمثلة في قدرتها على تحقيق الأرباح من مبيعاتها (هامش الربح الصافي)، وكذلك قدرتها في استثمار أصولها لزيادة المبيعات (دوران الأصول)،²⁸ ومن الأساليب التي يلجأ إليها المحلل المالي لتعزيز هذه القدرة اما بتحسين الهامش أو تحسين دوران الأصول أو كليهما وذلك كما يلي²⁹:

1.1. تحسين الهامش: يتم التأثير في الهامش من خلال زيادة المبيعات عن طريق تبني سياسات بيعية ملائمة مثل منح الخصم والقيام بحملات اعلامية ومواكبة التغيرات في أذواق المستهلكين، أو من خلال الزيادة في صافي الربح التشغيلي عن طريق السيطرة على التكاليف التشغيلية التي تولد المبيعات سواء كانت تكلفة المبيعات أو المصاريف الإدارية والعمومية، أو من خلال العمل على زيادة صافي الربح التشغيلي بنسبة أكبر من الزيادة في المبيعات.

2.1. تحسين معدل دوران الأصول: يتم من خلال زيادة صافي المبيعات او من خلال الزيادة في استغلال الاصول المتاحة لدى المؤسسة بكفاءة في خلق المبيعات وزيادة انتاجيتها.

2. التفاعل بين النشاط التشغيلي والمحددات المالية للاستدامة

الأصل في المخاطرة المالية ليس الاقتراض بحد ذاته نظراً لما يمتاز به من وفر ضريبي وتكلفة منخفضة مقارنة مع تكلفة أموال الملكية، وإنما احتمالات انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة المدفوعة على تلك القروض، وهذا يعني تعرض الإدارة المالية إلى خسائر بسبب انخفاض دون مستوى ما تتحمله من تكلفة³⁰، وبالتالي كلما كانت معدلات الفائدة مرتفعة تزداد مخاطر المؤسسة في عدم القدرة على تسديد الفوائد في التاريخ المحدد للسداد، وهذا الوضع يحتاج إلى جهد أكبر من المؤسسة لزيادة المبيعات وبالتالي زيادة الأرباح قبل الفائدة والضريبة لتحقيق قدر أكبر من الأرباح الصافية.

ويجب أن تركز المؤسسة على تقدير امكانية اقتراضها من خلال حساب مجموعة من النسب أهمها حق الملكية/ اجمالي الموارد وينبغي حساب هذه النسب قبل وبعد القرض لتحليل النتائج المترتبة على عملية الاقتراض، فإذا كانت النسبة حق الملكية/ اجمالي الموارد = $3/2$ فان امكانية سداد الالتزامات كبيرة، وإذا كانت النسبة السابقة تساوي $2/1$ فهي نسبة معقولة، أما إذا كانت أقل من ذلك فالأمر يتطلب دراسة معمقة، أما إذا بلغت هذه النسبة $3/1$ فمن الخطورة حصول المؤسسة على القروض طويلة الأجل. كما ينبغي على المحلل المالي حساب معدل تغطية الأرباح المتوقعة للأعباء المالية للقروض الجديدة وذلك من خلال مقارنة التدفق النقدي المتوقع عن السنوات القادمة بأعباء القرض الجديد³¹، إضافة إلى التأكد من كفاية رأس المال العامل للتمكن من سداد القروض قصيرة الأجل، وتتوقف قدرة السداد على عاملين هما سيولة الأصول المتداولة والتدفق النقدي المتولد من العمليات التشغيلية³². وهذا يتبين من خلال حساب النسب التالية:

الجدول رقم 01: نسب السيولة

النسبة	العلاقة الرياضية	المعيار التاريخي	ملاحظة
نسبة التداول	الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة	2.2	ارتفاعها يشير إلى أن المؤسسة لا تتعرض إلى صعوبة في تسديد ما عليها من التزامات مستحقة
نسبة السيولة السريعة	(النقدية + الذمم) / المديونية قصيرة الأجل	0.92	تعبر عن قدرة المؤسسة في تسديد ما عليها من التزامات دون أن تلجأ إلى تصفية المخزون السلعي.
نسبة النقدية	(النقدية+ الأرصدة لدى البنك+ الشيكات البريدية)/ المديونية قصيرة الأجل	0.2	تعبر عن قدرة المؤسسة في تسديد ما عليها من التزامات وقت استحقاقها مباشرة دون لجوئها لتسييل أصولها.

