أمثلية هيكل رأس المال في المؤسسة بين النظري وواقع التطبيق

د. بن العارية حسين [1]
أ. بن العارية أحمد [2]

الملخص:

يعتبر موضوع هيكل رأس المال الأمثل في المؤسسة من بين أهم القضايا التي نالت اهتمامات البحث العلمي في موضوع الهندسة المالية، حيث ظهرت عدة نظريات مختلفة حول كيفية اختيار هيكل رأس المال الأمثل للمؤسسة وتفسير السلوك التمويلي لها، إلا أنه لحد الآن، لا يوجد إجماع أو اتفاق على أن نظرية معينة تجيب عن مختلف التساؤلات في هذا الصدد، وخاصة قضية أمثلية الهيكل المالي، بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاد السوق.

الكلمات المفتاحية: هيكل رأس المال، تكلفة رأس المال، قيمة المؤسسة.

Abstract:

The subject of the optimal capital structure in the institution is one of the most important issues that scientific research has concerned in the field of financial engineering, where several theories emerged on how to choose the optimal capital structure of the institution and explain the financing behavior. However, to date there is no consensus or agreement that a particular theory answers various questions in this regard, especially the issue of optimizing the financial structure, between the economics of leveraging and the market economy.

Keywords: Capital structure, Capital cost, enterprise value.

مقدمة:

يعتبر قرار تمويل المؤسسة أحد أهم القرارات المالية بالنسبة للشركات المساهمة العامة. فمفهوم هيكل رأس المال ومضامينه العملية يعتبر مهم جدا بالنسبة للمدراء بغض النظر عن المجال الذي يعملون به. إن صيغة هيكل رأس المال تعتبر محصلة للعلاقة المتبادلة بين المزايا الضريبية التي تحصل عليها المنشأة نتيجة ارتفاع حجم الدين ومخاطر الإفلاس والتي تفضل استخدام التمويل عن طريق إصدار الأسهم، وتأثيرها على ربحية الشركة، حيث أصبحت مسألة موازنة هيكل رأس المال بين القروض وحقوق المساهمين من الأمور الشائعة لجميع المنشآت.

يعتبر هيكل رأس المال من الأمور المعقدة جدا لمتخذي القرار المالي بسبب علاقته المترابطة مع متغيرات القرارات المالية الأخرى. فالقرارات السيئة لهيكل رأس المال ممكن أن تؤدي لتكلفة مرتفعة لرأس المال وهذا يعني انخفاض صافي القيمة الحالية للمشاريع مما يجعلها غير مقبولة.

العديد من الشركات لا تحبذ التمويل الذي يعتمد كليا على أسهم رأس المال كمصدر كاف لهيكل رأس المال، أما القروض فقد تكون احد العناصر الأقل كلفة ولكنها ليست دائمة، كما أنه لا يمكن الاعتماد عليها كثيراً حيث أن المقرضين قد يرفضون تمويل الشركات عندما تكون نسبة المديونية مرتفعة.

[1] جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر. Email: hbenlaria@yahoo.fr
[2] جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر. Email: ahmed.benlaria@gmail.com

