



كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم المالية والمحاسبة الرقم التسلسلي: / 2017

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

دفععة: 2017

الميدان: علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير

الشعبة: علوم مالية ومحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

عنوان المذكرة:

هيكل التمويل وأثره على قيمة المؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة الشركة الوطنية للكهرباء والغاز "سونلغاز"

من إعداد الطالبين: تحت إشراف الأستاذة

- عبد المؤمن مسعود هدى زمولي

- يحيى شافعي

نوقشت أمام اللجنة المكونة من الأساتذة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الصفة
عطية عز الدين	أستاذ مساعد " ب "	رئيساً
هدى زمولي	أستاذ مساعد " أ "	مشرفاً ومقرراً
عبدالية يوسف	أستاذ مساعد " ب "	عضواً مناقشاً

السنة الجامعية: 2016/2017



كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم المالية والمحاسبة الرقم التسلسلي: / 2017

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

دفعه: 2017

الميدان: علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير

الشعبة: علوم مالية ومحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

عنوان المذكرة:

هيكل التمويل وأثره على قيمة المؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة الشركة الوطنية للكهرباء والغاز "سونلغاز"

من إعداد الطالبين: تحت إشراف الأستاذة

- عبد المؤمن مسعود هدى زمولي

- يحيى شافعي

نوقشت أمام اللجنة المكونة من الأساتذة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الصفة
عطية عز الدين	أستاذ مساعد " ب "	رئيساً
هدى زمولي	أستاذ مساعد " أ "	مشرفاً ومقرراً
عبدالية يوسف	أستاذ مساعد " ب "	عضواً مناقشاً

السنة الجامعية: 2016/2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر و عرفان

الحمد لله الذي أنار لنا درب العلم والمعرفة وأعاننا على أداء هذا الواجب ووفقنا إلى انجاز هذا العمل، نتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد على انجاز هذا العمل وفي تذليل ما واجهنا من صعوبات.

وقبل أن نمضي تقدم أسمى آيات الشكر والامتنان والتقدير والمحببة إلى الذين حملوا أقدس رسالة في الحياة إلى الذين مهدوا لنا طريق العلم والمعرفة إلى جميع أساتذتنا الأفاضل

ونخص بالذكر الأستاذة المشرفة هدى زهولي التي لم تبخل علينا بتوجيهاتها ونصائحها القيمة التي كانت عوناً لنا في إتمام هذا البحث.

(كن عالماً، فإن لم تستطع فكن متعلماً، فإن لم تستطع فاحب العلماء، فإن لم تستطع فلا تبغضهم)

إهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

(قل وعملوا فسيري الله عملكم ورسوله والمؤمنون)

الحمد لله الذي وفقنا لهذا ولم تكن لنصل إليه لو لا فضل الله علينا أما بعد
إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك ولا تطيب اللحظات إلا
بذكرك ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك.

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة ونصح الأمة إلى نبي الرحمة ونور العالمين
(سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم)

إلى الوالدين والإخوة والأهل والأقارب وإلى جميع الأصدقاء داخل الجامعة
وخارجها.

وفى الأخير أرجوا من الله تعالى أن يجعل عملي هذا نفعاً يستفيد منه جميع
الطلبة المترقبين المقبلين على التخرج في السنوات القادمة.

عبد المؤمن

إهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

(إن الله وملائكته يصلون على النبي، يا أيها الذين آمنوا صلوا عليه وسلموا تسليماً)
أهدي هذا العمل إلى والدي العزيز ووالدتي الحبيبة أطال الله في عمرهما
إلى إخوتي وأخواتي، إلى كل أفراد العائلة، إلى كل الذين أحبهم في الله.

الفهرس العام

الفهرس العام

قائمة المحتويات

VII-II	قائمة المحتويات
VII	فهرس الجداول:
VII	فهرس الأشكال:
ب	المقدمة العامة
2	الفصل الأول: الإطار النظري لقيمة المؤسسة و هيكل التمويل
3	المبحث الأول: مدخل لتقييم المؤسسة الاقتصادية
3	المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للمؤسسة الاقتصادية
3	الفرع الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية
5	الفرع الثاني: وظائف المؤسسة الاقتصادية وأهدافها
8	الفرع الثالث: أنواع المؤسسات
11	المطلب الثاني: مفاهيم عن قيمة المؤسسة وتقييم المؤسسة
11	الفرع الأول: المفاهيم المتعددة للقيمة
13	الفرع الثاني: مبادئ عملية التقييم
13	الفرع الثالث: أهداف التقييم
15	المطلب الثالث: تحديد قيمة المؤسسة
15	الفرع الأول: مفهوم قيمة المؤسسة
16	الفرع الثاني: طرق تحديد قيمة المؤسسة
18	الفرع الثالث: مناهج تقييم المؤسسة
21	المبحث الثاني: مدخل لهيكل التمويل
21	المطلب الأول: ماهية هيكل التمويل
21	الفرع الأول: مفهوم هيكل التمويل
22	الفرع الثاني: مناهج اختيار هيكل التمويل
23	الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في هيكل التمويل
24	المطلب الثاني: مكونات هيكل التمويل
24	الفرع الأول: مصادر التمويل قصير الأجل
25	الفرع الثاني: مصادر التمويل المملوكة طويلة الأجل

28	المطلب الثالث: محددات هيكل التمويل
28	الفرع الأول: أثر الرفع المالي على ربح الأسهم
28	الفرع الثاني: الملائمة
29	الفرع الثالث: المرونة
29	الفرع الرابع: العوامل الأخرى
31	المبحث الثالث: تكلفة مصادر التمويل
31	المطلب الأول: تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل
31	الفرع الأول: تكلفة التمويل في حالة الائتمان التجاري
31	الفرع الثاني: تكلفة التمويل في حالة الائتمان المصرفي
32	المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل
32	الفرع الأول: تكلفة الاقتراض
33	الفرع الثاني: تكلفة الأسهم الممتازة
33	الفرع الثالث: تكلفة الأسهم العادية
34	الفرع الرابع: تكلفة الأرباح المحتجزة
35	المطلب الثالث: التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال
35	الفرع الأول: مدخل الأوزان الفعلية أو التاريخية
36	الفرع الثاني: مدخل الأوزان المستهدفة
37	الفرع الثالث: مدخل الأوزان التاريخية
40	الفصل الثاني: قيمة المؤسسة في ظل النظريات المفسرة لهيكل التمويل
41	المبحث الأول: هيكل التمويل في ظل كمال الأسواق
41	المطلب الأول: نظرية الربح الصافي والربح التشغيلي
41	الفرع الأول: نظرية الربح الصافي
42	الفرع الثاني: نظرية صافي الربح التشغيلي
44	المطلب الثاني: النظرية التقليدية
45	الفرع الأول: فرضيات النظرية التقليدية
47	المطلب الثالث: نظرية مودكيلاني وميلر في ظل غياب الضريبة وتكاليف الإفلاس والوكالة
48	الفرع الأول: الفرضيات

- 48..... الفرع الثاني: الاقتراحات
- 51..... الفرع الثالث: انتقادات فروض مودكيلاني وميلر
- 52 المبحث الثاني: هيكل التمويل في ظل عدم كمال الأسواق
- 52 المطلب الأول: مدخل مودكيلاني وميلر في ظل وجود الضريبة
- 52..... الفرع الأول: الافتراضات
- 54..... الفرع الثاني: النتائج
- 56 المطلب الثاني: هيكل التمويل في ظل وجود تكلفة الإفلاس
- 56..... الفرع الأول: مفهوم الإفلاس
- 56..... الفرع الثاني: مكونات تكلفة الافلاس وأثرها على قيمة المؤسسة
- 58 المطلب الثالث: هيكل التمويل في ظل وجود الضريبة وتكلفة الإفلاس
- 58..... الفرع الأول: ظهور نظرية التسوية
- 59..... الفرع الثاني: أثر الضريبة وتكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة
- 60 المبحث الثالث: هيكل التمويل في ظل التيارات المالية الحديثة
- 60 المطلب الأول: نظرية الوكالة
- 60..... الفرع الأول: مفهوم نظرية الوكالة
- 61..... الفرع الثاني: تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين
- 63..... الفرع الثالث: تضارب مصالح المساهمين والمقرضين
- 64 المطلب الثاني: نظرية الإشارة
- 64..... الفرع الأول: مفهوم المعلومات غير المتماثلة
- 65..... الفرع الثاني: مفهوم نظرية الإشارة
- 66 المطلب الثالث: نظرية تدرج التمويل
- 66..... الفرع الأول: نموذج مايرز 1984
- 67..... الفرع الثاني: نموذج "ويليامسون" 1998
- 68..... الفرع الثالث: نموذج "مايرز" 1990
- 71 الفصل الثالث: هيكل التمويل وأثره على قيمة مجمع سونلغاز
- 72 المبحث الأول: بطاقة تعريفية عن مؤسسة سونلغاز
- 72 المطلب الأول: نشأة وتطور مؤسسة سونلغاز

72	الفرع الأول: لمحة تاريخية عن نشأة المؤسسة وتطورها
75	الفرع الثاني: تقديم المؤسسة
76	الفرع الثالث: أهداف المؤسسة
77	المطلب الثاني: الهيئات المسيرة لشركة سونلغاز
77	الفرع الأول: الجمعية العامة
78	الفرع الثاني: مجلس الإدارة
79	الفرع الثالث: الرئيس المدير العام
79	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لشركة سونلغاز
80	الفرع الأول: الفروع المهنية
80	الفرع الثاني: الفروع المهنية المحيطة
81	الفرع الثالث: فروع الأشغال
83	المبحث الثاني: دراسة هيكل التمويل لمجمع سونلغاز
83	المطلب الأول: مراحل تطور هيكل التمويل لمجمع سونلغاز
83	الفرع الأول: مرحلة ما قبل 1989
83	الفرع الثاني: مرحلة بداية الألفية
84	الفرع الثالث: مرحلة ما بعد سنة 2004
85	المطلب الثاني: عرض القوائم المالية لمجمع سونلغاز
85	الفرع الأول: عرض الميزانية المالية لمجمع سونلغاز
88	الفرع الثاني: عرض جدول حسابات النتائج
89	المطلب الثالث: تشخيص هيكل التمويل لمجمع سونلغاز
90	الفرع الأول: تحليل الوضعية المالية للمجمع عن طريق مؤشرات التوازن المالي
91	الفرع الثاني: التشخيص باستعمال نسب الهيكلية
93	المبحث الثالث: تكلفة التمويل وقيمة مجمع سونلغاز
93	المطلب الأول: تكلفة التمويل بمجمع سونلغاز
93	الفرع الأول: تكلفة التمويل بالسندات
98	الفرع الثاني: تكلفة حقوق الملكية
99	الفرع الثالث: التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل

الفهرس العام

100.....	المطلب الثاني: قيمة مجمع سونلغاز وعلاقتها بالأطر النظرية
100.....	الفرع الأول: قيمة مجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014)
101.....	الفرع الثاني: علاقة النتائج بالأطر النظرية
106.....	الخاتمة العامة
110.....	قائمة المراجع
	الملاحق.

فهرس الجداول:

- الجدول رقم (2- 1): ملخص للعلاقات وفق الاقتراح الأول لمودكيلائي وميلر 49
- الجدول رقم (2- 2): تمثيل الفوائض التنظيمية وثررة المؤسسة حسب نموذج "مايرز" 1990 68
- الجدول رقم (3- 1): الميزانية المالية لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014) جانب الأصول
(بالمليون دج)..... 85
- الجدول رقم (3- 2): الميزانية المالية لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014) جانب الخصوم
(بالمليون دج)..... 86
- الجدول رقم (3- 3): جدول حسابات النتائج لمجمع سونلغاز خلال الفترة 2012-2014 (بالمليون دج)
..... 88
- الجدول رقم (3- 4): مؤشرات التوازن المالي لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014) (بالمليون
دج)..... 90
- الجدول رقم (3- 5): نسب الهيكلة لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014) 91
- الجدول رقم (3- 6): جدول اهتلاك القرض السندي لمجمع سونلغاز - 29 مارس 2005 94
- الجدول رقم (3- 7): جدول إهتلاك القرض السندي لمجمع سونلغاز ماي 2006 96
- الجدول رقم (3- 8): جدول اهتلاك القرض السندي لمجمع سونلغاز - جوان 2008 97

فهرس الأشكال:

- الشكل رقم (2- 1): العالقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة الأموال المرجحة وفق نظرية صافي الريح التشغيلي 44
- الشكل رقم (2- 2): التغيير في القيمة السوقية بسبب تغيير الرفع المالي وفق مضمون النظرية التقليدية 47
- الشكل رقم (2- 3): مدخل مودكيلائي وميلر في ظل وجود الضرائب 55
- الشكل رقم (2- 4): أثر تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة 58
- الشكل رقم (3- 1): الهيكل التنظيمي لمجمع سونلغاز 82

المقدمة العامة

المقدمة العامة

تحظى المؤسسة الاقتصادية بأهمية بالغة في الاقتصاديات الحديثة خاصة في ظل التطور المتسارع للأسواق على الصعيدين المحلي والدولي، حيث تلعب المؤسسة دورا هاما في زيادة الإنتاجية وخلق القيمة المضافة من خلال اتخاذ قرارات استثمارية تتناسب مع أهدافها المسطرة، وضمن هذا الإطار يتعين على المؤسسة اتخاذ قرارات تمويلية تهدف الى اختيار مصادر التمويل الملائمة من بين المصادر المتاحة.

تتاح أمام المؤسسة العديد من مصادر التمويل سواء من مصادر داخلية أو خارجية، وباعتبار المؤسسة مركزا للقرار فإنها تقوم باتخاذ جملة من القرارات المالية للمفاضلة بين هذه المصادر، حيث تتجسد هذه القرارات في تكوين مزيج تمويلي يتوافق مع احتياجات المؤسسة وبرامجها المسطرة.

إن المزيج التمويلي المستهدف من طرف المؤسسة يتجسد في هيكلها التمويلي المتكون من أموال الملكية وأموال الاستدانة، حيث يخضع الاختيار بين هذه المصادر إلى عنصرى العائد والمخاطرة، وهذا ما جعل من اختيار هيكل تمويلي أنسب موضوع جدل بين المختصين منذ أكثر من نصف قرن، حيث جاءت العديد من الدراسات المفسرة لسلوك هيكل التمويل بداية بمدخل مودكيلاني وميلر سنة 1958.

تهدف المؤسسة بشكل عام إلى تعظيم قيمتها السوقية وذلك من خلال تعظيم تدفقاتها النقدية الصافية وتخفيض تكلفة التمويل اللذان يسمحان بتحديد هيكل تمويلي أنسب، وتعتبر المؤسسة الجزائرية كغيرها من المؤسسات الساعية لتحقيق هذا الهدف، ومن بين هذه المؤسسات الجزائرية مجمع سونلغاز الذي يسعى لتحقيق مزيج تمويلي أمثل يجعل من القيمة السوقية في حدها الأقصى.

1- الإشكالية

من خلال ما سبق يمكن إبراز معالم إشكالية البحث كالاتي:

كيف يؤثر هيكل التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، وبالتحديد مجمع سونلغاز؟

2- الأسئلة الفرعية

انطلاقاً من الإشكالية الرئيسية للبحث تتبثق مجموعة من الأسئلة الفرعية كما يلي:

- ما هي مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية؟

- كيف يتم تقييم المؤسسة الاقتصادية؟

- ما علاقة تكلفة التمويل بقيمة المؤسسة؟

3- فرضيات البحث

يقوم البحث على فرضية رئيسية مفادها أن للهيكل التمويلي أثر واضح على قيمة المؤسسة، وهذا ما ينطبق على الشركة الوطنية للكهرباء والغاز "سونلغاز"، وتتبع من الفرضية الرئيسية مجموعة من الفرضيات الفرعية كالآتي:

- تقوم المؤسسة الاقتصادية بتغطية احتياجاتها التمويلية بالاعتماد على مصادر التمويل الداخلية المتمثلة في حقوق الملكية، ومصادر التمويل الخارجية المتمثلة في الاستدانة؛

- يتم تقييم المؤسسة الاقتصادية بالاعتماد على تدفقاتها النقدية الصافية؛

- تربط بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة علاقة عكسية، حيث تتعظم قيمة المؤسسة عند أقل حد ممكن من التكلفة المرجحة للتمويل.

4- أهداف البحث

من بين أهم النقاط التي يهدف هذا البحث إلى الوصول إليها ما يلي:

- التعرف على مناهج وطرق تقييم المؤسسة الاقتصادية؛

- استعراض مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية وقياس تكلفة كل مصدر

من هذه المصادر؛

- دراسة مدى تأثير هيكل التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة.

5- أهمية البحث

تتمحور أهمية البحث بشكل رئيسي حول الموارد المالية التي تلعب دورا هاما في تغطية احتياجات المؤسسة وتحقيق أهدافها واستمراريتها، حيث يعمل هذا البحث على ضبط وتوجيه وتوضيح الاستراتيجية التمويلية، وهو ما يمكن المستثمر من اختيار مصادر التمويل الملائمة لاحتياجاته وبأقل تكلفة ممكنة، كما أن معرفة القيمة السوقية للمؤسسة تفيد المستثمرين وجميع الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة من خلال توفير معلومات مالية إضافية لمستخدمي البيانات المالية.

6- أسباب اختيار الموضوع

تم اختيار موضوع البحث بناءً على جملة من الأسباب أهمها:

- الرغبة في توضيح مصادر التمويل المتاحة امام المؤسسة ومعرفة تكلفة كل مصدر؛
- توضيح طرق وأساليب تقييم المؤسسة في ظل تعدد المداخل المعتمدة في هذا الميدان؛
- ربط النظريات المفسرة لهيكل التمويل بواقع المؤسسة الاقتصادية الجزائرية؛
- الرغبة في إبراز أثر هيكل التمويل على قيمة المؤسسة الجزائرية الغير مرتبطة بالسوق المالي.

7- منهج البحث وأدوات التحليل

تم تصميم هذا البحث اعتمادًا على الإجراءات المنهجية التي تستند إلى معالجة المشكلة البحثية والإجابة على الأسئلة المطروحة، وهذا وفقًا للمنهج الوصفي التحليلي من خلال التعرض إلى مفاهيم عامة حول قيمة المؤسسة ومصادر التمويل فضلا عن النظريات المفسرة لهيكل التمويل، كما تم اعتماد منهج دراسة الحالة في الجانب التطبيقي من خلال إلقاء الضوء على مجمع سونلغاز، وهذا بغية دعم الجانب النظري وتأكيد صحة البيانات التي تم جمعها.

تم الاعتماد في هذا البحث على مجموعة من الدراسات أهمها:

- بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب، دراسة حالة مؤسسة الاشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2011-2012، وتهدف هذه الدراسة بشكل رئيسي إلى تحديد أهم المحددات الكيفية والكمية لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الاقتصادية، وقد أسفرت هذه الدراسة عن النتائج التالية:

✓ اختيار الهيكل المالي المناسب لا يكون بطريقة عشوائية وإنما وفق محددات متمثلة في سيولة المؤسسة، نمو المؤسسة، وحجم المؤسسة بالإضافة إلى المرونة في تغيير هيكلها المالي عند الحاجة؛

✓ تتفاوت أهمية المحددات المعتمدة في اختيار الهيكل المالية من مؤسسة على أخرى، وحتى في المؤسسة بحد ذاتها طيلة فترة حياتها؛

✓ إن اعتماد المؤسسة على الاستدانة بشكل كبير في هيكلها المالي لا يؤدي بالضرورة إلى فشل المؤسسة وهشاشة هيكلتها المالية؛

- انفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، دراسة حالة: مؤسسة المطاحن الكبرى الجنوب، بسكرة، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2011-2012، وتهدف هذه الدراسة بشكل رئيسي إلى توضيح كل من الهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل مع التعرض لمختلف أبعاده الرئيسية، وقد أسفرت هذه الدراسة على النتائج التالية:

✓ توجد هناك عدة عوامل تؤثر في اختيار شكل التمويل منها الخطر المالي، المرونة، السيطرة والملائمة؛

✓ لا يقع اختيار الهيكل المالي فقط على عاتق المدير، بل هناك أطراف أخرى تتدخل في اختيار الهيكل المالي والمتمثلة في الأطراف الداخلية (المساهمين، المسيرين، مجلس الإدارة) والأطراف الخارجية (البنوك، الشركات المنافسة، عناصر المحيط المتغيرة).

9- حدود الدراسة

نظرا لتشعب موضوع الدراسة وكثرة العناصر ذات الصلة به من قريب أو من بعيد، كان من الضروري محاولة ضبطه وتحديد معالمه، سواء من حيث المحتوى أو من حيث الإطار المكاني والزمني، حيث يتناول الجانب النظري لهذه الدراسة على تحديد أثر هيكل التمويل على قيمة المؤسسة الاقتصادية، والتعرض لأهم النظريات المفسرة لهذا التأثير، أما الجانب التطبيقي فيقتصر على دراسة تركيبة الهيكل التمويلي وأثره على قيمة مؤسسة سونلغاز المتخصصة في إنتاج وتوزيع الكهرباء والغاز، وذلك خلال الفترة (2012-2014).

10- خطة البحث

من أجل التعامل مع مشكلة البحث وفق التصور السابق تم تقسيمه إلى ثلاث فصول بداية بفصلين يتضمنان الجانب النظري، ثم الفصل المتضمن للجانب التطبيقي، وفقا لما يلي:

- **الفصل الأول:** يتم التطرق من خلاله إلى مجموعة من المفاهيم النظرية المتعلقة بالمؤسسة الاقتصادية وطرق تقييمها، بالإضافة إلى مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة من مصادر داخلية ومصادر خارجي، ثم التطرق إلى تكلفة التمويل المرتبطة بكل مصدر؛

- **الفصل الثاني:** سيتم من خلاله التطرق لتحليل أهم النظريات والمقاربات الأساسية المعالجة لهيكل التمويل في المؤسسة ضمن ثلاث أصناف رئيسية، حيث تم تناول نظريات هيكل التمويل في ظل كمال الأسواق، مروراً إلى نظريات هيكل التمويل في ظل عدم كمال الأسواق، وأخيراً نظريات هيكل التمويل في ظل التيارات المالية الحديثة؛

- **الفصل الثالث:** سيتم من خلاله إسقاط الدراسة النظرية على واقع المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من خلال مجمع سونلغاز، وهذا بداية من التعريف بالمجمع ومراحل تطوره وهيكله التنظيمي، ثم دراسة الهيكل التمويلي للمجمع وتحليل الوضعية المالية، وأخيراً حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل وحساب قيمة مجمع سونلغاز خلال سنوات الدراسة.

11- صعوبات الدراسة

خلال فترة إعداد هذه الدراسة تمت مواجهة العديد من الصعوبات، حيث تم التمكن من مواجهة بعضها، إلا أن هناك صعوبات لم يتم تجاوزها خاصة في الجانب الميداني، وتتمثل هذه الصعوبات فيما يلي:

- صعوبة الحصول على بعض المعلومات المالية محل الدراسة وذلك لسرية تلك المعلومات وعدم التصريح بها حتى لغرض استخدامها في البحوث العلمية؛

- تشابه المعلومات المتوفرة، ونقص المراجع الحديثة المتعلقة بهذا الموضوع.

الفصل الأول:

الإطار النظري لقيمة

المؤسسة وهيكل التمويل

الفصل الأول: الإطار النظري لقيمة المؤسسة وهيكل التمويل

تمهيد

تعتبر المؤسسة الاقتصادية أساس النهضة الاقتصادية والحجر الأساس في بناء الثروة ونهضة الأمم، حيث تجمع كل الأنظمة الاقتصادية على أدوارها المتعددة في الحياة الاقتصادية، هذه المؤسسات تحتاج إلى عمليات تقييم بهدف معرفة قيمتها ووزنها المالي ومدى فعاليتها، وهو ما يهم أصحاب المصالح الحاليين أو المرتقبين وأطراف أخرى كالحكومة.

وفي إطار سعيها للحصول على الأموال اللازمة لتغطية استثماراتها وتوسيع أنشطتها، فإنه يتعين على المؤسسة اختيار مزيج تمويلي مناسب لا بد أن يرتبط بتكلفة التمويل لكل مصدر، وبالتالي فإن القائمين على المؤسسة يسعون إلى الحصول على حجم التمويل المناسب وفق الشروط المناسبة عند أقل تكلفة ممكنة للتمويل.

وعليه فمن خلال هذا الفصل سيتم التطرق إلى مختلف العناصر المتعلقة بقيمة المؤسسة وهيكل

التمويل، وذلك من خلال المباحث الآتية:

- مدخل لتقييم المؤسسة الاقتصادية؛
- مدخل لهيكل التمويل؛
- تكلفة مصادر التمويل.

المبحث الأول: مدخل لتقييم المؤسسة الاقتصادية

تتصف المؤسسة الاقتصادية بأنها النواة التي تقوم عليها نهضة المجتمعات وتطورها، فهي أساس النشاط الاقتصادي باختلاف أنواعها وأحجامها، هذه المكانة تجعل جميع الأطراف من داخل وخارج المؤسسة يتساءلون عن قيمتها في لحظة معينة بهدف مراقبة أداءها المالي ورسم الخطط الاستثمارية بالنسبة للمساهمين المرتقبين والشركات الراغبة في الاندماج، وحتى الشركات المنافسة. إن الرغبة في قياس قيمة المؤسسة دفع الباحثين والمفكرين إلى إيجاد عدة طرق كمية تتمثل في صيغ رياضية تقيس قيمة المؤسسة، هذه الطرق والمعايير قد تختلف نتائجها حسب كل تصور إلا أنها تعطي في مجملها ملخصا لوضع المؤسسة خلال فترة زمنية معينة.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للمؤسسة الاقتصادية

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الرئيسية داخل النشاط الاقتصادي والقلب النابض في الحياة الاقتصادية، وذلك لما تقوم به من عمليات ذات أبعاد اقتصادية واجتماعية وبالتالي في تجمع بين مجموعة من الموارد البشرية، المادية والمالية التي تشكل مزيجا متجانسا فيما بينها بغية تحقيق أهداف معينة.

الفرع الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية

تمثل المؤسسة الاقتصادية كيان شامل ذات أبعاد عدة، وهي تحظى بأهمية بالغة في الحياة الاقتصادية من خلال أدوارها المتعددة اقتصاديا واجتماعيا، وهذا ما جعل من الباحثين يهتمون كثيرا بتقديم مفهوم شامل للمؤسسة الاقتصادية، وإبراز دورها في النشاط الاقتصادي.

1- تعريف المؤسسة الاقتصادية

تعددت التعاريف التي قدمها الباحثون حول المؤسسة الاقتصادية، وذلك تبعا لوجهات النظر حول المؤسسة كمنظومة اقتصادية واجتماعية، ويمكن تعريف المؤسسة على أنها الوحدة الاقتصادية التي تمارس النشاط الإنتاجي والنشاطات المتعلقة به من تخزين وشراء وبيع من أجل تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها.¹

¹ - عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة الثانية، 1993، ص: 24.

كما تعرف المؤسسة بأنها: منظمة اقتصادية واجتماعية مستقلة، تؤخذ فيها القرارات حول تركيبة الوسائل البشرية والمادية والإعلامية بغية خلق قيمة مضافة حسب أهدافها خلال نطاق زمني معين.¹ ويعرفها مكتب العمل الدولي بأنها: كل مكان لمزاولة نشاط اقتصادي يتمتع بسجلات مستقلة.² وتعرف المؤسسة بأنها: مجموعة من عناصر الإنتاج البشرية، المادية والمالية التي تستخدم وتسير وتنظم بهدف إنتاج سلع وخدمات موجهة للبيع، وهذا بكيفية فعالة تضمنها مراقبة التسيير بواسطة وسائل مختلفة كتسيير الموازنات وتقنيات المحاسبة التحليلية.³ من خلال التعاريف السابقة يمكن تقديم تعريف للمؤسسة بأنها: كيان اقتصادي واجتماعي متجانس يجمع بين الموارد البشرية، المادية والمالية من أجل تحقيق أهداف معينة.

2- خصائص المؤسسة الاقتصادية

تتسم المؤسسات الاقتصادية بمجموعة من الخصائص، يمكن إبرازها فيما يلي:⁴

- المؤسسة وحدة اقتصادية واجتماعية، وذلك من خلال الوظيفة الأساسية للمؤسسة والمتمثلة في إنتاج السلع والخدمات عن طريق تحويل المدخلات إلى مخرجات، والتي تعرض في السوق على شكل سلع وخدمات بغرض بيعها، ولإتمام هذه العملية يتم الاعتماد على مختلف عوامل الإنتاج إضافة إلى المعلومات اللازمة، ومن ناحية أخرى فالمؤسسة لا تتشكل من طرف واحد، بل هي مجموعة من الأطراف المتفاعلة في تكوينها من رأس مال، وموارد بشرية كالعمال والتقنيين والإداريين، ما يرسم معالم هدف اجتماعي إضافة إلى الهدف الاقتصادي، والذي يفرض ضرورة سد حاجات الأفراد المختلفة، والتي تتمثل أساسا في الحاجات المادية، النفسية والاجتماعية، مع اختلاف أفراد هذه المجموعة من حيث المؤهلات المحصل عليها، ثقافة كل فرد، إضافة إلى الأهداف المسطرة من طرف كل واحد فيها؛

¹ - عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون الجزائر، 2000، ص: 25.

² - عمر صخري مرجع سابق، ص: 25.

³ - عبد الكريم بويقوب، المحاسبة التحليلية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 1998، ص: 15.

⁴ - عبد الرزاق بن حبيب، مرجع سابق، ص ص: 26-32.

- المؤسسة وحدة لتوزيع المداخل، والتي تتأتى أساساً من ربح العمليات التي تقوم بها المؤسسة، مما يحتم عليها ضرورة مكافأة الأطراف الفاعلة فيها، وذلك عن طريق رواتب العمال، الفوائد على الديون، ضرائب ورسوم للحكومة، وتوزيعات الأرباح على مالكي المؤسسة؛
- المؤسسة مجموعة إنسانية ومركز لاتخاذ القرارات، وباعتبارها تملك تاريخاً وتقاليد تتدخل ضمن هويتها وثقافتها التنظيمية، إضافة إلى قوانين ومجموعة من الأفكار التي تتقاسمها مختلف الأطراف الفاعلة فيها، مما يميزها عن غيرها من المؤسسات، وعموماً تكون هذه المميزات غير قابلة للتغيير بسهولة، كما يتم اتخاذ مجموعة من القرارات في المؤسسة حسب الظروف التي تكتنفها، وهذا من خلال عملية التنظيم والإنتاج، ما يجعل منها مركزاً لاتخاذ القرارات في مختلف مستوياتها؛
- تعمل المؤسسة على إنتاج مختلف السلع والخدمات لإشباع الرغبات الاستهلاكية اللامتناهية في ظل بيئة محدودة الموارد، كما قد تكون هذه البيئة كذلك مصدراً للفرص والتهديدات، وهذا حسب درجة تقبل هذه البيئة لمنتجاتها، مما يفرض ضرورة التفاعل معها، وهذا بالاستغلال الأمثل للفرص وتجنب التهديدات.

الفرع الثاني: وظائف المؤسسة الاقتصادية وأهدافها

تشتمل المؤسسة الاقتصادية على مجموعة من الوظائف بداخلها، والتي تشكل كلاً متكاملًا لتحقيق أهدافها.

1- وظائف المؤسسة الاقتصادية

للمؤسسة الاقتصادية مجموعة من الوظائف التي تكتسي أهمية بالغة، حيث تنطلق هذه الوظائف بداية بالتخطيط وصولاً إلى تحقيق أهدافها.

1-1- الوظيفة الإدارية

تضع المؤسسة الخطط الاستراتيجية المنظمة لأعمالها، والدراسة بشكل شامل للعوامل الداخلية والخارجية المحيط بها، والتي توضح للقائمين على العمل كيفية السير نحو تحقيق الأهداف المختلفة، سواء كانت طويلة، متوسطة أم قصيرة الأجل، وذلك بوضع جداول الأعمال والخطط، وتوزيع المهام لتحقيق هذه الأهداف بما يتناسب مع رسالة المؤسسة والتي تفسر سبب وجودها¹.

¹ - موقع: mawdou3.com، مهارات إدارية، بحث حول وظائف المؤسسة، تاريخ الاطلاع 2017-03-23، 11:12.

1-2- وظيفة إدارة الموارد البشرية

أي أن المؤسسة سواء كانت عمومية أو خاصة فإنها لا تخلو من قسم يمارس وظيفة إدارة الأفراد، وهي تمارس وظائف تتعلق بالحصول على القوة العاملة في المؤسسة وجعلها قادرة وراضية ومتعاونة على تنفيذ الأعمال، وسيلتزم ذلك القيام بأنشطة مختلفة منها:¹

- تعيين العاملين وتدريبهم وكذا تحفيزهم وترقيتهم؛
- الاعتناء بكافة الخدمات الاجتماعية اللازمة لعمال المؤسسة؛
- الحفاظ على علاقة طيبة بين المؤسسة والعاملين فيها.

1-3- وظيفة الإنتاج

تتمثل وظيفة الإنتاج في تقديم مخرجات عمل المؤسسة، وتقوم هذه الوظيفة على ثلاثة عناصر تتمثل في الوقت، التكلفة والجودة، وجدير بالذكر أنه يقع على عاتق المؤسسات مسؤولية الصمود في وجه التحديات والعقبات التي تواجهها.²

كما تسعى المؤسسة لتحقيق الميزة التنافسية والتغلب على المؤسسات الأخرى التي تعمل في القطاع نفسه، وضمن حدود السوق نفسها من خلال توظيف عناصر الإنتاج بكفاءة.

