

إشكالية إختيار هيكله رأس المال للمؤسسة وتأثيرها على مردودية المساهمين
(محاولة نمذجة الاختيار).

د. بشوندة رفيق*

أ. شهيدى محمد**

Résumé

L'article que nous présentons porte sur l'impact du choix d'une structure du capital sur la rentabilité financière de l'entreprise, appelé aussi par le terme rentabilité (ou rendement) de l'actionnaire, plusieurs chercheurs dans la théorie financière on traité cette problématique, et dans le même cadre l'auteur propose également un modèle pour explique cette relation et ce en négligeons le taux d'intérêt.

المستخلص: يعالج البحث المقترح تأثير الباحثين في مجال النظرية المالية قد تناولوا إختيار هيكله رأس المال على المردودية الموضوع, في هذا الإطار يحاول الباحث إثارة المالية للمؤسسة، والتي يطلق عليها مصطلح نفس الموضوع مقترحا نموذج مالي بدون سعر مردودية أو عائد المستثمر، حيث العديد من الفائدة.

* أستاذ محاضر قسم أ، جامعة سيدي بلعباس، الجزائر.

** أستاذ مساعد قسم أ، جامعة سيدي بلعباس، الجزائر.

المقدمة:

إن المحلل للنتائج المالية التي حققتها المؤسسات الإقتصادية الجزائرية يجد أنها غير كافية بالنظر إلى المصادر المالية المتوفرة وبتكاليف منخفضة، حقيقة هنالك جملة من الأسباب أدت إلى هذا الإخفاق ولكن يكفي ذكر على سبيل المثال وليس على سبيل الحصر أنها لم تحسن إستغلال المصادر المالية في تعظيم المردودية المالية، و هذا بدوره ناتج عن سوء إستخدام السياسة المالية حيث نجد أن القرارات التمويلية كانت تعالج على أساس المنطق المحاسبي ولا يؤخذ بعين الإعتبار المنطق المالي، إضافة إلى أن المسير يعتبر التمويل الخارجي عامل يؤثر سلبا على قيمة المؤسسة. فعلا نجد الكثير من المسيرين يعتبرون أن التمويل الخارجي عبء وخطر مالي خارجي يجب تفادي إستعماله في الدورة المالية، فأصبحت المشكلة تكمن في المديونية وليس في سوء تسييرها، وهذه الفكرة لا تتماشى ومبادئ النظرية المالية الكلاسيكية والحديثة.

إن الذي ذكرناه سابقا يجعل من الأهمية بمكان أن نخوض في موضوع مدى تأثير السياسة التمويلية على المردودية المالية للمؤسسة الإقتصادية، ومحاولين من خلال ذلك دراسة العلاقة الموجودة بين هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة، وهذا بالإعتماد على ما جاءت به النظرية المالية، فإذا كان رأس المال - على أساس النظرية الإقتصادية - يعتبر من عوامل الإنتاج فما هو الأثر الذي يحدثه إختيار أسلوب تمويلي معين على المردودية المالية للمؤسسة الإقتصادية؟، و هل يمكن إقتراح نموذج مالي يتجاهل سعر الفائدة؟

أولا/ النماذج المالية في تحليل العلاقة بين قيمة المؤسسة وهيكل التمويل:

عرفت النظرية المالية في السنوات الأخيرة تطورا كبيرا، حيث تم إبتكار الكثير من الصيغ الجديدة في الآليات المالية للمؤسسات والأسواق المالية، الهدف منها محاولة تحقيق التقارب بين هدف المؤسسة في تعظيم المردودية المالية ورغبات المساهمين، والفضل في هذه الإبداعات يرجع إلى مجموعة من الباحثين الذين تفوقوا إلى حد بعيد في تطوير النظرية المالية من تلك المبنية على أسس ومبادئ كلاسيكية (1)، إلى نظام

ينبني على قواعد تساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من خلال إستغلال الفرص الإستثمارية لتعظيم المردودية المالية في أسواق رؤوس الأموال، وهكذا أصبحت للسياسة المالية في أي شركة أهمية في المزج بين قرار التمويل وقرار الإستثمار.

