

كلية العلوم الاقتصادية، والتجارية، وعلوم التسيير
قسم: علوم المالية والمحاسبة

الرقم التسلسلي:/ 2017

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

الفرع: علوم المالية والمحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

عنوان المذكرة:

القرارات التمويلية الاستراتيجية في تعظيم قيمة المؤسسة
دراسة حالة: المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز - سونلغاز -

إشراف الأستاذ:

- حفيظ عبد الحميد

من إعداد الطالبين:

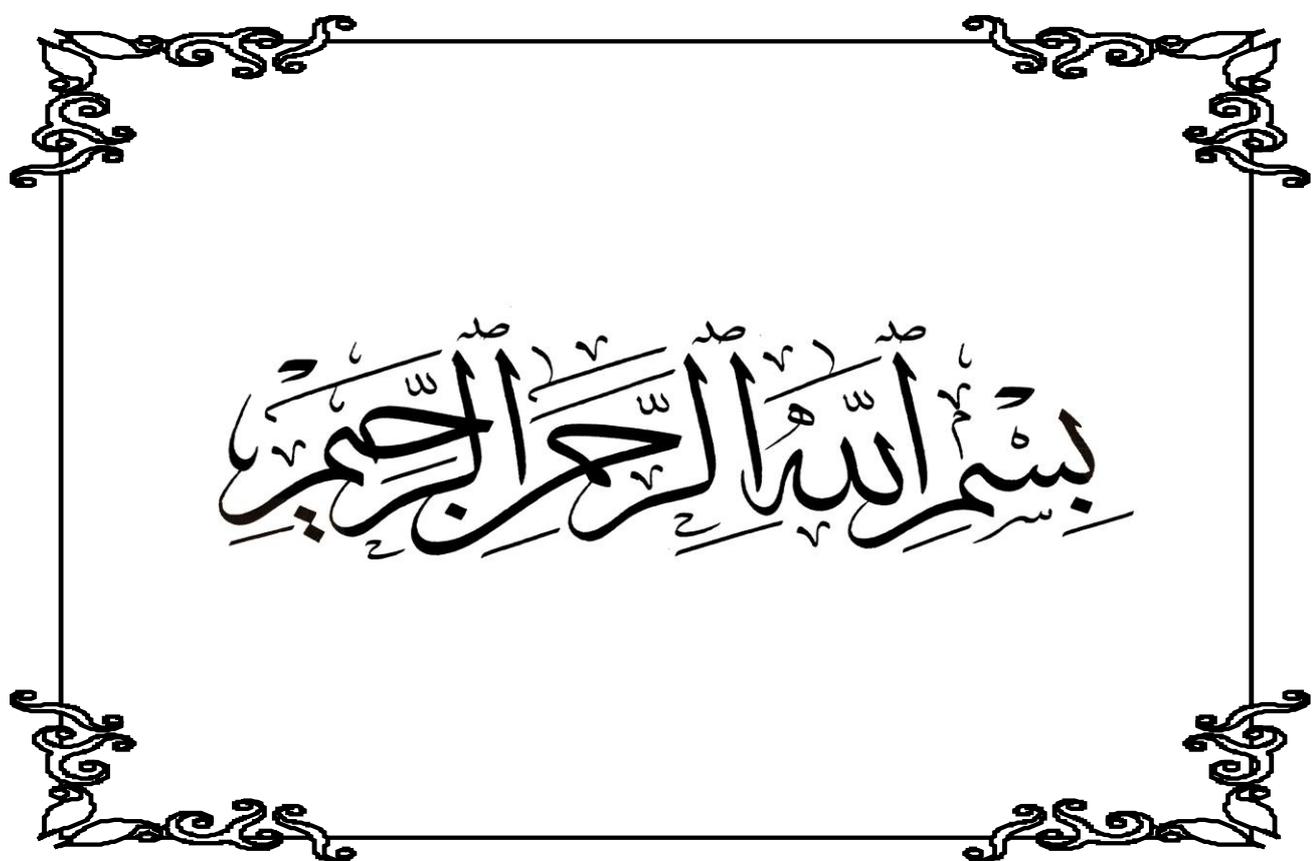
- حسناء هميلي

- رميساء معلم

جامعة العربي التبسي - تبسة
Université Lachi Tébessi - Tébessa

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الصفة
زرفاوي عبد الكريم	أستاذ مساعد "أ"	رئيسا
د. حفيظ عبد الحميد	أستاذ محاضر "أ"	مشرفا ومقرر
خلدون حجيلا	أستاذ مساعد "أ"	عضوا مناقشا



الشكر والتقدير

مناجته وأصاب فله أجزان، ومناجته وأخطأ فله أجر واحد

الحمد لله الذي وهبنا نعمة العقل سبحانه والشكر له على كل نعمة

وفضله وكرمه

تبارك الله ذو الجلال والإكرام

توجه بالشكر الجزيل إلى الذي لم يخل علينا بنصائحه وإرشاداته

من خلال إشرافه على عملنا خطوة بخطوة وبكل جدية

وتفاني الدكتور حفيظ عبد الحميد

كما نشكر كل من قدم لنا يد العون من قريب أو بعيد ولو بكلمة طيبة



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات:

شكر وعرفان

قائمة المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

أ-ج

المقدمة العامة

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للتمويل

مقدمة الفصل

03

المبحث الأول: ماهية التمويل

03

المطلب الأول: مفهوم التمويل

03

1- تعريف التمويل

03

2- أهمية التمويل

04

3- أهداف التمويل

05

المطلب الثاني: دور وظيفة التمويل وأثرها على الوظائف الأخرى في المؤسسة

05

1- دور وظيفة التمويل في المؤسسة

06

2- أثر التمويل على الوظائف الأخرى بالمؤسسة

07

المطلب الثالث: مخاطر التمويل وسبل تفاديها

07

1- مخاطر التمويل

08

2- تفادي المخاطر

10

المبحث الثاني: مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية

10

المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلي

10

1- تعريف التمويل الداخلي

10

2- مكونات التمويل الداخلي

13

المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجي المباشر

13

1- الأسهم العادية

14

2- الأسهم الممتازة

16

3- السندات

17

المطلب الثالث: مصادر التمويل الخارجي غير المباشر

17

1- التمويل متوسط وطويل الأجل

18

2- التمويل قصير الأجل

19

3- تقييم التمويل الداخلي

20

المبحث الثالث: القرارات التمويلية

20	المطلب الأول: مفهوم القرار التمويلي
20	1- تعريف القرار التمويلي
20	2- محددات القرار التمويلي
22	المطلب الثاني: أنواع القرارات التمويلية وآثارها على الهيكل التمويلي
22	1- أنواع القرار التمويلي
23	2- العوامل المؤثرة في قرار التمويل
23	3- آثار القرارات التمويلية على الهياكل التمويلية
25	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: الهيكل التمويلي كقرار استراتيجي داخل المؤسسة
27	مقدمة الفصل:
28	المبحث الأول: تكلفة عناصر التمويل
28	المطلب الأول: تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل
28	1- تكلفة الإقراض
29	2- تكلفة الأسهم الممتازة والعادية
30	3- تكلفة الأرباح المحتجزة:
31	المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل
31	1- تكلفة التمويل في حالة الائتمان التجاري
31	2- تكلفة التمويل في حالة التمويل المصرفي
32	المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة
32	1- تعريف التكلفة الوسطية المرجحة
33	2- العوامل التي تؤثر في تكلفة الأموال
35	المبحث الثاني: الهيكل التمويلي
35	المطلب الأول: ماهية الهيكل التمويلي
35	1- مفهوم الهيكل المالي
36	2- مفهوم هيكل رأس المال ومناهج اختياره
37	3- السياسات التمويلية للمؤسسة
40	المطلب الثاني: نسب الهيكل التمويلي
40	1- نسب التمويل الدائم والتمويل الخاص:
40	2- نسب الديون إلى رأس المال وإلى إجمالي الأصول
41	1-2- نسبة الديون إلى إجمالي الأصول
41	3- نسب الأصول لحق الملكية ونسبة الاستقلالية المالية
42	المطلب الثالث: الرافعة التمويلية كاستراتيجية للنمو الداخلي

42	1- تعريف الرافعة التمويلية:
43	2- دور الرافعة المالية في النمو:
44	المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي
44	المطلب الأول: النظرية التقليدية للهيكل المالي
44	1- مدخل النظرية التقليدية
44	2- الفرضيات المتعلقة بالنظرية
45	3- طريقة تغيير تكلفة الأموال بسبب الهيكل المالي
46	المطلب الثاني: نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل (ميلر ومودغلياني)
46	1- مدخل لنظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل
47	2- حالة عدم وجود ضرائب
48	3- حالة وجود ضرائب
49	المطلب الثالث: نظرية التوازن
49	1- تكلفة الإفلاس
50	2- تكلفة الوكالة
50	المطلب الرابع: النظريات متعددة الأشكال
51	1- نظرية الإشارة (Ross 1977)
52	2- نظرية الانتقال التدريجي للتمويل
54	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: تأثير القرار التمويلي على مجمع سونلغاز
56	مقدمة الفصل
57	المبحث الأول: بطاقة تعريفية عن المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز "سونلغاز"
57	المطلب الأول: نشأة وتطور المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز ووظائفها
57	1- نشأة وتطور المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز
62	المطلب الثاني: الهيئات المسيرة للمؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز
62	1- الجمعية العامة
63	2- مجلس الإدارة
64	3- الرئيس المدير العام
65	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للمؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز
66	المبحث الثاني: دراسة تحليلية لتطور الأداء المالي للمؤسسة
66	المطلب الأول: مراحل تطور الهيكل المالي بمجمع سونلغاز
66	1- المرحلة الأولى
66	2- المرحلة الثانية

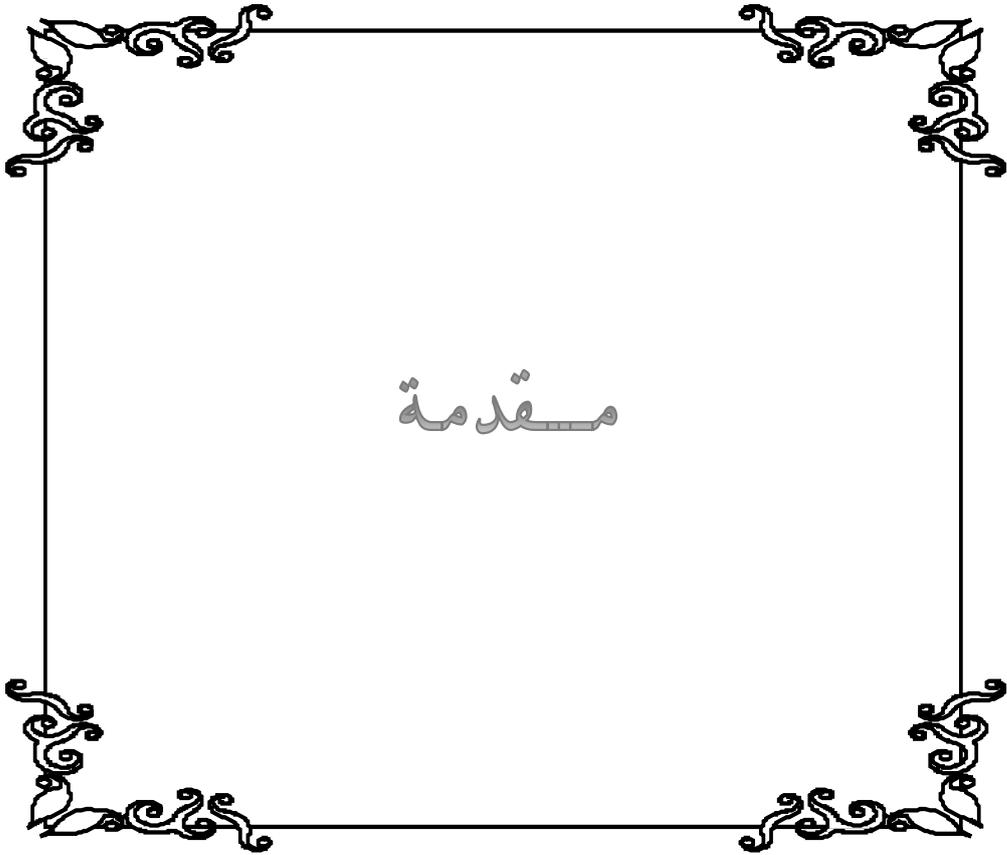
67	3- المرحلة الثالثة
67	المطلب الثاني: عرض القوائم المحاسبية لمجمع سونلغاز
67	1- عرض الميزانيات، جانب الأصول للسنوات 2012، 2013، 2014
69	2- عرض الميزانيات جانب الخصوم للسنوات 2012، 2013، 2014
70	3- تحليل الميزانية للمجمع
76	4- جدول حسابات النتائج
78	المبحث الثالث: تقييم القرار التمويلي لمجمع سونلغاز
78	المطلب الأول: تشخيص هيكل التمويل لمجمع سونلغاز
78	1- التشخيص باستعمال مؤشرات التوازن المالي
79	2- التشخيص باستعمال الهيكلية
80	3- التشخيص باستعمال نسب السيولة
81	المطلب الثاني: تكلفة التمويل بمجمع سونلغاز
81	1- حساب تكلفة القروض السندية
84	1- تكلفة حقوق الملكية
84	2- حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للمجمع خلال الفترة (2012-2014)
86	خلاصة الفصل
88	الخاتمة العامة
	قائمة المصادر والمراجع
	الملاحق

قائمة الجداول:

الرقم	العنوان	الصفحة
01	مقارنة بين مؤسستين متماثلتين في جميع البيانات المالية ماعدا الهيكل المالي	48
02	الاستهلاك المتوسط للكهرباء خلال الفترة (2014-2015)	60
03	الاستهلاك المتوسط للغاز خلال الفترة (2014-2015)	61
04	يمثل جانب الأصول	68
05	يمثل جانب الخصوم	69
06	يمثل جانب التثبيبات	70
07	يبين جانب الأصول المتداولة	71
08	يبين جانب الأموال الدائمة	73-72
09	يبين جانب الخصوم غير الجارية	74
10	جدول رقم يبين جانب الخصوم الجارية	75
11	جدول لحسابات النتائج بمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014)	77-76
12	مؤشرات التوازن المالي لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014)	78
13	نسب الهيكلية بمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014)	79
14	نسب السيولة لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014)	80
15	جدول الإهلاك القرض السندي لمجمع سونلغاز 29 مارس 2005	81
16	جدول اهلاك القرض السندي لمجمع سونلغاز 16 ماي 2006	82
17	جدول اهلاك القرض السندي لمجمع سونلغاز 2008	83

قائمة الأشكال:

الرقم	العنوان	الصفحة
01	أصول سائلة	35
02	المكونات الرئيسية لمصادر الأموال واستخداماتها	36
03	السياسة المعتدلة في التمويل (سياسة مثالية)	38
04	السياسة المتحفظة في التمويل	38
05	تمويل الأصول وفق سياسة المغامرة	39
06	العلاقة بين تكلفة الأموال وتكلفة الاقتراض	45
07	العلاقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة التمويل الممتلك وتكلفة الأموال المرجحة	46
08	العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة وبين تكلفة الأموال	50
09	قيمة المؤسسة في ظل خضوعها للضريبة ووجود تكلفة الوكالة	51
10	هيكل مبيعات الكهرباء خلال الفترة (2004-2015)	61
11	هيكل مبيعات الغاز خلال الفترة (2004-2015)	61
12	الهيكل التنظيمي للمؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز	65
13	جانب التثبيات	70
14	جانب الأصول المتداولة	72
15	جانب الأموال الدائمة	73
16	جانب الخصوم غير الجارية	74
17	جانب الخصوم الجارية	75



مقدمة

المقدمة العامة:

يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات الاستراتيجية لدى المؤسسة الاقتصادية التي ينجم عنها تخفيض تكلفة التمويل إلى حدها الأدنى وبالتالي تلجأ المؤسسة إلى رسم سياستها المالية بدقة من خلال البحث عن مصادر التمويل.

إن المؤسسة الاقتصادية التي تسعى إلى تعزيز مكانتها تبحث بدقة عن مصادر تمويل احتياجاتها بالطريقة التي تسمح لها بمزاولة نشاطاتها وتجنب الوقوع في الأزمات المالية، لذلك تصادف المؤسسة الاقتصادية في أغلب الأحيان مشكلة المفاضلة بين بديلين أساسيين، إما التمويل عن طريق «حقوق الملكية» (الأسهم) أو عن طريق القروض طويلة الأجل (السندات) والقرار بهذا الشأن يقتضي على المؤسسة التحلي باليقظة في تجميع الأموال وكذا تكلفة الأموال المتحصل عليها، في سبيل اختيار الاستراتيجية المناسبة لها.

تعد مسألة التمويل عنصر أساسي لاستمرار المؤسسة في نظامها ونموها، وبالتالي تحقيق أهدافها، وهذا يعتمد على الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة من أموال الملكية وأموال الاستدانة لما لها تأثير على مردودية المؤسسة، وبالتالي على قيمتها ككل، إن مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية وتصميم هيكلها المالي إحدى المواضيع الأساسية ضمن الإدارة المالية، لذلك تسعى مؤسسة سونلغاز كغيرها من المؤسسات الاقتصادية لتحقيق توليفة مثلى لهيكلها التمويلي بغية تعظيم قيمتها السوقية.