1-4- وظيفة التموين

التموين من الوظائف التي تنطلق بها معظم العمليات والأنشطة داخل المؤسسة، والتموين كمجموعة من المهام والعمليات، يعني العمل على توفير مختلف عناصر المخزون المحصل عليها من خارج المؤسسة أساسا بكميات وتكاليف ونوعيات مناسبة طبقا لبرنامج المؤسسة وخططها، وهذا يعني التوفير بالشراء أو الاحتياط لعناصر المخزون من أجل تنفيذ البرنامج الخاصة بنشاط المؤسسة سواء البيعية أو الإنتاجية في إطار متناسق.³

1-5- الوظيفة المالية

الوظيفة المالية في تعريفها البسيط هي مجموعة من المهام والعمليات التي تسعى في مجموعها إلى البحث عن الأموال من مصادرها الممكنة بالنسبة للمؤسسة، وفي إطار محيطها المالي بعد تحديد الحاجات التي تريدها من الأموال من خلال برامجها وخططها الاستثمارية، وكذا برنامج تمويلها وحاجاتها

¹ - الداوي الشيخ، دروس في مبادئ التسيير، مركز الطباعة، جامعة الجزائر، 2004-2005، ص: 69.

² - موقع mawdou3.com، مرجع سابق.

³ - ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، الطبعة الأولى، 1998، ص: 294.

اليومية، وهذا باختيار أحسن الإمكانيات التي تسمح لها بتحقيق نشاطها بشكل عادي والوصول إلى أهدافها في مجال الإنتاج والتوزيع.¹

1-6- وظيفة التسويق

وظيفة التسويق عبارة عن آلية ترويج، عرض ونشر المنتجات، واستقطاب الزبائن الجدد لها، بهدف توسيع خانة العملاء وزيادة حجم المبيعات، وبالتالي تعظيم الأرباح.²

2- أهداف المؤسسة الاقتصادية

تسعى مختلف المؤسسات الاقتصادية باختلاف أشكالها إلى انجاز برامجها وتحقيق أهدافها المسطرة، فبعد أن كان الهدف الوحيد من وجود المؤسسة هو تعظيم الربح، وجدت العديد من الأهداف الحديثة في ظل تطور المنظومة المؤسساتية، وعموماً يمكن تقسيم أهداف المؤسسة إلى أهداف اقتصادية وأخرى اجتماعية، وتتمثل هذه الأهداف فيما يلي:³

2-1- الأهداف الاقتصادية

تتمثل الأهداف الاقتصادية للمؤسسة فيما يلي:

- تحقيق الربح باعتباره معياراً لمدى كفاءة المؤسسة ودافعاً للاستمرار والنمو، وهذا من خلال استعمال جزء من هذه الأرباح في رفع رأس مالها، وهذا ما يمنحها القوة للصدوم أمام المنافسة ومواجهة المخاطر المحتملة، كما يتم استعمال هذه الأرباح في توزيعها على المالكين من خلال سياسة توزيعات الأرباح؛
- تعمل المؤسسة على تلبية مختلف متطلبات المجتمع، وهذا عن طريق تصريف منتجاتها للمستهلكين، ويتعين على المؤسسة عقلنة الإنتاج أو الاستخدام الأمثل لمواردها من خلال حسن التخطيط لعملية الإنتاج؛
- تعمل المؤسسة على تحسين صورتها أمام منافسيها، وذلك عن طريق السعي لتعظيم قيمتها السوقية.

¹ - ناصر دادي عدون، نفس المرجع السابق، ص: 294.

² - موقع: mawdou3.com، مرجع سابق.

³ - ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص ص: 19-20.

2-2- الأهداف الاجتماعية

- ترتبط هذه الأهداف بالعلاقات بين المؤسسة وبين أفرادها، وتتمثل فيما يلي:
- ضمان مستوى مقبول من الأجور للأفراد العاملين فيها مقابل جهودهم المبذولة، وتختلف باختلاف المؤسسات والنظام الاقتصادي إضافة إلى حركة سوق العمل، فيتعين على المؤسسة من خلال العمليات الإنتاجية والأجور المقدمة لعمالها أن تعمل على تحسين معيشتهم بتوفير الامكانيات المادية والمالية لهم، ويتجسد هذا أيضا في مختلف التأمينات المقدمة للعمال، والمرافق الاجتماعية، إضافة إلى ضرورة توفير جو ملائم لخلق علاقات مهنية واجتماعية في المؤسسة؛
 - إقامة أنماط استهلاكية جديدة، وهذا بالتأثير على أذواق المستهلكين باستعمال الاشهار، أو بالعمل على تكوين عادات استهلاكية لمختلف طبقات المجتمع والتأثير فيها؛
 - ويرى **P. DRUCKER** أن الأهداف متكاملة فيما بينها، وقد يؤدي إهمال أحد الأهداف إلى التأثير السلبي على الأهداف المتبقية.

الفرع الثالث: أنواع المؤسسات

تختلف المؤسسات من حيث شكلها وطابعها، وذلك تبعا لمجموعة من المعايير المتمثلة في الشكل القانوني وطبيعة الملكية، الطابع الاقتصادي، الحجم.

1- أنواع المؤسسات تبعا للشكل القانوني

تبعا لهذا المعيار يمكن تصنيف المؤسسات كما يلي:

1-1- المؤسسات الخاصة

يتفرع هذا النوع من المؤسسات إلى مؤسسات فردية وشركات.

1-1-1- المؤسسات الفردية

هي المؤسسات التي يمتلكها شخص واحد أو عائلته، وتضم صغار التجار، أصحاب المهن

الحرّة، ولهذا النوع من المؤسسات العديد من المزايا أهمها:

- السهولة في التنظيم والانشاء؛
- سهولة امكانية الحصول على قروض وزيادة القدرة المالية للمؤسسة وذلك بسبب تضامن الشركاء.

كما أن لها عدة مساوئ أهمها: ¹

- تعرض حياة المؤسسة للخطر بسبب انسحاب أو وفاة أحد الشركاء؛
- مسؤولية الشركاء غير محدودة.

1-1-2- الشركات

تعرف الشركة بأنها عبارة عن المؤسسة التي تعود ملكيتها إلى شخصين أو أكثر، حيث يلتزم كل منهم بتقديم حصة من المال أو من عمل لاقتسام ما قد ينشأ عن هذه المؤسسة من أرباح أو خسائر، وتتنقسم الشركات بشكل عام إلى قسمين رئيسيين هما: ²

- شركات الأشخاص: كشركات التضامن، شركات التوصية البسيطة؛
- شركات الأموال: كشركات التوصية بالأسهم، شركات المساهمة، الشركات ذات المسؤولية المحدودة.

1-2- المؤسسات العمومية

تكون المؤسسة وفقاً لهذا النوع مملوكة كلياً من طرف الدولة، مما يفرض حدوداً على تصرفات المسؤولين عنها، ووفقاً لسياسة الدولة وبما يخدم مصلحة المجتمع، فعملية إغلاقها أو بيعها لا تتم بموافقة الدولة، ولا يكون هدفها الأساسي هو تحقيق الربح وإنما تهدف عادة إلى تحقيق الأهداف العامة، وذلك من خلال تحقيق وتنفيذ ما تحدده الخطة المرسومة، وذلك بتحقيق أعلى إنتاج لسد حاجات المجتمع. ³

2- أنواع المؤسسات تبعاً لمعيار الحجم

وفق هذا المعيار يمكن تقسيم المؤسسات إلى مؤسسات كبيرة، مؤسسات متوسطة وصغيرة، ومؤسسات مصغرة، وهذا من خلال الأخذ بعين الاعتبار العديد من العناصر منها: عدد العمال، رقم الأعمال، القيمة المضافة، حجم رأس المال، والقدرة على التمويل الذاتي.

1-2- المؤسسات المصغرة

هي مؤسسات غالباً ما يتراوح عدد عمالها من واحد إلى عشرة. ⁴

¹ - ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 63.

² - عمر صخري، مرجع سابق، ص: 27-28.

³ - نفس المرجع السابق، ص: 30-31.

⁴ - الداوي الشيخ، مرجع سابق، ص: 87.

2-2- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لها أهمية كبرى في النشاط الاقتصادي، ولا يتجاوز عدد عمالها 500 عامل، وتتعرض لمشاكل ناتجة في غالب الأحيان عن عدم الدراية الكافية لملاكها بمبادئ علوم التسيير، وكذلك تجد صعوبة مالية ناشئة عن عدم قدرتها على الحصول على الأموال الكافية لإدارة أنشطتها.¹

2-3- المؤسسات الكبيرة

تستعمل هذه المؤسسات يدا عاملة تتجاوز ال 500 عاملا، وتساهم بقسط كبير فيما يخص رقم الأعمال المحقق، ولها دور معتبر في الاقتصاد الرأسمالي بالخصوص من خلال ما تقدمه سواء على المستوى الوطني أو الدولي.²

3- أنواع المؤسسات تبعا لمعيار النشاط

يكون تصنيف المؤسسات بحسب النشاط الأساسي الممارس موافقاً لطبيعة القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، ويعرف القطاع على أنه مجموعة من المؤسسات التي تمارس نفس النشاط الأساسي،³ وتنقسم المؤسسات حسب هذا المعيار إلى ثلاثة قطاعات.

3-1- القطاع الأول

يشمل هذا القطاع جميع المؤسسات المتخصصة في الزراعة بمختلف أنواعها ومنتجاتها، وتربية المواشي حسب تفرعاتها أيضا، إضافة إلى أنشطة الصيد البحري وغيره من النشاطات المرتبطة بالأرض والموارد الطبيعية القريبة إلى الاستهلاك واستغلال الغابات، وتضاف إليها أيضا أنشطة المناجم لتصبح هذه المؤسسات جميعا ضمن القطاع الأول.⁴

3-2- القطاع الثاني

يشمل هذا القطاع مختلف الصناعات الثقيلة أو الاستخراجية، والتي تتطلب رؤوس أموال كبيرة ومهارات عالية، إضافة إلى الصناعات التحويلية أو الحقيقية.⁵

¹ - أحلام مخبي، تقييم المؤسسة من وجهة نظر البنك، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص بنوك وتأمينات، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2006-2007، ص:13.

² - ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص:68.

³ - أحلام مخبي، مرجع سابق، ص: 14.

⁴ - ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص: 77-78.

⁵ - عمر صخري، مرجع سابق، ص:30.

3-3- القطاع الثالث

يتضمن هذا القطاع جميع المؤسسات التي تنشط خارج القطاعين السابقين، وتتمثل في المؤسسات الخدمائية والمالية، والمؤسسات التجارية.¹

المطلب الثاني: مفاهيم عن قيمة المؤسسة وتقييم المؤسسة

تعتبر القيمة من المفاهيم المعقدة وغير الواضحة، كون كل واحد يحدد المفهوم من الزاوية التي ينظر إليها، حيث وجدت العديد من التعريفات للقيمة، وهو ما سيتم التطرق إليه فضلا عن مبادئ عملية التقييم وأهدافها.

الفرع الأول: المفاهيم المتعددة للقيمة

هناك العديد من المفاهيم المتعلقة بالقيمة، ومن أهم هذه المفاهيم ما يلي:²

1- قيمة التصفية

تعرف قيمة التصفية بالمبلغ الذي يمكن الحصول عليه من أحد الأصول أو مجموعة من الأصول أو كافة أصول المؤسسة بمعزل عن المؤسسة أو التنظيم الإداري الذي كان يستخدمها.

2- القيمة الدفترية

هي القيمة المحاسبية للأصل في دفاتر المؤسسة، وتساوي القيمة الدفترية لأصل رأسمالي تكلفه شراء هذا الأصل منقوصا منها الاهتلاكات المتراكمة، وقد تصل القيمة الدفترية للأصل إلى الصفر عند اهتلاكه بالكامل، ولكن تبقى له قيمة اقتصادية لأنه مستمر في الإنتاج ويولد مبيعات وأرباح مستمرة، وتساوي القيمة الدفترية للمؤسسة إلى صافي حقوق المساهمين، أي إجمالي الموجودات ناقصا المطلوبات.

3- القيمة السوقية

هي السعر الذي يمكن أن يباع به أصل ما في السوق، فإذا كان هذا الأصل آلة فإن قيمتها السوقية تساوي إلى قيمتها التصفية أيضا، وبالنسبة للسهم العادي فإن سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو أقل من قيمته الدفترية، أما القيمة السوقية للمؤسسة فإنها تساوي إلى إجمالي القيمة السوقية لأسهمها العادية.

¹ - عرياجي إسماعيل، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الأولى، 1996، ص:17.

² - طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات- تحديد قيمة المنشأة، دار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص:14.

4- القيمة الاستثمارية

هي عبارة عن قيمة المنافع الاقتصادية المستقبلية التابعة لأصل ما لشخص ما، ويعتبر هذا المفهوم من الأنواع المألوفة لدى المهنيين العاملين في مجال الاندماج والتملك، وتعتبر القيمة الاستثمارية مفهوم سهل للفهم لأنها قيمة أصل محدد بالنسبة لمشتري محدد،¹ ويمكن أن تختلف اختلافا كبيرا من مشتري محتمل إلى آخر بسبب عدة أسباب وعوامل، والتي يمكن أن تؤثر على تقدير مشتري معين للقيمة الاستثمارية.²

5- القيمة القابلة للتأمين

هي قيمة الأجزاء القابلة للتلف من أصل ما التي سيتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة الخسارة معبرا عنها بالنقود، وهذا الفرع من القيمة له علاقة ضعيفة بعمليات التملك والاندماج باستثناء عملية مراجعة التغطية التأمينية للمباني والمعدات عقب إتمام عملية التملك.³

6- القيمة الحقيقية

يرتبط مفهوم القيمة الحقيقية بالأوراق المالية عامة وبالأسهم العادية بشكل خاص، ويدل على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة، وتحدد هذه القيمة بالنسبة للسهم على ضوء معطيات موضوعية تشمل موجودات المؤسسة والأرباح التي تم تحقيقها، بالإضافة إلى آفاق النمو المستقبلية.⁴

7- القيمة الاستعمالية

القيمة الاستعمالية ليست نوعا من القيمة، وإنما ظرفا تجرى في ظله افتراضات معينة عند تقدير قيمة الأصول، فهو يرتبط بالأصول ذات الاستعمال الانتاجي، ويمكن أن توصف بأنها قيمة أصل ما كجزء من المشروع العامل.⁵

8- قيمة الإحلال

هي قيمة أصل جديد ذو منفعة مساوية لمنفعة أصل معين.⁶

¹ - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009، ص: 03.

² - الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، 2011-2012، ص: 75.

³ - نفس المرجع السابق، ص: 75.

⁴ - محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، الطبعة الثالثة، 2006، ص: 712.

⁵ - الجوزي غنية، مرجع سابق، ص: 75.

⁶ - علي بن الضب، مرجع سابق، ص: 04.

الفرع الثاني: مبادئ عملية التقييم

توجد أربع مبادئ اقتصادية تؤثر على تقدير قيمة الأصل بشكل عام وهي:¹

1- مبدأ وجود بدائل

يقضي مبدأ وجود البدائل أنه عند التفكير في أي نقل للملكية يكون أمام كل من المشتري والبائع بدائل لإتمام المعاملة، ولا يعني هذا المبدأ أن كل البدائل مرغوبة بدرجة متساوية لكنه يعني ببساطة أن البائع مجبر على البيع لمشتري معين وأن المشتري ليس مجبراً على الشراء من بائع بعينه، فإذا لم يكن هذا الوضع فإن آلية السوق سوف تنتشوه ولن يكون بالإمكان تحديد القيمة السوقية العادلة.

2- مبدأ الاستبدال

يقضي مبدأ الاستبدال بأن المشتري العاقل لا يدفع في ملك أو أصل ما يزيد عن تكلفة استبداله بأصل آخر يؤدي نفس الوظيفة.

3- مبدأ الإحلال

يعتبر مفهوم هام للغاية بالنسبة لتقدير القيمة، فهو يقضي بأن قيمة الملك أو الأصل تتحدد بواسطة التكلفة التي سوف يتم تكبدها لامتلاك بديل مرغوب بدرجة مساوية.

4- مبدأ المنافع المستقبلية

يقضي مبدأ المنافع المستقبلية الذي يكتسي أهمية خاصة في إطار عملية الاندماج أو التملك بأن قيمة الملك أو الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من امتلاك ذلك الأصل أو السيطرة عليه، ومن هذا المنظور فإن قيمة أي بنك أو مؤسسة أعمال تكون هي القيمة الحالية الصافية أمر معقد جداً ويتطلب وضع افتراضات عديدة بشأن مستقبل المؤسسة، ومع ذلك فإن القيمة الصافية الحالية للمنافع الاقتصادية المستقبلية تكون غالباً أفضل مؤشر للقيمة، ويشكل مبدأ المنافع المستقبلية أساس المدخل إلى تقدير القيمة (التدفق النقدي، المردودية، العائد).

الفرع الثالث: أهداف التقييم

إن الحاجة إلى التقييم تظهر عند دخول المؤسسة في بعض المعاملات بغية تحقيق أغراض معينة، تتمثل فيما يلي:²

¹ - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص ص: 24-26.

² - الجوزي غنية، مرجع سابق، ص ص: 77-78.

1- التقييم لغرض الاندماج

إن عمليات الاندماج بين المؤسسات تقوم على أساس توافر فرص النجاح في تعظيم ثروة الملاك (حملة الأسهم) لكل من المؤسستين، ويجب أن تعكس نتائج الصفقة قيمة متحدة للمؤسسة بعد الاندماج تتجاوز قيمة المؤسسات التي اندمجت إذا تم تقييمها منفردة، وتنتج الزيادة في القيمة من خلال بعض المزايا التي يمكن أن تتحقق من خلال الاندماج مثل المزايا الضريبية، تخفيض تكلفة التمويل، فرص الدخول في أسواق جديدة واقتصاديات الحجم.

2- التقييم لغرض التصفية

تتم تصفية المؤسسة إذا كانت دراسة أوضاعها الحالية والمستقبلية تعيد بوجود خلل في الهياكل المالية والتشغيلية والإدارية، وينبغي ملاحظة أن قرار تصفية المؤسسة يكون مبنياً على أن الخسارة المترتبة على تصفية المؤسسة الآن أقل بكثير من الخسائر التي تترتب على الإبقاء عليها في المستقبل، وفي هذه الحالة فإن قيمة الأصول تتحدد بالقيمة السوقية لها في تاريخ البيع.

3- التقييم بغرض الدخول إلى البورصة

إن دخول المؤسسة إلى البورصة يشكل مرحلة أساسية في حياتها وعامل مهم جداً لتعجيل نموها وتطورها، ويسمح لها بتحسين ديناميكيتها وفعاليتها، فدخول المؤسسة إلى البورصة يمثل عامل رفاهية ويعتبر بمثابة إشهار هام يعزز بقاءها واستمراريتها، فيلعب التقييم هنا دوراً هاماً في تحديد القيمة التي سنتنازل بها المؤسسة عند دخولها إلى البورصة.

4- الخصوصية

لقد أثبت الواقع الاقتصادي في بعض الدول وبعض المجالات الاقتصادية فشل القطاع العام في إدارة المشاريع الاقتصادية بالاعتماد الدائم على الدعم الحكومي لذلك اتجهت إلى الخصوصية، فغرض التقييم في عملية الخصوصية هو قياس الربحية والسيولة، وإعطاء مؤشرات لها في كل مؤسسة كطبيعة النشاط، نجاحه وجاذبيته، ومن جهة أخرى إبراز طبيعة السوق من خلال الوحدات الناجحة والتي تؤدي بدورها إلى المنافسة، كما يهدف التقييم كذلك إلى إنهاء مديونية هذه المؤسسات قبل بيعها واختيار الأسلوب اللازم لذلك وهذا حسب الطبيعة الاقتصادية لكل منها.

المطلب الثالث: تحديد قيمة المؤسسة

يعتبر هدف المؤسسة المتمثل في تعظيم القيمة السوقية من بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، ولذلك فهي تسعى دائما لتقييم موجوداتها بغية معرفة قيمتها الحالية في ظل المفاهيم المتداخلة لتحديد القيمة.

الفرع الأول: مفهوم قيمة المؤسسة

تعبر القيمة عن مبلغ يدفع مقابل أصل معين، أو الحق في الحصول على فوائد مستقبلية من جراء استخدام هذا الأصل، وقد عرفت لجنة معايير التقييم الدولية IVSC تقييم الأصول لأغراض إعداد القوائم المالية، والحسابات المرتبطة بها كما يلي: "مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتري وبائع راغبين في عقد صفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية، مع مطلق الحرية وبدون وجود إكراه على اتمام الصفقة."¹

فتحديد قيمة المؤسسة يتم من خلال تقييم مختلف أصولها المالية من أسهم عادية وممتازة، سندات، وكذلك الديون، هذا في حال كونها أوراق مالية متداولة، أما في حال عدم تداولها فيتم تقييم المؤسسة ككل كوحدة واحدة باستخدام مجموعة من الطرق،² والتي سيتم التطرق إليها فيما بعد.

كما تجدر الإشارة إلى أنه عند القيام بعملية دراسة أو تقييم للمؤسسات يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار كل العوامل التي تؤثر في تحديد القيمة السوقية للمؤسسة، ومن ضمن هذه العوامل ما يلي:³

- الظروف الاقتصادية للدولة ككل؛
- أداء الشركة ومؤشراتها المالية؛
- تاريخ إنشاء الشركة وربحياتها، ومعدلات الأرباح المتوقعة؛
- الطلب على منتجات الشركة أو حجم مبيعاتها؛
- الوضع التنافسي للشركة بالمقارنة مع الشركات الأخرى التي لها نفس الظروف؛
- الوضع القانوني للشركة.

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 28.

² عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2011-2012، ص: 65.

³ موقع www.bayt.com، تاريخ الاطلاع: 2016-02-24، 19:22.

وفي ظل تعدد المفاهيم المرتبطة بقيمة المؤسسة، تجدر الإشارة إلى أن القيمة السوقية هي الأكثر استعمالاً وشيوعاً، وهو ما يطرح التساؤل حول كيفية القيام بتحديد القيمة السوقية للمؤسسة؟

الفرع الثاني: طرق تحديد قيمة المؤسسة

تعددت طرق وأساليب تقييم المؤسسة وفقاً للفكر المحاسبي والمالي، وهو ما يجعل أمام المهتمين بعملية القياس العديد من الطرق، بحيث يتعين عليهم اختيار الطريقة الأنسب بما يوافق احتياجاتهم ويخدم أهدافهم.

1- طرق التقييم المرتكزة على منظور الذمة المالية

1-1- طريقة الأصل المحاسبي الصافي

يعرف الأصل المحاسبي الصافي انطلاقاً من الميزانية المحاسبية، وهو يمثل الفرق بين الأصول المحاسبية الاجمالية والديون مع طرح المصاريف الإعدادية.

الأصول المحاسبية الصافية = مجموع الأصول المحاسبية - (المصاريف الإعدادية + مجموع الديون)، هذه الطريقة سهلة وتساهم في إعطاء فكرة عن قيمة المؤسسة، ولكنها لا تترجم قيمتها الحقيقية لأنها تعتمد على معلومات تاريخية غير خاضعة للتصحيات وعملية إعادة التقييم.¹

1-2- القيمة الجوهرية

تعرف على أنها القيمة المتعلقة بقيمة الاستثمارية مقدرة بقيمة الاستبدال الحالية للأصول (الممتلكات والحقوق) التي تشكل الذمة المالية للمؤسسة، ويمكن حسابها على النحو الآتي:²

القيمة الجوهرية = الأصول الاجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستثمارية + مصاريف الاستثمار الضرورية للاستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة وتجديد المعدات - العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال.

¹ - الجوزي غنية، مرجع سابق، ص: 78.

² - نفس المرجع السابق، ص: 78.

2- قيمة المردودية

تعتبر المردودية مفهوماً يسمح بقياس الكفاءة بشكل نقدي للوسائل المادية، البشرية والمالية الموضوعة للعمل من خلال عملية اقتصادية معينة، وتوضح بالعلاقة:¹

$$\frac{\text{النتائج}}{\text{الوسائل}} = \text{المردودية}$$

كما يمكن تعريفها بأنها تمثل تعبيراً عن النتيجة المتحصل عليها من خلال عملية اقتصادية تهدف لتحويل الانتاج أو للتبادل، بحيث تمثل المرحلة الأخيرة لعملية التبادل التي تظهر على شكل فائض، وبما أن الخبير المقيم يسعى لإيجاد قيمة المؤسسة، فإنه يبحث عنها انطلاقاً من الربح الصافي الناجم عن رأس المال الخاص (الأصل الصافي المحاسبي).

وعليه تتمثل فحوى هذه الطريقة في رسملة الناتج عن المؤسسة بمعدل استحداث معين بغية إيجاد قيمتها، حيث تعتبر من الطرق الأكثر استعمالاً من طرف الخبراء، وتكتب معادلتها الأساسية على النحو الآتي:²

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+i)^t}$$

حيث:

B يمثل متوسط الربح المتوقع؛

t يمثل عدد السنوات؛

i يمثل معدل فائدة سندات القطاع العام عند الإصدار.

3- التقييم عن طريق التدفقات النقدية

وفق هذه الطريقة يتم الاعتماد على مبدأ أن قيمة المؤسسة تكون مساوية للقيمة الحالية لتدفقاتها النقدية المستقبلية والقيمة النهائية المتوقعة، وتعتبر هذه لتدفقات على مجموع التدفقات النقدية الناتجة عن العمليات الاستغلالية والاستثمارية، وتستعمل العلاقة الموائية في تحديد القيمة:³

¹- Pierre conso et Farouk Hemic, **gestion financière de l'entreprise**, 9ieme édition, Dunod, Paris, 1999, p :60.

²- الجوزي غنية، **مرجع سابق**، ص: 80.

³- عبد الكريم بوحادرة، **مرجع سابق**، ص: 68.

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+K)^t} + \frac{VR_n}{(1+K)^t} - D_1$$

حيث:

F_t تمثل التدفقات النقدية للسنة t ؛

K تمثل معدل العائد المتوقع؛

VR_n تمثل القيمة المتبقية عند السنة N ؛

D_1 تمثل قيمة الديون الابتدائية للمؤسسة.

4- التقييم عن طريق مضاعف الربحية

يستخدم هذا التقييم في حالة المؤسسات التي لا يتم تداول أوراقها المالية في البورصة، ويتمثل أساساً في إيجاد سعر السهم إلى ربحيته لمؤسسة بديلة وإجراء المقارنة مع المؤسسة محل التقييم، وهذا من خلال اعتماد المساواة الآتية:¹

$$Pv/EP_s = Pv^*/EP_s^*$$

حيث Pv و EP_s تمثلان على التوالي ربحية السهم بعد الضريبة لمؤسسة بديلة، والقيمة السوقية للسهم.

أما Pv^*, EP_s^* فتمثلان على التوالي قيمة حقوق الملكية، وصافي الربح المتوقع بعد الضريبة للمؤسسة محل التقييم.

فإذا ما تم التوصل لمضاعف الربحية بالنسبة لمؤسسة مثيلة، يتم ضرب هذا الأخير في الربح المتوقع بعد الضريبة للمؤسسة محل التقييم، مما يؤدي للوصول إلى تقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية.

الفرع الثالث: مناهج تقييم المؤسسة

تتطلب إجراءات تحديد قيمة المؤسسة الاهتمام بالعديد من الجوانب المتعلقة بالمؤسسة محل التقييم، وذلك من خلال جمع مختلف المعلومات المتعلقة بها وتحليلها، وهذا بعد خصم طبيعة المهمة إضافة إلى تعريف القيمة، ولكن كل هذا لا يتم إلا باعتماد منهج أو مدخل للقيمة يكون مناسباً وملائماً للمؤسسة، هذه المناهج تتمثل في: منهج الدخل، منهج السوق ومنهج الأصول.

¹ - عبد الكريم بوحادرة، نفس المرجع السابق، ص: 75.

1- منهج الدخل

يقوم هذا المنهج على تقييم حصة الملكية التي تعتبر استثماراً يمكن قياسه كغيره من الاستثمارات، وعموماً فإن هذا المنهج عبارة عن العلاقة بين المنافع الاقتصادية المستقبلية، وبين معدل العائد المطلوب كحصة الملكية، وبالتالي فمنهج الدخل إنما يحسب القيمة على افتراض أن قيمة حصة ملكية ما تساوي مجموع القيم الحالية للمنافع الاقتصادية المتوقعة لامتلاك تلك الحصة.¹

وتمثل قيمة المؤسسة وفقاً لمنهج الدخل دالة لثلاث متغيرات أساسية تمثل تدفق المنافع الاقتصادية والتي غالباً ما يعبر عنها بالتدفق النقدي، إضافة إلى إمكانية نمو المؤسسة على المدى القصير والبعيد، مع ضرورة مراعاة المخاطر المرتبطة باستلام المنافع بالمبالغ وفي الأوقات المتوقعة والذي يعكس معدل الخصم، فقيمة المؤسسة تختلف وفقاً لاختلاف مستوى المنافع الاقتصادية المتوقعة ومعدل نمو هذه الأخيرة، بينما تربط علاقة عكسية بين القيمة ودرجة المخاطر فارتفاع المخاطر يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع معدل الفائدة المطلوب.²

2- منهج السوق

يعتبر المبدأ الأساسي لهذا المدخل أن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال مقارنتها بمؤسسات معيارية ذات قيم معلومة، والتي تتحدد إما عن طريق تداول أوراقها المالي في البورصة، أو تحديد قيمة هذه الأخيرة مقدماً.

وتعتبر المعلومات المالية المستخدمة من حيث نوعيتها وكميتها أهم مؤثر في القيمة التي يتم الحصول عليها من خلال الاعتماد على هذا المدخل، وذلك بالعمل على استخراج مجموعة من النسب والمعايير المستخدمة في تقدير قيمة المؤسسة انطلاقاً من الميزانية العمومية وقائمة الدخل، لكن غالباً لا تكون هذه المعايير الكمية وحدها كافية، إذ يتوجب العمل على دراسة مختلف الجوانب النوعية من خلال الإدارة ومدى نموها واتساعها، وكذا خدمات المنتج، وهذا من أجل تحديد قيمة المؤسسة بالدقة اللازمة.³

¹ - عبد الكريم بوحادرة، المرجع السابق، ص: 70.

² - طارق عبد العال مرجع سابق، ص: 295.

³ - نفس المرجع السابق، ص: 489.

2- منهج الأصول

في هذا المنهج يتم تحديد قيمة المؤسسة بالاعتماد على قيمة أصولها الصافية بعد خصم التزاماتها، وهذا من خلال ما يتم عرضه في الميزانية العمومية والتي تكون فيها مختلف البنود مسجلة بالقيم الدفترية، مما يفرض ضرورة القيام بسلسلة من التعديلات من أجل الوصول إلى القيمة السوقية، سواء بالنسبة لأصول المؤسسة أو لالتزاماتها.¹

باتت المؤسسات الاقتصادية تمثل أساس بناء نسيج اقتصادي متكامل، الأمر الذي يحتم على المؤسسات ضرورة العمل على بناء وتطوير أداءها، والسعي إلى تعظيم قيمتها السوقية والحفاظ عليها قدر المستطاع، هذا الهدف يجعل من تقييم المؤسسة ضرورة أكيدة سواء كانت هذا الصفة دورية أو دائمة، وهذا ما يتطلب وجود معايير ومؤشرات تقيس قيمة المؤسسة، وهو ما تم التطرق إليه بداية من الطرق المرتكزة على الذمة المالية وقيمة المردودية، إضافة إلى طرق التقييم عن طريق مقارنة التدفقات النقدية، وأخيرا التقييم عن طريق مضاعف الربحية المستخدم في حالة تقييم المؤسسات الغير مرتبطة بالبورصة.

هذه المؤشرات وعلى الرغم من تباين نتائجها إلا أنها تعطي تصورا جليا وتجسيدا واضحا لقيمة المؤسسة مقارنة بوضعيات سابقة أو بمؤسسات بديلة.

¹ - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 71.

المبحث الثاني: مدخل لهيكل التمويل

لا يقتصر عمل المدراء الماليين على مجرد التعرف على مصادر الأموال، بل أن يتم الحصول عليها بأفضل الشروط، وأن يتم تشكيل ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة، ويعرف هذا المزيج بهيكل التمويل.

المطلب الأول: ماهية هيكل التمويل

يعتبر هيكل التمويل بمثابة المزيج المتكون من مختلف مصادر التمويل الداخلية والخارجية، حيث أن هناك العديد من العوامل المؤثرة في اختيار مزيج تمويلي معين.

الفرع الأول: مفهوم هيكل التمويل

يعرف هيكل التمويل بأنه: "عبارة عن مجموعة من القنوات التمويلية، إما في شكل أموال قادمة للشركة من مصادر مختلفة سواء مالكي الشركة (المساهمين) أو الغير في شكل قروض بكافة أنواعها، وأيضا مجموعة قنوات استخدام الأموال من استثمارات وأصول ثابتة ومستلزمات سلعية وغيرها، وبقاء جزء على شكل أصول سائلة".¹

ويعرف أيضا بأنه: "تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية"، وحسب هذا التعريف فإن هيكل التمويل هو مجموع قرارات التمويل التي تنعكس في الجانب الأيسر من الميزانية، وهذا من الناحية المحاسبية.²

كما يقصد بهيكل التمويل: "مصادر التمويل التي اختارتها الشركة لتغطية استثماراتها، ويتكون الهيكل المالي للشركة من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية سواء كانت هذه العناصر طويلة أم قصيرة الأجل، وسواء كانت أموال دين أو أموال ملكية".³

¹ - أبو الفتوح علي فضاله، الهيكل التمويلية، دار الكتب العلمية، أمبابة، مصر، ص: 38.

² - أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد صناعي، جامعة بسكرة، الجزائر، 2011-2012، ص: 03.

³ - عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص: 403.

يتضح مما سبق أن لكل نمط من التمويل درجة مخاطرة وتكلفة تمويل معينين، وعليه يتوجب على المؤسسة حسن اختيار هيكلها التمويلي في ضوء العائد المطلوب والخطر الممكن قبوله، الذي يندرج ضمن السياسة المالية للمؤسسة.

وتجدر الإشارة أنه لا بد من التفرقة بين كل من هيكل التمويل وهيكل رأس المال، فالأول يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، أما الثاني فيعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل.¹

الفرع الثاني: مناهج اختيار هيكل التمويل

هناك ثلاث مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب وهي:²

1- منهج التوازن:

يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرونة مالية لهيكل التمويل، وهذا ما يتطلب حسابات تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة في ظل افتراضات محددة، وهي أن هناك عائد متوقع وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالي تتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة، ثم القيام باختيار المزيج التمويلي والذي تصاحبه أقل تكلفة للتمويل.

2- منهج التوازن المقارن:

يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال، ولذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف وتقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال، وبالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب، وبمقارنة هذه الخطط يمكن اختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة.

3- منهج التوازن الحركي الديناميكي

يفترض وجود متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي، وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية والبيئة الخارجية المحيطة بالمؤسسة وبمجموعة من العوامل

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2004، ص: 360.

² - أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق، ص: 03-04.

متمثلة في مدة الائتمان، مدى توفر المعلومات، ووجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم، على أن يتم اتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الاستغناء عنها مثل: التكلفة، المركز الائتماني للمؤسسة، مجالات استخدام الأموال والقرارات المالية التي اتخذت في الماضي.

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في هيكل التمويل

تحدد المؤسسة تركيبة مستهدفة لرأس المال والتي هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب فيه من قبل الإدارة، والتي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم المؤسسة في السوق المالي، وهذه التركيبة تتأثر بمجموعة من العوامل المتمثلة فيما يلي:

1- نمو المبيعات

إذا كانت مبيعات المؤسسة تزداد وتتمو بمعدلات عالية (10% فما فوق) فإن المؤسسة تستطيع التمويل بالدين في هذه الحالة، لأنها تستطيع تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من عواقب تراجع المبيعات.¹

2- استقرار المبيعات

توجد علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح المؤسسة والتمويل بالدين، فكلما كانت مبيعات المؤسسة وأرباحها أكثر استقرارا كلما استفادت أكثر من رافعة التمويل وبمخاطرة أقل مما لو كانت مبيعات المؤسسة متقلبة، كما أن استقرار المبيعات يوسع الطاقة الاستيعابية على الاقتراض للمؤسسة، ويمكنها من تحمل نسب مديونية أكبر.²

3- درجة المنافسة

إن درجة المنافسة التي تعمل بها المؤسسة تعتمد على استقرار أرباحها، فكلما زادت حدة المنافسة كلما انحسر هامش الربح مما يحد من استطاعة المؤسسة على الاقتراض نظراً لانخفاض مقدرتها على خدمة الديون، والتي من أحد مقاييسها عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة المدفوعة.³

¹ - بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، 2011-2012، ص: 05.

² - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 404.

³ - نفس المرجع السابق، ص: 404.

4- بنية الموجودات

توجد علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية في المؤسسة، فالطاقة الاستيعابية للاقتراض تكون أقل عندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة، وبالتالي نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة مما يعني أن المؤسسة تتميز بدرجة رافعة تشغيلية عالية وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات.¹

5- موقف إدارة المؤسسة تجاه الخطر

هناك اختلاف في درجة تجنب الخطر من شخص إلى آخر، فعلاقة التفضيل هذه تؤثر في تحديد سياسات التمويل في المؤسسة، فإذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات عالية فإنها لن تلجأ إلى التمويل بالدين إلا ضمن حدود ضيقة، أما إذا كانت المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات أقل فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالدين بنسب أعلى سعياً وراء تعظيم الأرباح.²

المطلب الثاني: مكونات هيكل التمويل

يمكن للمؤسسة توفير الأموال عن طريق مصادر مختلفة لتمويل استثماراتها، يتم ذكرها فيما يلي:

يلي:

الفرع الأول: مصادر التمويل قصير الأجل

يقصد بالتمويل قصير الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير، وتلتزم بردها خلال فترة زمنية لا تزيد عن سنة، حيث تستعمل المؤسسات نوعان من التمويل قصير الأجل هما الائتمان التجاري، والائتمان المصرفي.

1- الائتمان التجاري

عبارة عن قيام المؤسسة بشراء حاجاتها المختلفة من المواد الأولية وغيرها من التجهيزات الإنتاجية من مؤسسة أخرى بالدين، وبما أن النشاط التجاري مستمر ودائم فإن هذا النوع من التمويل شائع الاستخدام، وتلجأ له عادة الشركات الصغيرة لأنها لا تستطيع الحصول على أموال من مصادر أخرى.³

¹- بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص: 05-06.

²- نفس المرجع السابق، ص: 06.

³- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفاء للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص: 32.

هذا ويطلق على الائتمان التجاري مصطلح الائتمان التلقائي نظرا لأنه عادة ما يزيد وينقص مع التقلبات في حجم النشاط، بمعنى أنه يتاح بالقدر الملائم وفي الوقت المناسب، وتعد هذه واحدة من أهم مزايا الائتمان التجاري، يضاف إليها أنه يتم دون إجراءات أو تعهدات رسمية.¹

2- الائتمان المصرفي

تحصل العديد من المؤسسات على تسهيلات وقروض مصرفية من البنوك لتمويل أنشطتها قصيرة الأجل، وقد تكون هذه التسهيلات مضمونة بأصول أو غير مضمونة على الإطلاق، وتبعاً لذلك تختلف شروط الائتمان المصرفي، وبالتالي تكلفته وإمكانية الحصول عليه.²

ويعتبر الائتمان المصرفي أكبر مرونة من الائتمان التجاري إذ أنه يأتي في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة، غير أنه أقل منه مرونة من ناحية أخرى، ذلك أنه لا يعتبر تلقائياً مع تغيير حجم النشاط، هذا ويأخذ الائتمان المصرفي إحدى الصورتين، الصورة الأولى مبلغ إجمالي تحصل عليه المؤسسة مرة واحدة على أن تقوم بالوفاء بقيمة الائتمان والفوائد في التواريخ المتفق عليها، أما الصورة الثانية فهي مبلغ إجمالي يمثل حد أقصى لها يمكن أن تحصل عليه المؤسسة خلال فترة متفق عليها على أن يكون لها الحق في الحصول على المبلغ كله مرة واحدة أو على دفعات، وكقاعدة عامة يمكن للمؤسسة الحصول على دفعات متعاقبة من القروض حتى تصل جملة الأموال المقترضة إلى الحد الأقصى المتفق عليه، وعندئذ لا يمكنها الحصول على أي قروض إضافية.³

الفرع الثاني: مصادر التمويل الممتلكة طويلة الأجل

تمثل أموال الملكية أحد أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركة لتمويل إنفاقها الاستثماري، وتتشكل مصادر التمويل الذاتي طويل الأجل من العناصر التالية:

1- الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية صكوكاً متساوية تشكل جزءاً من رأس مال الشركة، وهي بذلك تعد بمثابة سند ملكية في شركات المساهمة والتوصية بالأسهم، وتعتبر الأسهم من مصادر التمويل طويلة الأجل حيث أنه ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما كانت الشركة المصدرة لها قائمة ومستمرة، وبالمقارنة

¹ - أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر، عنابة، الجزائر، ص: 37.

² - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 393.

³ - أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 38.

بغيرها من الأوراق المالية تتميز الأسهم بخاصيتين أساسيتين هما: حق المطالبة المتبقي والمسؤولية المحدودة.

بحيث تخول الأسهم العادية لحاملها الحقوق التالية:

- الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت فيما يتعلق بالقرارات المصيرية الخاصة بالشركة؛
- حق التصويت في اختيار أعضاء مجلس إدارة الشركة؛
- يكون لحملة الأسهم العادية حق أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس مال الشركة.¹

2- الأسهم الممتازة

تعد ضمن بنود حقوق الملكية للمشروع إلا أنها تختلف عن الأسهم العادية إذ يكون لها الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح، كما لها الأولوية في السداد في حالة التصفية.² وفي حالة تحقيق الشركة لأرباح فإنه لا يشترط ضرورة توزيع الأرباح لحملة الأسهم الممتازة، إلا أنه قد ينص بأن يكون من حق حملة الأسهم الممتازة الحصول على توزيعات مجمعة تغطي الأرباح التي كانت مستحقة لهم في سنة سابقة ولم تقم الشركة بتوزيعها.

ولا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في الجمعية العمومية وذلك فيما عدا الحالات التي تتأخر فيها الشركات عن دفع أرباح لحملة هذه الأسهم.

ويمكن القول أنه رغم أن الأسهم الممتازة لها طبيعة الديون من حيث ثبات الأرباح الموزعة لها والالتزام بسداد قيمتها الاسمية عند التصفية، إلا أنها لا تعد ديون على الشركة ولا يترتب على عدم سداد أرباحها إفلاس الشركة، كما أن توزيعات الأرباح الخاصة بها لا تخضع من الوعاء الضريبي.³

3- الأرباح المحتجزة:

تعتبر الأرباح المحتجزة من بين أهم المصادر التمويلية التي تتدرج ضمن أموال الملكية، فأهميتها بالغة وهذا راجع إلى العديد من الخصائص التي يمكن للمؤسسة أن تستفيد منها، فالأرباح المحتجزة هي جزء من حقوق الملكية الذي تستمده المؤسسة من ممارسة عملياتها المربحة ممثلاً في الجزء المتبقي من أرباح السنة وذلك بعد تخصيص الاحتياطات المختلفة والتوزيعات المقررة.

¹ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 368-369.

² - حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، الإسكندرية، 2005، ص: 504.

³ - نفس المرجع السابق، ص: 504.

وعموماً تستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة في تمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها مما ينعكس على قيمتها، لكن في المقابل تكون أنظار المساهمين موجهة نحو توزيعات الأرباح، ففي هذه الحالة تكون لسياسة توزيع الأرباح أهمية بالغة في التوفيق بين قيمة المؤسسة ورغبات الملاك.¹

الفرع الثالث: مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل

تعتمد المؤسسة في تمويل أنشطتها بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة التي تبقى بحوزتها لعدة سنوات.

1- السندات

تعرف السندات بأنها: " اتفاق تعهدي مكتوب يتضمن ختم الطرف الذي صوره أو أنشأه، وفيه يتعهد بدفع فائدة دورية ودفع المبلغ المتفق عليه في تاريخ مستقبلي محدد أو مقرر، كما تعتبر السندات مصدر من المصادر المالية طويلة الأجل التي تحصل عليها منظمات الأعمال".²

وترتب السندات لصاحبها بعض الحقوق أهمها:³

- لحملة السندات الحق في الحصول على الفوائد قبل دفع أي توزيعات لحملة الأسهم الممتازة والأسهم العادية؛

- لحملة السندات حق الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم في حالة تصفية الشركة. نسبة إلى الميزتين السابقتين تتصف السندات بانخفاض درجة المخاطر التي يتحملها حائزيها مقارنة بالمخاطر التي يتحملها حملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

2- القروض المصرفية

هي القروض التي تمنحها المصارف لأجل تزيد عن السنة الواحدة لتصل حتى 10 سنوات، لغرض استعمالها في شراء الأصول الثابتة أو لتمويل الزيادة في رأس المال العامل.⁴

3- الاستئجار

الأصل أن تشتري الشركة أصولها الثابتة وتسجلها في قوائمها المالية، غير أن ثمة وسيلة أخرى تستطيع الشركة أن تحصل من خلالها على احتياجاتها من الأصول الثابتة تتمثل في استئجارها نظير

¹ - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 10-09.

² - سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للنشر، الإسكندرية، 1997، ص: 113.

³ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 380-381.

⁴ - عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2009، ص: 254.

سداد إيجار دوري، ووفقا لهذا الأسلوب يمكن للشركة المستأجرة أن تستفيد من خدمات الأصول المستأجرة لفترة زمنية محددة دون الحاجة لشرائها.¹

المطلب الثالث: محددات هيكل التمويل

يجب تخطيط الهيكل التمويلي للمشروع من وقت تأسيسه، كما يجب تصميمه في البداية بمنتهى الحذر، وعلى إدارة المشروع أن توضح أهدافه حتى يمكن أن تتخذ القرارات المالية على ضوءها، وفيما يلي أهم العوامل التي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار تكوين الهيكل التمويلي حتى يكون مناسباً.

الفرع الأول: أثر الرفع المالي على ربح الأسهم

من المعروف أن استخدام المصادر المالية ثابتة التكلفة مثل القروض والأسهم الممتازة لتمويل أصول المشروع يمثل نوعاً من الرفع المالي أو المتاجرة بالملكية. فإذا كانت الأصول الممولة باستخدام القرض تدر عائد أكبر من تكلفة القرض، فسوف يزداد ربح السهم دون زيادة استثمار الملاك ويزداد أيضاً ربح السهم العادي عندما تستخدم الأسهم الممتازة في تمويل حيازة الأصول، ولكن تأثير الرفع المالي يكون أكبر في حالة القرض بسبب أن تكلفة القرض تكون عادة أقل من تكلفة الأسهم الممتازة، كما أن الفائدة المدفوعة على القرض تعتبر من أعباءها على المشروع توزيعاً للربح وليس تكليفاً عليه، لهذا لا تخصم من وعاء الربح الخاضع للضريبة.²

الفرع الثاني: الملائمة

يقصد بهذا العامل مدى ملائمة مصادر الأموال المستخدمة مع طبيعة الأصول التي ستمول من هذه المصادر، ويحتاج هذا العامل إلى إيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من استخدام الأصول والتدفقات النقدية الخارجة لتسديد الالتزامات الناشئة عن امتلاك هذه الأصول.³

¹ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 388.

² - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص: 315-316.

³ - بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص: 115.

الفرع الثالث: المرونة

يقصد بالمرونة تعدد مصادر التمويل المتاحة لإمكانية الاختيار من بين أكبر عدد ممكن من البدائل لتحديد مصدر التمويل المناسب الذي يحقق متطلبات المؤسسات المالية، والتي تتميز بالمرونة بدرجة تمنح المؤسسة القدرة في المستقبل على إحداث أي تغيير مناسب على هيكل التمويل.¹

الفرع الرابع: العوامل الأخرى

بالإضافة إلى العوامل السابقة، هناك عوامل أخرى مؤثرة في هيكل التمويل وهي:

1- الموقف الضريبي للشركة

في بعض الأحيان قد يعفى دخل الشركة من الضرائب أو قد تمنح الشركة حوافز ضريبية تخفض من عبئ الضريبة كالاهلاك المعجل، أو السماح بترحيل الخسائر للأمام أو الخلف من وعاء الضريبة لعدة سنوات، ويؤدي تمتع الشركة بالإعفاء الضريبي أو بالحوافز الضريبية إلى فقدان الاقتراض كمصدر للتمويل لأحد مزاياه الأساسية التي تنشأ في حالة ارتفاع الأعباء الضريبية.²

2- درجة تحفظ أو جرأة الإدارة

يتميز بعض المديرين بدرجة أعلى من المغامرة والجرأة مقارنة بغيرهم، حيث يعمدون إلى استخدام الاقتراض بشكل مكثف في محاولة منهم لرفع أرباح الشركة، ولا يؤثر هذا العامل على هيكل التمويل الفعلي، ولكن يؤثر على هيكل التمويل الذي يستهدفه المدير المالي.³

3- هيكل الأصول

تلجأ الشركات التي تتميز أصولها بتوفير عنصر الأمان للمقرض إلى استخدام الاقتراض بشكل كبير لتمويل أنشطتها، وتمثل الأصول ذات الاستخدامات العامة في العديد من الأنشطة ضمانا جيدا للقروض بينما لا تمثل الأصول ذات الاستخدامات الخاصة ضمانا جيدا للقروض، وتأسيسا على ذلك تتميز شركات العقارات بنسب عالية من الرفع المالي، فيما تتصف شركات الأبحاث التكنولوجية بعكس هذا.⁴

¹ - نفس المرجع السابق، ص: 116.

² - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 402.

³ - نفس المرجع السابق، ص: 402-403.

⁴ - نفس المرجع السابق، ص: 404.

4- نمو واستقرار المبيعات

قد تتوقف درجة الرفع المالي على عامل هام جدا وهو نمو واستقرار المبيعات، حيث تستطيع المؤسسة التي تتمتع باستقرار في المبيعات أن تستخدم درجة عالية من الرفع المالي، فالغالب أنه لن تواجهها صعوبات في مقابلة التزاماتها الثابتة، كما أن التقلبات المحتملة في المبيعات تؤدي إلى زيادة المخاطر التجارية.¹

تهدف الإدارة المالية للمؤسسة إلى البحث عن مصادر التمويل المناسبة لاحتياجات المؤسسة من مصادر داخلية وخارجية، حيث تتم المفاضلة بين مجموعة من مصادر الأموال المتاحة على أساس تكلفتها وشروط الحصول عليها، ويتم من خلال ذلك تشكيل المزيج الملائم لاحتياجات المؤسسة وهو ما يعرف بهيكل التمويل.

¹ - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص: 323.

المبحث الثالث: تكلفة مصادر التمويل

تتمثل تكلفة الأموال في تكلفة المزيج الذي يتكون منه هيكل التمويل، أي المزيج المكون لمصادر التمويل طويلة الأجل الذي يتمثل في الاقتراض طويل الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية، إضافة إلى مصادر التمويل قصير الأجل المتمثلة في الائتمان المصرفي والائتمان التجاري.

المطلب الأول: تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل

مقابل حصولها على التمويل قصير الأجل من خلال الائتمان التجاري والائتمان المصرفي، فإن المؤسسة تتحمل تكاليف للحصول على هذه الأموال رغم أن نظرية التمويل لا تأخذها في الحسبان عند تقدير تكلفة الأموال.

الفرع الأول: تكلفة التمويل في حالة الائتمان التجاري

تتوقف قيمة تكلفة التمويل باستخدام الائتمان التجاري على الشروط الائتمانية التي يضعها المورد لمنح هذه التسهيلات الائتمانية، ففي ظل غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويلي بدون تكلفة تذكر، غير أنه قد ينقلب إلى مصدر تمويلي مرتفع التكلفة إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه وتلتزم بالشروط الائتمانية التي حددها المورد، فعندما تمر الفترة المقررة لإعادة سداد الائتمان التجاري دون قيام المؤسسة بالسداد، قد يترتب عليه تدهور سمعة المؤسسة في السوق وقد ينتهي بها الأمر إلى الخروج كلياً من السوق،¹ ويتم احتساب تكلفة الائتمان التجاري وفق العلاقة التالية:²

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \text{معدل الخصم النقدي} \left(\frac{360}{\text{فترة الائتمان} - \text{فترة الخصم}} \right)$$

الفرع الثاني: تكلفة التمويل في حالة الائتمان المصرفي

تتمثل تكلفة التمويل في حالة هذا الائتمان في الفائدة التي تدفعها المؤسسة كنسبة مئوية من قيمة القرض الذي حصلت عليه، ويمكن أن يطلق على هذه التكلفة بالتكلفة الإسمية تمييزاً لها عن التكلفة الفعلية المرتبطة بشروط الإنفاق بين المؤسسة والجهة المانحة للقرض، والمتأثرة أيضاً بمعدل الضريبة الذي تخضع له أرباح المؤسسة.³

¹ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص ص: 391-392.

² - بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص: 41.

³ - نفس المرجع السابق، ص ص: 41-42.

1- احتساب الفائدة البسيطة

يمكن احتساب الفائدة وفق هذه الطريقة على أساس قيام العميل بتسديد مبلغ الفائدة عند استحقاق القروض مع أصل قيمة القرض، ويكون معدل الفائدة الحقيقي مساويا لمعدل الفائدة الاسمي، وتحسب كما يلي:¹

$$\text{قيمة الفائدة البسيطة} = \text{نسبة الفائدة} \times \text{قيمة القرض} \times \text{المدة}$$

2- الفائدة المخصومة

هي الفائدة التي يتم خصمها من قيمة القرض عند توقيع العقد مع المصرف، ولذلك يسمى بالقرض المخصوم، وبموجب هذا الشرط سوف لا يحصل المقرض على كامل قيمة القرض، بل يقتطع من هذا الأخير قيمة الفائدة، ولمعرفة كلفة القرض الحقيقي يتم احتساب معدل الفائدة الحقيقي كما يلي:²

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \text{مبلغ الفائدة} / (\text{أصل قيمة القرض} - \text{الفائدة المدفوعة}).$$

3- احتساب كلفة القرض بطريقة الرصيد المعوض

تتضمن بعض الشروط عند منح الائتمان المصرفي، كإلزام العميل بالاحتفاظ بحد أدنى لدى حسابه في المصرف، وتتراوح هذه النسبة بين 10% و 20% من قيمة القرض، والغرض من ذلك تقوية المركز النقدي للعميل، إلا أن هذا الشرط سيؤدي إلى رفع معدل الفائدة الحقيقي للقرض.³

المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل

إن حصول المؤسسة على احتياجاتها اللازمة من الأموال طويلة الأجل، يقابله تحمل المؤسسة لتكاليف الحصول على هذه الأموال، حيث تعتبر هذه التكلفة مرتفعة بالمقارنة مع تكلفة الأموال القصيرة الأجل، وهذا بسبب بقائها لمدة طويلة في المؤسسة وتحمل أصحابها لدرجات عالية من المخاطر.

الفرع الأول: تكلفة الاقتراض

تتمثل تكلفة الاقتراض الجديد في تكلفته بعد الضريبة، وتتوقف هذه التكلفة على معدل العائد على القروض الجديدة مطروحا منه قيمة الخفض في الضريبة نتيجة لاعتبار مدفوعات الفائدة قبل

¹ - طارق الحاج، مرجع سابق، ص: 60.

² - بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص: 42.

³ - نفس المرجع السابق، ص: 42.

التكاليف الواجب خصمها من وعاء الضريبة وصولاً للضريبة المستحقة على الدخل، وتحسب وفق العلاقة التالية:¹

$$\text{تكلفة الافتراض} = \text{سعر الفائدة} - \text{الوفر الضريبي}$$

ويكمن السبب في استخدام سعر الفائدة بعد الضرائب لقياس تكلفة التمويل باستخدام قروض جديدة أن قيمة سهم الشركة التي تستهدف أي إدارة تعظيمها تعتمد على التدفقات النقدية بعد الضريبة، ونظراً لأن الفوائد تعد من التكاليف الواجبة الخصم من وعاء الضريبة، فإنها تؤدي إلى خفض في الضريبة، الأمر الذي يؤدي إلى خفض في التكلفة الصافية للاقتراض.²

الفرع الثاني: تكلفة الأسهم الممتازة

يحصل حملة الأسهم الممتازة على عائد ثابت يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم، حيث يتحدد هذا العائد بالمعادلة التالية:³

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \text{قيمة التوزيعات السنوية} / \text{سعر بيع السهم}$$

غير أن هذا العائد عادة ما يقل عن التكلفة الفعلية التي تتكبدها المنشأة من جراء الاعتماد على الأسهم الممتازة عادة ما تقل عن القيمة الاسمية لتلك الأسهم، ويمثل الفرق في تكاليف الإصدار وإذا ما أخذنا أيضاً في الحسبان أن التوزيعات على حملة الأسهم الممتازة لا تخضع للضريبة فسوف يتضح أن تكلفة الأسهم الممتازة تفوق العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم، وهو ما توضحه المعادلة:⁴

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \text{قيمة التوزيعات السنوية} / \text{سعر بيع السهم} - 1 \text{ (تكلفة الإصدار)}$$

الفرع الثالث: تكلفة الأسهم العادية

إن إصدار أسهم عادية جديدة يجب أن يتم بحيث يكون وضع حملة الأسهم أفضل من حيث العائد المتوقع والقيمة السوقية للسهم، ولكن إصدار أسهم جديدة سوف تترتب عنه الآثار التالية من وجهة نظر حملة الأسهم العادية الحاليين:

¹ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 410-411.

² - نفس المرجع السابق، ص: 411.

³ - أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 88.

⁴ - نفس المرجع السابق، ص: 89.

- أن المساهمين الجدد سيكتسبون حق المشاركة في كل التوزيعات المستقبلية جنباً إلى جنب مع المساهمين الحاليين؛

- أن المساهمين الجدد سيكتسبون حق المشاركة النسبية في الأرباح المحتجزة للشركة، وبصفة عامة حق المشاركة النسبية في أصول الشركة في حالة تصفيتها.

والمحصلة النهائية لهذه الآثار قد تكون انخفاض إيرادات السهم، وبالتالي احتمال انخفاض القيمة السوقية للسهم، وهنا يجب على الشركة إذا حدث ذلك عدم إصدار أسهم عادية جديدة إذا كان الاستثمار المطلوب لا يعمل على زيادة الإيرادات بقدر كاف يمنع من إضعاف موقف المساهمين الحاليين.¹

من هنا يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية الجديدة بأنها الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمارات الجديدة والممولة بإصدار هذه الأسهم الجديدة والذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم دون تغيير، ويحسب معدل العائد المطلوب وفق العلاقة التالية:²

معدل العائد المطلوب = (التوزيعات المتوقعة للسهم / القيمة السوقية للسهم (1- تكلفة الإصدار)) + معدل النمو

الفرع الرابع: تكلفة الأرباح المحتجزة

إن تكلفة التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة هي معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم العادية على التمويل الذي تحصل عليه الشركة من الأرباح المحتجزة.

ويستند منطق احتساب تكلفة الأرباح المحتجزة إلى مفهوم الفرصة البديلة إذ أن حملة الأسهم العادية يحصلون على توزيعات الأرباح بعد الضريبة على أموالهم، فيما يعوض المقرضين وحملة السندات عن أموالهم بالحصول على فوائد، ويحصل حملة الأسهم الممتازة على توزيعات ثابتة مقابل أموالهم.³

¹ - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص: 304.

² - نفس المرجع السابق، ص: 304.

³ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 412.

المطلب الثالث: التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال

يمكن أن تلجأ الشركات إلى تمويل أنشطتها كلياً عن طريق الأسهم العادية فقط، وفي هذه الحالة يكون معدل تكلفة الأموال ممثلاً في معدل العائد المطلوب على أموال الملكية، ولكن في الواقع العملي تعتمد معظم الشركات على توليفة من مصادر التمويل المختلفة لتمويل أنشطتها، وفي هذه الحالة يجب أن تعكس تكلفة الأموال لهذه الشركات متوسط التكلفة الخاص بالأموال من مختلف المصادر، وليس تكلفة الأسهم العادية فقط.

الفرع الأول: مدخل الأوزان الفعلية أو التاريخية

إن حساب تكلفة الأموال على أساس الوزن التاريخي أو الفعلي لقيمة العناصر المكونة لهيكل التمويل للمؤسسة يعتبر أمراً شائعاً، ويعاب على هذا المدخل أن تكلفة الأموال في ظلّه سوف تتغير في كل مرة يتغير فيها هيكل التمويل، سواء من حيث العناصر التي يتكون منها أو من حيث نسبة كل عنصر فيه.

ويعد حساب تكلفة الأموال على هذا النحو ملائماً في حالة واحدة فقط، وهي الحالة التي يكون فيها المزيج الذي يتكون منه هيكل التمويل مزيج مستقر أي لا يتغير من وقت لآخر. هذا وتحسب تكلفة المزيج الفعلي لهيكل التمويل للمؤسسة إما على أساس القيمة الدفترية التاريخية للعناصر التي يتكون منها الهيكل، أو على أساس القيمة السوقية لها.¹

1- تكلفة الأموال على أساس القيمة الدفترية

يعتمد الترجيح على القيمة الموجودة بقائمة المركز المالي والخاصة بهيكل التمويل، حيث يفترض أن أي هيكل تمويل إضافي لابد أن يتم بنفس النسب الحالية للبنود المكونة لهيكل التمويل، ولذا تحدد النسب على أساس نسبة كل عنصر من عناصر التمويل إلى إجمالي مصادر التمويل المستخدمة.²

¹ - أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 91-92.

² - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2004، ص: 312.

ويتم حساب تكلفة الأموال وفق هذا المدخل كما تبينه المعادلة التالية:¹

$$k = \sum_{i=1}^n k_i g_i = k_1 g_1 + k_2 g_2 + \dots + k_n g_n$$

حيث أن:

k تمثل متوسط تكلفة الأموال؛

g تمثل وزن كل عنصر؛

k_i تمثل تكلفة كل عنصر.

2- تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية

يختلف هذا المدخل عن سابقه في أن أوزان العناصر التي يتضمنها هيكل التمويل تتحدد وفقاً لقيمتها السوقية، ويعتبر حساب تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية أكثر ملائمة من مثيله المحسوب على أساس القيمة الدفترية، وذلك بسبب توافر شرط وحدة القياس، فتكلفة كل عنصر تحسب على أساس ما هو سائد في السوق، لذا يصبح من الضروري أن يتم احتساب وزن العنصر على أساس القيمة السوقية، ولكن يجب أن يؤخذ بعين الاعتبار وكما هو معروف، أن القيمة السوقية للأسهم الممتازة والعادية وكذا السندات قد تختلف عن قيمتها الدفترية، أما القروض فليس لها قيمة سوقية ومن ثم فهي على نفس الحال بقيمتها الدفترية، ويعاب على مدخل القيمة السوقية لحساب الأوزان عدم وجود طريقة علمية دقيقة يمكن بمقتضاها تقدير القيمة السوقية للأرباح المحتجزة، لذا قد يكون من الملائم البحث عن مدخل آخر لتقدير تكلفة الأموال.²

الفرع الثاني: مدخل الأوزان المستهدفة

يقتضي هذا المدخل قيام المؤسسة بوضع هيكل تمويل مستهدف تسعى إلى تحقيقه وعدم الانحراف عنه بقدر الإمكان، ويوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليها في التمويل، والوزن النسبي لكل مصدر، وعلى أساس هذا الهيكل يتم تقدير تكلفة الأموال بالنسبة للمؤسسة ككل.³

¹ - أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 92.

² - نفس المرجع السابق، ص: 93.

³ - نفس المرجع السابق، ص: 93.

الفرع الثالث: مدخل الأوزان التاريخية

تقوم هذه الطريقة على أساس حساب الأوزان النسبية لكل عنصر من عناصر هيكل التمويل على أساس ما يتوقع أن تشارك به هذه العناصر بالمقارنة بإجمالي التمويل المتوقع الحصول عليه. ففي حالة استخدام الأوزان الحدية نجد أن الشركة تهتم بالمبلغ الفعلي الذي يساهم به كل عنصر من عناصر التمويل بالمقارنة بإجمالي التمويل المطلوب.¹

إن حصول المؤسسة على الأموال اللازمة لتغطية احتياجاتها التمويلية ودعم استثماراتها يقابله سداد المؤسسة لتكاليف الحصول على هذه الأموال، حيث تتحمل أعباء أموال الملكية وأعباء الاستدانة، هذه الأعباء مجتمعة تسمى بتكلفة التمويل.

¹ - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 315.

خلاصة الفصل

نظرا للأهمية البالغة التي تحظى بها المؤسسة في الحياة الاقتصادية فإن أصحاب المصالح والقائمين على هذه المؤسسة وجميع الأطراف ذات العلاقة بها، يسعون إلى معرفة قيمة المؤسسة في لحظة معينة وفي ظروف معينة بغية تحقيق أهداف ومصالح متباينة كالاندماج أو التصفية، حيث أوجدت النظريات والدراسات الحديثة العديد من الطرق الكمية لتفسير أداء المؤسسة ومعرفة قيمتها. يتم تمويل المؤسسة من خلال مصادر تمويل قصيرة وطويلة الأجل تشكل في مجملها مزيجا متجانسا يهدف لتحقيق أهداف المؤسسة من خلال تمويل الاستثمارات الجديدة أو توسيع الأنشطة السابقة، هذه الأموال التي تحصل عليها المؤسسة قد تكون مقترضة أم مملوكة، وفي كلتا الحالتين تقابلها تكاليف نتيجة الحصول عليها تسمى بتكاليف التمويل، والتي يجب أن تكون في حدها الأدنى بهدف تعظيم قيمة المؤسسة.

الفصل الثاني:

قيمة المؤسسة في

ظل النظريات المفسرة

لميكل التمويل

الفصل الثاني: قيمة المؤسسة في ظل النظريات المفسرة لهيكل التمويل

تمهيد

يعتبر هيكل التمويل بمثابة المزيج المركب من مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، بحيث يعتمد اختيار هيكل تمويلي مناسب على رغبة القائمين على المؤسسة في تحقيق أهداف وغايات مالية معينة، فمن باب الرشادة أن يتم اختيار هيكل تمويلي مناسب بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطرة، مما يسمح بتحقيق أكبر قيمة ممكنة للمؤسسة.

وتعتبر دراسة أثر هيكل التمويل على قيمة المؤسسة من بين أهم القضايا المالية التي تم دراستها حديثاً، بحيث يدور جدل واسع بين العلماء والباحثين في مجال الإدارة المالية حول إمكانية وجود هيكل تمويلي أمثل من عدمه، وكذا دراسة مدى تأثير الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة.

