الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المحاسبة

دراسة مدى فعاليــة القــرار التمويلـي وأثـره في أداء الشـركـات الصناعيـة السوريـة

دراسة أعدت لنيل درجة الماجستير في المحاسبة

إشراف الدكتور

غسان ابراهيم

إعداد الطالب

عبد الرحمن شرينة

2010

لجنة الحكم على الرسالة

بناء على القرار رقم 275 / ص.أ تاريخ 2010/7/1 الصادر عن مجلس البحث العلمي والدراسات العليا في جامعة دمشق تم الموافقة على تأليف لجنة الحكم على الرسالة من السادة الأساتذة:

د. خالد الخطيب	الأستاذ في قسم المحاسبة كلية الاقتصاد جامعة دمشق	**عضواً**
د. غسان ابراهيم	المدرس في قسم المحاسبة كلية الاقتصاد جامعة دمشق	**عضواً مشرفاً**
د. باسل اسعد	المدرس في قسم المحاسبة كلية الاقتصاد جامعة دمشق	**عضواً**

بسم الله الرحمن الرحيم

قالوا سبحانك لا علم لنا إلا ما علمتنا إنك أنت العليم الحكيم

البقرة آية 32

الـــــشـــــكـــــر

أتوجه بالشكر، كل الشكر، والتقدير والعرفان إلى الدكتور غسان ابراهيم على قبوله الإشراف على الرسالة، وعلى صبره وتوفيره الوقت الكافي لي، وعلى كل ما قدمه لي خلال جميع مراحل انجاز هذا العمل من توجيه ونصح وإرشاد، كما أتقدم بجزيل الشكر للجنة الحكم على الرسالة الأستاذ الدكتر خالد الخطيب والدكتور باسل أسعد بتشريفهم لي بالموافقة على عضوية لجنة المناقشة.

الإهـــــــــداء

إلى والدي الغالي أطال الله في عمره

طاعةً واحتراماً وتقديراً

إلى والدتي نبع الحنان والعطف

طاعةً واحتراماً وتقديراً

إلى رفيقة دربي زوجتي الغالية

حباً ووفاءً واخلاصاً

إلى سندي في هذه الدنيا إخواني وأختي

اعتزازاً وتقديراً

إلى أصدقائي في هذا الزمان

وفاءً واخلاصاً

إليكم جميعاً أهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع

هيكل الدراسة

هيكل الدراسة ..... أ
فهرس الجداول والأشكال ..... ج
ملخص الدراسة باللغة العربية ..... هـ

الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

مقدمة II
مشكلة البحث III
أهمية البحث III
أهداف البحث IV
دراسات سابقة V
فروض البحث IX
منهج البحث X
مجتمع وعينة الدراسة X
أدوات جمع البيانات وتحليلها X

الفصل الثانى: تكلفة رأس المال

تمهيد 2
المبحث الأول: مفهوم تكلفة رأس المال 4
أولاً: أهمية تكلفة رأس المال 5
ثانياً: العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال 7
المبحث الثاني: مصادر تمويل الشركات الصناعية 9
أولاً: مصارد التمويل قصير الأجل 10
ثانياً: مصارد التمويل متوسط الأجل 12
ثالثاً: مصارد التمويل طويل الأجل 13
المبحث الثالث: تكلفة مصادر التمويل 20
أولاً: كلفة القروض طويلة الأجل 22
ثانياً: كلفة الأسهم 23

ثالثاً: كلفة الأرباح المحتجزة 30
رابعاً: الكلفة المرجحة للأموال 31

الفصل الثالث: هيكل رأس المال

تمهيد 34
المبحث الأول: مفهوم هيكل رأس المال 36
المبحث الثاني:الاعتبارات الحاكمة في تكوين هيكل رأس المال 40
المبحث الثالث:نظريات هيكل رأس المال 46
أولاً: مضمون الهيكل المالي 47
ثانياً: نظريات صياغة هيكل التمويل 50

الفصل الرابع: تقييم الأداء

تمهيد 62
المبحث الأول: مفهوم تقييم الأداء وأهميته 63
أولاً: مفهوم تقييم الأداء 63
ثانياً:أهمية تقييم الأداء 65
المبحث الثاني: التحليل المالي 66
أولاً: مفهوم التحليل المالي 66
ثانياً: أنواع النسب المالية 70
ثالثاً: الانتقادات الموجهة الى الاسلوب التقليدي في تقييم الاداء 72
المبحث الثالث: مؤشرات الأداء التي تعتمد على السوق المالي 74
أولاً: تطور أساليب وأدوات تقييم الأداء 74
ثانياً: معيار القيمة الاقتصادية المضافة 78
ثالثاً: مزايا التحول نحو القيمة الاقتصادية المضافة 79
رابعاً: القيمة السوقية المضافة 81
خامساً: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية المضافة 82

الفصل الخامس: الدراسة الميدانية

المبحث الأول: القطاع الصناعي في سورية 85
المبحث الثاني: التقديم لمجتمع وعينة الدراسة 87
أولاً: مجتمع وعينة الدراسة 87
ثانياً: تصميم الاستبانة 87
ثالثاً: عرض وتحليل خصائص عينة الدراسة 89
المبحث الثالث: التحليل الإحصائي 92
المبحث الرابع: اختبار الفرضيات 111

المبحث الخامس: النتائج والتوصيات 113
أولاً: نتائج الدراسة 113
ثانياً: التوصيات 115
المراجع 117
Abstract 129

فهرس الجداول والأشكال

1-الجداول:

الجدول /1/ دورة حياة المنشأة والهيكل المالي 48
الجدول /2/ نموذج التحليل الرباعي 68
الجدول /3/ توزيع المؤهل العلمي لعينة الدراسة 89
الجدول /4/ توزيع التخصص العلمي لعينة الدراسة 90
الجدول /5/ سنوات الخبرة لأفراد عينة الدراسة 90
الجدول /6/ سنوات الخبرة لأفراد عينة في المنصب الحالي 91
الجدول /7/ توزع عدد ونسب الإجابات عن الفقرات الخاصة بالفرضية الأولى 92
الجدول /8/ المتوسطات والانحرافات المعيارية لإجابات أفراد العينة على الفقرات الخاصة بالفرضية الأولى 93
الجدول /9/ توزع عدد ونسب الإجابات عن الفقرات الخاصة بالفرضية الثانية 103
الجدول /10/ المتوسطات والانحرافات المعيارية لإجابات أفراد العينة على الفقرات الخاصة بالفرضية الثانية 104

2- الأشكال:

الشكل/1/ العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة الأموال المرجحة وفق نظرية صافي الربح 52
الشكل/2/ العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة الأموال المرجحة وفق نظرية صافي ربح العمليات 55
الشكل/3/ العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة التمويل الممتلك وكلفة الأموال المرجحة وفق مضمون النظرية التقليدية 59

الشكل/4/ التغير في القيمة السوقية للشركة بسبب تغير الرفع المالي وفق مضمون النظرية التقليدية 60

3- الملاحق

الملحق رقم /1/ الاستبانه 124

الملخص

دراسة مدى فعاليـة القـرار التمويلـي وأثره في أداء الشركات الصناعيـة السوريـة

تهدف هذه الدراسة الى معرفة اثر القرار التمويلي في أداء الشركات الصناعية السورية حيث تقوم بدراسة القرار التمويلي والذي يعتمد على دراسة المركز المالي طويل الأجل للشركة وتحديد مصادر التمويل المتاحة أمامها سواء كانت داخلية أو خارجية وتحديد الكلفة المترتبة نتيجة اللجوء إلى كل مصدر من المصادر لمحاولة الوصول إلى التكوين الأفضل لهيكل رأس المال ومدى تأثير كل ذلك على الأداء العام للشركة

وقد وضع الباحث ضمن منهجية تحقيق هدف هذه الدارسة ثلاثة فرضيات وتم اجراء الاختبارات اللازمة لها، كذلك فقد اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي المسحي الميداني لملاءمته طبيعة هذه الدراسة وأهدافها، حيث تم تصميم أداة الدراسة "الاستبانة" بالاعتماد على الدراسات والمراجع العلمية ذات الصلة بموضوع الدراسة ووزعت على المدراء التنفيذيين والمدراء الماليين لعينة عشوائية من الشركات الصناعية السورية، وقد تم استخدام برنامج الحزمة الإحصائية والمعروف اختصاراً باسم (SPSS)، لتحليل البيانات الإحصائية التي تم جمعها من الاستبانة المعدة لهذه الدراسة

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدارسة:

1. محدودية اعتماد معظم الشركات الصناعية على الديون طويلة الأجل كمصدر تمويل طويل الأجل مكافئ لرأس المال, حيث يتم اللجوء إليه كخيار بديل في حال عدم توفر السيولة الكافية في الشركة.
2. كما أثبتت الدراسة عدم الاعتماد على معايير علمية وواضحة عند اتخاذ قرارات تمويلية من قبل متخذي القرار التمويلي فيما يخص تحديد نسبة الرافعة المالية في شركاتهم.
3. بالاضافة الى وجود ضعف في تحليل وحساب معدل كلفة راس المال المرجح والتي تعد واحداً من أهم المقاييس المستعملة للحكم على نجاح خطط التنمية الاقتصادية.

4. من النتائج التي توصل إليها البحث وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين فعالية القرار التمويلي وأداء الشركات الصناعية السورية.

كما خرج الباحث بعدة توصيات واقتراحات:

1. على الشركات أن تعمل قدر الإمكان على تخفيض تكلفة مصادر التمويل مع مراعاة درجة المخاطرة وذلك عن طريق اختيار هيكل التمويل المناسب الذي يوازن بين درجة الاعتماد على الدين وتخفيض درجة المخاطرة المترتبة على ذلك والذي من خلاله تتمكن الادارة من تعظيم مستوى ربحيتها وبالتالي تحقق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية.

2. بامكان الشركات الصناعية الاستعاضة عن التمويل بالقروض من خلال التمويل بنظام المرابحة أو التمويل بالاستئجار حيث تستطيع بذلك شراء الآلات والمعدات، ومعظم مفردات الأصول الثابتة، وحتى بعضاً من الأصول المتداولة كالبضاعة والمواد الخام، وبذلك تنجو هذه الشركات من دائرة مخالفة الشرع.

3. زيادة مساهمة المصارف التجارية بتمويل الاستثمار في القطاع الصناعي عن طريق تقديم الخدمات المصرفية للصناعيين وتطوير خدمات التسويق المصرفي.
4. الاهتمام بتطوير وتأهيل المدراء الماليين في الشركات الصناعية في إدارة عمليات التمويل حتى يستطيع أن يضمن الحصول على التمويل اللازم لمنشأته بأفضل الأسعار واحسن الشروط.
5. إعطاء الإدارة المالية مكانة أكبر في الهيكل التنظيمي في الشركات الصناعية مما يتيح للمدير المالي المشاركة بشكل أكبر في عملية صنع القرارات المالية المهمة.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1. المقدمة:

إن من أهم الأهداف الاقتصادية لأي إدارة مالية في الشركات والمؤسسات الخاصة هو تعظيم ثروة ملاك المشروع أي زيادة قيمته السوقية إلى أقصى درجة ممكنة، ولتحقيق ذلك يجب التوفيق بين كل من التخصيص الكفء لموارد المشروع على الأصول المختلفة وإدارة هذه الأصول بأقصى كفاءة ممكنة من ناحية، ومحاولة الوصول إلى التكوين الأفضل لهيكل رأس المال وذلك بتحديد المزيج الأفضل بين الأموال الخاصة والأموال المقترضة والذي يحقق أقل تكلفة ممكنة من ناحية أخرى وبما لا يتعارض مع هدف تعظيم القيمة السوقية للمشروع.

وبالتالي تأتي أهمية القرار التمويلي لأي شركة والذي يعتمد على دراسة المركز المالي طويل الأجل للشركة وتحديد مصادر التمويل المتاحة أمامها سواء كانت داخلية أم خارجية وتحديد الكلفة المترتبة نتيجة اللجوء إلى كل مصدر من المصادر، ولما كان تحديد كلفة رأس المال يتم من خلال حساب التكلفة المرجحة بأوزان العناصر التي يتكون منها تأتي أهمية الاعتماد على الاستدانة والذي يعتبر من أقل مصادر التمويل كلفة وذلك باعتبار أن الفائدة المفروضة على الدين تعمل على تخفيض الدخل الخاضع للضريبة، ولكن في المقابل هناك العديد من المحددات التي يجب أخذها بعين الاعتبار والتي من شأنها أن تدفع إلى التقليل من نسبة الدين المستخدم في هيكل رأس المال، أو تضع حدود لعدم المغالاة في استخدام الدين لتخفيض درجة المخاطرة المترتبة على ذلك.

2. مشكلة الدارسة:

تتركز مشكلة البحث في محاولة الإجابة على عدة تساؤلات والتي تساهم في توضيح مدى فعالية القرار التمويلي وأثره في أداء الشركات الصناعية السورية، وهذه التساؤلات هي:

1. هل يتم تحديد هيكل تمويل مستهدف والالتزام به من قبل متخذي القرار المالي في الشركات الصناعية السورية الخاصة؟
2. هل يتم اتخاذ القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة بالاعتماد على أسس علمية واضحة من قبل متخذي القرار التمويلي؟
3. هل يساهم القرار التمويلي الفعال في رفع كفاءة أداء الشركات الصناعية السورية الخاصة؟

3. أهمية الدراسة:

تنبع أهمية هذا البحث من أنه من الدراسات الهامة التي تبحث موضوعاً هاماً في سورية يتمثل بدراسة كيفية اتخاذ القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة وتحديد درجة ارتباط فعالية القرار التمويلي بأداء هذه الشركات الصناعية. وتأتي هذه الدراسة في وقت يشهد فيه الاقتصاد العالمي أزمة مالية انعكست آثارها على الاقتصاد السوري وبالتالي ازدياد التحديات التي تواجهها الشركات الصناعية السورية الخاصة ومن هنا تبرز أهمية هذه الدراسة لتبحث مدى قدرة الشركات الصناعية على الوصول إلى تركيبة هيكلية لرأس المال تمكنها من رفع فاعلية الأداء لديها، وذلك من خلال دراسة واقع الشركات الصناعية السورية الخاصة وعرضه وتحليل وجهات نظر المدراء الماليين حول فعالية القرار التمويلي وآلية تركيب رأس المال في هذه الشركات.

4. أهداف الدراسة:

يهدف البحث بشكل عام إلى دراسة مدى فعالية القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة ويمكن تحديد أهداف البحث بالنقاط التالية:

- بيان مدى قيام الشركات الصناعية السورية الخاصة بوضع هيكل تمويل مستهدف ومدى محاولة متخذي القرار التمويلي في الشركات المحافظة على هذا الهيكل.
- بيان مدى اعتماد متخذي القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة على أسس علمية واضحة عند اتخاذهم لقراراتهم التمويلية.
- بيان مدى مساهمة القرار التمويلي الفعال في رفع كفاءة أداء الشركات الصناعية السورية الخاصة.

5. الدراسات السابقة

أ- الدراسات باللغة العربية

- **دراسة الأغا، 2005،** "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"[1]

تعتبر الرافعة المالية وتكلفة التمويل من الظواهر المالية الهامة خاصة في علاقتهما وتأثيرهما على معدل العائد على الاستثمار . وقد سعت هذه الدراسة لتقييم هذه العلاقة ومعرفة مقدار تأثيرها على معدل العائد على الاستثمار، من خلال تطبيق الدراسة على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، حيث تم أخذ عينة مكونة من (15) شركة خلال الفترة (1999-2003) واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي في تحليل القوائم المالية لشركات العينة . وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة : وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار ، وكذلك وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل (الممتلكة والمقترضة) وتكلفة هذه المصادر، كما أثبتت الدراسة كذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار .كما أوصت الدراسة بزيادة الاعتماد على التمويل بحقوق الملكية وتخفيض التمويل بالقروض قدر الإمكان مع مراعاة درجة المخاطرة.

- **دراسة الأغبري، 2002،** "أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمنية"[2]

[1] الأغا، بسام محمد، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار "دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين"، 2005، كلية التجارة بالجامعة الاسلامية.

[2] الأغبري، ثروة محمد، أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمنية، 2002، جامعة صنعاء.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية، وأجريت هذه الدراسة على عشر شركات عاملة بالقطاع الصناعي الغذائي باليمن، وقد أثبتت الدراسة وجود تأثير جوهري للرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار، وبالتالي على قيمة المنشأة على مستوى جميع الشركات قيد الدراسة.

ب- الدراسات باللغة الاجنبية

- **Graham**, **Harvey**, **2001**, " The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field "[3]

قامت الدراسة بوصف التطبيق لكيفية اتخاذ القرارات الخاصة بتمويل الشركات، حيث قامت بمسح 392 شركة تتناول تكلفة رأس المال و موازنة رأس المال و هيكل رأس المال مما سمح بربط الإجابات بين الجوانب الثلاثة وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها أن الشركات تأخذ بعين الاعتبار العوامل التالية عند إصدار دين نسبة مستهدفة للمديونية، كما في النظرية التقليدية، كما تأخذ بعين الاعتبار المرونة في التمويل، وعندما تريد الشركة أن تزيد رأس مالها تأخذ بعين الاعتبار مقدار الانخفاض لأرباح السهم وسعر الأسهم خلال الفترة الأخيرة، وقد توصلت الدراسة إلى وجود بعض الدلائل على استخدام الشركات لنظريتي Pecking Order And Trade off في تحديد هيكل رأس المال.

[3] R. Graham, John & Harvey, Campbell R, 2001, The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field, New Orleans; Duke University.

- **Brounen**, **Jong**, **Koedijk**, **2004**, "Corporate Finance in Europe Confronting Theory with Practice"[4]

قدمت هذه الدراسة عرض لنتائج استبيان لـ 313 شركة أوربية تناولت موازنة رأس المال وتكلفة رأس المال وهيكل رأس المال، وقد توصلت إلى أنه في مجال تركيب هيكل رأس المال تظهر المرونة في التمويل لتكون من أهم العوامل في تحديد حجم القروض للشركة، وأن تطبيق سياسة التمويل في الشركات تتأثر بشكل كبير بحجم الشركة كما تتأثر بمالكي الأسهم ونفوذ القوانين المحلية للبلد التي تتخذها الشركة موطناً، لقد قام الباحثون في هذه الدراسة بفحص آلية تعامل المدراء الماليين والخبراء مع الأزمات والمعضلات المختلفة من خلال الإدارة المالية الحديثة. وقد قاموا أيضاً بدراسة سياسات الشركات الحكومية للتحقق فيما إذا كانت هذه الشركات الحكومية تختلف بطريقة تنظيم إدارتهم المالية عن الشركات الأخرى.

- **Bancel**, **Mittoo**, **2004**, "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms"[5]

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة آلية كيف تقوم الشركات باتخاذ القرار التمويلي وتحديد هيكل رأس المال على اعتبار أنه أحد أكثر القرارات الشائكة التي تواجهه المدراء الماليين بالرغم من وجود إجماع لحد ما بين الدراسات المختلفة التي بحثت في هذا المجال. وقامت هذه الدراسة بتناول نظريات تركيب هيكل رأس المال والتطبيق العملي لهذه النظريات من خلال استقصاء لوجهة نظر

4 Brounen, Dirk & Jong, Abe De & Koedijk, Kees C. G., 2004, Corporate Finance in Europe Confronting Theory with Practice, Maastricht Meetings Paper No. 2769

5 Bancel, Frank Mittoo Usha r. , 2004, Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms, Financial Management, Vol. 33, No. 4, Winter 2004

المدراء الماليين في 16 بلد أوربي حول محددات هيكل رأس المال حيث إن السياسة المالية وهيكل رأس المال يتأثران بعوامل مختلفة ولمعرفة مدى تأثير هذه العوامل على هيكل رأس المال، وقد قامت الدراسة بتحليل مجموعة من المحددات المختلفة التي تؤثر على الرافعة المالية عن طريق توجيه مجموعة من التساؤلات على المديرين الماليين حول أهم محددات الدين ورأس المال من وجهة نظرهم، وبالنتيجة كانت المرونة المالية و مقدار الانخفاض لأرباح السهم هم العاملان المؤثران بشكل رئيسي على قرار المدراء بإصدار الديون أو زيادة رأس المال، وكانت بيئة البلد موطن الشركة عامل له التأثير أيضاً على تحديد تركيب هيكل رأس المال ولكن بدرجة أقل تأثيراً، وقد توصلت الدراسة أيضاً إلى أن الشركات تعتمد على النظرية التقليدية عند اتخاذ قرارها التمويلي.

- **Buferna**, **Bangassa**, **Hodgkinson** ,**2005**, "Determinants of Capital Structure Evidence from Libya"[6]

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد نظريات هيكل رأس المال الأنسب للدول النامية دراسة مدى تأثير عدم وجود سوق ثانوي للأوراق المالية على القرار التمويلي، وقد توصلت الدراسة إلى أن كلا من Trade off And Agency Cost ملائمتان لهيكل رأس مال الشركات الليبية مع وجود دليل ضعيف لتطبيق نظرية Pecking Order.

6 Buferna, Fakher & Bangassa, Kenbata & Hodgkinson, Lynn, 2005, Determinants of Capital Structure Evidence from Libya, Management School, university of Liverpool, Research paper series No.2005/08

6. فرضيات الدراسة:

بناء على مشكلة الدراسة وأهدافها فقد وضع الباحث الفروض التالية:

1- يقوم متخذي القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة بتحديد هيكل تمويل مستهدف للشركة.

الفرضية البديلة: لا يقوم متخذي القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة بتحديد هيكل تمويل مستهدف للشركة.

2- يتم اتخاذ القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة بالاعتماد على أسس علمية وواضحة.

الفرضية البديلة: لا يتم اتخاذ القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة بالاعتماد على أسس علمية واضحة.

3- توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين فعالية القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة و كفاءة أداء هذه الشركات.

الفرضية البديلة: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين فعالية القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة وكفاءة أداء هذه الشركات.

7. منهج البحث:

اعتمد الباحث في هذا البحث على المنهج الوصفي التحليلي من خلال توصيفه لمعطيات المشكلة، وتم اكتشاف الحقائق المرتبطة بالدراسة وفق الخطوات التالية:

1- جمع المعارف اللازمة عن المشكلة بالعودة للأدبيات المحاسبية والدراسات السابقة في المكتبات والمواقع الالكترونية للوقوف على آخر ما تم اكتشافه من حقائق ترتبط بالمشكلة في الدول الأخرى.
2- ثم جمع المعلومات اللازمة عن الشركات الصناعية السورية.
3- إعداد استبانه في ضوء المعلومات والمعارف السابقة وتوزيعها على عينة الدراسة.
4- تحليل الاستبانة وتقييم النتائج وتقديم التوصيات.

8. مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة بالشركات الصناعية الخاصة السورية، حيث كانت الفئة المستهدفة هي المدراء التنفيذين والمدراء الماليين لدى هذه الشركات حيث تمثل هذه الفئة المستهدفة الجهة الاقدر على الاجابة على الاسئلة التي تضمنتها استبانة الدراسة، قام الباحث بتوزيع 147 استبانة لتمثل عينة عشوائية مختارة من هذه الفئة بوسائل مختلفة تمثلت بالبريد الالكتروني والفاكسات والمقابلات المباشرة، وقد تم استلام 97 استبانة صالحة للدراسة.

9. أدوات جمع البيانات وتحليلها:

تم تصميم استبانه بالاعتماد على الدراسات والمراجع العلمية ذات الصلة بموضوع الدراسة، وقد قام الباحث بعرض الاستبانة على عدد من الأساتذة المختصين في كلية الاقتصاد جامعة دمشق للتأكد

من قدرتها على تحقيق أهداف الدراسة، كما تم عرضها بشكل مسبق على بعض المعنيين بموضوع الدراسة، وتم أخذ ملاحظاتهم على الاستبانة من خلال إعادة النظر ببعض الفقرات والعبارات.

وقد تم استخدام برنامج الحزمة الإحصائية والمعروف اختصاراً باسم (SPSS)، لتحليل البيانات الإحصائية التي تم جمعها من الاستبانة المعدة لهذه الدراسة. واعتمد الباحث الاختبارات والمقاييس الإحصائية الوصفية كمقاييس النزعة المركزية (المتوسط الحسابي)، وكذلك تم استخدام مقاييس التشتت (الانحراف المعياري)، والتكرارات والنسب المئوية، واختبار درجة المصداقية باستخدام معامل المصداقية (كرونباخ ألفا) "Gronbach Alpha".

الفصل الثانـي

تكلفة رأس المال

مقدمة:

تعتبر التنمية الاقتصادية الهدف الأساسي الذي تتطلع إليه مجتمعات وشعوب العالم،. وبالرغم من المشاكل والخلافات الواضحة حول مفهوم التنمية وطرق قياسها المثلى للإسراع بها، إلا أنه من المؤكد بأن كلفة رأس المال أو كما يصطلح عليه بمعدل العائد على الاستثمار يعد واحداً من أهم المقاييس المستعملة للحكم على نجاح خطط التنمية الاقتصادية لذا أصبحت مسالة التحقق من ربحية المشاريع الاستثمارية أمراً لا مفر منه عند دراسة جدوى تلك المشاريع.

وعند العودة إلى معظم الدراسات التي تناولت موضوع كلفة التمويل، يلاحظ القارئ أن المختصين بالعلوم الاقتصادية والمحاسبية والمالية قد اختلفت آراؤهم حول تحديد مفهوم أو مضمون كلفة رأس المال مع إعطائهم إياها أهمية استثنائية عند اتخاذهم للقرارات الاستثمارية التي تعتبر فريدة من نوعها غالباً. فقد استخدم الاقتصاديون كلفة التمويل في نظرياتهم الاقتصادية كعنصر مهم في تحديد الكثير من المتغيرات الاقتصادية، وقد تمثلت هذه الكلفة من وجهة نظرهم في شكل العائد على الأموال المستخدمة، أما المحاسبون فقد استمروا لفترة طويلة في تأكيد رأيهم بأنه لا يجري الاعتراف بمقابل استخدام الأموال إلا إذا كان متمثلا في فائدة فعلية تعاقدية، يجري سدادها للغير، فمن وجهة نظرهم إن الأموال المقترضة فقط هي النوع الوحيد للأموال الذي يحمل المنشأة بكلفة وهذا يعني أنهم نظروا إلى حق الملكية كونها أموالاً مجانية دون كلفة، ثم تعززت وجهات نظرهم أخيراً في الاهتمام بكلفة التمويل، ولو أن اهتمامهم قد جاء متأخراً [1].

[1] الزبيدي، حمزة محمود، ادارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، 2000، ص 193.

أما في المجال المالي أي في مجال الإدارة المالية فتعتبر كلفة رأس المال حجر الزاوية في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية، وفي تركيب هيكل التمويل ونوع الخليط المستخدم في ذلك التركيب، وعموماً فقد استندت الإدارة المالية في تحديدها إلى كلفة رأس المال إلى بعدين، الأول اقتصادي والثاني محاسبي، حيث تعتمد الإدارة المالية على مفهوم كلفة الأموال ضمن المنظور الاقتصادي مع الأخذ بعين الاعتبار البعد التاريخي أو المحاسبي، فقد عرفت كلفة رأس المال بأنها الكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل التي تستخدم معياراً في قبول أو رفض المشاريع الاستثمارية.

وسيتناول الفصل الأول من هذه الدراسة عرض لآلية تقدير وحساب كل مصدر من مصادر التمويل المعتمدة في صياغة هيكل رأس المال المستخدم في المنشأة تمهيداً للوصول إلى رقم واحد يعبر عن الكلفة الكلية للتمويل.

المبحث الأول:

مفهوم تكلفة رأس المال

إن فكرة كلفة رأس المال معقدة جداً، وإن مدى عدم الوضوح في هذه الناحية يتبين من التعاريف والمفاهيم المتعارضة أو وجهات النظر المختلفة التي تتعلق باصطلاح تكلفة رأس المال، حيث تدخل التكلفة في تحديدات مختلفة واستخدمت فيها أراء مختلفة إلا أنها جميعاً تدور حول مدلول واحد ينحصر بكونها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي تطلبه المنشأة للاستثمارات الجديدة أو هي الحد الأدنى الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الجديدة أو هي الحد الأدنى للعائد الذي يجب أن تحققه المنشأة على موجوداتها لكي ترضي مجموع المستثمرين فيها أو هي معدل العائد المطلوب على الاستثمارات الذي يضمن بقاء سعر السهم العادي للمنشأة بدون تغيير كما حددت أيضاً بكونها الكلفة التعاقدية وغيرها من المصاريف التي ترتبط بالقروض التي تقترضها المنشأة وكذلك الكلفة الصريحة أو الواضحة explicit لحق الملكية اللتان تشكلان في مجموعهما المرجح لكلفة الفرصة البديلة للأموال، وأخيراً حددت كلفة التمويل بأنها الكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل التي تستخدم معياراً في قبول أو رفض المشاريع الاستثمارية.

مما سبق يرى الباحث أنه يمكن تحديد كلفة التمويل بكونها الحد الأدنى لمعدل العائد المقبول الذي يرضي الملاك عند استثمارهم للأموال في مجالات استثمارية أخرى تتصف بنفس الدرجة من الخاطر.

أولاً: أهمية تكلفة رأس المال:

يرتبط قرار الاستثمار ارتباطاً مباشرا بقرار التمويل وذلك لأن قبول المقترح الاستثماري يتوقف على كيفية تمويل ذلك المقترح فإذا كان هنالك مشروع استثماري يحقق عائداً أقل من تكلفة تمويله فان هذا المشروع سيرفض من المنظور المالي حيث إن هذا معناه أن ثروة أصحاب المشروع ستتدهور نتيجة هذا القرار[2]. ولو كانت تكلفة الأموال التي سيتم بها تمويل المشروع أقل من العائد المحقق للمشروع فإن المشروع هنا يكون سليماً من الناحية المالية لأنه يزيد من ثروة أصحاب المشروع، ولذلك تستخدم أغلب المنشآت تكلفة الأموال المرجحة كمعدل خصم لأنها تتفق نوعاً ما مع الرقابة والأمان لعمليات الاستثمار وتتفق مع السلوك الاحترازي للمستثمر الذي يرغب قدر الإمكان تجنب مخاطر الاستثمار وعدم الدخول في مشروعات تكون درجة المخاطرة فيها عالية وإن كان العائد الناتج عنها مرتفعاً.

ومن جملة فوائد التي تضمن الإدارة المالية في منشأة الأعمال تحقيقها من خلال سعيها لحساب وتقدير المعدل المرجح للكلفة الكلية للتمويل وكلفة كل عنصر من عناصر التمويل بشكل مستقل، ويمكن إجمال أهم تلك الفوائد فيما يلي:

1. إن حساب كلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل سوف يمكَن الإدارة المالية من اختيار أنسب تلك المصادر من ناحية التكلفة، حيث يقتضي المنطق المالي، وعند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر والمصاحبة له، أن يختار المصدر الذي يحمل المنشأة اقل كلفة ممكنة.

[2]قباجه، عدنان عبد المجيد عبد الرحمن، "استقرارية نسبة الدين الى حقوق الملكية في الاجل الطويل: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالية"، الجامعة الاردنية،كلية الدراسات العليا، 1993، ص 18.

2. تستخدم كلفة التمويل كمعيار للمفاضلة بين المقترحات الاستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال، فإذا كانت لدينا مقترحين استثماريين ولنفرض أنها (أ،ب)، الأول يمكن تمويله عن طريق قرض من المصرف كلفته 6%، ومن المحتمل أن يدر عائداً سنوياً مقداره 10%، والثاني يمكن تمويله عن طرح سندات للاكتتاب العام تصل كلفتها السنوية 5% في حين أنها تدر عائداً متوقعاً قدره 6%، فمن الأفضل هنا تنفيذ المقترح الأول لأنه يعطي نتيجة أفضل

3. إن العديد من القرارات المالية من ضمنها تلك القرارات المرتبطة بإيجار الموجودات وإعادة تمويل السندات Bonds Refunding وسياسة رأس المال العامل، تستخدم حساباً دقيقاً لكلفة التمويل.