ومن بين هؤلاء نذكر على سبيل المثال هاري ماركويتز (Harry Markowitz) الذي ساهم في تطوير التعامل ومعالجة الإشكاليات المالية من خلال فكرة أساسية مفادها أنّ كلّ أصل مالي يمكن إعتباره متغير عشوائي، وهذا يعني إمكانية قياس مخاطرة هذا الأصل (2)، وذلك بواسطة حساب الإِنْحراف المعياري لمعدّلات المردودية المالية للأصل المالي، ونتيجة لهذا القياس، للمضارب أو المستثمر أن يشكل محفظة مالية مثلى، التي تسمى في المصطلح المالي بالمحفظة الفعّالة (Albouy 2003 ، p :6-9)، إن دراسات هذا الباحث قد ساهمت بشكل كبير في تأسيس النموذج الحديث في النظرية المالية والمعروف بنموذج توازن الأصول المالية (3)، والذي تمّ تطويره فيما بعد من طرف شارب (Sharpe)، ليتنار (Lintner)، و موسين (Moussin)، حيث قام ويليام شارب بتأليف نظرية قياس فعالية المحافظ المالية مساهما أيضا في تطوير نموذج توازن الأصول المالية، وقد عمل على توسيع أعمال ماركويتز من خلال تحديد وبطريقة بسيطة حدود الفعّالية للمحفظة المالية، و نظرا لأهمية الأبحاث التي أنجزها فقد سمي المعامل المستخدم في ترتيب درجة فعالية الأصول الإستثمارية بإسمه حيث يعرف بمعامل شارب.

إن ميترون ميلار (Metron miller)، الذي يعتبر بمثابة مؤسس النظرية المالية الحديثة، يرجع له الفضل هو وزميله موديقلياني فرانكو (Franco modigliani) في البحث عن العلاقة التي تربط بين هيكلية التمويل والمردودية المالية للمؤسسة وتحديد سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المسعرة في السوق المالي، حيث كانا من الأوائل الذين أسقطا تطبيق النظريات الإقتصادية الكلية على المستوى الجزئي، وإستخلصا من خلال الأبحاث المنجزة أنه لا وجود لأي علاقة بين قرار التمويل وقرار الإستثمار بمعنى إستقلالية قرار هيكلية تمويل معينة على المردودية المالية للمؤسسة، أمّا أوجان

فاما (Eugène fama) فقد قام بإعداد نظرية فعالية إعلامية الأسواق المالية، وقد تركزت أبحاثه كلّها على القرارات المالية معتمدا في ذلك على السوق المالي كمركز لتحليل المعلومات، وهذا لإعتباره مرآة عاكسة تسمح بإتخاذ القرارات المالية، و تحث نظرية ميشال جونسون (Michel jensen) مكانة خاصة في النظرية المالية، نظرا لخصوصيتها، حيث تتبنى المبدأ الإيديولوجي الليبرالي الذي خلاصته إعتبار معيار تسعيرة الأسهم في سوق مالي تسوده المنافسة الكاملة وتوفر المعلومات لكلّ المتدخلين بصفة مجانية، كهدف من أهداف التسيير، أمّا ميرون سكولس (Miron scholes) فهو معروف بتطوير نموذج تقييم الخيارات الخاصة بعمليات الشراء والبيع للقيم المنقولة، وهذا أحدث ما تمّ إبتكاره في الإقتصاد المالي خلال العشرون سنة الماضية، وبطبيعة الحال لا يمكن تقديم أعمال هذا الباحث دون التطرق لنموذج فيشر بلاك (Fisher black) الذي نشر مساهمته سنة 1973 بعنوان تقييم الأصول المالية المحرّرة تحت شروط محددة، مثلا سندات رهن البضائع المعروفة بإسم الوارون (Warrants) (Albouy 2003 ; p :14)، حيث قام بإعداد معادلة لتحديد خيارات الشراء الخاصة بالأصل المالي.