المصدر: حمزة محمود الزيدي، 2004، 182.

من جهة أخرى يظهر أثر التغيير في المبيعات على مستوى الأرباح المحققة ومن ثمة ربحية الملاك من خلال ما يعرف بالرفع الكلي الذي يعبر عنه بمحصلة أثر الرفع التشغيلي والمالي، حيث يؤدي أي تغيير في إيرادات المبيعات إلى تغيير أكبر في صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب نتيجة الرفع التشغيلي وهذا كلما كان اعتماد المؤسسة على التكاليف الثابتة أكبر لأن هذه الأخيرة لا ترتبط بحجم الإنتاج والمبيعات وملزمة الدفع مهما كان مستوى إيرادات المؤسسة، ومن جهة أخرى فإن أي تغيير في صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب يعطي تغييراً أكبر في ربحية المساهم نتيجة الرفع المالي. ويمكن القول أن المؤسسة التي يقترن فيها الرفع التشغيلي بالرفع المالي ستحقق نتائج متميزة في حال تحقق توقعاتها بزيادة المبيعات وفي الحالة العكسية قد تواجه مخاطر تشغيلية ومالية جسيمة³³.

وحسب شقيري نوري موسى وحمزة محمود الزيبيدي المؤسسات التي تستخدم الرفع التشغيلي بشكل مرتفع (تتميز بارتفاع التكاليف الثابتة مقارنة بالمتغيرة) تستخدم الرفع المالي بشكل منخفض وذلك لأنه بارتفاع الرفع التشغيلي تزداد مخاطر الفشل في الوفاء بالالتزامات تجاه المقرضين في حال استخدام أموالهم وذلك إذا ما حدث انخفاض في حجم الأرباح، وبالتالي فإن الرفع التشغيلي سلاح ذو حدين حيث يؤدي إلى تحقيق أفضل النتائج عندما تتصف العمليات التشغيلية بالكفاءة، كما يمكن أن يؤدي إلى نتائج عكسية إذا سارت الأمور عكس ذلك وأدت إلى مخاطرة عدم القدرة على الوفاء بالتزامات الدائنين³⁴.

وفي جميع الأحوال يجب على المؤسسات دراسة مستوى الكفاءة لعملياتها التشغيلية والتمويلية والظروف البيئية المحيطة بها قبل اتخاذ قرار التمويل المقترض، بمعنى أنه يمكن أن يؤدي إلى تحقيق أفضل النتائج عندما تتصف العمليات التشغيلية والتمويلية بالكفاءة وعندما تكون الظروف المحيطة بالمؤسسة مناسبة .

رابعاً: دراسة سياسة الاستدانة في شركة رويبة "NCA-ROUIBA"

تم اختيار هذه المؤسسة كعينة للدراسة نظراً لتوجهها لأكثر من مرة للاستدانة ومن عدة بنوك وطنية وأجنبية ومن ثمة نحاول معرفة علاقة ذلك بمخططاتها بشأن تحقيق هدف الربحية من جهة ومدى أثر النشاط الاستغلالي على هذا الاختيار من جهة أخرى.

1. التعريف بشركة NCA-ROUIBA:

هي مؤسسة اقتصادية إنتاجية خاصة تأسست في عام 1966 بموجب القانون الجزائري تحت الشكل القانوني للشركة ذات المسؤولية المحدودة (ذ م م) برأسمال 109.472.000 دج، وباسم "نيو تعليب الجزائري". تختص في إنتاج وتوزيع المشروبات، وعصائر الفاكهة، وفي إنتاج الطماطم المركزة، الهريسة والمربيات. وفي عام 2003 تغير وضعها القانوني وأصبحت شركة مساهمة (JSC). وفي عام 2008 تم تغيير الاسم السابق للشركة "صناعة التعليب الجديد الجزائرية" ليصبح "NCA- رويبة SPA" مع وفي عام 2011 تقرر الاكتتاب العام للشركة من قبل مجلس الإدارة وصدق عليه من قبل الجمعية العمومية للمساهمين 31 في جانفي 2012³⁵. ومع نهاية أفريل 2013 تم اكتمال بيع أسهم الشركة وكانت قيمة العرض 849.195.000 دج موزعة على 2.122.988 سهم لحاملها بقيمة اسمية 100 دج للسهم الواحد وبسعر بيع 400 دج للسهم الواحد خصص 4% من الاسهم المعروضة للموظفين والباقي للمستثمرين الجزائريين والمقيمين الطبيعيين والمعنويين³⁶.