4. إن تعظيم القيمة السوقية للمنشأة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون كلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المنشأة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا، ولذلك ولغرض تخفيض كلفة التمويل فإن المنطق يتطلب حسابها.[3]

كما أن تحليل التكلفة التمويلية يؤثر على قرارات الإنتاج والقرارات الأخرى في المنشأة فكلما كانت تكلفة التمويل مرتفعة – إذا ما قورنت بالعائد على الاستثمار أو قورنت بالتكاليف التمويلية في المنشآت الأخرى – كلما كان ذلك مبرراً لإعادة النظر في العملية الإنتاجية سواء من حيث الكميات المنتجة خلال الفترات الزمنية المختلفة أو من حيث المزيج الإنتاجي وتشكيلة المنتجات. وتحليل كلفة التمويل يساعد في تحديد حجم الشروع فكلما توافرت مصادر التمويل وتنوعت أمام الإدارة وانخفضت تكلفة الحصول عليها كلما أدى ذلك إلى زيادة حجم المشروع وزيادة طاقته الإنتاجية والعكس

[3] الزبيدي، حمزة محمود، ادارة الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص 192

صحيح، مع الأخذ بعين الاعتبار العوامل الأخرى التي تؤثر على حجم المشروع كالمبيعات والنواحي القانونية وتحليل التعادل وغير ذلك.

ثانياً: العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال:

عند الحديث عن كلفة التمويل فإن الاتجاه يتمحور حول كلفة الخليط من مصادر التمويل الذي يشكل ما يعرف بهيكل التمويل للمنشأة. وبالنظر لتباين دور وأهمية كل عنصر من مصادر التمويل المختلفة، فمن المؤكد أن يكون هناك تباين في كلفة التمويل الكلية للمنشأة، غير أن ما ينبغي ملاحظته، أن كلفة التمويل ضمن هذه الخلطة من المصادر إنما تتأثر بمجموعة من العوامل لها أثرها المباشر في تغيير معدلات هذه الكلفة ارتفاعا أو انخفضاً مما يؤثر على عملية اتخاذ القرارات المالية. ويمكن تحديد هذه العوامل بـ [4]

1- الظروف الاقتصادية العامة: يتجسد العامل الأول بالطلب والعرض على الأموال في الاقتصاد وكذلك في مستوى التضخم, حيث تؤثر هذه المتغيرات على معدل العائد المطلوب من خلال تأثيرها المباشر في معدل العائد الخالي من المخاطر، كما أن التضخم داخل الاقتصاد سوف يحفز المستثمرين على طلب معدل عائد خالٍ من المخاطرة مرتفع يتناسب والخسائر المتوقعة والناتجة عن انخفاض القوة الشرائية للعملة.

2- ظروف السوق: تؤثر ظروف السوق في علاوة المخاطرة Risk Premium، ويقصد بهذه العلاوة مقدار العائد الذي يعوض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار أو ما يمكن أن يطلق عليه بثمن المخاطر وعليه فكلما زادت علاوة المخاطرة كلما زاد معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين أي زادت كلفة التمويل.

[4] الزبيدي، حمزة محمود، ادارة الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص 195

3- الظروف التشغيلية والمالية للمنشأة: تنعكس الظروف التشغيلية لمنشاة الأعمال بحجم مخاطر الأعمال, كما تنعكس الظروف المالية لها على حجم المخاطر المالية فيها, وتعتبر هذه المخاطر هي الأساس في تحديد علاوة المخاطرة حيث أنها تمثل ما يطلبه المستثمر من عائد في تعويض مخاطر الأعمال والمخاطر المالية التي ينطوي عليها الاستثمار، يقصد بمخاطر الأعمال التذبذب في ربح العمليات لأسباب تتعلق بطبيعة النشاط التشغيلي الذي تمارسه منشاة الأعمال, فزيادتها تعني ارتفاعا في علاوة المخاطرة وبالتالي تضخيما في كلفة التمويل. أضف إلى ذلك أن المخاطرة المالية هي مخاطر إضافية ناتجة بسبب تشكيلة هيكل التمويل وظهور القروض فيه وكلما زاد اعتماد الإدارة المالية على مصادر التمويل المقترضة كلما زادت المخاطر المالية التي تؤثر في المخاطرة الكلية للمنشاة مما يحفز علاوة المخاطرة على الارتفاع وبسببها يزيد معدل العائد المطلوب أي ترتفع كلفة التمويل.

4- مستوى التمويل المطلوب: يؤثر حجم التمويل اللازم للعمليات التشغيلية في المنشاة على درجة المخاطرة.

المبحث الثاني:
مصادر تمويل الشركات الصناعية

يشير الطرف الأيسر من الميزانية إلى الهيكل المالي Financial Structure للمنشأة إذ يعبر عن تركيب أو مكونات الأموال التي يتم بموجبها تمويل الأصول، فالأصول تمول إما بواسطة رأس المال أو الأرباح المحتجزة أو القروض طويلة وقصيرة الأجل.

من هنا فإن الهيكل المالي يشمل جانب العناصر التي تتكون منها الخصوم سواء أكانت طويلة أو قصيرة الأجل وهذا يختلف عن مفهوم هيكل رأس المال الذي يتكون فقط من مصادر التمويل طويلة الأجل والذي يتمثل في القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية والأسهم الممتازة إن وجدت، كما يمكن إضافة الجزء الدائم من المصادر الخارجية قصيرة الأجل، ومن هنا فإن هيكل التمويل أكثر شمولاً من هيكل رأس المال، إلا أن الكثير من الكتاب يستخدمون المصطلحين كاصطلاحات مترادفة[5].

ويمكن تصنيف مصادر هيكل التمويل إلى تمويل داخلي وخارجي، ويقصد بالتمويل الداخلي الأرباح المحتجزة أما التمويل الخارجي يشمل على كل من أموال الملكية بنوعيها وأموال الاقتراض طويل الأجل، كما يمكن تصنيفه أيضا إلى ملكية واقتراض وتتكون مصادر الملكية من الملاك الممتازين والباقين والتي تتمثل في الإصدارات المالية والأرباح المحتجزة أما الاقتراض وتشمل جميع أنواع القروض طويلة الأجل (مثل قروض البنك والسندات) وكما يمكن تصنيفه أيضا حسب فترة التمويل أي:

[5]قباجه، عدنان عبد المجيد عبد الرحمن، استقرارية نسبة الدين الى حقوق الملكية في الاجل الطويل: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالية، مرجع سبق ذكره، ص 10

تمويل قصير الأجل أقل من سنة، تمويل متوسط الأجل أكثر من سنة وأقل من خمس سنوات، تمويل طويل الأجل أكثر من عشر سنوات. والتي سنتناولها بشيء من التفصيل نظراً لأهميتها.

أولاً: مصادر التمويل قصير الأجل

ويتمثل بالأموال المقترضة التي يستلزم الوفاء بها خلال فترة سنة أو أقل، وهذا المصدر عادة ما يستخدم لتمويل رأس المال العامل أو الموجودات المتداولة ويأخذ هذا المصدر شكلين هما[6]:

1. الائتمان التجاري (Trade Credit): ويتمثل بالذمم الدائنة والحسابات الجارية المفتوحة والأوراق التجارية (الكمبيالات) والشيكات المؤجلة حيث تحصل عليه المنشآت من الموردين عن طريق قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تستخدمها في العملية الصناعية. وقد يكون الوحيد في بعض المنشآت ويكون عادة متاحاً بالوقت والقدر المناسب كما أنه من غير إجراءات وتعهدات رسمية، ويمكن القول أن هذا الائتمان غير مكلف إذا أحسنت المنشأة استخدامه من حيث عدم الإساءة لسمعتها في السوق في حالة عدم سداد المستحقات والذي سيؤثر على وضعها التنافسي.
2. الائتمان المصرفي(Bank Credit): ويتمثل بالقروض المصرفية قصيرة الأجل المضمونة بضمانات عينية أو شخصية، والقروض غير المضمونة كالاعتمادات المفتوحة والقروض الدوارة أو المتجددة وغيرها، ويمتاز بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في حال الفشل في السداد خلال فترة الخصم الممنوحة.

[6] الطراونة، مدحت ابراهيم، اثر الرفع المالي في ربحية الشركات المساهمة، مجلة البحوث الاقتصادية المجلد الخامس عشر، العدد الأول، يونيو، 2004 ، ص 60.

هناك اعتبارين لاستخدام التمويل قصير الأجل هما التكلفة التي تتحملها المنشأة ودرجة إتاحة المصدر (أي قدرة المصدر على تزويد المنشأة باحتياجاتها المالية عند الحاجة).

أما من حيث أهداف التمويل قصير الأجل بالنسبة للمنشات فيمكنها استخدام هذا التمويل لتحقيق عدة أهداف أهمها:

1. المرونة: فبعض المنشآت تمتاز بالتذبذب في الاحتياجات المالية خلال السنة لذا فأن التمويل قصير الأجل يمكَن هذه المنشآت من مواجهة الاحتياجات السنوية الفصلية أو أي فترة أخرى.
2. الحصول على تكلفة منخفضة.
3. ضمان المنشآت لمصدر تمويل إضافي في حالة عدم قدرتها على إصدار أسهم جديدة أو استخدام التمويل طويل الأجل.

إلا أن بعض البنوك قد تضع معوقات أمام المنشآت للاقتراض وتتمثل هذه المعوقات في[7]:

1. أن يطلب البنك من المنشآت الاحتفاظ برصيد معوض.
2. أن يطلب البنك من المنشآت سداد الفائدة مقدماً.
3. أن يطلب البنك من المنشآت سداد القرض دفعة واحدة.

[7] قباجه، عدنان عبد المجيد عبد الرحمن، استقرارية نسبة الدين الى حقوق الملكية في الاجل الطويل: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالية ،مرجع سبق ذكره، ص 12

ثانياً: مصادر التمويل متوسط الأجل

وهي الأموال المقترضة التي تستحق خلال فترة أكثر من سنة وأقل من خمس سنوات أو عشر سنوات حسب الاتفاق مع مصدر التمويل، وتعتبر المصارف من أهم المصادر لهذا النوع من التمويل، وعادة يكون هذا النوع من التمويل مكفولاً بضمان معين، ووفق شروط ائتمان متفق عليها بين المقرض والجهة المُقرضة من حيث طريقة السداد وتكلفة التمويل وغايته وغيرها.[8]

ويأخذ هذا المصدر الأشكال التمويلية الآتية:

1- التمويل بقروض مباشرة متوسطة الأجل: وتمنح مثل هذه القروض المصارف ضمن شروط محددة بين الجهة المقترضة والمصرف.

2- التمويل بالاستئجار(Lease Financing): ويهدف هذا النوع من التمويل الحصول على الأموال على شكل أصل أو أصول تكون الشركة بحاجة لخدمتها مقابل دفع أقساط استئجار متفق عليها بين الطرفين وقد يأخذ هذا النوع من التمويل أحد الأشكال التالية:

أ) الاستئجار التشغيلي: ويسمى أيضا استئجار الخدمة، ويتم بموجب هذا النوع من التمويل استئجار خدمة الأصل مقابل شروط محددة منها قسط الاستئجار والصيانة وغيرها.

ب) البيع ثم الاستئجار(Sale and lease back): ويقوم هذا النوع من التمويل على أساس قيام الشركة ببيع أحد أصولها كالآلات مثلاً إلى شركة أخرى مع احتفاظ الشركة البائعة بحق استخدام الأصل لمدة محدودة وبشروط متفق عليها.

[8] الطراونة، مدحت ابراهيم، اثر الرفع المالي في ربحية الشركات المساهمة، مرجع سبق ذكره، ص 62

ج) الاستئجار التمويلي: وبموجب هذا النوع من الاستئجار يقوم أحد المصارف بشراء أصل وتأجيره لشركة ما لقاء شروط متفق عليها.[9]

3- الشراء بالتقسيط: يعد هذا النوع من الشراء مصدراً للتمويل بمقدار الأقساط التي لم تسدد حيث تحصل الشركة على الأصل وتستخدمه في نشاطاتها المختلفة، وتقوم بسداد ثمنه على دفعات محدده في فترات معينة وضمن شروط اتفاق بين البائع وبين الشركة المشترية.

ثالثاً: مصادر التمويل طويل الأجل

إن هذا النوع من المصادر يستحق في فترة أطول من عشر سنوات ويمكن أن يدعى بالخصوم طويلة الأجل وحقوق الملكية، وتتمثل مصادر التمويل طويل الأجل في مصدرين هما المصادر الخارجية والمصادر الداخلية، ويمكن توضيح هذه المصادر كالآتي:

أ) المصادر الخارجية: [10]

هذا النوع من مصادر التمويل يمثل مديونية ينبغي على المنشأة الوفاء بقيمتها في تاريخ الاستحقاق طبقاً للمتفق عليه، وتأخذ هذه المصادر شكلين أساسيين هما القروض طويلة الأجل والسندات ونتناول الخصائص المميزة لكل منهما:

1- القروض طويلة الأجل:

وهي قروض تحصل عليها الشركة من المؤسسات المالية المختلفة مثل البنوك وشركات التأمين وقد يمتد تاريخ استحقاقها إلى فترة طويلة قد تصل إلى ثلاثين عاماً، ومن أهم مميزات هذا النوع أنه يتم الاتفاق على شروطه مثل معدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وطريقة السداد فقد

[9] د. حموي، فواز صالوم، مشكلات الاستئجار التمويلي Leasing وأثرها في عملية اتخاذ القرار التمويلي الأمثل في تنفيذ الاستثمارات، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 21، العدد الأول، 2005.

[10] قباجه، عدنان عبد المجيد عبد الرحمن، استقرارية نسبة الدين الى حقوق الملكية في الاجل الطويل: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالية، مرجع سبق ذكره، ص 13

يتم السداد مرة واحدة عند الاستحقاق أو على أقساط متساوية في تواريخ محددة وذلك بالتفاوض ما بين الشركات والجهات التي تقدم هذه الأموال في شكل قروض ويعاب عليه في أن الشركات المقرضة قد تطلب معدل فائدة متغيرة خاصة إذا كان سعر الفائدة في السوق متجه نحو الارتفاع

2- السندات:

وهي أداة دين طويل الأجل تصدره الشركات ويكفل الحق الكامل لحامله في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق ويعطى الحق في معدل فائدة دوري يتمثل بنسبة مئوية من القيمة الاسمية كما أن له قيمة سوقية قد تزيد أو تقل عن القيمة الاسمية وتحدد على أساس درجة المخاطرة التي يتعرض لها حامل السند، أما ما يميزها فهي أن الفوائد المدفوعة عليها تقتطع من الضرائب التي تدفعها الشركات، كما أن حامل السند لا يحق له التصويت والتدخل في شؤون الشركة وليس له أي امتيازات خاصة على أصول الشركة كما أن فوائد هذه الأموال تعتبر التزام يجب دفعها في موعدها بغض النظر عن حالتها المالية وذلك بصرف النظر عما إذا حققت الشركة ربحاً أو خسارة ومن عيوب السندات هي محدودية الاستفادة منها بسبب بعض التشريعات التي تحدد حجم الاقتراض وتقيد المنشآت المدرة لها من التصرف بالموجودات المرهونة ثم تخصيص صندوق إطفاء للسندات مما يؤثر على سيولة المنشأة وصعوبة التنبؤ بمستقبلها[11]. وتتنوع السندات إلى أشكال مختلفة وفقا أسس متنوعة كالسندات المضمونة وغير المضمونة، والسندات الاسمية لحاملها، والسندات

[11] قباجه، عدنان عبد المجيد عبد الرحمن، استقرارية نسبة الدين الى حقوق الملكية في الاجل الطويل: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالية، مرجع سبق ذكره، ص 13

القابلة للتحويل لأسهم وغير قابلة للتحويل، سندات بعلاوة إصدار وبخصم إصدار وسندات قابلة للاستدعاء وغيرها من الأنواع الأخرى[12].

وعلى الرغم من التشابه ما بين القروض طويلة الأجل والسندات إلا أن هناك مجموعة اختلافات بينها تتمثل في:

1- اختلاف إجراءات وطرق الحصول على القروض عنها في السندات.

2- تثبت قيمة القرض بالعقد المبرم بينما تثبت قيمة السند عليه.

3- يجب معرفة مانح القرض في حين من غير الضروري معرفة مشتري السند.

4- للسند قيمة سوقية واسمية بينما لا يوجد للقرض قيمة سوقية.

5- إمكانية التخلص من السند بسهولة ببيعه في السوق.

وتختلف القروض والسندات عن الأسهم العادية بما يلي:

1- إن أصحاب الأسهم هم ملاك أما حملة السندات وأصحاب القروض فهم دائنون

2- يتأخر أصحاب الأسهم عند التصفية ويقدم حملة السندات

3- حصول حامل السند على العائد بغض النظر عن ربح أو خسارة الشركة

4- يحق لحملة الأسهم التصويت والاشتراك في الإدارة

5- ليس للأسهم تاريخ استحقاق

6- ليس لحملة السندات حق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة.

[12] الطراونة، مدحت ابراهيم، اثر الرفع المالي في ربحية الشركات المساهمة، مرجع سبق ذكره، ص 64

ب) المصادر الداخلية

1- الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي مستند ملكية، أي حصة من رأس مال الشركة المساهمة وهي أحد الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل خاصة رأس المال الدائم، فالشركات المساهمة تعتمد على هذه الأسهم للحصول على رأس المال اللازم لها بصفة دائمة وخاصة عند بدء التكوين، حيث أن هذا النوع من الأسهم لا يحمل الشركة أعباء لا قبل لها باحتمالها فهي غير ملتزمة قانونا بإجراء توزيعات لحملة الاسم كما هو الحال بالنسبة للأنواع الأخرى (مثل الأسهم الممتازة أو السندات)، فالأسهم العادية لا تحمل أي تاريخ ثابت للاستحقاق وهي لا تحمل الشركة أعباء ثابتة فهي ليست مجبرة على توزيع عائد إلا إذا حققت أرباحاً، وإذا تقرر أيضاً توزيع هذه الأرباح، ويعتبر هذه من أهم مزايا الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة.

ويتمتع حملة هذا النوع من الأسهم بمزايا مختلفة وحقوق متعددة بصفتهم ملاك المشروع ويحدد طبيعة هذه الحقوق بدقة عقد إنشاء الشركة وما تنص عليه قوانين الدولة التي تنظم هذا النوع من الشركات، ومن أهم هذه الحقوق حق الحصول على الأرباح وحق التصويت في اجتماع الجمعية العمومية للمساهمين وحق البيع في سوق الأوراق المالية والحق في أصول الشركة كما أعطت الشركة حملة الأسهم العادية حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم العادية الجديدة التي تصدرها أثناء حياتها أو أي نوع آخر من الأوراق المالية، وذلك حفاظا على مركز المساهمين القدامى وخوفا من إضعاف مركزهم.

والجدير بالذكر أن إصدار المزيد من الأسهم العادية تؤدي إلى زيادة القدرة الافتراضية للمنشأة في المستقبل وذلك نتيجة لزيادة نسبة الملكية إلى الاقتراض، غير أن هذا المصدر يتميز بارتفاع التكلفة التي تتحملها الشركة، وذلك لأن العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم يكون مرتفعاً نظراً لكبر حجم المخاطر التي يتعرض لها المساهم هذا بالإضافة إلى أن العائد المدفوع للمساهم أي التوزيعات لا تترتب عليها أي وفر ضريبي لأنها لا تعتبر من بين التكاليف على عكس فوائد القروض، وتملك الأسهم عادة عدة قيم منها القيمة الاسمية والدفترية والسوقية.

2- الأسهم الممتازة:

تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في إن كليهما يمثل سند للملكية وأيضاً في أنها لا تستحق أرباحاً إلا إذا تقرر توزيعها، وحملة هذه الأسهم يمتازون في نواحي متعددة منها حق الأولوية في الحصول على الأرباح المقرر وغالبا ما تتمتع أيضاً بحق الأولوية في قيمة التصفية إذا حدث ذلك ولهذا تحرم عادة من حق التصويت (أي حضور الجمعيات العمومية).

وجدير بالذكر أنه على الرغم من أنه ليس هناك التزام من قبل الشركة بإجراء التوزيعات المحددة لأصحاب الأسهم إلا أنه هناك التزاماً أدبياً قد يدفع الشركة على دفعها حفاظاً لسمعتها من ناحية ولإمكانية حصولها على ما تحتاجه من أموال إضافية في المستقبل من ناحية أخرى، وهنا قد تتشابه الأسهم الممتازة مع القروض في خاصية التزام دفع التوزيعات.

غير أنه في المقابل نجد أن الشركات التي تلجأ إلى هذا النوع في التمويل من حقها عند إصداره أن يكون لها حق استدعاء هذه الأسهم التي أصدرتها أي إعادة شرائها، وهنا يمكن للمنشأة الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق بالتخلص من هذه الأسهم وإحلالها بمصادر أخرى أقل تكلفة.

وعادة تلجأ الشركات لهذا النوع من مصادر التمويل وذلك للحصول على ما تحتاجه من أموال إضافية دون خوف من تدخل الغير في الإدارة حيث أن معظم هذه الأسهم ليس لها حق التصويت، أيضاً إذا كان بإمكانها استثمار حصيلتها بمعدل يزيد عن المعدل المحدد في عقد الإصدار وبذلك يؤول الفرق إلى الملاك الباقيين وذلك يحقق هدف تعظيم ثروة الملاك.

وبالرغم من كل هذه المزايا إلا إن هذا المصدر من التمويل ينطوي على تكلفة مرتفعة، هي أقل من تكلفة الأسهم العدية ولكنها أكبر من تكلفة القروض الطويلة باختلاف أنواعها وهذه الأخيرة تحقق للمنشأة تقريباً نفس المزايا التي تحصل عليها من استخدام هذا المصدر.

3- الأرباح المحتجزة:

وهي عبارة عن أرباح تحققت، غير أن إدارة الشركة قررت احتجازها بدلاً من توزيعها على المساهمين[13]، حيث تعتمد المنشآت في تمويل جزء لا يستهان به من احتياجاتها المالية على الأرباح المحتجزة، وسياسة توزيع الأرباح تحدد ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على الملاك وأيضاً الجزء الذي يحتجز، حيث يمثل هذا الجزء مصدراً رئيسياً لتمويل الاستثمارات في المنشأة وخاصة بغرض النمو والتوسع.

[13] الطراونة، مدحت ابراهيم، اثر الرفع المالي في ربحية الشركات المساهمة، مرجع سبق ذكره، ص 65

وإذا كان هدف التوسع والنمو من الأشياء المرغوب فيها أيضاً توزيع الأرباح يعتبر أيضاً من الأشياء المرغوب فيها أي أن لسياسة التوزيع هدفين كلاهما مرغوب به.

ولكن هل يعني هذا أن الهدفين متعارضان؟، الواقع أن أجزاء توزيعات الأرباح وزيادة معدل هذا التوزيع يعني انخفاض الأرباح المحتجزة ويتبع ذلك انخفاض أو بطء في معدل نمو هذه الأرباح مستقبلاً. وقد يؤثر ذلك على القيمة السوقية للأسهم وذلك بعدم ارتفاع هذه القيمة أو على الأقل البطء في زيادتها وهذا يعني أن لسياسة توزيع الأرباح أثر على قيمة السهم السوقية أي اثر على قيمة المنشاة. [14]

[14] حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية، اساسيات الاستثمار والتمويل مرجع سبق ذكره، ص 501

المبحث الثالث:

تكلفة مصادر التمويل

تعتبر عملية تقدير كلفة التمويل واحدة من الصعوبات الرئيسية التي تواجه الإدارة المالية في منشآت الأعمال، فالمفهوم بحد ذاته محير كما أن الحساب الحقيقي لكلفة التمويل يعتمد التخمين والتقدير وبسبب هذه الصعوبات فإن حساب كلفة التمويل يعتمد على التقدير الشخصي أكثر من كونه أرقاماً حقيقية وعموماً عند تقدير كلفة التمويل نلاحظ أن الاهتمام ينصب بمصادر التمويل الطويلة الأجل (القروض الطويلة الأجل وحقوق الملكية) على اعتبار أنها المصادر الرئيسية للعمليات الاستثمارية أي التمويل الدائم وينطلق ذلك من مبدأ التغطية في التمويل أي السياسة المثالية، وهذا يعني أن جانباً من المصادر التي تعتبر هامة في كثير من الأحيان لن يتم التعرض لها عند حساب كلفة التمويل مثل الاستهلاك والقروض قصيرة الأجل حيث تتجاهل عملياً عند الكتابة عن كلفة التمويل.

فالاستهلاك مثلاً هو جزء من أموال المنشأة الممكن استخدامه لتحقيق مدفوعات نقدية لأصحاب القروض والملكية لذلك فكلفته هي كلفة الفرصة البديلة Opportunity Cost التي تتساوى وكلفة الفرصة البديلة للمنشأة وبكلام آخر إن كلفة الاستهلاك هي نفسها كلفة تمويل المنشأة، أما القروض القصيرة الأجل فأنها لا تعتبر من ضمن المصادر الدائمة في هيكل التمويل لذلك لا يمكن قياس كلفتها لآمادها القصيرة إضافة إلى أن بعضها لا يمكن قياس كلفته مثل الأجور المستحقة[15].

[15] الزبيدي، حمزة، ادارة الاستثمار والتمويل،مرجع سبق ذكره، ص 200

ومن العوامل التي تجعل عملية قياس تكلفة التمويل صعبة ومعقدة طول فترة الاستثمار، فكلما كانت الفترة التي تستثمر خلالها الأموال طويلة كلما كانت التكلفة الحقيقية للمصدر التمويلي منخفضة، والسبب أن إجراءات التمويل وتكلفته المبدئية يضيف أعباء إضافية على المنشأة المستثمرة وبالتالي فان تحميل التكلفة الخاصة بالحصول على قرض لمدة شهرين تجعل تكلفة التمويل أكثر ارتفاعاً عما لو كان القرض لمدة خمس سنوات مثلاً أو لفترة أطول من شهرين.

ومع وجود هذه الصعوبات فإن تحليل تكلفة مصادر التمويل لازال أمراً ملحاً وضرورياً والمشروعات التي تهمل التحليل الخاص بتكلفة مصادر التمويل تتخذ الكثير من القرارات المالية الخاطئة وما يستتبع ذلك من ضياع جزء من العائد الذي يحققه المشروع وتخفيض التوزيعات والاحتياطيات وتعرض المشروع للمخاطر وانعدام الثقة فيه وارتفاع تكلفة التمويل مرة أخرى فقد تلجأ الإدارة للاقتراض من البنوك بمعدل فائدة سنوي أعلى مما كان يمكنها الحصول عليها من التمويل بإصدار سندات وبيعها للإفراد وبمعدل فائدة سنوي أدنى.

وفي ضوء هذا الاتجاه العلمي فان حساب كلفة التمويل سوف ينحصر بالمصادر الدائمة للمنشأة وهي القروض الطويلة الأجل وحقوق الملكية ومن هنا يمكن القول إن كلفة الأموال المرجحة للمنشأة سوف تبدأ بحساب كلفة كل مصدر من المصادر الآتية:

1. كلفة القروض الطويلة الأجل
2. كلفة الأسهم الممتازة
3. كلفة الأسهم العادية
4. كلفة الأرباح المحتجزة
5. المعدل المرجح لكلفة التمويل

أولاً: كلفة القروض طويلة الأجل[16]

يمكن تعريف كلفة القروض أو الديون بأنها معدل العائد المتوقع من قبل الدائنين أو المقترضين والقروض عادة ما تشمل القروض طويلة الأجل وقد تكون الديون محددة بفترة زمنية أو قروض مستمرة ويعد الاقتراض مصدر تمويل خارجي ذا كلفة رخيصة إذا ما قورن بكلفة التمويل الممتلك ولهذا المصدر علاقة بتخفيض كلفة التمويل للمنشأة من خلال الرفع المالي حيث يؤدي إلى زيادة العائد المتاح لحملة الأسهم وتتحمل الإدارة المالية بسبب اعتمادها على قروض في هيكل تمويل المنشأة على مخاطر إضافية ممثلة بالمخاطر المالية تتمثل بدرجة النكول بأصل المبلغ المقترض و/أو بالفائدة مما يزيد من حجم المخاطر التي يتعرض لها مالكو المنشأة وهذا يعني إن التمويل المقترض في حالة اعتماده يحدث تغيرات جذرية في حجم المخاطر وفي معدل العائد المطلوب من قبل المالكين.

تتحمل الإدارة المالية في المنشأة من جراء استخدامها للقروض عن كلفة ثابتة ممثلة بالفائدة تعد من وجهة نظر الضريبة نفقة تنزل من الأرباح الخاضعة للضريبة مما يؤدي إلى وفر ضريبي يعادل مقدار الفائدة مضروباً بمعدل الضريبة ويستطيع هذا الوفر الضريبي تخفيض كلفة القروض دائماً مما يجعله ذا كلفة رخيصة يعول عليه في تمويل منشآت الأعمال.

لقد جاءت هذه الميزة الضريبية نظراً لاعتبار فوائد القروض من ضمن الأعباء المالية التي يتحملها حساب النتيجة (حساب الأرباح والخسائر) وهذا يعني أن معالجة الفائدة كنفقة سوف يحقق للمنشأة ميزة ضريبية تضمن لها تحقيق وفرات بسبب انخفاض مقدار الربح للضريبة بمقدار الفائدة

[16] الزبيدي، حمزة، ادارة الاستثمار والتمويل ،مرجع سبق ذكره، ص 201

وهذا يعني تحمل المنشأة لمقدار أقل من الضريبة بسبب اعتمادها على القروض ويقتضي التنويه إن هذه الميزة الضريبية تتحقق فقط عندما تحقق المنشأة الأرباح.

- كلفة القروض المستردة (Time – Specific Loans):[17]

وهذا النوع من القروض يشكل التزاما على المنشأة ويجب تسديده خلال فترة زمنية محددة واستنادا إلى هذا النوع من القروض يجب الأخذ بعين الاعتبار دفع المبلغ الأصلي الذي اقترضته المنشأة ويمكن حساب كلفة القروض المستردة وفقا للمعادلة الآتية:

$$\text{كلفة القروض المستردة} = \frac{\text{نفقات الفوائد المترتبة عن القرض خلال الفترة}}{\text{قيمة القرض}}$$

ثانيا :كلفة الأسهم

- كلفة الأسهم الممتازة[18]

تعتبر الأسهم الممتازة مصدراً من مصادر التمويل الذي يجمع بين خصائص الديون والأسهم العادية وتشترك الأسهم الممتازة مع الديون في أنها تشكل التزاماً مالياً ثابتاً على المنشأة حيث تلتزم عادة المنشآت المصدرة للأسهم الممتازة التزاماً أدبياً بتوزيع نسبة معينة من الأرباح في كل عام أما في حالة التصفية فان حملة الأسهم الممتازة يتمتعون بحق الحصول على مساهمتهم في المنشأة قبل حملة الأسهم العادية إلا أنه من المتعارف عليه أن تكون المدة الزمنية للأسهم الممتازة غير محددة

[17] الصياح، عبد الستار مصطفى، العامري، سعود جايد مشكور، الادارة المالية اطر نظرية،مرجع سبق ذكره، ص 224
[18] Werner Gleissner, Marco Wolfrum, "Cost of Capital and Valuation with Imperfect Diversification And Unsystematic Risks", Future Value Group, 2009.

كذلك لا تلزم المنشأة بشراء الأسهم الممتازة من حملته إلا إذا نصت شروط الإصدار على غير ذلك، ويمكن حساب كلفة الأسهم الممتازة عن طريق المعادلة الآتية:

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

إن كلفة الأسهم الممتازة تشبه إلى حد كبير كلفة الديون إلا أن الفرق بينهما هو أن كلفة الديون تحسب بعد الضريبة بينما كلفة الأسهم الممتازة تحسب قبل الضريبة وذلك لأن الفوائد على الديون يجوز معاملتها كنفقة ويتم خصمها من المبالغ التي تخضع للضريبة بينما الأرباح الموزعة على حملة الأسهم يتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر من النفقات.