أمّا روبر ميرتون (Robert merton) فكانت مساهمته في النظرية المالية من خلال تشكيل نموذج لتقييم وإختيار المحافظ المالية الفعّالة، وقد قام بصياغته مع إفتراض إستمرارية الزمن، كما كان له الفضل في توسيع طريقة تقييم الخيارات، أيضا سمحت أعمال ستيوارت مايرس (Stewart myers) بتعميق النتائج التي توصل إليها مودي قلياني وميليار (Miller et Modigliani)، حيث قام بإعداد نظريتين قصد تفسير إختيار الهيكل المالية للمؤسسة، الأولى تسمى بنظرية التعارض (Théorie des conflits) التي تتلخص في الأخذ بعين الإعتبار التكاليف المرتبطة بتعارض أهداف المساهمين والمسيرين والثانية نظرية التمويل السلمي (Théorie du financement par échelles) التي تركز على حالة عدم التماثل في المعلومات، ومفادها أن المسيرين تتوفر لديهم معلومات خارج الشركة قد يجهلها المساهمين

وتكون لها تأثير في أسلوب اختيار هيكل التمويل المناسبة ومنه المفاضلة بين إصدار الأسهم أو السندات حسب الأهداف المرغوب في تحقيقها وعلى أساس درجة المخاطرة المسموح أن تواجهها المؤسسة دون تعريض عوائد ورؤوس أموال المساهمين للمخاطرة، وأخيرا أبحاث ستيفان روس (Stéphen ross) التي اهتمت بالأسواق المالية، مالية المؤسسة واقتصاديات الريبة، حيث قام بإعداد نموذج لتقييم التحكيم وكذا لتقييم الأصول المالية الصادرة بشروط معينة كتلك التي أشرنا إليها (Eugen 1997 p :6-18)، وقد اشتهر بنظرية الاستدلال أو الإشارة التي تفترض في ظل توافر المعلومات في السوق تحقيق المساواة بين المستثمرين والمسيرين في معرفة مستقبل مؤسستهم وتسمى هذه الخاصية بالتماثل المعرفي أو المعلوماتي، في حين غالبا ما يتاح للمسيرين كم أكبر من المعطيات خارج الشركة مما يكون لذلك تأثير على قرارات التمويل.

إن البحث في العلاقة بين المردودية المالية وأسلوب اختيار هيكل التمويل الذي اهتم به الكثير من الباحثين كما أشرنا إليه، والذين تحصلوا كلهم بفضل نظرياتهم والنماذج التي قدموها على جائزة نوبل.

ثانيا/محاولة نمذجة الاقتراح:

الفائدة تعني أن يتقاضى المقرض مبلغا زائدا على رأس ماله وبغض النظر عن الإنتاجية القيمة لرأس المال، أو القيمة المضافة إلى الثروة (المصري 1999، ص:53)، نتيجة استخدام رأس المال في الإنتاج، فإذا حدث أن حقق المشروع الإنتاجي خسائر أو أرباح يقل معدلها عن فائدة رأس المال، كان معناه أن ثروة المنتجين لم تزد، بل إنها ستتناقص، ولقد نشأت البنوك في الدول الغربية بعد ما تم إستباحة الفائدة وإعتبارها ثمنا لتأجير المال وقام عملها الأساسي على القرض بالفائدة، فهي تستقبل الودائع وتمنح القروض، ويختلف معدل الفائدة عن معدل الربح من حيث أن هذا الأخير متغير حسب النتائج المحققة من طرف المستثمر، حيث إذا حقق المشروع خسائر فإنه يتم