2. سياسة التمويل المتبعة من طرف المؤسسة:

انطلاقاً من المعطيات والوثائق المالية التي تم جمعها عن طريق الانترنت من موقع الرسمي للشركة وموقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (cosob) كالميزانيات وجدول حسابات النتائج وذلك للفترة الأخيرة التي

تبنّت فيها الشركة سياسة التوسع والنمو وزيادة الربحية، حيث كانت تطمح لانتاج ما قيمته 9.676.353 دج سنة 2017 محققة بذلك مردودية مالية 22.29%، ولتحقيق ذلك تبنّت الشركة سياسة المالية تعتمد على مزيج تمويلي تغلب عليه الاستدانة فقد اقترضت أكثر من مرة من بنوك وطنية وأجنبية حيث تحصلت الشركة على:

- ✓ قرض طويل الأجل من FRANSA BANK في عام 2010 بقيمة 34.525.000 دج؛
 - ✓ قرضين طويلي الأجل من البنك الوطني للجزائر BNA بقيمة إجمالية 374.114.896 دج في عام 2011؛
 - ✓ اعتماد ايجاري بقيمة 47.046.729 دج عام 2013 وعلى قرض طويل الأجل من بنك BNP Paribas بقيمة 910.464.163 دج؛
 - ✓ قرض طويل أجل خلال عام 2014 بقيمة 262.416.499 دج من بنك Société Générale Algérie.
- وعموما يمكن قياس نسبة اعتماد الشركة على الاستدانة مقارنة بأموالها الخاصة من خلال حساب معامل الاستدانة المقاس بالعلاقة الاموال الخاصة / مجموع الديون كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم 02: تحليل تغير نسبة الاستدانة

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الديون	1,569,095,000	1,628,145,000	2,583,026,818	3,009,327,050	3,727,684,560	5,228,559,557	6,272,008,025
الاموال الخاصة	1,127,391,000	1,365,025,000	1,476,869,797	1,585,472,496	1,754,898,385	1,981,114,938	2,068,196,733
نسبة الديون	1.39	1.19	1.75	1.90	2.12	2.64	3.03

المصدر: الميزانيات المالية للمؤسسة 2009-2015

بقسمة قيمة الديون على قيمة الاموال الخاصة نلاحظ ارتفاع هذه النسبة وهذا يدل على اعتماد المؤسسة على أموال الغير حيث أصبح حجم الديون يتجاوز 3 أضعاف مبلغ الاموال الخاصة. وتتمثل سياسة الاستدانة التي تعتمدها المؤسسة في القروض طويلة وقصيرة الاجل من البنوك الوطنية والأجنبية كالبانك الوطني الجزائري والبنك الخارجي الجزائري وفرنس بنك.

3. دراسة ربحية الشركة:

ولتوضيح أثر هذه القروض على ربحية المؤسسة نقوم بحساب معدلات العائد على حقوق الملكية مع حساب مركباتها المتمثلة في نسبة الهامش ومعدل دوران الاصول ونسبة الرفع المالي كما هو موضح في الجدول التالي حيث معدل العائد على حق الملكية:

$$\text{نسبة الهامش} \times \text{معدل دوران الاصول} \times \text{درجة الرفع المالي} = \text{صافي الربح} \times \frac{\text{المبيعات}}{\text{الأصول}} \times \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{الاصول}}$$

الجدول رقم 03: معدلات العائد على حقوق الملكية و مركباته

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
صافي الربح	112,105,000	255,635,000	188,042,000	168,602,699	228,869,539	310,853,613	188,985,195
الاموال الخاصة	1,127,391,000	1,365,025,000	1,476,869,797	1,585,472,496	1,754,898,385	1,981,114,938	2,068,196,733
معدل العائد على حق الملكية	0.10	0.19	0.13	0.11	0.13	0.16	0.09
المبيعات	2,883,993,000	3,998,475,000	4,633,430,606	5,669,817,158	6,032,294,441	7,053,727,818	7,490,167,433
نسبة الهامش	0.04	0.06	0.04	0.03	0.04	0.04	0.03
مجموع الاصول	2,696,486,000	2,993,170,000	4,059,896,615	4,594,799,546	5,482,582,945	7,209,674,495	8,340,204,758
معدل دوران الاصول	1.07	1.34	1.14	1.23	1.10	0.98	0.90
نسبة الرفع المالي	2.39	2.19	2.75	2.90	3.12	3.64	4.03

المصدر: الميزانيات المالية للمؤسسة 2009-2015.