- كلفة الأسهم العادية[19]

تعد الأسهم العادية من أكثر الأدوات المالية صعوبة في التقييم بسبب صعوبة تحديد التدفقات النقدية المتوقعة لحملة الأسهم العادية وتتمثل كلفة الأسهم العادية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين أو هي معدل الخصم وعلى الرغم من هذا التحديد فهناك عدة نماذج يمكن استخدامها لحساب هذه الكلفة في هيكل التمويل وهي:

- نموذج ناتج ربحية السهم الواحد

يستخدم هذا النموذج ربحية السهم الواحد في صافي الإيراد المحقق من بيع السهم العادي بعد طرح الكلفة الغارقة التي تتحملها المنشأة مضافا إلى ذلك معدل النمو في ربحية السهم الواحد بالصيغة الآتية:

[19] الزبيدي، حمزة، ادارة الاستثمار والتمويل ،مرجع سبق وذكره، ص 204

كلفة السهم العادية= عائد السهم + معدل النمو في ربحية السهم الواحد
القيمة السوقية

وعند تصحيح ربحية السهم الواحد المحاسبية من خلال إزالة عامل التضخم من معدل النمو نحصل على الكلفة الحقيقية للسهم العادي وعلى وفق الصيغة الآتية:

كلفة الأسهم العادية = عائد السهم + (معدل النمو – معدل التضخم)
القيمة السوقية

حيث أن (معدل النمو – معدل التضخم) تساوي معدل النمو الحقيقي في ربحية السهم الواحد.

النقطة الأساسية في هذا النموذج أنه ينسب النمو في ربحية المنشأة إلى الأموال الممتلكة ويصح هذا القول على المنشآت غير المرفوعة أي التي لا تستخدم الرفع المالي ويختلف الأمر في المنشآت المرفوعة حيث تساهم الرافعة المالية في زيادة ربحية السهم الواحد لذا ينحصر تطبيق هذا النموذج في المنشآت غير المرفوعة فقط مما يجعله محدوداً في التطبيق.

- نموذج خصم مقسوم الأرباح

قدم النموذج من قبل جوردن وشابيرو عام 1965 يحسب هذا النموذج الكلفة على أساس مقسوم الأرباح للسهم الواحد والقيمة السوقية للسهم بعد طرح الكلف الغارقة كما أنه ينسب معدل النمو إلى مقسوم الأرباح للسهم الواحد وعلى وفق الصيغة الآتية:

كلفة الأسهم العادية= مقسوم الأرباح + معدل النمو في مقسوم الأرباح
القيمة السوقية

إن هذا النموذج اقر بوضوح أثر قرارات مقسوم الأرباح ومعدلات النمو به في كلفة الأسهم العادية وأشار ضمناً إلى عنصر المخاطرة من خلال التغيير المقسوم الذي اعتبر كمتغير يؤثر في كلفة الأسهم العادية، لكن النموذج أهمل مساهمة الرفع المالي في تحقيق هذا النمو وبدوره أهمل مخاطر ذلك الرفع كما أنه افترض ثبات النمو واستمرار عملياته إلى ما لا نهاية حيث إن مثل هذا الافتراض يصعب التنبؤ به واستقراره حيث أن الأرباح تتقلب لعوامل داخلية وخارجية للمنشأة.

- نموذج العائد الخالي من المخاطرة

منطق هذا النموذج يعتمد على معدلات الفائدة للأوراق المالية الحكومية الخالية من المخاطرة مضافاً إليها علاوة مخاطرة تحدد وفق الظروف الاقتصادية السائدة في سوق البلد المعني لحظة التقييم، وإن سمة النموذج البساطة والوضوح لكن جزءاً منه يعتمد على التقديرات الشخصية في تقييم الظروف الاقتصادية مما يؤدي إلى اختلاف الكلفة على مستوى البيئة الاقتصادية الواحدة كنتيجة لاختلاف سلوك واتجاهات المستثمرين.

- نموذج بيتا السهم[20]

قدم هذا النموذج من قبل شارب عام 1964 يعرف النموذج في أدبيات الفكر المالي المعاصر بنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية "CAPM" ويحتل مكانة متميزة في سوق الأوراق المالية لأنه

[20] Werner Gleissner, Marco Wolfrum, "Cost Of Capital And Valuation With Imperfect Diverstification And Unsystematic Risks"

يعد من أدوات التحليل التي تأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في الأسهم على وجه الخصوص والاستثمارات الرأسمالية على وجه العموم، والمخاطرة التي يعتمدها النموذج هي المخاطرة السوقية المقاسة بعامل بيتا Beta عند حساب كلفة الأسهم العادية (معدل العائد المطلوب)، ويقصد بالمخاطرة السوقية هنا تلك التي تترك أثارها على جميع الأسهم في سوق الأوراق المالية نتيجة عوامل مشتركة (اقتصادية، سياسية، اجتماعية ... الخ) وتصيب الاقتصاد الوطني ككل ولا يمكن تجنبها بتنويع محفظة الأوراق المالية (مسك أنواع متعددة من الأوراق المالية بشكل محفظة لتعظيم العائد وتخفيض المخاطرة) لذا فان هذه المخاطرة تبين المدى الذي يتغير به عائد السهم عند عائد محفظة سوق الأوراق المالية.

اعتمد في بناء هذا النموذج على افتراضات السوق التامة التي تصف سلوك المستثمرين بالرشد والعقلانية وإن المعلومات في السوق متاحة دون استثناء لجميع المتعاملين به هذا بجانب تساوي شروط الإقراض والاقتراض بين الأفراد والمنشآت كافة. وتحدد النموذج المعادلة التالية:

كلفة السهم العادي = معدل العائد الخالي من المخاطر + بيتا (معدل العائد لمحفظة السوق – معدل العائد الخالي من المخاطر)

إن المعادلة أعلاه هي متغيرات نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية

- نموذج التسعير المرجح [21]

قدم هذا النموذج من قبل "Ross" عام 1976 كنتيجة للانتقادات الموجهة إلى نموذج بيتا أو "CAPM" ويفسر النموذج العلاقة بين العائد والمخاطرة في إطار منطقي مفاده أن معدل عائد

[21] Jon R. Williams, Susan F. Haka, Mark S. Bettner, Robert F. Meigs, "Financial & Managerial Accounting", Twelfth Edition, Mc Graw Hill, 2002.

السهم (كلفة التمويل الممتلك) يتحسس لمجموعة من العوامل المستقلة باتجاهات خطية لأن المستثمر يبحث عن تدنية حساسية محفظته تجاه المتغيرات غير المتوقعة من العوامل الاقتصادية مثل الإنتاج الصناعي معدلات الفائدة التضخم أسعار الصرف معدلات البطالة ميزان المدفوعات أسعار الطاقة وغيرها من العوامل الاقتصادية الأخرى، وميزة هذا النموذج تكمن في كونه لا يقيد عائد السهم بمحفظة السوق فحسب وإنما بإمكان أي من العوامل السابقة أن تساهم تغيير تفضيلات المستثمرين تجاه الأنواع المختلفة من الأوراق المالية اعتمادا على مبدأ المراجحة في الأجل القصير، بمعنى آخر أن النموذج يرى المخاطرة كقوى متعددة الأبعاد تشتق من مجموعة من العوامل الاقتصادية حيث يستبدل المستثمر محفظته كلما توقع زيادة في حساسية عائد الورقة المالية (الأسهم) لهذه العوامل لزيادة دالة المنفعة فهو يستمر بالترجيح إلى أن تنتهي الفرص المتاحة أمامه أي عندما يتحقق التوازن في السوق لذا يمكن تسميته بنموذج التوازن.

يتطلب هذا النموذج استخدام تقنيات التحليل المالي لتحديد أي العوامل الأكثر تأثيرا بعائد الورقة المالية (أي درجة التشبع) وفي دراسة[22] أعدها "Chen" لاختبار النموذج توصلت إلى نتائج تفيد إلى أن هناك أربعة عوامل مهمة يمكن أن تؤثر في معدل العائد المطلوب (كلفة التمويل الممتلك) حددها بالآتي:

1. التغيرات بمعدلات التضخم غير المتوقعة.
2. التغيرات في الإنتاج الصناعي المفاجئة.
3. التغيرات في هوامش العائد بين السندات ذات الدرجة العالية والواطئة.

[22] Cheng Chen, The Relationship Between The Financial Leverage & The Operating Leverage" Journal of finance, vol : 79 , No : 4, Dec, 2004.

4. التغيرات في هيكل أسعار الفائدة ذات الأجل (وتقاس بالفرق بين ناتج السند الحكومي للأجل الطويل وحوالات الخزينة).

وفقا للمنطق السابق فان الصيغة الرياضية للنموذج هي

كلفة السهم العادي = معدل العائد الخالي من المخاطرة + حساسية العائد للعامل الأول (علاوة المخاطرة للعامل الأول) + حساسية العائد للعامل الثاني (علاوة المخاطرة للعامل الثاني)...الخ

وبالرغم من أن اشتقاق النموذج جاء لتجاوز عيوب نموذج بيتا والانتقادات الموجهة لافتراضاته إلا أن نموذج التسعير المرجح هو الآخر لا يخلو من العيوب التي يمكن تحديدها بالآتي:

1. افتراضه لعمليات الترجيح إلى ما لا نهاية في الأجل القصير.
2. قدرة المستثمر في تصفية محفظته كلا أو جزءاً في الأجل القصير تجاه المحفظة في الأجل الطويل.
3. لم يحدد العوامل الأساسية التي تؤثر بشكل فعلي في عائد الورقة المالية.
4. يحتاج إلى إجراءات إحصائية معقدة والى سلسلة زمنية طويلة جدا لاختباره.

- نموذج مستوى سوق الأوراق المالية[23]

يعتمد هذا النموذج على نوعين من علاوة المخاطرة عند حساب كلفة الأسهم العادية (كلفة التمويل الممتلك) الأولى تمثل نتائج مقسوم الأرباح والثانية علاوة الخاطرة السوقية وهي مساوية لتلك العلاوة المستخدمة في نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM.

إن صيغة النموذج هي:

[23] Loof Hans, "Dynamic optimal capital structure and technical change" Journal of Structural Change and Economic Dynamics, No.15, 2004.

كلفة الأسهم العادية= مقسوم الأرباح السنوي + بيتا(معدل العائد على محفظة السوق – معدل العائد الخالي من المخاطرة)
السعر الحالي للسهم

وما يجب أن نلفت إليه النظر أن كلفة التمويل للأسهم العادية تكن بعد الضريبة وذلك لأن توزيعات الأرباح لحملة الأسهم العادية لا تعتبر ضمن المصروفات التي تخصم لأغراض الصربية، وهذا يعني أنه لا توجد ميزة ضريبية عند الاعتماد على مصدر التمويل الممتلك وهذا هو الاختلاف الرئيسي بين القروض والملكية الأمر الذي يجعل كلفة التمويل المقترض من أقل الكلف التي تتحملها إدارة المنشأة.

ثالثاً: كلفة الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة الجزء المتراكم من الأرباح الحالية أو المحتجزة عن فترة سابقة وهي تعتبر من مصادر التمويل الداخلي في منشأة الأعمال ولذلك فوجودها ضمن مصادر التمويل يجعل لها كلفة تماثل كلفة الفرصة البديلة أي مقدار العوائد المتوقع تحقيقها فيما لو تمت عملية استثمار هذه الأرباح في مجالات استثمارية أخرى تتماثل ودرجة الخطر وهناك بديلان لاحتجاز الأرباح:[24]

- توزيع الأرباح على المساهمين بنسبة معينة ويقوم كل مساهم باستثمار تلك العوائد
- تستطيع الشركة نفسها استثمار تلك الأرباح في استثمارات خارجية وتحصل بالتالي على عائد معين من ذلك الاستثمار

وبناء على ذلك فان هناك طريقتين لحساب كلفة الأرباح المحتجزة

- الطريقة الأولى والتي تعتمد على الأرباح الموزعة على المساهمين:

تكون كلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:

[24] الصياح، عبد الستار، العامري، سعود جايد الادارة المالية اطر نظرية ،مرجع سبق ذكره، ص 228

أ) افتراض عدم وجوب ضرائب وعمولات:

كلفة الأرباح المحتجزة = الأرباح المتوقعة لكل سهم / القيمة السوقية للسهم + الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم

ب) افتراض وجود ضرائب وعمولات: فان كلفة الأرباح المحتجزة هي:

كلفة الأرباح المحتجزة = كلفة الأسهم العادية × (1–نسبة الضريبة التي يدفعها المساهمون على الأرباح)(1– النسبة المئوية للعمولات)

- أما بالنسبة للطريقة الثانية وهي الطريقة التي تتعلق بالاستثمارات الخارجية للأرباح فأنها تعتمد على نسبة الضريبة المفروضة على حملة الأسهم والصعوبة الكبيرة التي تعترض هذه الطريقة هي صعوبة تقدير النسب المختلفة للضريبة لكل مساهم ومن ثم تجعل استخدام هذه الطريقة أمراً غير ممكنا.

رابعاً الكلفة المرجحة للأموال[25]

أشير سابقا إلى أن كلفة التمويل إنما تعني كلفة الخليط الذي يتكون منه هيكل التمويل في منشات الأعمال وبسبب كون كلفة كل عنصر من عناصر التمويل متباينة بالإضافة إلى أن الأهمية النسبية لكل عنصر من هيكل التمويل متباينة، عليه فإن المنطق التحليلي يستوجب الابتعاد عن المتوسط الحسابي وتقدير الكلفة الكلية للتمويل وهنا يتفق كتاب الإدارة المالية في أن كلفة التمويل إنما تتمثل في شكل متوسط مرجح Weighted لكلفة كل عنصر من عناصر أموال المنشأة ويقصد بالمعدل المرجح – في حالة حسابه – الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل إدارة المنشأة.

وفيما يلي استعراض للبدائل في حساب الكلفة الكلية للتمويل:

[25] الزبيدي، حمزة، ادارة الاستثمار والتمويل ،مرجع سبق ذكره، ص 211

1. الترجيح باستخدام القيمة الدفترية (التاريخية)

يعتمد هذا المدخل في حساب الكلفة المرجحة لمصادر الأموال على القيمة الدفترية لعناصر التمويل كما تظهر في الميزانية العمومية ويتم حساب الكلفة المرجحة من خلال إيجاد الأهمية النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل في الهيكل الكلي.

2. الترجيح باستخدام القيمة السوقية

يقصد بالقيمة السوقية القيم الحالية لعناصر التمويل وليس قيمتها الدفترية (قيمة الشراء الأولى) وعادة ما تفوق القيمة السوقية لقيم السندات (القروض الطويلة الأجل) والأسهم العادية والممتازة القيمة الدفترية لها بسبب القيمة الزمنية للنقود.

3. الترجيح باستخدام القيمة المستهدفة

تتحاشى الإدارة المالية عند تطبيق طريقة الترجيح باستخدام القيمة المستهدفة لحساب كلفة التمويل بعض عيوب كلفة التمويل المحسوبة بطريقة القيمة الفعلية والقيمة السوقية، وتستند فكرة الترجيح باستخدام القيمة المستهدفة على أساس أن هيكل تمويل المنشأة وشكل الخليط المكون لهذا الهيكل لابد وان يتغير بمرور الزمن وذلك ضمن حركة النمو والتوسع التي تحصل في منشأة الأعمال وشكل المعروض من الأموال المتاحة في سوق المال، الأمر الذي يجعل الكلفة المرجحة للتمويل المحسوبة على أساس القيمة الفعلية في حالة عدم استقرار مما يجعلها غير سليمة بل يفقد دورها في عملية اتخاذ القرار الاستثماري.

الفصل الثالث

هيكل رأس المال

مقدمة:

أمام الشركة بشكل عام، والإدارة المالية بشكل خاص، مصدرين ماليين ورئيسيين هما مصادر التمويل الممتلكة، ومصادر التمويل المقترضة. ولن تقف الإدارة المالية عند حالة تحديد حجم الأموال اللازمة لعملية التمويل واقتناء مصدر التمويل المناسب، بل يتعدى ذلك إلى تحديد الحجم الأمثل لهيكل التمويل وتحديد الفترات اللازمة التي تحتاج خلالها هذه الأموال، إذ من المعروف أن حاجة الشركة إلى الأموال قد تكون مؤقتة نسبياً حيث أن التصفية الموسمية للحسابات المدينة والمخزون السلعي، ستولد عنها نقد قد يكون كافي لسداد الالتزامات القصيرة الأمد وتمويل العمليات التشغيلية اليومية، بينما الأموال الموجهة إلى الاستثمارات الرأسمالية ستبقى في الشركة فترة طويلة من الزمن، كما تقع على الإدارة المالية مسؤولية إيجاد الخليط المناسب من مصادر التمويل المتاحة، بالشكل الذي يحقق الأهداف بأقل الكلف التمويلية[26].

تؤثر طريقة التمويل في الشركة على ربحيتها، وبالتالي لا بد من اختيار هيكل التمويل المناسب، أي الخليط المتجانس من مصادر التمويل، والذي من خلاله تتمكن الإدارة من تعظيم مستوى ربحيتها وبالتالي تحقق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد. ولا بد من الإشارة إلى أن الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية يحمل الشركة كلفة المخاطرة المالية وترتبط هذه المخاطرة بنمط التمويل الذي تختاره الشركة، فزيادة نسبة الأموال المقترضة إلى مجموع الأموال يعني أن الإدارة المالية ستتحمل مخاطرة دفع كلفة نقدية ثابتة ممثلة بالفائدة، بغض النظر عن مستوى الربحية المتحققة، لذلك على الإدارة المالية أن تتخذ قرار التمويل بشأن هيكل التمويل

[26].الزبيدي، حمزة محمود، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره ، ص 826

الذي يضمن التوازن بين الربحية المتوقعة وبين كلفة المخاطرة المالية. ومن ذلك نلاحظ، بأن هيكل التمويل الأمثل، لا تحكمه قرارات اعتباطية، إنما قرارات مستمدة من سعي الإدارة المالية بتحقيق أهدافها بأحسن كفاءة وبأقل كلفة اقتصادية[27].

[27] الزبيدي، حمزة محمود، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره ، ص 828

المبحث الأول:

مفهوم هيكل رأس المال

إن ظهور موضوع هيكل التمويل الأمثل كموضوع مستقل ضمن موضوعات التمويل جاء نتيجة لتعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المنشأة ، مع الاختلاف الواضح في طبقة كل مصدر مع وجود علاقة عكسية بين كلاً من العبء التمويلي والتكلفة لكل مصدر على حدة، حيث إن العبء التمويلي كما يرى الباحث يتمثل في درجة الخطورة المرتبطة بمصدر التمويل والمتمثلة في :

- وجود التزام ثابت مرتبط بمصدر التمويل.
- النتائج المترتبة على عدم الوفاء بالتزام الثابت.

وفيما يتعلق بالتكلفة فيقصد بها مدى ارتفاع قيمتها أو انخفاضها، حيث أن تكلفة رأس المال تعتبر أكبر مصادر الأموال تكلفة لأنها تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة، ولكنه أقل مصادر الأموال عبئاً على المنشأة نظراً لعدم وجود التزام ثابت يرتبط به ويمثل التزاماً بالنسبة للمنشأة، وفيما يتعلق بالقروض والسندات كمصدر للتمويل فهي تمثل بالنسبة للمقرض درجة منخفضة من الخطورة، وفي نفس الوقت تمثل بالنسبة للمنشأة درجة عالية من الخطورة حيث أن عدم الوفاء بالتزاماتها الثابتة من فوائد وكوبونات في مواعيدها المستحقة تنتج عند مباشرة إمكانية قيام المقرضين بإجراءات قانونية ضد المنشأة يمكن أن تصل إلى إشهار إفلاسها، وفي نفس الوقت نجد أن تكلفتها منخفضة نظراً لميزة الوفر الضريبي، الذي تتمتع به المنشأة المقترضة وذلك لأن فوائد القروض تحمل على حساب الأرباح والخسائر كنفقة وبذلك تخصم من الربح قبل خضوعه للضريبة وبذلك يقل الوعاء الضريبي

فيحدث الوفر الضريبي للمنشأة أما فيما يتعلق بالأسهم الممتازة كمصدر للتمويل فنجد أنها ترتبط بالتزام ثابت متمثلاً في الأرباح الموزعة المتفق عليه عند إصدارها ولكن عدم الوفاء بها لا ينتج عنه قانوناً إشهار إفلاس المنشأة ولذلك نجد أن الأسهم الممتازة أكبر عبئاً على المنشأة من الأسهم العادية وأقل تكلفة منها وفي نفس الوقت فهي أقل عبئاً على المنشأة من القروض وأكبر تكلفة نظراً لأن أرباحها الموزعة لا تحمل على حساب الأرباح والخسائر لأنها تعتبر توزيعها للربح وليست عبئاً عليه وبذلك لا تحدث للمنشأة وفراً ضريبياً.

ومن هنا فإن فكرة الاستغناء عن مصدر تمويلي معين أو الاعتماد على مصدر تمويلي معين بشكل مطلق أصبح مستبعداً تماماً، وأصبحت المشكلة هنا هي كيفية الوصول إلى الخليط المناسب من هذه الأموال حيث أن هذا الخليط المقصود هو الذي يتيح للمنشأة التمتع بأكبر قدر من المزايا وأقل قدر ممكن من المخاطر المرتبطة بمصادر التمويل، وهذا الخليط من مصادر التمويل هو ما يطلق عليه هيكل التمويل. [28]

- نسبة الدين المثلى Optimal Debt Ratio

إن نظرية هيكل رأس المال الأمثل ترى أن كل مشروع له هيكل رأس مال أمثل والذي يعمل على تعظيم قيم المشروع وتخفيض تكلفة رأس المال، فاستخدام الدين في هذا الهيكل يقود إلى رفع كل من المخاطرة والعائدة والذي يعمل على تعظيم أسعار أسهم المنشأة والذي بدوره يعمل على خفض تكلفة رأس المال.

إلا أن أهم العوامل التي تؤثر على قرار المنشأة فيما يتعلق بالاعتماد على الدين هي التكاليف المرافقة لاستخدام نسبة عالية من الدين والتي يطلق عليها تكاليف العسر المالي " Financial

[28] المرسي، جمال الدين، و الصلح، احمد عبد الله، "الادارة المالية متخذ اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، 2006، ص 242.

Distress Costs" بصفة عامة، وتكاليف الإفلاس تحديداً والتي لابد من أخذها بعين الاعتبار لأن هذه التكاليف قد تخرج عن السيطرة في شركة لديها نسبة دين إلى حقوق ملكية عالية.

ويقصد بتكلفة الإفلاس مجموعة عناصر التكلفة المرتبطة بإفلاس المشروع واحتمالات الإفلاس والتي تشمل:

1- مصروفات إدارية وقانونية مرتبطة بعملية الإفلاس.

2- انخفاض في قيمة الأصول المستثمرة عند انخفاض قيمتها السوقية عن قيمتها الدفترية.

3- التكاليف الناشئة عن انخفاض كفاءة نشاط المنشأة.

4- رفع الدائنين للعائد المطلوب على قروضهم وسنداتهم تحوطاً ضد مخاطر الإفلاس.

5- رفع أصحاب الملكية أو المساهمين لمعدل العائد المطلوب على رأس مالهم.

ورغم أن استخدام الدين يعمل على خفض تكلفة التمويل وما له من انعكاس ايجابي على قيمة المنشأة وعلى القيمة السوقية لأسهمها العادية، مع افتراض ثبات العوامل الأخرى، إلا أن استخدام الدين ينبغي أن يكون تحت شروط هي:

1- الاستخدام الكفؤ للديون.

2- القدرة على توليد عائد من الاستثمار يكفى لسداد الالتزامات الثابتة للديون بالإضافة إلى بقاء قدر مقبول من الأرباح المحتجزة.

3- نجاح المنشأة في السيطرة على المخاطر المالية المرتبطة بالتمويل الخارجي من خلال السيطرة على التدفقات النقدية الداخلية لمواجهة الالتزامات الثابتة لكي لا تقع الشركة في وضع عدم الوفاء.

ومسألة الدين الأمثل عبارة عن دالة لكل من حجم الفوائد المترتبة على الدين والدفعات لهذه الديون واحتمالات الإفلاس وظروف السوق وطبيعة التدفق النقدي للمشروعات[29].

وحسب نموذج موديجلياني وميلر تزداد قيمة الشركة بزيادة الدين إلى الملكية بسبب الدرع الضريبي الناتج عن ذلك حتى نقطة معينة هي نسبة الدين المثلى ولكن بعد ذلك ستزيد تكلفة العسر المالي عن الدرع الضريبي نتيجة استخدام الدين وهنا تبدأ قيمة الشركة السوقية بالانخفاض.

إلا أن السؤال هو كيفية قيام المنشآت بتحديد نسبة الدين إلى حقوق الملكية، حيث حاولت العديد من الدراسات الكشف عن محددات هذه النسبة إلا أنها لم تحدد كيفية اختيار الشركة لهذه النسبة لكي توازن ما بين تكلفة العسر المالي والدرع الضريبي، لذلك تم طرح مجموعة من المعايير والتي يمكن أن تستخدمها المنشآت لتحديد هذه النسبة:

1- النظر إلى الشركات الأخرى وإتباعها بحيث يوجد عادة توجه عام لإتباع الوضع السائد.

2- إتباع الأوضاع السابقة بحديث تلتزم المنشأة بإطار تقليدي ضمن معيار موضوع سابقاً.

3- قناعة الدائن بالمخاطرة التي يتعرض لها في حالة إقراض المنشأة بحيث توجد معايير لكل من المقرض والمقترض.

4- الرجوع إلى الاتجاه أو اتجاه الصناعة والذي يتضمن نسبة متعارف عليها ما بين القطاعات المختلفة لكل من الدين وحقوق الملكية.

[29] الزبيدي، حمزة محمود، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 761.

المبحث الثاني:

الاعتبارات الحاكمة في تكوين هيكل رأس المال

في محاولة لتعظيم ربحها تسعى الشركات إلى تمويل أصولها عن طريق الاقتراض على أمل أن تحقق الشركة ربحاً صافياً للمالكين بعد تسديد الفوائد أكبر مما لو اعتمدت على الملكية في تمويل مشروعاتها بحيث يقال أن الشركة قد تاجرت بالملكية، ولعل مصدر الاهتمام بهذا الموضوع يكمن في أن إدخال الدين في الهيكل المالي للمنشأة يوفر درعاً ضريبياً إلى جانب المخاطرة للمنشأة، بالتالي لابد من تحديد وتقييم حجم ومجال هذه المخاطرة والتي تتضمن عنصرين مهمين:

1- تحديد نسبة الدين في الهيكل المالي للمنشأة وذلك وفقاً للمقاربة مع الشركات في نفس المجال أو بالمقارنة مع السنوات السابقة.

2- قدرة التدفق النقدي للمشروع على خدمة الدين لتجنب عدم الوفاء، وعلى الأمد الطويل فإن هذا العنصر أهم من الذي سبقه لأن المشروع قد يكون منسجماً مع المنشآت الأخرى في نسبة الدين إلا أنها قد لا تكون قادرة على الوفاء بالالتزامات وذلك لنقص التدفق النقدي لديها.

ويتضح من الدراسات المختلفة أن هناك العديد من الاعتبارات والعوامل التي يجب أخذها في الحسبان عند إقرار الهيكل التمويلي للمنشأة والذي يمكنها اقتناؤه والمتكون من خليط للأموال من مصادر مملوكة ومقترضة، حيث أنه من الظواهر الهامة لأي سياسة تمويلية سليمة الوصول إلى درجة من التوازن بين كلاً من الملكية والمديونية بالإضافة إلى ضرورة مراعاة المبادئ والأسس

العلمية السليمة عند الاعتماد على التمويل الخارجي أو التوسع فيه، وهناك العديد من العوامل والقواعد العلمية التي يتمكن من خلالها متخذ القرار من الاختبار السليم بين البدائل التمويلية المتاحة أمام المنشأة.

والواقع أن الكثير من هذه القواعد والأسس قد وجدت نتيجة الدراسات التاريخية لأسباب تشمل المشروعات وهنا يرى الباحث أن الدراسات التحليلية التاريخية التي يعتمد عليها في تحديد الهيكل التمويلي لا تضمن أن عدم وجود نفس السياسات سيؤدي إلى النجاح في المستقبل، وتبقى أن تعد الخطة المالية لمقابلة احتياجات مشروع معين بإدارته المعينة في صناعة معينة وذلك في ضوء التقديرات التي تعد اليوم عن المستقبل، وقد تؤثر المعايير الخارجية الموضوعة على تكاليف التمويل ومدى توفرها، ويجب في جميع الحالات أن تعتمد القرارات المالية المتعلقة بتحديد الهيكل التمويلي على معرفة كاملة وتقدير شامل لجميع التكاليف وكيفية حسابها بدقة. [30]

ومن هنا فإن الدراسات التاريخية السابقة لا يمكن الاعتماد عليها بشكل مطلق، وإنما تؤخذ فقط كمؤشر ويساعد على تخفيض الفجوة بين التنبؤ والواقع، حيث أن الخطة المالية تعتبر سليمة أو غير سليمة حسب مطابقتها للظروف، وأنه لا توجد خطة كاملة، وأن قليل من الخطط يمكن الادعاء بأنها بنيت على تقييم دقيق لجميع المتغيرات بها، ويؤثر الكثير من المتغيرات على تقييم تطبيق حل مالي معين لمشكلة ما من حيث قدرة الشركة على استخدام الموارد المالية بطريقة مربحة، وقدرتها في الحصول على الأموال بموجب ترتيبات مختلفة، وأن تقدير الحاجة إلى الأموال، وكذلك الطريقة التي تستخدم بها في الشركة على خصائص أساسية معينة للصناعة، كذلك تتأثر الشروط التي يقدم بها

[30] الصلح، جمال الدين، والمرسي، عبد الله احمد، الادارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 246.

المستثمرون أموالهم بنفس تلك الخصائص وأن أهم الخصائص التي تؤثر في الناحية المالية ما يلي[31]:

1- درجة نمو المبيعات: بحيث يمكن للمنشأة التي تتمتع بنمو مضطرد في مبيعاتها الاعتماد على الدين لتمويل مشروعاتها.

2- درجة استقرار المبيعات: فكلما زادت نسبة الاستقرار، أمكن المنشأة من الاعتماد على الدين وذلك لقدرتها على التخطيط لسداد الفوائد وأصل الدين.

3- هيكل الأصول: فإذا ما ملكت المنشأة أصولاً يمكن استخدامها كرهن للدين فإن المقرض لا يتردد في تزويد المنشأة بالدين.

4- الربحية: فكلما زادت الأرباح قل اعتماد المنشأة على الدين وذلك لقدرتها على التمويل الداخلي.

5- الشريحة الضريبية: فكلما ارتفعت الشريحة التي تخضع لها المنشأة كان ذلك مشجعاً على استخدام الدين لتحقيق الوفر الضريبي.

6- الرقابة: إذا كان أعضاء الإدارة مالكين لعدد من الأسهم تكفى للسيطرة على عملية التصويت فأنهم يتجهون لاستخدام الدين بدلاً من الملكية.

7- اتجاه الإدارة نحو المخاطرة: فهناك الإدارة المتحفظة في سياسة الدين وهناك الإدارة صاحبة الجرأة.

8- اتجاه المقرض: حيث تتوقف قدرة المنشأة على استخدام الدين على مدى استعداد المقرض لتغطية الاحتياجات المالية.

[31] الزبيدي، حمزة، دارة الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص 225

9- ظروف السوق: ففي حالة صعوبة التمويل بالملكية فأنه لا بد من التوجه نحو استخدام الدين، ففي حالة انخفاض أسعار الأسهم فإن الشركة قد تمتنع عن بيع الأسهم وتختار التوجه للدين ريثما يتحسن وضع سوق الأسهم.

10- الرغبة في تحسين ربحية السهم: فكلما انخفضت قيمة فوائد القروض ترتب على ذلك زيادة المبيعات والذي بدوره يؤدي إلى زيادة في ربحية السهم.

11- الحجم: فالمنشأة الصغيرة تكلفها عملية الإصدار أكثر من الكبيرة وبالتالي تفضل اللجوء إلى استخدام الدين.

12- طبيعة الصناعة: بحيث تميل المنشأة العاملة في قطاع معين إلى التخصص في نسبة معينة من الدين.

كما يمكن تقسيم هذه المحددات إلى عوامل داخلية وخارجية،

فالداخلية تشمل

- درجة المخاطرة المرغوبة،
- درجة الرغبة في التنازل عن ضبط عمليات المنشأة والمرونة المستقبلية،

أما الخارجية فتشمل

- حجم النشاط الاقتصادي العام.
- مستوى أسعار الأسهم ومدى توفر الأموال في الأسواق.

إن هناك اختلافات واسعة في مكونات الهيكل المالي لعدد كبير من المشروعات التي تنتمي لصناعات مختلفة حيث أن بعض المشروعات تعتمد اعتماداً يكاد يكون كلياً على أموال الملكية لتمويل أصوله واحتياجاته المالية، بينما نجد أن البعض الآخر من المشروعات يتوسع كبيراً في استخدام الأموال المقترضة بأنواعها المختلفة، وهناك عدد من العوامل التي تسبب هذه الاختلافات وغالباً ما تكون متنازعة.