إن حجم مديونية المؤسسة (الرفع المالي) في هيكل رأس المال ممكن أن تؤثر وبشكل كبير على قيمة المنشأة، من خلال التأثير على عوائد ومخاطر المنشأة، لذلك على المدير المالي للمنشأة أن يكون قادرا على تقييم كيفية تحديد خليط هيكل رأس المال عند اتخاذ القرار، لما لقراره من أثر مصيري على أداء وقيمة الشركة في المستقبل . ويترجم الهيكل المالي أو البنية المالية للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها، فتختلف تكلفة التمويل من مورد مالي إلى آخر حسب الطبيعة، فإذا كان مصدر التمويل هو الاستدانة فإن المؤسسة في وضع مخاطرة، نظرا لكونها ملزمة بتحمل تكلفة الأموال التي حازت عليها على سبيل الاستدانة مهما كانت مردودية تلك الأموال. عندئذٍ نقول أن المؤسسة أمام ما يسمى بتكلفة الاستدانة. بينما إذا كان مصدر التمويل هو الأموال الخاصة فإن الأمر يختلف تماما، حيث أن المؤسسة في هذه الحالة أمام ما يعرف باسم تكلفة الأموال الخاصة، إذ أن هذا المصدر من التمويل يمثل ملكية في رأس مال المؤسسة، وهي بالتالي على علاقة بالأرباح المتوقعة من طرف المساهمين. وعليه فإن المؤسسة معرضة لمخاطرة تحقيق مردودية مساوية على الأقل لما هو متوقع من طرفهم . كما أنه قد يكون مصدر تمويل المؤسسة مزيجا من الموردين السابقين، وهي الحالة الأكثر شيوعا، ومن ثم تتحمل المؤسسة النوعين من التكلفة (تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة) عندها تكون أمام ما يسمى بتكلفة رأس المال. يلاحظ مما سبق، أنه توجد سيناريوهات عدة متعلقة بنمط التمويل، ويتضح بالتالي جليا أن درجة المخاطرة تختلف من نمط إلى آخر من أنماط التمويل. وعليه، فإنه من باب الرشادة أن تحسن المؤسسة اختيارها لهيكلها المالي، وهو ما يتطلب ترشيد السياسة المالية للمؤسسة .

ومن هنا يطرح السؤال الآتي : **كيف يمكن للمؤسسة أن تحصل على هيكل مالي أمثل ؟**

أجمع المفكرون في مجال الإدارة المالية بأن الهيكل المالي الأمثل "هو ذلك الهيكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة الأموال تكلفة رأس المال إلى أقل حد ممكن. وهذا مايستدعي تحليل مفهوم تكلفة رأس المال.

— .

I. أهم نظريات تكلفة رأس المال.

يعد مفهوم نظرية تكلفة رأس المال، من أهم النظريات في الإدارة المالية التي تناولت العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة، وتأثير تكلفة رأس المال على كل منهما وسيتم ذلك من خلال المطالب التالية:

1- مفهوم تكلفة رأس المال.

إن معرفة تكلفة رأس المال ذو أهمية كبرى في إتخاذ القرارات الإستثمارية وفيما يلي سنتطرق إلى تعريف تكلفة رأس المال و أهميتها والعوامل المؤثرة عليها.

1-1 تعريف تكلفة رأس المال.

تعددت التعاريف المتعلقة بتكلفة رأس المال ومن بينها:

التعريف الأول: " تمثل معدل العائد الواجب على المؤسسة أن تحققه في إستثماراتها لكي تستطيع أن تحافظ على قيمتها في السوق وأن تجتذب الأموال التي تحتاج إليها ".[1]

التعريف الثاني: " تعتبر بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة رأس الأموال ينبغي رفضه، إذ أن قبوله من شأنه أن يؤثر سلبياً على ثروة الملاك أي يؤدي على إنخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية ".[2]

التعريف الثالث: " التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل".[3]

إنطلاقاً من التعاريف السابقة، يمكننا تعريف تكلفة رأس المال بأنها: معدل المردودية الواجب تحقيقه على الإستثمارات للمحافظة على قيمة المؤسسة في السوق.

2- أهمية تكلفة رأس المال.

إن لتكلفة رأس المال أهمية كبرى في مجال اتخاذ القرار الاستثماري، ويكمن ذلك في:

1- إستعمالها كمعدل لاستحداث التدفقات النقدية للمشاريع الإستثمارية في المؤسسة.

2- تعتبر الركيزة الأساسية للإدارة المالية فهي توجهها إلى تعظيم الأموال الخاصة وذلك من خلال قبول المشاريع التي تحقق عوائد أكبر من تكلفة رأس المال المستخدمة في تمويلها.[4]

3- إختيار المشاريع الاستثمارية حيث تقارن معدلات عوائدها الداخلية بتكاليف رأس المال في المؤسسة.