تقاسهما بين صاحب المال وصاحب المشروع، أما في حالة تحقيق الأرباح فيتم توزيعها حسب مساهمة كل طرف، عكس مبدأ سعر الفائدة الذي يتحمل فيه طرف واحد مخاطرة العمل ومخاطرة المال، وإذا كان الإسلام يحرم إستعمال الفائدة، فهذا لا يعني أن يصبح رأس المال يقدم مجانياً، ولكن الحقيقة عكس ذلك تماماً، لأن المال إذا كان يقدم مجاناً للمحتاجين والذي يطلق عليه في المصطلح الإسلامي بالقرض الحسن، فإنه لا يقدم قرضاً في ميدان التجارة أو الإستثمار، إنما يمنح إليها قرضاً أي على حصة محددة من الربح وهو ما يطلق عليه في الإقتصاد الإسلامي مصطلح المشاركة أو المرابحة على سبيل المثال، وعليه فإن في الإسلام لرأس المال عائد أو كلفة والتي تحسب ضمن عناصر التكاليف الإنتاجية، كما يحسب عادة ربح المنظم، فعليه يصبح عائد رب المال كعائد المنظم، فينتقل إذن من نطاق العائد الثابت إلى نطاق العائد المتبقي، من هذا المنطلق نحاول أن نقدم نموذج مالي لا يأخذ بعين الإعتبار سعر الفائدة، حيث سوف نتجاهل هذا المتغير ونعوضه بالربح فبي حالة طلب المؤسسة لرؤوس أموال خارجية.

1-فرضيات النموذج:

يقوم نموذجاً هذا الذي نحاول تقديمه على أساس جملة من الفرضيات وهذا فضلاً على مبادئ إقتصاد السوق التي نتصور أن المستثمر يتصرف برشادة وعقلانية في إتخاذ قراراته التي تحقق له هدف الربح، وأن السوق أو المحيط الذي تنشط فيه المؤسسة خاضع لقوى العرض والطلب، إضافة على ذلك نذكر الفرضيات التبسيطية التالية:

أ- أن مصادر التمويل المتاحة بالنسبة للمؤسسة تتمثل في الأموال الخاصة، التمويل الذاتي، إضافة إلى مصدر ثالث يقدم من طرف رجال المال على أساس مبدأ تقاسم المخاطرة، والذي يعني إحلال العائد المتبقي محلّ سعر الفائدة وهو خاضع للضريبة على أرباح الشركات، على سبيل المثال البنوك الإسلامية التي تمنح التمويل في صيغة: المشاركة، المضاربة، أو المرابحة.

- ب- عدم تدخل رجال المال في إتخاذ القرار داخل المؤسسة ومعدّل مساهماتهم لا يتجاوز نسبة 49% من مجموع خصوم المؤسسة الظاهرة في الميزانية المحاسبية.
- ج- عدم التعارض ما بين هدف المسير في تعظيم أرباح المؤسسة وهدف المساهم في تعظيم أرباحه الشخصية، حيث أن تأجيل المسير توزيع الأرباح على المساهمين، أو حتى إلغاء عملية التقسيم لا يعني في أي حال من الأحوال إنقاص ثروة الشركاء، بل هذا القرار يفترض فيه مبدأ النظرية المالية القائل تأجيل الإستهلاك الحالي وإدخاره وتفضيل الإستهلاك المستقبلي.
- د- لا يتخذ المسير تأجيل أو إلغاء تقسيم الأرباح إلاّ بموافقة أغلبية المساهمين، وذلك في إطار الجمعية العامة.
- و- خطر النشاط الإقتصادي ثابت وعليه يمكن قبول أي مشروع إستثماري دون مراعاة هذا الخطر، وهذا إفتراض نظري بحث فقط لتبسيط الدراسة.
- ن- تتبنى المؤسسة سياسة توزيع الأرباح على مساهمها على شكل قسيمات الأرباح ولكن مع مراعاة الإحتمال القائم في الفرضية الثالثة.
- س- أن المؤسسة خاضعة للضريبة على الأرباح وهي ثابتة في الفترة القصيرة الأجل، وتتغير في الفترة الطويلة الأجل.
- ع- أن العائد المالي الذي تسدده المؤسسة لرجال المال يحسب على أساس النتيجة الإقتصادية قبل فرض الضريبة على الأرباح.
- ش- أن النتيجة الإقتصادية تمثل مجموع إيرادات المؤسسة مطروح منها مجموع التكاليف بإستثناء العائد المالي الذي تمنحه لرجال المال.