ـــ عوامل تحديد الأموال المستخدمة

تنطوي عملية تحديد أنواع الأموال المستخدمة على عدد من العوامل المعينة والتي غالباً ما تكون متضاربة، ونظراً لأن لكل منشأة ظروفها الخاصة التي تختلف عن ظروف غيرها فإن الوزن الذي يعطى لهذه العوامل عند اتخاذ قرار التجديد لا يتميز بالثبات، بل يتقلب ويتغير تبعاً للحالة الاقتصادية العامة وحالة الصناعة، وحالة الشركة نفسها، ومن أهم العوامل التي تحدد أنواع الأموال المستخدمة وهي: [32]

1- الملائمة:

يركز عامل الملائمة على ضرورة وأهمية الوصول إلى التوازن الأمثل بين كلاً من جانبي الأصول والخصوم أو الاستخدامات والمصادر، حيث أن لذلك التوازن أثر مباشر على تحقيق هدفي السيولة والربحية للمنشأة

[32] الصلح، جمال الدين، والمرسي، عبد الله احمد، الادارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 250.

2- المرونة:

يشير هذا العامل إلى المقدرة على تعديل مصادر الأموال إلى أعلى أو إلى أسفل متبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال والهدف من المرونة المالية هي قدرة على مقابلة الاحتياجات والإعداد للاحتياجات المستقبلية بشكل فعال.

3- اعتبار التوقيت:

يشير هذا العامل إلى أهمية حصول المنشأة على مصادر الأموال اللازمة لها في توقيت يناسبها من حيث التكلفة وشروط الاقتراض، حيث أن سعر الفائدة والذي يمثل تكلفة الحصول على الأموال سيحدد بتلاقي قوى العرض والطلب على النقود، وهنا يشير عامل التوقيت إلى ضرورة الحصول على الأموال اللازمة في أوقات انخفاض سعر الفائدة السائد في السوق وتوفير نوعيات الأموال المطلوبة في الأسواق المالية والنقدية.

4- اعتبار السيطرة والإدارة:

يشير هذا العامل إلى رغبة الملاك الحاليين حملة الأسهم العادية في الحصول على الأموال الإضافية المطلوبة عن طريق الاقتراض أو إصدار أسهم ممتازة، لأن الدائنين والملاك الممتازين ليس لهم الحق في المشاركة في الإدارة طالما أن المنشأة تفي بالتزاماتها الثابتة تجاههم، وبذلك فإن سيطرة الملاك الحاليين على الإدارة ستبقى كما هي وهذا إذا كان الهدف الرئيسي للملاك هو المحافظة على السيطرة وعدم الرغبة في توسيع قاعدة الملكية، ولكن تعارض عامل السيطرة مع عامل الأمان قد يجعل المنشأة تتخلى عن التمسك بهذا العامل.

المبحث الثالث:

نظريات هيكل رأس المال

يتوسع منهج الإدارة المالية في الفكر المالي المعاصر ليشمل ويهتم بصياغة هيكل التمويل الذي تعمل فيه منشأة الأعمال، أي بتحديد مصادر التمويل اللازمة لاستمرارية المنشأة والضامنة لقراراتها الاستثمارية، وبالشكل الذي يعظم من القيمة السوقية لها. ويتاح أمام الإدارة المالية بشكل عام مصدران للتمويل هما الأساس في تكوين ما يعرف بهيكل التمويل، أحدهما مقترض، والآخر ممتلك، ونسبق الحديث عندما نؤكد أن تحديد دور وأهمية كل مصدر في المنشأة لا يتم اعتباطاً وإنما يحكمه الكثير من القواعد أساسها قيمة المنشأة السوقية، ونركز الانتباه هنا على أن هناك دراسات متعددة ركزت على المتغيرات التي يمكن أن يكون لها تأثير وعلاقة باختيار الهيكل المالي الأمثل الذي يضمن تعظيم القيمة السوقية للمنشأة وبالتالي للسهم الواحد، من خلال تحقيقه لأعلى مستوى عائد بأقل كلفة تمويل.

وقد شكلت الدراسات التي عالجت موضوع صياغة هيكل التمويل الأمثل الإطار الذي يساعد في نضج نظرية متكاملة للإدارة المالية، وكان أول تلك الدراسات ما قدمه الباحثان مودكلياني وميلر (Modigiliani & Miller) منذ عام 1958 الذي يعود لهم الفضل في صياغة منهج الإدارة المالية في الفكر المالي المعاصر، حيث ركزت دراساتهم على اختيار العلاقة بين الهيكل المالي وكلفة التمويل وقيمة المنشأة، واعتبار العلاقة بين هذه المتغيرات قائمة على الاستقلالية، في حين نجد أن

من الباحثين[33] من يروج أفكاراً ترفض وجهة نظر مودكلياني وميلر، وتؤكد على وجود علاقة بين هيكل التمويل، وكلفة التمويل، وهي علاقة عكسية، أي أن ارتفاع مساهمة التمويل المقترض في الهيكل المالي يؤدي إلى انخفاض المعدل المرجح لكلفة التمويل، الذي يؤدي بدوره إلى تعظيم القيمة السوقية للمنشأة.

أولاً: مضمون الهيكل المالي

كما أشير سابقاً إلى أن عمل الإدارة المالية في منشأة الأعمال لا يقتصر على مجرد تحديد مصادر تمويل المنشأة، أي تحديد الأموال المقترضة وتلك التي تتوفر من المالكين، بل إن مهمتها المركزية والمعقدة هي في تحديد المزيج من الأموال المقترضة والممتلكة أي تشكيلة هيكل التمويل الذي يضمن تخفيض كلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن التي ترفع من القيمة السوقية للمنشأة إلى أعلى حد، فغرض الإدارة المالية وقراراتها هي في صياغة هيكل التمويل الأمثل الذي يضمن تعظيم في القيمة السوقية للمنشأة.[34]

ونشير أيضاً إلى أن هيكل التمويل يتكون من التمويل المقترض والتمويل الممتلك، كما يتضمن شكلين من التمويل، الدائم Permanent والمؤقت Temporary والذي تضمنه عادة مصادر التمويل قصيرة الأجل.

وعادة ما يشار إلى هيكل التمويل بالتمويل الدائم الذي يتكون من التمويل المقترض طويل الأجل. وحقوق الملكية التي تتكون من رأس المال (الأسهم العادية) وفائض رأس المال والأرباح المحتجزة، الذي يستبعد جميع أنواع الائتمان القصير الأجل مع تأكيدنا على أن هيكل التمويل وتركيبته إنما

[33] الأغبري، ثروة محمد، أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمنية، 2002.
[34] الزبيدي، حمزة، ادارة الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص 218

يتحددان وفق السياسة التمويلية التي تعتمدها الإدارة المالية التي تتحكم فيها مجموعة كبيرة من العوامل.

ويقصد بهيكل التمويل ذلك المزيج من مصادر التمويل (المقترضة والممتلكة) ضمن نقطة ارتكاز ممثلة بالرفع الذي يضمن زيادة في ربحية السهم الواحد وتعظيم قيمته في السوق، أو هو ذلك المزيج من مصادر التمويل الذي يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة، الذي يؤثر في القيمة السوقية للمنشأة، أو هو ذلك الخيار الاستراتيجي الذي يستهدف تلك الخلطة من مصادر التمويل ويحقق الخيار تعظيماً في القيمة السوقية للمنشأة.

وتشير مراجع الفكر المالي إلى أن منشآت الأعمال تسعى من خلال إدارة الهيكل المالي إلى ما يحقق لها البقاء وممارسة نشاطها الاقتصادي بفاعلية وعلى نحو ملائم، ويحقق زيادة في عائدها المتوقع برغم تباين مراحل حياتها، فالسياسة التمويلية الخاصة بتشكيل هيكل التمويل إنما تتفاوت من مرحلة إلى أخرى ضمن دورة حياة المنشأة. ويعرض الجدول الآتي /1/ شكل الصياغات الخاصة بالهيكل المالي ضمن دورة حياة المنشأة:[35]

دورة حياة المنشأة والهيكل المالي

	مرحلة الدخول	مرحلة التوسع	مرحلة الاستقرار	مرحلة التدهور
نسبة القروض في الهيكل المالي	عالية	عالية	منخفضة	منخفضة

[35] الزبيدي، حمزة، ادارة الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص219.

نسبة مقسوم الأرباح	لا يوجد	صغيرة ثم تبدأ بالزيادة	تزداد إلى ان تصبح كبيرة	كبيرة وتأخذ بالهبوط إلى ان تصبح معدومة

ومع التأكيد على أن التصورات أعلاه هي حالات حادثة في عموم منشآت الأعمال إلا أن الدقة في تحديد المديونية ومصدر التمويل الممتلك في هيكل التمويل في جزء منه إنما يعتمد أيضاً على مدى استقرار المنشأة وقدرتها في دخول واستقطاب المستهلك نحو منتوجاتها وتحديد حصتها في السوق، وهذا يتطلب إتباع سياسة كفؤ وقادرة على المنافسة والمحافظة على استقرار حجم المبيعات والأرباح، وبما ينعكس على توزيعات الأرباح المستقبلية.

وتقتضي الإشارة إلى التأكيد على أن الهيكل المالي في إطار تحديده قد نظمته عدة نظريات، اختلفت في إطار فلسفتها ومنهجها ومتغيراتها في تحديد هيكل التمويل، وقد تباينت وجهات نظر هذه النظريات برغم كونها تدور جميعاً حول التغيرات التي تحصل في الهيكل المالي وأثر ذلك في كلفة التمويل وبالتالي في قيمة المنشأة. [36]

[36] الزبيدي، حمزة، ادارة الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص 220

ثانياً: نظريات صياغة هيكل التمويل :

1- نظرية صافي الربح Net Income Theory

يرى مؤيدي نظرية صافي الربح (NI) إن الاختلاف في كلفة مصادر الأموال التي تشكل هيكل الأموال، سوف تتيح الفرصة للإدارة المالية ومن خلال تغير نسبة الرفع المالي إلى زيادة مساهمة التمويل المقترض ذات الكلفة الأقل على حساب مساهمة التمويل الممتلك ذات الكلفة الأكبر،[37] أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للشركة وفي كلفة الأموال المرجحة من خلال التغير في نسبة الرفع المالي. فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاض في كلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للشركة،[38] ومن أجل تحليل المضامين النظرية لهذه النظرية المهمة، لابد أولاً من عرض ومناقشة الفروض التي تقوم عليها، حيث تقوم النظرية على الفروض الآتية: [39]

1- إن الزيادة في استخدام القروض لا يغير من إدراك المستثمرين (الملاك) للمخاطر ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك ومعدل العائد على السندات والقروض (معدل الفائدة) تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسبة الرفع المالي.

2- نظراً لأن الملاك يجمعون باقي فائض النشاط (أي صافي الربح بعد الفائدة) فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضين ونتيجة لذلك فان معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون اكبر من معدل الفائدة على الاقتراض

37 M Y KHAN, P K JAIN, Tata, "Financial Management", McGraw-Hill, 2007, p. 101

38 الزبيدي، حمزة، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 761.

39 الحناوي، محمد صالح، و العبد، جلال ابراهيم، "الادارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، 2007، ص317.

(الفائدة على السندات) وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين.

3- حجم الاستثمار ثابت لا يتغير وهذا يعني ضمنياً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع الشركة من تغيير الخليط الذي يتكون منه هيكل الأموال[40] ونظراً لأن حجم الاستثمار ثابت لا يتغير هذا يعني أن صافي ربح العمليات ثابت لا يتغير.

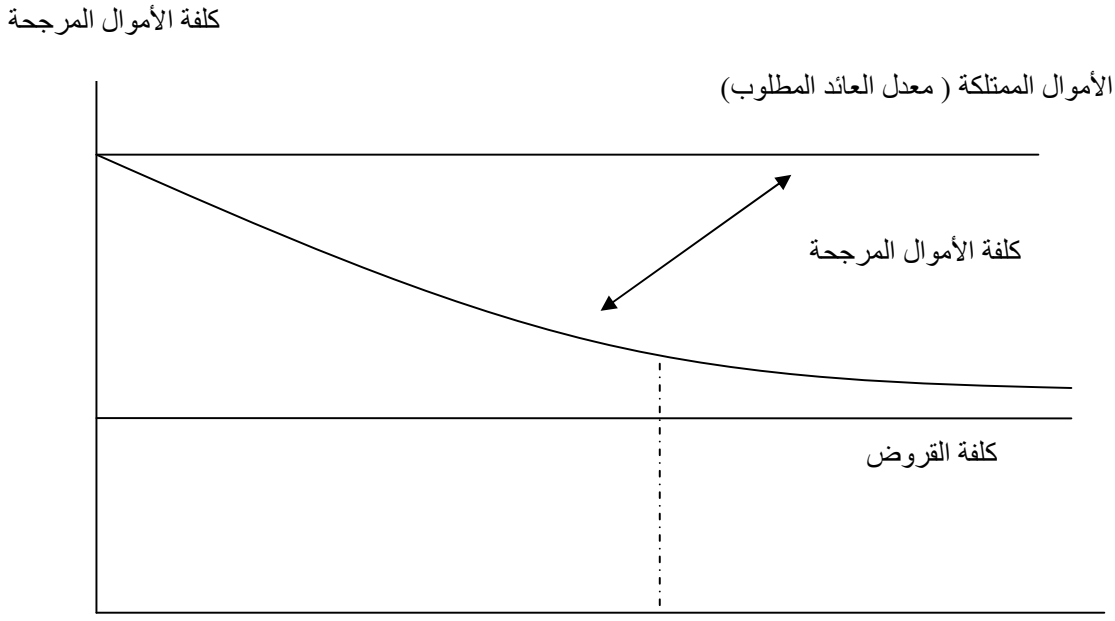
إن تحليل الفروض أعلاه تعطي تصوراً واضحاً لمضمون هذه النظرية، فكلفة الأموال المقترضة ثابتة كما أن كلفة الأموال الممتلكة ثابتة أيضاً، ونظراً لأن كلفة الأموال المقترضة أقل من كلفة الأموال الممتلكة. لذلك فإن زيادة التمويل المقترض في المساهمة في هيكل الأموال في شركة ما، من خلال زيادة نسبة الرفع المالي، سوف يترتب عليه انخفاض في كلفة الأموال المرجحة WACC (بسبب زيادة مساهمة المصدر ذات الكلفة الأرخص)، ونظراً لثبات صافي ربح العمليات بسبب ثبات حجم الاستثمار، فإن القيمة السوقية للشركة سوف ترتفع مع كل انخفاض في كلفة الأموال المرجحة. [41]

إن التحليل أعلاه يعني أن استمرار الرفع المالي في صياغة هيكل الأموال في الشركة يعني استمرار انخفاض كلفة الأموال المرجحة واستمرار ارتفاع القيمة السوقية للشركة، ويعني ذلك – من الناحية النظرية- الوصول بنسبة الرفع المالي إلى 100% في الشركة، ستكون الكلفة المرجحة للأموال في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للشركة في حدها الأعلى، هذا يعني أن القيمة السوقية للشركة سوف تكون في حدها الأعلى عندما تبلغ كلفة الأموال المرجحة مستوى يساوي كلفة الأموال

40هندي، منير، "الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، 1998، ص 174.
[41] الزبيدي، حمزة، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 762

المقترضة، ومن المنطق أن يتحقق ذلك عندما تعتمد الشركة كلياً على الأموال المقترضة فقط في تركيب رأسمالها.[42]

العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة الأموال المرجحة وفق نظرية صافي الربح شكل /1/



2- نظرية صافي ربح العمليات Operating Net Income Theory

يؤكد مؤيدي نظرية صافي ربح العمليات (NOI) في صياغة هيكل التمويل إلى أن التغير في الرفع المالي لا يسبب أي تغير في كلفة الأموال المرجحة WACC ولا في القيمة السوقية للشركة والتي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية زائداً القيمة السوقية للقروض[43] ، بمعنى أن القيمة السوقية للشركة سوف تكون مستقلة عن أي تغيرات في هيكل الأموال وهي أيضاً مستقلة عن تأثيرات كلفة الأموال المرجحة WACC.

[42] الزبيدي، حمزة، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 763
[43] M Y KHAN, P K JAIN, Tata, Financial Management,مرجع سبق ذكره, P101

إن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى إن زيادة الرفع المالي أي زيادة حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية Financial Risk التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك) وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فان الملاك لا بد وان يطلبوا معدل عائد على استثماراتهم أكبر تعويضاً عن هذه المخاطرة الإضافية وبما أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك يمثل كلفة التمويل الممتلك لذلك فان كلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي. إن هذا الارتفاع في كلفة التمويل الممتلك يعوضه الانخفاض في كلفة التمويل المقترض الأمر الذي يجعل كلفة الأموال المرجحة ثابتة لا تتغير والقيمة السوقية للشركة ثابتة لا تتغير أيضاً.[44]

ولا بد من الإشارة إلى أن كلفة التمويل المقترض سوف تضم متغيرين أساسيين هما: [45]

- كلفة صريحة explicit، ممثلة بسعر الفائدة.
- كلفة ضمنية implicit، ناشئة عن الزيادة في كلفة التمويل الممتلك بسبب ارتفاع مستويات الرفع المالي.

إن المنهج العام لنظرية صافي ربح العمليات في صياغة هيكل التمويل يؤكد فكرة استقلالية مخاطر الأعمال عن كلفة الأموال المرجحة WACC وأيضاً عن تشكيلة هيكل الأموال وهو ما يعني أن القيمة السوقية للشركة ستظل ثابتة رغم التغيرات التي تحصل في مستويات الرفع المالي، مما يعني أن التغيرات في هيكل الأموال لا تأثير لها سواء على القيمة السوقية للشركة وأيضاً لا

[44] الزبيدي، حمزة، الادارة المالية المتقدمةمرجع سبق ذكره، ص 769

[45] M Y KHAN, P K JAIN, Tata، Financial Management,مرجع سبق ذكره, P101

تأثير لها على كلفة الأموال المرجحة الأمر الذي يجعل فكرة وجود هيكل تمويل أمثل فكرة غير مقبولة إطلاقاً.

ولإثبات وجهة النظر أعلاه حول هذه النظرية لا بد لنا من تحديد مجموعة من الفروض التي تقوم عليها هذه النظرية وهي: [46]

1- تتحدد القيمة السوقية للشركة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي كلفة الأموال المرجحة WACC، لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين اقتراض وملكية.

2- يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال Risk Business لذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فان معدل الخصم (كلفة الأموال المرجحة) يظل ثابت لا يتغير أيضاً.

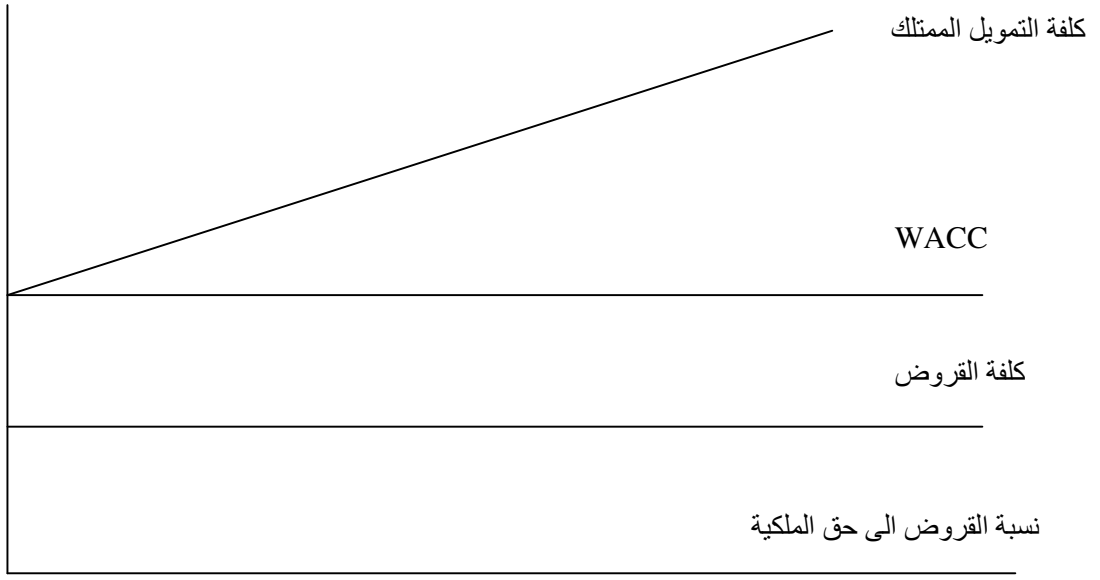
3- زيادة مستويات الرفع المالي من خلال الحصول على قروض بطرح سندات وهو مصدر تمويل منخفض الكلفة يترتب عليه زيادة في درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية لذلك فان المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض (السندات) تضيع نتيجة مطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها، الأمر الذي يجعل كلفة التمويل الممتلك متصاعدة كلما زادت مستويات الرفع المالي.

4- إن معدل الفائدة على القروض ثابتة.

5- لا توجد ضريبة على دخل الشركة.

[46] الحناوي، محمد صالح، والعبد، جلال ابراهيم، الادارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص323

العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة الأموال المرجحة وفق نظرية صافي ربح العمليات[47] شكل /2/



3- النظرية التقليدية Traditional Theory

يطلق مؤيدي هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية والإستنتاجية كما يعتقد الكثير من كتاب الإدارة المالية. أضف إلى ذلك أن المضمون النظري لأفكار مؤيدي هذه النظرية يعتمد وجهة نظر وسيطة بين نظرية صافي الربح (NI) ونظرية صافي ربح العمليات (NOI).

يؤكد مؤيدي هذه النظرية بوجود هيكل تمويل أمثل Optimal Financial Structure ينشأ عن نقطة اقتراض مثلى يتحقق من تشكيلة مميزة من الأموال المقترضة والأموال الممتلكة، هذه التشكيلة المميزة من مصادر التمويل المقترضة والممتلكة تجعل من كلفة الأموال المرجحةWACC في

[47] الزبيدي، حمزة، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 777

حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للشركة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مقبولة ومميزة من الرفع المالي.

أضف إلى ذلك أن هذه النظرية تفترض أن كلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في شركة الأعمال، وهم يقترضون– ضمن تحليل هذه النظرية– أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك الذي يمثل كلفة التمويل الممتلك يبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها التمويل المقترض في المساهمة في تشكيلة هيكل التمويل بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك.[48]

كما يفترض مؤيدي هذه النظرية أن كلفة التمويل المقترض تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه الكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت الشركة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليها.

ونظراً لارتفاع كلفة التمويل الممتلك مع تناقص قيمته في تشكيلة هيكل التمويل، وأيضاً تزايد مقدار القروض وبسبب انخفاض كلفته أصلاً فإن كلفة الأموال المرجحة WACC سوف تبدأ بالانخفاض منذ اللحظة الأولى الذي يتم فيها تغير الرفع في تشكيلة التمويل لصالح التمويل المقترض، حتى تصل إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي والذي يسمى بنقطة الاقتراض المثلى لتكون القيمة السوقية للشركة عند حدها الأعلى.

والسؤال الذي يطرح كيف تتحدد نقطة الاقتراض المثلى التي توصل إلى هيكل التمويل الأمثل؟

إن الإجابة على هذا السؤال تقتضي التوضيح من أن التمويل المقترض– على الرغم من أن كلفته ترتفع تدريجياً – يظل مصدر تمويل رخيص ومنخفض الكلفة إذا ما تم مقارنته مع مصدر التمويل

[48] الزبيدي، حمزة، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 778

الممتلك، ولذلك فان زيادة نسبة التمويل المقترض في هيكل التمويل تسهم في تخفيض كلفة الأموال المرجحة WACC. ترتفع كلفة التمويل الممتلك مع زيادة نسبة الأموال المقترضة مما يؤدي إلى ارتفاع كلفة الأموال المرجحة إلا أن انخفاض كلفة الأموال المرجحة الناجم عن زيادة القروض يفوق الارتفاع في كلفة الأموال المرجحة الناجم عن ارتفاع كلفة الأموال الممتلكة. [49] وبذلك تتحقق نقطة الاقتراض المثلى التي تجعل من كلفة الأموال المرجحة في حدها الأدنى. ثم تحصل التغيرات عندما تستمر الشركة في زيادة الاعتماد على مصدر التمويل المقترض، على الرغم من زيادة نسبته في هيكل التمويل إلا أنه يسهم في تخفيض كلفة الأموال المرجحة باعتباره مصدر رخيص الكلفة، إلا أن كلفة حقوق الملكية (كلفة التمويل الممتلك) تأخذ بالارتفاع بمعدلات كبيرة، والنتيجة أن زيادة الاقتراض بكلفته الرخيصة لم يعد كافياً لتحقيق تخفيض في كلفة الأموال المرجحة WACC وذلك بسبب الارتفاع الكبير في كلفة التمويل الممتلك، بعبارة أخرى تؤدي المغالاة في الاعتماد على القروض إلى زيادة كلفة التمويل الممتلك بقدر يفوق الوفورات المترتبة على زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة ذات الكلفة المنخفضة نسبياً، الأمر الذي يؤدي بكلفة الأموال المرجحة أن تتجه نحو التصاعد بعد أن اتجهت نحو الانخفاض.

ورغم قبول التحليل أعلاه، يطرح سؤالاً آخر حول الكيفية التي تتغير فيها كلفة الأموال المرجحة بسبب التغير في هيكل التمويل ؟

إن الإجابة على هذا السؤال تستلزم تبسيط التغيرات وتقسيمها إلى ثلاث مراحل وهي: [50]

[49] هندي، منير، الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 186

50 الحناوي، محمد صالح، والعبد، جلال ابراهيم، الادارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 203

المرحلة الأولى:

تتصف هذه المرحلة بظهور تغيرات بطيئة في كلفة الأموال الممتلك مع كل زيادة في مقدار الاقتراض، إلا أن الزيادة في كلفة الأموال الممتلكة ضمن هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناتجة عن زيادة الاقتراض. يضاف إلى ذلك أن كلفة الاقتراض ضمن هذه المرحلة تظل ثابتة، وبسبب ذلك فان القيمة السوقية للشركة سوف تبدأ بالزيادة الطفيفة كلما زاد الرفع المالي في هيكل التمويل بسبب التغيرات التي تحصل في كلفة الأموال المرجحة واتجاهها نحو الانخفاض.

المرحلة الثانية:

تتصف هذه المرحلة بأن الشركة قد استخدمت نسبة من الرفع المالي بحيث لا يؤثر على القيمة السوقية للشركة، نظراً لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض والمتمثلة في انخفاض كلفته سوف يقابلها ارتفاع بنفس المقدار في كلفة التمويل الممتلك لتشكل ما يعرف بنقطة الاقتراض المثلى، علماً أن البعض من الكتاب يرون في هذه المرحلة أنها تتمثل في مدى معين من نسبة الاقتراض وليس بنقطة محددة.

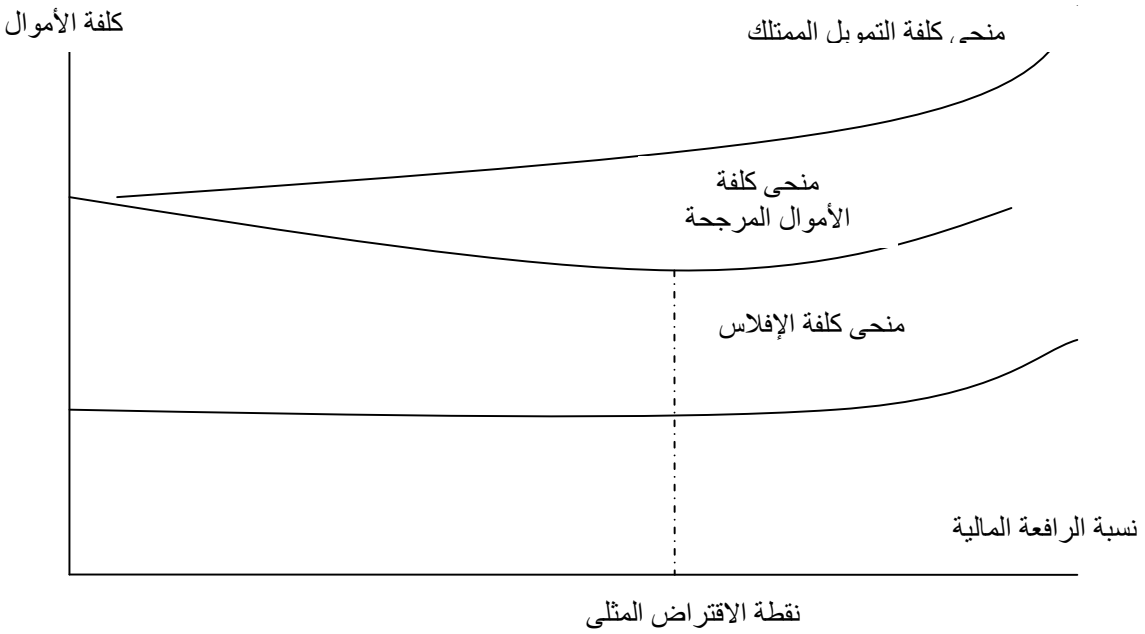
المرحلة الثالثة:

في هذه المرحلة تتجاوز إدارة الشركة في اقتراضها نقطة أو مدى الاقتراض الأمثل، وهو ما يترتب عليه أن تصبح مزايا الاعتماد على القروض كمصدر رخيص الكلفة تضيع تماماً مع الزيادة التي يطلبها الملاك على معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب زيادة خطر الاعتماد على القروض. بمعنى آخر إن الزيادة في معدل العائد المطلوب تكون أعلى من المزايا الناجمة عن الاعتماد على

القروض الأمر الذي يسبب ارتفاع في كلفة الأموال المرجحة، وبسببها تنخفض القيمة السوقية للشركة.

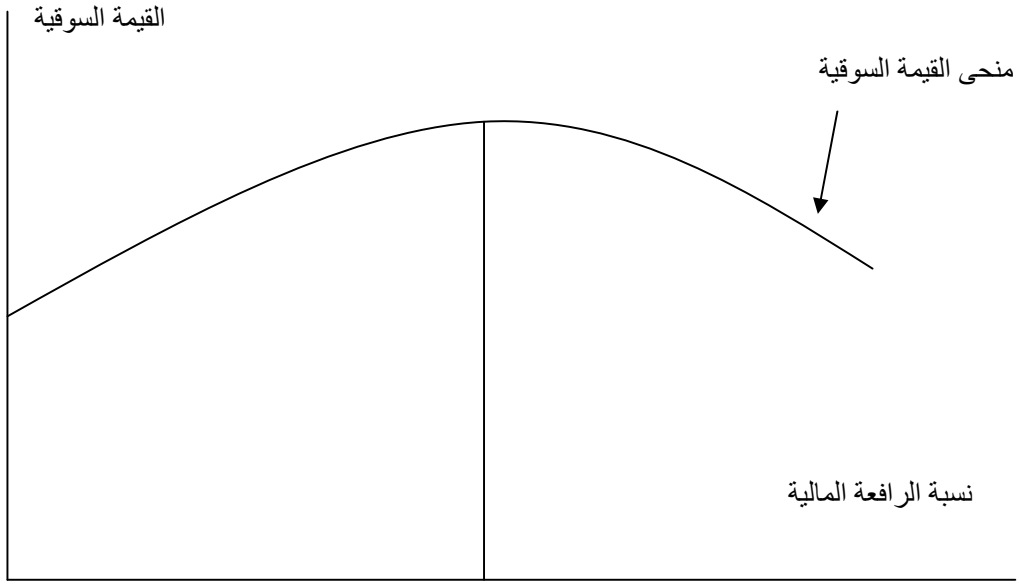
وكما يلاحظ من متابعة مراحل النظرية التقليدية أعلاه أن هناك تغيراً في سلوك العلاقة بين كلفة الأموال المرجحة WACC وكلفة التمويل الممتلك (معدل العائد المطلوب من الملاك) وأيضاً القيمة السوقية للشركة، وذلك عندما تتغير تشكيلة هيكل الأموال بتغير مستويات الرفع المالي، هذه التغيرات نستطيع أن نعرضها في شكل الآتي:

العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة التمويل الممتلك وكلفة الأموال المرجحة وفق مضمون النظرية التقليدية[51] شكل /3/



[51] الزبيدي، حمزة، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 783

التغير في القيمة السوقية للشركة بسبب تغير الرفع المالي وفق مضمون النظرية التقليدية شكل /4/



ويظهر من الشكلان اتجاه كلفة الأموال المرجحة WACC نحو الانخفاض مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي في صياغة هيكل التمويل، حتى يصل منحنى كلفة الأموال المرجحة إلى أدنى انخفاض لها لتشكل هذه النقطة ما يعرف بنقطة أو مدى الاقتراض الأمثل، وفي هذه النقطة تكون القيمة السوقية للشركة في حدها الأعلى، وبعد هذه النقطة يأخذ منحى الكلفة المرجحة للأموال بالارتفاع لتنخفض بالمقابل القيمة السوقية للشركة، وفق ما تم تفسيره أعلاه.