4- تستخدم في مجالات تقييم أخرى، كتقييم الأسهم العادية والممتازة...إلخ.[5]

3- العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال.

تتأثر تكلفة رأس المال بعدة عوامل والمتمثلة في العوامل العامة والخاصة، وعوامل أخرى مرتبطة بتشغيل هيكل رأس المال.

وفيما يلي سنتعرض لكل عامل من هاته العوامل على حدى:

1- العوامل العامة:

تؤثر هاته العوامل على كافة العناصر المكونة لهيكل رأس المال، فالمستثمر الذي يقوم بتمويل المؤسسة يتوقع الحصول مقابل ذلك على عائد يصنف إلى جزئين:

---

[1] - زياد رمضان، **مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي**، الطبعة الثانية، دار وائل، الأردن، 2002، ص:390.

[2] - منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، الجزء الثاني، مؤسسة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص:71.

[3] - عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد العامري، **الإدارة المالية "أطر نظرية و حالات عملية** "دار وائل، الأردن، 2003، ص:221.

[4] - عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية المعاصرة "مدخل لإتخاذ القرارات"** المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993، ص ص:385-387.

[5] - زياد رمضان، مرجع سابق، ص: 399.

* الجزء الأول: هو العائد الذي يحصل عليه كتعويض عن تأجيل منفعة حالية من أمواله وهو بمثابة تعويض له عن عنصر الزمن.
* الجزء الثاني: هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر كبديل للمخاطرة التي يتعرض لها إستثماره.

2- **العوامل الخاصة:** تتعلق بمدى تأثير كل مصدر من مصادر التمويل على تكلفة رأس المال ويمكن إبراز ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (01) يوضح مدى تأثير مصادر التمويل على تكلفة رأس المال.

مصادر التمويل / العوامل	القروض	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
المخاطرة	منخفض	متوسط	مرتفع
إستيفاء الحقوق	المرتبة الأولى	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة

تعتبر التكلفة التي تتحملها المؤسسة أو ما يعرف بالعائد الذي يحصل عليه المستثمر من طرف المؤسسة مرتبط بدرجة المخاطرة التي تتعرض له هاته المصادر المختلفة.

II. تأثير هيكل رأس المال:

يعد من العوامل الأخرى المتحكمة في إختلاف تكلفة رأس المال، فقد تختار المؤسسة التمويل بمصدر واحد مثل القروض أو تختار التمويل بنسب مستهدفة من كل مصدر من مصادر التمويل، ولذلك نجدها تختلف بحسب القرار المتخذ من المؤسسة بشأن كيفية تمويل هيكلها[1].

1- النظرية الكلاسيكية:

تعد من النظريات المؤيدة لوجود هيكل رأس مال مثالي يعمل على تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وفيما يلي سنتناول مفهوم النظرية والصيغ العامة لها.

1-1 مفهوم النظرية:

أولاً: فرضيات النظرية.

تقوم النظرية الكلاسيكية على عدة فرضيات نذكر منها: [2]

1- تستخدم المؤسسة نوعين فقط من الأموال، أي أن هيكل رأس المال يتكون من قروض وأموال خاصة فقط.
2- تفترض أن مخاطر الأعمال ثابتة ومستقلة عن هيكل رأس المال والمخاطر المالية.
3- تقتضي سياسة التوزيعات بالمؤسسة ضرورة توزيع الأرباح بالكامل وبمعنى آخر لن يتم إحتجاز الأرباح إذ أن من شأن ذلك أن يغير من حجم هيكل رأس المال.

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أساسيات الإستثمار والتمويل**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية, 2004 ص: 434.

[2] محمد صالح الحناوي و آخرون، **الإدارة المالية " التحليل المالي للمشروعات الجديدة** " الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص ص:338-339.