وبناء على ما سبق ذكره نجد أن أهمية الموضوع تكمن في توجيه الأنظار إلى أهمية اختيار استراتيجية المؤسسة الاقتصادية وكذا سياستها التمويلية وترشيد قرارها التمويلي، وهناك عدة أسباب لاختيار الموضوع من بينها:

- أن مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية. ودراسة وتقييم تركيبة هيكلها المالي تعد من بين المواضيع الحساسة في مجال مالية المؤسسة.

- نظرا لارتباط وظيفة التمويل بجميع مستويات المؤسسة.

وتبرز أهم أهداف الموضوع في النقاط التالية:

- يعتبر التمويل عنصر أساسي في المؤسسة الاقتصادية نظرا لارتباطه بكافة الإدارات.
- معرفة أهم مصادر التمويل وقياس تكلفة كل مصدر.
- تحديد أهم المحددات الكيفية والكمية لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الاقتصادية.
- تحديد الطاقة الاستيعابية للديون في المؤسسات ومعرفة قدرتها على اقتراض الأموال من الجهات الممولة.

أما فيما يخص إطار الدراسة تم تقسيمه إلى جانبين نظري وتطبيقي، بالنسبة للجانب النظري تمت دراسته في خلال الفترة من 01 فيفري إلى 30 مارس، أما الجانب التطبيقي من 26 مارس إلى 06 أفريل (إطار زمني)، بينما كانت دراسة الحالة في مؤسسة سونلغاز (إطار مكاني). ومن خلال ما تقدم يمكن صياغة إشكالية البحث كما يلي:

كيف يَأثر قرار التمويل في تشكيل هيكل تمويلي مناسب يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة؟

ولتوضيح الإشكالية يمكن الاستعانة بالأسئلة الفرعية الآتية:

- ماهي مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية لتغطية احتياجاتها التمويلية؟
- ما المقصود بالقرار التمويلي؟ وماهي أهم المحددات التي تتحكم فيه؟
- ماهي تكلفة التمويل؟
- ما المقصود بالهيكل المالي؟
- ماهي مختلف النظريات المفسرة للهيكل التمويلي؟
- كيف تأثر التكلفة المتوسطة المرجحة على قيمة المؤسسة؟

كما تتمثل الفرضية الأساسية للبحث في تأثير القرار التمويلي على قيمة المؤسسة وتندرج تحت هذه الفرضية

عدة فرضيات هي:

- اعتماد المؤسسات على الهيكل المالي المناسب يكون وفقا لتكلفة مصادر التمويل المتاحة والتي تحقق أكبر عائد وأقل درجة مخاطرة.
- اختيار مصادر التمويل يعتمد على عدة معايير تحدد جوانب المردودية المالية وكذا تكلفة مصادر التمويل.
- تعتبر الاستدانة مورد ضروري من الموارد المالية التي تعوض النقص في التمويل الذاتي لمؤسسة.
- اعتماد المؤسسة على الاستدانة يؤدي إلى الارتفاع في قيمتها.
- تدني تكلفة التمويل يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة.

أما فيما يخص المنهج المتبع وأدوات التحليل فقد تم الاعتماد على منهجين الوصفي والتحليلي، المنهج الوصفي من خلال التعرض لمفاهيم عامة حول التمويل وكذا لتوضيح مختلف مصادره والرافعة التمويلية والقرارات التمويلية، واعتماد المنهج التحليلي في دراسة العوامل المحددة والمتحركة في القرار التمويلي للمؤسسة الاقتصادية وتحليل النسب المستخرجة من القوائم المالية ونتائج حساب التكاليف المتعلقة بالهيكل التمويلي، وكذا دراسة حالة مؤسسة اقتصادية من خلال تناول حالة المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز «سونلغاز». وبغية القيام بدراسة شاملة للموضوع تمت هيكلة خطة البحث، بتقسيم البحث إلى ثلاث فصول كالآتي:

الفصل الأول: يتم في هذا الفصل التطرق إلى ماهية التمويل التي تشمل مفهوم التمويل ودور وظيفة التمويل وعلاقتها بالوظائف الأخرى بالمؤسسة وكذا مخاطر التمويل، والتعرف على مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية والتي منها مصادر تمويل داخلية متمثلة في الإهلاكات ومؤونات ذات الطابع الاحتياطي والأرباح المحتجزة وكذا مصادر خارجية مباشرة والمتمثلة في الأسهم العادية والممتازة وسندات ومصادر خارجية غير مباشرة عن طريق القروض المصرفية طويلة وقصيرة الأجل، كما سيتم التطرق إلى مفهوم القرارات التمويلية وأنواعها والعوامل المؤثرة فيها وكذا أثر القرارات التمويلية على الهياكل التمويلية.

الفصل الثاني: أما بالنسبة لهذا الفصل سيتم التطرق من خلاله إلى إبراز تكلفة مصادر التمويل وكذا يتم التعرض إلى الإطار المفاهيمي للهيكل التمويلي وهيكل رأس المال ومناهج اختياره وكذا مختلف السياسات التمويلية للمؤسسة والتطرق إلى نسب الهيكل التمويلي والرافعة التمويلية، وتم كذلك دراسة وتحليل أهم النظريات المفسرة للهيكل التمويلي التي منها نظرية التقليدية، ونظرية انعدام الهيكل التمويلي الأمثل (ميلر و مودغلياني) ونظرية التوازن وكذا النظريات متعددة الأشكال.

الفصل الثالث: في الفصل الأخير تم تجسيد الجانب النظري عن طريق دراسة حالة مؤسسة سونلغاز، حيث تم تقديم عام للمؤسسة عن طريق التعريف بالمؤسسة ووظائفها ومراحل تطورها، ثم التعرض إلى مصادر التمويل المستخدمة من قبل المؤسسة وحساب مختلف تكاليفها، وصولاً إلى تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الأمثل خلال الفترة المدروسة.

وجاءت خاتمة عامة لتتضمن مجموعة من النتائج والتوصيات المتعلقة بالموضوع وعرض عدد من المقترحات لفتح المجال أمام الباحثين لتناول الموضوع من جوانب أخرى مختلفة.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للتمويل

مقدمة الفصل:

إن إمداد المؤسسة بالأموال اللازمة لإنشائها أو توسيعها من أعقد المشكلات التي يواجهها الاقتصاد حيث أن النظرة التقليدية للتمويل في الحصول على الأموال واستخدامها لتشغيل وتطوير المشاريع والتي تركز أساساً على تحديد أفضل مصدر للحصول على الأموال من عدة مصادر متاحة، أما في الاقتصاد المعاصر أصبح التمويل يشكل أحد المقومات الأساسية لتطوير القوى المنتجة وتوسيعها وتدعيم رأس المال.

حيث أصبح على المسير المالي، عند تحديد سياسة التمويل التي يتبعها، التفكير في جملة من المتغيرات التي تحكم وتحدد عملية التمويل، إذ تسعى المؤسسة إلى امتلاك وسائل التمويل المناسبة واللازمة لتحقيق نشاطاتها وتغطية احتياجاتها من الأموال، وبذلك تلجأ إلى الاعتماد على مواردها الداخلية في شكل تمويل ذاتي. في حالة عدم كفاية الموارد الداخلية للمؤسسة تلجأ هذه الأخيرة إلى تدبير الموارد الخارجية؛ حيث يتم ذلك سواء بصفة مباشرة من المدخرين عن طريق السوق المالية، أو بصفة غير مباشرة عن طريق اللجوء إلى الهيئات والمؤسسات.

فالمؤسسة تشكل مركزاً لاتخاذ مجموعة من القرارات الاقتصادية وكذا المالية، وتزداد فعالية هذه القرارات كلما منحت للمؤسسة استقلالية في التسيير ولهذه القرارات أنواع ومحددات كما أنها تتأثر بمجموعة من العوامل. ومن أجل الإحاطة بالعملية التمويلية في المؤسسة ومختلف العوامل المؤثرة فيها سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الثلاثة الآتية:

- ماهية التمويل؛
- مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية؛
- القرارات التمويلية.

المبحث الأول: ماهية التمويل

يعتبر التمويل وسيلة مهمة لتشجيع الاستقرار الاقتصادي، حيث تكتسب وظيفة التمويل أهمية كبيرة في إدارة المؤسسة باعتبارها همزة وصل بين الخطط والأهداف المراد تحقيقها ومن أجل التعريف بالتمويل ومختلف وظائفه سيتم تناول الآتي:

- مفهوم التمويل؛
- دور وظيفة التمويل وأثرها على الوظائف الأخرى بالمؤسسة؛
- مخاطر التمويل.

المطلب الأول: مفهوم التمويل

يمكن التطرق إلى مفهوم التمويل من خلال:

1- تعريف التمويل

هناك العديد من التعاريف نذكر منها:

- يعرف التمويل بأنه "الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها" وهذا التعريف يتكون من العناصر التالية:
 - تحديد دقيق لوقت الحاجة له؛
 - البحث عن مصادر التمويل؛
 - المخاطر التي تعترض أي نشاط يزاوله الإنسان.
 - "التمويل هو إمكانية حصول المشروع على الموارد المالية اللازمة لاستثماراته".¹
 - يعرف التمويل كذلك بأنه "مجموعة من الأسس والوقائع والحقائق التي تسعى إلى تدبير الاموال وكيفية استخدامها، سواء كانت هذه الأموال تخص الأفراد أو المؤسسات أو الأجهزة الحكومية".²
- من خلال التعاريف يمكن استخلاص أن التمويل هو الحقل الإداري لتوفير الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع الاقتصادية وتطويرها من خلال تنفيذ أهدافها ومواجهة ما يستحق عليها من التزامات في وقت محدد، حيث يعتبر التمويل ذات أهمية محورية بالنسبة لأي مشروع.

2- أهمية التمويل

لعل من أبرز العناصر الدالة على أهمية التمويل ما يلي:³

¹ - سعد طه علام، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، دار طيبة، ط2، عمان، الأردن، 2004، ص 64.

² - D. Lawrance et autre , **Introduction to financial management**, Mc- grawhill book, company new york, 1997, p 19.

³ - هاجر عزوز، دور القروض البنكية في تمويل وترقية المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماستر، جامعة تبسة، الجزائر، 2012-2013، ص 44.

- مساعدة المؤسسة على تسوية توازنها المالي.
 - التمويل يساهم في تدعيم النشاط الاقتصادي وذلك بخلق مشاريع جديدة.
 - يساهم التمويل في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل تحديد أو تحسين رأس المال الثابت للمؤسسة أو تستخدمه لتواجه احتياجاتها الجارية والخروج من حالة العجز المالي.
 - إن الاستخدام الكفؤ للتمويل الخارجي يؤدي إلى تخفيض الضغط على ميزان المدفوعات للدولة والذي يرجع إلى خدمة ديونها الخارجية ومن أهم عوامل كفاءة استخدام التمويل الخارجي هي الربحية الملائمة، المرونة، السيولة.
 - يضمن التمويل السير الحسن للمؤسسة فهو يعمل على تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها، ويوفر احتياجات التشغيل.
 - يساهم التمويل في تفعيل وتنشيط ميكانيزمات الجهاز المصرفي من خلال حركة رأس المال.
 - التمويل أساس المؤسسة والطاقة المحركة لجميع الوظائف والأعمال.
 - تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين وضعية المعيشة لهم.
 - والتمويل بصفة عامة له أهمية كبيرة، ولا يمكن إنكارها، أو التغاضي عنها، فلا يمكن أن تقام المشروعات أو أي وسائل للإنتاج دون تمويل، فلا استثمار دون تمويل، ولا تمويل دون استثمار، فهما وجهان لعملة واحدة.¹
- 3- أهداف التمويل:**

- يمكن تلخيص أهم أهداف التمويل فيما يلي:²
- تحديد شكل هيكل رأس المال بالمؤسسة من خلال خطة قصيرة وطويلة الأجل.
- ضمان توافر الأموال اللازمة لتمويل نمو المؤسسة وتطويرها.
- تخفيض حجم تكلفة رأس المال.
- تحديد حجم الاقتراض ومصدره والموعود الذي سيتم به والفترة التي يستغرقها هذا القرض، والعملة التي سيتم بها الحصول على القرض.
- ضمان توافر الأموال التي يمكن الوفاء بالتزامات الدين بها، وكذا ضمان إعادة التمويل وقت الحاجة لذلك.
- مراقبة احتمالات المخاطرة على معدلات الفائدة إن أمكن، واتخاذ الإجراءات اللازمة لتغطية المخاطرة.
- توفير المصادر المالية للمؤسسة لضمان استمرار نشاطها التجاري في حالة حدوث كساد أو تراجع اقتصادي في واحدة أو أكثر من أسواق العمل التي تتعامل بها تلك المؤسسة.

¹ - هشام محمد القاضي، التمويل العقاري، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص 64.

² - برايان كويل، هيكل رأس مال الشركات، دار الفاروق، الطبعة الأولى، مصر، 2006، ص 08.

المطلب الثاني: دور وظيفة التمويل وأثرها على الوظائف الأخرى في المؤسسة

سيتم التطرق في هذا الطلب إلى:

1- دور وظيفة التمويل في المؤسسة:

يمكن تحديد وظيفة التمويل كما يلي:¹

1-1- التحليل والتخطيط المالي:

يكون ذلك عن طريق:

- تحليل إجمالي للمعلومات المالية والمحاسبية، الهياكل المالية والنتائج، ثم إعداد الموازنات والخطط التقديرية (الموازنات السنوية وجداول التمويل على المدى المتوسط والطويل).
- تحليل النتائج من أجل تصحيح الفروقات المتحصل عليها.
- الدراسات الاقتصادية والمالية الدقيقة والمنتظمة الضرورية لتحديد استراتيجية المؤسسة أو لإنجاز عمليات محددة.

- التنبؤات الاقتصادية ومتابعة الأسواق المالية.

1-2- التسيير المالي:

يكون التسيير المالي عن طريق:

1-2-1- التسيير الجاري للخزينة:

يتم ذلك عن طريق:

- تسيير تدفقات الخزينة (المقبوضات والتسديدات يوما بعد يوم).
- تسيير الحسابات البنكية للمؤسسة وحفظ توازنها إذا كانت موجودة عدة بنوك.

1-2-2- التسيير التقديري للخزينة:

يتم ذلك عن طريق:

- تحليل احتياجات الخزينة (احتياجات التمويل في المدى القصير والتنبؤ بإعداد موازنة الخزينة).
- العلاقات مع البنوك: القروض قصيرة المدى، توظيف الأموال في الأجل القصير، التفاوض على شروط التمويل من طرف البنوك.

1-2-3- الحقوق تجاه الزبائن:

يتم ذلك عن طريق:

¹- Stéphane griffiths, jean-guy degos, **La gestion financière: de L'analyse à La stratégie**, édition d'organisation, Paris, 2ème édition, 2001, p: 09.

- تعريف ووضع سياسة الديون تجاه الزبائن: ذلك بتحديد الحد الأقصى لهذه الدون المسموح بها للزبائن، ودراسة الخطر (دراسة وتحليل قدرة التسديد للزبائن)، التفاوض مع الزبائن على الديون المتعاقد عليها.
- تسيير حسابات الزبائن: ذلك عن طريق مراقبة احترامهم لتواريخ الاستحقاق، تحصيل ما عليهم من ديون.
- تسيير مجموع ديون المؤسسة: طبيعة الحال بالنسبة للزبائن، تحديد المبالغ المسموح بها، وبالنسبة للموردين المبالغ التي يمكن الحصول عليها.
- التمويل الدولي للعمليات التي تقوم بها المؤسسة: عمليات الاستيراد والتصدير وتسيير خزينة العملة الصعبة.¹

2- أثر التمويل على الوظائف الأخرى بالمؤسسة

تتمثل وظائف المؤسسة في الإنتاج والتسويق والاستخدام والتمويل، ومنه فهناك ارتباط قوي بين وظيفة التمويل وجميع هذه الوظائف للأثر المتبادل بينهما، فالقرارات الإنتاجية ذات صلة بالتمويل، لأن زيادة الإنتاج قد تتطلب استثمار في الموجودات الثابتة وزيادة الموجودات المتداولة، وهذا في حد ذاته يحتاج إلى تمويل، وكذلك القرارات التسويقية.

1-2- المحاسبة والتمويل

تهتم المحاسبة أساساً بعملية جمع البيانات، في حين تهتم الوظيفة التمويلية أو التمويل بتحليل هذه البيانات لغاية اتخاذ القرار، فالمحاسب يتولى إعداد الميزانيات وقوائم الدخل أما المدير المالي فيركز على التدفقات النقدية وعلى المعلومات المحاسبية التاريخية عند اتخاذ قراراته في إدارة الموجودات والاستثمار.

2-2- الاقتصاد والتمويل

هناك ارتباط قوي بين الإدارة المالية والاقتصاد، لأن كلا منهما يهدف إلى الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، فالاقتصادي يهدف إلى استخدام الموارد المحدودة لمقابلة أهداف المجتمع في الحياة الفضلى، والمدير المالي يتخذ القرارات التمويلية لتحقيق أفضل عائد لأصحاب المشروع، ويتأثر أداء المؤسسة إلى حد بعيد بالأداء الكلي للاقتصاد، ويعتمد إلى حد كبير على الأسواق المالية، لذا يتوجب على المدير المالي أن يكون ملماً بالاقتصاد الكلي وبالسياسات المالية والنقدية وأثرها على وفرة الائتمان وكذلك أن يكون قادراً على توقع الأداء المستقبلي للاقتصاد.²

وتكون علاقة التمويل بالاقتصاد في إطار الاتصال الخارجي لوظيفة التمويل مع الاقتصاد، فيجب على المدير المالي أن يكون على تواصل مع المؤسسات المالية كالبنوك والمساهمين والبورصة (إذا كانت المؤسسة

¹ Stéphane griffiths, jean-guy degos, op.cit, p : 09.

² - مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، 2008، ص 42.

مسعرة في البورصة)، وذلك لتحديد الاحتياجات المالية لمختلف وظائف المؤسسة والمصادر التمويلية لتلبية هذه الاحتياجات بأقل التكاليف والمخاطر.¹

2-3- التسويق والإنتاج والتمويل

للتسويق والإنتاج والأساليب الكمية علاقة بالقرارات اليومية للمدير المالي، فعلى المدير المالي أن يأخذ بعين الاعتبار أثر تطوير منتج جديد وتسويقه، لأن هذين النشاطين يحتاجان إلى تمويل، ومن ثم فإن لهما أثرهما في التدفقات النقدية للمؤسسة.

وكذلك يؤدي تغيير أساليب الإنتاج إلى استخدام آليات جديدة، وهذا يتطلب تقدير هذه الاحتياجات وتمويلها، وأخيرا فإن أدوات التحليل الكمية هي أدوات مساعدة للإدارة المالية في اتخاذ قرارات معقدة.²

المطلب الثالث: مخاطر التمويل وسبل تفاديها

وسيتم التطرق في هذا المطلب إلى:

1- مخاطر التمويل

يمكن أن تقسم مخاطر التمويل إلى:³

1-1- المخاطر المادية

وهي تلك التي قد تتلف السلع المادية التي هي نتاج العمل الذي مولناه، فنحن في هذه الحالة لا نستطيع أن نسدد المبالغ التي اقتترضناها (مولنا أنفسنا بها) مما يلحق بنا خسائر، أي تكاليف إضافية. والأمثلة على هذا النوع من المخاطر كثيرة، ومنها تلف المخزون.

1-2- المخاطر الفنية

وهي تلك المخاطر التي تتبع من حقيقة أن مهارة المنتج قد لا تتناسب مع طموح خطته ومن أجل ذلك فإنه بالرغم من الوسائل المعروفة فإن المنتج قد يفشل في عمل الشيء المرغوب، لأنه غير مؤهل فنيا لاستخدام عناصر الإنتاج، خاصة التعامل مع الآلات الحديثة أو إذا نجح في عمله فإنه قد يستهلك من أجل ذلك موارد أكثر من تلك التي حددها عند وضع الخطة، وهذا هدر للموارد وبالتالي يلحق بالمنتج خسائر لم تكن في الحسبان. لذا تركز المصانع على الفنيين المهرة في العملية الإنتاجية حتى ولو كانت تكلفة تشغيلهم عالية.

¹ - Stéphane griffiths, **gestion financière: le diagnostic financier, les décisions financières**, chihab, 3ème édition, 1996, p: 05.

² - مفلح عقل، مرجع سابق، ص 42.

³ - طارق الحاج، مرجع سابق، ص ص: 22-23.

3-1- المخاطر الاقتصادية

وهي تلك المخاطر الناجمة عن أسباب اقتصادية بحتة وتنقسم في هذا السياق إلى نوعين:

1-3-1- خطر انخفاض الطلب على المنتج الذي مولناه: مما يعني عدم الحصول على مردود مالي نسدد من خلاله أقساط التمويل وباقي الالتزامات الأخرى.

والأسباب التي تؤدي إلى انخفاض الطلب على السلعة المنتجة، أو الخدمة كثيرة، منها المنافسة، انخفاض الدخل، نوع السلعة...

1-3-2- مخاطر عدم كفاية عرض الموارد اللازمة: لصنع المنتج المخطط له، وبالتالي قد لا يمكن إنتاجه.

2- تفادي المخاطر¹

لا يستطيع أي شخص أن ينفي وجود المخاطر، لأن حتمية وجودها وارد، كما لا يستطيع أي شخص منتج أن يزيلها كلياً من طريق نشاطه، ولكن نستطيع أن نتفادها ونقل قدر الإمكان من آثارها وذلك من خلال ثلاث طرق.

1-2- الإجراءات المناسبة التي تحوي نفقات خاصة

يمكن القول أن كل نوع من الخطر يمكن أن يخفض إلى حد ما عن طريق زيادة المنفق على إجراءات الاحتياط ضده، فمثلاً يمكن لنا أن نجعل مبنى المصنع أكثر احتمالاً ومقاومة للنار إذا ما أنفقنا أكثر في بنائه ووضع مواد مقاومة للحريق في جدرانه.

كما أن خطر توقف الإنتاج بسبب النقص في مادة رئيسية في الإنتاج من الممكن أن يزول إذا أنشأنا احتياطي كاف من المخزون من هذه المادة، ومن الأمثلة على ذلك أيضاً قيام اليابان بوضع عجلات حديدية متحركة في أساس المباني الشاهقة حتى تقاوم الزلازل، وهذا بالطبع يتطلب نفقات إضافية.

2-2- تحويل الخطر إلى تكاليف منتظمة وتجميعها مع الأخطار المتشابهة

التأمين بمعنى استبدال النتائج الناجمة عن المخاطر إلى تكاليف سنوية تدفع لشركات التأمين تتعهد هذه الأخيرة بأن تعوض عن الخسائر الناجمة عن أي سبب طبيعي وذلك في مقابل سداد سنوي محدد يسمى القسط. وهناك عدة أنواع من المخاطر الطبيعية والتي يمكن وبنفس الطريقة المقامرة بها وتحويلها إلى تكاليف سنوية منتظمة عن طريق التأمين وذلك مثل أخطار الحريق، الفيضان، غرق السفن، السرقة....

وعلى أية حال يوجد دائماً حالتين يجب أن تتوافر حتى يكون الخطر قابلاً للتحويل:

¹ - طارق الحاج، مرجع سابق، ص 23-25.

1-2-2-1- يجب أن يكون الخطر منفصلاً ومستقلاً

لأنه إذا لم تكن الأخطار منفصلة، أي إذا كانت كلها من الممكن أن تتأثر بطريقة متشابهة بأي كارثة عظيمة فإن مبدأ المقامرة سوف لن يطبق، والخسائر الكلية سوف لا تحظى في المتوسط من سنة إلى أخرى وفي سنة الكارثة فإن شركة التأمين من الممكن أن تتعرض لمطالبات أكبر مما تستطيع أن تواجهه.

1-2-2-2- يجب أن لا يزداد الخطر

لأن المؤمن له سوف يتجه إلى تخفيض كمية ومقدار العناية التي يقوم بها لأن الخسارة سوف تتحملها شركة التأمين.

1-2-2-3- مقابلة الأخطار الأخرى التي تعمل في الاتجاه العكسي:

أي خطر الخسارة التي تصاحب فرص الربح، فليس نادراً أن نجد الخسارة لشخص ما فائدة وريح بالنسبة لشخص آخر، فإذا تعاقد خباز على توريد الخبز إلى المنشأة بسعر محدد، فإنه سوف يحقق خسارة إذا ارتفع سعر الدقيق، والعكس صحيح.

المبحث الثاني: مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية

تسعى المؤسسة إلى امتلاك وسائل التمويل المناسبة واللازمة لتحقيق نشاطاتها وتغطية احتياجاتها من الأموال ولذلك تعتمد على مصادر التمويل.

ويمكن تقسيم مصادر التمويل تبعاً لمعيار العلاقة بالمؤسسة إلى مصادر داخلية (أو ذاتية) ومصادر خارجية وسيوضع ذلك في المبحث من خلال:

– مصادر التمويل الداخلي؛

– مصادر التمويل الخارجي المباشر؛

– مصادر التمويل الخارجي غير المباشر.

المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلي

1- تعريف التمويل الداخلي¹

يقصد بالتمويل الداخلي (الذاتي) الأموال المتولدة من العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية.

تمثل الأموال الذاتية ذلك المصدر التقليدي لتمويل المؤسسة الذي يتم تغذيته إما من علاوات الإصدار أو عن طريق تلك الموارد المالية الداخلية الناتجة عن إعادة الاستثمار الجزئي أو الكلي للأرباح المحققة. من خلال ما سبق يمكن استخلاص أن التمويل الداخلي للمؤسسة يمثل التمويل المتولد عن مجموع النشاط الاستغلالي والمالي وكذا الاستثنائي للمؤسسة.

2- مكونات التمويل الداخلي

يتكون التمويل الداخلي من الفائض النقدي الصافي مطروحاً منه الأرباح الموزعة، وبما أن الفائض النقدي الصافي يشمل النتيجة الصافية مضافاً لها الاهتلاكات والمؤونات، فإنه يمكن حساب التمويل الداخلي انطلاقاً من:

التمويل الداخلي = مخصصات الاهتلاكات + المؤونات ذات الطابع الاحتياطي + الأرباح غير الموزعة (المحتجزة)

من خلال الصيغة أعلاه يمكن التعرف على مكونات التمويل الداخلي باعتباره مورداً مالياً سنوياً متجدداً والتي تتمثل في العناصر الآتية:²

¹ – أحمد بوراس، تمويل المنشأة الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008، ص ص 27-28.

² – عبد القادر بوعزة، التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة –دراسة حالة مؤسسة صيدال-، رسالة ماجستير، معهد علوم التسيير تخصص مالية، جامعة الجزائر، 2004، ص ص 06-07.

1-2- الاهتلاكات

يعرف الإهلاك بأنه توزيع تكلفة الأصل الثابت على سنوات عمر الأصل حيث تعتبر هذه التكلفة نفقة رأسمالية يستفيد منها المشروع أو الوحدة الاقتصادية لأثر من فترة مالية حيث يتم توزيع تكلفة الأصول الثابتة على الفترات المالية، التي استفادت من خدماتها حسب طريقة الإهلاك المستخدمة.¹

بهدف مواجهة التزام أو خسائر يمكن التعرف عليها ولا يمكن تحديد قيمتها بدقة، وبالتالي يمكن القول بأن الإهلاك هو تقدير الخسارة الناتجة عن قيمة الأصل الثابت التي تهتك عبر الزمن، أو هي عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول ناتج عن استعماله أو عن الزمن أو عن تطور التكنولوجيا أو عن آثار أخرى.²

– العوامل المؤثرة في تحديد الإهلاك

يتحدد قسط الإهلاك السنوي للأصول الثابتة بالعوامل التالية:³

- تقدير الحياة الإنتاجية للأصل (العمر).
- تقدير أساس حساب الإهلاك.
- اختيار طريقة تخصيص الإهلاك.

2-2- المؤونات ذات الطابع الاحتياطي

هذه المؤونات تكون لتغطية عبء أو خطر يتوقع تحمله مستقبلاً لأصل من أصول المؤسسة وبالتالي فهي تأخذ غالباً صفة مبالغ أو تكاليف غير مؤكدة.⁴ يمكن التطرق إليها من خلال:

– تعريفها: يمكن تعريف المؤونات على أنها مقابلة الانخفاض غير العادي في قيمة الأصول، وعلى المؤسسة أن تسعى إلى تفادي هذا الانخفاض.⁵

3-2- الأرباح المحجوزة⁶

الأرباح المحجوزة عبارة عن تلك الأجزاء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها في السنة الجارية و/ أو السنوات السابقة ولم يدفع في شكل توزيعات والذي يظهر في الميزانية العمومية للمؤسسة ضمن عناصر حقوق الملكية، وتعتبر الأرباح المحجوزة أحد مصادر الأموال من التكوين الذاتي

¹ - حيدر محمد علي بن عطا، مقدمة في نظرية المحاسبة والمراجعة، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان، 2007، ص 211.

² - ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير: تحليل مالي، الجزء الأول، دار البعث، 1990، ص 27.

³ - حيدر محمد علي بن عطا، مرجع سابق، ص 212.

⁴ - Hubert de la bruslerie, **Analyse financière et risque de crédit**, dunod, Paris, 1999, p 67.

⁵ - ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 28.

⁶ - سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفني، الإسكندرية، 1997، ص 55.

للمؤسسة، فبدلاً من توزيع كل الفائض المحقق على المساهمين قد تقوم المؤسسة بتجنيب جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة يطلق عليها اسم «احتياطي» بغرض تحقيق هدف معين، مثل احتياطي إعادة سداد القروض، أو إحلال وتجديد آلات ومعدات ومباني جديدة، أو احتياطي عام.

• عناصر الأرباح المحتجزة¹

– **الاحتياطي القانوني:** وهو الحد الأدنى من الاحتياطي الذي لا بد للمؤسسة من تكوينه ويستخدم ذلك الاحتياطي في تغطية خسائر المؤسسة وفي زيادة رأس المال، ويجوز للجمعية العمومية أن تقرر توزيع الزيادة في رصيد هذا الحساب كأرباح على المساهمين.

– **الاحتياطي النظامي:** يتم إنشاء هذا الاحتياطي طبقاً للنظام الأساسي للمؤسسة إذا اشترط تكوين نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة ينص عليها هذا النظام، ولا تستطيع المؤسسة العدول عن تكوين هذا الاحتياطي ما لم يعدل نظام المؤسسة.

– **الاحتياطات الأخرى:** ينص قانون المؤسسات على أنه يجوز للجمعية العامة، عند تحديد نصيب الأسهم في الأرباح الصافية، أن تقرر تكوين احتياطات أخرى وذلك بالقدر الذي يحقق دوام ازدهار المؤسسة أو يكفل توزيع أرباح ثابتة بقدر الإمكان على المساهمين.

– **الأرباح المرحلة أو المتبقية:** إذا تبقى مبلغ بعد عمل توزيعات الأرباح السنوية قد يقترح مجلس الإدارة ترحيله إلى سنة تالية، ويستخدم ذلك الفائض كاحتياطي لمواجهة أي انخفاضات في الأرباح المحققة في السنوات المقبلة التي قد تؤدي إلى عدم قدرة المؤسسة على إجراء توزيعات نقدية مناسبة على حملة الأسهم، ويلزم الحصول على موافقة الجمعية العمومية العادية للمؤسسة.

4-2- دور المؤنات في التمويل الداخلي:

إن كل الاهتلاكات الخاصة بالأصول الثابتة، تدخل ضمن مكونات التمويل الداخلي للمؤسسة، أما بخصوص المؤنات فإنه لا يمكن اعتبارها كعنصر من مكونات التمويل الداخلي، إلا إذا كانت طابع احتياطي، وهي تلك المتعلقة بالأعباء والخسائر المحتملة وذلك لمواجهةها من طرف المؤسسة عند وقوعها خلال الدورة المالية، أما إذا لم يتم حدوثها فإنها تبقى على الدوام تحت تصرف المؤسسة، تفرض عليها الضرائب في نهاية السنة المالية ويحول الجزء الباقي إلى احتياطات، تشكل أحد مكونات التمويل الداخلي للمؤسسة.²

¹ - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص ص 56-57.

² - عبد القادر بوعزة، مرجع سابق، ص ص 13-14.

المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجي المباشر

تتمثل مصادر التمويل الخارجي المباشر بالنسبة للمؤسسة في الآتي:

1- **الأسهم العادية:** هي مصدر من مصادر التمويل الخارجي المباشر للمؤسسة حيث تمثل جزء أو حصة

من رأس المال وتعطي صاحبها جملة من الحقوق، وتقوم مؤسسات المساهمة عادة بإصدار هذه الأسهم

التي يكون لها نفس القيمة الاسمية ولها نفس الحقوق والواجبات.

يعرف السهم بأنه 'وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة'¹.

1-1- خصائص الأسهم العادية

تمتاز الأسهم العادية بما يلي:²

- طبيعة حق التصويت.

- حق أولوية التملك.

- أشكال الأسهم العادية.

2-1- قيم الأسهم العادية

يوجد للسهم العادي أربع قيم تتمثل في:³

1-2-1- القيمة الاسمية

وهي القيمة التي يصدر فيها السهم عند تأسيس المؤسسة، وتكتب على وجه السهم، ويحدد هذه القيمة

قانون الشركات في الدولة، ويجب أن تكون قيم جميع الأسهم متساوية.

وتستخدم القيمة الاسمية للأسهم في عملية احتساب رأس مال المؤسسة، وبالتالي:

رأس مال المؤسسة = عدد الأسهم X القيمة الاسمية للسهم

2-2-1- القيمة السوقية

عبارة عن سعر السهم في السوق المالي، وهو غير ثابت، بل يرتفع وينخفض على ضوء تغير قوى

العرض والطلب.

3-2-1- القيمة الدفترية

وهي عبارة عن قيمة السهم في الدفاتر المحاسبية للمؤسسة، وتمثل حصة حامل السهم من مجمل حقوق

المساهمين ويعبر عنها بالمعادلة التالية:

¹ - حسين علي حريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين التطبيق والتطبيق، دار زهران، عمان، الأردن، 1999، ص 146.

² - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 19.

³ - طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفاء، ط1، عمان، الأردن، 2010، ص ص 128-129.

$$\frac{\text{حقوق المساهمة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية للسهم}$$

1-2-4- القيمة التصفية

عبارة عن قيمة السهم عند تصفية المؤسسة وهذه القيمة يحصل عليها حامل السهم العادي بعد دفع جميع الالتزامات المترتبة على المؤسسة وقد تكون هذه القيمة ضئيلة جدا. يطلق على نصيب حامل السهم العادي بعد التصفية بالقيمة الحقيقية للسهم، ويمكن احتساب هذه القيمة من خلال المعادلة التالية:

$$\frac{\text{قيمة الموجودات في السوق} - \text{الالتزامات وحقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الحقيقية للسهم}$$

1-3- حقوق حملة الأسهم

- حق التصويت والترشيح لعضوية مجلس الإدارة، كما لها حق الإنابة أيضا.
- حق نقل ملكية السهم بيعا وشراء، أو عن طريق آخر.
- حق الاطلاع على سجلات المؤسسة وحق الطعن بسلامة الحسابات فيها.
- حق الحصول على الأرباح عندما تتحقق ويتم توزيعها، كما لها الحق في الحصول على حقا عند التصفية.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 على أن يتم السداد بالقيمة الاسمية للأسهم فقط، وفي حالة تحقق أرباح في المؤسسة لا يشترط ضرورة توزيع لحملة الأسهم الممتازة.²

2-1- خصائص الأسهم الممتازة

تجمع الأسهم الممتازة ما بين الأسهم العادية وهي:

- أنها أموال ملكية.
- ليس لها موعد استحقاق.
- تحصل على نصيبها من الأرباح.