الفصل الرابع

تقييم الأداء

مقدمة:

انطلاقاً من الأهمية الكبيرة للأداء فقد أدركت الدول المتقدمة ذلك وبدأت الدول النامية في التركيز عليه لتحقيق معدلات نمو أعلى في مستويات الإنتاجية والعائد وزيادة نسب الانتفاع من الطاقات الإنتاجية لديها، على الرغم من الندرة التي تعانيها في توفير بعض الشروط المطلوبة في عناصر الإنتاج والتي تتركز في ندرة رأس المال في البعض منها، وضعف المستوى الفني والنوعي وللموارد البشرية فيها، بما لا يؤمن قدرتها على استخدام التكنولوجيا والأساليب العلمية والفنية الحديثة في الإنتاج.

لا يقتصر دور الإدارة المالية وقدرتها في تحقيق هدفها الاستراتيجي المتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد فقط على ما تمارسه من قرارات مالية مرتبطة بالاستثمار أو بالتمويل، وإنما يتعزز ذلك من خلال ممارسة مهمتين رئيسيتين هما التخطيط المالي والرقابة المالية. وتتجسد مهمة الرقابة المالية هنا في تكوين مجموعة من المعايير التي يمكن من خلالها تقييم المركز المالي والمركز النقدي للشركة وفي تقييم الأداء المالي من أجل الحكم على سلامة القرارات التي اعتمدتها الإدارة المالية وفي ضوء المقارنة مع النتائج المخططة قد تصل الإدارة المالية إلى اعتماد قرارات تصحيحية تجعل الاداء الفعلي كما هو مطلوب.

يهدف هذا الفصل إلى تقديم الأدبيات المرتبطة بتقييم أداء الشركات، باستخدام عدد من المؤشرات المحاسبية للأداء، والمؤشرات المالية المعتمدة على أسعار الأسهم، بالسوق المالية (market based performance measure)، وبالتالي تحليل وتفسير وتقييم أداء الشركات الصناعية من خلالها.

المبحث الأول

مفهوم تقييم الأداء وأهميته

أولاً: مفهوم تقييم الأداء

يعد تقييم الأداء أحد العناصر الأساسية في ترشيد القرارات الإدارية، حيث يوفر للإدارات معلومات وبيانات تستخدم في قياس مدى تحقيق أهداف المنظمة والتعرف على اتجاهات أداء فعالياتها للفترات السابقة واللاحقة، كما يعد تقييم أداء الشركات مؤشراً هاماً على كفاءة أداء الشركة إدارياً وفاعلية القرارات المالية ومدى قدرة الشركة على النمو المستقبلي.

هذا الأمر فتح مجالات وتسبب بوجود تحديات جديدة أمام علم المحاسبة والإدارة المالية يعتمد عليها بدرجة عالية للقرارات المالية، وإبراز الدور الفعال الذي تؤديه المعلومات المالية في خدمة الإدارة، والأطراف المعنية الأخرى، والتي تهتم بنشاط المنظمة، ومنهم المستثمرون الحاليون والمحتملون، حيث أن مخرجات تقييم الأداء وسيلة هامة للحكم على جودة أو رداءة المنشأة، ومؤشر على مدى نجاح هذه المنشأة وفاعليتها في استغلال مواردها الإنتاجية ومستوى الأرباح فيها، والاتجاهات المستقبلية لاستمرارها.

نجد عند طرح مفهوم الأداء[52] أن هناك تبايناً في وجهات النظر، واختلافات في جانب إيجاد تعريف محدد حول مفهوم الأداء، وتحديد المقاييس والمعايير الخاصة بتقييمه، حيث إن الأداء هو

52 Wheelen Thomas L. and Hunger J. David, "Strategic Management Business Policy",Hall Inc. 7th Edition USA 2000, P231

المحصلة النهائية للنشاط، وأن اختيار أدوات القياس المناسبة، يتوقف على طبيعة المنشآت التي يراد قياس أدائها أضافه إلى الأهداف المراد تحقيقها من خلال تقييم المنشأة.

ويعرّف كذلك بأنه تقييم الأداء الاقتصادي على مستوى الوحدة الإنتاجية أو الصناعية، بهدف معرفة مدى تحقيق الأهداف المرسومة لتلك الوحدة وكيفية استخدام الموارد وحساب المنافع والتكاليف وآثار ذلك على المشروع نفسه وأثره على إستراتيجية الاقتصاد القومي.

ويعرف أهمية الأداء، بأنه أسلوب يوفر مقياساً لمدى نجاح المنظمة من خلال سعيها لمواصلة نشاطها بغية تحقيق أهدافها، وبيَن أن النجاح، مقياس مركب يجمع بين الفاعلية والكفاءة، وبالتالي فهو أشمل من أي منهما وفي الحالتين، تستطيع المنظمة أن تواصل البقاء والاستمرار في العمل.

ويمكن تعريف تقييم الأداء على أنه فحص تحليلي انتقادي شامل لخطط وأهداف وطرق التشغيل واستخدام الموارد البشرية والمادية بهدف التحقق من كفاءة واقتصادية الموارد واستخدام أفضل استخدام وأعلى كفاءة بحيث يؤدي ذلك إلى تحقيق الأهداف والخطط المرسوم لها.

كما أن المنشأة قد تحقق أهدافها بدون أن تكون كفؤة، الأمر الذي ينبغي الانتباه إليه، لأنه قد يحدث بزيادة المدخلات وعدم الاستفادة منها كلياً، أو زيادة المخرجات من مدخلات محددة، مما يؤدي إلى تحقيق الأهداف مع انخفاض الكفاءة، وبالتالي تظهر درجة عالية من الفاعلية، أي أن المنشأة حققت كل الأهداف، ولكن بدون أن تكون كفؤة.[53]

53الحسيني، فلاح، الدوري، مؤيد، "ادارة البنوك كمدخل كمي واستراتيجي معاصر"، الطبعة الثانية، دار وائل عمان، الاردن، 2003، ص 227.

ثانياً: أهمية تقييم الأداء

يمكن تلخيص أهمية تقييم الأداء بالآتي:

1- أن تقييم الأداء يتمثل في الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية .

2- يوضح العلاقات التبادلية بين المشروعات والالتزام بها، فيساعد تقييم الأداء على التحقق من قيام الوحدات بوظائفها بأفضل كفاءة ممكنة.

3- ترتبط أهمية تقييم الأداء ارتباطاً وثيقاً بالتخطيط على كافة المستويات سواء على المستوى القومي أو المستوى القطاعي أو مستوى المنشأة.

4- كذلك يساعد على ما يلي:

- توجيه العاملين في أداء أعمالهم.
- توجيه إشراف الإدارة العليا.
- توضيح سير العمليات الإنتاجية.
- تحقيق التنسيق بين مختلف أوجه النشاط للمنشأة سواء ما يتعلق في الإنتاج أو التسويق أو التمويل أو الأفراد.
- تحقيق معايير الجودة للإنتاج على أساس المواصفات المحددة للإنتاج.

المبحث الثاني

التحليل المالي

أولاً: مفهوم التحليل المالي

تعد المعلومات المالية من أكثر مصادر المعلومات توفراً في المنشآت، وأن توفر هذه المعلومات يعد من الشروط الواردة في القوانين التي تضعها الدول، والتي تؤكد على كشف المنشآت عن معلومات مالية معينة بشكل سنوي، وخصوصاً تلك المعلومات التي تظهر في حساب الأرباح والخسائر، الميزانية العمومية، وكشف تدفق الأموال، وأن هذه المعلومات تمثل الأساس عند التفكير في قياس أداء أي منشأة من منشآت الأعمال. [54]

وطبقاً للمعيار المحاسبي الدولي الأول فإن الغرض العام من القوائم المالية، توفير معلومات عن المركز المالي للمنشأة وأداءها وتدفقاتها النقدية، لذا تنبع أهمية التحليل المالي للمنشأة، من أنها تساعد في الوصول إلى القيمة الاستثمارية للمنشأة، وجدوى الاستثمار في أسهمها. [55] حيث أن أحد أهم وسائل التخطيط والرقابة المالية هو التحليل المالي، أي تحليل فعل القرارات المالية من الناحية الرقمية، ويعتبر منهج التحليل المالي من أهم النماذج التقليدية لتقييم الأداء وأيضاً كوسيلة في ضمان سلامة قرارات الإدارة المالية وتقييم فاعليتها.

إن المفهوم لمدخل التحليل المالي، هو المنهج الذي سيسير عليه المحلل المالي في تحليل البيانات المالية المنشورة، وبهذا المعنى يختلف المنهج (Approach) عن الأسلوب (Method)،

54 الحسيني، فلاح، الدوري، مؤيد، ادارة البنوك كمدخل كمي واستراتيجي، مرجع سبق ذكره، ص 240

55 العجلاني، سامي عماد اليدن، "تقييم سوق الاسهم لاداء الشركات: دراسة في نسبة التنبؤ بالربحية المستقبلية للاستثمار ضمن قطاع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان"، اشراف الاستاذ الدكتور مؤيد عبد الرحمن الدوري، كلية العلوم المالية والمصرفية، 2005، ص 34.

فتحليل الربحية وتحليل الائتمان وتحليل الاستثمار، أمثلة على مناهج التحليل، بينما أسلوب الاتجاهات أو أسلوب النسب المالية أو أسلوب التدفقات النقدية، أمثلة على أساليب التحليل المالي، ويحدد منهج أو مدخل التحليل المالي أولاً في ضوء الغرض الذي يسعى إليه مستخدم البيانات، ثم في ضوء المدخل أو المنهج يحدد بعد ذلك الأسلوب أو الأساليب المناسبة للتحليل. [56]

يعد التحليل المالي أحد أهم وسائل الإدارة المالية التقليدية التي تلجأ إليها لتقييم قراراتها المختلفة سواء تلك المرتبطة بالاستثمار، أي مجموعة القرارات التي تتخذ لصياغة حجم الاستثمار (الموجودات) التشغيلي وأنواعه، أو تلك القرارات التي تجسد هيكل التمويل ومصادره المختلفة وضمان استخدامها بأقل كلفة ممكنة، ومن خلال تقييم هذين القرارين يمكن الوصول إلى تقييم الموقف الاستراتيجي للشركة ككل، حيث يساعد التحليل المالي في الوصول إلى تشخيص دقيق لنقاط القوة والإحاطة بجوانب الضعف، كما تفرضه بيئة الشركة الداخلية، وأيضاً تحديد الفرص وبيان التهديدات والتي تجسد بيئة الشركة الخارجية. [57]

يعتبر تحليل القوائم المالية أداة لتفسير هذه القوائم، ومعرفة للعلاقة بين مضامينها، ومدلولات الأرقام الواردة فيها، والعلاقات بينها، ويوفر التحليل المالي معلومات تساعد في تقدير المنشأة وتقييم مركزها المالي ومدى فعالية أنشطتها المختلفة وكفاءتها، ويساعد التحليل المالي في تقييم أداء الإدارات المختلفة في المنشأة، ويحدد مدى كفاءتها في الحصول على عائد ملائم على الأموال المتاحة لديها، وتكمن أهميته الكبرى في كونه يساهم في ترشيد القرارات الاقتصادية لكثير من مستخدمي القوائم المالية، فهذه القرارات تعتمد بشكل أو بآخر على البيانات الواردة في القوائم

56 مطر، محمد، "التحليل المالي الاساليب والادوات والاستخدامات العملية"، الطبعة الثانية، منشورات معهد الدراسات المصرفية، عمان، 2006، ص 168.
[57] الزبيدي، حمزة، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 168

المالية، ومعلوم أن الحصول على معلومات ملائمة قبل اتخاذ قرارا معين يساعد في ترشيد هذا القرار.

فالتحليل المالي يعد أهم الوسائل التي يمكن من خلالها تحديد وتقييم البدائل الإستراتيجية المختلفة وذلك بتمكين الإدارة من استغلال الفرص المتاحة وتجنب التهديدات التي تواجهها وبذلك تأثير مباشر في خيار الشركة الإستراتيجي، ومثل هذه التحليلات لا يمكن النظر إليها بمعزل عن تقييم جوانب القوة وتحديد مناطق الضعف مما يعكس قوة التحليل المالي – كوسيلة – في إمكانية الربط بين متغيرات البيئة الخارجية (الفرص والتهديدات) مع عناصر البيئة الداخلية (جوانب القوة والضعف)، أي الوصول إلى ما يسمى بتحليل حقيبة التحليل الإستراتيجي إذ تحتوي هذه الحقيبة على جوانب القوة Strength ونقاط الضعف Weakness والفرص Opportunities والتهديدات Threats والمعروفة عند المهتمين بالفكر الإداري الإستراتيجي بـ (SWOT) وأهمية التحليل المالي تتجسد من خلالها قدرته في بناء ما يعرف بنموذج التحليل الرباعي أو ما يسمى بالنموذج المزدوج للبيئة والأداء الذي يصوره الجدول الآتي جدول /2/[58]

[58] الزبيدي، حمزة، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 169

	ثانيا: تقييم الأداء الداخلي		
أولا تقييم البيئة **الخارجية**		ضع هنا أهم نقاط القوة	ضع هنا أهم جوانب الضعف
	ضع هنا أهم الفرص	المطلوب: 1- عدم استغلال الفرص 2- عظم نقاط القوة فما هو التصرف المناسب؟	المطلوب: 1- عظم استغلال الفرص 2- قلل استخدام نقاط الضعف فما هو التصرف المناسب؟
	ضع هنا أهم التهديدات	المطلوب: 1- قلل التهديدات 2- عظم استخدام نقاط القوة فما هو التصرف المناسب؟	المطلوب: 1- قلل التهديدات 2- قلل نقاط الضعف فما هو التصرف المناسب؟

يعتبر التحليل المالي باستخدام النسب المالية Financial Ration من أكثر الأنواع التقليدية شيوعاً في تحليل القوائم المالية و من الضروري القول أن النسب المالية التي تستخدم في التحليل ليست هي الغاية في التحليل المالي، إنما هي في الواقع نتائج أو تصورات تعطي الإجابة لكثير من التساؤلات المتعلقة بالمركز المالي والمركز النقدي والأداء وتقييم قرارات الاستثمار وقرارات التمويل.

تستخدم في التحليل المالي طريقتان منهجيتان، هما التحليل الأساسي والتحليل الفني، ويعتبر تحليل النسب، من أكثر الأدوات التي تخدم المحلل المالي في تقييم أداء الشركات في مجالات الربحية والسيولة وكفاءة الإدارة في استخدام الموجودات، ودرجة تمويل المنشأة من خلال المديونية،

ومدى نمو المنشأة، حيث تقدم للمحلل أدوات لقياس كافة جوانب أداء الشركة، وكذلك التعرف على نقاط القوة والضعف فيها.

التحليل بالنسب المالية، من أهم وأقدم وسائل التحليل التي تستخدم في الأسواق المالية لتحليل القيمة الجوهرية للأسهم، في إطار جمع عناصر المخاطر والعائد وتكلفة الفرصة البديلة، في نسب مئوية لعلاقة بين رقمين من الميزانية العمومية، أو من حساب الأرباح والخسائر أو من الاثنين معاً، ويستخدم هذا الأسلوب في الحصول على مؤشرات متنوعة على كفاءة المنشأة في تنفيذ أعمالها وقدراتها على تحقيق الأرباح ومواجهة الالتزامات ومستوى النشا فيها.[59]

ورغم أن حساب النسب المالية لا يتطلب إلا قدراً محدوداً من الخبرة والمهارة والمعرفة بالبيانات المحاسبية التي تظهر في القوائم المالية، إلا أن تفسير تلك النسب وربطها بالأداء يتصف بالصعوبة مما يستوجب من الإدارة المالية بشكل عام والمحلل المالي بشكل خاص الإدراك الجوهري لماهية النسبة وطبيعة العلاقة التي كونتها وتغيراتها خلال الزمن.

ثانياً: أنواع النسب المالية

تتاح أمام الإدارة المالية أعداد كبيرة من النسب المالية والتي تستخدم لتقييم الأداء وتقييم القرارات وتقييم المركز المالي والنقدي، بل إن الإدارة المالية تستطيع أن تشتق نسب أخرى وفق ترتيب علاقة ما بين بسط ومقام، شرط أن تكون نتيجة تلك العلاقة ذات مدلول معين وتعطي تفسيراً لأحد جوانب الأداء في شركة الأعمال، وتتاح أمام المحلل المالي الكثير من النسب المالية تشكل

[59] العجلاني، سامي عماد الدين، تقييم سوق الاسهم لاداء الشركات،مرجع سبق ذكره، ص 35

مجموعات لتقييم الأداء، إلا أننا سوف نستعرض فيما يلي مجموعات للنسب المالية حيث تقيس كل مجموعة جانباً من جوانب الأداء التشغيلي لشركة الأعمال وهي:

أ) نسب السيولة، وأهمها Liquidity Ratios

1- نسبة التداول والنسبة السريعة.

2- نسبة سيولة الذمم المدينة.

3- نسب سيولة المخزون السلعي.

4- مقياس عدد أيام الدفع المطلوبة.

ب) نسب التغطية (المديونية)Coverage Ratios

1- نسبة القروض إلى مجموع الأموال

2- نسبة تغطية الفوائد

3- نسبة القروض إلى حق الملكية.

ج) نسبة الربحية : Profitability Ratios

1- نسبة الهامش

2- معدل العائد على حق الملكية

3- معدل العائد على الاستثمار (القابلية الإيرادية)

د) نسب التقييم Valution Ratios

1- نسبة الربح لكل سهم عادي

2- السعر السوقي للسهم (قيمة السهم)

3- نسبة السعر السوقي للسهم إلى الربح لكل سهم.

4- نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمه الدفترية

5- عائد التوزيعات للسهم.

ثالثاً: الانتقادات الموجهة إلى الأسلوب التقليدي في تقييم الأداء

رغم أهمية التحليل بالنسب المالية الذي يشكل محور الاتجاه التقليدي في تقييم الأداء المالي وشيوعية وانفراده كأسلوب من أساليب الإدارة المالية في شركات العمال في تقييم الأداء وبالتالي تقييم قرارات الإدارة المالية، إلا أن هذا الأسلوب لا يخلو من بعض الانتقادات التي حددت أهمية اعتماده كأسلوب مطلق من قبل الإدارة المالية في تقييم الأداء.

ومن أهم هذه الانتقادات نستعرض ما يلي: [60]

- لا تعني نتيجة النسبة المالية شيء ما لم يتم مقارنتها بمعيار يستخدم لأغراض المقارنة، ومع ذلك فإن كلا الحالتين النسبة المالية والمعيار المستخدم في المقارنة لا يمثلان شيء من الناحية التقييمية لأنهما يحدثان في الماضي.

- أن مجموعات النسب المالية جميعها لا بد أن تتكامل في منظومة واحدة لإعطاء صورة حقيقة عن شركة الأعمال لأن الاقتصار على مجموعة واحدة أو عدة نسب قد يكون مضللاً.

- يتم استخراج الكثير من النسب المالية باستخدام الأرقام الواردة في الميزانية العمومية للشركة في لحظة زمنية، لذا كثيراً ما تحدث تغيرات سواء قبل إعداد الميزانية أو بعدها تجعل الحكم على أداء الشركة حكم وقتي مرهون بهذه اللحظ الزمنية.

[60] الزبيدي، حمزة، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 218

– إن المعالجة المحاسبية لبعض عناصر الميزانية أو قائمة الدخل تؤثر تأثيراً كثيراً على النسب المالية المستخرجة مثل علاج الاستهلاك والأرباح المحتجزة وتسعير بعض العناصر أو تقيمها وغيرها وبالتالي فإن اختلاف أسلوب وطريقة المعالجة تؤدي إلى اختلاف نتائج النسب المالية وبالتالي اختلاف أسلوب استخدامها في تقييم الأداء.

- وبالرغم من أهمية القوائم المالية، إلا أنها تتعرض للكثير من الانتقادات، وخاصة التي تعود لانتقائها للنظام المحاسبي، لعرض الأحداث الاقتصادية، وتوقيت عملية الاعتراف بالحدث الاقتصادي، وكيفية قياسه، لذا فإن قدرة الأرباح المحاسبية على عكس توقعات حملة المحاسبي، كمبدأ التكلفة التاريخية، ومبدأ الموضوعية، ومبدأ التحفظ.[61]

[61] الدبعي، امون، و ابو نصار، محمد، "دور نسبة الربح الى السعر في تحسين علاقة العوائد السوقية للاسهم بالارباح المحاسبية دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الاردنية"، مجلة دراسات العلوم الادارية، المجلد 27 العدد 2 تموز 2000، ص 413.

المبحث الثالث

مؤشرات الأداء التي تعتمد على السوق المالي

أولاً: تطور أساليب وأدوات تقييم الأداء

مع التغير الجذري في بيئة عمل شركات الأعمال، حدثت تغيرات جذرية في فكرة الإدارة المالية عموماً وفي شكل الدور الذي يجب أن تمارسه لتعظيم ثروة الملاك أو ثروة حملة الأسهم فيها باعتباره الهدف الذي ارتضته الإدارة المالية كأساس لقراراتها والذي لا زال يمثل هاجس علمها. ولهذا حدث تغير جذري ليس فقط في أساليب تقييم الأداء بل في محتوى الأداء ذاته، وبسبب ذلك تحولت الإدارة المالية وفق دورها الجديد بتجاوز التقييم المحاسبي للأداء والتحول نحو التقييم الاقتصادي له.

ومن ضمن أكثر الأساليب الحديثة شيوعاً والتي تعتمد التقييم الاقتصادي معايير القيمة في تقييم الأداء التي ترتكز على مقدار الإضافة في قيمه الاستثمارات، وهي أكثر اتفاقاً مع أهداف الإدارة الإستراتيجية والتي تتمثل بتعظيم القيمة السوقية للشركة. ورغم أن الحديث عن معايير خلق القيمة، يرجع إلى النظرية الاقتصادية الكلاسيكية، إلا أن الأهمية الكبرى لهذه المعايير ظهرت منذ عام 1991، في أعقاب الحملة التسويقية الضخمة التي قامت بها شركة (Stern Stew art Company) والتي سوقت فيها معياري القيمة السوقية المضافة (MVA) ومعيار القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وركزت الشركة في حملتها على أوجه القصور في معايير تقييم الأداء المحاسبية التقليدية.

فقد أجمعت مراجع الفكر المالي الحديث على أن هذين المعيارين قد استحوذا على اهتمام الإدارة المالية في السنوات الأخيرة باعتبارها المعايير التي يجب أن تستخدم لتقييم الأداء بل يجمع البعض من المهتمين على أن هذين المعيارين ما هما إلا الفكرة المالية الساخنة (Hot Financial Idea) والتي ستصبح أكثر سخونة خلال الفترة القادمة لكونه يؤكد على إن الطريقة المثلى لتعظيم القيمة السوقية للسهم.

وبالتالي تعظيم ثروة الملاك سوف تتم من خلال القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA)[62].

منذ التنظير الذي قدمه رائدا الإدارية المالية مودكلياني وميللر (Modigliani & Miller) عام 1958 عندما نشرا دراستهم" كلفة الأموال، تمويل الشركة ونظرية الاستثمار" والتي نشرت في مجلة The American Economic Review في عددها الثالث عام 1985 والجهود العلمية مستمرة في الوصول إلى تأطير نظرية كاملة للإدارة المالية تحصل تغيرات جذرية في بيئة شركات الأعمال أو في صياغة هياكلها التنظيم داخل الاقتصاد أو في هيكل الاقتصاد عموماً يجعل من ذلك الاقتراب محدوداً ومن تلك النظم قاصرة في ضمان تلبية احتياجات إدارات شركات الأعمال عموماً مما يحفز المهتمين بالإدارة المالية وبنظمها إلى البحث من جديد في تنظير جديد يمكن أن يدعم طموحاتهم ويساعدهم في الوصول إلى نظرية جديدة.

[62] خليفة، نبيل، و جربوع، محمود، "تقييم الأداء باستخدام معيار ROI و EVA" الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن

ولهذا يمكن القول إن الإدارة كممارسة وبسبب التغيرات الجذرية في هياكلها التنظيمية يمكن أن تقبل فكر جديد يحدد فلسفة عملها إلا أنها غير مقتنعة من أن هذا الفكر الجديد يمكن أن يكون مقبولاً لفترة طويلة، أو أنها قادرة على تطبيق مضمونه.

ورغم ذلك فإن هذا الاقتناع بالفكر الجديد يحفز إدارة شركات الأعمال في أن تجري تغيراً جذرياً في شكل النظم التي تحدد هيكل عملها ضمن ما هو معروف بإعادة هندسة نظم التشغيل لكي تتواءم والمتغيرات التي تحيط بها أكثر من اهتمامه بمعرفة مضمون الفكر الجديد.

إن إعادة هندسة النظم إنما تعني إعادة تصميم وتطبيق النظم الهندسية للمشاكل المالية أملاً في إيجاد الحلول الجذرية لها أو بمعنى آخر إعادة القدرة في التنبؤ بالأحداث الخارجية التي يمكن أن تؤثر على أداء شركات الأعمال. على وفق هذه الرغبة في التجديد أصبح هذا المنهج مقبولاً للتجربة من قبل الإدارة بشكل عام والإدارة المالية بشكل خاص ضماناً لاستمراريتها ولتحقيق أهدافها .

إن منهج إعادة هندسة نظم الإدارة لم يكن مقصوراً فقط في إمكانية تحديد النظرية التي يمكن الاعتماد عليها وإنما أيضاً في شكل النظم الفرعية التي تحدد كافة العمال ومنها نظم الإدارة المالية (Financial Management Systems) والأساليب والأدوات التي تلجأ إليها لغرض تقييم القرارات وفاعلية أدائها. بل إن أعادة هيكلة نظم الإدارة المالية إنما تعتبر الأساس في مضمون إعادة الهندسة المالية كما يشير إلى ذلك الكثير من المختصين والمهتمين.

إن مضمون ما تقدم يؤكد على أن دور الإدارة المالية في شركات الأعمال وهدفها المتمثل بتعظيم القيمة السوقية للسهم وبالتالي تعظيم ثروة الملاك إنما يتحقق وبطريقة مثلى باستخدام معيار

القيمة الاقتصادية المضافة وأيضاً معيار القيمة السوقية المضافة وكلاهما يؤكدان (إن إعادة هيكلة نظم الإدارة المالية لا يقتصر فقط في إعادة نظم تقييم الأداء بشكل عام ونظم وتقييم الأداء المالي فيها بشكل خاص) وحيث تشير المراجع العلمية المتخصصة إلى أن نظم تقييم الأداء المالي الحالية والتي تعتمد على المقاييس المحاسبية التقليدية تتسم بعدم فاعليتها أو لربما بعدم قدرتها على أن تضمن دور الإدارة المالية في شركات الأعمال وقد أوضحت دراسة أجراها معهد المحاسبة الأمريكي (IMA)عام 1966 من أن 15% من نظم قياس الأداء التي تضمنتها الدراسة تدعم بصورة جيدة أهداف الإدارة العليا داخل شركات الأعمال، بينما تعد 43% من هذه النظم غير كافية أو غير مجدية في ذلك، كما أوضحت الدراسة أن 60% ممن شملتهم الدراسة يقومون بتنفيذ تغيرات شاملة في نظم قياس الأداء أو يخططون لاستبدال النظم[63].

ولذلك وأمام ثورة التجديد في منهج النظم وفق ما يعرف بإعادة هندسة نظم الإدارة المالية ظهرت الكثير من الدراسات نضجت عدد من المعايير خصوصاً خلال الفترة 1995 – 1999 حيث استمرت الشركات الاستشارية المتخصصة والمهتمة بذلك إلى تقديم أفكار جديدة بشأن نظم الأداء تجاوزت الإطار التقليدي لها وركزت على دورها الفاعل في عملية تقييم الأداء والمساهمة الجادة في تفعيل دور الإدارة في اتخاذ القرارات عموماً والقرارات المالية بشكل خاص.

[63]خليفة، نبيل، و جربوع، محمود، "تقييم الأداء باستخدام معيار ROI و EVA" مرجع سبق ذكره

ثانياً : معيار القيمة الاقتصادية المضافة [64]:

وعلى وفق هذا التأكيد أصبحت معيار القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) منهجاً شاملاً ومتكاملاً في إعادة الإدارة المالية بسبب قدرته الفائقة في ربط أرباح التشغيل بالمعدل المرجح لكلفة الأموال الكلية (Weighted Average of Cost of Capital) وقدرته الفائقة في توجيه إدارة شركات الأعمال نحو الاستعمال الفعال لرأس المال المستثمر، ولذلك يرجع له السبب المباشر في الموجة السائدة الآن فيما يسمى بإعادة هندسة نظم الأعمال والتي ميزت الشركات الأمريكية منذ منتصف التسعينيات.

وعلى وفق هذا المنهج تستطيع شركات الأعمال من التوجه الواضح في تحسين الأرباح المتحققة من الاستثمارات المتاحة لديها وفي قياس الناتج الاقتصادي لحملة الأسهم من الملاك بأنه المعيار الذي من خلاله يتم تعظيم ثروة الملاك بل هو المؤشر أو المعيار الذي يلقي الضوء على سلوك الأفراد داخل هيكل الشركة وبطريقة يمكن من خلالها تعظيم ثروة الملاك وهذا ما تم إثباته في الكثير من الدراسات المتخصصة لهذا المؤشر و إذا أشارت دراسة (Thomas John) رئيس مجلس إدارة (Stern & Steward) من أن معيار القيمة الاقتصادية المضافة هو أقوى معيار لقياس القيمة السوقية للسهم ومجموعة المتغيرات المؤثرة فيه، وهذا يعني أن زيادة (EVA)على مستوى شركة الأعمال أو على مستوى القطاع الذي تعمل فيه شركة الأعمال إنما يعني زيادة في القيمة السوقية وبالتالي تعظيم في ثروة الملاك.

64 الزبيدي، حمزة، والكيلاني، قيس، "إعادة هيكلة نظم الإدارة المالية باستخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة"، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد الثامن، العدد الأول، عمان، الأردن،2005.

وعلى وفق هذا الاهتمام بهذا المعيار فقد تحول المنهج المالي في فكره الجديد لتعظيم ثروة الملاك وتعظيم القيمة السوقية للسهم من خلال معيار القيمة الاقتصادية المضافة (EVA).

ثالثاً: مزايا التحول نحو معيار القيمة الاقتصادية المضافة

وفق ما تم عرضه سابقاً من أهمية لمعيار القيمة الاقتصادية المضافة EVA يمكن القول أن هذا المعيار كنموذج لتقييم الأداء المالي يتسم بالشمولية، فقد أجمعت البحوث العلمية التي تناولت الموضوع، على أن استخدام هذا المعيار من الإدارة المالية في شركات الأعمال سوف يحقق ما يلي :

1. يوضح هذا المعيار التحسن المستمر والحقيقي لثروة الملاك.
2. يستخدم كمؤشر حقيقي ووحيد للأداء المالي والإداري.
3. يسمح تطبيق (EVA) أن تكون كل القرارات المالية منمذجة ومقيمة بقيمتها الحقيقة.
4. تضمن أساس لنظام من الحوافز للعاملين داخل شركة الأعمال.
5. يعتقد البعض أن القوة الحقيقية لهذا المعيار تكمن في قدرته تغيير السلوك وعلى كافة المستويات في الشركة.
6. يزيد من حث المدراء للمرؤوسين وذلك بواسطة تشجيعهم على العمل.
7. تطبيقها في شركات الأعمال يضمن الاستثمار في مشروعات ذات عائد أكبر من كلفة الاستثمار أو استعمال رأس مال أقل للحصول على ذات العائد.
8. أداة مهمة في اتخاذ القرارات الاستثمارية وقرارات التوسعات الاستثمارية المتوقعة.