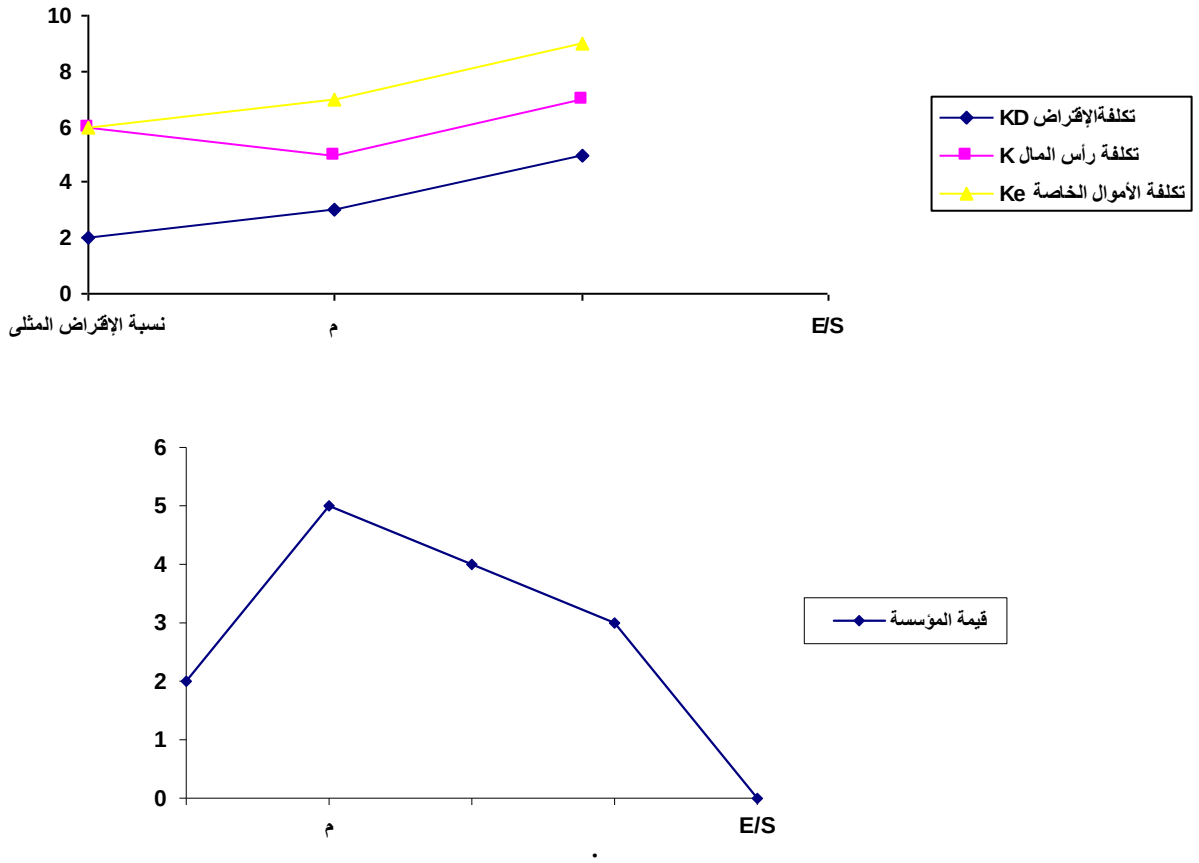
4- لا توجد ضرائب على دخل المؤسسات أي أن المؤسسات تعمل في ظل عالم خالي من الضرائب.

ثانياً: الفكرة الأساسية للنظرية:

ترى هذه النظرية أن تكلفة رأس المال يمكن أن ترتفع وتنخفض عن طريق تشيكلة مميزة من الأموال الخاصة والأموال المقترضة، لذلك فهم يؤيدون وجود هيكل رأس مال مثالي من شأنه تعظيم قيمة المؤسسة. [1]

والشكل أدناه يبين العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاقتراض حسب النظرية الكلاسيكية.