هذه النظريات وجدت في ظل افتراضين أساسيين، فالافتراض الأول يقضي بوجود سوق مالي تسوده المنافسة التامة، أما الافتراض الثاني فيقضي بعدم وجود سوق مالي تسوده المنافسة التامة، لكن الانتقادات التي وجهت بشكل تدريجي لهذه الفرضيات سمحت بإبراز تأثير عوامل أخرى محددة لهيكل التمويل، الأمر الذي سمح برفض فرضية حيادية الهياكل التمويلية، ومنه بدأت عدة مقاربات وتيارات جديدة بالظهور بين مؤيد ومعارض، فمن خلال هذا الفصل سيتم التطرق إلى هذه النظريات من خلال المباحث التالية:

- هيكل التمويل في ظل كمال الأسواق؛
- هيكل التمويل في ظل عدم كمال الأسواق؛
- هيكل التمويل في ظل التيارات الحديثة.

المبحث الأول: هيكل التمويل في ظل كمال الأسواق.

تسعى معظم مداخل ونظريات هيكل التمويل إلى توضيح العلاقة بين درجة الرفع المالي والقيمة السوقية للمؤسسة، فمن خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى النظريات المفسرة لهيكل التمويل في ظل كمال الأسواق المالية.

المطلب الأول: نظرية الربح الصافي والربح التشغيلي

قام أحد المفكرين في مجال الإدارة المالية وهو DAVID DURAND بعرض أسلوبين لتقييم المؤسسة من خلال الاعتماد على القروض في تكوين هيكل التمويل، هذان الأسلوبان هما: مدخل صافي الربح، ومدخل الربح التشغيلي، حيث ترتب عنهما جدلاً كبيراً حول وجود هيكل تمويلي أمثل من عدمه، وما يترتب عليه من تدنية أو تنظيم لقيمة المؤسسة.

الفرع الأول: نظرية الربح الصافي

يرى مؤيدي نظرية الربح الصافي أن الاختلاف في تكلفة مصادر الأموال التي تشكل هيكل رأس المال سوف تتيح الفرصة للإدارة المالية من خلال تغيير نسبة الرفع إلى زيادة مساهمة التمويل المقترض ذات التكلفة الأقل على حساب مساهمة التمويل الممتمك ذات التكلفة الأكبر.¹

أي أن المؤسسة وعن طريق القروض "الرفع المالي" لها إمكانية رفع قيمتها السوقية أو تخفيض التكلفة الكلية للأموال، ويستند هذا التحليل إلى الفروض التالية:

- إن استخدام القروض في هيكل التمويل للمؤسسة لن يغير في الخطر بالنسبة للمساهمين ولذلك تبقى كل من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الاستدانة ولذلك تبقى كل من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الاستدانة ثابتة مع التغيير في درجة الرفع المالي؛

¹ - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 186.

$$Kd = \frac{R}{D}$$

حيث:

Kd تمثل تكلفة الاستدانة؛

R تمثل قيمة الفوائد؛

D تمثل قيمة القروض.

$$K_e = g + \frac{L}{P}$$

حيث:

K_e تمثل تكلفة الأموال الخاصة؛

L تمثل نصيب السهم من الأرباح المحققة؛

P تمثل القيمة السوقية للسهم؛

g تمثل معدل نمو الأرباح ($g=0$).

- تكلفة الأموال المقترضة أقل من تكلفة أموال الملكية $Ke > Kd$.

من خلال هذين الفرضين فإن الاستخدام المتزايد للقروض يخفض من المتوسط المرجح لتكلفة الأموال، وعليه يتم رفع القيمة السوقية للمؤسسة ككل من خلال ارتفاع قيمة السهم.

يتحقق هيكل التمويل الأمثل عند النقطة التي تتعاضد فيها المؤسسة وتقل تكلفة الأموال إلى أدنى حد، وهذه النقطة تتحقق عند التمويل بالقروض بنسبة % 100، أو الاقتراب قدر الإمكان من هذه النقطة.¹

الفرع الثاني: نظرية صافي الربح التشغيلي

يؤكد مؤيدي نظرية صافي الربح التشغيلي في هيكل التمويل أن التغيير في الرفع المالي لا يسبب أي تغيير في التكلفة المرجحة للتمويل، ولا في قيمة السوقية للمؤسسة، والتي تحدد بالقيمة السوقية لحق

¹ - سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، دار الإشعاع للنشر، القاهرة، 1997، ص: 215.

الملكية زائد القيمة السوقية للديون، والتي سوف تكون مستقلة عن أي تغيرات في هيكل التمويل، وأيضا مستقلة عن تأثيرات التكلفة المرجحة للأموال.¹

ولا بد من الإشارة إلى أن تكلفة التمويل المقترض تضم متغيرين أساسيين هما:²

- تكلفة صريحة ممثلة بسعر الفائدة؛
 - تكلفة ضمنية ناشئة عن الزيادة في تكلفة التمويل الممتمك بسبب زيادة الاقتراض.
- كما يؤكد المنهج العام لنظرية صافي الربح التشغيلي فكرة استقلالية مخاطر الأعمال عن تكلفة الأموال المرجحة، وأيضا عن تشكيلة هيكل رأس المال، مما يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة ستظل ثابتة رغم التغيرات التي تحصل في مستويات الرفح المالي، مما يعني بدوره أن التغيرات في هيكل التمويل لا تأثير لها على القيمة السوقية للمؤسسة، وأيضا لا تأثير لها على التكلفة المرجحة للأموال، الأمر الذي يجعل فكرة وجود هيكل تحويلي أمثل فكرة غير مقبولة إطلاقا.³

1- فروض مدخل صافي الربح التشغيلي

يقوم مدخل صافي الربح التشغيلي على مجموعة من الفروض، وهي:⁴

- تكلفة أموال الاقتراض ثابتة؛
- تكلفة أموال الملكية متغيرة، استجابة للتغيير في درجة المخاطرة لحملة الأسهم الناتج بدوره عن استخدام المؤسسة لأموال الاستدانة؛
- لا أهمية للفرقة بين أموال الملكية والقروض، لأن تقييم السوق للمؤسسة يأتي ككل متكامل؛
- بافتراض أن التكلفة الكلية للأموال تتعلق فقط بعنصر خطر الأعمال، وبافتراض ثبات عنصر المخاطرة، تصبح التكلفة الكلية للأموال ثابتة؛
- تكلفة أموال الملكية أكبر من تكلفة أموال الاستدانة.

2- تحليل الفروض

انطلاقا من الفروض التي تقوم عليها نظرية صافي الربح التشغيلي، فإن التكلفة الكلية للأموال تعتبر ثابتة، نتيجة لثبات تكلفة أموال الاقتراض وتغير تكلفة أموال الملكية التي تزداد مع ازدياد حضور

¹ - بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص 58.

² - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، 2004، ص: 43.

³ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية، 2003، ص: 181.

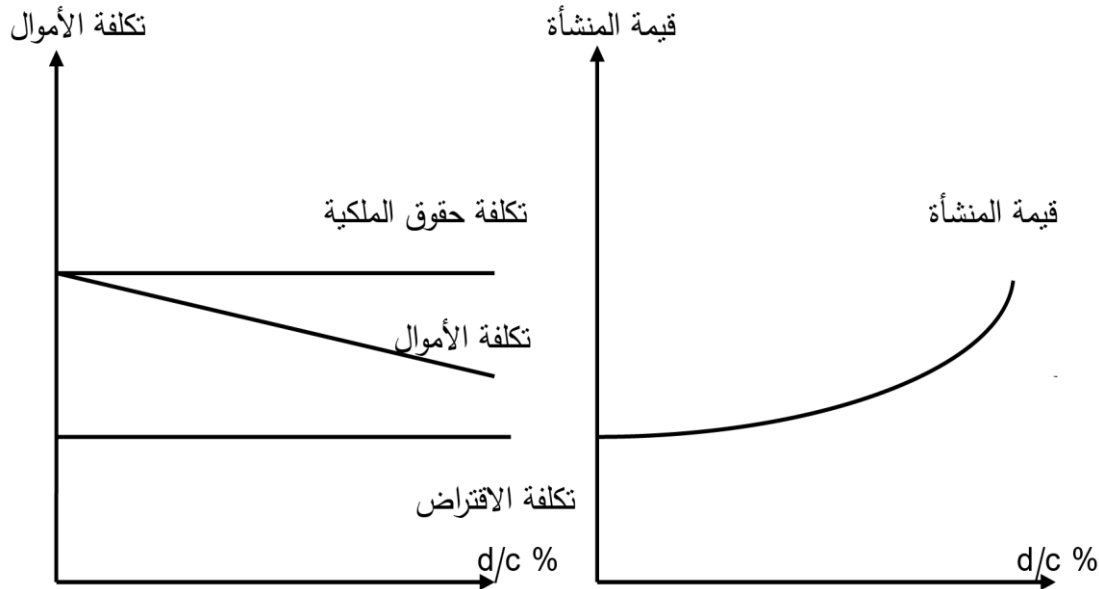
⁴ - نفس المرجع السابق، ص: 184.

الاستدانة في الهيكل المالي، نتيجة لارتفاع المخاطر التي تدفع المساهمين للمطالبة بزيادة العائد المطلوب، وعليه فإن التكلفة المنخفضة التي تتميز بها أموال الاقتراض سوف يعوضها ارتفاع تكلفة أموال الملكية، مما يجعل التكلفة الكلية للأموال ثابتة دون تغيير مهما كانت تركيبة الهيكل المالي.¹

وبما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا حاصل جمع القيمة السوقية لحق الملكية والقيمة السوقية للقروض وفق هذه النظرية، فإن:²

$$\text{القيمة السوقية لحق الملكية} = \text{القيمة السوقية للمؤسسة} - \text{القيمة السوقية للقروض}$$

الشكل رقم (2-1): العالقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة الأموال المرجحة وفق نظرية صافي الربح التشغيلي.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق،

ص 185

المطلب الثاني: النظرية التقليدية

على عكس مدخل صافي ربح العمليات، فإن المدخل التقليدي يفترض وجود هيكل مالي أمثل، أي وجود نسبة اقتراض مثلى تتخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وتصل عندها قيمة المؤسسة إلى

¹ - شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويل أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009، ص: 54.

² - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص: 771.

حدها الأقصى،¹ ويطلق مؤيدي هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليست لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلم لها من الناحية التحليلية والاستنتاجية، بالإضافة إلى ذلك فإن المضمون النظري لأفكار مؤيدي هذه النظرية يعتمد وجهة نظر وسيطة بين نظرية صافي الربح ونظرية صافي الربح التشغيلي.²

الفرع الأول: فرضيات النظرية التقليدية

يؤكد مؤيدي هذه النظرية على وجود هيكل تمويلي أمثل ينشأ عن نقطة اقتراض مثلى يتحقق من تشكيلة مميزة من الأموال المقترضة والأموال المملوكة، هذه التشكيلة المميزة من مصادر التمويل المقترضة والمملوكة تجعل من تكلفة الأموال المرجحة في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى، وذلك عند مستويات مقبولة ومميزة من الرفع المالي.³

بالإضافة إلى أن هذه النظرية تقترض أن تكلفة التمويل المملوكة سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في المؤسسة، وهم يفترضون ضمن تحليل هذه النظرية أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك الذي يمثل تكلفة التمويل المملوكة يبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها الاعتماد على التمويل المقترض في تشكيلة الهيكل المالي بسبب زيادة المخاطر الذي يتعرض لها عائد الملاك.⁴

كما يفترض مؤيدي هذه النظرية أن تكلفة التمويل المقترض تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليها.⁵

ووفقاً للمدخل التقليدي فإن تأثير التكلفة الكلية في الهيكل المالي يمكن تقسيمه إلى ثلاثة مراحل.

1- المرحلة الأولى

تتصف هذه المرحلة بثبات تكلفة أموال الملاك أو زيادتها ببطء مع زيادة نسبة الاقتراض، إلا أن الزيادة في تكلفة الأموال المملوكة في هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناجمة عن زيادة الاقتراض في

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص: 184.

² - بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص: 62.

³ - نفس المرجع السابق، ص: 62.

⁴ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص: 778.

⁵ - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سابق، ص: 195.

هيكل رأس المال والمتمثلة في انخفاض تكلفة الاقتراض، كذلك فإنه من خصائص هذه المرحلة أيضا أن تكلفة الاقتراض تظل ثابتة، ونتيجة لذلك فإن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تبدأ بالزيادة الطفيفة كلما زاد الرفع المالي في هيكل التمويل بسبب التغيرات التي تحصل في تكلفة الأموال المرجحة واتجاهها نحو الانخفاض.¹

2- المرحلة الثانية

بعد بلوغ نسبة الرفع المالي إلى حد معين، يظهر ما يسمى بالخطر المالي للقروض (التمويل الخارجي)، وهذا ما يدفع المستثمرين إلى إعادة النظر في الرفع المالي وذلك عن طريق الموازنة بين مزايا التمويل بالاقتراض وخطورتها المتمثلة في الوقوع في العسر المالي. وفي هذه المرحلة فإن قيمة المؤسسة تبلغ أقصاها، وتكلفة الأموال الكلية تكون أقل ما يمكن، وعليه تكون المؤسسة في وضعية هيكل تمويلي أمثل.²

3- المرحلة الثالثة

في هذه المرحلة تتجاوز إدارة المؤسسة في اقتراضها نقطة أو مدى الاقتراض الأمثل، وهو ما يترتب عليه أن تصبح مزايا الاعتماد على القروض كمصدر رخيص التكلفة تضيق تماما مع الزيادة التي يطلبها الملاك على معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب زيادة خطر الاعتماد على القروض، بمعنى آخر فإن الزيادة في معدل العائد المطلوب تكون أعلى من المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض، الأمر الذي يسبب ارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة وبسببها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.³ إن الحوصلة النهائية لهذه المراحل الثلاث هي أن تكلفة الأموال دالة للرفع المالي، بحيث تتناقص مع زيادة الرفع المالي، ويستمر الحال على هذا المنوال إلى غاية الوصول إلى نقطة معينة أو مجال معين وهو المستوى الأمثل للاستدانة الذي يمثل نقطة الانعطاف بالنسبة لتكلفة الأموال، ومنه للقيمة السوقية للمؤسسة.⁴

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 330.

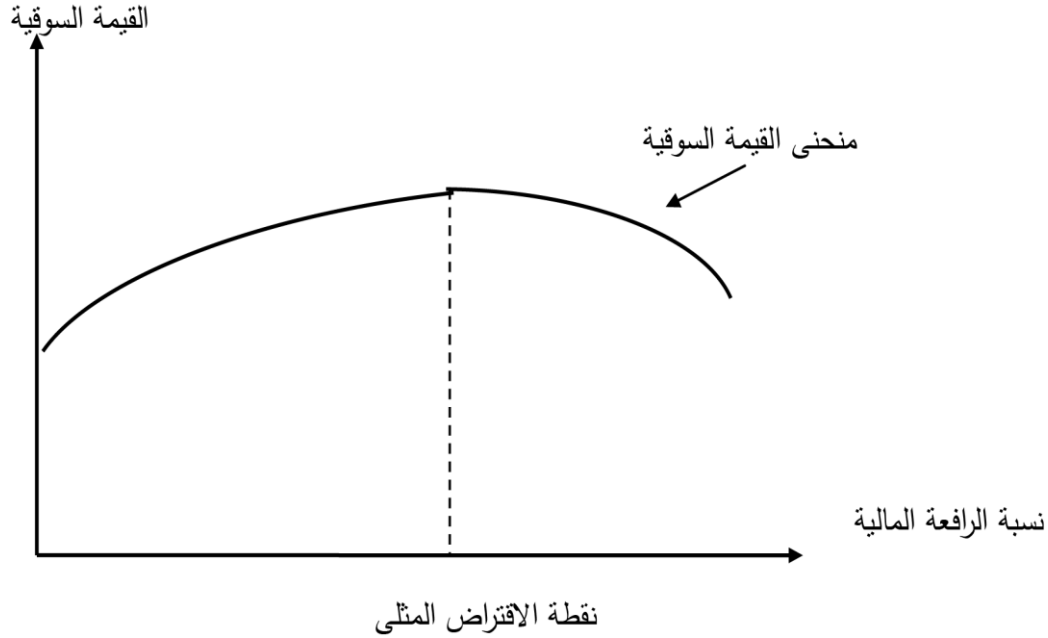
² - سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1997، ص: 193.

³ - محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص: 357.

⁴ - سفيان أحمد، مرجع سابق، ص: 56.

الشكل رقم (2-2): التغير في القيمة السوقية بسبب تغير الرفع المالي وفق مضمون النظرية

التقليدية



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص: 187

إذن يعتبر المدخل التقليدي لهيكل التمويل وسيطا بين مدخل صافي الربح وصافي الربح التشغيلي، حيث يركز مفهومه على أن القيمة الكلية للمؤسسة يمكن أن تزداد في السوق، كذلك يمكن تخفيض التكلفة الكلية للأموال من خلال التوليفة المشكلة من أموال الملكية وأموال الاقتراض.¹

المطلب الثالث: نظرية مودكيلاني وميلر في ظل غياب الضريبة وتكاليف الإفلاس والوكالة

تشكل نظرية مودكيلاني وميلر اتجاها فلسفيا ذات أهمية بالغة في النظرية المالية المعاصرة منذ أن نشرا هذه النظرية سنة 1958، إلا أن هذه النظرية لا تزال تخلق جدلا بين المهتمين بالإدارة المالية بين مؤيد ومعارض.

إن المضمون النظري لنظرية مودكيلاني وميلر بشأن صياغة الهيكل المالي في ظل عدم وجود الضريبة تتفق مع نظرية صافي الربح التشغيلي السابق ذكرها، حيث تم التأكيد أنه في ظل غياب الضريبة

¹ - نفس المرجع السابق، ص: 58.

فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بصياغة الهيكل المالي، أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية، ولذلك تم التأكيد على وجود هيكل مالي أمثل.

الفرع الأول: الفرضيات

تقوم نظرية مودكيلاني وميلر سنة 1958 على الفرضيات التالية:¹

- يتصف سوق رأس المال بالكمال (سوق كفى) مما يعني عدم وجود عمولات وساطة (المعلومات متاحة للجميع دون عمولة)؛
- التوقعات متماثلة بالنسبة للمستثمرين؛
- عدم وجد خطر إفلاس؛
- يمكن للأشخاص أو المؤسسات الإقراض والاقتراض بدون حدود وبمعدل دون خطر؛
- توزع المؤسسات كل أرباحها، وذلك بهدف تجنب التفاعل بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.

ويعتبر كل من مودكيلاني وميلر أن قيمة المؤسسة يتم الكشف عنها برسمة أرباحها خلال عدة فترات بمعدل يتعلق بقطاع نشاطها، وأدى الافتراض السابق إلى ضرورة التمييز بين حالتين: حالة وجود الجباية وحالة عدم وجودها، لأن هذه الأخير تعتبر غير واقعية.²

الفرع الثاني: الاقتراحات

قام كل من مودكيلاني وميلر بتوضيح فكرتهما بالاعتماد على المدخلان الآتيان:

1- الاقتراح الأول

بين العالمان مودكيلاني وميلر أنه لا يمكن للمؤسسة أن تزيد من قيمة المشروع وبالتالي قيمة حقوق الملكية عن طريق تعديل هيكل رأس المال، وهو ما يعرف بالحقيقة الأولى لمودكيلاني وميلر، حيث أن قيمة المؤسسة تتوقف على الأرباح الناتجة من تشغيل الأصول بغض النظر عن هيكل رأس المال.³

¹ - دادن عبد الوهاب، مداخلة بعنوان: تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 04-2006، ص: 109.

² - نفس المرجع السابق، ص: 109.

³ - حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص: 507.

ففي ظل الاقتراح الأول لمودكيلاي وميلر فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكل أموالها، وأن القيمة السوقية للمؤسسة تتحدد من خلال صافي ربح العمليات الذي تحققه المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة.

كما يلاحظ من الاقتراح الأول أنه يؤكد على أن القيمة السوقية للمؤسسة ماهي إلا انعكاس لقرارات الاستثمار فيها، وبفعالية تلك القرارات وقوتها الإيرادية أي بفعالية توزيعها بين الاستثمارات الثابتة والاستثمارات المتداولة وليس بكيفية تمويل تلك الاستثمارات، أي أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن صياغة هيكلها المالي.¹

ويمكن صياغة الاقتراح الأول في شكل معادلة تكشف عن القيمة السوقية لأي مؤسسة كما يلي:²

القيمة السوقية للمؤسسة = صافي ربح العمليات / معدل الخصم

الجدول رقم (2-1): ملخص للعلاقات وفق الاقتراح الأول لمودكيلاي وميلر

K_{ce}	K_{Cn}	تكلفة الأموال الخاصة
$Kd=r$	-	تكلفة الديون
$ce = \frac{(x - rd)}{k_{ce}}$	$Cn = \frac{x}{k_{cn}}$	قيمة الأموال الخاصة = القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية ب cp
D	-	قيمة الديون (D)
$DV_e = C_e + D$	$V_n = C_N$	قيمة المؤسسة

المصدر: بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، 2011-2012، ص: 58.

وفق الاقتراح الأول توصل الباحثان إلى أن زيادة الديون في هيكل التمويل تؤدي إلى:

- انخفاض التكلفة المرجحة للأموال بسبب انخفاض تكلفة القروض؛

¹- بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص: 70.

²- حسن عطا غنيم، مرجع سابق، ص: 507.

- زيادة تكلفة أموال الملكية (الأموال الخاصة) تكون بالقدر الذي تتلاشى معه ميزة انخفاض تكلفة القروض بحيث تظل التكلفة المرجحة للأموال في التحليل النهائي ثابتة. ومن ثم لا تتأثر قيمة المنشأة بتغيير حجم الديون في ظل افتراضات السوق التام، وهذا ما أدى بهما فعلا إلى استخلاص النتيجة: "لا يؤثر الهيكل المالي للمؤسسة في قيمتها، كما أن التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي".¹

2- الاقتراح الثاني:

رغم أن التغيير في هيكل التمويل لن يغير من القيمة السوقية للمؤسسة كما ورد في الاقتراح الأول، إلا أن هذا يحدث تغيير مهم في قروض المؤسسة وحق ملكيتها، وعليه سيتم اختبار ما سيحدث للمؤسسة عندما تتغير نسبة القروض إلى حق الملكية فيها.

فمن خلال استمرار تجاهل الضريبة، فإن التكلفة المرجحة للتمويل تكون وفق المعادلة التالية:²

$$wacc = k_e \cdot \frac{E}{V_e} + k_d \cdot \frac{D}{V_e}$$

حيث:

k_e تمثل تكلفة الأموال الخاصة؛

E تمثل قيمة الأموال الخاصة؛

V_e قيمة الأموال الخاصة + الديون؛

k_d تمثل تكلفة الاستدانة؛

D تمثل قيمة القروض.

فمن خلال هذا الاقتراح الثاني فإن معدل المردودية المطلوب على الموال الخاصة (تكلفة الأموال الخاصة) يرتفع بزيادة نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة، ذلك لأن الارتقاع في المخاطر المالية الناجمة عن المديونية سوف يدفع بالمساهمين للمطالبة بمعدل مردودية أعلى كتعويض عن المخاطر الإضافية.³

¹ - دادن عبد الوهاب، مرجع سابق، ص: 109.

² - بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص: 72.

³ - زغود نير، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009، ص: 73.

تقوم معظم الافتراضات التي قدمها مودكيلاني وميلر على أسس غير واقعية، وخاصة فيما يتعلق بتمائل الرافعة المالية الشخصية والرافعة المالية للمؤسسة من حيث الآثار، هذا من جهة إضافة الى عدم وجود تكلفة للمعاملات وعدم فرض الضرائب، وبالتالي فهي تبتعد كثيرا عن الواقع، وهو الأمر الذي استدركه الباحثان، مما نتج عنه النظرية المصححة لمودكيلاني وميلر في حالة عدم وجود الضرائب.¹

الفرع الثالث: انتقادات فروض مودكيلاني وميلر

لقد وجهت العديد من الانتقادات لأطروحة مودكيلاني وميلر، وهي مرتبطة أساسا بالفرضيات التي أسس عليها هذا النموذج، أهمها:²

- يؤخذ في تحليل مودكيلاني وميلر أنه يبنى على افتراضات السوق التام وهي افتراضات غير واقعية، خاصة افتراض عدم وجود تكاليف للمعاملات؛
- يعاب على هذا التحليل افتراضه أن الرافعة المالية الشخصية تماثل الرافعة المالية للمؤسسة من حيث الآثار، وهو افتراض مشكوك في صحته، ذلك أن عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالفوائد قد يترتب عليه إعلان إفلاسها، غير أن آثار الإفلاس لن تمتد إلى ثروة المستثمر، أما عدم قدرة المستثمر على سداد فوائد القرض الذي حصل عليه فقد يترتب عليه إعلان عسره المالي، مما يعطي للدائنين الحق في استيفاء باقي مستحقاتهم من أمواله الخاصة؛
- عدم واقعية افتراض تماثل معدل الفائدة على القروض التي سيحصل عليها من المستثمر والمؤسسة، وهو افتراض يصعب تحقيقه الى حد كبير، فالمؤسسة عادة ما تكون في مركز تفاوضي أفضل؛
- إهمال أثر الضرائب، تكاليف الإفلاس وتكلفة الوكالة، وعدم تماثل المعلومات عند اختيار الهيكل المالي للمؤسسة.

رغم سلامة تحليل مدخل مودكيلاني وميلر في حالة عدم وجود الضرائب من الناحية النظرية، إلا أن ما يعاب عليه هو إغفاله للكثير من العوامل الموجودة في الحياة العملية، وهذا أحد أهم الأسباب لظهور العديد من النظريات التي تعالج الهيكل المالي بعد سنة 1958، ومن بينها ما جاء به مودكيلاني وميلر في سنة 1963.

¹ - حركاتي نبيل، تحليل هيكل رأس المال والجدوى من الاقتراض في المؤسسة الإنتاجية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2001-2002، ص: 87.

² - منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2003، ص: 657.

المبحث الثاني: هيكل التمويل في ظل عدم كمال الأسواق

من خلال النظريات السابقة الذكر لم يتم الأخذ بعين الاعتبار لوجود ضريبة على دخل المؤسسات، فضلا عن إهمال تكلفة الافلاس، مما جعل هذه النظريات عرضة للانتقادات نظرا لعدم اتسامها بالواقعية، ومن خلال هذا المبحث سيتم التطرق لمختلف النظريات المعالجة لهيكل التمويل في ظل عدم كمال الأسواق.

المطلب الأول: مدخل مودكيلاني وميلر في ظل وجود الضريبة

جاء البحث المنشور لمودكيلاني وميلر سنة 1963 بعنوان " الضرائب على دخل المؤسسة وتكلفة رأس المال: التصحيح " لتصحيح ما ذهب إليه الباحثان في فرض عدم وجود ضرائب على دخل المؤسسة، وذلك من خلال إسقاط هذا الفرض، ومن ثم محاولة ربط هيكل التمويل بقيمة لمؤسسة في ظل وجود الضرائب، حيث أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة ترتفع بمقدار الوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض.

الفرع الأول: الافتراضات

من المعروف أن فوائد القروض تعتبر من الأعباء أو المصاريف التي تدخل ضمن قائمة الدخل، ومن ثم فإن قبول افتراض خضوع المؤسسة للضريبة على الدخل يعني أنه يمكن للمؤسسة التي يشمل هيكل رأسمالها على قروض أن تحقق وفورات ضريبية، ومن هنا فقط أدركا أن قيمة المؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من قروض وأموال ملكية سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد فقط على أموال الملكية في هيكل رأسمالها، وذلك كله يفترض أن الفرق بين هاتين القيمتين يتمثل أساسا في قيمة الوفورات الضريبية المحققة.¹

1- الاقتراح الأول:

يقضي هذا الاقتراح بأن قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من ديون وأموال خاصة تزيد عن قيمة مؤسسة مماثلة يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة فقط، وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية لفوائد الديون، ويمكن صياغة هذا الاقتراح من خلال المعادلة التالية:²

¹ - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 213.

² - زغود تبر، مرجع سابق، ص: 77.

$$VE = VN + TD$$

حيث:

VE تمثل القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة؛

VN تمثل القيمة السوقية لمؤسسة غير مستدينة؛

T تمثل معدل الضرائب للأرباح؛

D تمثل الديون؛

TD تمثل القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

ولإثبات هذه المعادلة الرياضية أعلاه، يتم افتراض وجود مؤسستين متماثلتين تماما ما عدا هيكلهما المالي، بحيث أن المؤسسة الأولى تعتمد فقط على الأموال الخاصة، بينما المؤسسة الثانية تعتمد على الأموال الخاصة مضافا إليها الديون.

ففي حالة المؤسسة غير المستدينة فإن قيمتها تتحدد عن طريق خصم العائد الموزع على المساهمين

بمعدل المردودية الذي يطلبه المساهمون، وفق العلاقة التالية:¹

$$VE_1 = \frac{rex(1-t)}{kcp}$$

حيث:

rex تمثل صافي الدخل التشغيلي؛

t تمثل معدل الضريبة؛

kcp تمثل تكلفة الأموال الخاصة.

أما بالنسبة للمؤسسة الثانية (المقترضة)، فإن قيمتها تتحدد كما يلي:²

القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة = القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة + القيمة الحالية للوفر الضريبي

¹ - زغود تير، نفس المرجع السابق، ص: 77.

² - دادن عبد الوهاب، مرجع سابق، ص: 110.

وبالتالي في حالة خضوع المؤسسة للضريبة على أرباح الشركات فإن قيمة المؤسسة المستدينة تساوي قيمة المؤسسة غير المستدينة مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة عن الاستدانة، وعليه فقيمة المؤسسة تزيد بارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي.

كما تم التأكيد على أن الفرق بين قيمة المؤسسة المقترضة وقيمة المؤسسة غير المقترضة يجب ألا يزيد ولا يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية.¹

2- الاقتراح الثاني

يقضي الاقتراح الثاني بأن تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة مقترضة ينبغي أن تتساوى مع تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة، مضافا إليها مكافأة عن المخاطر المالية تتحدد على أساس الفرق بين تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة وتكلفة الاقتراض، كما تتحدد على أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسات، ونسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية في الهيكل المالي للمؤسسة.²

إن تكلفة الأموال الخاصة تزداد بارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل لمالي للمؤسسة (علاقة طردية) ولكن بمعدل أكثر بطئا مما هو عليه في حالة غياب الضرائب، وهذا راجع إلى نتيجة الاقتراح الأول والذي مفاده أن قيمة المؤسسة ترتفع بارتفاع نسبة الاستدانة.

وعليه في حالة خضوع المؤسسة للضريبة على أرباح الشركات فإن ارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي سوف يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال.³

الفرع الثاني: النتائج

- توصل كل من مودكيلاني وميلر من خلال الافتراضات السابقة إلى النتائج المتمثلة فيما يلي:⁴
- في حالة غياب الضرائب فإن قيمة المؤسسة مستقلة عن الهيكل التمويلي، وهي نفس النتيجة التي خلص إليها العالمان سنة 1958؛
- في حالة وجود ضرائب على أرباح الشركات فإن قيمة المؤسسة المستدينة تساوي قيمة المؤسسة غير المستدينة مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية؛

¹- زغود تبر، مرجع سابق، ص ص: 78-79.

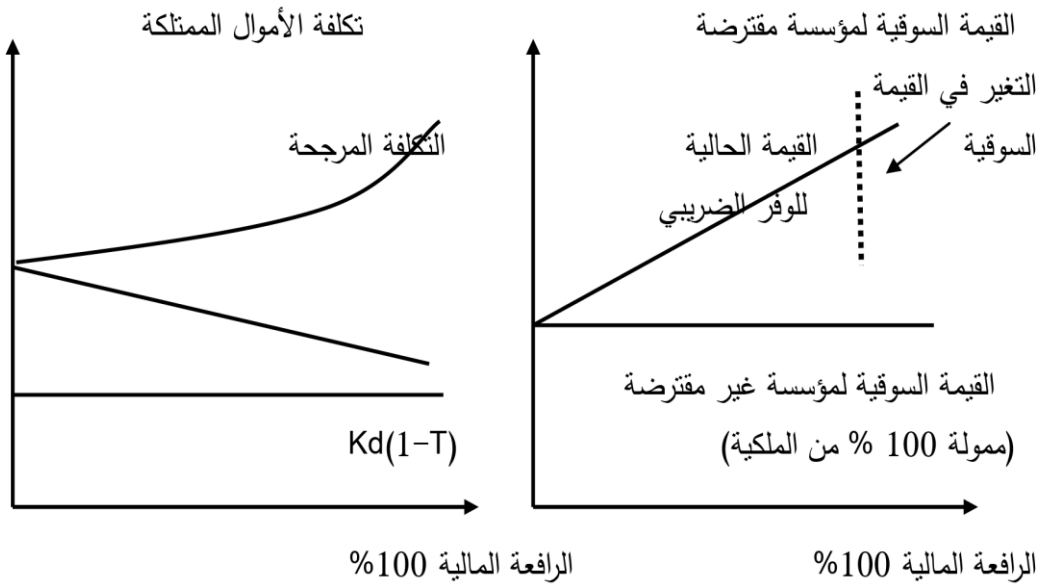
²- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص: 237.

³- زغود تبر، مرجع سابق، ص: 79.