9. المعيار الوحيد الذي يستعمل في التقييم الحقيقي لأصول شركة الأعمال خصوصاً عند تقدير القيمة الحقيقية لأصول الشركة عند البيع.

10. يؤكد دائماً من أن القيمة الاقتصادية المضافة تحدد سير الإدارة باتجاه تحديد أسعار الأسهم.

11. يضمن معيار القيمة الاقتصادية المضافة نهاية فوضى تعدد الأهداف، إذ أن معظم شركات العمال تستخدم منظومة من المقاييس للتعبير عن أهدافها وغاياتها وعليه فإن الخطط الإستراتيجية سوف تكون مبنية عادة على النمو والزيادة في الإيرادات أو الحصة السوقية أو على أساس إجمالي الهامش أو التدفق النقدي أو على أساس معدل العائد على الاستثمار. ونتيجة لتعدد هذه الأهداف والمعايير المتضاربة سينتج تفكك وانحلال في عملية التخطيط وعملية اتخاذ القرارات. إلا أن القيمة الاقتصادية المضافة تعمل على إزالة هذه الفوضى عن طريق استخدامها كمقياس مالي شامل بوجه عملية اتخاذ القرارات نحو تركيز واحد هو كيف نطور القيمة الاقتصادية المضافة وذلك من خلال كونها نظام الإدارة المالية الوحيد الذي ينتج لغة مشتركة بين الموظفين عبر كافة المستويات والوظائف التشغيلية والرقابة المشتركة.

12. تساعد القيمة الاقتصادية المضافة على توحيد وضبط القرارات مع ثروة حملة الأسهم، إذ تعمل القيمة الاقتصادية المضافة على دمج مبدأين ماليين أساسيين في عملة اتخاذ القرارات الأول هو تعظيم ثروة الملاك والثاني هو أن قيمة الشركة السوقية تعتمد على المدى الذي يتوقع فيه المستثمرون الأرباح المستقبلية. [65]

[65] خليفة، نبيل، و جربوع، محمود، "تقييم الأداء باستخدام معيار ROI و EVA" مرجع سبق ذكره

رابعاً : القيمة السوقية المضافة MVA

القيمة السوقية المضافة Market Value Added هي المعيار الثاني الذي سوقته شركة Stern & Steward Co.، كمعايير لتقييم الأداء المالي في شركات الأعمال.

ويقصد بالقيمة السوقية المضافة (MVA) الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال المستثمر بها من قبل الملاك والمقرضين، وبهذه الصورة التحليلية فإن القيمة السوقية المضافة – وفق وجهة نظر الشركة المسوقة – تعد معياراً فائقاً وشاملاً في قياس وخلق الثروة كما أنها المقياس للفاعلية التشغيلية في شركات الأعمال وفقاً لقدرتها وكفاءتها في ربط العوامل التي تعود إلى نجاح الشركة وفاعليتها.

ومن هنا يمكن أن نميز بين مضمون المعيارين، القيمة السوقية المضافة MVA والقيمة الاقتصادية المضافة EMA، إذ أن المعيار الأخير EVA يشكل نمطاً لتقييم الأداء الداخلي (Internal Performance) في حين يعرض معيار القيمة السوقية المضافة MVA تقييماً للأداء الخارجي (External Performance)[66].

هذا يعني أن معيار القيمة السوقية المضافة MVA لا يعكس فقط ثروة حملة الأِهم بل يعكس أيضاً تقييم السوق المالي لصافي القيمة الحالية للشركة ككل Net Present Value أي أن القيمة الاقتصادية المضافة تعرض تقييم السوق لصالح القيمة الحالية للمشروعات الاستثمارية القائمة والمتوقعة لشركة الأعمال.

[66]الزبيدي، حمزة، والكيلاني، قيس، إعادة هيكلة نظم الإدارة المالية باستخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة، مرجع سبق ذكره.

وعلى وفق هذا التوضيح يمكن القول أن القيمة السوقية المضافة MVA تعد بمثابة مقياس جوهري وهام يلخص الأداء الإداري لشركة الأعمال ويوضح مدى نجاحها في توزيع وإدارة الاستثمار لمواردها المحددة والنادرة من أجل تعظيم ثروة الملاك.

هذا يعني أن القيمة السوقية المضافة ما هي إلا معيار السوق المالي للقيم التي تنشدها الإدارة المالية لشركة الأعمال وهذه القيمة قد تحققها الإدارة وتضيفها إلى ثروة حملة الأسهم أو تهدرها إذا ما اتجه الأداء نحو الهبوط، بمعنى آخر هي المقياس النهائي للقيمة التي يتم توليدها أو إهدارها من الشركة، بمعنى آخر فإن القيمة السوقية المضافة MVA تعرض كيفية قيام السوق المالي في تقييم أداء شركة الأعمال من خلال المقارنة بين القيمة السوقية للقروض والقيمة السوقية لحق الملكية مع رأس المال المستثمر.

خامساً: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية المضافة

تتأثر القيمة السوقية المضافة MVA بعدد من العوامل الرئيسية بعضها يؤثر بالزيادة والآخر بالنقصان. ومن هذه العوامل :

1. معدلات النمو Growth Rate

ويقصد بها العلاقة بين النمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر في الشركة، فيجب أن يكون هناك نمواً في الإيرادات وصافي المال المستثمر في الشركة، فيجب أن يكون هناك نمواً في الإيرادات وصافي الأرباح التشغيلية تفوق كلفة رأس المال المستثمر لكي تكون القيمة السوقية المضافة MVA موجبة.

2. كثافة رأس المال المستثمر Invested Capital Intensity

ويقصد بكثافة رأس المال المستثمر، مقدار رأس المال المستثمر لتحقيق وحدة نقدية من الإيرادات، أي كلما قل رأس المال المستثمر لتحقيق وحدة نقدية من الإيرادات كلما زادت القيمة السوقية المضافة نظراً لانخفاض كلفة رأس المال.

3. قيمة هامش الربح Value of Profit Margin

يقصد بهذه القيمة الحد الأدنى من هامش الربح اللازم لتحقيق وزيادة قيمة حقوق المساهمين أي أنه كلما قل الحد الأدنى لهامش الربح اللازم لتحقيق زيادة في قيمة حقوق الملكية كلما زادت القيمة السوقية المضافة.

الفصل الخامس

الدراسة الميدانية

المبحث الأول
القطاع الصناعي الخاص في سورية

الاقتصاد السوري اقتصاد متعدد الموارد يعتمد على الزراعة والصناعة والتجارة والخدمات، بالإضافة إلى القطاع النفطي الذي سجل تطورا كبيرا في مجال استخراج النفط والغاز أما بالنسبة للنظام الاقتصادي فهو يعتمد على التعددية الاقتصادية، حيث يوجد في سورية قطاع عام يشرف على القطاعات الاستراتيجية الرئيسية، بالإضافة لوجود قطاعين خاص ومشترك يساهمان في اغلب المجالات الاقتصادية وهناك توجه نحو السماح للقطاع الخاص بالدخول إلى مجالات صناعية كانت محصورة بالقطاع العام لتخفيف الضغط على هذا القطاع الذي يعاني من صعوبات تتعلق بالتحديث.

يشكل القطاع الصناعي الخاص أكثر من 80% من الصناعة السورية، كما تبلغ نسبة إسهام القطاع الصناعي في الناتج المحلي الإجمالي 11%.

يتميز قطاع الشركات الصناعية السورية الخاصة بكونها شركات عائلية، وتشكل نسبة مرتفعة من مجمل الشركات الصناعية السورية، وتدار هذه الشركات بالطريقة التقليدية بعيداً عن الالتزام القانوني كالترخيص الصناعي أو الإداري أو الالتزام بقانون التأمينات الاجتماعية أو حتى بالتنظيم المؤسساتي وتطبيق معايير الجودة – الإنتاجية – إدارة الموارد البشرية– نظام تسويقي واضح – دعاية وإعلان – اشتراك بالمعارض – دراية بالأسواق الخارجية والمنافسة وتطبيق المواصفات المحلية. وتعتمد معظم هذه الشركات على التمويل الذاتي من قبل صاحب المنشأة أو أقربائه أو معارفه.

وحسب بيانات وزارة الصناعة عن القطاع الخاص الصناعي في عام 2008 هناك 95267 منشأة صناعية حرفية وسطي عدد العاملين في المنشأة الواحدة بحدود ثلاث عمال فقط ووسطي رأسمالها 2 مليون ليرة سورية. وهناك منشآت صناعية صغيرة وفق القانون رقم 21 لعام 1958 عددها 29413 منشأة وسطي عدد العاملين فيها 6 عمال ووسطي رأسمالها 5,5 مليون ليرة سورية. في حين بلغ عدد المنشآت الصناعية المتوسطة المرخصة وفق قانون الاستثمار رقم 10 لعام 1991 بحدود 701 منشأة وسطي عدد العاملين في كل منها 51 عامل ووسطي رأسمالها حوالي 220 مليون ليرة سورية.

بمعنى أن 99 % من المنشآت الصناعية المسجلة رسميًا في سورية والبالغ عددها في عام 2008 حوالي 125381 منشأة هي منشآت صناعية حرفية وصغيرة وذات إمكانيات فنية ومالية محدودة، وبالتالي هي المنشآت الأكثر تعرضًا لنتائج الأزمة والخروج كلياً أو جزئياً من السوق، مما لا ينفي بالطبع إمكانية حدوث ذلك أيضاً للمنشآت المتوسطة والكبيرة. ولكن الأخبار والمعلومات عن إغلاق مثل هذه المنشآت لا يعلن إلا إذا كان تمويلها من المصارف، أما في حالة التمويل ذاتي فإن صاحب هذه المنشأة يخرج أو يتوقف بصمت.

المبحث الثاني
التقديم لمجتمع وعينة الدراسة

أولاً: مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة بالشركات الصناعية السورية الخاصة، حيث كانت الفئة المستهدفة هي المدراء التنفيذين والمدراء الماليين لدى هذه الشركات حيث تمثل هذه الفئة المستهدفة الجهة الاقدر على الاجابة على الاسئلة التي تضمنتها استبانة الدراسة، قام الباحث بتوزيع 147 استبانة لتمثل عينة عشوائية مختارة من هذه الفئة بوسائل مختلفة تمثلت بالبريد الالكتروني والفاكسات والمقابلات المباشرة، وقد تم استلام 97 استبانة صالحة للدراسة

ثانياً: تصميم الاستبانة

تم تصميم الاستبانة بالاعتماد على الدراسات والمراجع العلمية ذات الصلة بموضوع الدراسة، وقد قام الباحث بتحكيم الاستبانة من خلال عرضها على عدد من الأساتذة المختصين في كلية الاقتصاد جامعة دمشق للتأكد من قدرتها على تحقيق أهداف الدراسة، كما تم عرضها بشكل مسبق على بعض المدراء الماليين المعنيين بموضوع الدراسة وتم أخذ ملاحظاتهم على الاستبانة من خلال إعادة النظر ببعض الفقرات والعبارات. وقد قسم الاستبانة إلى جزأين رئيسيين:

- الجزء الأول: يتضمن مجموعة من الأسئلة حول الخصائص الديموغرافية لأفراد عينة الدراسة (المؤهل العلمي والتخصص العلمي وعدد سنوات الخبرة في مجال العمل وسنوات العمل في المنصب الحالي).
- الجزء الثاني: ويتضمن أسئلة الاستبانة الموجهة إلى أفراد عينة الدراسة حول مدى فعالية القرار التمويلي وأثره في أداء الشركات الصناعية السورية.

ولتحقيق أهداف الدراسة واختبار الفرضيات تم استخدام مقياس ليكرت الخماسي للإجابة على أسئلة الاستبانة، وتكون بدائل الإجابة للأسئلة المطروحة ضمن الاستبيان من خمسة بدائل وفق مقياس ليكرت هي:

مهم جداً	مهم	معتدل الأهمية	مهم قليلاً	غير مهم
5 درجات	4 درجات	3 درجات	2 درجة	1 درجة

وفي ظل غياب توزيع معياري متفق عليه كأساس لما يجب إتباعه، تم تقسيم المتوسطات الحسابية إلى ثلاث فئات رئيسية يرى الباحث أنها ملائمة للدراسة، وذلك بعد الاطلاع على الدراسات السابقة، وجاء تقسيم المتوسطات كالآتي: تم اعتبار المدى من (1 وأقل من 2.5) بحيث يكون دالاً على عدم التأييد، والمدى من (2.5 وأقل من 3.5) بحيث يكون دالاً على درجة تأييد متوسطة، والمدى من (3.5 – 5) دالاً على درجة تأييد عالية، وذلك فيما يتعلق بقبول الفرضيات أو رفضها.

وقد تم استخدام برنامج الحزمة الإحصائية لتحليل العلوم الاجتماعية "Statistical Package for Social Sciences" والمعروف اختصاراً باسم (SPSS)، لتحليل البيانات الإحصائية التي تم جمعها من الاستبانة المعدة لهذه الدراسة، وذلك على اعتبار أن هذا البرنامج يعتبر من الأدوات الهامة والمتقدمة لإجراء التحليلات الإحصائية اللازمة لتحليل بيانات الأبحاث العلمية في كافة نواحي العلوم الاجتماعية والاقتصادية والهندسية .[1] وتم استخدام الاختبارات والمقاييس الإحصائية الوصفية كمقاييس النزعة المركزية (المتوسط الحسابي)، وكذلك تم استخدام مقاييس التشتت (الانحراف المعياري)، كما تم استخدام التكرارات والنسب المئوية، وتم استخدام بعض الأساليب الإحصائية الاستدلالية كاختبار درجة المصداقية باستخدام معامل المصداقية (كرونباخ ألفا) "Gronbach Alpha".

[1] شاكر، جمال محمد: المرشد في التحليل الإحصائي للبيانات باستخدام SPSS – الدار الجامعية – مصر – 2005 – الصفحة 59.

ثالثاً: عرض وتحليل خصائص عينة الدراسة

1- اختبار الثبات (درجة المصداقية ألفا) (Reliability test – Alpha):

لاختبار ثبات الاستبانة وإمكانية الاعتماد عليها في اختبار الفرضيات وتحقيق أهداف الدراسة، فقد تم احتساب معاملات الاتساق الداخلي بطريقة (كرونباخ ألفا) "Gronbach Alpha" لأداة القياس الكلية، حيث بلغت قيمة ألفا 84.51%، وهذه النسبة جيده كونها أكبر من النسبة المقبولة إحصائياً لمعامل ألفا والتي هي (60%) فأكثر لكي تكون مصداقية المقياس جيدة.

2- المؤهل العلمي لعينة الدراسة:

نلاحظ من الجدول رقم /3/ التالي، والذي يعرض توزيع المؤهل العلمي لعينة البحث، أن نسبة الذي يحملون شهادة الإجازة (بكالوريوس) تشكل 29.9% من العينة وأن نسبة الأفراد الحاملين لشهادة دبلوم دراسات عليا بلغت 26.8% من أفراد العينة في حين بلغت نسبة الحاملين للماجستير من العينة 34.1% أما حملة شهادة الدكتوراة فقد بلغت 9.2% من اجمالي افراد عينة الدراسة، بالتالي يمكن القول أن غالبية الأفراد في عينة البحث هم من حملة الشهادة العليا مما يدل على التأهيل العلمي الكافي، ومما يعطي مؤشراً إلى أن أفراد العينة من ذوي المعرفة والاطلاع على موضوع الدراسة، مما يزيد من درجة الاعتماد على إجاباتهم للقيام بممارسة المهمة على أكمل وجه.

المؤهل العلمي	العينة	
	التكرار	النسبة
بكاليورس	29	% 29.9
دبلوم دراسات عليا	26	% 26.8
ماجستير	33	% 34.1
دكتوراة	9	% 9.2
الإجمالي	97	100%

3- التخصص العلمي:

يلاحظ من الجدول رقم /4/ التالي الذي يعرض توزيع التخصص العلمي لعينة الدراسة أن غالبية الأفراد ضمن العينة هم من اختصاص محاسبة (55.7%) واختصاص ادارة (27.8%) وباقي افراد العينة (16.5%) اختصاص علوم مالية ومصرفية

التخصص العلمي	العينة	
	التكرار	النسبة
محاسبة	54	% 55.7
علوم مصرفية ومالية	16	% 16.5
إدارة أعمال	27	27.8
الإجمالي	97	100%

4- سنوات الخبرة:

يلاحظ من الجدول رقم /5/ التالي أن غالبية الأفراد ضمن العينة هم ذوي خبرة بين الخمس سنوات والعشر سنوات حيث شكلت نسبتهم حوالي 58.8% من إجمالي أفراد العينة. أما الأفراد في العينة من يتمتعون بخبرة أقل من خمس سنوات حوالي 10.3% من إجمالي أفراد العينة أما الذين يتمتعون بخبرة بسنوات خبرة أكثر من عشر سنوات بلغت نسبتهم حوالي 30.9%. وبالتالي فإن غالبية أفراد العينة يتمتعون بسنوات خبرة أكثر من خمس سنوات، مما يعطي مؤشر جيد لمصداقية نتائج الاستبانة. وهذا ما يظهره الشكل رقم /5/.

سنوات الخبرة	العينة	
	التكرار	النسبة
أقل من 5 سنوات	10	% 10.3
بين 5 و10 سنوات	57	% 58.8
أكثر من 10 سنوات	30	% 30.9
الإجمالي	97	100%

5- سنوات العمل في المنصب الحالي:

يلاحظ من الجدول رقم /6/ التالي أن غالبية الأفراد ضمن العينة قد مضى عليهم بين الثلاث سنوات الى السبع سنوات في عملهم الحالي حيث شكلت نسبتهم حوالي 52.6 % من إجمالي أفراد العينة. أما الأفراد في العينة الذين مضى على وجودهم على رأس عملهم أقل من ثلاث سنوات حوالي 40.2% من إجمالي أفراد العينة في حين لم تشكل نسبة الذين استمروا في عملهم اكثر من سبع سنوات إلا حوالي 7.2 % وهذا مايعكس عدم استمراية افراد العينة في اماكن عملهم لفترات طويلة وهذا ما يظهره الشكل رقم /5/.

سنوات العمل في المنصب الحالي	العينة	
	التكرار	النسبة
أقل من 3 سنوات	39	% 40.2
بين 3 و7 سنوات	51	% 52.6
أكثر من 7 سنوات	7	% 7.2
الإجمالي	97	100%

المبحث الثالث:

التحليل الإحصائي

قام الباحث بتفريغ نتائج التحليل الاحصائي في صورة جداول يرتبط كل جدول بعدد من أسئلة الاستبانة والتي تتعلق بكل فرضية من فرضيات الدراسة، ثم قام بتحليل هذه النتائج وبناءً على هذه النتائج تم اختبار قبول أو رفض الفرضية.

وقد قام الباحث بعرض تحليل نتائج الدراسة وفق النقاط التالية:

أولاً: يعرض الجدول /7/ فقرات الاستبانة التي خصصت لاختبار الفرضية الأولى، حيث قام الباحث بتحليل تلك البيانات الواردة في الجدول رقم /7/ من خلال احتساب المتوسط الحسابي لآراء عينة الدراسة والانحرافات المعيارية لها كما هو وارد في الجدول /8/ ثم قام بدراسة تحليلية لكل فقرة من الفقرات الخاصة بتلك الفرضية وذلك وفق ما يلي:

الجدول /7/ توزع عدد ونسب الإجابات عن الفقرات الخاصة بالفرضية الأولى

	الأسئلة	مهم جداً		مهم		معتدل الأهمية		قليل الأهمية		غير مهم	
		التكرار	النسبة المئوية	التكرار	النسبة المئوية	التكرار	النسبة المئوية	التكرار	النسبة المئوية	التكرار	النسبة المئوية
1	**ما مدى أهمية محاولة الشركة الحفاظ على نسبة ثابتة تقريبية من الديون إلى إجمالي حقوق الملكية؟**	7	7.20%	34	35.10%	14	14.40%	17	17.50%	25	25.80%
2	**يرجى تحديد أثر العوامل التالية على تحديد نسب هيكل رأس المال المستهدف.**										
	سياسة ومنهجية الإدارة.	37	38.14%	40	41.24%	10	10.31%	10	10.31%		
	المساهمون الحاليون أو الشركاء الحاليون.	51	52.58%	31	31.96%			15	15.46%		
	سياسة المصارف.	45	46.39%	52	53.61%						
	المساهمون المحتملون أو الشركاء المحتملون.			5	5.15%	41	42.27%	25	25.77%	26	26.80%
	المقارنة مع نسب منافسين الصناعة.	30	30.93%	41	42.27%	21	21.65%	5	5.15%		
	الدائنين التجاريين بشكل عام.	5	5.15%	26	26.80%	30	30.93%	36	37.11%		
3	**ما هي برأيك أهمية مصادر التمويل الطويل الأجل التالية من وجهة نظر الشركة؟**										
	الأرباح المحتجزة.	77	79.38%	20	20.62%	0	0	0		0	
	الديون.	25	25.77%	30	30.93%	42	43.30%	0		0	
	التأجير التمويلي.			21	21.65%	35	36.08%	26	26.80%	15	15.46%
	التأجير التشغيلي.			16	16.49%	40	41.24%	26	26.80%	15	15.46%
	زيادة رأس المال المدفوع.	25	25.77%	52	53.61%	20	20.62%	0		0	

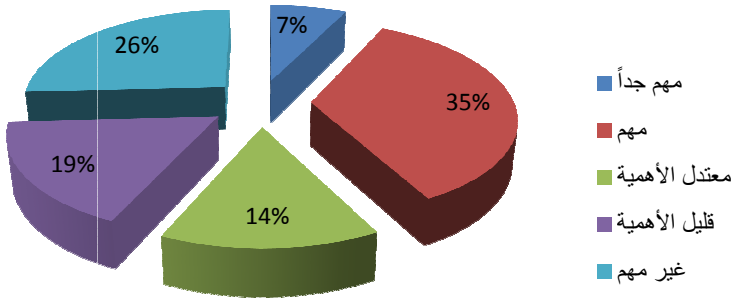
	الأسئلة	مهم جداً		مهم		معتدل الأهمية		قليل الأهمية		غير مهم	
		التكرار	النسبة المئوية	التكرار	النسبة المئوية	التكرار	النسبة المئوية	التكرار	النسبة المئوية	التكرار	النسبة المئوية
4	**ماهو برأيك تأثير الاجراءات التالية على سياسات الائتمان في الشركة؟**										
	العمل على تخفيض كلفة راس المال المرجحة WACC الى الحد الادنى من خلال زيادة حجم الدين.	35	36.08%	31	31.96%	21	21.65%	10	10.31%		
	زيادة حجم الدين اذا كانت اسعار الفائدة متدنية للغاية.			50	51.55%	21	21.65%	26	26.80%		
	عدم الرغبة بزيادة حجم الدين بسبب تكاليف المعاملات والرسوم.	2	2.06%	16	16.49%	30	30.93%	15	15.46%	34	35.05%
	اللجوء الى زيادة حجم الدين في حال عدم كفاية التمويل الداخلي.	21	21.65%	17	17.53%	22	22.68%	37	38.14%		

الجدول /8/ المتوسطات والانحرافات المعيارية لإجابات أفراد العينة على الفقرات الخاصة بالفرضية الأولى

	الأسئلة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
1	**ما مدى أهمية محاولة الشركة الحفاظ على نسبة ثابتة تقريبية من الديون إلى إجمالي حقوق الملكية؟**	2.80	1.35
2	**يرجى تحديد أثر العوامل التالية على تحديد نسب هيكل رأس المال المستهدف.**		
	سياسة ومنهجية الإدارة.	4.07	0.95
	المساهمون الحاليون أو الشركاء الحاليون.	4.22	1.05
	سياسة المصارف.	4.46	0.50
	المساهمون المحتملون أو الشركاء المحتملون.	2.26	0.92
	المقارنة مع نسب منافسين الصناعة.	3.99	0.86
	الدائنين التجاريين بشكل عام.	3.00	0.92
3	**ما هي برأيك أهمية مصادر التمويل الطويل الأجل التالية من وجهة نظر الشركة؟**		
	الأرباح المحتجزة.	4.79	0.41
	الديون.	3.82	0.82
	التأجير التمويلي.	2.64	0.99
	التأجير التشغيلي.	2.59	0.94
	زيادة رأس المال المدفوع.	4.05	0.68
4	**ماهو برأيك تأثير الاجراءات التالية على سياسات الائتمان في الشركة؟**		
	العمل على تخفيض كلفة راس المال المرجحة WACC الى الحد الادنى من خلال زيادة حجم الدين.	3.94	1.00
	زيادة حجم الدين اذا كانت اسعار الفائدة متدنية للغاية.	3.25	0.85
	عدم الرغبة بزيادة حجم الدين بسبب تكاليف المعاملات والرسوم.	2.35	1.18
	اللجوء الى زيادة حجم الدين في حال عدم كفاية التمويل الداخلي.	3.23	1.18

1. إن متوسط اجابات افراد عينة الدارسة الذين اجابوا بأهمية محاولة شركاتهم الحفاظ على نسبة مستهدفة من الديون الى اجمالي حقوق الملكية لشركتهم كما هو مبين بالشكل البياني قد بلغ 2.8 وهو يدل على نسبة تأييد متوسطة وفق التوزيع المعياري (2.5 و 3.5) المحدد من قبل الباحث لنتائج الإجابة على الاستبانة وفق مقياس ليكرت.

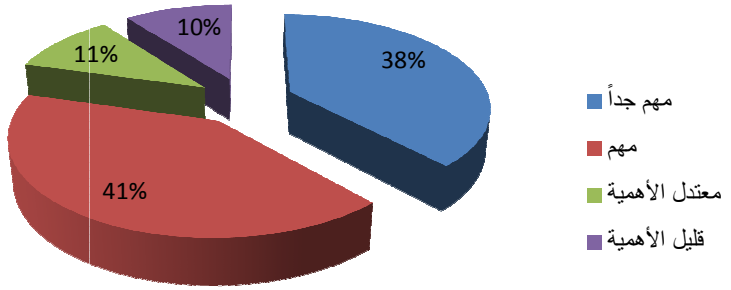
مدى أهمية محاولة الشركة الحفاظ نسبة ثابتة تقريبية من الديون إلى إجمالي حقوق الملكية



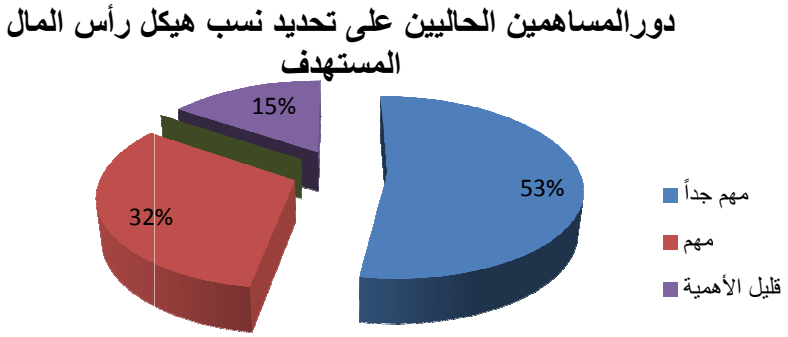
2. وحول دراسة أثر مجموعة من العوامل على تحديد نسب هيكل رأس المال المستهدف يتبين من الجدولين (7 8) ما يلي:

2.1. أكد 79.4 % من المجيبين على الاستبانة على اهمية دور سياسة ومنهجية الادارة كعامل مهم في تحديد نسبة هيكل راس المال المستهدف (كما هو مبين في الشكل أدناه)، وبالنظر إلى متوسط إجابات افراد العينة والبالغة 4.07 يتبين أن نسبة التأييد مرتفعة لأهمية دور سياسة ومنهجية الادارة في تحديد هيكل رأس المال المستهدف وذلك بالاستناد إلى المقياس المعياري الذي وضعه الباحث.

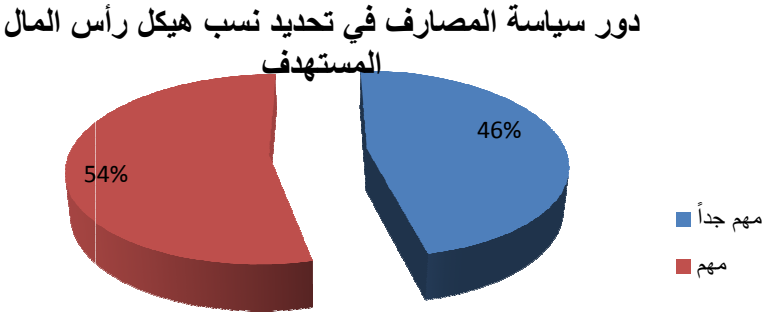
أثر سياسة ونهجية الادارة على تحديد نسب هيكل رأس المال المستهدف



2.2. عند السؤال عن أثر المساهمون الحاليون أو الشركاء الحاليون على تحديد نسب هيكل رأس المال المستهدف نجد أن 84.54 % من المجيبين قالوا أن أثر المساهمين الحالين مهم جداً ومهم كما هو موضح بالشكل البياني أدناه ، كما بلغ متوسط الاجابة على السؤال 4.22 وهي نسبة عالية جداً مما يؤكد على دور المساهمون الحاليون في توجيه سياسة التمويل لدى الشركات الصناعية السورية الخاصة

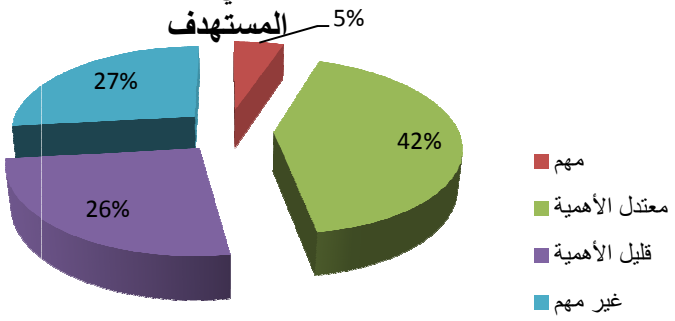


2.3. لم يكن من المفاجئ أن تكون نسبة المجيبين 100% على أهمية دور سياسة المصارف في تحديد نسب هيكل رأس المال المستهدف لما للقيود التي تضعها المصارف على التسهيلات الائتمانية من دور كبير في تقييد حجم الديون التي يمكن الحصول عليها من قبل الشركات الصناعية السورية الخاصة ، كما أن متوسط الاجابة كان 4.46 يؤكد على نسبة التأييد المرتفعة لدى أفراد العينة لدور سياسات المصارف.



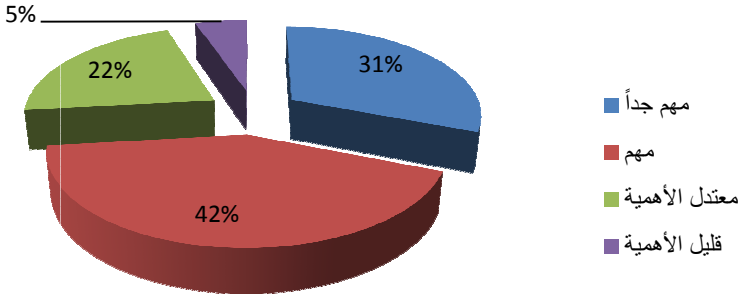
2.4. إن نسبة أفراد العينة الذين اعتبروا أن دور المساهمون المحتملون أو الشركاء المحتملون غير مهم فيما يخص تحديد نسبة هيكل راس المال المستهدف بلغت 52.6%، مما يدل على انخفاض الدور الذي يمكن أن يلعبه المساهمون المحتملون في تحديد هيكل راس المال المستهدف، وبالنظر الى متوسط الاجابة على السؤال والبالغة 2.3 نؤكد على نسبة عدم التأييد المرتفعة وفقاً للمقياس المعياري الذي حدده الباحث من (1 وأقل من 2.5) لدى أفراد العينة الذين أجابوا على الاستبانة.