¹ - طارق الحاج، مرجع سابق، ص 129.

² - حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، ال دار الهندسية، القاهرة، 2005، ص 504.

2-2- قيم الأسهم الممتازة

- القيمة الاسمية: وهي قيمة السهم عند الإصدار.
- القيمة الدفترية: وهي نصيب حامل السهم من حقوق المساهمين، لكن القيمة الدفترية تساوي القيمة الاسمية لأن الأسهم الممتازة لا تشترك في الأرباح المحجوزة.
- القيمة السوقية: وهي قيمة السهم في السوق المالي، وتخضع هذه القيمة لعوامل العرض والطلب.¹

2-3- أنواع الحوافز التي تمنح لحاملي الأسهم الممتازة:

- لغرض تحفيز المستثمر على شراء الأسهم الممتازة تعتمد بعض المؤسسات إلى تضمين شروط الإصدار بعض أو كل من الحوافز الآتية:
- 2-3-1- الأسهم مجمعة الأرباح:

يتم منح حامل السهم الممتاز الحق في الحصول على الأرباح، حتى وإن لم يتم توزيعها في نفس السنة المالية التي تحققت بها، أي يتم ترحيل نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح المحققة في سنوات سابقة ودفعها في سنوات لاحقة عند اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح.

2-3-2- الأسهم الممتازة متقاسمة الأرباح:

يقصد بها أن يحصل حامل السهم الممتاز على حصته من الأرباح المقررة في شروط الإصدار، بالإضافة إلى المشاركة في الأرباح الباقية مع حملة الأسهم العادية ضمن شروط يتفق عليها.

2-3-3- الأسهم القابلة للاستبدال:

يقصد بها أن يتم منح ق الاستبدال للأسهم الممتازة بأسهم عادية، وهذا يعني أن حامل السهم الممتاز يستفيد من هذا الحق بتغطية درجة المخاطر التي قد يتعرض لها، ويقصد بذلك أن حامل السهم الممتاز يستفيد في حالة وجود كساد من النسبة الثابتة المحددة من الأرباح للسهم الممتاز.

2-3-4- الأسهم القابلة للاستدعاء:

في هذا النوع من الأسهم تقوم المؤسسة المصدرة للأسهم الممتازة، بفرض شرط الاستدعاء، بغرض شراء الأسهم الممتازة التي قامت بإصدارها، أي يتم استدعاء الأسهم الممتازة مقابل دفع قيمة السهم نقداً إلى حامله، وعادة ما يتم منح علاوة عند استدعاء السهم الممتاز، وتمنح هذه العلاوة لتغطية الخسارة التي قد يتحملها مستثمر الأسهم الممتازة جراء التنازل عن حقه بالاحتفاظ بها.²

¹ - طارق الحاج، مرجع سابق، ص ص 135-136.

² - دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2006، ص ص 109-110.

3- السندات:

هي مصدر من مصادر التمويل الخارجي المباشر تلجأ إليها المؤسسة وفق إتفاق تعهدي مكتوب وممهور بختم الطرف الذي صورته أو أنشأه، وفيه يتعهد بدفع فائدة دورية ودفع المبلغ المتفق عليه في تاريخ مستقبل محدد أو مقرر.¹

ويعرف أيضا على أنه وثيقة تبيعها المنشأة للجمهور بقيمة إسمية محددة وتحمل فائدة محددة يتم دفعها إما كل ستة شهور مرة أو كل سنة مرة ولها موعد إستحقاق طويل نسبيا قد يبلغ عشرة سنوات إلى خمسة عشر سنة أو أكثر.²

3-1- خصائص السندات:³

- تعتبر أموال اقتراض.
- يوجد لها موعد استحقاق.
- الفوائد المترتبة عليها تنزل من الداخل قبل حساب الضريبة.

3-2- أشكال السندات:

تتخذ السندات التي تصدرها الشركات عدة أشكال منها:⁴

3-2-1- السند لحامله: حيث تدفع الفائدة والأصل لحامل السند.

3-2-2- السند الاسمي: حيث تدفع الفائدة والأصل للشخص المسجل اسمه في السند.

3-2-3- السندات القابلة للتحويل الى أسهم: هي السندات التي يمكن تحويلها الى عدد محدد من الأسهم العادية بناء على رغبة حاملها، شريطة أن تكون اتفاقية الإصدار الأساسية قد منحتة مثل هذا الحق، ويحدد شرط الإصدار عادة طريقة التحويل ونسبتها وكذلك موعدها منذ بداية الإصدار.

3-2-4- سندات الدخل: هي السندات التي تدفع فوائدها إلا إذا تحقق للمؤسسة المقترضة دخل يكفي لتسديد الفوائد، أما فيما يتعلق بتسديد قيمة السند نفسه فيتم بناء على موعد محدد، وعلى المقترض هنا الالتزام بهذا الموعد بغض النظر عن تحقق دخل له أو عدم تحققه.

¹ - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 113.

² - طارق الحاج، مرجع سابق، ص 114.

³ - المرجع نفسه، ص 117.

⁴ - مفلح عقل، مرجع سابق، ص ص 470 - 471.

المطلب الثالث: مصادر التمويل الخارجي غير المباشر

بغرض تبيان مختلف مصادر التمويل الخارجي غير المباشر يتم عرض ما يلي:

1- التمويل متوسط وطويل الأجل

ويتمثل في القروض المصرفية طويلة ومتوسطة بالإضافة إلى قرض الإيجار.

1-1- القروض المصرفية طويلة الأجل: تحصل المنشأة على قروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية

كالمصارف ومؤسسات التأمين أو من مؤسسات خارجية لغرض تمويل مختلف الأنشطة، وبخلاف السندات تمثل القروض وسيلة عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلالها انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما، ويتضمن عقد القرض شروطا تتعلق بالجوانب التالية:

– قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه تاريخ الاستحقاق.

– الرهونات المرتبطة بالقرض.

– فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض.

– أوجه الاستخدام التي يخصص لها القرض.

ويتم سداد الفوائد بشكل دوري، فيما قد يتم استهلاك القرض على أقساط متساوية في تواريخ معينة أو قد

يتم سداه مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه.¹

1-2-1- القروض المصرفية متوسطة الأجل: تمثل القروض المصرفية متوسطة الأجل نوعا من القروض التي

تلتزم المؤسسة عند الحصول عليها بسداد كل من أصل القرض والفائدة المستحقة في تاريخ معين،

وتخضع عملية الاقتراض في هذه الحالة إلى شروط الاتفاق بين المؤسسة والمقرض وذلك فيما يتعلق

بمعدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وأسلوب السداد، وعادة تتراوح فترة الاقتراض ما بين ثلاث إلى خمسة

عشر عاما وتحصل المؤسسات على هذا النوع من القروض من المؤسسات المالية ويتميز هذا النوع من

الاقتراض بالمزايا الآتية:²

1-2-1-1- السرعة: نظرا لأن عملية التمويل تنتج عن مفاوضات مباشرة ما بين المقرض والمقترض فإن

الإجراءات الرسمية تكون محدودة للغاية وبالتالي تحصل المؤسسة على احتياجاتها المالية بسرعة.

1-2-2-1- المرونة: في حال أي تغيرات في الظروف الاقتصادية المحيطة بالمؤسسة يمكن الاتفاق المباشر مع

المقرض على تغيير بنود التعاقد وهو أمر يصعب تحقيقه في حالة الأنواع الأخرى من مصادر التمويل.

¹ - عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 387.

² - نحال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الحديثة، مصر، الإسكندرية، 2003، ص 263.

3-1- قروض الإيجار (الاستئجار)

وهناك عدة أنواع للاستئجار منها:¹

1-3-1- البيع والاستئجار: وفقا لأسلوب البيع والاستئجار تقوم المؤسسة التي تمتلك أصولها ببيعها ثم تعقد اتفاقا في نفس الوقت باستئجار هذه الأصول لمدة معينة، ويمثل هذا النوع من التمويل بديلا جيدا للقروض المضمونة بأصول.

1-3-2- الاستئجار التشغيلي: يسمى الاستئجار التشغيلي أيضا باستئجار الخدمات لأنه يوفر للمؤسسة خدمتي التمويل والصيانة وتعتبر شركة **IBM** إحدى المؤسسات الرائدة في استخدام أسلوب الاستئجار التشغيلي، وفقا لنظام الاستئجار التشغيلي يلتزم المؤجر بصيانة وخدمة الأصول المستأجرة على أن يأخذ في حسابه هذه التكلفة عند تحديد قيمة الإيجار المتعين على المستأجر سداه.

1-3-3- الاستئجار الرأسمالي أو المالي: يسمى الاستئجار الرأسمالي أيضا بالاستئجار المالي وهو يختلف كثيرا عن الاستئجار التشغيلي من جوانب ثلاثة:

– أنه يوفر خدمات الصيانة.

– أن عقود الاستئجار المالي لا يمكن إلغاؤها.

– أن مدفوعات الإيجار تغطي بالكامل قيمة الأصول المستأجرة.

بمعنى أن إجمالي الإيرادات التي يتلقاها المؤجر تكون مساوية للقيمة الكلية للأصول المستأجرة إلى جانب معدل عائد للاستثمار على هذه الأصول.

2- التمويل قصير الأجل

تمثل الخصوم المتداولة مصادر التمويل قصير الأجل للمشروع وغالبا ما يستخدم التمويل قصير الأجل

لتمويل احتياجات المشروع من الأصول المتداولة وأهم مصادر التمويل قصير الأجل ما يلي:2

1-2- الائتمان التجاري: ويأخذ عادة صور تسهيلات ائتمانية يقدمها دائنو وموردو المشروع.

2-2- الائتمان المصرفي: ويتمثل في القروض والتسهيلات قصيرة الأجل التي تقدمها البنوك للمؤسسة وتكون آجالها في حدود السنة.

2-3- الأوراق التجارية: الورقة التجارية هي عبارة عن سندات أذنية (كمبيالات) تتراوح فترة استحقاقها بشكل

عام بين الشهرين والسنة الواحدة مع متوسط استحقاق مدته خمسة أشهر، تصدرها مؤسسات كبيرة

للحصول على حاجاتها من التمويل، وتشتريها (بشكل رئيسي) مؤسسات الأعمال الأخرى ومؤسسات

¹ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص ص 387-390.

² - المرجع نفسه، ص 391.

التأمين والبنوك ومؤسسات التقاعد والمعاشات، وتعد الورقة التجارية حالياً إحدى المصادر الهامة للتمويل، وقد أخذت تنمو سريعاً في السنوات الأخيرة.¹

3- تقييم التمويل الداخلي²

3-1- مزايا التمويل الداخلي:

لاستخدام التمويل الداخلي في عملية التمويل عدة مزايا يمكن إيجازها في النقاط التالية:

- ✓ التمويل الداخلي يزيد من رأس المال الخاص للمؤسسة وتجنّبها الوقوع في أزمات السيولة الطارئة، أو الناتجة عن زيادة الأعباء الثابتة، كتسديد فوائد وأقساط القروض.
- ✓ يرفع من القدرة المالية والافتراضية للمؤسسة كما يكسبها حرية واسعة في التصرف في أموالها الخاصة.
- ✓ يشجع المؤسسة على القيام باستثمارات جديدة وخاصة الاستثمارات التي تكون تكاليفها مرتفعة وإمكانية إنجازها تتطلب خبرات فنية مما يجعل درجة المخاطر فيها مرتفعة.
- ✓ تنظيم التدفقات النقدية الداخلية بشكل يمكن المؤسسة من مراجعة التزاماتها تجاه الغير.

3-2- عيوب التمويل الداخلي:

كما أن لاستخدام التمويل الذاتي في العملية التمويلية مزايا فإنه لا يخلو من العيوب والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- يرى البعض أن الأموال الناتجة عن التمويل الذاتي ليس لها أي تكلفة لهذا تلجأ بعض المؤسسات إلى توظيفها في استثمارات ذات ربحية ضعيفة، مما ينتج عنه في النهاية سوء استخدام الموارد المالية للمؤسسة.
- يكون التمويل الذاتي عائقاً لتطور المؤسسة عندما تعتمد عليه بصورة كبيرة، لأنه عادة ما لا يكفي لتغطية كل الاحتياجات المالية فيتوجب عليها إما اللجوء إلى القروض الخارجية وإما الاستثمار بقدر الأموال المتاحة لها وبالتالي تفويت الفرصة.
- إن تدعيم سياسة التمويل الذاتي عن طريق تعظيم أقساط الإهلاك في السنوات الأولى يؤدي إلى زيادة تكلفة السلع المنتجة والتي من شأنها أن تؤدي إلى ارتفاع الأسعار والذي يكون على حساب المستهلك وكذا انخفاض تنافسية المؤسسة في السوق.
- الاعتماد المفرط على هذا النوع من مصادر التمويل يؤدي إلى النمو البطيء وحرمان المؤسسة من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المربحة.

¹ - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 163.

² - أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 32-33.

المبحث الثالث: القرارات التمويلية

يعد القرار التمويلي بمثابة المزيج المناسب من مصادر التمويل المختلفة والتي تهدف إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم حيث تلجأ الإدارة المالية إلى اتخاذ القرار التمويلي وفقاً لاستراتيجيات محددة توضح طبيعة وأنواع مصادر التمويل وتم التطرق في هذا المبحث إلى:

- مفهوم القرار التمويلي؛
- أنواع القرارات التمويلية وأثرها على الهيكل التمويلي؛

المطلب الأول: مفهوم القرار التمويلي

1- تعريف القرار التمويلي

يعرف قرار التمويل على أنه القرار الذي يبحث عن الكيفية التي تتحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات، فهل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة.¹ كما يعرف أيضاً قرار التمويل بأنه 'القرارات التي تعنى باختيار المزيج المناسب من مصادر التمويل المختلفة، والتي تهدف إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم وهو ما يطلق عليه الهيكل المالي الأمثل'^{2*} من خلال ما سبق يمكن أن نستنتج أن قرار التمويل هو القرارات المرتبطة بهيكل التمويل. يعد هذا النوع من القرارات أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة المالية وعادة ما تلجأ هذه الأخيرة إلى استخدام استراتيجيات محددة توضح طبيعة وأنواع مصادر التمويل التي تحتاجها المؤسسة سواء على المدى القريب أو البعيد، والهدف الاستراتيجي من اتخاذ المؤسسة لقرار التمويل يتمثل في تعظيم ثروة المالكين، عن طريق تعظيم قيمة المؤسسة التي تقاس بسعر سهمها العادي في السوق المالي.³

2- محددات القرار التمويلي

يتوقف اختيار مصدر التمويل المناسب على العديد من العوامل التي تختلف من مؤسسة إلى أخرى وفي المؤسسة من وقت لآخر أهمها:

¹ - نور الهدى حنون، لوحة القيادة كأداة لترشيد قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، معهد علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص 21.

* الهيكل المالي الأمثل سنتطرق إليه بالتفصيل في الفصل الثاني.

² - نور الهدى حنون، مرجع سابق، ص 21.

³ - المناصير سفيان خليل، القرارات المالية، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، ط 1، عمان، 2010، ص 40.

1-2- درجة ملائمة مصدر التمويل مع استخدامات هذه الأموال

فالتمويل الموسمي يعتمد أساساً على المصادر قصيرة الأجل، أما تمويل رأس المال العامل الدائم والآلات أو الأصول الثابتة عامة فتعتمد على المصادر طويلة الأجل¹، وعملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية.

2-2- الدخل

القاعدة الأساسية هي كلما كان الدخل المتوقع كبير فيتم التمويل عن طريق الاقتراض، والعكس إذا كان الدخل المتوقع منخفضاً فيتم التمويل عن طريق أموال الملكية.

3-2- المرونة

تعني قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعاً للتغيرات في الحاجة للأموال وتعني أيضاً تعدد الخيارات إذا ما تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال.²

4-2- المخاطرة

كما هو معروف أن التمويل المقترض (المديونية) قد يكون أعلى مخاطرة بالمقارنة مع مصادر التمويل الممثلة من وجهة نظر المالكين.³

5-2- الموقف الضريبي للمؤسسة

أحد الأسباب الأساسية التي تدفع المؤسسة للتمويل من خلال القروض هو أن مدفوعات فوائد هذه القروض تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم وصولاً للدخل الخاضع للضريبة، الأمر الذي يخفف من عبء الضرائب على المؤسسة.⁴

6-2- حجم المؤسسة

إن اختلاف أحجام المؤسسات سيغير من مقدرة البعض على الاقتراض من عدمه، فالمؤسسات ذات الأحجام الكبيرة التي عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنوع تتعرض لمخاطر الإخفاق بدرجة أقل، وسيكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة، وعلى العكس من ذلك فإن المؤسسات ذات الأحجام الصغيرة يتركز نشاطها في منتج أو منتجين مما يحرمها من عملية الاقتراض خوفاً من التعرض إلى مخاطر العجز المالي وخروجها من السوق.⁵

¹ - أحمد فوزي ملوخية، أسس دراسات الجدوى للمشروعات الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2007 ص 227.