⁴- مصطفى محمد عبده محمد، نحو نظرية لتفسير السلوك التمويلي للشركات في مصر، أطروحة دكتوراه، جامعة عين شمس، مصر، 1998،

- في حالة خضوع الدخل الشخصي للمستثمر إلى الضريبة، فإن قيمة المؤسسة المقترضة تساوي قيمة المؤسسة غير المقترضة إضافة إلى الوفورات الضريبية؛
- إذا كان معدل الضريبة على دخل السندات أكبر من معدل الضريبة على دخل الأسهم فإن المؤسسة قد تستطيع تحقيق وفورات ضريبية عن طريق زيادة اللجوء إلى الاستدانة؛
- إن التمايز في المعاملة الضريبية للإيرادات الناتجة عن الأسهم يؤدي إلى تخفيض معدل العائد المطلوب، ومن ثم يفضل استخدام حقوق الملكية في التمويل، ولكن من الصعب معرفة الأثر المشترك لهذين العاملين، ويعتقد معظم الباحثين في هذا المجال أن خصم الفوائد لأغراض الضريبة له تأثير قوي، مما يرجح استخدام القروض في التمويل، ولكن نتيجة المعاملة المميزة للأرباح الرأسمالية تقلل من أهمية الإعفاء الضريبي للفوائد.

الشكل رقم (2-3): مدخل مودكيلاني وميلر في ظل وجود الضرائب



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ص: 196.

المطلب الثاني: هيكل التمويل في ظل وجود تكلفة الإفلاس

قام كل من "مودكيلاني وميلر" باستبعاد تكلفة الإفلاس في تحليلهما، وعلى إثر التصحيح المتعلق بأثر الضريبة على قيمة المؤسسة، قام العديد من الباحثين بإسقاط افتراض أن الديون خالية من الخطر، وبالتالي أصبح هناك احتمال ظهور تكلفة الإفلاس كأثر سلبي للاستدانة.

الفرع الأول: مفهوم الإفلاس

ليست كل المؤسسات بالضرورة ناجحة أو منتجة كفاية لتستمر في الوجود، فهناك بعض المؤسسات التي تصاب بالفشل في أعمالها، ويمكن تعريف الفشل بحسب مستوى حدته، فإذا فقدت المؤسسة ملاءتها المالية فإنها تعتبر فاشلة، ولكن مثل هذا الفشل لن يؤدي بالضرورة إلى الإفلاس، ومن الممكن معالجته وإيجاد الحلول المناسبة له، ولعل أقصى درجات فشل المؤسسة هو عندما تصل إلى درجة الإفلاس التي تتميز بعدم قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها الجارية، أي أن حقوق المساهمين في الميزانية تصبح سالبة لكونها استهلكت بتسديد الخسائر السابقة.¹

قام العديد من العلماء بإسقاط افتراض أن الديون خالية من الخطر، وبالتالي يترتب عن فشل المؤسسة في سداد قيمة القروض والفوائد عندما تحين آجال استحقاقها مخاطر تدعى بمخاطر الإفلاس، وتنتج هذه المخاطر عندما يقوم المقرضون بإجراءات قانونية لاسترجاع أموالهم قد تؤدي إلى شهر افلاس المؤسسة، ويترتب عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.²

الفرع الثاني: مكونات تكلفة الإفلاس وأثرها على قيمة المؤسسة

يترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف تعرف بتكاليف الإفلاس، حيث تتركب من مكونين أساسيين هما تكلفة الإفلاس المباشرة، وتكلفة الإفلاس غير المباشرة، بحيث يكون لهذه التكاليف أثرها على تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة.

¹ - محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سابق، ص: 725-726.

² - زغيب مليكة، مداخلة بعنوان: علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 31، 2009، جامعة سكيكدة، الجزائر، ص: 166.

1- مكونات تكلفة الإفلاس

يتضمن الإفلاس الذي قد تتعرض له المؤسسة على تكاليف يصطلح عليها بتكاليف الإفلاس، والتي تنقسم إلى:¹

- تكاليف مباشرة: تشمل انخفاض قيمة الأصول نتيجة لتدهور قيمتها السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية لها، كما تتضمن المصاريف الادارية والقانونية المتعلقة بالتصفية؛
- تكاليف غير مباشرة: تشمل الانخفاض المتوقع في المبيعات والذي يعود إلى شكوك العملاء، ومدى الوثوق بالمؤسسة كمورد دائم، وانخفاض الأرباح نتيجة انخفاض الكفاءة والأداء قبل حدوث الإفلاس، إضافة الى صعوبة الحصول على ائتمان تجاري من طرف الموردين.

2- أثر تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة

يدرك الدائنون جيدا أنهم قد يكونون عرضة لتحمل جزء من تكاليف الإفلاس في حالة حدوثه، فقد لا تكفي الأموال المتعلقة بالتصفية لسداد مستحقاتهم المالية، ولحماية أنفسهم من هذه المخاطر فإنهم يقومون منذ البداية بنقلها إلى المساهمين وذلك برفع معدل فوائد الاستثمار في سندات المؤسسة أو برفع معدل الفائدة على الديون، وبالطبع تزداد هذه التكاليف مع زيادة احتمال تعرض المؤسسة للإفلاس.²

إن قيام الدائنين بنقل تكاليف الإفلاس إلى المساهمين أي أنهم أصبحوا يتحملون وحدهم مخاطر الإفلاس، وطالما أن المساهمين لا يستطيعون التخلص من هذه المخاطر، فإن السبيل الوحيد أمامهم هو المطالبة بمعدل مردودية أعلى لتعويضهم عنها، وهذا يعني وجود علاقة غير مباشرة بين نسبة الاستدانة في الهيكل المالي ومعدل المردودية المطلوبة من طرف المساهمين.³

يمكن تقدير تكلفة الإفلاس كما يلي:⁴

$$\text{تكلفة الإفلاس} = \text{قسط التأمين بعد الضرائب} \times \text{احتمال الإفلاس}$$

حيث يجب مراعاة كل من احتمالات الإفلاس عند مستويات المديونية المختلفة، وكذا قسط التأمين بعد الضرائب عند تحديد تكلفة الإفلاس.

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص: 169.

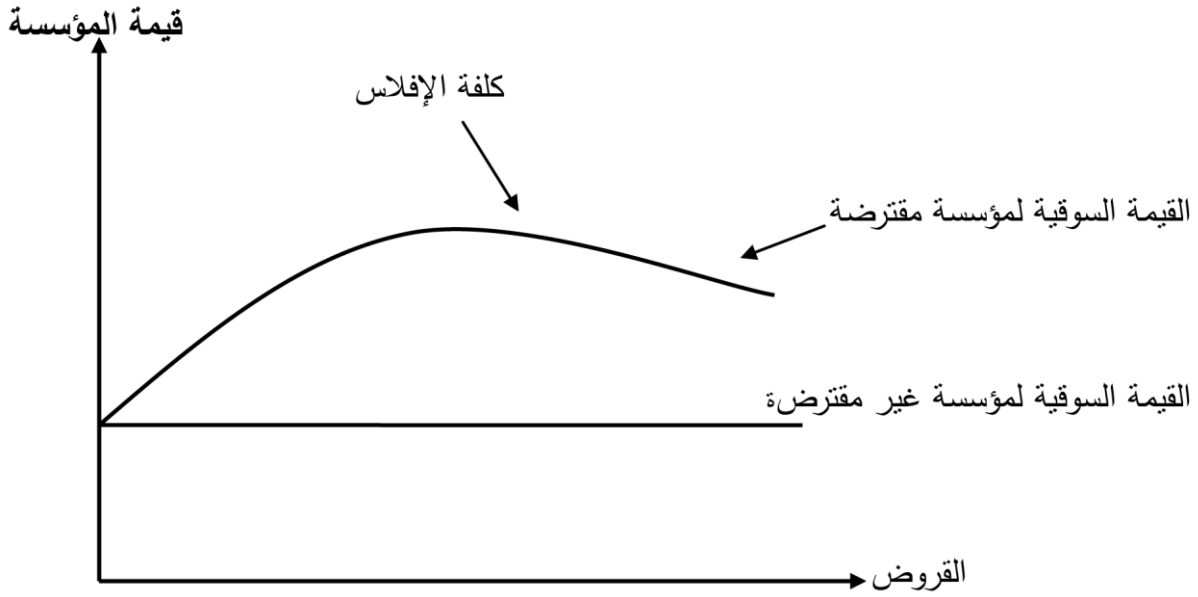
² - زغود تير، مرجع سابق، ص: 83-84.

³ - نفس المرجع السابق، ص: 84.

⁴ - فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، جامعة أسيوط، مصر، 2007، ص: 332.

فالمؤسسة التي تتصف بأن إيراداتها أكثر تقلبا فهي أكثر عرضة للإفلاس (مع ثبات العوامل الأخرى)، وبذلك فهي تقلل من استخدام القروض في هيكل التمويل بالمقارنة مع المؤسسات الأكثر استقرارا في إيراداتها.¹

الشكل رقم (2-4): أثر تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص: 151.

المطلب الثالث: هيكل التمويل في ظل وجود الضريبة وتكلفة الإفلاس

تبين مما سبق أن المؤسسة قد تحقق وفورات ضريبية حتى في ظل وجود الضريبة الشخصية على الدخل، وأنه كلما زادت نسبة الاستدانة بالهيكل المالي زادت الوفورات الضريبية التي تساهم في تخفيض التكلفة الحقيقية للديون مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة.

الفرع الأول: ظهور نظرية التسوية

إن زيادة نسبة الاستدانة بعد نقطة معينة قد يؤدي إلى تزايد المخاطر الإفلاس، ويترتب على ذلك زيادة في معدل الفائدة على القروض، وبالتالي زيادة معدل المردودية المطلوب مما يؤثر عكسيا على تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة.

¹ - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 366.

وبذلك فإن الزيادة في نسبة الاستدانة بالهيكل المالي يترتب عليها أثرين متضادين على تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة، حيث تؤدي زيادة نسبة الاقتراض الى تخفيض تكلفة الأموال بسبب الوفورات الضريبية ومن ثم زيادة قيمة المؤسسة، ومن ناحية أخرى يترتب عليها تزايد احتمال الإفلاس وما يصاحبه من تكاليف مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال ومن ثم انخفاض قيمة المؤسسة.

وبالتالي يتحدد الهيكل المالي الأمثل والذي يعظم قيمة المؤسسة بالموازنة بين التأثير الإيجابي للوفورات الضريبية والتأثير السلبي لتكاليف الإفلاس.¹

بالنسبة لنظرية التسوية فإن نسبة الاستدانة المثلى تؤثر على المميزات والتكاليف المرتبطة بالاستدانة، وبالتالي فإن كل مؤسسة سوف تسعى إلى تعديل هيكلها التمويلي ليصل إلى نسبة الاستدانة التي تعتبر كنسبة مستهدفة لأنها تعظم قيمة المؤسسة.²

الفرع الثاني: أثر الضريبة وتكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة

إن رفع معدل الاستدانة للمؤسسة يؤدي إلى ظهور ثلاث آثار هي:

- أثر الرفع المالي؛
- الأثر الجبائي؛
- خطر الإفلاس.

ويظهر أثر كل عنصر من العناصر السابقة على قيمة المؤسسة كما يلي:³

- إن أثر الرفع المالي لا يغير من قيمة المؤسسة إذا كان الرفع المالي يشكل أثراً لوحدته، وخطر الإفلاس والوفر الضريبي مستبعدان، فقيمة المؤسسة المستدينة هي نفسها قيمة مؤسسة يتم تمويلها كلياً بالأسهم؛

- الأثر الجبائي يرفع من قيمة المؤسسة بالقيمة الحالية للوفر الضريبي؛

- خطر الإفلاس يخفض من قيمة المؤسسة بالقيمة الحالية لتكاليف الإفلاس؛

¹ - زغود تير، مرجع سابق، ص: 85.

² - بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص: 90.

³ - نفس المرجع السابق، ص: 90-91.

- توفر الديون أثريين على المؤسسة أولهما إيجابي يتمثل في المنفعة الضريبية المرتبطة بخصم الفوائد، والثاني سلبي مرتبط بتكاليف الإفلاس حيث ان القيمة الحالية لهذه التكاليف تعاقب قيمة المؤسسة، ويتعلق الأمر بانخفاض القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

وبالتالي فإن القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة تتجسد وفق العلاقة الموالية:¹

قيمة المؤسسة المستدينة = قيمة المؤسسة غير المستدينة + القيمة الحالية للوفورات الضريبية - القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.

في ظل افتراض عدم كمال الأسواق، فإن وجود الضرائب يؤدي إلى خلق أثر إيجابي متمثل في الوفرات الضريبية والتي تزيد من قيمة المؤسسة، في حين تؤثر تكلفة الإفلاس سلبا على قيمة المؤسسة، وبالتالي فإن الهيكل المالي الأمثل يتحقق عند تعظيم قيمة المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار جميع المتغيرات.

المبحث الثالث: هيكل التمويل في ظل التيارات المالية الحديثة

ظهرت في منتصف السبعينيات مجموعة من النظريات الحديثة المفسرة لهيكل التمويل فسميت بالنظريات متعددة الأشكال، حيث ظهرت نتيجة الانتقادات الموجهة للأفكار السابقة، فمن خلال هذا المبحث سيتم التطرق لهذه النظريات.

المطلب الأول: نظرية الوكالة

قام كل من Jensen & Meckling سنة 1976 بدمج نظرية الوكالة ضمن النظريات المفسرة لهيكل التمويل، وهذا بناء على نقد المرجعية الي أسسها "مودكيلاني" و"ميلر"، وتمت الإشارة إلى تباين الأهداف ضمن المؤسسة، بينما يعمل المسيررون على تحقيق أهدافهم الشخصية وتحسين أوضاعهم، كما أن للمقرضين أهدافهم أيضا.

الفرع الأول: مفهوم نظرية الوكالة

يعرف Jensen & Meckling علاقة الوكالة بأنها العقد الذي يلجأ من خلاله شخص أو أشخاص عدة إلى طلب خدمات شخص آخر قصد انجاز مهمة معينة باسمهم، مما يقتضي تعويضا يكتسي طبيعة صنع القرار.

¹ - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل للنشر، عمان، 2006، ص: 379.

تتجسد هذه العلاقة كذلك في القرارات غير المثلى التي لا يمكن ملاحظتها من طرف الموكل، وما ينجز عن ذلك من مشكلة الالتزام التعاقدية وتقييض القرار، بحيث تتأسس مختلف تطورات نظرية الوكالة على المبدأ الذي يعمل من خلاله كل فرد على تحقيق أقصى قدر من المصلحة الخاصة قبل المصلحة العامة، وبالتالي فإن مجموع الأعوان الذين تهمهم حياة المؤسسة (مساهمين، مسيرين، دائنين..)، سيبحثون عن الثغرات الموجودة في العقود من أجل تحقيق أقصى قدر من منفعتهم الخاصة على حساب الطرف الآخر.¹

وفي إطار التقليل من الآثار السلبية للعقود الناقصة، تبرز تكاليف سماها Jensen & Meckling بتكاليف الوكالة والمتمثلة فيما يلي:²

1- تكاليف الرقابة

يتحملها الموكل بهدف مراقبة نشاط الوكيل وتحفيزه على العمل من أجل حماية مصالحه، حيث أن الوكيل بالنسبة للمساهم هو المسير، أما الوكيل بالنسبة للدائن يتمثل في المساهم.

2- تكاليف الالتزام

هي نفقات يتحملها الوكيل قصد إثبات نوعية القرارات المتخذة أمام الموكل، أي المسير أمام المساهم، وفي الوقت ذاته يتحملها المساهم أما الدائن.

3- تكاليف الفرصة البديلة

يتعلق الأمر بفقدان القيمة، والتي لا يمكن إزالتها بسبب الطبيعة دون المثلى للقرارات التي يتخذها الوكلاء (مسيرين، مساهمين) في هذا الشأن، ويتعلق الأمر بالخسارة المتبقية التي يمكن أن تفسر بتكلفة الفرصة التي لها علاقة بالتسيير المباشر للموكل.

الفرع الثاني: تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين

تكون النزاعات بين المساهمين والمسيرين عادة مرتبطة بقرارات التمويل، وهو ما يفسره نموذج

Jensen & Meckling ونموذج Slutz ,Harris & Raviv.

¹ - شعبان محمد، مرجع سابق، ص: 65.

² - نفس المرجع السابق، ص: 65-66.

1- نموذج Jensen & Meckling

عندما لا يملك مسير المؤسسة أية مشاركة في رأسمالها الاجتماعي فإنه يصبح محفزاً لتحويل موارد المؤسسة لصالح حسابها الخاص في شكل اقتطاعات غير مالية، في هذا الإطار يقترح هذا النموذج تقليص هذه التكاليف بواسطة مشاركة المسير في رأس مال الشركة من جهة، ومن جهة أخرى عن طريق الاستدانة، بحيث لا يكون للمسير المساهم محفزاً لتبديد الفائض من موارد الشركة، ويكون هذا السلوك أكثر وضوحاً في شركة مدينة، لأنه عندما تزيد الشركة من رافعتها المالية تكون مدعوة لتسديد ديونها وبالتالي سيتم الحد من تدفق السيولة، وعليه فإن مسؤولية مدير الأعمال تجاه مصالح المؤسسة تزداد، وتتقلص تكاليف الوكالة تبعاً لذلك، إلا أن اللجوء إلى الاستدانة من الممكن أن يتسبب في نشوب نزاع بين المساهمين والدائنين، الشيء الذي يرفع من تكاليف الوكالة.¹

2- نموذج Slutz , Harris & Raviv

حسب Harris & Raviv فإن نزاع المصلحة يجد مصدره في حالة ما إذا رغب المساهمون في تصفية المؤسسة، مع العلم أن المسيرين يفضلون دوماً استمرارية الاستغلال، في هذه الحالة تعد أموال الاستدانة مخففاً لهذا الصراع كونها تقحم طرفاً ثانياً (الدائنين) له الحق في تصفية المؤسسة إذا ما كانت تدفقات السيولة غير كافية لمواجهة تسديد مستحقات الديون.

وبالمقابل تتطلب عملية التصفية الحصول على المعلومات حول كامل المؤسسة، والتي يكون الحصول عليها في غالب الأحيان مكلف، علماً أن هذه التكاليف يتم خصمها من نتيجة التصفية، وعليه فإن البنية المثلى لهيكل التمويل حسب هذين الباحثين تتحدد عن طريق مزج حكيم بين إيجابيات الاستدانة المتمثلة في تسهيل الحصول على قرار التصفية، وتكليف الاستدانة المتعلقة بمصاريف التحقيق بهدف الحصول على معلومات حول المؤسسة.²

إن موضوع نزاع المصلحة القائم بين المساهمين والمسيرين في المؤسسة الاقتصادية حسب رأي Slutz يتمثل في تخوف المساهمين من الوقوع في حالة الاستثمار المفرط، وحسب ذات الباحث يمكن حل هذا الصراع بتحفيز المسيرين على دفع الفائض من التدفقات المالية للمساهمين في شكل توزيعات، أو

¹ - نفس المرجع السابق، ص: 67.

² - Harris m & A.raviv ,the theory of capital structure, journal of finance, vol 46 N⁰ 1, march 1991, P P: 302-303.

بمفهوم آخر يكفي للمؤسسة أن تلجأ إلى التمويل عن طريق الاقتراض، وفي هذه الحالة يقلل تسديد مستحقات أموال الاستدانة من الاقتراض، وفي هذه الحالة يقلل تسديد مستحقات أموال الاستدانة من تدفقات السيولة، بالإضافة إلى تدخل الدائنين في مراقبة استخدام التدفقات النقدية للمؤسسة، ومنه ترشيد القرارات الاستثمارية.

وفق نموذج slutz فإنه يمكن الحصول على البنية المثلى لهيكل التمويل من خلال التحكيم الرشيد بين إيجابيات الاقتراض وسلبياته المتمثلة أساساً في الوقوع في حالة قصور الاستثمار، والتي ينتج عنها تضييع فرصة أمام المؤسسة.¹

الفرع الثالث: تضارب مصالح المساهمين والمقرضين

قد ينص عقد الاقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ إدارة المؤسسة لبعض القرارات التي قد يكون لها تأثيراً على مصالحهم، ومن بين القرارات التي تخضع للمراجعة من المقرضين قرارات الشراء لأصول جديدة، والقرارات المتعلقة بإجراء توزيعات، وقرارات رفع رواتب المسيرين، وعادة ما ينص العقد على إعطاء الحق للمقرضين في المطالبة فوراً بقيمة القرض إذا ما تجاهلت الإدارة الشرط المنصوص عليه في عقد القرض، والذي يقضي بضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ القرارات المشار إليها.

ولكي يتأكد المقرضين أن إدارة المؤسسة لم تحل بشروط التعاقد، فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، ويطلق على التكاليف التي يتحملها المقرضون هنا بتكلفة الوكالة، وكما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك، وذلك برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، وهو أمر يضطر الملاك إلى رفع معدل الفائدة الذي يطلبونه على الاستثمار، والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.²

¹ -Slutz.R, **management discretion and optimal financing polities**, journal of financial economies, vol 26, 1991, p p:88-92.

² - منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، مرجع سابق، ص ص: 257-256.

المطلب الثاني: نظرية الإشارة

وفقا للافتراضات الخاصة بنظرية مودكيلاني وميلر، فإن المعلومات متوفرة للجميع سواء كانوا مستثمرين أم مدراء، وتسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعلوماتي، ولكن غالبا ما يتاح للمدراء كم أكبر من المعلومات لا تتوفر لدى المستثمرين خارج المؤسسة، وهذه الحالة تسمى بحالة عدم تماثل المعلومات، مما يكون لذلك من تأثير قوي على هيكل التمويل.

الفرع الأول: مفهوم المعلومات غير المتماثلة

تعني المعلومات غير متماثلة بأن المدراء لديهم معلومات عن عمليات ومستقبل المؤسسة أكثر من المستثمرين، وعلى فرض أن المدير المالي يقوم بأخذ القرارات التي تعظم ثروة أصحاب المؤسسة (المساهمين)، وبالتالي فإن المعلومات غير المتماثلة يمكن أن تؤثر على قرارات المدير المالي والمتعلقة بالهيكل المالي للشركة.

حيث أنه من المعروف أن المؤسسة تلجأ إلى التمويل المقترض عندما تتوقع ظروف مستقبلية مشجعة، وذلك بسبب عدم رغبتها في وجود من يشاركها النمو المحتمل، أما عندما تتوقع المؤسسة ظروفًا سيئة في المستقبل، فإنها تفضل اللجوء إلى جذب تمويل من مساهمين جدد للمشاركة في تحمل الصعوبات المحتملة، غير أن ذلك لا يعني أن كل إصدار جديد للأسهم العادية يعني وجود توقع عن الظروف السيئة، فالمؤسسة ترغب في كثير من الأحيان المحافظة على طاقتها الاقتراضية، لأن زيادة المديونية بشكل كبير يؤدي إلى صعوبة الحصول على المزيد من التمويل المقترض.¹

فإذا كان هناك أما المؤسسة مشاريع جيدة وكان سعر السهم الحالي مقيم بأقل من قيمته الحقيقية، في هذه الحالة يكون من الأفضل لمساهمي الشركة الحاليين قيام المؤسسة باستخدام الدين بدلا من استخدام الأسهم العادية الجديدة للحصول على الأموال التي تحتاجها، فاستخدام الدين للحصول على الأموال ينظر إليه كإشارة تعكس وجهة نظر المؤسسة بالنسبة لسعر سهمها في السوق، كما أن الحصول على الأموال عن طريق الديون يعتبر إشارة إيجابية بأن الإدارة تعتقد أن سعر سهم المؤسسة في السوق مقيم بأقل من قيمته الحقيقية، وبالتالي فإن الزيادة في سعر سهم المؤسسة سيعود بالنفع على المساهمين الجدد.

¹ - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار الباروزي، عمان، ص: 432.

أما إذا كانت إدارة المؤسسة تعتقد بأن مستقبل المؤسسة ضعيف وأن سعر سهمها مقيم بأكثر من قيمته الحقيقية، ففي هذه الحالة يكون من الأفضل لمساهمي المؤسسة الحاليين قيام المؤسسة باستخدام الأسهم العادية الجديدة للحصول على الأموال التي تحتاجها. ولهذا غالبا ما يفسر المستثمرين الإعلان عن إصدار أسهم جديدة على أنه إشارة سلبية مما يؤدي إلى انخفاض سعر سهم المؤسسة في السوق.¹

الفرع الثاني: مفهوم نظرية الإشارة

بالتوازي مع عدم تماثل المعلومات التي تميز الأسواق المالية، فإن المعلومات التي يتم نشرها من قبل المؤسسة لا تكون بالضرورة حقيقية وصادقة، فهذه النظرية تؤكد على أن مدراء المؤسسة الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات ذات الأداء الأقل، وما يميز هذه الإشارات هو الصعوبة في تقليدها من المؤسسات ضعيفة الأداء. ظهرت نظرية الإشارة من خلال نموذجين أساسيين حسب تكلفة الإشارة بالنسبة للوكيل الذي يصدرها، هذان النموذجان هما:²

- نموذج الإشارات المالية غير المكلفة؛
- نموذج الإشارات المالية المكلفة.

1- نموذج الإشارات المالية غير المكلفة

يهدف هذا النموذج إلى محاولة التعبير عن وجود المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى صنفين:

- الصنف **A** ذات الأداء الجيد؛
- الصنف **B** ذات الأداء الضعيف.

كما يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرج للاستدانة D^* فترى النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد لها القدرة على الاستدانة إلى غاية المستوى D^* .

¹ - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد، الأردن، الطبعة الثالثة، 2010، ص ص: 285-286.

² - حركتي نبيل، مرجع سابق، ص: 103.

إن الواقع أن المستثمر أبعد من أن يكون ساذجا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة، فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك، وعليه لا بد من الإشارة إلى:¹

- أن المستثمر يتساءل أولا عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة؛
- أن المستثمر يراقب سلطات البورصة في حال نشر معلومات غير صحيحة.

2- نموذج الإشارات المالية المكلفة

يقترح LE LAND & PYLE نموذج توازن تقييم المؤسسة الاقتصادية وهيكلها المالي، بحيث يشير هذا النموذج إلى أن المؤسسة الاقتصادية تود إعطاء إشارة جيدة في السوق المالي من خلال تركيبة هيكلها التمويلي، وذلك عن طريق اعتمادها على التمويل الذاتي للمشاريع الاستثمارية، وهذا ما يحد من قدرتها على تنويع حافظة أصولها نتيجة لمحدودية تمويلها الذاتي، وعليه تنشأ تكلفة عدم التنويع والتي تشكل جزءا هاما من تكلفة الإشارة وفقا لهذا النموذج.

من ناحية أخرى تتميز وضعية التوازن في كون أصحاب المشاريع الجيدة يستثمرون أكثر في المشروع في حد ذاته مقارنة باستثمارهم في مجال الاعلان من أجل اقناع المستثمرين الخارجيين في السوق المالي بصحة وضعية المؤسسة، وبالتالي فإن تكلفة الإشارة وفقا لنموذج الإشارة المكلفة مكونة من جزئين هما تكلفة عدم التنويع في الاستثمارات وتكلفة الإعلان.²

المطلب الثالث: نظرية تدرج التمويل

تعد نظريات التمويل التدريجي من بين النظريات الحديثة التي تحاول شرح السلوك التمويلي للمؤسسة، وقد ظهرت هذه النظريات في منتصف الثمانيات بشكل متزامن مع نظرية الوكالة، حيث تقوم هذه النظرية على افتراض وجود ترتيب بين مختلف مصادر التمويل حسب أولوياتها.

الفرع الأول: نموذج مايرز 1984

إن نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل كان ميلادها الحقيقي سنة 1961 على يد "دونالدسون" الذي لاحظ من خلال الدراسة التي قام بها على عينة من الشركات الأمريكية أن المؤسسات هناك تفضل المصادر الداخلية للتمويل (التمويل الذاتي)، وأنها لا تلجأ إلى التمويل الخارجي إلا إذا كان

¹ - أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق، ص: 33.

² - شعبان محمد، مرجع سابق، ص: 78.

التمويل الداخلي لا يغطي الاحتياجات المالية، حينئذ لا يكون على حساب توزيعات الأرباح التي تظل ثابتة، وأن المؤسسات في حالة لجوءها إلى التمويل الخارجي تبدأ بإصدار ديون خالية من الخطر، ثم أسهم ممتازة أو سندات قابلة للتحويل ولا تلجأ إلى إصدار أسهم عادية إلا كملجأ أخير، غير أن "دونالدسون" لم يستطيع تفسير هذا السلوك التمويلي في ذلك الوقت.¹

وجاء "مايرز" فيما بعد وطور هذه النظرية وذلك من خلال مناقشة التفضيلات التمويلية للمؤسسة، حيث عارض فكرة وجود هيكل تمويلي مستهدف من المؤسسة، لذا كانت أهم الافتراضات التي ركز عليها "مايرز" هي تفضيل المؤسسة للتمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة)، وإذا كان لا بد من استخدام التمويل الخارجي، فالديون تكون بمثابة الخيار الأول بالنسبة للمؤسسة، أما الأسهم العادية فتكون كحل أخير.

وتعود أهمية هذه النظرية إلى كونها تهتم بقرارات التمويل دون تحديد خليط مالي مستهدف هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى إعطاء مكانة للأرباح المحتجزة، والتي وضعتها على رأس الهرم التمويلي كونها لا تستلزم تكاليف معاملات عند اعتمادها، كما لا تتطلب إجراءات معقدة، إضافة إلى تجنبها معاملات سوق رأس المال، وتأتي بعدها القروض التي تكون أقل تكلفة من الأسهم العادية، وقد لا تواجه معارضة من المالكين على عكس الأسهم العادية والتي تكون في قاعدة الهرم.²

الفرع الثاني: نموذج "ويليامسون" 1998

يري "ويليامسون" أن أطراف التعاقد (مساهمين، مسرين ودائنين) لهم رشادة محدودة في التفكير والحساب، وفي نفس الوقت هم انتهازيون للفرص، لهذا فإنه يمكن لطرف ما تحقيق منفعة خاصة على حساب منفعة طرف آخر، فبعد إمضاء العقد يمكن لهذا السلوك أن يولد تعديلات قبلية، حتى يتسنى للعلاقة التعاقدية أن تستمر على المدى الطويل، وعندما يتعلق الأمر بعقد تمويل يمكن اعتبار الديون والرفع في رأس المال مجرد موارد تمويل فحسب، وإنما أيضا كوسيلة تسمح بتحقيق هذه التعديلات.³

حسب "ويليامسون" فإن درجة خصوصية أصل يراد تمويله تؤدي دورا كبيرا في اختيار طبيعة مصدر التمويل، فلاستثمار في أصول ذو خصوصيات معينة (كأصل له استعمال محدود من قبل عدد

¹ - زغود تبر، مرجع سابق، ص: 103-104.

² - حركتي نبيل، مرجع سابق، ص: 100.

³ - قرشي يوسف، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2005، ص: 177.

قليل من المؤسسات وليس له سوق ثانوي منظور) يكون عموما محل عقد غير تام بين المؤسسة وأصحاب رؤوس الأموال حتى يمكن ذلك من إجراء تغييرات لاحقا.

وعليه، فإن التمويل بالأموال الخاصة في هذه الحالة سيكون أكثر فعالية مقارنة بالتمويل عن طريق الاستدانة، وفي المقابل لا تسمح الاستدانة بتحقيق التعديلات القبلية وخاصة عند وجوب تسديد الفوائد والأقساط حسب جدول الاستحقاق بشكل منتظم، وبالتالي فإن خصوصية الاستثمار تؤدي إلى ارتفاع درجة الشك لدى الجهات المقترضة، ومنه ظهور خطر الإفلاس المحتمل، الأمر الذي يؤدي إلى المطالبة بتكاليف تمويل أعلى، ومن المنطقي أن يكون التمويل بالاستدانة مفضلا في حالة عدم خصوصية الأصل المراد تمويله، نظرا لكون هذا الأخير من المحتمل أن يولد عوائد بشكل منتظم.¹

الفرع الثالث: نموذج "مايرز" 1990

حاول "مايرز" من خلال هذا النموذج معالجة القرارات المالية التي تستخدمها المؤسسة على المدى البعيد، وذلك تحت فرضية أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة،² وعليه فإن:³

ثروة المؤسسة = قيمة الأموال الخاصة + القيمة الحالية للفوائد التنظيمية

الجدول رقم (2-2): تمثيل الفوائد التنظيمية وثروة المؤسسة حسب نموذج "مايرز" 1990

الأصول	الخصوم
القيمة الحالية للأصول الموجودة	الديون
القيمة الحالية للفرص الاستثمارية	الأموال الخاصة
القيمة الحالية للضرائب	القيمة الحالية للفوائد التنظيمية

المصدر: دادن عبد الوهاب، مداخلة بعنوان: الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07-2010، جامعة ورقلة، الجزائر، ص: 327.

¹ - دادن عبد الوهاب، مداخلة بعنوان: الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07-2010، جامعة ورقلة، الجزائر، ص: 326-327.

² - زغود تبر، مرجع سابق، ص: 107.

³ - دادن عبد الوهاب، مرجع سابق، ص: 327.

ينظر "مايرز" إلى المؤسسة على أنها تحالف يبحث عن رفع حجم الأموال الخاصة والفوائد التنظيمية (بمعنى سلطته وقدرته على منح امتيازات للمستخدمين)، وفي هذه الحال يكون الرفع في رأس المال مفضلاً عن الاستدانة إذا كان من الضروري اللجوء إلى تمويل خارجي، فمثلاً لا يؤدي تمويل استثمار ذو قيمة حالية سالبة أو معدومة عن الاستدانة إلى الزيادة في القيمة، وبالعكس من ذلك فإن إصدار 100000 وحدة نقدية لتمويل استثمار بقيمة 60000 وحدة نقدية سيفقد المساهمين 40000 وحدة نقدية، لكن ثروة المؤسسة والفائض التنظيمي سيزيدان.