كما أشرنا سابقا إلى أن معدل العائد على الحقوق الملكية أو ما يسمى بالمروددية المالية هي علاقة بين النتيجة الصافية المحققة من طرف المؤسسة وأموالها الخاصة، ومن خلال الجدول السابق نلاحظ أن النسبة في تذبذب خلال الفترة المدروسة وسببه تذبذب صافي الأرباح مقابل ضخامة الأموال لخاصة وهذا يفسر ظروف غير عادية تنشط فيها المؤسسة، حيث نلاحظ خلال سنة 2010 استطاعت الشركة تحقيق أكبر عائد الملاك من خلال خلق صافي الربح يزيد عن السنة السابقة بـ 128% مقابل زيادة 8.19% فقط في الاموال الخاصة وهذا يدل على الاستثمار الجيد لأموال الملاك، بينما سنة 2015 بلغت المروددية المالية أقل قيمة رغم زيادة الاموال الخاصة بنسبة 100% عن السنة السابقة وهذا نتيجة انخفاض في الارباح الصافية بنسبة 39%.

ويربط النتيجة الصافية مع رقم الاعمال من خلال نسبة الهامش نلاحظ أن رقم الاعمال أو حجم المبيعات في ارتفاع مستمر طيلة فترة الدراسة الذي بدوره يعود للكفاءة الانتاجية للاصول كما يوضحه معدل الدوران، ولكن لا يبقى منه كريح صافي الا في حدود 6% كأقصى حد، وهذا يقودنا للتساؤل بشأن طبيعة المصاريف التي تلتهم الارباح، في المقابل نلاحظ علاقة عكسية بين نسبة الاستدانة ومعدل المروددية المالية فبانخفاض نسبة الاستدانة يكون لذلك الاثر الايجابي على المروددية المالية، وقصد التعمق في هذا الأمر ومعرفة الأسباب المفسرة لذلك من خلال حساب معدلات العائد على الاستثمار بالعلاقتين:

$$\text{نتيجة الاستغلال} = \text{نتيجة الاستغلال} \times \text{المبيعات} = \text{معدل هامش النتيجة} \times \text{معدل دوران الاصول}$$

الأصول الاقتصادية المبيعات الاصول الاقتصادية

الجدول رقم 04: معدلات العائد على الاستثمار

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الاستثمارات الثابتة	1 583 742 000	1 651 974 000	2 049 308 061	2 440 688 175	3 190 938 414	4 553 849 211	5 302 557 992
احتياج رأس المال العامل	(6 610 000)	135 272 000	419 580 000	582 543 000	94 002 537	292 318 882	254 817 432
الاصول الاقتصادية	1 577 132 000	1 787 246 000	2 468 888 061	3 023 231 175	3 284 940 951	4 846 168 093	5 557 375 424
نتيجة الاستغلال	372 928 000	626 828 000	674 484 036	771 658 493	778 465 551	1 024 758 326	1 034 440 220
معدل العائد على الاستثمار	0,24	0,35	0,27	0,26	0,24	0,21	0,19

المصدر: اعتمادا على ميزانيات و جدول حسابات النتائج للفترة

نلاحظ من الجدول السابق أن المؤسسة استطاعت تحقيق مردودية اقتصادية موجبة بلغت أقصاها سنة 2010 حين بلغت 35% ثم انخفضت الى أدناها 19% سنة 2015، وهذا الانخفاض تلازم مع ارتفاع مستمر في حجم الاصول الاقتصادية ونتيجة الاستغلال ولكن كانت نسبة الارتفاع في مقام النسبة (الاصول الاقتصادية) أكبر من الارتفاع في البسط (نتيجة الاستغلال) مما نتج عن ذلك انخفاض مستمر في معدلات العائد على الاستثمار منذ سنة 2011 وهذا قد يشير إلى حالة من حالات التضخم في الاستثمار في الأصول الثابتة والمتداولة بأكثر من الحاجة المقررة لها اقتصاديا حيث وبالرجوع إلى حساب التغير النسبي للمتغيرين نتأكد من ذلك حيث نجد أن نسبة الزيادة في الاصول الاقتصادية 38% سنة 2011 مقابل نسبة زيادة 8% فقط في نتيجة الاستغلال، ويعود ارتفاع الاصول الاقتصادية عموما لسببين هما³⁷:

✓ ارتفاع الاصول الثابتة حيث زادت قيمتها من 2009 إلى 2015 تقريبا 4 ملايين دينار وهذا يعود إلى حيازة الاستثمارات لتوسيع وترقية نشاطاتها كما أشرنا سابقا أنه خلال هذه الفترة كانت تطمح لتطوير القدرات الانتاجية للاستجابة لتلبية حاجيات السوق الوطنية وتعزيز القدرة التسويقية وتطوير الصادرات وترقية سياسة الجودة الشمولية.