² - أيمن الشنطي، عامر شقير، الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، عمان الأردن، 2005، ص 119.

³ - عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الحرشية، أساسيات الإدارة المالية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص 203.

⁴ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 402.

⁵ - مليكة زغيب، قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثالث، أكتوبر 2002، ص 07.

7-2- الظروف الاقتصادية العامة

الرواج الاقتصادي يشجع على توسع المؤسسات في الاقتراض لتمويل عملياتها بدلا من الاعتماد على زيادة رأس المال والعكس في حالة الكساد.

8-2- التوقيت

المقصود بالتوقيت هو تحديد المؤسسة للوقت الذي سوف تدخل فيه إلى السوق مقترضة من أجل الحصول على الأموال بأدنى تكلفة ممكنة وبأفضل الشروط، ولكن حاجة المؤسسة للأموال في بعض الأحيان قد تلغي قدرتها على التوقيت وتضطر للدخول إلى سوق الاقتراض بالرغم من عدم مناسبة التوقيت.

9-2- الإدارة والسيطرة

إن سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل التي لها دور مهم في تخطيط مصادر التمويل لهذا السبب نجد أن المالكين المسيطرين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية لأن الدائنين الممتازين لا يهددون هذه السيطرة بصورة مباشرة لأنهم لا يملكون حق التدخل في الإدارة.¹

10-2- التكلفة

تختلف تكلفة مصادر التمويل فيما بينها وعلى الإدارة المالية للمؤسسة مقارنة تكاليف هذه المصادر المتاحة واختيار المصدر الأقل تكلفة.²

المطلب الثاني: أنواع القرارات التمويلية وآثارها على الهيكل التمويلي

1- أنواع القرار التمويلي:

تدور هذه المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات، لتحديد المزيج الأمثل من مصادر التمويل أي أن هذه القرارات تهتم بالمصادر التمويلية المناسبة ومبالغها وكيفية الحصول عليها. ويوجد نوعين من القرارات التمويلية في المؤسسة:

1-1- قرارات تهتم بتحديد المزيج الملائم للتمويل قصير الأجل: وهو من أهم القرارات التي تؤثر على الربحية والسيولة.

¹ - أيمن الشنطي، عامر شقير، مرجع سابق، ص ص 120-122.

² - شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، دار المسيرة، ط1، عمان، الأردن، 2009، ص 131.

2-1- قرارات تعنى بتحديد أيها أكثر نفعية للمؤسسة القروض قصيرة الأجل أو طويلة الأجل في وقت محدد:

من خلال الدراسة المعمقة للبدائل المتاحة وتكلفة كل بديل والآثار المترتبة عليه في الأجل الطويل.¹

2- العوامل المؤثرة في قرار التمويل

وتتمثل أهم العوامل في الآتي:

- تكلفة المصادر المختلفة للتمويل، أي تكلفة الدينار الواحد من كل مصدر.
- عنصر الملائمة، بمعنى أن يكون مصدر التمويل ملائماً مع المجال الذي تستخدم فيه الأموال.
- وضع السيولة النقدية في المؤسسة لدى اتخاذ القرار، وسياساتها المتبعة في إدارة هذه السيولة، فإذا كان هذا الوضع حرجاً قد تضطر المؤسسة لتجاوز عامل التكلفة والبحث عن مصادر تمويل طويل الأجل، لتجنب عوامل الضغط على السيولة في المستقبل.
- القيود التي يفرضها المقرض على المؤسسة المقترضة والتي تتعلق عادة بالضمانات المقدمة، أو سياسات توزيع الأرباح أو قيود على مصادر تمويل أخرى.
- المزايا الضريبية، فمصادر التمويل الخارجي تحقق وفورات ضريبية تخفض من المتوسط المرجح لتكلفة التمويل.²

3- آثار القرارات التمويلية على الهياكل التمويلية

من أجل اتخاذ القرار التمويلي المناسب لا بد من الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من المقومات:

- الملائمة بين زيادة التمويل الداخلي والتمويل الخارجي وملاحظة تكلفة التمويل.
- التوزيع المتناسق للتمويل طويل الأجل والتمويل قصير الأجل وربطه بالاستخدامات.
- تحديد نسب مئوية لمساهمة كل نوع من أنواع التمويل داخلي وخارجي.
- تحديد تشكيلة الخصوم قصيرة الأجل وتشكيلة الخصوم طويلة الأجل ومن الطبيعي أن يعتمد متخذو القرارات المالية السليمة على أسس عملية واستخدام المؤشرات المالية الاستاتيكية والديناميكية ودراسة أثر الاحتمالات المختلفة للقرار قبل تنفيذه، وأضعف الإيمان أن يقارن تكلفة تنفيذ القرار بالعائد المتوقع منه.³
- والواقع أنه يجب باستمرار تحليل القرارات وهناك معايير معينة سيستفاد منها في هذا الغرض ومنها:
- التحليل المستمر للمراكز المالية وبالذات الشهرية تكون مفيدة جداً لاتخاذ القرار السليم.

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004 ص 17.

² محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2006، ص 277.

³ أبو الفتوح فضالة، الهياكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، إمبابة، مصر، 1994، ص ص 68-69.

– تصحيح الهيكل التمويلي أولاً بأول فتكون هناك أموال فائضة يستدعي الأمر استخدامها للتوسع في الأنشطة.

– خلق أنشطة متجانسة.

ومن الطبيعي أن كل قرار يتخذ حالياً يظهر أثره في المستقبل إما ربحاً أو مساهمة فيه أو خسارة أو مساهمة فيه ذلك يدعو إلى محاولة تتبع آثار القرارات على الهيكل التمويلي للمؤسسة.¹

¹ المرجع نفسه، ص 70.

خلاصة الفصل:

التمويل فرع من فروع علم الاقتصاد حيث تكمن أهميته في كونه يسهل عملية انتقال الفوائض النقدية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض الى تلك الوحدات التي لها جزء مالي لهذا تم في هذا الفصل تناول مختلف أوجه تمويل المؤسسات وذلك من خلال استعراض مختلف المصادر التمويلية وتبيان خصائص كل منها للمفاضلة بينها من حيث طرق وأساليب الحصول عليها والأوقات الملائمة لاستعمال كل منها.

حيث تستطيع المؤسسة تمويل احتياجاتها عن طريق التمويل الداخلي باعتمادها على الاهتلاكات والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي بالإضافة للأرباح المحتجزة كما تلجأ إلى التمويل الخارجي في حال عدم كفاية المصادر الداخلية والمتضمنة تمويل خارجي مباشر عن طريق أسهم (عادية، ممتازة) وسندات وتمويل خارجي غير مباشر وذلك بالافتراض قصير وطويل الأجل.

وتتخذ المؤسسة مجموعة من قرارات التمويل التي تمتد آثارها على المدى الطويل وهذه القرارات تحكمها مجموعة من المحددات وكما تؤثر فيها مجموعة من العوامل، وتم التوصل في هذا الفصل الى أن قرار التمويل يتعلق بالقرارات المرتبطة بهيكل التمويل وأن التمويل الخارجي مكمل للتمويل الداخلي.

الفصل الثاني: الهيكل التمويلي كقرار

استراتيجي داخل المؤسسة

مقدمة الفصل:

تلجأ المؤسسة إلى مصادر التمويل من أجل تغطية احتياجاتها من الأموال حيث أن هذه المصادر تصنف وفق معايير مختلفة كما تم التطرق إليها في الفصل السابق، وليس سهلاً على المسير أن يقوم بالاختيار بين هذه المصادر لأن لكل مصدر منها تكلفة معينة حيث تعتبر تكلفة الأموال بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار.

إن المؤسسة تعتمد مزيج من الأموال يعرف هذا المزيج بالهيكل المالي فالأداء الجيد للمؤسسة يرتبط بقدرتها في تشكيل التوليفة المثلى من هذا الهيكل ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بالطرق المثلى للرفع من قيمة المؤسسة.

إن إمكانية وجود هيكل مالي أمثل مبني على عدة نظريات تتبلور حول هذا الموضوع منها المعرضة ومنها المؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل إذ يقصد بالمثالية مدى إمكانية اختيار نسب تمويل معينة بين كل من الأصول الخاصة والديون وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة وسيتم التطرق في هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- تكلفة عناصر التمويل؛
- الإطار المفاهيمي للهيكل التمويلي؛
- النظريات المفسرة للهيكل التمويلي.

المبحث الأول: تكلفة عناصر التمويل

تعتبر تكلفة التمويل بمثابة الحد الأدنى للعائد المطلوب على الأموال المستخدمة، ولتقدير تكلفة رأس المال أهمية بالغة في اتخاذ القرارات المكونة لهيكل رأس المال فالهيكل المالي المناسب هو الذي يحقق أدنى تكلفة وبالتالي سيتم تحديد تكلفة كل مصدر من مصادره في هذا المبحث على النحو التالي:

- تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل؛
- تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل؛
- التكلفة المتوسطة المرجحة.

المطلب الأول: تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل

1- تكلفة الإقراض

تتمثل تكلفة الإقراض الجديد في تكلفته بعد الضريبة، وتتوقف هذه التكلفة على معدل العائد على القروض الجديدة مطروحا منه قيمة الخفض في الضريبة نتيجة لاعتبار مدفوعات الفائدة من قبيل التكاليف الواجب خصمها من وعاء الضريبة وصولا للضريبة المستحقة على الدخل.¹

تستخدم تكلفة الاقتراض بعد خصم الضريبة لحساب التكلفة المرجحة لرأس المال وهي تمثل سعر الفائدة الفعلي الذي تدفعه المؤسسة مع استبعاد الوفورات الضريبية الناتجة عن إمكانية خصم الفوائد ويمكن التعبير عما سبق بالمعادلة التالية:²

تكلفة المديونية بعد الضريبة = العائد المطلوب من قبل حملة المديونية - الوفر الضريبي

$$Kdt = Kd - Kd \cdot t$$

$$Kdt = Kd(1 - T)$$

حيث أن:

Kdt : تكلفة التمويل المفترض ببعده الضريبة

Kd : العائد المطلوب من حملة القرض

t : معدل الضريبة

ومن المعادلة أعلاه يمكن القول بأن الدولة تتحمل جزء من تكلفة المديونية كون أن الفوائد تعد من التكاليف التي تظهر في قائمة الدخل وتؤدي الى تخفيض الدخل الخاضع للضريبة، وبالتالي الى تخفيض مبلغ الضريبة المدفوعة من قبل المؤسسة، أي وجود فوائد في قائمة الدخل يؤدي الى تخفيض العبء الضريبي المترتب على المؤسسة.

إن السبب الذي يدعو المؤسسات الى استخدام تكلفة الدين بعد خصم الضريبة، هو أن زيادة قيمة السهم تعتمد على التدفقات النقدية بعد خصم الضريبة وبما أن الفوائد نفقات قابلة للخصم فإنها تولد وفورات ضريبية تخفض التكلفة الصافية للدين، حيث تصبح تكلفة الدين بعد خصم الضريبة أقل من تكلفة الدين قبل خصم

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

² - عدنان تايه النعيمي وراشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 368.

الضريبة، وحيث أن التدفقات النقدية ومعدلات العائد تستند على أسس متماثلة فقد تم تعديل سعر الفائدة باتجاه الأسفل لمراعاة المعالجة الضريبية المفصلة للدين.

2- تكلفة الأسهم الممتازة والعادية

1-2- تكلفة الأسهم الممتازة

تتمثل تكلفة التمويل باستخدام الأسهم الممتازة في معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون على الأسهم الممتازة ويتم احتسابها بقسمة توزيعات الأرباح على حملة الأسهم الممتازة على السعر السوقي ويتم احتسابها بقسمة توزيعات الأرباح على حملة الأسهم الممتازة على السعر السوقي للسهم الممتاز مطروحا منه قيمة مصاريف الإصدار.¹

ويتم حساب تكلفة هذا المصدر من مصادر التمويل طويل الأجل بموجب المعادلة أدناه:

$$K = \frac{d}{(P - F)}$$

حيث أن:

K : تكلفة السهم الممتاز.

d : حصة السهم من الربح.

P : سعر بيع السهم.

F : تكاليف الإصدار.

نلاحظ أن عملية حساب تكلفة الأسهم الممتازة تمت دون أي تعديلات ضريبية، لأن أرباح الأسهم الممتازة على العكس من نفقات الفائدة على الدين غير قابلة للخصم وبالتالي لا يوجد وفورات ضريبية مرتبطة باستخدام السهم الممتاز، والسبب في ذلك يعود إلى أن الفائدة على الدين تعامل كتكلفة يتم طرحها من المبالغ التي تخضع للضريبة، بينما الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة يتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر من التكاليف.

2-2- تكلفة الأسهم العادية

إلى جانب القروض الإضافية وإصدار أسهم ممتازة جديدة، يمكن للمؤسسة إصدار المزيد من الأسهم العادية لاستخدام حصيلتها في تمويل اقتراحات استثمارية.²

وتعرف تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية على أنها "العائد الذي يطلبه المستثمرون (حملة الأسهم) لقاء امتلاكهم له".³ وتزيد تكلفة الأسهم العادية الجديدة أو رأس المال المملوك الخارجي عن طريق تكلفة الأرباح المحتجزة بسبب تكلفة الإصدار المرتبطة ببيع الأسهم الجديدة.⁴

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

² - احمد بوراس، مرجع سابق، ص 89.

³ - عدنان تايه النعيمي، راشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 372.

⁴ - محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 284.

وتحسب تكلفة الأسهم العادية عن طريق المعادلة الآتية:¹

$$K = \frac{d}{P(P - I)} + g$$

حيث أن:

K : تكلفة السهم العادي.

d : العائد المتوقع من السهم.

P : القيمة السوقية للسهم.

I : تكلفة إصدار السهم.

g : معدل النمو على الأرباح.

3- تكلفة الأرباح المحتجزة:

تحدد تكلفة الأرباح المحتجزة بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين على الأسهم العادية للمؤسسة وبمعنى آخر، فإن تكلفة التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة هي معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم العادية على التمويل الذي تحصل عليه المؤسسة من الأرباح المحتجزة.² ويمكن حساب تكلفة الأرباح المحتجزة عن طريق المعادلة التالية:³

$$K = \frac{d}{P} + g$$

حيث أن:

K : تكلفة أموال الأرباح المحتجزة.

d : التوزيعات المتوقعة للسهم.

P : القيمة السوقية للسهم.

g : معدل النمو المتوقع للتوزيعات.

وبما أن الأرباح المحتجزة تخضع عادة للضريبة فإن تقدير تكلفتها يتطلب تعديل المعادلة السابقة، حيث تؤخذ مقدار الضريبة في الحسبان، وتصبح المعادلة على النحو التالي:

$$K = \frac{d(1 - T)}{P} + g$$

حيث **T** معدل الضريبة على أرباح المؤسسات.⁴

¹ - نحال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 284.

² - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 412.

³ - Alain CAPIEZ, Eléments de gestion financière, Masson, Paris, 4^{ème} édition, 1995, P

⁴ - محمد ذياب، دراسات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشاريع، دار المنهل اللبناني، ط1، بيروت، 2007، ص ص 101-102.

المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل

1- تكلفة التمويل في حالة الائتمان التجاري

تتوقف قيمة تكلفة التمويل باستخدام الائتمان التجاري على الشروط الائتمانية التي يصفها المورد لمنح التسهيلات الائتمانية، ففي ظل غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويلي دون تكلفة تذكر.¹ غير أنه قد ينقلب إلى مصدر تمويلي مرتفع التكلفة إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه وتلتزم بالشروط الائتمانية التي حددها المورد، فعندما تمر الفترة 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. وفي حالة ما إذا كان الائتمان التجاري الممنوح من المورد يتضمن شرطاً يقضي بمنح خصم نقدي للعملاء في حالة السداد خلال فترة معينة، فإن البند الرئيسي في تكلفة الائتمان في هذه الحالة تتوقف قيمته على إمكانية حصول المؤسسة على هذا الخصم من عدمه، فإذا التزمت المؤسسة بالسداد خلال فترة الخصم النقدي وبالتالي تكلفة الائتمان التجاري في هذه الحالة تكاد تكون معدومة، فيما تزيد تكلفة الائتمان التجاري عندما تقوم المؤسسة بسداد مستحقاتها بعد انتهاء الفترة المقررة لمنح الخصم النقدي.

360

تكلفة الائتمان التجاري = معدل الخصم النقدي x فترة الائتمان - فترة الخصم

2- تكلفة التمويل في حالة التمويل 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 الاسمية تمييزاً لها عن التكلفة الفعلية المرتبطة بشروط الاتفاق بين المؤسسة والجهة المانحة للقرض، والمتأثرة أيضاً بمعدل الضريبة الخاضعة له أرباح المؤسسة، وهناك احتمالات بشأن هذه الشروط، هي:²

- أن يطلب من المؤسسة الاحتفاظ برصيد معين؛
- أن يطلب من المؤسسة سداد القرض على دفعات؛
- أن يطلب من المؤسسة سداد الفائدة مقدماً.

ويمكن احتساب الفائدة وفق الأساليب التالية:

أ. 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 مساوياً لمعدل الفائدة الإسمي وتحسب كما يلي:

كلفة الفائدة البسيطة = نسبة الفائدة x قيمة القرض x المدة

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

² - فتحي ابراهيم محمد أحمد، مرجع سابق، ص 6.