بتعبير آخر فإن تمويل استثمار عديم المردودية بالرفع في رأس المال، يمكن المسيرين من الرفع في الأموال الخاصة مع التسبب في التخفيض من القيمة السوقية لهذه الأخيرة وزيادة الفوائض التنظيمية.¹ وعليه من أجل تمويل الاستثمارات تفضل المؤسسة الاحتفاظ بالأرباح بدلاً من اللجوء إلى سياسة زيادة رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس المال إضافية، وبالتالي يفضل التمويل الذاتي على رفع رأس المال، وترتب أولويات مصادر التمويل وفق نموذج "مايرز 1990" حسب التسلسل الآتي:²

- التمويل الذاتي؛
- زيادة رأس المال؛
- الاستدانة.

بعد القصور الظاهر في النظريات التقليدية المفسرة لهيكل التمويل وعدم اتسامها بالواقعية، ظهرت مجموعة من النظريات الحديثة لمعالجة النقائص الموجودة في سابقتها، فبداية تم دمج نظرية الوكالة من خلال احتساب التكاليف التي يتحملها الوكلاء قصد خدمة مصالحهم، بالإضافة إلى نموذج الإشارة بنوعها المكلف وغير المكلف، وتم التطرق أخيراً إلى المقاربات المتعلقة بترتيب أولويات مصادر التمويل والاختلافات فيما بينها.

¹ - نفس المرجع السابق، ص: 328.

² - زغود تبر، مرجع سابق، ص: 108.

خلاصة الفصل

تشكل مسألة التمويل موضوعا حساس في المؤسسة الاقتصادية، وهذا ما جعل العديد من الباحثين والمختصين في هذا الميدان يهتمون بدراسة وتحليل تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة من عدة جوانب، فظهرت العديد من الدراسات والنظريات المفسرة لتركيبه هيكل التمويل، وبظهورها ظهر جدل كبير حول تأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة فهناك من يعتقد بوجود هيكل تمويلي أمثل تصل عنده قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى في ظل انخفاض تكلفة الأموال، كما أن هناك من يرفض هذا الادعاء، حيث أكد "مودكيلاني" و"ميلر" أن هيكل التمويل في ظل عدم وجود ضرائب لا يمكن أن يكون له أثر على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، وهو ما يتفق مع مدخل صافي ربح العمليات، في حين يختلف عنهما مدخل صافي الربح.

ويعترف مودكيلاني وميلر بوجود هيكل تمويلي أمثل في ظل وجود ضرائب باعتبار أن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة وتنتمي لنفس الدرجة من الخطر، وفي ظل هذه الصراعات ظهرت نظرية التسوية لتكشف بأن أمثلية هيكل التمويل لا تتحقق إلا من خلال تحقيق التوازن بين تكاليف الإفلاس الوفورات الضريبية، وظهرت العديد من التيارات المالية الحديثة لتبرز وجود تكاليف للوكالة، وتبين أثرها السلبي على تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة، كما وجدت نظرية الإشارة لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها التمويلي.

وقد تم رفض فرضية وجود هيكل تمويلي أمثل وفق نظرية تدرج مصادر التمويل، وهذا بسبب عدم تماثل المعلومات بين الاعوان من داخل ومن خارج المؤسسة.

أبرزت النظريات المفسرة لقيمة المؤسسة وهيكل التمويل اختلافا واسعا في وجهات النظر حول وجود هيكل تمويلي أمثل من عدمه، إلا أنها ساهمت بشكل واسع في بيان أثر الهيكل التمويلي على تكلفة الأموال، وهو ما يؤثر عكسيا على قيمة المؤسسة.

الفصل الثالث:
هيكل التمويل وأثره
على قيمة مجمع
سونلغاز

الفصل الثالث: هيكل التمويل وأثره على قيمة مجمع سونلغاز

تمهيد

من أجل الإلمام بجوانب الموضوع المدروس ومحاولة ربط الجانبين النظري والتطبيقي، تم اختيار مجمع سونلغاز كمؤسسة استراتيجية لها وزنها ضمن منظومة المؤسسات الجزائرية، فضلا عن أهدافها وتحدياتها ضمن برنامج دعم النمو الاقتصادي في البلاد، ليتم عرضها كحالة تطبيقية للدراسة من خلال تحليل واقعها ومعطياتها في إطار تأثير هيكلها التمويلي على قيمتها السوقية.

فمن خلال هذا الفصل سيتم التطرق أولا لتقديم مجمع سونلغاز من خلال النشأة والتطور والوظائف، ثم التطرق لمراحل تطور هيكل التمويل وتحليل الوضعية المالية، وأخيرا حساب التكلفة المتوسطة للتمويل وقيمة مجمع سونلغاز، ومحاولة ربط النتائج المتحصل عليها بالنظريات المفسرة لهيكل التمويل، هذه العناصر سيتم التطرق إليها في هذا الفصل من خلال المباحث الآتية:

- بطاقة تعريفية عن مجمع سونلغاز؛
- دراسة هيكل التمويل لمجمع سونلغاز؛
- تكلفة التمويل وقيمة مجمع سونلغاز.

المبحث الأول: بطاقة تعريفية عن مؤسسة سونلغاز

تعتبر مؤسسة سونلغاز من المؤسسات العمومية ذات المكانة البارزة في الاقتصاد الجزائري، من خلال محاولة التكيف مع مختلف التطورات الاقتصادية، فمن خلال هذا المبحث سيتم التعريف بمؤسسة سونلغاز وكذلك عرض كيفية تنظيمها والهيئات التي تشرف على تسييرها، كما سيتم التعرض لوظائفها وهيكلها التنظيمي.

المطلب الأول: نشأة وتطور مؤسسة سونلغاز

مرت مؤسسة سونلغاز بعدة مراحل منذ الاستقلال، تم فيها تغيير الأهداف والوسائل بتغير المحيط الذي كانت تعمل فيه، وبرزت ثلاث مراحل أساسية ميزت مسار المؤسسة وأثرت في طرق تسييرها بصفة مباشرة.

هذه المراحل هي مرحلة ما بعد الاستقلال، ومرحلة التسيير الاشتراكي التي شهدت تحولات كبرى على مستوى الاقتصاد الوطني، وصولاً إلى مرحلة التسعينات التي عرفت أهم التغييرات على مستوى المؤسسة.¹

الفرع الأول: لمحة تاريخية عن نشأة المؤسسة وتطورها

في سنة 1947 تم إنشاء المؤسسة الوطنية العمومية " كهرياء وغاز الجزائر " المعروفة اختصاراً بالحروف الرامزة (EGA) وكان ذلك إبان الاستعمار الفرنسي الذي أسند إليها احتكار الكهرباء ونقلها وتوزيعها عبر كافة التراب الوطني، وكذلك توزيع الغاز، وذلك تحت مفعول قانون التأميم الذي أصدرته الدولة الفرنسية سنة 1946.²

بعد الاستقلال استمرت المؤسسة في العمل إلى غاية 1969 حيث تحولت (EGA) إلى سونلغاز "الشركة الوطنية للكهرباء والغاز" لتعوض مؤسسة كهرياء وغاز الجزائر بعد حلها، وبإنشائها تعزز لها احتكار عمليات إنتاج ونقل وتوزيع الطاقة الكهربائية، وما لبثت أن أصبحت مؤسسة ذات حجم هام، فقد بلغ عدد العاملين فيها نحو 6000 عامل، وكان الهدف المقصود من تحويل الشركة هو إعطاء المؤسسة قدرات تنظيمية وتسييرية لكي يكون في مقدورها مرافقة ومساندة التنمية الاقتصادية للبلاد، والمقصود بوجه

¹ - المرسوم رقم 59-69 المؤرخ في 1969/07/26 والصادر في 1969/08/10 والمتعلق بإنشاء المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز.

² - نفس المرجع السابق.

خاص هو التنمية الصناعية وحصول عدد كبير من السكان على الطاقة الكهربائية، وهو مشروع يندرج في مخطط التنمية الذي أعدته السلطات العمومية، وقد أوكلت لها المهام التالية:¹

- احتكار إنتاج، نقل وتوزيع الطاقة الكهربائية؛
 - نقل الغاز الطبيعي عن طريق قنوات عبر كامل التراب الوطني؛
 - توزيع الغاز الطبيعي للاستعمال المنزلي والصناعي عبر التراب الوطني.
- وبقيت سونلغاز تحتكر السوق في إنتاج الطاقة الكهربائية إلى غاية 1983 أين تمت إعادة هيكلتها ضمن عملية إعادة الهيكلة المالية والعضوية الشاملة لكل المؤسسات العمومية، وتمخض عن هذه العملية تحويل وحدات سونلغاز للأشغال وصنع المعدات إلى مؤسسات فرعية تابعة لمؤسسات تسيير مساهمات الدولة وهي:

- كهريف (KAHRIF) للأعمال المولدة للكهرباء أو الأشغال الكهربائية؛
 - كهركيب (KAHRKIB) لتركيب البنية التحتية والمنشآت الكهربائية؛
 - كناغاز (KANAGAZ) لإعداد وانجاز قنوات نقل وتوزيع الغاز؛
 - إنارقا (INERGA) لأشغال الهندسة المدنية؛
 - التركييب (ETTERKIB) للتركييب الصناعي؛
 - أ م س (AMC) لصناعة العدادات وآلات القياس والمراقبة.
- في سنة 1991 تحولت سونلغاز إلى مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري (EPIC) وتسمى الشركة الوطنية للكهرباء والغاز.

إن إعادة النظر في القانون الأساسي إذ يثبت للمؤسسة مهمة الخدمة العمومية فإنه يطرح ضرورة التسيير الاقتصادي والتكفل بالجانب التجاري،² وقد تم تأكيد هذا القرار بقرار آخر سنة 1995، ومن ثم وضعت سونلغاز تحت وصاية الوزير المكلف بالطاقة وصارت تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، تخضع لقواعد القانون العام في تعاملاتها مع الدولة وتعرف كتاجر في تعاملاتها مع الآخرين، وأصبحت سونلغاز من خلال هذا القرار تمارس مجموعة من المهام كالتأمين للإنتاج والتوزيع العمومي للغاز، والنقل وتوزيع الطاقة الكهربائية.³

¹ - بموجب الأمر **54-69** الصادر في 1969/07/28.

² - بموجب **المرسوم التنفيذي رقم 475-91** الصادر في 1991-12-14 والمتعلق بالقانون الأساسي لسونلغاز.

³ - **القرار التنفيذي رقم 280-95** المؤرخ في 1995-12-17 والمتعلق بالنظام الأساسي للشركة الوطنية للكهرباء والغاز.

تم استكمال إنشاء كل فروع سونلغاز في سنة 1998 في إطار التركيز على المهام الأساسية التي تسمح لها بإخراج النشاطات المحيطة من أجل ترشيد وسائل الانتاج الموكلة لها بالتفتح على أسواق بخلاف أسواقها، وتحقيق استقلالية مالية، وفي سنة 2002 تغيرت الصفة القانونية وأصبحت سونلغاز شركة مساهمة (شركت ذات أسهم SPA) بقرار رئاسي¹.

يبلغ رأس مال شركة سونلغاز 150 مليار دج موزع على 150000 سهم بقيمة 01 مليون دج للسهم الواحد مكتتب ومحزر كلياً من قبل الدولة، وتمارس سونلغاز من خلال اكتسابها صفة شركة المساهمة المهام التالية:²

- نقل الغاز لتلبية احتياجات السوق الوطنية؛
- توزيع وتسويق الغاز داخل وخارج الوطن؛
- تطوير وتوفير كل الخدمات في المجال الطاقوي؛
- دراسة وتمويل كل أشكال ومصادر الطاقة.

عرفت سونلغاز في سنة 2004 إحداث فروع لبعض النشاطات مثل صحة العمال والبحث والتطوير، كما أنشأت في سنة 2005 مديرية مراكز التكوين لتحضير فرع في هذا النشاط وانطلاق مشروع تنظيم وظيفة الإعلام الآلي سعياً لإنشاء فرع بالتنسيق مع كل عمال تلك الوظيفة في المؤسسة لتكون مهمتها هي تحديث وتطوير أنظمة الاعلام الآلي لمجمع سونلغاز، وتطورت سونلغاز خلال الفترة 2004-2006 بتحول سونلغاز المؤسسة العمومية ذات الطابع الصناعي إلى شركة قابضة (HOLDING) من شركات ذات الأسهم مسماة "سونلغاز SPA"، وأصبحت الدولة هي المساهم بالأغلبية في مؤسسة "سونلغاز SPA"، وعليه تم إنشاء ثلاثة فروع مكلفة بنشاطاتها الأساسية في بداية جانفي 2004، هذه الفروع هي:

- سونلغاز لإنتاج الكهرباء؛
- تسيير شبكة نقل الكهرباء؛
- تسيير شبكة نقل الغاز.

كما شهدت سنة 2005 التنصيب الرسمي للجنة ضبط الكهرباء والغاز (CREG) وإيصال مؤسسات بمجمع سونلغاز بقرار من السلطات العمومية من أجل تحقيق فعالية في إنجاز المشاريع الطاقوية، كما تم

¹ - المرسوم الرئاسي رقم 195-02 المؤرخ في 01-06-2002 والمتعلق برأس مال مؤسسة سونلغاز.

² - المادة 165 من القانون رقم 01-02 الصادر بتاريخ 05-02-2002 الخاص بتوزيع الكهرباء والغاز.

في سنة 2006 إعادة هيكلة وظيفة التوزيع في سونلغاز بإدماج فروع الأشغال في مجمع سونلغاز وهي أربعة فروع للتوزيع:

- الجزائر العاصمة؛
- منطقة الوسط؛
- منطقة الشرق؛
- منطقة الغرب.

رغم كل هذا التطور تبقى المهمة الأساسية لسونلغاز ضمان الخدمة الأساسية لها بتوسيع نشاطاتها وتطور التسيير الاقتصادي، وفي سنة 2007 عرف مجمع سونلغاز إنشاء معهد تكوين في الكهرباء والغاز، وشركة مشتركة في الاتصالات بين سونلغاز وسوناطراك وهي شركة الطاقة والاتصالات الجزائرية.¹

الفرع الثاني: تقديم المؤسسة

تعتبر سونلغاز هي المتعامل التاريخي في ميدان الإمداد بالطاقة الكهربائية والغازية بالجزائر، ومهامها الرئيسية هي إنتاج الكهرباء ونقلها وتوزيعها وكذلك نقل الغاز وتوزيعه عبر قنوات، وقانونها الأساسي الجديد الصادر في 2002 يسمح لها بإمكانية التدخل في قطاعات أخرى من قطاعات الأنشطة ذات الأهمية بالنسبة للمؤسسة، ولاسيما في ميدان تسويق الكهرباء والغاز عبر الخارج.

منذ صدور القانون قامت سونلغاز بإعادة هيكلة مصالحها لكي تتكيف مع السياق الجديد، إذ أضحت اليوم مجمعا صناعيا يتألف من 39 شركة فرعية، وتشغل 4000 عامل.

لقد لعبت سونلغاز على الدوام دورا راجحا في التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد، ومساهمتها في تجسيد السياسة الطاقوية الوطنية ترقى إلى مستوى برامج الانجاز الهامة في مجال الانارة الريفية والتوزيع العمومي للغاز التي سمحت برفع نسبة التغطية من حيث إيصال الكهرباء إلى أكثر من 97% ونسبة توغل الغاز الى ما يفوق 37%.

إن سونلغاز العازمة على فعل المزيد وبشكل أفضل، قد حددت على الدوام تمويلات هامة من أجل تطوير وتعزيز المنشآت الكهربائية والغازية، وبالنسبة للفترة (2005-2010)، فقد وضعت برنامج استثماري استثنائي في موضوع التنفيذ بغية رفع قدراتها الانتاجية بالكهرباء وتكثيف شبكاتها الناقلة للكهرباء والغاز

¹- المادة 165 من القانون رقم 01-02 الصادر بتاريخ 05-02-2002 الخاص بتوزيع الكهرباء والغاز.

وجعلها أقوى، والعمل على تحسين خدماتها الموجهة الى زبائنها كذلك، و طموح سونلغاز هو أن تغدو مؤسسة تنافسية لكي تقوى على مواجهة المنافسة التي تلوح ملامحها في الأفق، وأن تكون في الأمد المنظور من بين أفضل المتعاملين الخمسة التابعين للقطاع في حوض البحر الأبيض المتوسط.¹

الفرع الثالث: أهداف المؤسسة

تعتبر سونلغاز شركة ذات أسهم، رأسمالها مائة وخمسين مليار دينار جزائري موزع على مائة وخمسين ألف سهم، قيمة كل سهم مليون دينار تكتبها وتحررها الدولة دون سواها، وتهدف سونلغاز إلى تحقيق ما يلي:²

- إنتاج الكهرباء سواء في الجزائر أو في الخارج، ونقلها وتوزيعها وتسويقها؛
- نقل الغاز لتلبية حاجات السوق الوطنية؛
- توزيع الغاز عن طريق القنوات سواء في الجزائر أو في الخارج وتسويقه؛
- تطوير وتقديم الخدمات الطاقوية بكل أنواعها؛
- دراسة كل شكل ومصدر للطاقة وترقيته وتثمينه؛
- تطوير كل نشاط له علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالصناعات الكهربائية والغازية وكل نشاط يمكن أن تترتب عنه منفعة لسونلغاز، وبصفة عامة كل عملية مهما كانت طبيعتها ترتبط بصفة مباشرة أو غير مباشرة بهدف الشركة لا سيما البحث عن المحروقات واستكشافها وإنتاجها وتوزيعها؛
- تطوير كل شكل من الأعمال المشتركة في الجزائر أو خارج الجزائر مع شركات جزائرية أو أجنبية؛
- إنشاء فروع وأخذ مساهمات وحياسة كل حقيبة أسهم وغيرها من القيم المنقولة في كل شركة موجودة أو سيتم انشاؤها في الجزائر أو في الخارج.

¹- موقع مجمع سونلغاز: WWW.SONELGAZ.COM، تاريخ الاطلاع: 2017-04-05، 14:32.

²- نفس المرجع السابق.

المطلب الثاني: الهيئات المسيرة لشركة سونلغاز

يشرف على تسيير مجمع سونلغاز مجموعة من الهيئات حسب ما جاء في المرسوم الرئاسي رقم 01-02 الصادر في 05-02-2002.

الفرع الأول: الجمعية العامة

تتكون الجمعية العامة من ممثلي الدولة باعتبارهم المساهم الوحيد، وهم:¹

- الوزير المكلف بالطاقة؛
 - الوزير المكلف بالمالية؛
 - الوزير المكلف بمساهمات الدولة؛
 - ممثل رئاسة لجمهورية؛
 - المسؤول عن المؤسسة المكلف بالتخطيط.
- ويتأصلها الوزير المكلف بالطاقة، ويحضر الرئيس المدير لعام لسونلغاز الجمعية العامة، كما تتولى المؤسسة أمانة الجمعية، وتتولى الجمعية العامة معالجة المسائل الآتية:
- البرامج العامة للنشاطات؛
 - تقارير المراجعين الماليين القانونيين؛
 - حصيلة الشركة وحسابات النتائج المحققة؛
 - تخصيص الأرباح؛
 - فتح رأس مال الشركة وزيادته وتخفيضه؛
 - انشاء الشركات وأخذ المساهمات في الجزائر وفي الخارج؛
 - تعيين المراجعين الماليين القانونيين؛
 - اقتراح تعديل القانون الأساسي؛
 - تغيير المقر لمجمع لسونلغاز.

وتجدر الإشارة إلى أن الجمعية العامة تجتمع مرة واحدة على الأقل كل سنة في دورة عادية وفي دورة استثنائية كلما اقتضى الأمر، وبناء على استدعاء من رئيسها.

¹ - المرسوم الرئاسي رقم 01-02 الصادر في 05-02-2002 الخاص بتنظيم رئاسة المؤسسة.

الفرع الثاني: مجلس الإدارة

يتكون مجلس إدارة شركة سونلغاز من الأعضاء الآتي ذكرهم:

- الرئيس المدير العام للشركة القابضة سونلغاز؛
 - ممثلان عن الوزير المكلف بالطاقة؛
 - ممثل عن الوزير المكلف بالاستشراف؛
 - ممثل عن الوزير المكلف بالجماعات المحلية؛
 - ممثل عن الوزير المكلف بالصناعة؛
 - ممثل عن الوزير المكلف بالبيئة؛
 - ممثلان عن العمال؛
 - الرئيس المدير العام للفرع المكلف بنقل الغاز للشركة القابضة سونلغاز؛
 - الرئيس المدير العام للفرع المكلف بنقل الكهرباء للشركة القابضة سونلغاز؛
 - الرئيس المدير العام لأحد الفروع المكلف بتوزيع الغاز والكهرباء للشركة القابضة سونلغاز .
- يحضر الرؤساء المديرون العامون للفروع المعنية أعلاه أعمال مجلس الإدارة بصوت استشاري، ويرأس مجلس الإدارة الرئيس المدير العام للشركة القابضة سونلغاز، حيث يدرس مجلس الإدارة ويواصل ويفصل فيما يلي:¹

- التوجيهات الاستراتيجية؛
- أسلوب اتخاذ القرار، لا سيما في مجال العلاقات بين الشركة القابضة سونلغاز وفروعها وفيما بين الفروع، وهذا في حدود احترام القوانين والأنظمة المعمول بها وهذا القانون الأساسي؛
- خلاصة مشاريع البرامج العامة لنشاطات الشركة القابضة سونلغاز؛
- ميزانية الشركة القابضة سونلغاز؛
- مشاريع حصيلة الشركة القابضة سونلغاز وحسابات النتائج المحققة من طرفها؛
- حسابات النتائج المدعمة؛
- خلاصة حصيلة نشاطات الشركات الفرعية والمساهمات؛

¹ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 08-06-2011، العدد 32، ص: 18.

- فتح رأس المال الشركة القابضة سونلغاز والفروع طبقا للقواعد والاجراءات التي توافق عليها الجمعية العامة للشركة القابضة سونلغاز؛
- مشروع المساهمات المالية.

الفرع الثالث: الرئيس المدير العام

يخول مجلس الادارة للرئيس المدير العام أوسع السلطات ليتولى تسيير وإدارة سونلغاز ويمكنه الاستعانة بنواب ومساعدين يكلفهم بكل أو بجزء من صلاحياته، ويعد مسؤولا عن السير العام للشركة كما يمثل سونلغاز في كل أعمال الحياة المدنية ويمارس السلطة السلمية على مستخدمي الشركة.

إن الانتقال الذي عرفته الشركة بموجب المرسوم الرئاسي 02-195 تملية ضرورة قيام سونلغاز بتكثيف نفسها للتأوم مع القواعد الجديدة لتسيير القطاع التي أوجبها القانون، فزيادة على أنشطتها المعتادة من انتاج الكهرباء ونقل وتوزيع الكهرباء والغاز، توفرت لسونلغاز إمكانية العمل والتدخل في قطاع المحروقات، والقيام على العموم بممارسة أعمال خارج الجزائر.¹

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لشركة سونلغاز

يضم مجمع سونلغاز 39 شركة فرعية، وترتكز هيكله هذا المجمع على مجموعة من المبادئ التنظيمية يمكن ذكرها فيما يلي:²

- الاستراتيجية الصناعية والمالية تابعة للشركة الأم؛
 - الشركات الفرعية مكلفة بتنفيذ استراتيجيات كل شركة فيما يخصها؛
 - الشركات الفرعية ذات استقلالية في التسيير وهي ملزمة بتحقيق نتائج؛
 - يتم التوجيه والتدخل في الشركات الفرعية عبر الأجهزة الاجتماعية (الجمعية العامة ومجلس الادارة).
- وبناء على القانون رقم 01.02 الصادر في 05 فيفري 2002 والمتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز فإنه يفتح المنافسة لإنتاج الكهرباء.

¹ - المرسوم الرئاسي رقم 02-195 المؤرخ في 01-06-2002 والخاص بتنظيم رئاسة المؤسسة.

² - موقع مجمع سونلغاز، مرجع سابق، تاريخ الاطلاع: 05-04-2017، 18:44.

- وكذلك يؤكد على تمييز وتحديد فروع شركة سونلغاز في شكل شركات ذات أسهم (spa)، الشيء الذي سمح لشركة سونلغاز بتعزيز مجموعها ب 03 فروع جديدة سنة 2004 هي:¹
- فروع تسيير شبكة نقل الغاز (GRTG): يضمن الوظائف المتعلقة بتسيير شبكة الغاز، وتزويد السوق الوطني بهذه المادة؛
 - فروع تسيير شبكة نقل الكهرباء (GRTE): يتضمن الوظائف المتعلقة بتسيير شبكة نقل الكهرباء، والتنسيق بين أنظمة الانتاج والنقل؛
 - فروع سونلغاز لإنتاج الكهرباء (SPE): وقد عرفت دورة الاستغلال لسنة 2005 إنشاء أربع مديريات عامة مستقلة (شرق، غرب، وسط والعاصمة) وقد تم تحويلها إلى فروع (شركات ذات أسهم spa)؛ ومن فروع سونلغاز ما يلي:

الفرع الأول: الفروع المهنية

- تتعلق بالنتاج والتوزيع للكهرباء، وإنتاج ونقل وتوزيع الغاز في شكل فروع هي:²
- سونلغاز لإنتاج الكهرباء (SPE)؛
 - سونلغاز شبكة نقل الغاز (GRTG)؛
 - سونلغاز توزيع الجزائر (SDA)؛
 - سونلغاز توزيع الوسط (SDC)؛
 - سونلغاز توزيع الشرق (SDE)؛
 - سونلغاز توزيع الغرب (SDO).

الفرع الثاني: الفروع المهنية المحيطة

- تخص الدعم والامداد وتضم احدى عشر فرعا أهمها:³
- مركز البحث والتنمية في الكهرباء (CREDEG)؛
 - معهد التكوين في مجال الكهرباء والغاز (IFEG)؛
 - الشركة الجزائرية لتقنيات الاعلام (SAT.INFO)؛

¹ - نفس المرجع السابق.

² - موقع مجمع سونلغاز، مرجع سابق، تاريخ الاطلاع: 2017-04-05، 18:56.

³ نفس المرجع السابق.

- شركة الوقاية والعمل بأمان (SPAS).

الفرع الثالث: فروع الأشغال

تشمل خمس فروع هي:¹

- شركة الأشغال الكهربائية؛

- اينيرقا؛

- كهركيب؛

- كناغاز؛

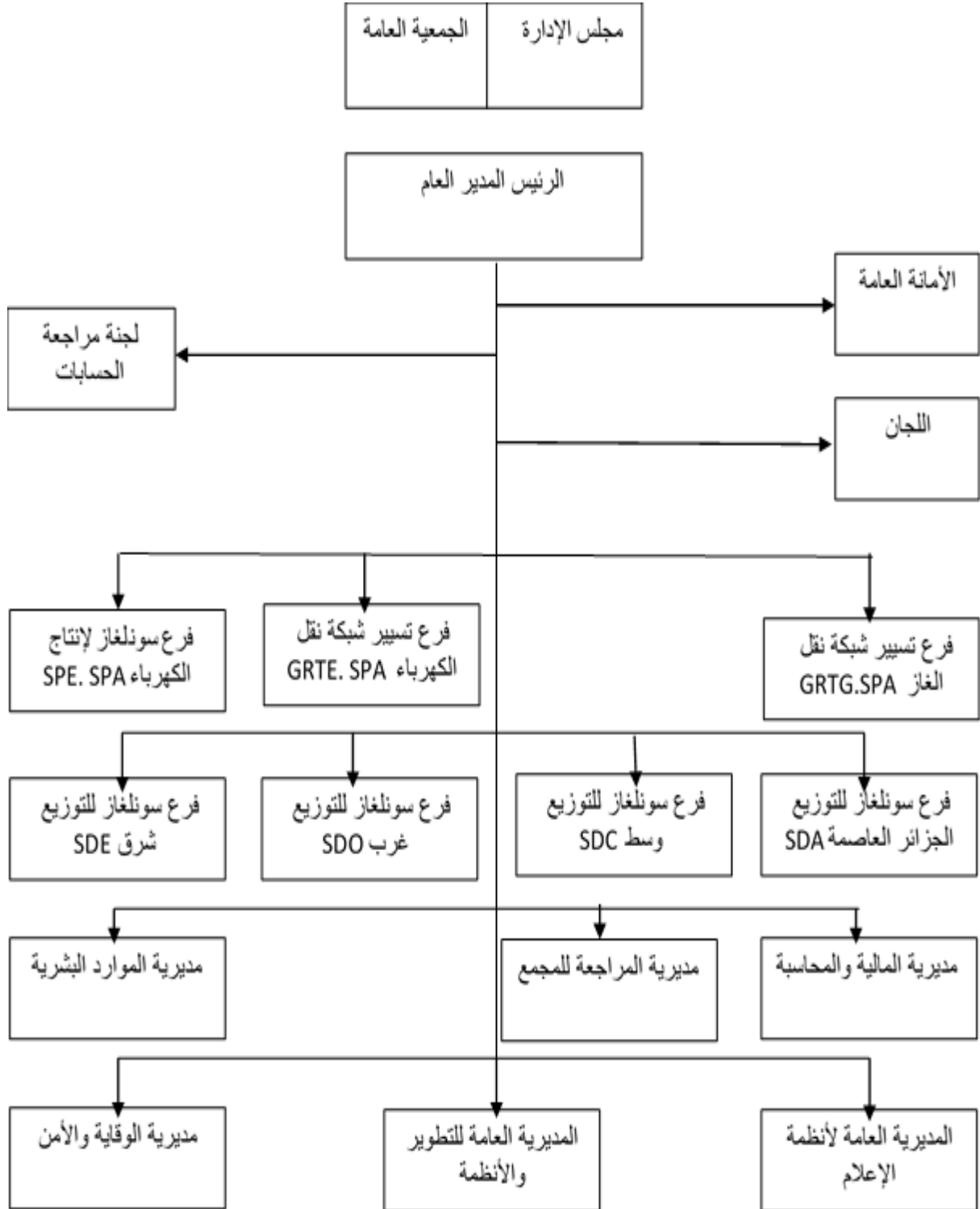
- التركيب.

بينما في فروع أخرى تكون سونلغاز في شراكة مع مؤسسات أخرى مثل: سوناطراك، كهرماء، وأخرى محلية وحتى أجنبية (أمريكية، كندية، فرنسية) من أجل اكتساب المهارات والتكنولوجيا والخبرة.

¹ موقع مجمع سونلغاز، مرجع سابق، تاريخ الاطلاع: 05-04-2017، 18:56.

ويبين الشكل الموالي الهيكل التنظيمي لمجمع سونلغاز:

الشكل رقم (3 - 1): الهيكل التنظيمي لمجمع سونلغاز



المصدر: معلومات مقدمة من طرف قسم الموارد البشرية على مستوى مديرية توزيع الكهرباء والغاز لولاية تبسة.

المبحث الثاني: دراسة هيكل التمويل لمجمع سونلغاز

تهدف المؤسسة بشكل رئيسي إلى تعظيم قيمتها السوقية، وهو ما يرتبط ويتأثر مباشرة باختيار هيكل تمويلي معين يضم تشكيلة متجانسة من الأموال المقترضة والأموال الخاصة، فمن خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى مراحل تطور هيكل التمويل لمجمع سونلغاز، وتقييم الوضعية المالية للمجمع من خلال النسب والمؤشرات المالية خلال الفترة (2012-2014).

المطلب الأول: مراحل تطور هيكل التمويل لمجمع سونلغاز

شهد مجمع سونلغاز منذ نشأته مجموعة من التطورات خاصة ما يتعلق منها بالشكل القانوني، مما ترك أثرا كبيرا على سياسته العامة وخاصة سياسته التمويلية التي كانت عرضة لجملة من المتغيرات الداخلية والخارجية، ويمكن إيجاز هذه التطورات في المراحل التالية:

الفرع الأول: مرحلة ما قبل 1989

عرفت هذه المرحلة قبل 1989 مجموعة من الصعوبات المالية على مستوى الاقتصاد الوطني (المديونية، غياب السوق المالي، صعوبة النظام البنكي) وكذا تحولات عالمية تدعو إلى الاتجاه نحو اقتصاد السوق، مما أثر على الاقتصاد الجزائري وأدى به إلى تبني مجموعة من السياسات كإعادة الهيكلة والخصوصية، والانتقال تدريجيا إلى الانفتاح على الخارج والتحول إلى اقتصاد السوق.

وبالتالي فقد عرف الهيكل التمويلي لمؤسسة سونلغاز تغيرات كبيرة ظهرت من خلال انخفاض القروض المصرفية الداخلية وارتفاع القروض الخارجية، وكذا زيادة مساهمات الدولة خاصة فيما يتعلق بالكهرباء الريفية، إضافة إلى زيادة مساهمات الزبائن.

كما تميزت هذه الفترة أيضا بصعوبة الحصول على قروض المورد أو المشتري، حيث أصبح لزاما على مؤسسة سونلغاز المرور على الهيئات المالية الدولية للحصول على هذه القروض مثل البنك العالمي، البنك الأوروبي للاستثمار، الصندوق العربي للتنمية الاقتصادية وبنك التنمية الإسلامية.

كما واصل معدل التمويل الذاتي انخفاضه إلى نسبة أقل من 04%، مما أدى إلى الزيادة في المديونية لمواجهة التزامات الاستثمارات، وهو ما أدى إلى إعادة الهيكلة سنة 1996.

الفرع الثاني: مرحلة بداية الألفية

مع بداية سنة 2000 عرفت "سونلغاز" سياسة إصلاح جديدة ارتكزت على المبادئ التالية:

- زيادة دور الدولة وانسحابها من حلقة الإنتاج والانتقال من دور الضامن إلى دور المسير؛
- إعطاء الدولة دورها في ترقية الاستثمارات وترقية أداء الخدمة العمومية؛

- الفصل بين مهام الدولة ومهام المؤسسات العمومية؛
- تشجيع التنافسية من خلال سن القوانين؛
- إعطاء فرصة للقطاع الخاص المحلي والأجنبي للمساهمة في نمو البلاد؛
- إنشاء أسس لتمويل المؤسسات العمومية لا تعتمد على ضمانات الدولة والبحث عن ميكانيزمات أخرى للتمويل وتشجيع الشراكات، التجمعات والاتحادات.