✓ ارتفاع الاحتياج في رأس المال من (6 610 000) إلى 582 543 000 دج كأقصى قيمة أكبر سنة 2012 وهذا يعود إلى اعادة نظر المؤسسة في سياستها التجارية من خلال تعجيل دفع ديون الموردين من 100 يوم في 2009 إلى 73 يوم سنة 2012 ثم تخفيض المدة إلى 70 يوم بعد ذلك هذا كما قلصت فترة التحصيل من العملاء من 41 يوم سنة 2009 إلى 33 يوم في 2012 إلى غاية آخر الفترة.

ولتفسير أكثر لتطورات معدل العائد على الاستثمار نقوم بحساب وتحليل مركباته المعبرة عن النشاط الاستغلالي للشركة والمثلة في معدل هامش النتيجة ومعدل دوران الاصول الاقتصادية كما يلي:

الجدول رقم 05: مركبات معدل العائد على الاستثمار

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
نتيجة الاستغلال	372 928 000	626 828 000	674 484 036	771 658 493	778 465 551	1 024 758 326	220 1 034 440
المبيعات	2 883 993 000	3 998 475 000	4 633 430 606	5 669 817 158	6 032 294 441	7 053 727 818	7 490 167 433
هامش النتيجة	12,93	15,68	14,56	13,61	12,90	14,53	13,81
المبيعات	2 883 993 000	3 998 475 000	4 633 430 606	5 669 817 158	6 032 294 441	7 053 727 818	7 490 167 433
الاصول الاقتصادية	1 577 132 000	1 787 246 000	2 468 888 061	3 023 231 175	3 284 940 951	4 846 168 093	5 557 375 424
دوران الاصول الاقتصادية %	182,86	223,72	187,67	187,54	183,63	145,55	134,78

المصدر: اعتمادا على ميزانيات المؤسسة وجدول حسابات النتائج للفترة

من الجدول السابق يتضح أن حوالي 16% كأقصى حد من رقم الأعمال المحقق يتبقى من دورة الاستغلال كنتيجة بعد تغطية مصارف الاستغلال، بمعنى آخر أكثر من 80% من انتاج المؤسسة تلتهمه تكاليف المواد الاولية والخدمات الخارجية المقدمة للمؤسسة، ومصاريف العاملين والضرائب، وهذا رغم أن المؤسسة تتمتع بكفاءة استغلال أصولها من خلال تتبع معدل دوران الاصول حيث بإمكان المؤسسة خلق عوائد تتجاوز مبلغ الاموال المستثمرة لاكثر من الضعف كما هو الحال سنة 2010.

❖ دراسة أثر الرفع المالي: بعد حساب وتحليل معدلات المردودية الاقتصادية يمكن مقارنتها بتكلفة الاستدانة كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم 06: أثر الرفع المالي

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
مصاريف مالية	113 707 000	76 323 000	109 221 283	113 076 392	114 208 627	113 049 816	221 380 402
ديون مالية	507 154 000	507 217 000	750 612 577	708 679 792	1 494 706 743	2 676 780 567	3 117 402 307
تكلفة الاستدانة	0,22	0,15	0,15	0,16	0,08	0,04	0,07
معدل العائد على الاستثمار	0,24	0,35	0,27	0,26	0,24	0,21	0,19
فرق الرافعة re- i	0,01	0,20	0,13	0,10	0,16	0,17	0,12
معامل الاستدانة	1,39	1,19	1,75	1,90	2,12	2,64	3,03
اثر الرفع المالي	0,01	0,08	0,06	0,04	0,08	0,11	0,06
معدل العائد على حقوق الملكية	0,10	0,19	0,13	0,11	0,13	0,16	0,09