ب. الفائدة المخصومة: وهي الفائدة التي يتم خصمها من قيمة القرض عند توقيع العقد مع المصرف، ولذلك يسمى بالقرض المخصوم وبموجب هذا الشرط سوف لا يحصل المقترض على كامل قيمة القرض، وهنا سيختلف المعدل الحقيقي إذ سيكون أكبر من معدل الفائدة الإسمي.¹

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{أصل قيمة القرض} - \text{الفائدة الدفوعة}}$$

ج. احتساب كلفة القرض بطريقة الرصيد المعوض:

تتضمن بعض الشروط عند منح الائتمان المصرفي إلزام العميل بالاحتفاظ بحد أدنى من الرصيد بحسابه في المصرف وتتراوح هذه النسبة بين 10% إلى 20% من قيمة القرض، والغرض من ذلك تقوية المركز النقدي للعميل وأن هذا الشرط سيؤدي إلى رفع معدل الفائدة الحقيقي للقرض لانخفاض المبلغ المستثمر فعلا من قبل العميل.²

المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة

1- تعريف التكلفة الوسطية المرجحة

تضع كل مؤسسة تصورا لهيكل تمويلها الأمثل، حيث تحدد المزيج الأمثل من عناصر الاقتراض والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة والأسهم العادية التي تشكل هيكلها المالي بشكل تستهدف تعظيم قيمة أسهم المؤسسة، وتبعا لذلك يجب على المؤسسة أن تضع هيكلها ماليا مستهدفا لها، وتعمل على حشد وتجميع الأموال بالشكل أو النمط الذي تكوين هذا الهيكل على مدار عمر المشروع وفي ذلك الجزء سوف نفترض أن المؤسسة قد حددت هيكلها التمويلي المستهدف والأمثل من وجهة نظرها، وأنها ممارستها للأنشطة التمويلية تلتزم بتكوين هذا الهيكل.

وتستخدم النسب والأوزان المستهدفة لكل من الاقتراض والأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة إلى جانب تكلفة هذه العناصر في تحديد ما يسمى بالتكلفة المتوسطة المرجحة للأموال التي تمثل المتوسط المرجح لتكاليف مكونات الهيكل المالي للمؤسسة (الاقتراض، الأسهم الممتازة، الأسهم العادية...)

ويمكن حساب متوسط التكلفة المرجحة للتمويل عن طريق المعادلة الآتية:³

$$WACC = Kd \times Wd + Kps \times Wps + Ks \times Ws$$

حيث:

WACC : كلفة رأس المال.

Kd : نسبة الدين.

Wd : كلفة الدين بعد الضريبة.

Kps : نسبة الأسهم الممتازة.

¹ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 223.

² - المرجع نفسه، ص 223.

³ - عدنان تايه النعيمي، راشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 377.

Wps : كلفة الأسهم الممتازة.

Ks : نسبة حقوق الملكية.

Ws : تكلفة حقوق الملكية.

2- العوامل التي تؤثر في تكلفة الأموال

تتأثر تكلفة الأموال بعدد من العوامل بعضها يخرج عن نطاق سيطرة المؤسسة فيما يقع البعض الآخر تحت سيطرتها ويتأثر بسياساتها.

2-1- العوامل التي لا تخضع لسيطرة المؤسسة

يعد كل من مستوى أسعار الفائدة ومعدلات الضرائب السائدة أهم العوامل التي لا تخضع لسيطرة المؤسسة وتؤثر على تكلفة الأموال وتتمثل فيما يلي:¹

2-1-1- مستوى أسعار الفائدة

إذا كانت أسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد الوطني تتجه للارتفاع فإن تكلفة التمويل تزيد لأن المؤسسات ستكون مضطرة لدفع معدلات فائدة أعلى للمقرضين وحملة السندات. ولا يقتصر تأثير ارتفاع أسعار الفائدة على القروض والسندات فقط بل يؤدي أيضا إلى رفع تكلفة كل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية.

2-1-2- معدلات الضرائب

تتحدد أسعار الضرائب بموجب التشريعات الضريبية، وبالتالي فهي تخرج عن نطاق سيطرة المؤسسة، وتؤثر أسعار الضرائب على تكلفة الأموال ومن ثم على التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال، فهي تؤخذ في الاعتبار عند احتساب تكلفة الاقتراض، كما أن مستوى الضرائب يؤثر بطريقة أخرى على تكلفة الأموال، فإذا قررت الحكومة مثلا تحديد معدلات منخفضة للضرائب على الأرباح الرأسمالية عن المعدلات المقررة على الربح الدوري، فإن هذا يعطي أفضلية للتمويل بالأسهم العادية، حيث يؤدي ذلك الإجراء إلى تخفيض تكلفة الأسهم بالمقارنة بتكلفة الاقتراض، الأمر الذي ينعكس على الهيكل المالي المستهدف للمؤسسة، حيث تتجه المؤسسات نحو مزيد من التمويل باستخدام الأسهم العادية والأرباح المحتجزة في مواجهة التمويل بالاقتراض.

2-2- العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة

تتعدد العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة وتؤثر على الهيكل المالي للمؤسسة لعل أهمها ما يلي:²

2-2-1- سياسة المؤسسة بشأن الهيكل المالي

يمكن للمؤسسة أن تغير من هيكلها المالي بشكل يغير أيضا من تكلفة التمويل فإذا قررت المؤسسة استخدام المزيد من القروض والأقل من الأسهم العادية، فإن هذا يغير من الأوزان النسبية لمصادر التمويل داخل الهيكل التمويلي بشكل يخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة للهيكل المالي.

¹ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص ص 425-426.

² - المرجع نفسه، ص ص 426-427.

المبحث الثاني: الهيكل التمويلي

إن كيفية الاختيار بين البدائل التمويلية المتعددة هي من مهام الإدارة المالية وكذلك بعد دراسة الاحتياجات المالية للمؤسسة والتي تتمثل في احتياجاتها المالية ومن هنا يمكن القول أن المؤسسة تقوم برصد سياستها المالية لذلك وجب التعرض إلى المفاهيم المختلفة لهيكل التمويل من خلال الآتي:

- مفهوم الهيكل المالي؛
- مفهوم هيكل رأس المال ومناهج اختياره؛
- السياسات التمويلية للمؤسسة.

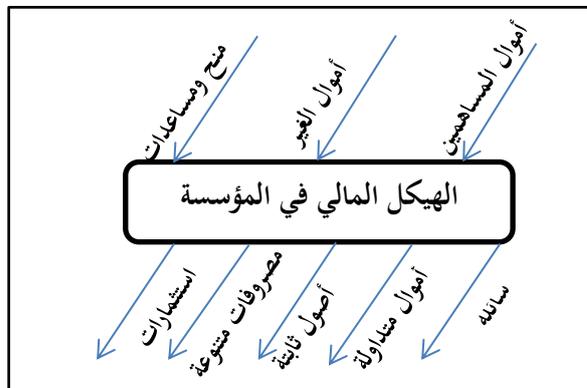
المطلب الأول: ماهية الهيكل التمويلي

لابد من التفريق بين مفهومين لبنية التمويل في المؤسسة وهما الهيكل المالي وهيكل رأس المال.

1- مفهوم الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي بأنه عبارة عن مجموعة من القنوات التمويلية إما في شكل أموال قادمة للشركة من مصادر مختلفة سواء مالكي المؤسسة (المساهمين) أو الغير على شكل قروض بكافة أنواعها وأيضا مجموعة قنوات استخدام الأموال من استثمارات وأصول ثابتة ومستلزمات سلعية وغيرها وبقاء جزء على شكل أصول سائلة وفقا للشكل التالي:¹

شكل رقم (01): أصول سائلة



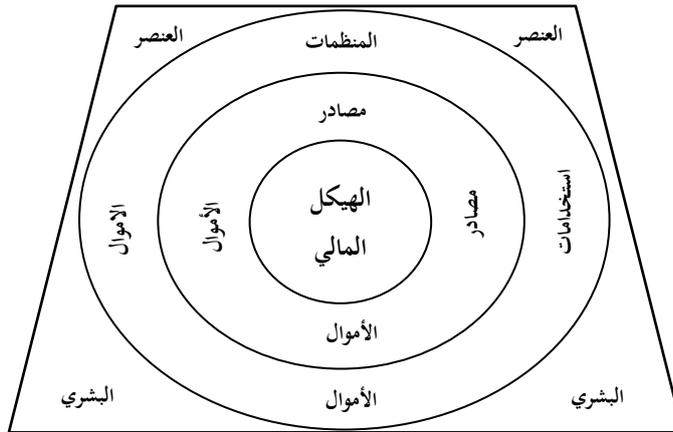
المصدر: أبو الفتوح علي فضالة، الهياكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، أمبابة، مصر، 1994، ص 38.

بل يمكن إجراء توضيح أكثر تفصيلا للمكونات الرئيسية للهيكل المالي للشركة من مصادر الأموال واستخداماتها في الشكل التالي مع ملاحظة أن العنصر البشري يحيط بصحة أو اختلال الهيكل التمويلي من جميع الجوانب.²

¹ - محمد بوشوشة، مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير اقتصاد وتيسير المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2007، ص 56.

² - أبو الفتوح علي فضالة، الهياكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، أمبابة، 1994، ص 38-39.

الشكل رقم (02): المكونات الرئيسية لمصادر الأموال واستخداماتها



المصدر: أبو الفتوح علي فضالة، مرجع سابق، ص 39.

ويعرف الهيكل المالي للمؤسسة على أنه: "هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف الميزانية العمومية."¹

2- مفهوم هيكل رأس المال ومناهج اختياره

2-1-1- مفهوم هيكل رأس المال وخصائصه

2-1-1-2 مفهوم هيكل رأس المال

يتعلق بمصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة كالديون طويلة الأجل والأسهم العادية والأرباح المحتجزة، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل،² فهو بذلك تركيب للأموال المملوكة للمؤسسة (رأس المال، الاحتياطات، الأرباح المحتجزة) والقروض طويلة الأجل كجزء من التركيب المالي.

2-1-2 خصائص هيكل رأس المال

تتمثل خصائص هيكل رأس المال في ما يلي:

- ضرورة استبعاد الخصوم المتداولة من الهيكل التمويلي على أساس كونها تمويل مؤقت.
- إن هدف المدير المالي عند اتخاذ القرارات التمويلية هو التوصل الى ذلك المزيج التمويلي الذي يعظم إجمالي القيمة السوقية للمؤسسة.³
- يتحدد هيكل التمويل الأمثل وفق لمعيار أقصى ربحية ممكنة.
- الهيكل المالي يجب أن يحقق التوازن بين العائد وبين المخاطر المتعلقة بالهيكل المالي ذاته، أي بين الربحية والمخاطر المالية.⁴

¹ - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 349.

² - فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسبوت، 2007، ص 299-300.

³ - محمود صبح، الإدارة المالية طويلة الأجل، ط 1، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2000، ص 181.

⁴ - فتحي إبراهيم محمد أحمد، مرجع سابق، ص 300.

2-2-2- مناهج اختيار الهيكل المالي

هناك ثلاث مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب وهي:

2-2-2-1- منهج التوازن

يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرونة مالية للهيكل المالي، وهذا يتطلب حساب 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 يصاحبه أقل تكلفة تمويل.¹

2-2-2-2- 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 بتجديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال، وبالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب، وبمقارنة هذه الخطط يمكن اختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة.

2-2-2-3- 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، ومجموعة من العوامل متمثلة في: مدة الائتمان، مدى توفر المعلومات، وجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم، على أن يتم اتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الاستغناء عنها مثل: التكلفة، المركز الائتماني للمؤسسة، مجال استخدام الأموال والقرارات المالية التي اتخذت في الماضي... الخ، وفي ضوء العمليات الإنتاجية والتسويقية ودرجة استغلال الأصول والموارد الإنتاجية لأن ذلك يؤدي إلى تغيير المزيج التمويلي مع كل تغيير في حجم أعمال المؤسسة، وعليه يجمع هذا المنهج بين المناهج السابقة الذكر عند اختيار المزيج التمويلي المناسب ما يجعله منهج متكامل.

3- السياسات التمويلية للمؤسسة

تعتبر السياسة المالية للمؤسسة بمثابة المزيج من الأدوات المالية المستخدمة لتمويل احتياجاتها والتي تعتمد عليها في تشكيل هيكلها المالي.

3-1- السياسة المعتدلة في التمويل (مبدأ التغطية)

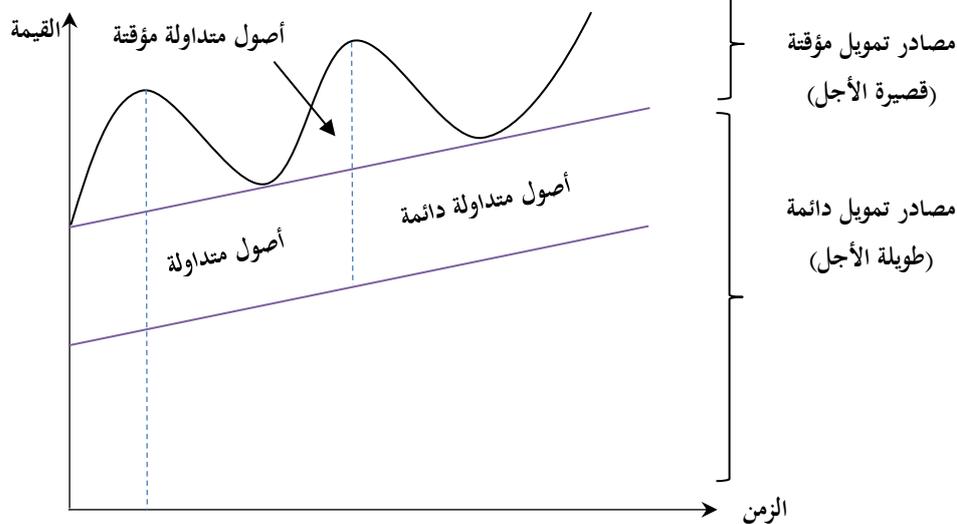
إن التمويل على أساس هذه السياسة يتبع مبدأ التغطية ويقضي هذا الأخير بضرورة ملائمة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل، مع التدفقات النقدية المتولدة عنه.² وطبقاً لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة من مصادر تمويل طويلة الأجل كالقروض والأموال الخاصة أما فيما يخص الأصول المؤقتة التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة، فإنه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل.

¹ - جلال الدين المريني، أحمد عبدالله اللوح، الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009، ص 287.

² - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر، ط 4، المكتب العربي، الإسكندرية، 2006، ص 224.

ويوضح الشكل التالي تمويل الأصول وفق السياسة المعتدلة (المثالية).

الشكل رقم (03): السياسة المعتدلة في التمويل (سياسة مثالية)



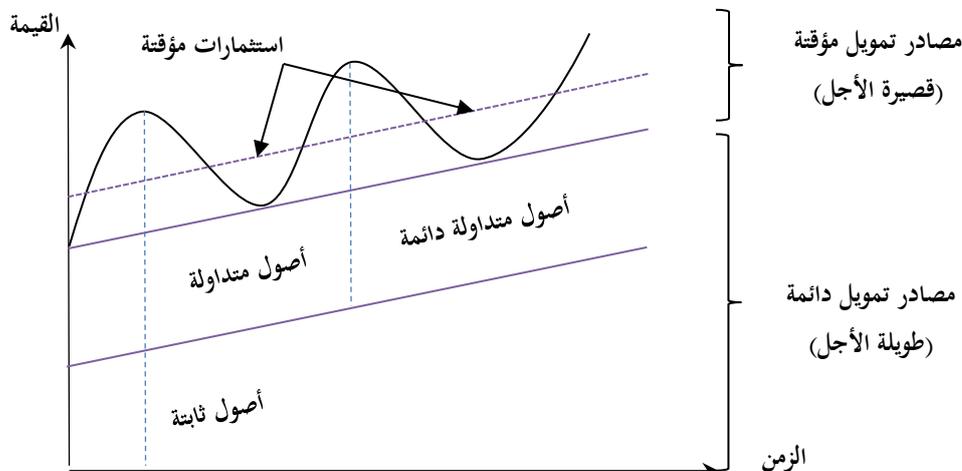
المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر، ط 4، المكتب العربي، الإسكندرية، 2006، ص 226.

يبين الشكل بوضوح أن الأصول الثابتة قد تم تمويلها بالكامل من خلال مصادر التمويل طويلة الأجل، في حين استعمل مصدر التمويل قصير الأجل لتمويل الاحتياجات الاستثمارية قصيرة الأجل. رغم سلامة هذه السياسة من ناحية تأثيرها على ربحية المؤسسة إلا أن هذه السياسة تتجاهل مدى ميل المؤسسة لتحمل المخاطر.¹

3-2- سياسة التمويل المتحفظة (الحافظة)

إن الاعتماد على مبدأ التغطية أمر نادر الحدوث فقد تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، ومن ثم فقد تلجأ إلى اعتماد مصادر التمويل طويلة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول المؤقتة. والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة المتحفظة.

الشكل رقم (04): السياسة المتحفظة في التمويل



المصدر: منير إبراهيم هندي، مصدر سابق، ص 225.

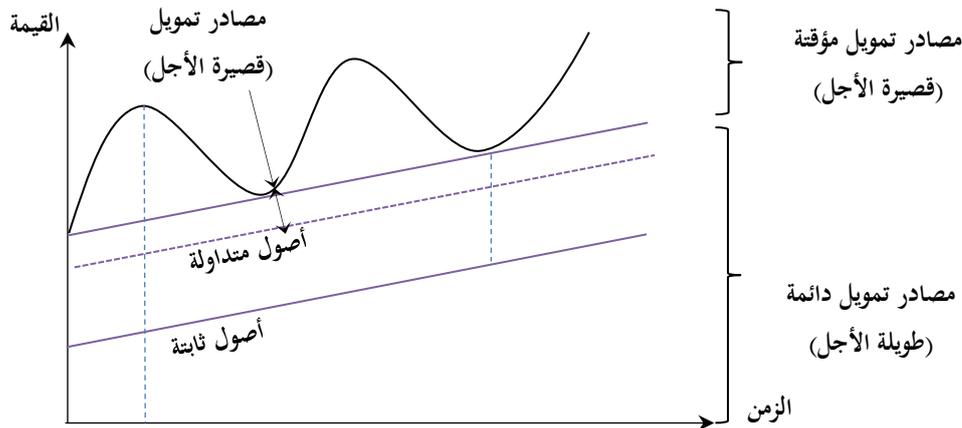
¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 358.