2- صياغة النموذج:

لنفترض في البداية أن المردودية المالية تستخرج من خلال العلاقة التالية:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{المردودية المالية}$$

و أن المردودية الإقتصادية تحسب بدورها من خلال العلاقة التالية:

$$\frac{\text{النتيجة الإقتصادية}}{\text{القيمة الكلية للمؤسسة}} = \text{المردودية المالية}$$

فإذا إعتبرنا الرموز التالية:

K_s : المردودية المالية للمؤسسة.

R_e : المردودية الإقتصادية للمؤسسة.

B : النتيجة الإقتصادية.

b : معدّل عائد المصادر المالية الخارجية.

T : معدّل الضريبة على الأرباح.

S : إجمالي الأموال الخاصة في المؤسسة.

D : إجمالي التمويل الخارجي، الذي مصدره رجال المال (1) مثل البنوك الإسلامية أو شركات المخاطرة رأس المال.

V : القيمة الكلية للمؤسسة، حيث $V=S+D$.

بتعويض الرموز في نسبة المردودية المالية يكون لدينا مالي:

$$K_s = \frac{(B - bB) \times (1 - T)}{S}$$

$$K_s = \frac{B(1 - T) - bB \times (1 - T)}{S}$$

$$K_s = \frac{\frac{B}{V} \times (1 - T) \times V - b \frac{B}{V} \times (1 - T) \times V}{S}$$

$$K_s = \frac{R_e(1 - T) \times (S + D) - bR_e \times (1 - T) \times (S + D)}{S}$$

$$K_s = \frac{R_e(1 - T)S + R_e(1 - T)D - bR_e(1 - T)S - bR_e(1 - T)D}{S}$$

$$K_s = R_e(1 - T) - bR_e(1 - T) + \frac{R_e(1 - T)D - bR_e(1 - T)D}{S}$$

$$K_s = R_e(1 - T)(1 - b) + \frac{R_e(1 - T)(1 - b)D}{S}$$

$$K_s = R_e(1 - T)(1 - b) + R_e(1 - T)(1 - b) \frac{D}{S}$$

أو

$$K_s = R_e(1 - T)(1 - b) \left(1 + \frac{D}{S} \right)$$

إن الملاحظة الأولية التي يمكن إستنباطها من العلاقة الأخيرة، أن المردودية المالية تتحدد من خلال أربعة متغيرات، وهي: المردودية الإقتصادية، معدّل الضرائب، معدل عائد مصادر المال الخارجية وهيكل التمويل.

3- تطبيق النموذج وأثر إختيار هيكل التمويل على المردودية المالية:

إن فرضية إنعدام سعر الفائدة أو على الأقل عدم الرغبة في إستعماله من طرف المؤسسة جعلنا نقترح العلاقة التي قمنا بإثباتها في الفقرة السابقة والتي تبين حساب المردودية المالية 'KS' بدلالة المردودية الإقتصادية، ولتحديد طبيعة العلاقة التي تربط بين تغيير هيكل التمويل والمردودية المالية، سنأخذ المثال التالي، والذي سندرس من خلالها ثلاثة حالات أولاً نفترض تغيير هيكل التمويل مع تثبيت النتيجة الإقتصادية وهذا شئ منطقي كون القيمة الكلية للمؤسسة لن تتغير، ثانياً نفترض تغيير هيكل التمويل وتغيير النتيجة الإقتصادية وفي هذه الحالة نتبنى مبدأ عدم تغيير القيمة الكلية للمؤسسة مثل الحالة الأولى، وأخيراً في الحالة الثالثة نفترض فيها تغيير النتيجة الإقتصادية بنفس مقدار تغيير القيمة الكلية للمؤسسة والتي يكون مصدرها المالي إما الأموال الخاصة أو المصادر المالية الخارجية.

الحالة الأولى: إفتراض تغيير هيكل التمويل وثبات النتيجة الإقتصادية.