وبتغيير شكلها القانوني من مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري إلى مؤسسة مساهمة سنة 2002، عادت "سونلغاز" سنة 2003 إلى سوق القروض الخارجية وأمضت مجموعة من القروض الخارجية بموافقة البنك العالمي بحوالي 01 مليار أورو.

الفرع الثالث: مرحلة ما بعد سنة 2004

نظرا للسيولة المحلية التي كان يتمتع بها الاقتصاد الوطني مع بداية سنة 2004، قررت سونلغاز ابتداءً من جانفي 2004 تمويل استثماراتها من القروض البنكية الداخلية، حيث قامت بإمضاء مجموعة من الاتفاقيات على القروض مع البنك الوطني الجزائري والقروض الشعبي الجزائري قدرت بحوالي 14 مليار دينار جزائري.

ونظرا لقواعد النظام المصرفي الوطني لاسيما قاعدة الاحتراس، فإن سونلغاز لم تستطع التوسع أكثر في الحصول على القروض البنكية الداخلية لذلك أخذت تستعد للدخول إلى السوق السندي المؤسساتي الوطني، لتخوض تجربتها الأولى بإطلاق أول قرض سندي مؤسساتي في ديسمبر 2004 بمبلغ 20 مليار دينار جزائري، تم إطلاق ثاني قرض سندي مؤسساتي في مارس 2005 بمبلغ 10 مليار دينار جزائري، لتقوم في ماي 2005 بإطلاق أول قرض سندي مسعر في البورصة حيث قامت بدعوة الجمهور إلى الادّخار العام بمبلغ 10 مليار دينار جزائري، غير أن العملية لقيت نجاحا كبيرا وكوّلت بتحصيل مبلغ 15.90 مليار دينار جزائري، كما قامت في 2006 بطرح قرض سندي مؤسساتي آخر بمبلغ 10 مليار دينار جزائري لتحصل في سنة 2006 على ما يقارب 57.90 مليار دينار جزائري، وتحتل المرتبة الأولى وطنيا من حيث المبلغ المجمع.

وقام مجمع "سونلغاز" سنة 2006 بإعادة شراء ديونه الخارجية التي قدرت بحوالي 60 مليار دينار جزائري عن طريق تعبئة القروض البنكية الداخلية، وهو ما يعكس عزم المجمع على التمويل من مصادر محلية.

المطلب الثاني: عرض القوائم المالية لمجمع سونلغاز

فيما يلي عرض للميزانية المالية وجدول حسابات النتائج لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014).

الفرع الأول: عرض الميزانية المالية لمجمع سونلغاز

فيما يلي عرض للميزانية المالية لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014)

الجدول رقم (3 - 1): الميزانية المالية لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014) جانب الأصول (بالمليون دج).

المبالغ الصافية			حسابات الأصول
2014	2013	2012	
أصول غير جارية			
0	0	0	فارق الاقتناء
394.49	334	550	تثبيات غير ملموسة
1580335	1280124	1079184	تثبيات ملموسة
4010.81	3803	3888	أراضي
15411.55	14357	14057	تهيئات الأراضي
133089.67	78500	77111	مباني
1298434.81	1023457	902962	تثبيات تقنية وصناعية
129387.83	160007	81166	تثبيات ملموسة أخرى
959434.40	807689	712770	تثبيات قيد الإنجاز
36001	30956	103994	تثبيات مالية
28132.46	24610	24191	علامات مماثلة
0	235	0	علامات المشاركة والحقوق الملحقة
172.36	25	2475	علامات مثبتة أخرى
2617.46	1742	924	أصول مالية غير جارية أخرى
5078.78	4343	8395	ضرائب مؤجلة أصول
0	0	68011	أصول غير جارية أخرى
2576165	2119102	1896499	مجموع الأصول غير الجارية
أصول جارية			
106357	79493	48275	مخزون جاري
421067	431860	288673	ذمم مدينة
158623	133617	109412	عملاء
124667	180170	152264	مدينون آخرون

137777	118071	26998	ضرائب
0	2.211	0	أصول جارية أخرى
179803	119339	88095	متاحات
4620	9581	1658	أصول مالية جارية أخرى
174969	109483	88437	الخزينة
214	275	-	حسابات الانتقال
707227	630692	425026	مجموع الأصول الجارية
3283392	2749794	2321524	مجموع الأصول

Source : rapport d'activités et comptes de gestion consolidés (2012-2014)

الجدول رقم (3 - 2): الميزانية المالية لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014) جانب الخصوم (بالمليون دج).

المبالغ الصافية			حسابات الخصوم
2014	2013	2012	
أموال خاصة			
150000	150000	150000	رأس المال الصادر
323981	187383	206801	الزيادة في رأس المال الخاص
-	-	2171	رأس مال غير مستدعي
165808	154534	148961	احتياطات
30432	30480	30553	فارق إعادة التقييم
10864	8942	10291	فارق التكافؤ
(52547)	(24078)	(8739)	النتيجة الصافية
(84274)	(47838)	20862	أموال خاصة أخرى (الترحيل من جديد)
544265	409423	499080	الجزء المتعلق بالشركة الأم
58042	111526	61770	الجزء المتعلق بالأقلية
602307	520949	560850	مجموع الأموال الخاصة
خصوم غير جارية			
1751885	1243497	915791	ديون مالية
14676	12910	16157	ضرائب مؤجلة خصوم
1410	33	2171	ديون غير جارية أخرى
440713	539213	515960	مؤونات الأخطار
2208683	1795654	1450079	مجموع الخصوم غير الجارية
خصوم جارية			
240200	202779	147146	الموردون والحسابات الملحقة
9616	14301	9175	الضرائب
123023	94713	75155	ديون أخرى
98881	118037	79118	خزينة الخصوم
681	3361	-	حسابات الانتقال

472401	433192	310595	مجموع الخصوم الجارية
3283392	2749794	2321524	مجموع الخصوم

Source : rapport d'activités et comptes de gestion consolidés (2012-2014)

من الجدولين السابقين يتضح أن:

- الأصول الثابتة في تطور مستمر خلال الفترة (2012-2014)، وهو ما يعكس تطور استثمارات ونشاطات المؤسسة وزيادة مشاريع المجمع بصفة مستمرة؛
 - الأموال الخاصة عرفت تذبذبا خلال الفترة (2012-2014)، فبعد الانخفاض سنة 2013 عادت لترتفع مرة أخرى سنة 2014، ويعود هذا الانخفاض إلى تحقيق نتيجة بالسالب في كل مرة وبشكل أكثر من السنة السابقة، أما سبب الزيادة في قيمة الأموال الخاصة لسنة 2014 يعود أساسا إلى الزيادة في رأس مال المجمع بحيث بلغت قيمته 323981 مليون دج سنة 2014، وهو ما لم يشهده المجمع في السنوات السابقة؛
 - الديون المالية في زيادة مستمرة نتيجة لزيادة حاجة المجمع إلى التمويل طويل الأجل باستمرار، وهذا ما يقابل الزيادة الحاصلة بشكل مستمر في قيمة الأصول الثابتة.
- بشكل عام، يمكن القول أم مجمع سونلغاز في حاجة مستمرة إلى التمويل طويل الأجل من موارد خاصة واستدانة ليتمكن من تغطية احتياجاته الاستثمارية طويلة المدى.

الفرع الثاني: عرض جدول حسابات النتائج

فيما يلي عرض لجدول حسابات النتائج لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014)

الجدول رقم (3-3): جدول حسابات النتائج لمجمع سونلغاز خلال الفترة 2014-2012 (بالمليون دج)

2014	2013	2012	البيان
313055	236093	203971	رقم الأعمال
211	2333	228	التغيير في مخزون الإنتاج التام والإنتاج الجاري
8133	8377	4722	إنتاج مثبت
114	45	-	منح التشغيل
321513	246849	208921	1- إنتاج الدورة
120508	53319	51536	مشتريات مستهلكة
64715	47464	25363	خدمات خارجية واستهلاكات أخرى
185223	100784	76899	2- استهلاك الدورة
136290	146065	132022	3- القيمة المضافة للاستغلال (1-2)
83672	80760	71597	أعباء المستخدمين
6292	5610	4393	الضرائب والرسوم
46325	59695	56032	4- الفائض الإجمالي للاستغلال
21087	1782	12812	منتجات تشغيلية أخرى
1954	2437	2754	أعباء تشغيلية أخرى
113687	98513	76893	تخفيض الاهتلاكات والمؤونات
11438	13976	10042	استرجاع خسائر القيمة
-36790	-25497	-761	5- النتيجة التشغيلية
3038	1605	733	نواتج مالية
17255	11312	13540	أعباء مالية
-14217	-9707	-12807	6- النتيجة المالية
-51007	-35204	-13568	7- النتيجة التشغيلية قبل الضريبة (5+6)
2029	713	0	الضريبة على النتيجة التشغيلية
1642	863	1473	ضرائب مؤجلة على النتيجة التشغيلية
357076	264212	232508	مجموع نواتج الأنشطة التشغيلية
411754	300992	244603	مجموع أعباء الأنشطة التشغيلية
-54678	-36780	-12095	8- النتيجة الصافية للأنشطة التشغيلية
52	43	111	نواتج استثنائية

20	121	231	أعباء استثنائية
-18	-78	-120	9- النتيجة الاستثنائية
-54696	-36858	-12215	10- النتيجة الصافية للدورة
6915	7129	3425	حصة الشركات المعادلة من النتيجة الصافية
-47781	-29730	-8790	11- النتيجة الصافية للمجمع
4766	-5651	-	حصة الأقلية
-52547	-24078	-	حصة المجمع

Source : rapport d'activités et comptes de gestion consolidés (2012-2014)

من خلال جدول حسابات النتائج لمجمع سونلغاز لسنوات (2012-2014) يُلاحظ ما يلي:

- رقم أعمال المجمع في زيادة مستمرة وهذا دلالة على تطور مبيعات مجمع سونلغاز نتيجة للزيادة المستمرة في عدد زبائننا؛
- الفائض الإجمالي للاستغلال في تذبذب، حيث عرف زيادة سنة 2013 ثم تراجع مجددا سنة 2014، هذا التذبذب راجع إلى أن استهلاك الدورة في زيادة مستمرة، بحيث كانت الزيادة في رقم الأعمال لسنة 2013 أكبر من الزيادة في استهلاك الدورة، في حين كانت الزيادة في استهلاك الدورة أكبر من الزيادة في رقم الأعمال لسنة 2014؛
- النتيجة الصافية لمجمع سونلغاز في تدهور مستمر، وهذا راجع عموما إلى الارتقاع المستمر في أعباء الدورة والتي لم تقابلها زيادة مناسبة في نواتج الدورة.

المطلب الثالث: تشخيص هيكل التمويل لمجمع سونلغاز

فيما يلي سيتم تشخيص التمويل لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014) من خلال مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكلة.

الفرع الأول: تحليل الوضعية المالية للمجمع عن طريق مؤشرات التوازن المالي

يبين الجدول الموالي مختلف مؤشرات التوازن المالي لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014).

الجدول رقم (3 - 4): مؤشرات التوازن المالي لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014) (بالمليون دج).

المؤشرات	2012	2013	2014
أموال دائمة	2010929	2316603	2810990
- أصول ثابتة	1896499	2119102	2576165
رأس المال العامل الدائم	114430	197501	234825
أموال خاصة	560850	520949	602307
- أصول ثابتة	1896499	2119102	2576165
رأس المال العامل الخاص	-1335649	-1598153	-1973858
(أصول متداولة - قيم جاهزة)	246836	392014	347621
- (ديون قصيرة الأجل - سلفات مصرفية)	231476	311793	372839
احتياجات رأس المال العامل الدائم	15360	80221	-25218
قيم جاهزة	178190	238678	359606
- مستحقات فورية	79118	121398	99562
الخزينة	99072	117280	260044

المصدر: من إعداد الطلبة استنادًا إلى الملاحق (07-06-04-02-01)

من خلال الجدول السابق يمكن استخلاص النقاط الآتية:

- يلاحظ خلال الفترة المدروسة (2012-2014) أن الأموال الدائمة أكبر من الأصول الثابتة، وهذا ما نتج عنه رأس مال عامل موجب، مما يعني أن الموارد الدائمة مؤلت الأصول الثابتة مع بقاء فائض، أي هناك توازن مالي على المدى الطويل؛

- هناك زيادة في السيولة قصيرة الأجل على الالتزامات القصيرة الأجل، وهذه الوضعية تعبر عن قدرة المؤسسة على التسديد أي الوفاء بديونها في آجال استحقاقها، وهذا ما يحقق هامش أمان وتوازن الهيكل المالي لهذه المؤسسة، لكن لا يمكن اعتبار رأس المال العامل لوحده كافٍ كمؤشر لقدرة المؤسسة على الوفاء وذلك لاستحالة وجود علاقة واضحة بين مستوى رأس المال العامل وخطر الإفلاس؛

- بالنسبة لاحتياجات رأس المال العامل فيلاحظ أنها موجبة خلال سنتي 2012 و 2013، بمعنى أن احتياجات الدورة أكبر من موارد الدورة، بينما هناك احتياج سالب سنة 2014 بسبب الانخفاض في القيم القابلة للتحقيق وقيم الاستغلال مقارنة بالسنتين السابقتين؛

- بالنسبة لخزينة المؤسسة خلال سنوات 2012، 2013 و 2014 فإن المؤسسة تمتلك خزينة موجبة، وبالتالي هناك فائض في السيولة فالمؤسسة في حالة جيدة مع ضرورة تسيير أحسن للخزينة، أي عدم تجميد السيولة وموازنتها مع الربحية، فعليها أن توظف خزيتها وبالتالي تحصل على نواتج مالية تزيد من مردوديتها أو تعالج بعض التزاماتها أو تعظم قيم استغلالها.

الفرع الثاني: التشخيص باستعمال نسب الهيكلية

يمثل الجدول الموالي مختلف نسب الهيكل أو الوضعية التي تسمح بإعطاء صورة عن التوازن المالي الإجمالي كما تسمح بتحليل النسب التمويلية والاستثمارية للمؤسسة.

الجدول رقم (3- 5): نسب الهيكلية لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014)

النسبة	2012	2013	2014
<u>الأموال الخاصة</u> مجموع الديون	0.48	0.33	0.28
<u>الأموال الدائمة</u> الأصول الثابتة	1.06	1.09	1.09
<u>الأموال الخاصة</u> الأصول الثابتة	0.29	0.24	0.23
<u>الأموال الخاصة</u> الأموال الدائمة	0.27	0.22	0.21

المصدر: من إعداد الطلبة استنادًا إلى الملاحق (01-02-04-06-07)

من خلال الجدول السابق يمكن استعراض النتائج التالية:

- النسبة الأولى تقيس استقلالية المؤسسة وهي الأخيرة ترتبط بمدى تقيدها، بحيث يُلاحظ أن هذه النسبة خلال الفترة (2012-2014) تسجل انخفاضًا ملحوظًا من سنة إلى أخرى، إذن فالمؤسسة في وضعية مشبعة بالديون، وتعتبر المؤسسة قد فقدت استقلاليتها المالية تجاه الغير لأن مواردها مشكلة بأكثر من 50 % ديون؛

- النسبة الثانية تقيس التمويل الدائم فهي تعبر عن رأس المال العامل في شكل نسبة، فيلاحظ من خلال الجدول تحسن طفيف من 1.06 إلى 1.09 في سنتي 2013 و 2014، وتعتبر هذه النسبة غير مرتفعة أي أن للمؤسسة رأس مال عامل موجب يغطي احتياجات الاستغلال لمرة واحدة مع عدم وجود هامش أمان كبير؛

- النسبة الثالثة تقيس التمويل الذاتي للمؤسسة، وقد شهدت انخفاضا مستمرا خلال سنوات الدراسة، كما أنها أقل من الواحد، مما يعني أن المؤسسة غير قادرة على تمويل أصولها الثابتة بأموالها الخاصة، وبالتالي لا بد من الاعتماد على الاستدانة؛

- تقيس النسبة الرابعة طاقة الاستدانة للمؤسسة، ويعتبر البنك من بين المهتمين بهذه النسبة، فإذا كانت للمؤسسة قدرة على الاستدانة فإن البنك يقوم بإقراض المؤسسة، أما إذا كانت المؤسسة غير قادرة على الاقتراض فإن البنك لا يخاطر بالإقراض، والملاحظ خلال الفترة (2012-2014) أن هذه النسبة في تراجع مستمر، كما أنها لم تتجاوز 0.5، وبالتالي فليس للمؤسسة قدرة كبيرة على الاستدانة.

عرف هيكل التمويل لمجمع سونلغاز تطورات عدة من خلال مروره بعدة مراحل، وهذا تماشيا مع تطورات المنظومة المؤسساتية والاقتصاد الوطني، فقد تم التطرق إلى هذه المراحل، ثم عرض القوائم المالية لمجمع سونلغاز للفترة (2012-2014)، كما تم تشخيص الوضعية المالية للمجمع من خلال مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكلية، وهو ما أسفر عن تشبع الهيكل المالي للمؤسسة بالديون، وعدم قدرتها الكبيرة على الاستدانة.

المبحث الثالث: تكلفة التمويل وقيمة مجمع سونلغاز

تهدف المؤسسات بشكل رئيسي إلى تعظيم قيمتها السوقية وجعلها في أقصى حد ممكن، وبالتالي يتعين عليها تخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن، إذ توجد علاقة عكسية بين قيمة المؤسسة وتكلفة التمويل في ظل هيكل التمويل لمجمع سونلغاز، وهذا ما سيتم التطرق إليه من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: تكلفة التمويل بمجمع سونلغاز

تعتبر تكلفة التمويل ذات أثر مباشر على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية؛ وفيما يلي سيتم التطرق إلى أثر تكلفة التمويل لمؤسسة سونلغاز على قيمة المؤسسة خلال الفترة (2012-2014).

الفرع الأول: تكلفة التمويل بالسندات

لقد أصدر مجمع سونلغاز في مارس 2005، أبريل 2006 وجوان 2008 ثلاثة قروض سنديّة مؤسساتية، والتي ساهمت برفع 10، 11.6 و 30 مليار دينار جزائري على التوالي، وعلى آجال 7، 6 و 11 سنة للعملية الأولى، 9 و 11 سنة للعملية الثانية و 6 سنوات للعملية الثالثة.¹

1- القرض السندي لمجمع سونلغاز - مارس 2005-

تم اصدار القرض السندي في مارس 2005 وفق الخصائص التالية:²

- القيمة الإسمية للقرض 10 مليار دينار جزائري؛
- يتمتع القرض بإعفاء ضريبي على الضريبة على أرباح الشركات، والضريبة على الدخل الإجمالي؛
- الفوائد السنوية: الشريحة الأولى 1.8 مليار دينار جزائري تستحق بعد 06 سنوات و 09 أشهر أي من 27 ديسمبر 2005 إلى 27 ديسمبر 2011 بفائدة سنوية 03.5%، والشريحة الثانية 3.3 مليار دينار جزائري تستحق بعد 09 سنوات أي من 31 مارس 2005 إلى 31 مارس 2014 بفائدة سنوية 04%، أما الشريحة الثالثة 4.9 مليار دينار جزائري تستحق بعد 11 سنة أي من 31 مارس 2005 إلى 31 مارس 2016 بفائدة سنوية 4.2%.

¹ - معلومات مقدمة من طرف قسم المالية بمديرية التوزيع لولاية تبسة.

² - Sonelgaz, notice d'information simplifiée, avril 2005, p :14.

الجدول رقم (3 - 6): جدول اهتلاك القرض السندي لمجمع سونلغاز- 29 مارس 2005-

الوحدة (مليون دج)

السنوات	المبلغ المحصل عليه	تكلفة الإصدار	فوائد الشريحة الأولى 3.5%	فوائد الشريحة الثانية 4%	فوائد الشريحة الثالثة 4.2%	القسط السنوي
27 ديسمبر 2005	10000					
27 ديسمبر 2006			63	132	205.8	400.8
27 ديسمبر 2007			63	132	205.8	400.8
27 ديسمبر 2008			63	132	205.8	400.8
27 ديسمبر 2009			63	132	205.8	400.8
27 ديسمبر 2010			63	132	205.8	400.8
27 ديسمبر 2011			63	132	205.8	2200.8
31 مارس 2012			-	132	205.8	337.8
31 مارس 2013			-	132	205.8	337.8
31 مارس 2014			-	132	205.8	3637.8
31 مارس 2015			-	-	205.8	205.8
31 مارس 2016			-	-	205.8	5105.8
المجموع	10000		378	1188	2263.8	13829.8

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على المعطيات الخاصة بإصدار السند.

ويمكن حساب تكلفة التمويل بالسندات لمجمع سونلغاز لسنة 2005 بالعلاقة التالية:

$$D = C_0 + \frac{C_1}{(1+kd)} + \frac{C_2}{(1+kd)^2} + \frac{C_3}{(1+kd)^3} + \dots + \frac{C_{11}}{(1+kd)^{11}}$$

$$10000 = 0 + \frac{400.8}{(1+kd)} + \frac{400.8}{(1+kd)^2} + \frac{400.8}{(1+kd)^3} + \frac{400.8}{(1+kd)^4} + \frac{400.8}{(1+kd)^5} + \frac{400.8}{(1+kd)^6} + \frac{337.8}{(1+kd)^7}$$

$$+ \frac{337.8}{(1+kd)^8} + \frac{3637.8}{(1+kd)^9} + \frac{205.8}{(1+kd)^{10}} + \frac{5105.8}{(1+kd)^{11}}$$

من خلال طريقة التجربة والخطأ فإن تكلفة التمويل بالسندات هي: $kd=04.24\%$.

يتحمل مجمع سونلغاز تكلفة قدرها 04.24% مقابل الحصول على قرض سندي قيمته 10 مليار

دينار جزائري يستحق بعد 11 سنة.

2- القرض السندي لمجمع سونلغاز - ماي 2006 -

تم إصدار القرض السندي في 16 ماي 2006 وفق الخصائص التالية:¹

- القيمة الإسمية للقرض 11.65 مليار دينار جزائري؛
- يتمتع القرض السندي بإعفاء ضريبي من خلال الضريبة على أرباح الشركات والضريبة على الدخل الإجمالي؛
- الفوائد السنوية: الشريحة الأولى 6 مليار دينار جزائري لمدة 09 سنوات بفائدة سنوية 4.65% ، والشريحة الثانية 5.65 مليار دينار جزائري لمدة 10 سنوات بفائدة سنوية 4.85% .

¹ - sonelgaz, notice d'information simplifiée, avril 2005, p :17.

الجدول رقم (3- 7): جدول اهتلاك القرض السندي لمجمع سونلغاز ماي 2006

الوحدة (مليون دج)

السنوات	المبلغ المحصل عليه	فوائد الشريحة الأولى 4.65%	فوائد الشريحة الثانية 4.85%	القسط السنوي
16 ماي 2006	11650	279	274.025	553.025
16 ماي 2007		279	274.025	553.025
16 ماي 2008		279	274.025	553.025
16 ماي 2009		279	274.025	553.025
16 ماي 2010		279	274.025	553.025
16 ماي 2011		279	274.025	553.025
16 ماي 2012		279	274.025	553.025
16 ماي 2013		279	274.025	553.025
16 ماي 2014		279	274.025	553.025
16 ماي 2015		279	274.025	6553.025
16 ماي 2016		-	274.025	5924.025
المجموع	11650	2511		16901.25

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على المعطيات الخاصة بإصدار السند.

يمكن حساب تكلفة التمويل بالسندات لمجمع سونلغاز في 16 ماي 2006 من خلال العلاقة التالية:

$$D = C_0 + \frac{C_1}{(1+kd)} + \frac{C_2}{(1+kd)^2} + \frac{C_3}{(1+kd)^3} + \dots + \frac{C_{10}}{(1+kd)^{10}}$$

$$11650 = 0 + \frac{553.025}{(1+kd)} + \frac{553.025}{(1+kd)^2} + \frac{553.025}{(1+kd)^3} + \frac{553.025}{(1+kd)^4} + \frac{553.025}{(1+kd)^5} + \frac{553.025}{(1+kd)^6} + \frac{553.025}{(1+kd)^7}$$

$$+ \frac{553.025}{(1+kd)^8} + \frac{6553.025}{(1+kd)^9} + \frac{5924.025}{(1+kd)^{10}}$$

من خلال طريقة التجربة والخطأ فإن تكلفة التمويل بالسندات هي: $kd=04.80\%$. يتحمل مجمع

سونلغاز تكلفة قدرها 04.8% مقابل الحصول على قرض سندي قيمته 11.65 مليار دينار جزائري يستحق

بعد 10 سنوات.

3- القرض السندي لمجمع سونلغاز - جوان 2008-

تم اصدار القرض السندي في جوان 2008 وفق الخصائص التالية:¹

- القيمة الإسمية للقرض 30 مليار دينار جزائري؛
- يتمتع القرض بإعفاء ضريبي من خلال الضريبة على أرباح الشركات، والضريبة على الدخل الإجمالي؛
- القرض يستحق بعد 06 سنوات أي من 01 جوان 2008 إلى 01 جوان 2014؛
- الفوائد السنوية: 3.75% في السنة الأولى، 04% في السنة الثانية، 4.5% في السنة الثالثة، 05% في السنة الرابعة، 5.5% في السنة الخامسة، 6.5% في السنة السادسة⁽¹⁾.

الجدول رقم (3- 8): جدول اهتلاك القرض السندي لمجمع سونلغاز - جوان 2008-

الوحدة (مليون دج)

السنوات	المبلغ المحصل عليه	فوائد السنة 1	فوائد السنة 2	فوائد السنة 3	فوائد السنة 4	فوائد السنة 5	فوائد السنة 6	القسط السنوي
01 جوان 2008	30000							-
01 جوان 2009		1125						1125
01 جوان 2010			1200					1200
01 جوان 2011				1350				1350
01 جوان 2012					1500			1500
01 جوان 2013						1650		1650
01 جوان 2014								31950
المجموع	30000							38775

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على المعطيات الخاصة بإصدار السند.

¹ - sonelgaz, notice d'information simplifiée, avril 2005, p :17.

يمكن حساب تكلفة التمويل بالسندات لمجمع سونلغاز في جوان 2008 من خلال العلاقة الآتية:

$$D = C_0 + \frac{C_1}{(1+kd)} + \frac{C_2}{(1+kd)^2} + \dots + \frac{C_6}{(1+kd)^6}$$

$$30000 = 0 + \frac{1125}{(1+kd)} + \frac{1200}{(1+kd)^2} + \frac{1350}{(1+kd)^3} + \frac{1500}{(1+kd)^4} + \frac{1650}{(1+kd)^5} + \frac{31950}{(1+kd)^6}$$

من المعادلة السابقة ومن خلال طريقة التجربة والخطأ فإن تكلفة التمويل بالسندات هي:

$$kd=4.65\%$$

الفرع الثاني: تكلفة حقوق الملكية

في ظل تحقيق مجمع سونلغاز لنتيجة صافية سالبة فإنه يتعذر الوصول إلى تكلفة حقوق الملكية، إذ تظهر هذه الأخيرة سالبة، وبالتالي سيتم حساب تكلفة حقوق الملكية انطلاقاً من الفائض الإجمالي للاستغلال وفق العلاقة التالية:

$$K_s = \frac{EBE}{S}$$

حيث:

EBE تمثل الفائض الإجمالي للاستغلال؛

S تمثل قيمة الأموال الخاصة.

1- تكلفة حقوق الملكية لسنة 2012

$$K_s (2012) = \frac{56032}{560850} = 0.099$$

2. تكلفة حقوق الملكية لسنة 2013

$$K_s (2013) = \frac{59695}{520949} = 0.114$$

3. تكلفة حقوق الملكية لسنة 2014

$$K_s (2014) = \frac{46325}{602307} = 0.076$$

من خلال حساب تكلفة التمويل بحقوق الملكية لسنوات 2012، 2013 و 2014 يظهر أن التكلفة في تذبذب خلال سنوات الدراسة، وهذا راجع إلى عدم الثبات في قيمة الأموال الخاصة ناهيك عن التذبذب في قيمة الفائض الإجمالي للاستغلال.

الفرع الثالث: التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل

وذلك من خلال العلاقة الآتية:

$$WACC = k_s \cdot w_s + k_d (1-T) \cdot w_d$$

حيث:

k_s تمثل تكلفة الأموال الخاصة؛

k_d تمثل تكلفة الديون؛

T تمثل معدل الضريبة؛

w_s وزن الأموال الخاصة في هيكل التمويل؛

w_d وزن الديون في هيكل التمويل.

1- التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل لسنة 2012

يتم حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل بالاعتماد على تكلفة حقوق الملكية وتكاليف القروض

السندية الثلاث وفقا للعلاقة التالية:

$$WACC = k_s \cdot w_s + k_{d1} \cdot w_d (1-T) + k_{d2} \cdot w_d (1-T) + k_{d3} \cdot w_d (1-T)$$

$$WACC_{(2012)} = [0.099 \cdot \frac{560850}{2010929}] + [\frac{337.8}{10000} \cdot \frac{1450079}{2010929}] + [\frac{553.025}{11650} \cdot \frac{1450079}{2010929}] + [\frac{1500}{30000} \cdot \frac{1450079}{2010929}]$$

$$WACC_{(2012)} = 12.22\%$$

2- التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل لسنة 2013

$$WACC_{(2013)} = [0.114 \cdot \frac{520949}{2316603}] + [\frac{337.8}{10000} \cdot \frac{1795654}{2316603}] + [\frac{553.025}{11650} \cdot \frac{1795654}{2316603}] + [\frac{1650}{30000} \cdot \frac{1795654}{2316603}]$$

$$WACC_{(2013)} = 13.13\%$$

3- التكلفة المرجحة للتمويل لسنة 2014

$$WACC_{(2014)} = [0.076 \cdot \frac{602307}{2810990}] + [\frac{337.8}{10000} \cdot \frac{2208683}{2810990}] + [\frac{553.025}{11650} \cdot \frac{2208683}{2810990}] + [\frac{1950}{30000} \cdot \frac{2208683}{2810990}]$$

$$WACC_{(2014)} = 13.10\%$$

بعد حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للفترة (2012-2014) تبين أن المجمع قد تحمّل تكلفة متوسطة مرجحة للتمويل بمعدل 12.22% سنة 2012، ثم ارتفعت بشكل تدريجي حيث وصلت إلى 13.13% سنة 2013 وانخفضت بشكل طفيف لتصل إلى 13.10% سنة 2014، وهذا راجع أساسا إلى مبالغة المجمع في الاعتماد على الديون طويلة الأجل مما أدى إلى ارتفاع مصاريف الفوائد على القروض مقارنة بالإيرادات المحققة (ارتفاع درجة المخاطرة في المؤسسة).

المطلب الثاني: قيمة مجمع سونلغاز وعلاقتها بالأطر النظرية

ترتبط قيمة المؤسسة بالتكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل وفق علاقة عكسية، وهذا ما سيتم التطرق إليه بالإضافة إلى ربط النتائج المتحصل عليها بالأطر النظرية المفسرة لهيكل التمويل.

الفرع الأول: قيمة مجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014)

حقق مجمع سونلغاز نتيجة تشغيلية سالبة طيلة الفترة الممتدة من سنة 2012 إلى سنة 2014 بواقع 761000000، 2549700000 و 36790000000 دج على التوالي، وهذا يوضح جليا وجود تدهور مستمر في الأرباح التشغيلية للمجمع، وهذا راجع إلى زيادة حجم الأعباء المرتبطة بدورة الاستغلال دون تحقيق زيادة مماثلة في قيمة نواتج الاستغلال، وبالتالي لا يمكن الحكم على قيمة المجمع خلال هذه الفترة بالاعتماد على قيمة الأرباح التشغيلية المحققة.

بافتراض تحقيق المجمع لأرباح تشغيلية مقبولة خلال فترة الدراسة، وبافتراض ثبات قيمة هذه الأرباح، فإنه يمكن المفاضلة بين عدة وضعيات تمثل قيمة مجمع سونلغاز بالاعتماد على التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل التي يتحملها المجمع.

من خلال العلاقة العكسية التي تربط بين تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة يتبين أن أكبر قيمة سوقية للمجمع تحققت سنة 2012 وذلك من خلال تحمل المجمع لأقل تكلفة تمويل خلال فترة الدراسة وهي 12,22%، ثم بعد ذلك عرفت هذه التكلفة ارتفاعا خلال سنتي 2013 و2014 لتبلغ معدل 13,13% و13,10% على التوالي، وبالتالي فإن قيمة مجمع سونلغاز قد شهدت انخفاضا محسوسا خلال هاتين السنتين بسبب ارتفاع تكلفة التمويل.

الفرع الثاني: علاقة النتائج بالأطر النظرية

بعد حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل ودراسة علاقتها بقيمة مجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014) يتم ربط النتائج المتوصل إليها بالنظريات المفسرة لهيكل التمويل والتي تم التطرق إليها سابقا.

1 - نموذج مودكيلاي وميلر

في ظل نموذج مودكيلاي وميلر تسعى المؤسسة إلى التركيز على التمويل بالديون وهذا بغية الاستفادة من الوفورات الضريبية، رغم تقادم وزيادة حجم ديون المؤسسة في هيكلها التمويلي.