المصدر: اعتمادا على جدول حسابات نتائج المؤسسة والمعطيات السابقة

من خلال الجدول ظهر فرق الرافعة بقيم موجبة طيلة فترة الدراسة وهذا يدل على أن قرار الاستدانة مبدئيا في صالح الشركة حيث ظهر بقيم موجبة وهذا يدل على أن الشركة استطاعت تحقيق عائد على الأموال

المستثمرة بما يغطي تكلفة الاستدانة ويحقق فائض للملاك، حيث تراوح أثر الرفع المالي بين 1% كأقل قيمة و11% كأقصى قيمة. ومن خلال ربط مركبات أثر الاستدانة وعائد الملاك يظهر أنه في سنة 2010 ارتفعت المردودية المالية بـ 09% بالتزامن مع انخفاض تكلفة الدين بـ 07% من جهة وارتفاع المردودية الاقتصادية بـ 11% من جهة أخرى. بينما في عام 2011 انخفض عائد الملاك بـ 6% نتيجة انخفاض أثر الرفع المالي الذي يعود بدوره إلى انخفاض عائد الأموال المستثمرة رغم بقاء تكلفة الاستدانة ثابتة، بينما في 2013 عاود عائد الملاك في الارتفاع نتيجة ارتفاع أثر الرفع المالي، وهذا نتيجة الانخفاض المعتبر لتكلفة الاستدانة بـ 08% رغم ارتفاع حجم الاستدانة مع بقاء عائد الاموال المستثمرة أكبر من هذه التكلفة وهذا يدل على كفاءة المؤسسة في اختيار نوع القرض ذات التكلفة المنخفضة وهو ما يلاحظ أيضا سنة 2014 حين ارتفعت المردودية المالية بـ 3% نتيجة انخفاض تكلفة الاستدانة بـ 04%. وبالتالي يتضح لنا حتى وإن كانت تكلفة الاستدانة منخفضة فهذا لا يكف لتحسين ربحية المؤسسة إلا بشرط تحقق معدل عائد على الاستثمار أكبر من هذه التكلفة كما هو الحال سنة 2014 حيث انخفضت تكلفة الاستدانة إلى 10% مقارنة بسنة 2011 بينما المردودية الاقتصادية انخفضت بـ 6% محققا بذلك زيادة في عائد الملاك بنسبة 5%.

4. تقييم قدرة الشركة على السداد: يمكن تقدير امكانية اقتراض المؤسسة من خلال حساب نسب السيولة كما يلي:

الجدول رقم 07: نسب السيولة

المعيار التاريخ	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	السنوات
نسبة التداول = اصول متداولة / خصوم متداولة	1.19	1.24	1.13	1.28	1.26	1.21	1.09	
نسبة السيولة السريعة = (النقدية + الذمم) / المديونية قصيرة الاجل	0.13	0.63	0.55	0.57	0.67	0.76	0.79	
نسبة النقدية = النقدية / ديون قصيرة الاجل	0.19	0.16	0.09	0.23	0.08	0.00	0.02	
نسبة القدرة على السداد = حق الملكية / اجمالي الموارد	0.25	0.27	0.32	0.35	0.36	0.46	0.42	

المصدر: اعتمادا على الميزانيات المالية والوظيفية للفترة

من خلال نسبة امكانية السداد نلاحظ أنها تدهورت مع مرور السنوات حيث اقتربت من القيمة المعقولة 2/1 ثم انخفضت إلى القيمة الخطرة 3/1 سنة 2013 ثم أصبحت أدنى من ذلك وهو ما يزيد من احتمال تعرض الشركة إلى حالة عدم قدرة على السداد، وهذا يبدو أكثر تحقفا بالنظر إلى ما تمتلكه الشركة من سيولة جاهزة أو مستحقات قابلة للتسييل حيث لا تستطيع الشركة تسديد ما عليها من ديون قصيرة الأجل من خلال تسييل أصولها إلا في حدود 13% سنة 2015 وبالتالي احتمال تعرض المؤسسة لعدم القدرة على سداد ديونها.