الشكل رقم(01): يبين العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاقتراض حسب النظرية الكلاسيكية



المصدر: منير إبراهيم الهندي المرجع السابق، ص 187.

يظهر من الشكل السابق أن تكلفة رأس المال تنخفض بزيادة نسبة القروض في هيكل رأس مال المؤسسة، وزيادة معدل العائد الذي يطلبه المساهمين كنتيجة لزيادة المخاطر المالية حيث هذا الإنخفاض لا يستمر بصورة دائمة، إذ يتوقف عند النقطة معينة(**م**) تدعى نقطة الاقتراض المثلى التي تكون عندها تكلفة رأس المال عند حدها

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص: 355.

الأدنى وقيمة المؤسسة عند حدها الأقصى، وبعدها تصبح تكلفة رأس المال في تزايد مستمر رغم زيادة نسبة القروض في هيكل رأس مال المؤسسة.[1]

1-2 الصيغ العامة للنظرية.

سنحاول التطرق إلى أهم الصيغ العامة الخاصة بالنظرية الكلاسيكية والمتمثلة في: [2]

1- **قيمة المؤسسة الكلية (الأموال المستثمرة) (V):** يقصد بها مجموع الأموال المستثمرة المتاحة لدى المؤسسة وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$V= E+D$$

حيث: E: الأموال الخاصة.

D: الأموال المقترضة.

2- **أرباح الإستغلال قبل الفوائد والضرائب (X):** مجموع الأرباح الممكن وضعها تحت تصرف المساهمين ونفقات الفوائد وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$X= Y+F$$

Y: أرباح الإستغلال قبل الضريبة.

F: مجمل الفوائد على الأموال المقترضة.

3- **تكلفة الأموال الخاصة (K_e):** تحسب تكلفة الأموال الخاصة في غياب الضرائب وفق العلاقة التالية:

$$K_e = Y/E$$

4- **تكلفة الأموال المقترضة (K_d):** تحسب تكلفة الأموال المقترضة في عدم وجود الضرائب وفق العلاقة التالية:

$$K_d=F/D$$

5- **تكلفة رأس المال المتوسطة المرجحة قبل الضريبة (K_a):** تحسب تكلفة رأس المال المتوسطة المرجحة وفق العلاقة التالية:

$$K_a= K_e (E/V)+K_D (D/V)$$

---

[1] محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، **الإدارة المالية و التمويل**، الدار الجامعية ,الإسكندرية, 1999, ص ص: 388-389.

[2] محبوب بن حمودة، " **تكلفة رأس المال " معدل مردودية ومقياس لإتخاذ القرار الإستثماري**" مذكرة ماجستير (غير منشورة), معهد العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 1992، ص ص:32-33.

2- نظرية موديلياني وملير.

تعد هذه النظرية من أكثر النظريات دلالة حول نظرية تكلفة رأس المال، ومن خلال هذا المطلب يتم توضيح مفهوم النظرية، فيمايلي:

2-1 مفهوم النظرية.[1]

أولاً: فرضيات النظرية.

1- ثبات تكلفة رأس المال.

2- تصنيف المؤسسات حسب أصناف متجانسة بالنسبة لدرجة الخطر رغم إختلاف أحجامها.

3- يمكن للمستثمر أن يحصل على كافة المعلومات عن السوق وبدون تكلفة.

4- يمكن للمستثمر الإقتراض بنفس الشروط التي تقترض بها بالمؤسسة.

5- عدم وجود أرباح محتجزة وذلك راجع لكون المؤسسة تنتهج سياسة توزيع الأرباح.

ثانياً: الفكرة الأساسية للنظرية: [2]

إستبعدت هذه النظرية ما يسمى بوجود هيكل رأس مال مثالي حيث يعتقد أن مكونات رأس المال ليس لها تأثير على تكلفة رأس المال ومن ثم على القيمة السوقية للمؤسسة ولقد شرح موديلياني وملير ما توصلا إليه من خلال إقتراحهما الأول والثاني .