نفترض أربعة احتمالات، حيث نثبت النتيجة الإقتصادية، معدّل الضرائب والقيمة الكلية للمؤسسة، بينما نغير في مكونات هيكل التمويل، إن الجدول رقم (1) يلخص لنا معطيات المثال التوضيحي والنتائج المتوصل إليها.

حساب المردودية المالية مع إفتراض تغير هيكله التمويل

الجدول (1) الوحدة: دينار جزائري

	الإحتمال الأول	الإحتمال الثاني	الإحتمال الثالث	الإحتمال الرابع
النتيجة الإقتصادية B	45 000	45 000	45 000	45 000
القيمة الكلية V	100 000	100 000	100 000	100 000
الأموال الخاصة S	100 000	90 000	70 000	55 000
المصادر المالية الخارجية D	-	10 000	30 000	45 000
معدل الضرائب T	35%	35%	35%	35%
معدل العائد المتبقي b	0%	10%	30%	45%
المردودية الإقتصادية Re	45%	45%	45%	45%
المردودية المالية Ks	29%	29%	29%	29%

من خلال الجدول السابق رقم (1) نستنتج أنه بإفتراض ثبات النتيجة الإقتصادية المحققة من طرف المؤسسة وعدم وجود سعر الفائدة فإنه مهما كانت مستويات هيكله التمويل فإن المردودية المالية تبقى ثابتة ولا تتأثر بذلك التغير، وهذا ما تظهره نتائج الإحتمالات الأربعة، فالحالة الأولى وجدنا أن المردودية المالية تساوي 29% مع هيكله تمويل متكونة فقط من الأموال الخاصة، بينما الحالة الثانية لما أصبحت الأموال الخاصة تمثل 90% من القيمة الكلية للمؤسسة بقيت تساوي 29%، وكذلك الأمر بالنسبة للإحتمال الثالث والرابع، حيث بالرغم من إنخفاض معدل الأموال الخاصة إلى 70% ثم إلى 55%، لم تسجل المردودية المالية أي تغيير.

الحالة الثانية: إفتراض تغيير هيكل التمويل وتغير النتيجة الإقتصادية.

في هذه الحالة نقترح أربعة إحتتمالات للنتيجة الإقتصادية مع تغيير هيكل التمويل بشكل عشوائي كما يظهره الجدول رقم (2).

حساب المردودية المالية مع إفتراض تغيير النتيجة الإقتصادية.

الجدول (2) الوحدة: دينار جزائري

	الإحتمال الأول	الإحتمال الثاني	الإحتمال الثالث	الإحتمال الرابع
النتيجة الإقتصادية B	45 000	65 000	78 000	80 000
القيمة الكلية V	100 000	100 000	100 000	100 000
الأموال الخاصة S	90 000	70 000	80 000	55 000
المصادر المالية الخارجية D	30 000	30 000	30 000	30 000
معدّل الضرائب T	35%	35%	35%	35%
معدّل العائد المتبقي b	10%	30%	20%	45%
المردودية الإقتصادية Re	45%	65%	78%	80%
المردودية المالية Ks	29%	42%	51%	52%

من خلال قراءة نتائج الجدول رقم (2)، نستنتج أنه كلما إرتفعت النتيجة الإقتصادية ومعها بالتبعية المردودية الإقتصادية فإن المردودية المالية ترتفع، وذلك مهما كانت مستويات هيكل التمويل.

الحالة الثالثة: إفتراض تغير النتيجة الإقتصادية بنفس معدّل تغير القيمة الكلية للمؤسسة. إذا إفترضنا تغير النتيجة الإقتصادية بنفس مقدار تغير القيمة الكلية للمؤسسة 'V' وسواء كان مصدر التمويل الأموال الخارجية كما يوضحه الجدول رقم (3) أو الأموال الخاصة كما في الجدول رقم (4)، فإن ذلك لن يؤدي لأي تغيير في المردودية المالية للمؤسسة، حيث إرتفاع النتيجة الإقتصادية 'B' في الإحتمالات الأربعة بمعدل 20% نتيجة إرتفاع القيمة الكلية 'V' بنفس المقدار ترك المردودية المالية 'KS' في نفس المستوى المقدر بمعدّل 29%.