5. درجة الرفع المالي والتشغيلي بالمؤسسة:

حسب ما توجه اليه بعض المهتمين في هذا المجال وكما أشرنا سابقا أن المؤسسات التي تستخدم الرفع التشغيلي بشكل مرتفع وتستخدم الرفع المالي بشكل منخفض وذلك لأنه بارتفاع الرفع التشغيلي تزداد مخاطر الفشل في الوفاء بالالتزامات تجاه المقرضين وهو ما سنتأكد من مدى تطبيقه على مستوى المؤسسة مستخدمين علاقتي:

الرفع التشغيلي = التغيير النسبي في الأرباح التشغيلية / التغيير النسبي في المبيعات

الرفع المالي = الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب / صافي الربح قبل الضريبة

الجدول رقم 08: درجة الرفع المالي والتشغيلي

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الأرباح التشغيلية	232,541,000	405,020,000	361,991,000	336,137,127	382,619,322	454,397,817	439,791,029
التغيير النسبي في الربح التشغيلي	0.74	-0.11	-0.07	0.14	0.19	-0.03	
التغيير النسبي في المبيعات	0.39	0.16	0.22	0.06	0.17	0.06	
درجة الرفع التشغيلي	1.92	-0.67	-0.32	2.16	1.11	-0.52	
صافي الربح قبل الضريبة	137,738,000	346,700,000	265,984,278	238,152,093	290,514,438	368,943,211	252,020,521
درجة الرفع المالي	1.69	1.17	1.36	1.41	1.32	1.23	1.75

المصدر: جدول حسابات النتائج للفترة

من الجدول السابق يتضح أن المؤسسة تحرص على الموازنة بين أثر الرافعتين حيث كلما زاد الرفع التشغيلي قل اعتمادها على الاستدانة، فعند انخفاض الرفع التشغيلي سنة 2011 مقارنة بالسنة السابقة توجهت للاستدانة وزاد الرفع المالي حيث خلال هذا العام تحصلت على قرضين من البنك الوطني الجزائري وهو نفس ما حدث سني 2014 و 2015، أما عند ارتفاع الرفع التشغيلي سنة 2013 عما كان عليه من قبل قل توجه المؤسسة لاستدانة وانخفض الرفع المالي.

الخاتمة:

لقد فرضت شدة المنافسة والتطور التكنولوجي في عالم الأعمال تحديات كبيرة مما يتطلب على المؤسسات الاقتصادية التقدير الصحيح والواقعي لفرص التعامل معها، فبقاء المؤسسة ونموها من خلال تعظيم ربحيتها وقيمتها السوقية يستدعي اتخاذ القرارات المناسبة وتعد العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الأصول وقدرة المؤسسة الانتاجية من الاساليب التي تعتمد عليها المؤسسات في تحقيق أداء أفضل، حيث كلما كان بإمكان

المؤسسة العمل على خلق حجم أكبر من المبيعات تزامنا مع التحكم في مصاريفها التشغيلية واستغلال أمثل لأصولها كانت القدرة على الاقتراض وتحمل تكاليفه أكبر ومن ثمة تحقيق مستويات ربحية أكبر. ومن خلال دراستنا تم اثبات فرضيات البحث والتي تمثلت في:

اختبار الفرضيات:

✓ يعتبر الافتراض الأول والذي يتعلق بأن العائد المتولد عن دورة الاستغلال يحدد درجة الاستدانة المعتمدة في التمويل، صحيح لان من خلال تحليل أثر الرفع التشغيلي والمالي بشركة روية حيث ظهرت العلاقة العكسية بينهما كلما كان الرفع التشغيلي أكبر كان الرفع المالي أقل.

✓ أما الافتراض الثاني الذي ينص على أن التمويل بالاستدانة يرفع من ربحية الملاك كلما كانت تكلفة الاستدانة أقل. فهذا أيضا صحيح وهذا تم اثباته على مستوى الشركة عند تحليل نتائج فرق الرافعة حيث نلاحظ أنه عند انخفاض تكلفة الاستدانة زادت المردودية المالية بشكل معتبر خاصة سنة 2014.

التوصيات:

من خلال الدراسة يتضح أن قرار الاستدانة مبدئيا في صالح الشركة حيث ظهر بقيم موجبة وهذا يدل على أن الشركة استطاعت تحقيق عائد على الاموال المستثمرة بما يغطي تكلفة الاستدانة ويحقق فائض للملاك ولكن تم تسجيل بعض النقاط التي قد تضر بأدائها المالي على المدى البعيد:

✓ اعادة النظر في حجم الأصول الثابتة و المتداولة؛

✓ تخفيض تكاليف الاستهلاكات الوسيطة، مصارف العمال لتحسين هامش النتيجة؛

الهوامش والإحالات:

¹ منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرار، وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، 2007، الأردن، ص 62.

² المرجع السابق، ص 66.