فبالنسبة لمجمع سونلغاز خلال سنوات 2012، 2013 و2014 فإن هيكلها التمويلي يتكون من جزء كبير من الديون بواقع 72.1%، 77.51% و78.57% على التوالي وهذا ما يمكنها من الاستفادة من الوفورات الضريبية وفقا لما جاء في هذا النموذج، وتجدر الإشارة إلى أن اختيار هيكل التمويل لمجمع سونلغاز يتوافق مع التوقعات النظرية لنموذج مودكيلاي وميلر، وبالتالي فالمجمع موفق في اختيار هذا الهيكل.

2- نموذج تكلفة الإفلاس

إن الزيادة في حجم القروض ضمن الهيكل التمويلي للمؤسسة تؤدي إلى زيادة تكلفة الإفلاس، فبالنسبة لمجمع سونلغاز خلال الفترة محل الدراسة يُلاحظ أن قيمة المؤسسة تتأثر بزيادة القروض، إلا أن هذا التأثير ظهر بشكل سلبي من خلال تدهور قيمة المؤسسة بشكل تدريجي.

كما يلاحظ أن مجمع سونلغاز قد انخفضت قدرته العالية على الاستدانة نوعاً ما، وبالتالي فإن تكلفة الإفلاس غير مرشحة للارتفاع خلال السنوات القادمة، وبالتالي فإن خطر الإفلاس لا يفترض أن يكون عاملاً مؤثراً في اختيار الهيكل التمويلي للمجمع

3- نموذج الوكالة

يبين نموذج الوكالة وجود نوعين من التكاليف، فالتكلفة الأولى ترتبط بعلاقة المسير والمساهم، أما التكلفة الثانية فترتبط بالعلاقة بين المؤسسة والأطراف الدائنين، وبالنسبة لمجمع سونلغاز فإنه لا يتحمل النوع الأول من التكاليف وذلك لأن رأس المال هو ملك للدولة، أما عن النوع الثاني من التكاليف فإن هذه الأخيرة تأخذ بشكل التزامات المجمع تجاه دائنيه، وهذا يسقط الافتراضين التاليين:

- عدم تماثل المعلومات بين الشركة والدائنين؛

- انفصال قرار الاستثمار عن قرار التمويل.

فموجب اتفاقية القرض يحصل الدائنون على جميع المعلومات التي يحتاجونها من المؤسسة، وهو ما يؤدي إلى إسقاط الافتراض الأول. أما الافتراض الثاني فيسقط نتيجة ضمان عملية الاستدانة باستخدام أصول المؤسسة وهو ما يؤدي إلى ربط الاستثمار بالتمويل.

وبالنسبة لمجمع سونلغاز خلال فترة الدراسة فإنه من الظاهر أن المقرضين قد نقلوا تكلفة الوكالة إلى الملاك (الدولة)، وهو ما أدى إلى ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمجمع.

4- نموذج الإشارة

تظهر تكاليف نموذج الإشارة في نوعين هما الإشارات المالية المكلفة والإشارات المالية غير المكلفة.

بالنسبة لمجمع سونلغاز خلال الفترة محل الدراسة فإنه يعتمد بشكل كبير على الديون في هيكله التمويلي، وبالتالي فإن المجمع لا يهدف بشكل رئيسي إلى إعطاء إشارة جيدة في السوق المالي باعتماده على التمويل الذاتي وهذا قد يتم تفسيره بأن المجمع غير مهتم بالسوق المالي بشكل كبير.

أما بالنسبة للإشارات المالية غير المكلفة فإن المجمع لم يشر إلى حد معين من الاستدانة قد يمكن الحصول عليه، وهو ما يؤكد عدم الاهتمام كثيرا بالسوق المالي من طرف المجمع.

عموما فإن تكلفة الإشارة لا تعتبر عاملا مهما في تحديد هيكل التمويل لمجمع سونلغاز، بالتالي فإنه ليس لها تأثير على قيمة المجمع سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.

5 - نموذج تدرج التمويل

يتطلب نموذج تدرج التمويل وجود سوق مالي فعال وكفى تتداول فيه الأوراق المالية، بحيث يتطلب وجود منافسة بين المستثمرين وحرية الدخول إلى السوق، ونظرا لعدم وجود هذه المتطلبات على مستوى السوق المالي المحلي في الجزائر، فإن نموذج تدرج مصادر التمويل لا يعتبر عاملا محددًا لهيكل التمويل الخاص بمجمع سونلغاز، ووفقا لهذا فإن قيمة المجمع لا تتأثر أيضا وفقا لهذا النموذج.

بعد حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014)، تمت المفاضلة بين 03 وضعيات مختلفة بقيمة مجمع سونلغاز خلال فترة الدراسة بالاعتماد على تكلفة الأموال، حيث تم افتراض ثبات الأرباح التشغيلية والتي تعتبر طرفا مؤثرا في القيمة السوقية للمؤسسة.

كما تم ربط النتائج المتحصل عليها بالنظريات المفسرة لهيكل التمويل والتي أظهرت تأثره بافتراضات مدخل مودكيلاوني وميلر في ظل وجود الضريبة، كما يتأثر أيضا بتكلفة الوكالة، وفيما عدا هذا فإن الهيكل التمويلي لمجمع سونلغاز وقيمه السوقية لا يتأثران بافتراضات المداخل النظرية الأخرى.

خلاصة الفصل

تتأثر قيمة المؤسسة بشكل مباشر بالتكلفة المتوسطة المرجحة للأموال حيث يظهر هذا التأثير وفق علاقة عكسية، وبالتالي فإن قيمة المؤسسة تكون في حدّها الأقصى عند أقل تكلفة ممكنة للتمويل.

فبالنسبة لهيكل التمويل الخاص بمجمع سونلغاز فإنه يتكون من جزء كبير من الديون في شكل قروض سنديّة، وهو ما يساهم في تخفيض تكلفة التمويل باعتبار القروض السنديّة منخفضة التكاليف، وهو ما يؤدي إلى زيادة متوقعة في قيمة المجمع.

إن الأثر الإيجابي للاستدانة على قيمة المؤسسة لا يفترض أن يكون مطلقاً حيث تجدر الإشارة إلى أن المبالغة في الاعتماد على الاستدانة ضمن هيكل التمويل قد تصل إلى حد ترتفع فيه درجة المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم بسبب ارتفاع الفوائد على القروض وهو ما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال من جديد، وهو ما يؤدي بدوره إلى انخفاض قيمة المجمع نتيجة للقرارات التمويلية السيئة، وهذا ما لا يتفق مع رغبات أصحاب المصالح لدى المؤسسة.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

يعتبر قرار التمويل أحد الأدوات الهامة ضمن السياسة المالية للمؤسسة الاقتصادية الساعية لتحقيق أهدافها المتمثلة أساسا في تحقيق الاستمرارية وتعظيم قيمتها إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي فإن قرار التمويل يعتمد أساسا على المفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية، إذ تختلف شروط الحصول عليها وتكاليفها حسب الجهات المصدرة لها، وباعتبار الأسواق المالية في الجزائر لا تتسم بالفعالية والكفاءة كونها ناشئة، فإن مصادر التمويل الخارجي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية تستند بصفة أساسية إلى القطاع المصرفي.

وقد تمحورت مشكلة هذه الدراسة حول تأثير اختيار الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة الاقتصادية، حيث يخضع اختيار هيكل التمويل الملائم للمؤسسة إلى مجموعة من العوامل الداخلية والخارجية أهمها عامل تكلفة الحصول على الأموال والذي يعتبر مقياس للمفاضلة بين التمويل عن طريق الأموال الخاصة والتمويل عن طريق الاستدانة.

إن تأثير تكلفة الحصول على الأموال في اختيار هيكل تمويلي مناسب تجعل من القيمة السوقية للمؤسسة تتأثر بشكل مباشر بتكلفة التمويل، حيث تكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأقصى عند أدنى تكلفة متوسطة مرجحة للتمويل بافتراض ثبات باقي العناصر المؤثرة في قيمة المؤسسة.

أولاً- اختبار الفرضيات

- يتم تقييم المؤسسة الاقتصادية بناءً على مجموعة من الطرق المرتكزة على منظور الذمة المالية، وقيمة المردودية، والتقييم عن طريق التدفقات النقدية، وعن طريق مضاعف الربحية، وهو ما ينفي صحة الفرضية الأولى؛

- تنقسم مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسة إلى مصادر داخلية متمثلة في حقوق الملكية ومصادر خارجية متمثلة في الاستدانة، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية؛

- تسعى المؤسسة لتعظيم قيمتها السوقية من خلال البحث عن مصادر التمويل الملائمة بأقل تكلفة ممكنة، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

ثانياً - النتائج

قد تم التوصل من خلال هذا البحث إلى جملة من النتائج النظرية والتطبيقية:

1- نتائج الجانب النظري

من خلال الاطلاع النظري للبحث تم التوصل إلى جملة من النتائج أبرزها:

- تتاح أمام المؤسسة العديد من المصادر التمويلية من داخل المؤسسة وخارجها، وهنا يأتي دور الوظيفة المالية التي تقوم بالمفاضلة بين هذه المصادر، واختيار المصادر الأفضل من حيث شروط وتكاليف الحصول عليها؛
- يعتبر تقييم المؤسسة استناداً إلى منهج السوق غير ممكن التطبيق في الجزائر بسبب عدم اتسام السوق بالكفاءة والفعالية؛
- إن خضوع اختيار هيكل التمويل لمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية يجعل من تحديد هيكل تمويلي أمثل أمراً في غاية الصعوبة، ويستدعي وجود مرونة دائمة حتى يمكن تعديله؛
- إن الاختلاف الجوهرى بين النظريات المفسرة لهيكل التمويل يتعلق أساساً بإمكانية تأثير هيكل التمويل على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظل عدم وجود الضريبة.

2- نتائج الجانب التطبيقي

مكننت الدراسة الميدانية بمجمع سونلغاز من استخلاص النتائج التالية:

- ينشط مجمع سونلغاز في سوق استهلاكي واسع لا يتسم بالمنافسة، حيث يعتبر مجمع سونلغاز الموزع الوحيد للكهرباء والغاز في الجزائر؛
- لا توجد منتجات بديلة لمنتجات مجمع سونلغاز في الجزائر؛
- تعود ملكية مجمع سونلغاز كلياً إلى الدولة، وبالتالي فإن الأطراف المتدخلة في القرارات المالية تمثل القطاع العام؛
- نظراً لضعف قدرة مجمع سونلغاز على الاقتراض، فإن هذا الأخير انخفضت أرباحه الصافية خلال الفترة التي قام فيها بإصدار القروض السندية؛
- ينتهج المجمع سياسة تمويلية تعتمد بشكل كبير على الاستدانة من خلال القروض السندية والتي تتميز بانخفاض تكلفتها؛
- يحقق المجمع نتائج سالبة طيلة سنوات الدراسة، وهذا راجع إلى ارتفاع حجم الأعباء التشغيلية بشكل كبير، وهذا ما أثر سلباً على القيمة السوقية للمجمع في ظل استقرار تكلفة الأموال نسبياً.

ثالثا - التوصيات والاقتراحات

بناءً على ما تقدم من نتائج، يمكن تقديم التوصيات والاقتراحات الموالية:

- نتيجة لعدم تمتع مجمع سونلغاز بقدرة عالية على الاقتراض، فإنه يتعين عليه التوقف عن إصدار القروض السنوية خلال السنوات القادمة إلى غاية ضمان تغطية مصاريفه المالية بالإيرادات المتوقع تحقيقها؛

- يتم استهلاك القروض السنوية للمجمع في نهاية المدة، وهذا ما يستدعي ضرورة تكوين احتياطي لمواجهة التدفقات النقدية الخارجة الأخيرة؛

- يجب على المجمع تنويع مصادر التمويل وتقليل الاعتماد على الاستدانة، وهذا بغية ضمان الاستقلالية المالية؛

- فتح المجال أمام المستثمرين للاكتتاب في أسهم المجمع بهدف تفعيل الخوصصة، والسعي لتعظيم الأرباح ورفع القيمة السوقية للمجمع.

رابعا - آفاق البحث

بناءً على ما توصل إليه البحث من نتائج، وما تم تقديمه من اقتراحات، يمكن التعرض لمجموعة من المواضيع التي تنتظر المعالجة مستقبلا، منها ما يلي:

- أثر هيكل التمويل على قيمة المؤسسة في ظل عدم وجود الضرائب؛

- التمويل عن طريق البورصة كبديل للتمويل المصرفي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً- المراجع والمصادر باللغة العربية:

1-الكتب:

- 1- أبو الفتوح علي فضاله، الهيكل التمويلية، دار الكتب العلمية، أمبابة، مصر.
- 2- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر، عنابة، الجزائر.
- 3- إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل للنشر، عمان، 2006.
- 4- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، الإسكندرية، 2005.
- 5- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، 2004.
- 6- الداوي الشيخ، دروس في مبادئ التسيير، مركز الطباعة، جامعة الجزائر، 2004-2005.
- 7- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1997..
- 8- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، دار الإشعاع للنشر، القاهرة، 1997.
- 9- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفاء للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2010.
- 10- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات - تحديد قيمة المنشأة-، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 11- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 12- عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون الجزائر، 2000.
- 13- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2004.
- 14- عبد الكريم بويعقوب، المحاسبة التحليلية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 1998.

- 15- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2009.
- 16- عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار الباروزي، عمان.
- 17- عرباجي إسماعيل، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الأولى، 1996.
- 18- عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة الثانية، 1993.
- 19- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد، الأردن، الطبعة الثالثة، 2010.
- 20- فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، جامعة أسيوط، مصر، 2007.
- 21- محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، الطبعة الثالثة، 2006.
- 22- محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2004.
- 23- محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 24- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
- 25- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية، 2003.
- 26- ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، الطبعة الأولى، 1998.

2-المجلات والملتقيات:

- 1- دادن عبد الوهاب، مداخلة بعنوان: **الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة الباحث، العدد 07-2010، جامعة ورقلة، الجزائر.
- 2- دادن عبد الوهاب، مداخلة بعنوان: **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 04-2006.
- 3- زغيب مليكة، مداخلة بعنوان: **علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 31، 2009، جامعة سكيكدة، الجزائر.

3-القوانين والمراسيم:

- 1- بموجب الأمر 54-69 الصادر في 1969/07/28.
- 2- المرسوم رقم 59-69 المؤرخ في 1969/07/26 والصادر في 1969/08/10 والمتعلق بإنشاء المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز.
- 3- بموجب المرسوم التنفيذي رقم 91-475 الصادر في 1991-12-14 والمتعلق بالقانون الأساسي لسونلغاز
- 4- القرار التنفيذي رقم 95-280 المؤرخ في 1995-12-17 والمتعلق بالنظام الأساسي للشركة الوطنية للكهرباء والغاز.
- 5- المادة 165 من القانون رقم 02-01 الصادر بتاريخ 2002-02-05 الخاص بتوزيع الكهرباء والغاز.
- 6- المرسوم الرئاسي رقم 02-01 الصادر في 2002-02-05 الخاص بتنظيم رئاسة المؤسسة.
- 7- المرسوم الرئاسي رقم 02-195 المؤرخ في 2002-06-01 والخاص بتنظيم رئاسة المؤسسة.
- 8- المرسوم الرئاسي رقم 02-195 المؤرخ في 2002-06-01 والمتعلق برأس مال مؤسسة سونلغاز.
- 9- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الصادرة في 08-06-2011، العدد 32.

4- الرسائل والأطروحات:

1- أحلام مخبي، تقييم المؤسسة من وجهة نظر البنك، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص بنوك وتأمينات، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2006-2007.

2- بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، 2011-2012.

3- الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، 2011-2012.

4- حركاتي نبيل، تحليل هيكل رأس المال والجدوى من الاقتراض في المؤسسة الإنتاجية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2001-2002.

5- زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009.

6- شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009.

7- عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2011-2012.

8- علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009.

- 9- قريشي يوسف، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2005.
- 10- مصطفى محمد عبده محمد، نحو نظرية لتفسير السلوك التمويلي للشركات في مصر، أطروحة دكتوراه، جامعة عين شمس، مصر، 1998.

ثانيا- المراجع باللغة الأجنبية:

- 1-Harris m & A. raviv, the theory of capital structure, journal of finance, vol 46 N⁰ 1, march 1991.
- 2-Pierre conso et Farouk Hemici, gestion financière de l'entreprise, 9ieme édition, Dunod, Paris, 1999.
- 3-Slutz.R, management discretion and optimal financing polities, journal of financial economies, vol 26, 1991.
- 4-Sonelgaz, notice d'information simplifiée, avril 2005.

ثالثا- المواقع الإلكترونية:

- موقع: www.mawdou3.com
- موقع: www.bayt.com
- موقع مجمع سونلغاز: www.sonelgaz.dz

الملاحق

Comptes consolidés du Groupe SONELGAZ-Exercice clos 2012.

ACTIF	MONTANTS NETS (en millions DA)		
	2012	2011	Evolution
ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)			
Ecart d'acquisition (ou goodwill)	0	0	
Immobilisations incorporelles	550	560	-2%
Immobilisations corporelles	1 079 184	848 307	27%
Terrains	3 888	3 804	2%
Agencements et aménagements de terrains	14 057	13 034	8%
Constructions (Bâtiments et ouvrages d'infrastructure)	77 111	67 791	14%
Installations techniques, matériel et outillage industriel	902 962	653 936	38%
Autres immobilisations corporelles	81 166	109 741	-26%
Immobilisations en cours	712 770	747 875	-5%
Immobilisations financières	103 994	89 632	16%
Titres mis en équivalence - entreprises associées	24 191	17 618	37%
Autres participations et créances rattachées	0	0	
Autres titres immobilisés	2 475	2 773	-11%
Prêts et autres actifs financiers non courants	924	319	190%
Impôts différés actif	8 395	7 628	10%
Autres actifs non courants	68 011	61 294	11%
TOTAL ACTIF NON COURANT	1 896 499	1 686 374	12%
ACTIF COURANT			
Stocks et encours	48 257	32 782	47%
Créances et emplois assimilés	288 673	259 517	11%
Clients	109 412	98 389	11%
Autres débiteurs	152 264	136 233	12%
Impôts	26 998	24 834	9%
Autres actifs courants	0	61	-100%
Disponibilités et assimilés	88 095	71 407	23%
Placements et autres actifs financiers courants	1 658	6 624	-75%
Trésorerie	86 437	64 783	33%
TOTAL ACTIF COURANT	425 026	363 706	17%
TOTAL BILAN ACTIF	2 321 524	2 050 080	13%

Comptes Consolidés du Groupe Sonelgaz, exercice clos 2012

PASSIF	MONTANTS NETS (en millions DA)		
	2012	2011	Evolution
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)	150 000	150 000	0%
Renforcement des fonds propres	206 801	206 251	0%
Capital non appelé	2 171	6 875	-68%
Primes et réserves (Réserves consolidées)	148 961	145 262	3%
Ecart de réévaluation	30 553	30 345	1%
Ecart d'équivalence	10 291	4 210	144%
Résultat net (Résultat net part du groupe)	-8 789	-10 721	-18%
Autres capitaux propres - Report à nouveau	20 862	32 096	-35%
Part de la société consolidante	499 080	501 739	-1%
Part des minoritaires	61 770	62 580	-35%
TOTAL CAPITAUX PROPRES	560 850	564 319	-1%
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	915 791	711 322	29%
Impôts (différés et provisionnés)	16 157	14 811	9%
Autres dettes non courantes	2 171	7 020	-69%
Provisions et produits comptabilisés d'avance	515 960	466 561	11%
TOTAL PASSIFS NON COURANT	1 450 079	1 199 713	21%
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	147 146	122 249	20%
Impôts	9 175	15 404	-40%
Autres dettes	75 155	66 575	13%
Trésorerie passif	79 118	81 820	-3%
TOTAL PASSIFS COURANTS	310 595	286 048	9%
TOTAL GENERAL PASSIF	2 321 524	2 050 080	13%

Comptes consolidés du Groupe SONELGAZ, exercice clos 2012

Montants nets en Millions de DA

Tableau des comptes de résultats			
Rubrique	2012	2011	Evolution
Chiffre d'affaires	203 971	191 864	6%
Variation stock produits finis et encours	228	- 195	
Production immobilisée	4 722	4 741	
Subvention d'exploitation	-	-	
I Production de l'exercice	208 922	196 410	6%
Achats consommés	- 51 536	- 56 781	
Services extérieurs et autres consommations	- 25 363	- 25 521	
II Consommations de l'exercice	- 76 899	- 82 301	-7%
III Valeur ajoutée d'exploitation	132 022	114 108	16%
Charges de personnel	- 71 597	- 61 688	16%
Impôts taxes et versements assimilés	- 4 393	- 4 663	-6%
IV Excédant brut d'exploitation	56 032	47 756	17%
Autres produits opérationnels	12 812	14 909	-14%
Autres charges opérationnelles	- 2 754	- 3 886	-29%
Dotations aux amortissements et provisions	- 76 893	- 71 887	7%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	10 042	8 146	23%
VRésultat opérationnel	- 760	- 4 962	-85%
Produits financiers	733	1 538	
Charges financières	- 13 540	- 14 252	
VI Résultat financier	- 12 807	- 12 714	1%
VII Résultat ordinaire avant impôts	- 13 567	- 17 676	-23%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-	-	
Impôts différés sur résultats ordinaires	1 473	3 982	
Total des produits des activités ordinaires	232 509	224 985	3%
Total des charges des activités ordinaires	- 244 603	- 238 679	2%
VIII Résultat net des activités ordinaires	- 12 094	- 13 693	-12%
Elements extraordinaires produits (à préciser)	111	220	-50%
Elements extraordinaires Charges (à préciser)	- 231	- 8	
IX Résultat extraordinaire	- 120	212	-157%
X Résultat net de l'exercice	- 12 214	- 13 481	-9%
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence	3 425	2 760	24%
XI Résultat net de l'ensemble consolidé	- 8 789	- 10 721	-18%

Tableau N° (03) : Bilan consolidé au 31/12/2013 (En millions de dinars)

	MONTANTS NETS		
	2013	2012	Evolution
ACTIF			
ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)			
Ecart d'acquisition (ou goodwill)	0	0	-
Immobilisations incorporelles	334	550	-39%
Immobilisations corporelles	1 280 124	1 079 184	19%
Terrains	3 803	3 888	-2%
Agencements et aménagements de terrains	14 357	14 057	2%
Constructions (Batiments et ouvrages d'infrastructure)	78 500	77 111	2%
Installations techniques, matériels et outillages industriels	1 023 457	902 962	13%
Autres immobilisations corporelles	160 007	81 166	97%
Immobilisations en cours	807 689	712 770	13%
Immobilisations financières	30 956	103 995	-70%
Titres mis en équivalence - entreprises associées	24 610	24 191	2%
Autres participations et créances rattachées	235	0	-
Autres titres immobilisés	25	2 475	-99%
Prêts et autres actifs financiers non courants	1 742	924	89%
Impôts différés actif	4 343	8 395	-48%
Autres actifs non courants	68 011	-	-100%
TOTAL ACTIF NON COURANT	2 119 102	1 896 499	12%
Stocks et encours	79 493	48 258	65%
Créances et emplois assimilés	431 860	288 673	50%
Clients	133 617	109 412	22%
Autres débiteurs	180 170	152 264	18%
Impôts	118 071	26 998	337%
Autres actifs courants	2,211	0	-
Disponibilités et assimilés	119 339	88 095	35%
Placements et autres actifs financiers courants	9 581	1 658	478%
Trésorerie	109 483	86 437	27%
Comptes transitoires	275	-	-
TOTAL ACTIF COURANT	630 692	425 026	48%
TOTAL BILANACTIF	2 749 794	2 321 524	18%

	MONTANTS NETS		
	2013	2012	Evolution
PASSIF			
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)	150 000	150 000	0%
Renforcement des fonds propres	187 383	206 801	-9%
Capital non appelé	-	2 171	-
Primes et réserves (Réserves consolidées)	162 598	148 961	9%
Ecart de réévaluation	30 480	30 553	0%
Ecart d'équivalence	8 942	10 291	-13%
Résultat net (Résultat net part du groupe)	-29 730	-8 789	238%
Autres capitaux propres - Report à nouveau	-48 076	20 862	-330%
Part de la société consolidante	499 423	499 080	-18%
Part des minoritaires	111 526	61 770	81%
TOTAL CAPITAUX PROPRES	520 949	560 850	8%
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	1 243 497	915 791	35%
Impôts (différés et provisionnés)	12 910	16 157	-20%
Autres dettes non courantes	33	2 171	-98%
Provisions et produits comptabilisés d'avance	539 213	515 960	5%
TOTAL PASSIFS NON COURANT	1 795 654	1 450 079	24%
Fournisseurs et comptes rattachés	202 779	147 146	38%
Impôts	14 301	9 175	56%
Autres dettes	94 713	75 155	26%
Trésorerie passif	118 037	79 118	49%
Comptes transitoire	3 361	-	-
TOTAL PASSIFS COURANTS	433 192	310 595	39%
TOTAL GENERAL PASSIF	2 749 794	2 321 524	18%

Rapport financier 2013

Tableau N° (02) : Comptes de résultats consolidés exercice 2013 (En millions de dinars) :

Rubrique	Exercice 2013	Exercice 2012	Evolution 2013/2012
Chiffre d'affaires	236 093	203 971	16%
Variation Stocks produits finis et encours	2333	228	-
Production immobilisée	8 377	4 722	77%
Subventions d'exploitation	45		-
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	246 849	208 921	18%
Achats consommés	53 319	51 536	3%
Services extérieurs et autres consommations	47 464	25 363	87%
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE	100 784	76 899	31%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	146 065	132 023	11%
Charges du personnel	80 760	71 597	13%
Impôts, taxes et versements assimilés	5 610	4 393	28%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	59 695	56 033	7%
Autres produits opérationnels	1 782	12 812	-86%
Autres charges opérationnelles	2 437	2 754	-12%
Dotations aux amortissements et aux provisions	98 513	76 893	28%
Reprise sur pertes de valeur et provisions	13 976	10 042	39%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	-25 497	-760	-
Produits financiers	1605	733	119%
Charges financières	11 312	13 540	-16%
VI - RESULTAT FINANCIER	-9 707	-12 807	-24%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)	-35 204	-13 567	159%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	713	0	-
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	863	1 473	-41%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	264 212	232 509	14%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	300 992	244 603	23%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	-36 780	-12 094	204%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	43	111	-61%
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	121	231	-47%
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-78	-120	-35%
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	-36 858	-12 214	202%
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence	7 129	3 425	108%
XI - RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE	-29 730	-8 789	238%
Dont part des minoritaires	-5 651	-2 318	244%
Part du Groupe	-24 087	-11 107	217%

Tableau N° (03) : Bilan consolidé au 31/12/2014

ACTIF	MONTANTS NETS		
	2014	2013	Evolution
ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)			
Ecart d'acquisition (ou goodwill)	0	0	
Immobilisations incorporelles	394,49	334	18%
Immobilisations corporelles	1 580 335	1 280 124	23%
Terrains	4 010,81	3 803	5%
Agencements et aménagements de terrains	15 411,55	14 357	7%
Constructions (Bâtiments et ouvrages d'infrastructure)	133 089,67	78 500	70%
Installations techniques, matériels et outillages industriels	1 298 434,81	1 023 457	27%
Autres immobilisations corporelles	129 387,83	160 007	-19%
Immobilisations en cours	959 434,40	807 689	19%
Immobilisations financières	36 001	30 956	16%
Titres mis en équivalence - entreprises associées	28 132,46	24 610	14%
Titres participations et créances rattachées	0	235	-100%
Autres titres immobilisés	172,36	25	587%
Prêts et autres actifs financiers non courants	2 617,46	1 742	50%
Impôts différés actifs	5 078,78	4 343	17%
Autres actifs non courants	0		-
TOTAL ACTIF NON COURANT	2 576 165	2 119 102	22%
ACTIF COURANT			
Stocks et encours	106 357	79 493	34%
Créances et emplois assimilés	421 067	431 860	-2%
Clients	158 623	133 617	19%
Autres débiteurs	124 667	180 170	-31%
Impôts	137 777	118 071	17%
Autres actifs courants	0	2,211	-100%
Disponibilités et assimilés	179 803	119 339	51%
Placements et autres actifs financiers courants	4 620	9 581	-52%
Trésorerie	174 969	109 483	60%
Comptes transitoires	214	275	-22%
TOTAL ACTIF COURANT	707 227	630 692	12%
TOTAL BILAN ACTIF	3 283 392	2 749 794	19%



En millions de dinars

PASSIF	MONTANTS NETS		
	2014	2013	Evolution
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)	150 000	150 000	0%
Renforcement des fonds propres	323 981	187 383	73%
Capital non appelé	0	-	-
Primes et réserves (Réserves consolidées)	165 808	104 534	59%
Ecart de réévaluation	30 432	30 480	0%
Ecart d'équivalence	10 864	8 942	21%
Résultat net (Résultat net part du groupe)	(52 547)	(24 078)	118%
Autres capitaux propres - Report à nouveau	(84 274)	(47 838)	76%
Part de la société consolidante	544 265	409 423	33%
Part des minoritaires	58 042	111 526	-48%
TOTAL CAPITAUX PROPRES	602 307	520 949	16%
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	1 751 885	1 243 497	41%
Impôts (différés et provisionnés)	14 676	12 910	14%
Autres dettes non courantes	1 410	33	-
Provisions et produits comptabilisés d'avance	440 713	539 213	-18%
TOTAL PASSIFS NON COURANT	2 208 683	1 795 654	23%
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	240 200	202 779	18%
Impôts	9 616	14 301	-33%
Autres dettes	123 023	94 713	30%
Trésorerie passif	98 881	118 037	-16%
Comptes transitoires	681	3 361	-
TOTAL PASSIFS COURANTS	472 401	433 192	9%
TOTAL GENERAL PASSIF	3 283 392	2 749 794	19%

Tableau N° (02) : Comptes de résultats consolidés - Exercice 2014 -

En millions de dinars

Rubrique	Exercice 2012	Exercice 2013	Exercice 2014	Evolution 2014/2013
Chiffre d'affaires	203 971	236 093	313 055	33%
Variation Stocks produits finis et encours	228	2333	211	-
Production immobilisée	4 722	8 377	8 133	-3%
Subventions d'exploitation		45	114	-
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	208 921	246 849	321 513	30%
Achats consommés	51 536	53 319	120 508	126%
Services extérieurs et autres consommations	25 363	47 464	64 715	36%
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE	76 899	100 784	185 223	84%
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	132 022	146 065	136 290	-7%
Charges de personnel	71 597	80 760	83 672	4%
Impôts, taxes et versements assimilés	4 393	5 610	6 292	12%
IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	56 032	59 695	46 325	-22%
Autres produits opérationnels	12 812	1 782	21 087	1083%
Autres charges opérationnelles	2 754	2 437	1 954	-20%
Dotations aux amortissements et aux provisions	76 893	98 513	113 687	15%
Reprise sur pertes de valeur et provisions	10 042	13 976	11 438	-18%
V- RESULTAT OPERATIONNEL	-761	-25 497	-36 790	44%
Produits financiers	733	1 605	3 038	89%
Charges financières	13 540	11 312	17 255	53%
VI- RESULTAT FINANCIER	-12 807	-9 707	-14 217	46%
VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)	-13 568	-35 204	-51 007	45%
Impôts exigibles sur résultat ordinaire	0	713	2 029	-
Impôts différés (Variations) sur résultat ordinaire	1 473	863	1 642	90%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	232 508	264 212	357 076	35%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	244 603	300 992	411 754	37%
VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	-12 095	-36 780	-54 678	49%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	111	43	2	-95%
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	231	121	20	-84%
IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-120	-78	-18	-77%
X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE	-12 215	-36 858	-54 696	48%
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence	3 425	7 129	6 915	-3%
XI- RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE	-8 790	-29 730	-47 781	61%
Dont part des minoritaires		-5 651	4 766	-184%
Part du Groupe		-24 078	-52 547	118%

المخلص:

تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيق أهدافها المتمثلة في الاستمرارية وتعظيم الأرباح، وفي إطار هذا المسعى فإن المؤسسة تبحث عن توفير الأموال اللازمة لتغطية استثماراتها واحتياجاتها التمويلية.

يوجد مصدرين رئيسيين للتمويل هما مصادر التمويل الداخلية، ومصادر التمويل الخارجية، حيث يتعين على المؤسسة المفاضلة بين هذه المصادر بغية تشكيل هيكل التمويل الملائم لاحتياجاتها. إن اختيار هيكل التمويل يؤثر على قيمة المؤسسة عن طريق التكلفة المتوسطة للتمويل، حيث تتعظم قيمة المؤسسة عند أقل تكلفة ممكنة للتمويل، حيث وجدت العديد من الدراسات والنظريات المفسرة لهيكل التمويل وعلاقته بقيمة المؤسسة، وهذا بداية بالمدخل التقليدي وصولاً إلى النظريات الحديثة.

الكلمات المفتاحية:

مصادر التمويل، تكلفة التمويل، هيكل التمويل، قيمة المؤسسة.

Résumé:

L'entreprise économique cherche à atteindre ses objectifs de continuité et de maximiser les profits, et dans le cadre d'essayer d'atteindre ces objectifs doit avoir accès aux fonds nécessaires pour couvrir leurs investissements et besoins de financement.

Il existe deux sources principales de financement sont le financement interne et le financement externe, Où ils doivent choisir entre ces sources pour former la structure de financement appropriée pour les besoins de l'entreprise.

Le choix d'une structure de financement influence sur la valeur de l'entreprise par le coût de financement moyen, dont elle atteint la plus grande valeur au plus bas coût possible du financement, là où se trouve de nombreuses études et théories qui ont interprété la valeur de l'entreprise et sa relation avec la structure du financement depuis le début de l'entrée traditionnelle jusqu'aux entrées modernes.

Mots clés :

Source de financement, coût de financement, structure de financement, valeur de l'entreprise.