حساب المردودية المالية مع إفتراض تغير القيمة الكلية التي مصدرها التمويل الخارجي

الجدول (3) الوحدة: دينار جزائري

	الإحتمال الأول	الإحتمال الثاني	الإحتمال الثالث	الإحتمال الرابع
النتيجة الإقتصادية B	45 000	54 000	64 800	77 760
القيمة الكلية V	100 000	120 000	144 000	172 800
الأموال الخاصة S	90 000	90 000	90 000	90 000
المصادر المالية الخارجية D	10 000	30 000	54 000	82 800
معدّل الضرائب T	35%	35%	35%	35%
معدّل العائد المتبقي b	10%	25%	38%	48%
المردودية الإقتصادية Re	45%	45%	45%	45%
المردودية المالية KS	29%	29%	29%	29%

حساب المردودية المالية مع إفتراض تغير القيمة الكلية التي مصدرها الأموال الخاصة

الجدول (4) الوحدة :دينار جزائري

	الإحتمال الأول	الإحتمال الثاني	الإحتمال الثالث	الإحتمال الرابع
النتيجة الإقتصادية B	45 000	54 000	64 800	77 760
القيمة الكلية V	100 000	120 000	144 000	172 800
الأموال الخاصة S	90 000	110 000	134 000	162 800
المصادر المالية الخارجية D	10 000	10 000	10 000	10 000
معدّل الضرائب T	35%	35%	35%	35%
معدّل العائد المتبقي b	10%	8%	7%	6%
المردودية الإقتصادية Re	45%	45%	45%	45%
المردودية المالية Ks	29%	29%	29%	29%

4-نتائج النموذج المالي المقترح:

من خلال النموذج المالي الذي إقترحنه حاولنا من خلاله دراسة وتحليل العلاقة التي تربط إختيار هيكل التمويل والمردودية المالية للمؤسسة في حالة تفضيلها للتمويل بالمخاطرة بمعنى إلغاء التمويل بالديون وإفتراض عدم وجود سعر فائدة، وفي إطار الفرضيات التي وضعناها والتي من خلالها تبيننا أن المؤسسة تفضل إستعمال التمويل الخاص والتمويل الخارجي الذي مصدره رجال المال الذين يتقاسمون المخاطرة المالية معها ويشاركونها في الأرباح في شكل عائد مالي متبقي، وجدنا أن المردودية المالية 'Ks' للمؤسسة مرتبطة بالمردودية الإقتصادية 'Re' ومعدّل التمويل الخارجي على التمويل الخاص 'D/S'، وعلى أساس المثال التوضيحي إستنتجنا أنه مهما كانت وضعية هيكل التمويل تبقى المردودية المالية مستقلة على السياسة التمويلية للمؤسسة بشرط عدم تغير النتيجة الإقتصادية، ولكن إذا ما حدث وأن تغيرت النتيجة الإقتصادية لسبب أو لآخر فإنه ينتج عنه تأثر المردودية المالية تحت قيد عدم تغير هيكل التمويل وقيمة المؤسسة.

خاتمة:

كثيرة هي الأبحاث التي تناولت مفهوم المردودية المالية كهدف إستراتيجي على أي مؤسسة تحقيقه، وذلك بإستخدام أفضل الأساليب التمويلية المتاحة في السوق المالي، حيث وجدنا من خلال عرضنا لأهم النظريات المالية التي إهتمت بهذا الموضوع، أن التحليل كان في إطار السوق المالي وعلى أساس فرضيات معينة أهمها ضرورة الأخذ بعين الإعتبار الفرص المالية المتاحة في السوق والمخاطرة المالية المحتملة، حيث أن النظرية المالية الكلاسيكية إعتمدت مبدأ الحرية الإقتصادية وإعتبار الأصل المالي متغير عشوائي، ونتيجة لذلك فإن التدفقات النقدية تحقيقها المستقبلي غير مؤكد، وإنطلاقاً من إفتراض السهم متغير عشوائي فإن المحفظة المالية تمثل تشكيلة من المتغيرات العشوائية، حيث المردودية المالية المنتظرة تساوي المتوسط الحسابي لمردودية الأسهم مضروبة في معاملاتها، أما عن المخاطرة فيتم قياسها بإستخدام التباين والتباين المزدوج، كما أن نموذج الباحثان ميترون ميلار وزميله فرانكو موديفلياني فقد أثبتا أن تحقيق قيمة المؤسسة مستقلة تماماً على إختيار الهيكلية المالية وهذا في إطار فرضية أساسية مفادها غياب الأثر الضريبي. أما النظرية المالية الحديثة فتتبنى أبعاد جديدة في تحليل العلاقة بين التمويل والمردودية المالية، مثلاً نموذج مايرس يؤكد في نظريته أن المؤسسة التي لديها فرصة الإقتراض بدون مخاطرة بإمكانها تقبل كل الإمكانيات الإستثمارية المتاحة وتحقيق المردودية المالية، في حين هذا الأمر غير ممكن بالنسبة للمؤسسة التي لا تمتلك قدرات تمويلية ذاتية وتضطر إلى اللجوء للسوق المالي، وهذا يعني أن المؤسسات تفضل أولاً إستعمال التمويل الذاتي ثم الأرباح، وفي حالة عدم كفاية هذه المصادر تلجأ لطلب القروض كحلّ أخير، إن هذا النموذج يسمح بفهم ردّ فعل التسعيرات في السوق المالي في حالة الإعلان على إصدار الأسهم من قبل المؤسسات.

وعلى أساس ما سبق ذكره حاولنا إعداد نموذج مالي يدرس العوامل المالية المؤثرة على المردودية المالية في إطار فرضية إلغاء سعر الفائدة وخلصنا من خلال ذلك أنه لا أثر لسياسة التمويل على المردودية المالية، وبالمقابل تغير النتيجة الاقتصادية قد يكون له دور في تغيير هذا المؤشر.

التهميش:

1 إن النظرية المالية الكلاسيكية لم تعطي أهمية للوظيفة المالية داخل المؤسسة الاقتصادية، حيث الدور الوحيد كان يتمثل في أداء الإلتزامات المالية، وخلال هذا الفصل سنتطرق لمبادئ النظرية المالية الكلاسيكية.

2- في بحثنا هذا سوف نعتبر أن الأصل المالي يتمثل إما في السهم أو السند.

3- Modèle d'équilibre d'actifs financiers - MEDAF -.

4-نقصد برجال المال في بحثنا هذا أصحاب رؤوس الأموال الذي يمنحون التمويل للمؤسسة ويتحصلون مقابل ذلك على

عائد مالي متبقي مرتبط بالنتائج المحققة، مثلا البنوك الإسلامية.

5-رفيق يونس المصري، الربا والفائدة دراسة إقتصادية مقارنة، دار الفكر، لبنان، السنة 1999.

6-بشوندة رفيق (نظرية التمويل السلمي)، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة الجليلي لباس، سيدي بلعباس، العدد الأول، أبريل 2006.

7-Eugene F.Brigham and Luis c, Financial Management, 8 edition, NewYork,The Dryden Press, 1997.

8- Hervé Hutin, La gestion financière, édition :ORGANISATION, Paris, 2000.

9- Hervé Thirer, Initiation au calcul économique, édition : DUNOD, Paris 1996.

10-. Myers S.C, (The capital structure puzzle), The journal of finance, n°3, juillet 1984.

11- Myer S.C. s et N.S.Majluf, (Corporate and investment decisions when firms have information that investors do not have), Journal of Financial Economics, n°13, 1984.

12- Quittart Pinon Francois & Thierry rolando, La gestion du risque de taux d'intérêt, édition :ECONOMICA, Paris,2000.

13- Albouy Michel et autres, Les grands auteurs en finances, édition EMS, Paris, 2003.