* **الاقتراح الأول:** القيمة الكلية للمؤسسة مستقلة عن هيكل رأس مالها وتحدد قيمة المؤسسة بقدرة الأموال على توليد الأرباح وتحسب وفق العلاقة التالية حيث:

$$V=X/K_a$$

X: الأرباح الاستغلال قبل الضريبة

K_a: تكلفة رأس المال قبل الضريبة

* **الاقتراح الثاني:** معدل المردودية المراد تحقيقه من استخدام الأموال الخاصة (K_e) يساوي تكلفة رأس المال (K_a) مضاف إليه الفرق بين تكلفة رأس المال (K_a) وتكلفة ديونها (K_e) بضربها في معامل المديونية(D/E)

$$(K_a-K_d)\ D/E + K_e = K_a$$

والشكل أدناه يبين العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال ومعامل المديونية في ظل الإقتراح الثاني لنظرية موديلياني وملير.

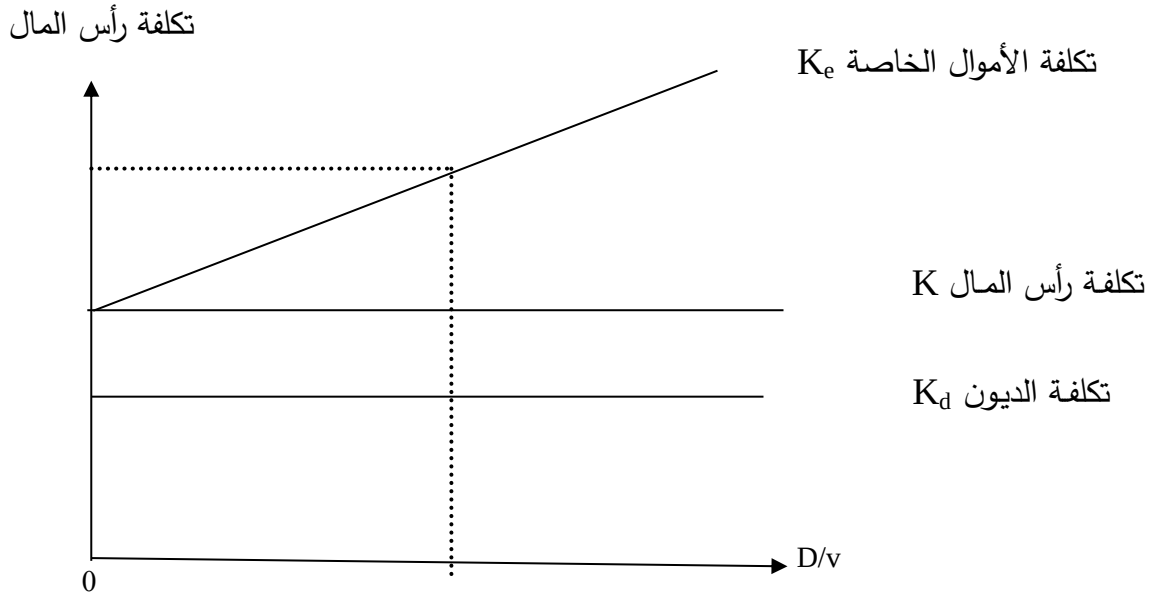
---

[1] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **الإدارة المالية " مدخل القيمة و إتخاذ القرارات "** الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص :337.

[2] Chouam Boughama, **Evaluation et choix des Investissements**, 2éme Edition, 2005,Page :145-146.

يتضح من خلال هذا الشكل أن رغم زيادة نسبة القروض تظل تكلفة رأس المال ثابتة في حين أن تكلفة الأموال الخاصة ترتفع.[1]

الشكل رقم 02: العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الإقتراض حسب موديلياني وملير.



La Source :Abdellah Bou ghaba , OP. Cit, P= 121.