دور المساهمون المحتملون في تحديد نسب هيكل رأس المال المستهدف

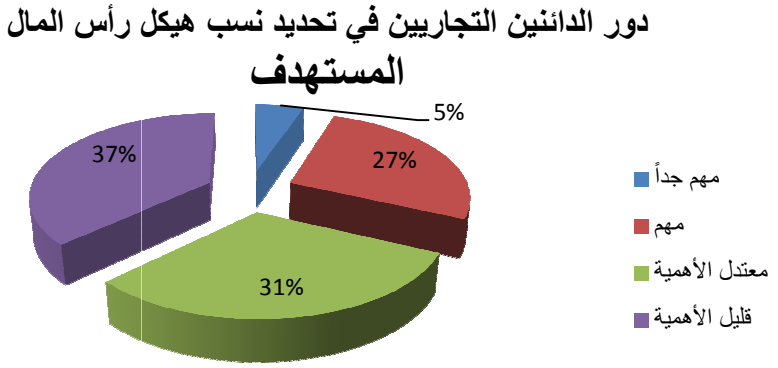


2.5. ومن ناحية المقارنة مع نسب منافسين الصناعة فمن الشكل البياني أدناه نلاحظ أن نسبة المجيبين الذين اعتبروه عامل مهم جداً ومهم وصلت إلى 73.2 % من نسبة الأفراد المجيبين وهي نسبة مرتفعة، وكما أن متوسط إجابات أفراد العينة كما هو مبين في الجدول /8/ بلغ /3.99/ وهما أعلى من المتوسط المعياري، مما يؤكد على دور المنافسين في تحديد نسبة هيكل راس المال.

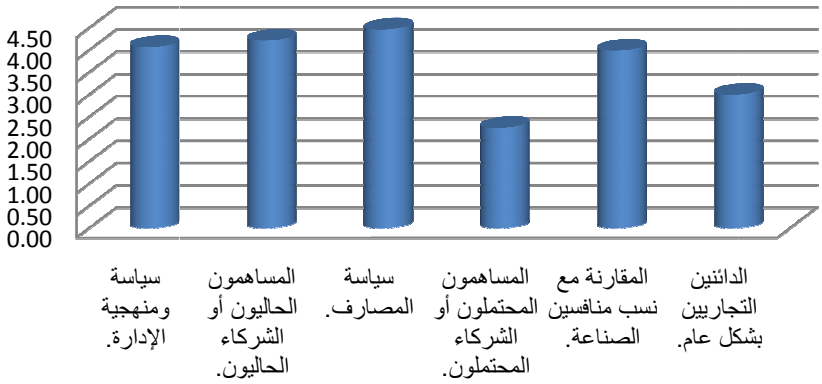
دور المنافسين في تحديد نسب هيكل رأس المال المستهدف



2.6. ويتبين من اجابات أفراد العينة في الجدول (7) بأن دور الدائنين التجاريين قليل الاهمية، فقد بلغت نسبة المؤيدين لذلك حوالي 31.96 % وكما هو واضح أيضاً بالشكل أدناه، وبلغ متوسط إجابات أفراد العينة /3.00/ كما هو واضح في الجدول (8)، وهي تعكس نسبة تأييد متوسطة وفقاً للمتوسط المعياري لدرجة التأييد المتوسطة



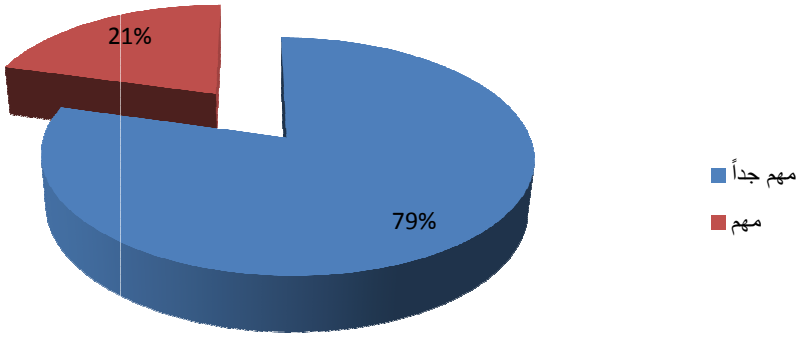
ونلاحظ من الشكل البياني التالي أدناه الذي يعرض متوسط إجابات أفراد العينة في مجال تحديد أثر أهمية العوامل المدروسة على نسبة هيكل رأس المال المستهدف، أن سياسة المصارف تعتبر من أكثر العوامل تأثيراً ومن ثم يأتي دور المساهمون الحاليون في الدرجة الثانية من ناحية الاهمية من وجهة نظر المدراء التنفيذين والماليين الممثلين لأفراد العينة في حين أن دور المساهمون المحتملون لم يحصل على نسبة تاييد مرتفعة من حيث مدى تاثيره على تحديد نسبة هيكل راس المال الامثل لدى الشركات الصناعية السورية الخاصة .



3. وفيما يتعلق بأهمية مصادر التمويل الطويل الأجل التالية من وجهة نظر الشركة

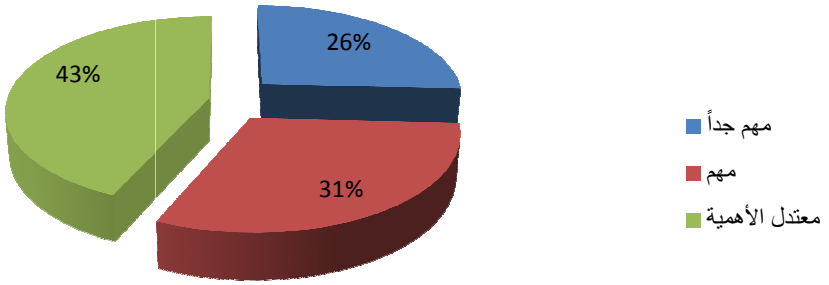
3.1.نجد ان 100% من حجم العينة اعتبروا أن الأرباح المحتجزة مصدر مهم من مصادر التمويل طويل الاجل، كما هو مبين في الشكل أدناه، وهي نسبة مرتفعة مما يدل على نسبة تأييد عالية، ويؤكد ذلك متوسط إجابات إجمالي أفراد العينة والبالغ /4.79/ .

أهمية الارباح المحتجزة كمصدر من مصادر التمويل طويل الأجل



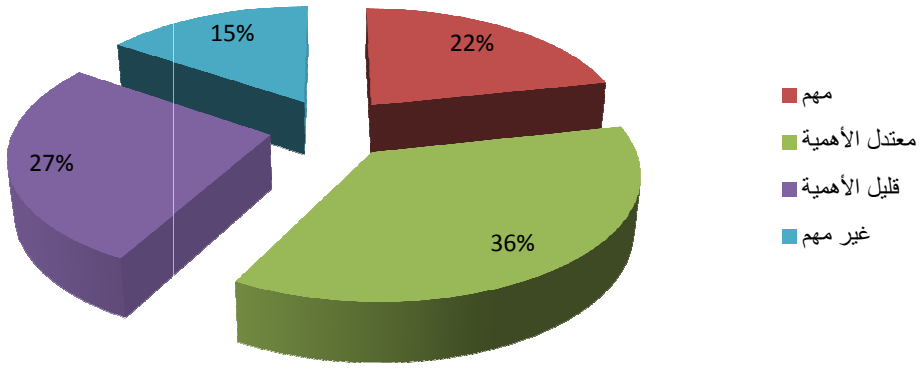
3.2. وحول مدى أهمية الديون كمصدر تمويل طويل الأجل، كانت نسبة إجابات الذين اعتبروه مصدر مهم 56.7 % من إجمالي إجابات أفراد العينة وهي نسبة مرتفعة نسبياً، كما أن متوسط إجابات إجمالي أفراد العينة بلغ /3.82/ وهذا المتوسط يدل على أن نسبة التأييد مرتفعة بالاستناد إلى المتوسط المعياري والذي حدده الباحث (من 3.5 وأقل من 5).

أهمية الديون كمصدر من مصادر التمويل طويل الأجل

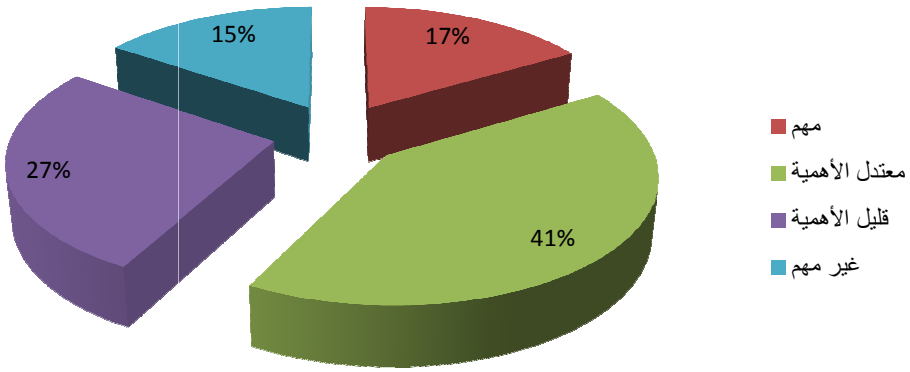


3.3. وحول وجود أهمية للتأجير التشغيلي والتمويلي كمصدر للتمويل طويل الأجل، كانت نسبة أفراد العينة متشتتة كما هو واضح في الشكل البياني، وقد بلغ متوسط إجابات أفراد العينة /2.64/ للتأجير التمويلي و/2.59/ للتأجير التشغيلي، وهما يعكسان نسبة تأييد متوسطة من قبل أفراد العينة والذي يمكن ارجاعه إلى حداثة هذه الأشكال من التمويل وقد تطبيقها الواسع لدى المصارف السورية إلا منذ فترة ليست ببعيدة.

أهمية التأجير التمويلي كمصدر من مصادر التمويل طويل الأجل

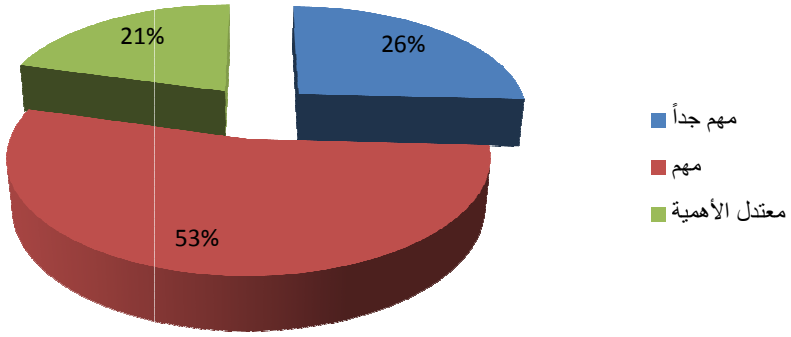


أهمية التأجير التشغيلي كمصدر من مصادر التمويل طويل الأجل



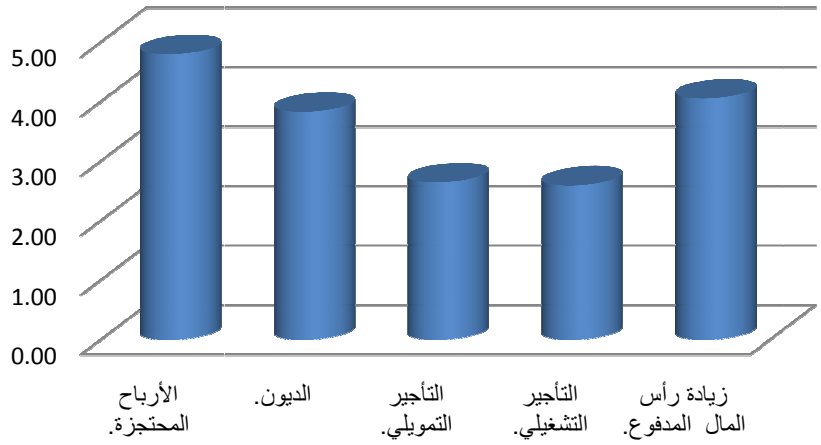
3.4. وعن دور زيادة رأس المال كمصدر من مصادر التمويل طويل الأجل، فقد بلغت نسبة الذين اجابوا باهمية المصدر كانت 79.83 % كما هو مبين بالشكل أدناه، وتعتبر هذه النسبة جيدة، كما إن المتوسط لإجمالي إجابات أفراد العينة بلغ /4.05/ وهو يدل على درجة تأييد عالية، وبالتالي أعطى المجيبين أهمية كبيرة لزيادة رأس المال كمصدر تمويل طويل الأجل.

أهمية زيادة رأس المدفوع كمصدر من مصادر التمويل طويل الأجل



يبين الشكل البياني التالي مدى اهمية مصادر التمويل طويل الاجل المدروسة من وجهة نظر عينة الدراسة:

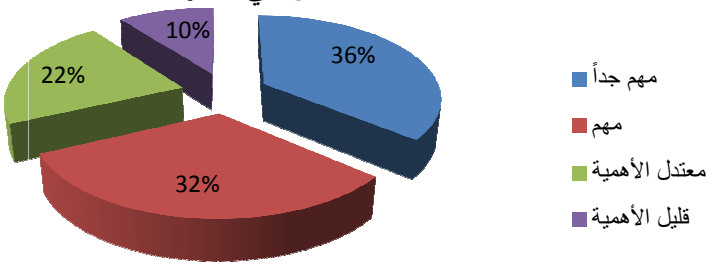
متوسط اجابات اسئلة الاستبانة حول اهمية مصادر التمويل طويل الاجل



4. دراسة تأثير مجموعة من الاجراءات على سياسات الائتمان في الشركات الصناعية السورية.

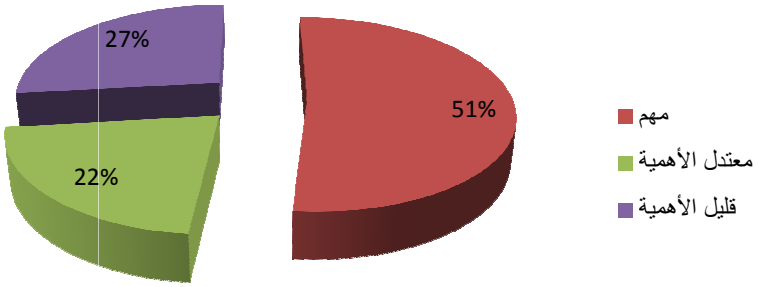
4.1. من أحد الاجراءات المدروسة من قبل الباحث دور تاثير اجراء العمل على تخفيض كلفة راس المال المرجحة WACC الى الحد الادنى من خلال زيادة حجم الدين، فقد بلغت نسبة الذين اعتبروه مهم ومهم جداً حوالي 68.04 % كما هو مبين بالشكل أدناه، وتعتبر هذه النسبة جيدة، كما إن المتوسط لإجمالي إجابات أفراد العينة بلغ /3.94/ وهو يدل على درجة تأييد عالية، وبالتالي يمكن اعتبار تخفيض كلفة راس المال المرجحة دور في تحديد هيكل راس المال المستهدف.

تأثير العمل على تخفيض كلفة راس المال المرجحة WACC الى الحد الادنى من خلال زيادة حجم الدين على سياسات الائتمان في الشركة



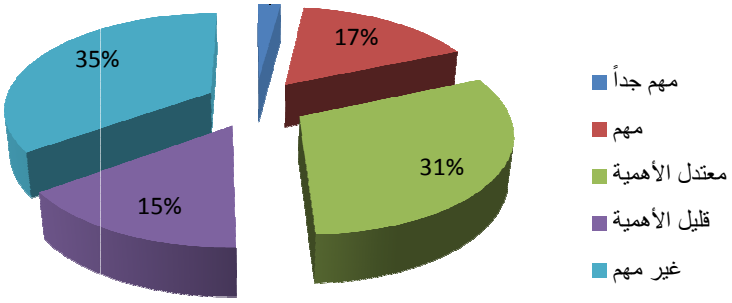
4.2. وقد أعتبر 51.55 % من الأفراد المجيبين على الاستبانة أن زيادة حجم الدين في حال كانت اسعار الفائدة متدنية للغاية يعتبر اجراء مهم كما هو مبين بالشكل أدناه وبلغ متوسط إجابات أفراد العينة /3.25/، وهو يدل على أن نسبة التأييد متوسطة حسب المتوسط المعياري لدرجة التأييد المتوسطة.

تأثير زيادة حجم الدين اذا كانت اسعار الفائدة متدنية للغاية على سياسات الائتمان في الشركة



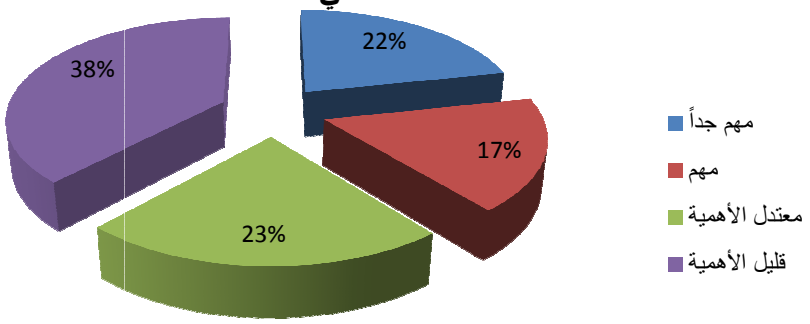
4.3.من الاجراءات التي تؤثر على سياسات الائتمان في الشركة هو عدم الرغبة بزيادة حجم الدين بسبب تكاليف المعاملات والرسوم، وكانت نسبة الإجابات التي اعتبرته اجراء قليل الاهمية حوالي 50.52 % من إجمالي إجابات أفراد العينة كما هو مبين في الشكل أدناه، وبلغ متوسط إجابات أفراد العينة /2.35/ وهذا المتوسط يدل على نسبة تأييد متوسطة بالمقارنة مع المتوسط المعياري.

تأثير عدم الرغبة بزيادة حجم الدين بسبب تكاليف المعاملات والرسوم على سياسات الائتمان في الشركة



4.4.وبالنسبة لزيادة حجم الدين في حال عدم كفاية التمويل الداخلي كسياسة ائتمان متبعة في الشركة، يبين الشكل أدناه أن 39.18 % من أفراد العينة اعتبروا أن هذا الاجراء مهم، وقد بلغ متوسط إجابات أفراد العينة /3.23/ وهي نسبة تدل على تأييد متوسط وفق للمتوسط المعياري.

اللجوء الى زيادة حجم الدين في حال عدم كفاية التمويل الداخلي



ثانيـاً: يعرض الجدول /9/ فقرات الاستبانة التي خصصت لاختبار الفرضية الثانية، وقد قام الباحث بتحليل تلك البيانات الواردة في الجدول رقم /14/ من خلال احتساب المتوسط الحسابي لآراء عينة الدراسة والانحرافات المعيارية لها كما هو وارد في الجدول /10/ ثم قام بدراسة تحليلية لكل فقرة من الفقرات الخاصة بتلك الفرضية وذلك وفق ما يلي:

الجدول /9/ توزع عدد ونسب الإجابات عن الفقرات الخاصة بالفرضية الثانية

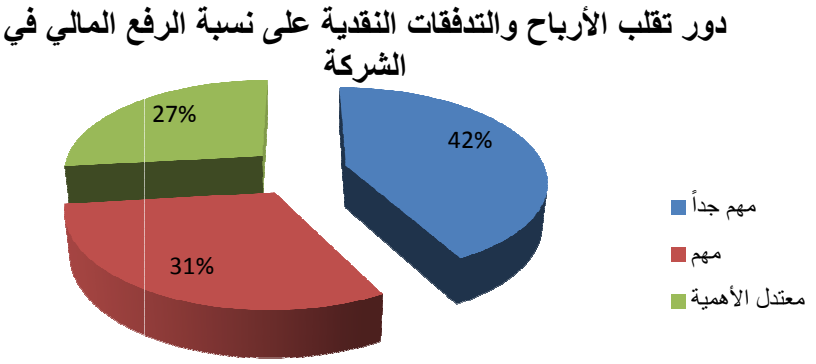
	الأسئلة	مهم جداً		مهم		معتدل الأهمية		قليل الأهمية		غير مهم	
		التكرار	النسبة المئوية	التكرار	النسبة المئوية	التكرار	النسبة المئوية	التكرار	النسبة المئوية	التكرار	النسبة المئوية
5	**ما مدى تأثير العوامل التالية على نسبة الرفع المالي في الشركة؟**										
	تقلب أرباح الشركة والتدفقات النقدية.	41	42.27%	30	30.93%	26	26.80%				
	ارتفاع تكلفة رأس المال نتيجة زيادة حقوق الملكية.	13	13.40%	38	39.18%	20	20.62%	20	20.62%	6	6.19%
	المرونة المالية (الحفاظ على امكانية لجوء الشركة الى الاقتراض عند الحاجة الى تمويل مشاريع جديدة).	17	17.53%	39	40.21%	24	24.74%	15	15.46%	2	2.06%
	تقييد حجم الديون من أجل ضمان عدم قلق الموردين والزبائن من قابلية الشركة للاستمرار.			13	13.40%	10	10.31%	49	50.52%	25	25.77%
	الشروط التقييدية المفروضة من قبل مقدمي الديون.	22	22.618%	34	35.05%	15	15.46%	17	17.53%	9	9.28%
	مستوى معدلات الفائدة.	46	47.42%	51	52.58%						
	الميزة الضريبية لخصم الفائدة.	41	42.27%	56	57.73%						
	تكاليف المعاملات والرسوم لإصدار الدين.			6	6.19%	21	21.65%	46	47.42%	24	24.74%
	مستوى ديون الشركات الأخرى التي تعمل في نفس الصناعة.	46	47.42%	21	21.65%			30	30.93%		
	زيادة حجم خدمة الديون وبالتالي احتمال رفع تكاليف العسر المالي أو الإفلاس.	20	20.62%	27	27.84%	12	12.37%	24	24.74%	14	14.43%
	تصنيف الشركة الائتماني من قبل المقرضين.			40	41.24%	26	26.80%	26	26.80%	5	5.15%
6	**ما هي أهمية الطرق التالية في تحديد كلفة رأس المال في الشركة؟**										
	نموذج بيتا السهم (تسعير الموجودات الرأسمالية) CAPM.	4	4.12%	31	31.96%	14	14.43%	8	8.25%	40	41.24%
	نموذج التسعير المرجح.	2	2.06%	29	29.90%	19	19.59%	6	6.19%	41	42.27%
	نموذج العائد الخالي من المخاطرة.	4	4.12%	1	1.03%	18	18.56%	16	16.49%	58	59.79%
	قرارات منظمة.	53	54.64%	18	18.56%	21	21.65%	5	5.15%		

الجدول /10/ المتوسطات والانحرافات المعيارية لإجابات أفراد العينة على الفقرات الخاصة بالفرضية الثانية

	الأسئلة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
5	**ما مدى تأثير العوامل التالية على نسبة الرفع المالي في الشركة؟**		
	تقلب أرباح الشركة والتدفقات النقدية.	4.15	0.82
	ارتفاع تكلفة رأس المال نتيجة زيادة حقوق الملكية.	3.33	1.13
	المرونة المالية (الحفاظ على امكانية لجوء الشركة الى الاقتراض عند الحاجة الى تمويل مشاريع جديدة).	3.56	1.02
	تقييد حجم الديون من أجل ضمان عدم قلق الموردين والزبائن من قابلية الشركة للاستمرار.	2.11	0.95
	الشروط التقييدية المفروضة من قبل مقدمي الديون.	3.44	1.27
	مستوى معدلات الفائدة.	4.47	0.50
	الميزة الضريبية لخصم الفائدة.	4.42	0.50
	تكاليف المعاملات والرسوم لإصدار الدين.	2.09	0.84
	مستوى ديون الشركات الأخرى التي تعمل في نفس الصناعة.	3.86	1.31
	زيادة حجم خدمة الديون وبالتالي احتمال رفع تكاليف العسر المالي أو الإفلاس.	3.15	1.39
	تصنيف الشركة الائتماني من قبل المقرضين.	3.04	0.95
6	**ما هي أهمية الطرق التالية في تحديد كلفة رأس المال في الشركة؟**		
	نموذج بيتا السهم (تسعير الموجودات الرأسمالية) CAPM.	2.49	1.41
	نموذج التسعير المرجح.	2.43	1.35
	نموذج العائد الخالي من المخاطرة.	1.73	1.07
	قرارات منظمة.	4.23	0.96

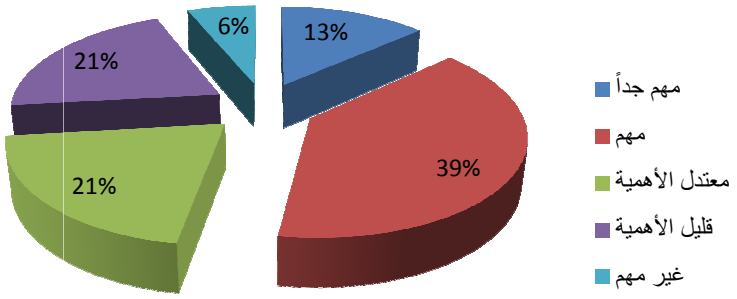
5. مدى تأثير العوامل التالية على نسبة الرفع المالي في الشركة

5.1. حول دور تقلب أرباح الشركة والتدفقات النقدية في التأثير على نسبة الرفع المالي في الشركة، كانت نسبة الذين اعتبروه عامل مهم حوالي 73.2% من إجمالي إجابات الأفراد وهي نسبة جيدة، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة بلغ /4.15/ وهو يدل على تأييد مرتفع بالاستناد إلى المتوسط المعياري للإجابات، مما يؤكد على دور تقلب أرباح الشركة والتدفقات النقدية في التأثير على نسبة الرفع المالي.



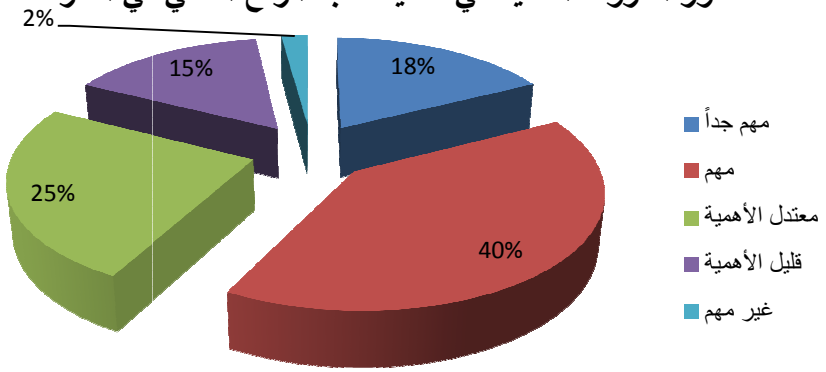
5.2. أما فيما يتعلق بارتفاع تكلفة رأس المال نتيجة زيادة حقوق الملكية كعامل له تأثير على نسبة الرفع المالي في الشركة، كانت نسبة الذين اعتبروه مهم حوالي 52.58 % كما هو مبين في الشكل أدناه، وكان متوسط إجابات أفراد العينة /3.33/ وهو متوسط يدل على مستوى تأييد متوسط.

دور ارتفاع تكلفة رأس المال نتيجة زيادة حقوق الملكية على نسبة الرفع المالي في الشركة

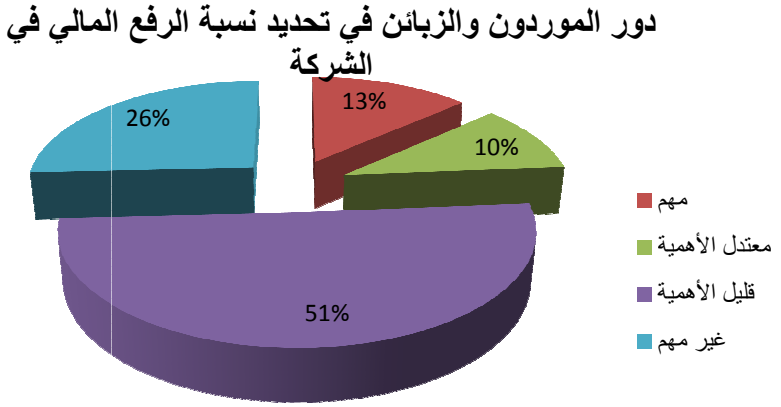


5.3. وفيما يتعلق بالمرونة المالية (الحفاظ على امكانية لجوء الشركة الى الاقتراض عند الحاجة الى تمويل مشاريع جديدة)، كانت نسبة الذين اعتبروه عامل مهم حوالي 57.73 % من إجابات أفراد العينة كما هو مبين بالشكل أدناه، وبلغ متوسط إجابات أفراد العينة /3.56/ وهو يدل على نسبة تأييد مرتفعة وفق للمتوسط المعياري.

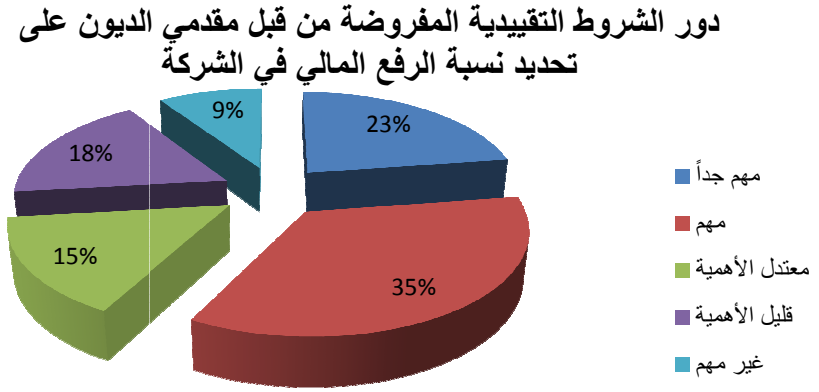
دور المرونة المالية في تحديد نسبة الرفع المالي في الشركة



5.4. ومن جانب دور عامل تقييد حجم الديون من أجل ضمان عدم قلق الموردين والزبائن من قابلية الشركة للاستمرار، 76.29 % اعتبروه عامل قليل الاهمية، كما هو مبين في الشكل أدناه، وهي نسبة مرتفعة مما يدل على نسبة عدم تأييد عالية، ويؤكد ذلك متوسط إجابات إجمالي أفراد العينة والبالغ /2.11/ .

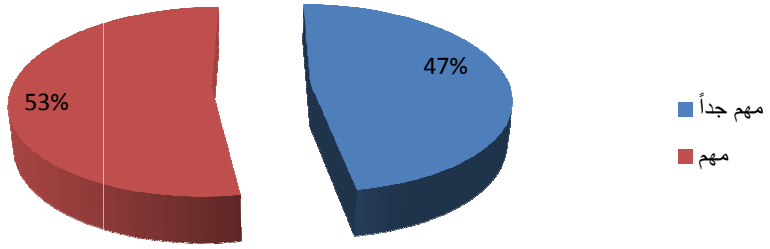


5.5. وفيما يتعلق بدور الشروط التقييدية المفروضة من قبل مقدمي الديون، نلاحظ من الشكل أدناه أن هناك تشتت بالاجابة، حيث بلغ متوسط إجابات إجمالي أفراد العينة /3.44/ وهي تدل على نسبة تأييد متوسط.



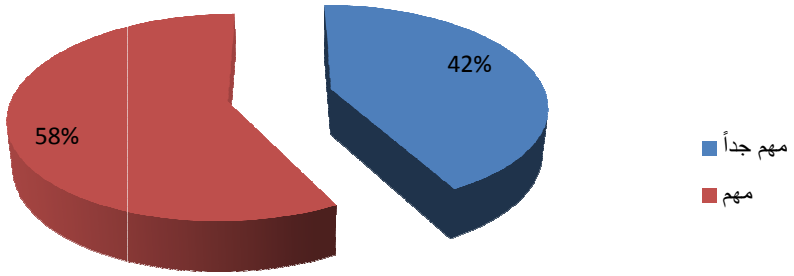
5.6. وعن مستودى معدلات الفائدة، كانت نسبة إجابات إجمالي أفراد العينة الذين اعتبروه عاملاً مهماً مهماً جداً 100 %، كما أن متوسط إجمالي إجابات أفراد العينة بلغ /4.47/ وهو يدل على نسبة تأييد مرتفعة بالمقارنة مع المتوسط المعياري.