ومن الشكل يظهر أن الأصول الدائمة والتي تنمو عبر الزمن سوف يتم تمويلها كلياً بمصادر تمويل طويلة الأجل ومع استخدامه أيضاً لتمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة.¹ عموماً فإن درجة المخاطرة في هذه السياسة سوف تكون بحدودها الدنيا إلا أن العائد سوف يكون أيضاً منخفضاً بسبب الارتفاع في تكاليف القروض طويلة الأجل بمعنى آخر فإن هذه السياسة سوف تخفض العائد وتخفض المخاطر.²

3-3- سياسة التمويل المغامرة (الجريئة):

إذا ما تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها ستلجأ إلى اعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى حد استخدامه في تمويل جزء من الأصول الدائمة وذلك أملاً في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر.³ والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة الجريئة.

الشكل رقم (05): تمويل الأصول وفق سياسة المغامرة



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 227.

إن زيادة درجة الاعتماد على الخصوم المتداولة لتعويض الانخفاض في درجة الاعتماد على الخصوم غير المتداولة وحقوق الملكية من شأنه أن يؤدي إلى زيادة العائد نظراً لانخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل وباختصار تؤدي السياسة الجريئة إلى زيادة المخاطر وزيادة العائد أيضاً.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص 198.

² - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 361.

³ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 224.

المطلب الثاني: نسب الهيكل التمويلي

تدعى نسب الرفع حيث تقيس المدى الذي تلجأ إليه المؤسسة في اعتمادها على أموال الغير في تمويل احتياجاتها.

1- نسب التمويل الدائم والتمويل الخاص:

1-1- نسبة التمويل الدائم:

تشير هذه النسبة إلى مستوى تغطية الاستثمارات الصافية بالأموال الدائمة، فهذه النسبة تعتبر صياغة أخرى لرأس المال العامل أو ما يسمى بهامش الأمان، وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

يكون رأس المال العامل سالبا إذا كانت هذه النسبة أقل من الواحد الصحيح، فهذا يدل على أن جزءا من الأصول الثابتة مغطى بقروض قصيرة الأجل وتكون المؤسسة في هذه الحالة أخلت بشرط الملائمة بين استحقاقية الخصوم وسيولة الأصول.¹

1-2- نسبة التمويل الخاص (الذاتي):

وتعتبر هذه النسبة مكملة للنسبة الأولى وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الذاتي} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

تقيس هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بأموال خاصة، وإن ساوت الواحد فإن رأس المال العامل الخاص يكون معدوما أي أن الأصول الثابتة مغطاة بالأصول الخاصة، أما الديون طويلة الأجل وإن وجدت فهي تغطي الأصول المتداولة مكونة بذلك صافي رأس المال العامل.²

2- نسب الديون إلى رأس المال وإلى إجمالي الأصول:

1-2-1- نسبة الديون إلى رأس المال:

تظهر هذه النسبة مدى استخدام الديون في المؤسسة مقارنة بحقوق الملكية وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما زادت متطلبات الدائنين مقارنة بحقوق المالكين، فهي في حالة تصفية المؤسسة تزيد من معدل المخاطر، وبالإضافة يمكن لهذه النسبة أن تحدد مدى استقلالية المؤسسة حاليا ويستحسن ألا تزيد عن الواحد كنسبة معيارية وحتى تكون للمؤسسة حرية اتخاذ القرارات الخاصة، لأن ارتفاع هذه النسبة تقيد عمليات المؤسسة

¹ - عقبة قطاف، أثر التشخيص المالي على تنافسية المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2009، ص 70.

² - ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، دار المحمدية، الجزائر، 1999، ص 53.

ويجعلها عرضة للتدخلات والضغوطات الخارجية للدائنين منها: رفع كلفة الأموال المقرضة، ولذا فمن الضروري أن يكون هناك توازن مناسب بين استعمال الديون وحقوق الملكية، وتحسب بالعلاقة التالية:¹

$$\text{نسبة الديون الى رأس المال} = \frac{\text{الديون}}{\text{حقوق الملكية}} = \frac{\text{قروض طويلة ومتوسطة الأجل} + \text{قروض قصيرة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}}$$

2-2- نسبة الديون إلى إجمالي الأصول:

تحدد هذه النسبة هامش الأمان للمقرضين، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الديون الى إجمالي الأصول} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$$

تجيب هذه النسبة على مدى مقدرة المؤسسة على تسديد ديونها في حالة الإفلاس إذا ما تم بيع أصولها، وكلما كانت النسبة صغيرة كلما كان ذلك أفضل، ويستحسن ألا تتجاوز (0.5).²

حيث أنه كلما انخفضت هذه النسبة زاد هامش الأمان بالنسبة للدائنين في حالة إشعار إفلاس المؤسسة وبيع أصولها، وعلى العكس من ذلك يفضل الملاك أن تكون نسبة الاقتراض مرتفعة لأحد السببين: زيادة نسبهم من الأرباح، أو زيادة أموال الملكية تعني التنازل عن جزء من السيطرة على المؤسسة، وارتفاع هذه النسبة تعني ارتفاع مساهمة الإفراض في تمويل الأصول.³

3- نسب الأصول لحق الملكية ونسبة الاستقلالية المالية:

3-1- نسبة الأصول لحق الملكية:

من أهم المؤشرات التي تلجأ إليها الإدارة المالية هو نسبة الأصول الى حقوق الملكية، حيث يمثل جميع الالتزامات على المؤسسة، ولذلك كلما كان هذا المؤشر كبيرا كلما دل ذلك على زيادة الرفع المالي وانخفاض حقوق الملكية في مجموع التمويل الداخلي، مما يزيد من مجموع المخاطر التي يتعرض لها الدائنون. كما يفيد أيضا هذا المؤشر في التعرف على أهمية مساهمة الرفع المالي في ربحية المؤسسة.⁴

وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الأصول لحق الملكية} = \frac{\text{مجموع الأصول}}{\text{حق الملكية}}$$

¹ شباح نعيمة، دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الجزائرية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة بسكرة، 2008، ص ص 101-102.

² عقبة قطاف، مرجع سابق، ص 71.

³ محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 438.

⁴ حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 68.

2-3- نسبة الاستقلالية المالية:

وتقيس هذه النسبة مدى استقلالية المؤسسة عن دائئها¹، وتحسب بالطريقة التالية:

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$$

وتشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة وبالتالي درجة استقلاليتها، إذ أن الحجم الكبير للديون يجعل المؤسسة غير مستقلة في اتخاذ قراراتها المالية، فكلما كانت هذه النسبة كبيرة استطاعت أن تتعامل المؤسسة بمرونة مع الدائنين في شكل قروض وتسديد الديون، أما إذا كانت النسبة صغيرة فهذا يعني أنها في وضعية منقطة بالديون، ولا تستطيع الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها من قروض إضافة إلى تقديم ضمانات وقد تكون هذه الضمانات مرهقة.²

المطلب الثالث: الرافعة التمويلية كاستراتيجية للنمو الداخلي

تعكس الرافعة التمويلية حجم الديون التي استخدمت في هيكل تمويل المؤسسة، حيث تتأثر المؤسسة بالزيادة أو النقصان وفق الطريقة التي يتم فيها تكوين الهيكل المالي، حيث تزداد الأرباح بزيادة الاعتماد على القروض في ظروف اقتصادية مزدهرة في السوق، حيث أن الديون تعني تحميل المؤسسة بالتزامات ثابتة في شكل الفائدة المدفوعة فإن الفرصة متاحة أمام الإدارة لتعظيم نتائجها عند مستويات مختلفة للتشغيل.³

1- تعريف الرافعة التمويلية:

هي نسبة القروض إلى مجموع الخصوم أي مدى اعتماد المؤسسة على الاقتراض في تمويل أنشطتها، ويعني ارتفاع نسب الرفع المالي ارتفاع قيمة مصروفات الفوائد على القروض، حيث تمثل أعباء ثابتة يتعين سدادها بصرف النظر عن حجم المبيعات، الأمر الذي يعني ارتفاع درجة حساسية إيراد المؤسسة ومن ثم تدفقاتها النقدية وبالتالي أسعار أسهمها للتغيرات في الدورات التجارية.⁴ وتحسب درجة أو معامل الرفع المالي كالتالي:⁵

$$\text{درجة الرافعة التمويلية} = \frac{\text{نسبة التغير في ربح السهم}}{\text{التغير النسبي في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}$$

ولتسهيل عملية الحساب قد تأخذ المعادلة أعلاه شكل آخر كالتالي:

$$\text{درجة الرافعة التمويلية} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{صافي الربح قبل الفوائد} - \text{الفوائد}}$$

¹ - Claude Rozsa, Christian Guyon, **La Fonction financière dans l'entreprise - Diagnostic financier et dimension internationale**, 3^{ème} édition, Masson, Paris, 1993, p 91.

² - مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 46.

³ - عبد العزيز محمد النجار، التمويل الإداري - منهج صنع القرارات، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1993، ص 373.

⁴ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 374.

⁵ - عبد العزيز محمد النجار، مرجع سابق، ص 377.

2- دور الرافعة المالية في النمو:

الرفع المالي عبارة عن استراتيجية تنتهجها المؤسسات التي تتميز بمعدلات مردودية تجارية منخفضة، وذلك لتحقيق مستوى عالي من المردودية المالية، التي يبرز أثر الهيكل المالي عليها، وعادة لا يظهر هذا الأثر إلا بعد مدة حيث تتجلى أهمية استخدام مفهوم الأمتلية في اختيار الهيكل المالي للمؤسسة. يجب مراعاة وجهات نظر كل من المساهمين والمقرضين والمسيرين في إطار تحديد هيكل المؤسسة المالي كالتالي:¹

2-1- المساهمون: يساعد ارتفاع نسبة المساهمين في الحصول على نتائج أكبر، جراء ارتفاع ربحية

الأصول، كما أن انخفاض نسبة الهيكل المالي يؤدي الى الحصول على عوائد أقل. ويحرص المساهمون على أن تكون مديونية المؤسسة أقل ما يمكن، وتتصب كل اهتماماتهم على جانب هيكل الأموال الخاصة، وعليه يتم قياس المديونية بالعلاقة التالية:

الأموال الخاصة / الأموال الدائمة

2-2- المقرضون: إذا كانت نسبة المديونية أقل من ($1/2$) فهذا يعني أن طاقة الاقتراض تجاوزت حدها

الأقصى، مما يصعب إيجاد مقرضين جدد، وللخروج من هذه الوضعية، يتحتم على المؤسسة الزيادة في أموالها الخاصة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض نسبة الهيكل المالي.

2-3- المسيريون: على غرار اهتمام المساهمين والمقرضين بجوانب معينة داخل المؤسسة، فإن اهتمام

المسيريون ينصب أيضا على مدى فعالية المؤسسة، وكذلك السياسة المالية المتبعة، لأن المؤسسة تمثل مصدرا لدخول المسيرين (سواء كانوا مسيرين ومساهمين في نفس الوقت أو مسيرين فقط).

¹ - دادن عبد الغاني وآخرون، مداخلة بعنوان دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرارات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاديات المغاربية الجزائرية، 2003، ص 1110.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي

بعد ما تم التسليم بأن هيكل رأس المال هو الجزء الرئيسي من القرار المالي للمؤسسة الذي يؤثر على أرباحها وقيمتها والقيمة السوقية لأسهمها، كما أن هناك علاقة بين هيكل رأس المال والتكلفة المتوسطة المرجحة وقيمة المؤسسة، ذلك أن الهدف من هيكل رأس المال الأمثل هو تعظيم قيمة المؤسسة وتخفيض التكلفة المتوسطة المرجحة، وهناك نظريات عدة توضح العلاقة بين رأس المال والتكلفة المتوسطة المرجحة وقيمة المؤسسة.

المطلب الأول: النظرية التقليدية للهيكل المالي

1- مدخل النظرية التقليدية:

يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل رأسمال مثالي أي وجود نسبة اقتراض مثالية تتخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وتصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى، كذلك يفترض هذا المدخل أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون (دائنون وملاك) يزداد مع نسبة الاقتراض وذلك بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه ونؤكد هنا على أن أنصار هذا المدخل، لم يربطوا بين ارتفاع تكلفة التمويل المصاحبة للزيادة في نسبة الاقتراض، والتكاليف المصاحبة لاحتمال الإفلاس.

وإذا كانت نسبة الاقتراض ترتبط بعلاقة طردية مع كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة حقوق الملكية.

كيف يكون هناك ما يسمى بنسبة الاقتراض المثالية؟

يقوم المدخل التقليدي على فكرة مؤداها أن تكلفة الأموال تتخفض تدريجياً مع زيادة الأموال المقترضة إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى حد معين بعده تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع ويطلق على نسبة الاقتراض التي يتحول عندها اتجاه تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض المثالية.¹

2- الفرضيات المتعلقة بالنظرية:²

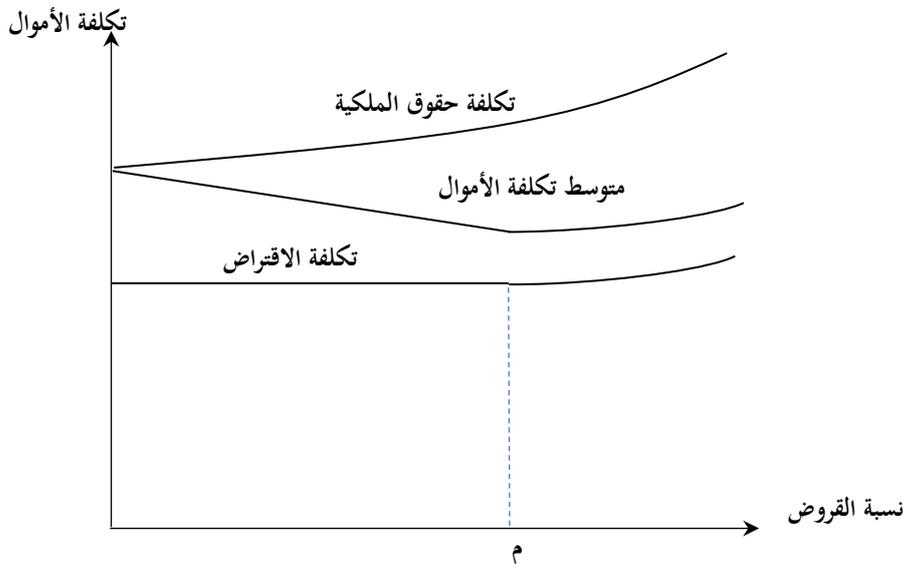
وقد بينت النظرية التقليدية على أساس مجموعة من الفرضيات أهمها:

- توزيع الأرباح داخل المؤسسة يكون قبل الضريبة.
- توقعات العوائد من طرف المساهمين معروفة متجانسة.
- في حالة تغيير نسبة الأموال المقترضة/ الأموال الخاصة، فإن مورد التمويل الجديد يتم اللجوء إليه من أجل التقليل من المصدر الآخر.
- المؤسسة تعمل في محيط تنعدم فيه الضرائب ولا توجد تكاليف المعاملات ويمكن توضيح المنظور الكلاسيكي بيانياً كما يلي:

¹ - منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 103.

² - المرجع نفسه، ص 103.

الشكل رقم (06): العلاقة بين تكلفة الأموال وتكلفة الاقتراض



المصدر: منير إبراهيم هندي، مصدر سابق، ص 227.

وما يلاحظ من الشكل أن تكلفة رأس المال تتناقص طالما أن تكلفة الاقتراض (م) والتي تمثل سعر الفائدة منخفضة، بعدها تميل إلى الثبات إلى حد ما ثم تتزايد.

3- طريقة تغيير تكلفة الأموال بسبب الهيكل المالي:

وفقا للمدخل التقليدي فإن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغيرات في هيكل رأس المال يمكن أن تقسم إلى ثلاث مراحل هي:¹

المرحلة الأولى: تنتصف هذه المرحلة بـ:

- تكلفة الاقتراض تظل ثابتة.
- القيمة السوقية للمؤسسة تبدأ بالزيادة بسبب الزيادة في الرفع المالي.
- زيادة الرفع المالي بسبب التغيرات التي تحصل في تكلفة الأموال المرجحة واتجاهها نحو الانخفاض.

المرحلة الثانية:

- استخدام نسبة من الرفع بحيث لا تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة.
- انخفاض تكلفة الاقتراض تؤدي إلى الارتفاع في تكلفة التمويل بنفس المقدار بشكل ما يعرف بنقطة الاقتراض المثلى.