ثالثاً: إنتقادات موديلياني وملير:[2]

1- الافتراض القائم بأن الأفراد والمؤسسات يمكنهم الإقتراض بنفس معدل الفائدة، إفتراض غير صحيح من الناحية العلمية لأن حجم و أصول المؤسسات تجعل لديها القدرة على الإقتراض بمعدلات فائدة أقل.

2- إن عدم وجود ضريبة على الدخل أمر غير واقعي، ولو أن موديلياني وملير أسقطا هذا الإفتراض فيما بعد، وإن وجود الضريبة يجعل تكلفة الإقتراض أقل من المعدل الفعلي للفائدة نظراً للمزايا الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة من الإقتراض والمتمثلة في الوفورات الضريبية.

2-2 موديلياني وملير والتأثير الضريبي.

لقد تم إعادة صياغة نموذج موديلياني وملير بإدخال التأثير الضريبي على دخل المؤسسات وكان ذلك سنة 1963. من المعروف أن فوائد القروض تعتبر من الأعباء التي تدخل ضمن قائمة الدخل ،كما نجد أن الضريبة على دخل المؤسسة تساهم في تخفيض تكلفة رأس المال ،وبالتالي ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بالمقارنة مع

[1] Abdellah Bou Ghaba , **Analyse Evaluation de Projets ,**2eme Edétion,Alger ,2006,Page:121.

[2] محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص : 372.

القيمة السوقية للمؤسسة التي تمول بالكامل عن طريق الأموال الخاصة ،وهذا بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن فوائد القروض.

وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة تعطي بالعلاقة التالية :[1]

* المؤسسة المقترضة:

$$V= X(1-T)/ K_e+ (F/K_d)$$

* المؤسسة غير مقترضة:

$$V= X(1-T) / K_e$$

مثال (1−1):

مؤسستين AوB متماثلتين في كافة الوجوه، ويكمن الإختلاف بينهما كون أن مؤسسة (A) تعتمد في تمويل أصولها على الإقتراض بمبلغ 300000 دج وحدة نقدية، وبمعدل فائدة6 % ، بينما المؤسسة (B) لا تستخدم القروض بل تعتمد على الأموال الخاصة في تمويل أصولها، وقد بلغت أرباح المؤسسة قبل الضريبة 000 120 و.ن لكل مؤسسة وبلغ معدل الضريبة 60 % أما معدل العائد على إستثمارات المساهمين تبلغ 10%.

و عليه تكون القيمة السوقية للمؤسستين كالتالي:[2]

– القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة:

$$V=X(1-T)/K_e +F/K_e$$

$$=120000(1-0,6) / 0,1 +(0,06x300000)x0,6/0,06$$

$$V=660\ 000\ u.m$$

– القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة:

$$V=X(1-T)/K_e = 120000(1-0,6)/0,1$$

$$V=480\ 000\ u.m$$

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص: 484.

[2] محمد صالح الحناوي و آخرون، مرجع سابق، 376.

من خلال هذا المثال نستنتج أن:

المؤسسة A التي تعتمد على القروض في التمويل سوف ترتفع قيمتها السوقية بالمقارنة مع المؤسسة التي تعتمد على الأموال الخاصة في تمويل أصولها.

3-2 الصيغ العامة المعدلة للنظرية.

تم إعادة صياغة نموذج موديلياني وملير بإدخال التأثير الضريبي وكانت الصيغ كالتالي:[1]

1- **أرباح الإستغلال بعد الضريبة(B):** إن دفع الفوائد هو تخفيض لضريبة المؤسسة، ويتم حساب أرباح الإستغلال للمؤسسة بعد الضريبة وفق العلاقة التالية:

حيث أن : Y: أرباح الإستغلال بعد خصم الفوائد.