دور معدلات الفائدة في تحديد نسبة الرفع المالي



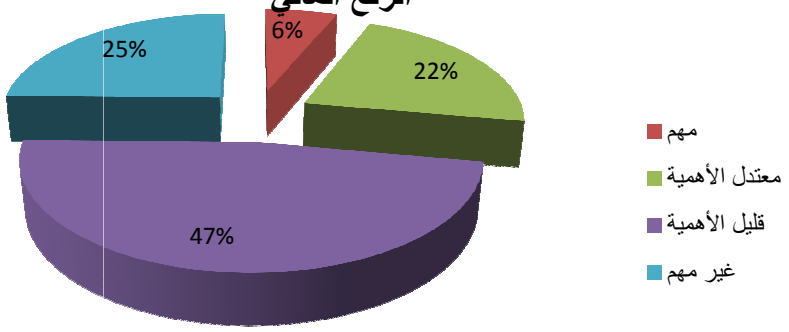
5.7. وفيما يتعلق بالميزة الضريبية لخصم الفائدة، كانت نسبة إجابات إجمالي أفراد العينة الذين اعتبروها عامل مهم 100%، كما أن متوسط إجابات إجمالي أفراد العينة بلغ /4.42/

دور الميزة الضريبية لخصم الفائدة على تحديد نسبة الرفع المالي



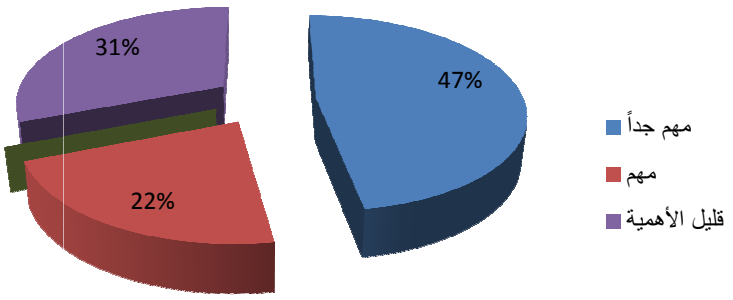
5.8. وحول مدى تأثير تكاليف المعاملات والرسوم لإصدار الدين، كانت نسبة إجمالي الأفراد الذين أجابو بأنه قليل الاهمية 72.16 % كما هو مبين في الشكل أدناه، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة بلغ /2.09/ وهو يدل على نسبة عدم تأييد عالية وفق للمقياس المعياري المحدد من قبل الباحث.

دور تكاليف المعاملات والرسوم لإصدار الدين في تحديد نسبة الرفع المالي



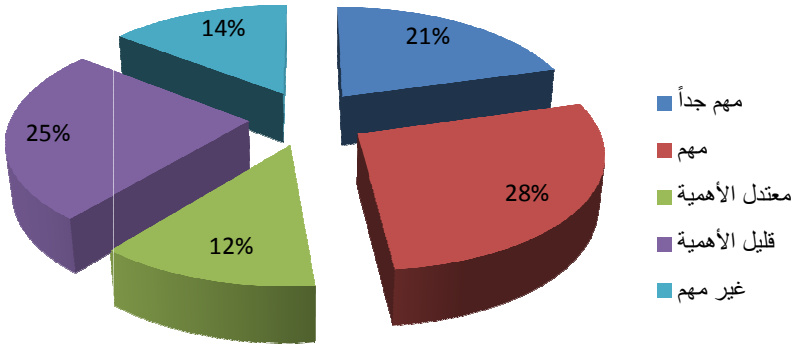
5.9. وحول دور مستوى ديون الشركات الأخرى التي تعمل في نفس الصناعة على تحديد نسبة الرفع المالي، كانت نسبة إجابات الذين اعتبروه عامل مهم 69.07 % من إجمالي إجابات أفراد العينة، كما أن متوسط إجابات أفراد العينة بلغ /3.86/

دور مستوى ديون الشركات الأخرى التي تعمل في نفس الصناعة على تحديد نسبة الرفع المالي



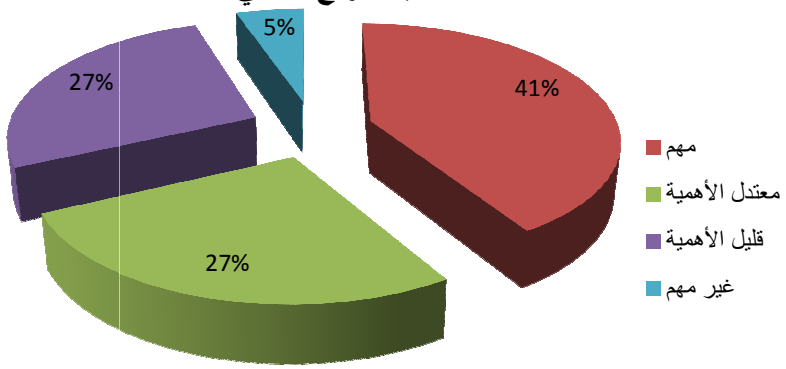
5.10. وفيما يتعلق بدور زيادة حجم خدمة الديون وبالتالي احتمال رفع تكاليف العسر المالي أو الإفلاس، كانت نسبة إجمالي أفراد العينة الذين اعتبروه عامل مهم 48.45 % وهي نسبة مرتفعة، أما متوسط إجابات إجمالي أفراد العينة فقد بلغ /3.15/ وهو يدل على نسبة تأييد متوسطة بالاستناد إلى المتوسط المعياري.

دور زيادة حجم خدمة الديون وبالتالي احتمال رفع تكاليف العسر المالي أو الإفلاس على نسبة الرفع المالي



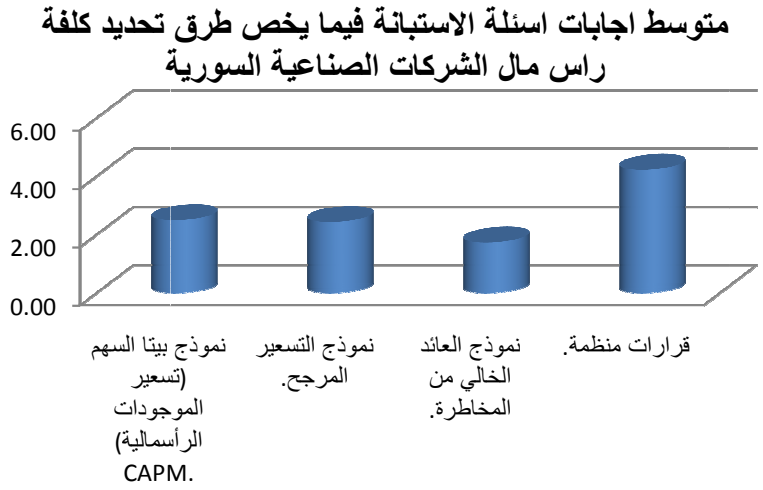
5.11. وفيما يتعلق بدور تصنيف الشركة الائتماني من قبل المقرضين، كانت نسب الإجابات متفاوتة، وكان متوسط إجابات أفراد العينة /3.04/

دور تصنيف الشركة الائتماني من قبل المقرضين على تحديد نسبة الرفع المالي



6. كان توزيع متوسط الاجابات حول اهمية كل من الطرق التالية نموذج بيتا السهم (تسعير الموجودات الرأسمالية) CAPM و نموذج التسعير المرجح و نموذج العائد الخالي من المخاطرة في تحديد كلفة رأس مال الشركة كمايلي 2.49، 2.43، 1.73 على التوالي وهذا يدل على نسبة تأييد منخفضة وفق التوزيع المعياري (1 و 2.5) المحدد من قبل الباحث لنتائج الإجابة على الاستبانة وفق مقياس ليكرت.

الشكل البياني التالي يظهر مدى اهمية كل من الطرق المدروسة في تحديد هيكل راس مال الشركات الصناعية في سورية من وجهة نظر افراد عينة الدرسة



المبحث الرابع

اختبار فرضيات الدراسة

وقد قام الباحث باختبار فرضيات الدراسة بعد تحليل نتائج الدراسة على النحو التالي:

- اختبار الفرضية الأولى:

وتنص هذه الفرضية: " يقوم متخذي القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة بتحديد هيكل تمويل مستهدف للشركة" وبالاعتماد على الجدول رقم/7/ تم احتساب متوسط إجابات أفراد العينة الاجمالي والذي بلغ /2.97/ وهو أقل من المتوسط المعياري للتأييد المرتفع والمعتمد في هذه الدراسة (من 3.5 إلى 5) مما يدل على عدم وجود درجة تأييد عالية وبذلك يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أنه لا يقوم متخذي القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة بتحديد هيكل تمويل مستهدف للشركة.

- اختبار الفرضية الثانية:

تنص هذه الفرضية: " يتم اتخاذ القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة بالاعتماد على أسس علمية وواضحة." وبالاعتماد على الجدول رقم /9/ وبعد أخذ مجموعة من الاعتبارات الضرورية في احتساب متوسط إجابات أفراد العينة على الأسئلة الخاصة بهذه الفرضية فقد بلغ متوسط إجابات أفراد العينة /3.16/ وهو متوسط أقل من المتوسط المعياري لدرجة التأييد العالية المعتمد في الدراسة مما يعني رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أنه أنه لا يتم اتخاذ القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة بالاعتماد على أسس علمية وواضحة.

- اختبار الفرضية الثالثة:

تنص هذه الفرضية: " توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين فعالية القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة وكفاءة أداء هذه الشركات" وبالاعتماد على إجابات أفراد العينة على

الأسئلة الخاصة باختبار الفرضية الثانية تم احتساب متوسط إجابات كل فرد من أفراد العينة على حدى وتم التوصل إلى أن:

- متوسط اجابات الأسئلة الخاصة بقياس أداء شركات أفراد العينة الذين **يملكون** قرار تمويلي فعال بلغت /3.73/ وهو أكبر من المتوسط المعياري لدرجة التأييد العالية المعتمد في الدراسة.
- بينما متوسط اجابات الأسئلة الخاصة بقياس أداء شركات أفراد العينة الذين **لا يملكون** قرار تمويلي فعال بلغت /3.27/ وهو متوسط أقل من المتوسط المعياري لدرجة التأييد العالية المعتمد في الدراسة

مما يعني أن أداء شركات جميع أفراد العينة الذين يملكون قرار تمويلي فعال يعتبر أداء جيد، كما أن أداء شركات جميع أفراد العينة الذين لا يملكون قرار تمويلي فعال لا يعتبر أداء جيد، وبالتالي يتم قبول الفرضية العدمية والتي تنص على أنه: توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين فعالية القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة و كفاءة أداء هذه الشركات.

المبحث الخامس
النتائج والتوصيات

أولاً: نتائج الدراسة:

بعد إجراء التحليل الإحصائي المطلوب، واختبار الفرضيات، إضافة إلى ما تم عرضه في الجانب النظري للدراسة توصل الباحث إلى النتائج التالية:

1. محدودية اعتماد معظم الشركات الصناعية على الديون طويلة الأجل كمصدر تمويل طويل الأجل مكافئ لرأس المال، حيث يتم اللجوء إليه كخيار بديل في حال عدم توفر السيولة الكافية في الشركة.

2. توصل الباحث إلى أن نسبة الرافعة المالية تتأثر بشكل كبير بقرار الملاك (الشركاء الحاليون) حيث ان 81% من عينة الدارسة اعتبروا أن أثر المساهمين الحاليين يعتبر مهم على تحديد نسبة الرافعة المالية في الشركة مما يعني تأثر القرار التمويلي بالرأي الشخصي للملاك.

3. استناداً لنتائج الدراسة الميدانية المعتمدة على الاستبيان الموزع على عينة الدراسة توصل الباحث إلى أن متخذي القرار التمويلي في الشركات الصناعية السورية الخاصة ياخذون بعين الاعتبار أهمية دور سياسة المصارف في تحديد نسب هيكل رأس المال المستهدف لما للقيود التي تضعها المصارف على التسهيلات الائتمانية من دور كبير في تقييد حجم الديون التي يمكن الحصول عليها من قبل الشركات الصناعية السورية الخاصة .

4. لايوجد لدى أغلب الشركات الصناعية هيكل تمويلي مناسب للشركة متكون من خليط للأموال من مصادر مملوكة ومقترضة، معتمد بناءً على سياسة تمويلية سليمة للوصول إلى درجة من التوازن بين كلاً من الملكية والمديونية.

5. ومن النتائج التي توصل إليها البحث وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين فعالية القرار التمويلي وأداء الشركات الصناعية السورية الخاصة .

6. كما أثبتت الدراسة عدم الاعتماد على معايير علمية وواضحة عند اتخاذ قرارات تمويلية من قبل متخذي القرار التمويلي فيما يخص تحديد نسبة الرافعة المالية في شركاتهم.

7. بالاضافة الى وجود ضعف في تحليل وحساب معدل كلفة راس المال المرجح والتي تعد واحداً من أهم المقاييس المستعملة للحكم على نجاح خطط التنمية الاقتصادية.

ثانياً: التوصيات:

1. على الشركات أن تعمل قدر الإمكان على تخفيض تكلفة مصادر التمويل مع مراعاة درجة المخاطرة وذلك عن طريق اختيار هيكل التمويل المناسب الذي يوازن بين درجة الاعتماد على الدين وتخفيض درجة المخاطرة المترتبة على ذلك والذي من خلاله تتمكن الادارة من تعظيم مستوى ربحيتها.

2. تحليل مصادر التمويل المختلفة وأثر كل مصدر على طبيعة نشاط الشركة وربحيتها فالشركات التي تهمل التحليل الخاص بتكلفة مصادر التمويل تتخذ الكثير من القرارات المالية الخاطئة.

3. بامكان الشركات الصناعية الاستعاضة عن التمويل بالقروض من خلال التمويل بنظام المرابحة أو التمويل بالاستئجار حيث تستطيع بذلك شراء الآلات والمعدات، ومعظم مفردات الأصول الثابتة، وحتى بعضاً من الأصول المتداولة كالبضاعة والمواد الخام، وبذلك تنجو هذه الشركات من دائرة مخالفة الشرع.

4. زيادة مساهمة المصارف التجارية بتمويل الاستثمار في القطاع الصناعي عن طريق تقديم الخدمات المصرفية للصناعيين وتطوير خدمات التسويق المصرفي:
   a. عن طريق منح قروض وتقديم تسهيلات ائتمانية للمشروعات بآجال مختلفة ولأغراض مختلفة (مشروع جديد– توسع وتطوير).
   b. بحث وتنمية فرص الاستثمار والمشاركة المباشرة فى رؤوس أموال بعض المشروعات الاستثمارية أو الترويج لفرص الاستثمار المتاحة.
   c. قيام المصرف بمتابعة المشروعات الممولة منه وذلك للوقوف على أية انحرافات فى التكلفة الاستثمارية أو البرنامج الزمنى للتنفيذ ومعالجة أية اختناقات فنية أو مالية أو إدارية أثناء التشغيل بما يتناسب وظروف كل مشروع على حدة عن

طريق المشاركة والمتابعة الفعّالة والدائمة (مالياً وفنياً وإدارياً) مع عملائه حتى لا يواجهوا شبح التعثر والفشل.

5. الاهتمام بتطوير وتأهيل المدراء الماليين في الشركات الصناعية في إدارة عمليات التمويل حتى يستطيع أن يضمن الحصول على التمويل اللازم لمنشأته بأفضل الأسعار واحسن الشروط.
6. إ عطاء الإدارة المالية مكانة أكبر في الهيكل التنظيمي في الشركات الصناعية مما يتيح للمدير المالي المشاركة بشكل أكبر في عملية صنع القرارات المالية المهمة، حيث إن وضع الإدارة على مستوى رئيس قسم لا يمكنها من المشاركة في تلك القرارات المالية.

المراجع

المراجع باللغة العربية

1- الكتب:

1. الحسيني، فلاح، والدوري، مؤيد، "ادارة البنوك كمدخل كمي واستراتيجي معاصر"، الطبعة الثانية، دار وائل، عمان، الاردن، 2003.
2. مطر، محمد ، "التحليل المالي الاساليب والادوات والاستخدامات العملية"، الطبعة الأولى، منشورات معهد الدراسات المصرفية، عمان، 2006.
3. عبد الحميد مرعي، عطية، "المحاسبة الإدارية لأغراض التخطيط واتخاذ القرارات وتقييم كفاءة الاداء"، المكتب الجامعي الحديث، 2006.
4. الزبيدي، حمزة، "ادارة الاستثمار والتمويل"، دار عمان للنشر والتوزيع، 2000.
5. حنفي، عبد الغفار، وقرياقص، رسمية، "اساسيات الاستثمار والتمويل"، مؤسسة شباب الجامعة، 1999.
6. الصياح، عبد الستار، العامري، سعود جايد، "الادارة المالية اطر نظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر، 2003.
7. عبد اللطيف، ناصر نور الدين، "الاتجاهات الحديثة في المحاسبة الادارية وتكنولوجيا المعلومات"، الدار الجامعية، 2004.
8. غنيم، حسين عطا، "دراسات في التمويل"، المكتبة الاكاديمية، 2005.
9. الزبيدي، حمزة محمود، "الادارة المالية المتقدمة"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2009.
10. الصلح، جمال الدين، والمرسي، عبد الله احمد، "الادارة المالية مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، 2006.
11. الليثي، فؤاد محمد، "الاتجاهات المعاصرة في المحاسبة الادارية"، دار الفكر، 2005.

12. السيد، لطفي أمين، " التحليل المالي الأساسي"، ط 4، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

13. الحناوي، محمد صالح، والعبد، جلال ابراهيم، "الادارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، 2007.

14. صبح، محمود، "القرارات المالية الاستراتيجية"، جامعة عين شمس، القاهرة، 2000.

15. هندي، منير، "الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، 1998.

2- الرسائل الجامعية

1. العجلاني، سامي عماد الدين، "تقييم سوق الاسهم لاداء الشركات: دراسة في نسبة التنبؤ بالربحية المستقبلية للاستثمار ضمن قطاع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان"، اشراف الاستاذ الدكتور مؤيد عبد الرحمن الدوري، كلية العلوم المالية والمصرفية، 2005.

2. أبو حلى، محمد هشام، "الفجوة بين النظرية والتطبيق في المحاسبة الادارية دراسة حالة على الشركة العربية المتحدة للصناعة"، اشراف د. ليلى الطويل، جامعة دمشق، 2008.

3. الزيدان، رشا قاسم، "التأجير التمويلي في البنوك الاسلامية دراسة تطبيقية على البنك الاسلامي الاردني"، اشراف د. خالد الخطيب، جامعة دمشق، 2008.

4. البيطار، محمد صلاح، "قدرة التحليل المالي على قياس الربحية حالة تطبيقية على احدى الشركات الخدمية في سورية"، اشراف د. عقبة الرضا، جامعة دمشق، 2007.

5. رستم، زياد محمد، "المعوقات التمويلية للمشروعات الصغيرة دراسة مقارنة بين هيئة مكافحة البطالة في سورية وبنك التضامن في تونس"، اشراف د. عبد الرحمن مرعي، جامعة دمشق، 2006.

6. كفا، ياسر، "مؤشرات تقييم الاداء المحاسبي في القطاع الصناعي العام في الجمهورية العربية السورية"، اشراف د. خالد الخطيب، جامعة دمشق، 2005.

7. الغفيري، فؤاد احمد محمد، "تقييم الاداء المحاسبي واستراتيجيات تطويره في شركات الصناعات التحويلية في اليمن"، اشراف د. نواف فخر، 2006.

8. قباجه، عدنان عبد المجيد عبد الرحمن، "استقرارية نسبة الدين الى حقوق الملكية في الاجل الطويل: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالية"، الجامعة الاردنية، كلية الدراسات العليا، 1993.

9. الأغبري، ثروة محمد، " أثر الرافعة المالية على الأداء لشركات الصناعات الغذائية اليمنية"، جامعة صنعاء، 2002.

10. الأغا، بسام محمد، "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، الجامعة الاسلامية بغزة، 2005.

11. سليمان، عزام، "المشكلات التمويلية في المشروعات الصناعية الصغيرة في القطر العربي السوري"، اشراف د. نجم الحميدي، جامعة حلب، 2004.

12. عبد الباقي، عبد الرحمن ماجد، "القياس والافصاح المحاسبي لعقود التاجير التمويلية وامكانية تطبيقها في المصرف التجاري السوري"، اشراف د. محمود ابراهيم، جامعة حلب، 2005.

13. النويران، زياد سليمان فضيان، "أثر استخدام الرفع المالي على العائد على حقوق الملكية و المخاطرة النظامية :دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة المدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية (2001-2005)"، إشراف حنان إبراهيم النجار، جامعة عمان العربية، 2007.

14. هيجانة، أسامة سهيل علي، "أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن(1990-1999)"، اشراف عبد المنعم السيد علي، جامعة ال البيت، 2001.

15. علاونة، جميل جابر، "بناء وهيكلة رأس مال الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية"، اشراف محمد فرح عبد الحليم، جامعة النيلين، 2004.

3- المجلات والدوريات:

1. الطراونة، مدحت ابراهيم، "اثر الرفع المالي في ربحية الشركات المساهمة"، مجلة البحوث الاقتصادية، المجلد الخامس عشر، العدد الأول، يونيو، 2004.

2. الدبعي، امون، و ابو نصار، محمد، "دور نسبة الربح الى السعر في تحسين علاقة العوائد السوقية للاسهم بالارباح المحاسبية دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الاردنية"، مجلة دراسات العلوم الادارية، المجلد 27، العدد 2، تموز، 2000.

3. الزبيدي، حمزة، والكيلاني، قيس، "إعادة هيكلة نظم الإدارة المالية باستخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة"، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد الثامن، العدد الأول، عمان، الأردن،2005.

4. عربيد، نضال، "التوجه المحاسبي للتأجير التمويلي في البنوك التجارية السورية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 16، العدد الأول، 2000.

5. حموي، فواز صالوم، مشكلات الاستئجار التمويلي Leasing وأثرها في عملية اتخاذ القرار التمويلي الأمثل في تنفيذ الاستثمارات، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 21، العدد الأول، 2005.

English Resource

Books, Periodicals and Articles

1- M Y Khan, P K Jain, “Financial Management”, Tata McGraw-Hill, 2007.

2- Ross, S.A., R.W. Wester Beld, and J.Jaff ''Corporate finance", 7th edition, McGraw – Hill, U.S.A., 2006.

3- Wheelen Thomas L. and Hunger J. David, "Strategic Management Business Policy”, Hall Inc. 7th Edition USA, 2000.

4- Werner Gleissner, Marco Wolfrum, "Cost of Capital and Valuation with Imperfect Diversification And Unsystematic Risks”, Future Value Group, 2009.

5- Pual Sollman, “Financial Accounting”, Newyork, Mc Graw Hill Companies, 2004.

6- Jon R. Williams, Susan F. Haka, Mark S. Bettner, Robert F. Meigs, “Financial & Managerial Accounting”, Twelfth Edition, Mc Graw Hill, 2002.

7- Mauer C. David, Sudipto Sarkar, "Real options, agency conflicts and optimal capital structure", Journal banking & Finance, Marsh 2004.

8- Luoma Gary, Spiller Earl A," Financial accounting return on investment and financial leverage", Journal of Accounting Education, No.20 ,2002.

9- Loof Hans, "Dynamic optimal capital structure and technical change" Journal of Structural Change and Economic Dynamics, No.15, 2004.

10- Fattoh Bassam,"Capital structure in South Korea: a quantile regression approach" Journal of Development Economics, No. 76, 2005.

11- Faff R.W., Brooks R.D., Kee Ho Yew," New evidence on the impact of financial leverage on beta risk: A time-series approach", Journal of Economics and Finance, No.13, 2002.

12- Desomsak & Rataporn, "The Determinants of Capital Structure" Journal of Development Economics, 2005.

13- Chin – Cheng Chen, "The Relationship Between The Financial Leverage & The Operating Leverage" Journal of finance, vol : 79 , No : 4, Dec, 2004.

14- Aivazian A. Varouj, Ge Ying, Qiu Jiaping, " The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence", Journal Corporate Finance, June 2003.

15- Brigham, Eugene; and Gapenski, Louis, "Financial Management Theory & Practice", 2002.

16- Brigham, Eugene; and Ehrhardt Michael, "Financial Management Theory & Practice" 12nd ed, Mike Roche publisher, 2005.

17- Brealey Richard & Myers Stewart, "Principles of Corporate Finance". 4th ed, 2001.

18- R. Graham, John & Harvey, Campbell R, 2001, The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field, New Orleans; Duke University.

19- Brounen, Dirk & Jong, Abe De & Koedijk, Kees C. G., 2004, Corporate Finance in Europe Confronting Theory with Practice, Maastricht Meetings Paper No. 2769.

20- Bancel, Frank Mittoo Usha r. , 2004, Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms, Financial Management, Vol. 33, No. 4, Winter 2004.

21- 1 Buferna, Fakher & Bangassa, Kenbata & Hodgkinson, Lynn, 2005, Determinants of Capital Structure Evidence from Libya, Management School, university of Liverpool, Research paper series No.2005/08

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المحاسبة

السادة المدراء التنفيذيون

السادة المدراء الماليون

تحية طيبة وبعد،

يقوم الباحث بإجراء بحث بعنوان "دراسة مدى فعالية القرار التمويلي وأثره في أداء الشركات الصناعية السورية"، لنيل درجة الماجستير، وبهدف اختبار الفرضيات التي وضعها الباحث تم تصميم هذه الأستبانة.

لذا أرجو التكرم بتعبئة هذه الأستبانة حيث يعتبر الباحث أن مشاركتكم الايجابية وإجابتكم الدقيقة على الأسئلة التي يتضمنها الاستبيان سوف يكون لها الدور الرئيسي في انجاز هذا البحث وذلك تسهيلاً للوصول إلى نتائج من المتوقع أن تكون إسهاما فعالاً في تفعيل دور القرار التمويلي في أداء الشركات في القطر العربي السوري.

ويؤكد الباحث بأن المعلومات التي سوف يتم الحصول عليها من هذه الأستبانة سيتم التعامل معها بسرية تامة ولن تستعمل إلا لغايات البحث العلمي.

مع فائق الاحترام والتقدير لتعاونكم.

الباحث عبد الرحمن شرينة
كلية الاقتصاد
جامعة دمشق

- **معلومات شخصية:**

يرجى التكرم بوضع إشارة (√) أمام الاختيار المناسب:

- **المؤهل العلمي:**

☐ بكالوريوس ☐ دبلوم دراسات عليا

☐ ماجستير ☐ دكتوراه

☐ شهادات مهنية أخرى – يرجى ذكرها . . . . . .

- **التخصص العلمي:**

☐ محاسبة ☐ علوم مالية ومصرفية ☐ إدارة أعمال

☐ أخرى – يرجى ذكرها . . . . . .

- **سنوات الخبرة في مجال عملك:**

☐ أقل من خمس سنوات ☐ بين الخمس والعشر سنوات ☐ أكثر من عشر سنوات

- **سنوات العمل في منصبك الحالي:**

☐ أقل من ثلاث سنوات ☐ بين الثلاث والسبع سنوات ☐أكثر من سبع سنوات

أولاً: يرجى التكرم بوضع إشارة (√) في الحقل الذي تراه مناسباً:

		مهم جداً	مهم	معتدل الأهمية	مهم قليلاً	غير مهم
1	**ما مدى أهمية محاولة الشركة الحفاظ على نسبة ثابتة تقريبية من الديون إلى إجمالي حقوق الملكية؟**					
2	**يرجى تحديد أثر العوامل التالية على تحديد نسب هيكل رأس المال المستهدف.**					
	سياسة ومنهجية الإدارة.					
	المساهمون الحاليون أو الشركاء الحاليون.					
	سياسة المصارف.					
	المساهمون المحتملون أو الشركاء المحتملون.					
	المقارنة مع نسب منافسين الصناعة.					
	الدائنين التجاريين بشكل عام.					
3	**ما هي برأيك أهمية مصادر التمويل الطويل الأجل التالية من وجهة نظر الشركة؟**					
	الأرباح المحتجزة.					
	الديون.					
	التأجير التمويلي.					
	التأجير التشغيلي.					
	زيادة رأس المال المدفوع.					
4	**ما هو برأيك تأثير الإجراءات التالية على سياسات الائتمان في الشركة؟**					
	العمل على تخفيض كلفة رأس المال المرجحة WACC إلى الحد الأدنى من خلال زيادة حجم الدين.					
	زيادة حجم الدين إذا كانت أسعار الفائدة متدنية للغاية.					
	عدم الرغبة بزيادة حجم الدين بسبب تكاليف المعاملات والرسوم.					
	اللجوء الى زيادة حجم الدين في حال عدم كفاية التمويل الداخلي.					
5	**ما مدى تأثر العوامل التالية على نسبة الرفع المالي في الشركة؟**					
	تقلب أرباح الشركة والتدفقات النقدية.					

		مهم جداً	مهم	معتدل الأهمية	مهم قليلاً	غير مهم
	ارتفاع تكلفة رأس المال نتيجة زيادة حقوق الملكية.					
	المرونة المالية (الحفاظ على إمكانية لجوء الشركة إلى الاقتراض عند الحاجة إلى تمويل مشاريع جديدة).					
	تقييد حجم الديون من أجل ضمان عدم قلق الموردين والزبائن من قابلية الشركة للاستمرار.					
	الشروط التقييدية المفروضة من قبل مقدمي الديون.					
	مستوى معدلات الفائدة.					
	الميزة الضريبية لخصم الفائدة.					
	تكاليف المعاملات والرسوم لإصدار الدين.					
	مستوى ديون الشركات الأخرى التي تعمل في نفس الصناعة.					
	زيادة حجم خدمة الديون وبالتالي احتمال رفع تكاليف العسر المالي أو الإفلاس.					
	تصنيف الشركة الائتماني من قبل المقرضين.					
6	**حدد أهمية الطرق التالية في تحديد كلفة رأس مال الشركة؟**					
	نموذج بيتا السهم (تسعير الموجودات الرأسمالية) CAPM.					
	نموذج التسعير المرجح.					
	نموذج العائد الخالي من المخاطرة.					
	قرارات منظمة.					

ثانياً: يرجى التكرم بوضع إشارة (√) في الحقل الذي تراه مناسباً:

		أفضل بكثير	أفضل	مقاربة	أقل	أقل بكثير
7	تعتبر نسبة العائد على حقوق الملكية في الشركة مقارنة بنسب الشركات العاملة بالصناعة (معيار الصناعة)					
8	تعتبر نسبة العائد على الاستثمار في الشركة مقارنة بنسب الشركات العاملة بالصناعة (معيار الصناعة)					
9	تعتبر نسبة التداول في الشركة مقارنة بنسب الشركات العاملة بالصناعة (معيار الصناعة)					

The Abstract

Study Title

Study the Effectiveness of the Funding Decision and its Impact on the Performance of Syrian Industrial Companies

Supervised by: Dr. Ghassan Ibrahim

Prepared by: Abdulrahman Shrinah

This study aims to investigate the effect of funding decision in the performance of Syrian industrial companies where it studies the funding decision, which depends on the study of the financial position of long-term to the company and identification of available funding sources, whether internal or external and to identify cost of capital as a result of the use of each source to try to reach the optimal structure of capital and its effect on the performance of the company.

To achieve the goal of this study the researcher has tested three hypotheses, He has also depended on the analytical descriptive method survey the field due to its relevant of the nature of this study objectives, where the tool of study "Questionnaire" is designed depending on the studies and scientific literature relevant to the study, and distributed to the executives and financial managers of a random sample of Syrian industrial companies, the statistical package software (SPSS) has been used, to analyze the statistical data collected from the questionnaire prepared for this study

The main findings of the study:

1. Most industrial companies do not have a long-term debt as a source of their capital of structure, where it is an alternative option in the absence of adequate liquidity in the company.
2. Study proved that the decision makers do not rely on scientific and clear criteria when making funding decisions with regard to determining the proportion of leverage in their companies.
3. In addition, there is weakness in analyzing and calculating the rate of the cost of capital, which is one of the most important factor used to judge the success of the plans for economic development.
4. From the results which the study come up with, there is a statistical relationship between the effectiveness of the funding decision and performance of industrial companies in Syria.

Researcher also conclude a number of recommendations and suggestions, including:

1. Companies should work on reduction the cost of capital with observance the risk, by selecting the appropriate funding structure, which balances the degree of dependence on debt and reduce the degree of arising risk, so the company can maximize the level of its profitability and thus achieve its objective of maximizing the wealth of the owners or maximize market value.

2. Industrial companies can replace the loans by Murabaha financing or lease, where they can purchase machinery and equipments, most fixed assets and even some of the current assets as materials raw so the company survives from the prohibiting of Sharia.

3. Increase the contribution of commercial banks in financing the investment of the industrial sector through offering banking services to industrialists and developing services of marketing banking.

4. Qualify the financial managers in manufacturing companies so that they guarantee getting the necessary funding for the business at the best prices and best terms.

5. Give greater role to financial management in the manufacturing companies, so financial managers can be more involved in financial decision.

Syria Arab Republic
Damascus University
Faculty of Economic
Accounting Department

Study the Effectiveness of the Funding Decision and Its Impact on the Performance of Syrian Industrial Companies

Presented to Obtain the Master Degree in Accounting

Supervised by

Dr.: Ghassan Ibrahim

Prepared by

Abdulrahman Shrinah

2010