³ حمزة محود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتبؤ بالفشل، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2011، ص 215.

⁴ عدنان تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص ص 277، 278، 176، 182.

⁵ حمزة الزبيدي وحسين سلامة، اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، الاقتصاد والادارة، ص 11.

⁶ Jacqueline et Florence Delahaye ; finance d'entreprise manuel et applications ; Dunod ;Paris ; p158.

⁷ Alain Marion ; analyse financière concepts et méthodes ; Dunod ;5 édition ;Paris ; 2011 ; p 194.

⁸ DORON NISSIM and STEPHEN H. PENMAN, Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios, Review of Accounting Studies, 2003 Kluwer Academic Publishers. Manufactured in The Netherlands, p 534.

⁹ طارق مصطفى الشهاوي ونهال فريد مصطفى، الادارة المالية مدخل اتخاذ القرار، دار التعليم الجامعي، 2013، ص ص 259، 260.

¹⁰ صبيحة قاسم هاشم ، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة/ بحث تحليلي لعينة من الشركات الاجنبية، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، جامعة بغداد، المجلد 21، العدد 82، ص 5.

¹¹ ASSOUS Nassima, impact des décisions financières sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourses D'ALGER: CAS DE SAIDAL ET L'E.G.H-AURASSI, thèse de doctorat, université Mouloud MAMMERI de TIZI-OUZOU, juin 2015 ; p 98.

¹² الياس خضير الحمدوني وفائز هليل سريح الصبيحي، العلاقة المالية بين الرفع المالي وعوائد الاسهم دراسة في عينة من الشركات الاردنية المساهمة، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 4، العدد 8، 2012، ص 6، 7.

¹³ جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين -دراسة اختبارية، مجلة جامعة الازهر، غزة، المجلد 15، العدد 1، ص 7.

¹⁴ الياس خضير الحمدوني وفائز هليل سريح الصبيحي، مرجع سابق، ص 5، 6.

¹⁵ يوسف مامش وناصر دادي عدون، اثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية، الطبعة الأولى، الجزائر، ص 26-27.

¹⁶ برايان كويل، هيكل رأس مال الشركات، قسم الترجمة بدار الفاروق، الطبعة العربية الاولى، القاهرة، مصر، 2006، ص 50.

¹⁷ حسين محمد حسين سمحان، اثر هيكل راس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الاردنية، مجلة ابحاث اقتصادية وادارية، العدد السابع عشر، جوان 2015، ص 10.

¹⁸ محمد صالح الحناوي واخرون، الادارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2009، ص 338.

¹⁹ المرجع السابق، ص 345.

²⁰ حمزة محمزد الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 778.

²¹ المرجع السابق، ص 779، 780.

²² محمد صالح الحناوي واخرون، مرجع سابق، ص 369، 370.

²³ عماد زياد رمضان و صالح خليل العقدة، محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني للفترة 2000- 2006، المجلة الاردنية في ادارة الاعمال، المجلد 7، العدد 2، 2011، ص 3.

²⁴ جميل حسن النجار، مرجع سابق، ص 8.

²⁵ مالك الحافظ، أثر كلفة التمويل على التشكيلة التمويلية، مجلة المنصور، العدد 12، 2009، ص 74، 84.

²⁶ محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني - الاساليب والادوات والاستخدامات العملية، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، 2006، الاردن، ص 51.

²⁷ منير شاكر محمد واسماعيل وعبد الناصر، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، 2008، الاردن، ص 259، 260.

²⁸ حسين محمد حسين سمحان، مرجع سابق، ص 12.

²⁹ حمزة محمزد الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتبؤ بالفشل، مرجع سابق، ص 238، 239، 240.

³⁰ شقييري نوري موسى واخرون، ادارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، 2012، الاردن، ص 49.

³¹ عبد الغفار حنفي، الادارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، 2007، الاسكندرية، مصر، ص 64.

³² المرجع السابق، ص 71.

³³ اسعد حميد العلي، الادارة المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الاردن، 2013، ص 197.

³⁴ شقييري نوري موسى واخرون، مرجع سابق، ص 157، 163.

³⁵ http://www.sgbv.dz/?page=details_societe&id_soc=29&lang=fr

³⁶ http://www.rouiba.com.dz/wp-content/uploads/2015/07/Rouiba_notice_simplifiee_ar.pdf

³⁷ <http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/NoticeNCA.pdf>