T: معدل الضريبة على دخل المؤسسة

$$B= Y (1-T) \quad (10-1)$$

2- **تكلفة الأموال الخاصة بعد الضريبة(K_e):** بإدخال الضريبة تصبح لدينا العلاقة التالية:

$$Ke= Y (1-T) /E = B/E$$

تكلفة الأموال المقترضة بعد الضريبة(K_d): بإدراج التأثير الضريبي على تكلفة الأموال المقترضة تصبح وفق العلاقة بالشكل التالي:

$$K_d= K_d (1-T) \qquad K_d= F/D (1-T)$$

3- **تكلفة رأس المال المتوسطة بعد الضريبة(K):** بإدراج التأثير الضريبي على دخل المؤسسة تصبح العلاقة بالشكل التالي:

$$K= K_e E/ E+D + K_d D/E+D (1-T)$$

خاتمة:

إن قرارات التمويل تأخذ بعين الاعتبار عاملين رئيسيين هما: الكلفة والمخاطر، ويتوقف مزيج هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه على الكلفة المرجحة، حيث أن التوسع في القروض قد يثقل كاهل الشركة مما يرفع احتمالية إفلاسها. لكن انخفاض كلفة هيكل التمويل له أثر ايجابي على قيمة الشركة أي القيمة السوقية لأسهمها العادية.

[1] محبوب بن حمودة، مرجع سابق، ص ص: 58-61 .

هيكل لرأس المال يتكون عادة من مزيج أموال مقترضـــــة وأموال ملكية، وإذا كان هناك أثر لهيكل رأس المال على قيمة المنشـــأة فإن هذا يكون من خلال تأثيره على التدفقات النقدية أو تأثيره على تكلفة الأموال أو كلاهما، وعلى إدارة الشـــركة الموازنة بين حقوق الملكية من جهة وبين القروض من جهة أخرى بهدف الموازنة بين المخاطرة والعائد المتوقع. ولكن السؤال المهم هنا هل الربحية هي الهدف الرئيسي للمؤسسة؟ أم أن الهدف الأساسي هو تعظيم ثروة الملاك؟

تعتبر الربحية من الأمور التي يجب على إدارة الشركة الاهتمام بها وذلك لضمان البقاء والاستمرارية، ولكن تعظيم الربحية ليس الهدف الذي تفضله إدارة الشركة وذلك لعدة أسباب منه: اختلاف التوقيت الزمني للعوائد، والربح المحاسبي ليس بالضرورة أن ينتج عنه تدفقات نقدية موجبة، كما أن الربحية تتجاهل درجة المخاطرة التي تحدد عائد السهم المتمثل بثروة الملاك.

ومن خلال ما سبق لا يوجد إجماع أو اتفاق على أن نظرية معينة تجيب عن مختلف التساؤلات في هذا الصدد، وخاصة قضية أمثلية الهيكل المالي، بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاد السوق.

قائمة المراجع:

1- زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي**، الطبعة الثانية، دار وائل، الأردن، 2002.

2- منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**, الجزء الثاني، مؤسسة المعارف، الإسكندرية، 1998.

3- عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد العامري، **الإدارة المالية "أطر نظرية و حالات عملية**" دار وائل، الأردن 2003.

5- عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية المعاصرة "مدخل لإتخاذ القرارات** "المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993.

6- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أساسيات الاستثمار والتمويل**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004.

محمد صالح الحناوي و آخرون، **الإدارة المالية " التحليل المالي للمشروعات الجديدة** " الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

7- محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، **الإدارة المالية و التمويل**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.

8- محبوب بن حمودة " **تكلفة رأس المال " معدل مردودية ومقياس لإتخاذ القرار الإستثماري**" مذكرة ماجستير (غير منشورة) ، معهد العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر,1992.

9- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **الإدارة المالية " مدخل القيمة و إتخاذ القرارات** " الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

10- Chouam Boughama, **Evaluation et choix des Investissements**, 2éme Edition, 2005.

11- Abdellah Bou Ghaba , **Analyse Evaluation de Projets** ,2eme Edétion,Alger ,2006.