المرحلة الثالثة:

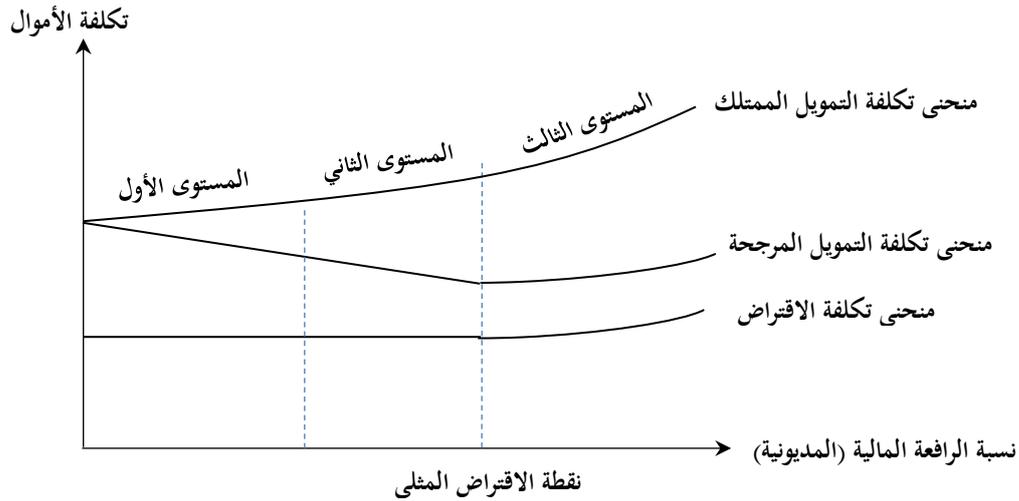
- الزيادة في معدل العائد المطلوب تكون أعلى من المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض.
- ارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة.

¹ - بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة أشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر، 2012، ص ص 63-65.

- انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

وكما يلاحظ من متابعة المراحل أعلاه أن هناك تغييرا في سلوك العلاقة بين تكلفة الأموال المرجحة وتكلفة التمويل الممتلك (معدل العائد المطلوب من الملاك) وأيضا القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك عندما تتغير تشكيلة هيكل الأموال بتغير مستويات الرفع المالي، هذه التغيرات نستطيع أن نعرضها في الشكل التالي:¹

الشكل رقم (07): العلاقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة التمويل الممتلك وتكلفة الأموال المرجحة



المصدر: منير إبراهيم هندي، مصدر سابق، ص 227.

يمكن تمييز ثلاث مستويات لتكلفة الأموال تتلخص في ما يلي:²

المنطقة الأولى: وهي تمثل نقطة تلاشي الخطر المالي نتيجة ضآلة المديونية حيث يتم التمويل أساسا عن طرق الملكية وأن الزيادة في نسبة المديونية تؤدي إلى تخفيض في التكلفة المرجحة طالما لم تتجاوز المديونية المستوى المقبول.

المنطقة الثانية: وتمثل مستوى تجاوز المديونية للنسبة المقبولة وبذلك يزيد الخطر المالي وينعكس أثره على تكلفة القروض وحق الملكية والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال المرجحة.

المنطقة الثالثة: ارتفاع نسبة التكلفة المرجحة نتيجة التزايد في تكلفة القروض والملكية.³

المطلب الثاني: نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل (ميلر ومودغلياني)

1- مدخل لنظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل

يقوم هذا المنظور على ما يسمى بنظرية أرباح الاستغلال الذي تولد عنها أعمال كلا من ميلر ومودغلياني حيث نميز هنا بين مرحلتين في تصور هذا النموذج الذي يعتمد على نظرية السوق المالي البحث، لذلك تسمى نظريتهما أيضا بنظرية السوق المتوازنة.⁴

¹ - بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص ص 63-65.

² - المرجع نفسه، ص ص 63-65.

³ - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

⁴ - يوسف قرشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005، ص 126.

حيث يقوم هذا المنظور في اعتقاد ميلر ومودغلياني في أن قرار توزيع لا أثر له على قيمة المؤسسة وهو ما يطلق عليه بنظرية عدم ملائمة التوزيعات فقيمة المؤسسة تتحدد بقدرة الأصول على تحقيق الأرباح، أما كيفية التصرف في هذه الأرباح باحتجازها أو توزيعها فلا تأثير له على قيمة المؤسسة.¹

• الفروض التي تقوم عليها هذه النظرية²

- أن المستثمر رشيد.
- أن المنشأة تعمل في ظروف السوق الكامل، حيث لا يوجد مستثمر وحيد يمكنه التأثير على أسعار الأسهم في السوق.
- إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بكميات مهما صغر قدرها.
- لا توجد تكلفة الإصدار، أي لا تتكبد المؤسسة أي مصروفات عند إصدارها للأسهم والسندات.
- أن سياسة الاستثمار للمؤسسة ثابتة لا تتغير وهذا شرط ضروري.

2- حالة عدم وجود ضرائب

تبين كل من ميلر ومودغلياني أنه لا يمكن للمؤسسة أن تزيد من قيمة المشروع وبالتالي قيمة حقوق الملكية عن طريق تعديل هيكل رأس المال وهو ما يعرف بالحقيقة الأولى لميلر ومودغلياني أي أن قيمة المشروع تتوقف على الأرباح الناتجة من تشغيل الأصول بغض النظر عن هيكل رأس المال أي تتحدد قيمة المشروع لتصبح:³

$$Vu = \frac{EBIT}{r_0}$$

حيث ان r_0 تمثل تكلفة الأموال وتقوم هذه الحقيقة على مجموعة من الافتراضات:⁴

- عدم وجود ضرائب سواء على الأفراد أو المؤسسات وسوف يتم إسقاط هذا الافتراض عند تناول الحقيقة الثانية لميلر ومودغلياني.
- انه يمكن تغيير النسبة (B/S) دون تغيير حجم الأموال المستثمرة في المشروع فقد تستخدم الديون في شراء أسهم أو على العكس، تستخدم الإصدارات الجديدة في الأسهم في سداد الدين دون التأثير على حجم الأموال المستثمرة في المشروع.
- ثبات معدلات النمو، وبالتالي تأخذ التدفقات النقدية بشكل دفعات.
- إمكانية الاقتراض سواء للأفراد أو المؤسسات وفقاً لمعدل الفائدة الحالي من المخاطر أي كان حجم هذه الأموال المقترضة.
- تماثل التوقعات الخاصة بالمستثمرين الحاليين أو المرتقبين وذلك سواء بالنسبة لإيرادات المشروع أو المخاطر الخاصة به.

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص 308-309.

² - المرجع نفسه، ص 309.

³ - حسين عطا غنيم، دراسات في دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية للنشر، الإسكندرية، 2005، ص 507.

⁴ - حسين عطا نعيم، نفس المرجع، ص 507.

- أنه يمكن تصنيف المشروعات في مجموعات متماثلة من حيث العائد والمخاطرة.
- أن سوق رأس المال هو سوق كامل تتوفر فيه جميع المعلومات من ناحية وتسد فيه الأسعار العادلة من ناحية أخرى.

وفي ضوء هذه الفروض السابقة فإنه يمكن إعادة صياغة الحقيقة الأولى لميلر ومودغلياني $VL =$

$$VU = \frac{EBIT}{rwacc} = \frac{EBIT}{ro}$$

أي أن قيمة المشروع لا تتوقف على درجة المديونية حيث أن متوسط تكلفة رأس المال لجميع نسب المديونية تساوي تكلفة رأس المال بغرض عدم لجوء المشروع إلى الاقتراض.¹

3- حالة وجود ضرائب

من المعروف أن فوائد القروض تعتبر من الأعباء والمصروفات التي تدخل ضمن قائمة الدخل ومن ثم فإن قبول اقتراض خضوع المؤسسة للضريبة على الدخل يعني أنه يمكن للمؤسسة التي يشمل هيكلها المالي على قروض أن تحقق وفورات ضريبية تقدر بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة ومن فقد أدركا ميلر ومودغلياني أن قيمة المؤسسة التي يكون هيكل رأسمالها من قروض وملكية سوف تفوق القيمة السوقية للمؤسسة مماثلة تعتمد فقط على أموال الملكية في هيكل رأسمالها وذلك كله يفترض أن الفرق بين هاتين القيمتين يتمثل أساسا في قيمة الوفورات الضريبية المحققة.²

حيث يبني الاقتصاديان إجابتهما دائما على تجربة المؤسستين متماثلتين ولهما نفس البيانات المالية إلا أنهما مختلفتان من حيث الهيكل المالي لكنهما متماثلتين فيما يتعلق بمجموع الديون والأموال الخاصة الجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (01): مقارنة بين مؤسستين متماثلتين في جميع البيانات المالية ما عدا الهيكل المالي

العناصر	المؤسسة E ₁	المؤسسة E ₂
النتيجة الاقتصادية	R	R
المصاريف المالية	-	Di
الفوائد	R (1-t)	(R-Di)(t-1)
النتيجة قبل الضريبة، I ذات المعدل t		
الأرباح القابلة للتوزيع	R (1-t)	(R-Di)(1-t)
- للمساهمين	-	Dt/R(1-t)+Di.t
- للمقرضين		

المصدر: أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، دراسة حالة لمؤسسة المطاط الكبرى للجنوب GMS، بسكرة، 2012، ص 26.

¹ حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص 507-508

² عبد الغفار الحنفي، رسمي زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 213.

من خلال الجدول تساوي قيمة المؤسسة VE القيمة المستحدثة للأرباح الموزعة بمعدل استحداث يتمثل في المعدل المطلوب t_e من طرف المساهمين أو المقرضين ولذلك لعدد لا نهائي من السنوات، كما يلي:

$$VE_2 = \frac{E_1 \text{ المؤسسة}}{1 - (1 + t_e)^{-n}}$$

$$(1 + x)^{-n} \rightarrow 0$$

$$VE_2 = \frac{R(1 - t)}{t}$$

ولما

فإن

$$VE_2 = \frac{E_2 \text{ المؤسسة}}{1 - (1 + t_e)^{-n}}$$

$$VE_2 = \frac{R(1 - t) \cdot \frac{te}{i}}{1 - (1 + i)^{-n}}$$

$$VE_2 = \frac{R(1 - t)}{te} + \frac{Di \cdot t}{i}$$

$$\Rightarrow VE_2 = VE_1 + D \cdot t$$

النتيجة أنه في حالة الخضوع للضريبة على الأرباح (جود الضرائب) فإن قيمة المؤسسة المعتمدة للاقتراض تتساوى مع قيمة نفس المؤسسة في حالة عدم اعتمادها على الاقتراض مضافا إليها مقدار الاقتصاد في الضريبة الناجم عن فوائد الديون وبالتالي فإن قيمة المؤسسة المعتمدة على الاقتراض مما يؤدي إلى وجود تفاوت في كل من قيمتهما في سوق الأموال الخاصة وبالتالي الاختلاف في تكلفة رأس المال حيث تدنئة هذه الأخيرة تعني تعظيم قيمة المؤسسة ونموها.¹

المطلب الثالث: نظرية التوازن

تم ادخار أثر تكلفة الإفلاس على نموذج M.M والمرحلة الثانية التي عرفت تعديلا في هذا النموذج بالأخذ بعين الاعتبار تكلفة الوكالة وكان الطرح كالاتي:

1- تكلفة الإفلاس:

تتعرض المؤسسة التي يكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية وقروض لمخاطر الإفلاس وهي مخاطر لا تتعرض لها المنشآت التي يكون التي يتكون رأسمالها من حقوق ملكية فقط، ويرجع هذا إلى فشل المؤسسة في سداد قيمة القروض والفوائد قد تنتهي بإعلان إفلاسها.²

عندما تكون نسبة الاقتراض عند مستوياتها الدنيا، فإن مخاطر الإفلاس تزداد مع الزيادة في نسبة الاقتراض وذلك في علاقة خطية وتستمر العلاقة على هذا النحو إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى نقطة معينة بعدها تبدأ مخاطر الإفلاس في الزيادة بمعدل أكبر من معدل الزيادة في نسبة الاقتراض إلى نقطة معينة.

1-1 أثر تكلفة الإفلاس: كقاعدة عامة كلما زادت مخاطر الإفلاس كان لذلك أثر عكسي على كل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة فزيادة مخاطر الإفلاس يترتب عليها زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم والسندات، الأمر الذي يعني ارتفاع تكلفة التمويل وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

¹ أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق، ص 21.

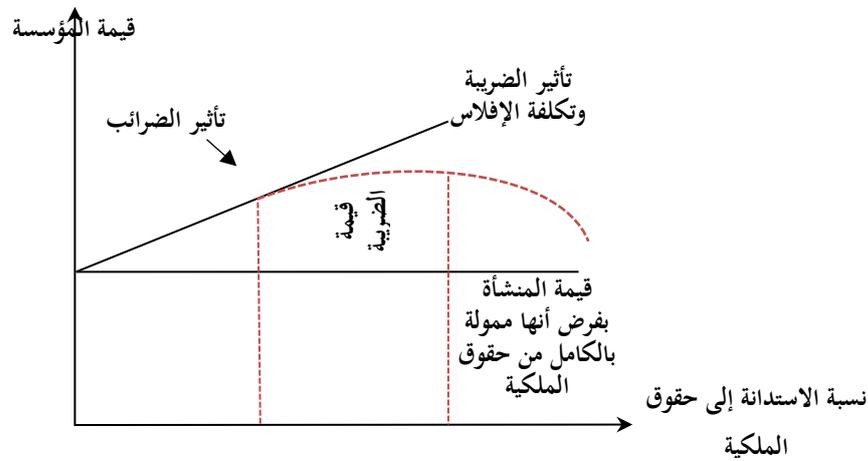
² منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 168.

وهي تتكون من مجموعتين؛ الأولى تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، مالية) وتكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة؛ أي المصدقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة)¹

فإذا أخذنا كل من الضريبة وتكلفة الإفلاس فسوف تأخذ تكلفة الاموال اتجاها آخر، حيث أنه في البداية تأخذ تكلفة الاموال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة الاستدانة الى النقطة (X) وحينئذ تستمر في الانخفاض بمعدل أقل من ذي قبل، وعندما تصل نسبة الاستدانة الى النقطة (Y) تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع.²

وذلك ما يبينه الشكل الآتي:

الشكل رقم (08): العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة وبين تكلفة الأموال



المصدر: منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في تمويل المؤسسات، مصدر سابق، ص 177.

من خلال الشكل نرى انه عندما كانت نسبة الاستدانة أقل من (X) لم تكن هناك تكلفة إفلاس، ومن ثم فإن تكلفة الاموال خضعت فقط لتأثير الضريبة مما يترتب عليه انخفاض في تلك التكلفة وبدأت تكلفة الإفلاس في الظهور بعد النقطة (X) إلا أن حجم هذه التكاليف كان أقل من الوفورات الضريبية التي صاحبت زيادة نسبة الاستدانة الأمر الذي أدى إلى استمرار انخفاض تكلفة الأموال إلى النقطة (Y) ففي هذه النقطة ازدادت تكلفة التمويل نحو الارتفاع وعليه يمكن القول أن النسبة المثالية للاستدانة في ظروف وجود تكلفة الإفلاس تتحدد بالنقطة (Y) التي عندها تكون تكلفة التمويل في حدها الأدنى.³

2- تكلفة الوكالة

قد ينص في عقد الاقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين، قبل اتخاذ إدارة المؤسسة لبعض القرارات التي تخضع لمراجعة من المقرضين قرارات شراء أصول جديدة والقرارات الخاصة بإجراء توزيعات وقرارات رفع مرتبات المديرين وما شابه ذلك ولكي يتأكد المقرضون من أن إدارة المؤسسة لم تحل بشروط التعاقد، فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عندهم، ويطلق على

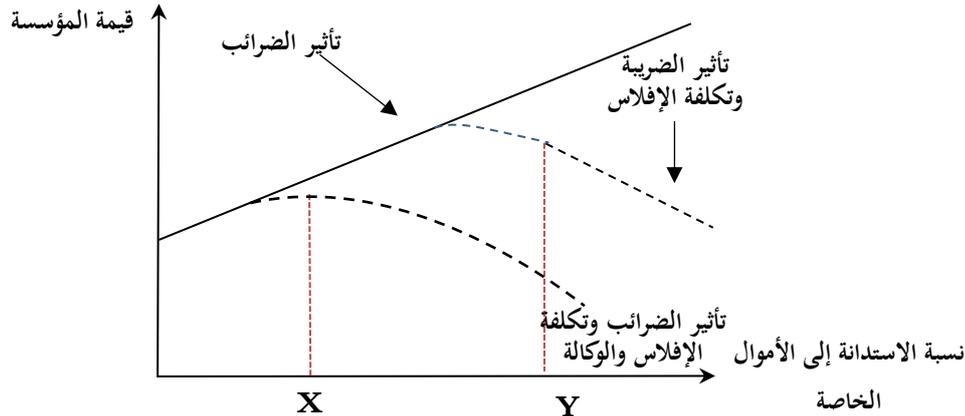
¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 168.

² - أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق، ص 29.

³ - المرجع نفسه، ص 30.

التكاليف التي بتكبدها المقرضون من أجل عملية المتابعة بتكلفة الوكالة فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك وذلك برفع سعر الفائدة على الأموال التي يقرضونها، وهو أمر يضطر إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار والنتيجة هي ارتفاع تكلفة التمويل وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية.¹ إن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس من شأنه أن يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض التي في ظلها يتحقق تعظيم للقيمة السوقية للمؤسسة وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (09): قيمة المؤسسة في ظل خضوعها للضريبة ووجود تكلفة الوكالة



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 182.

حيث يشير إلى أن نسبة الاقتراض المثالية التي تكون عندها قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى وتكلفة الأموال عند حدها الأدنى قد انخفضت، إذ تحركت من النقطة (Y) إلى النقطة (X) على أن يراعى أن النقطة (X) تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع مجموع تكلفة الإفلاس والوكالة، وقبل أن تبلغ نسبة الاقتراض هذه النقطة، تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف أما بعدها فيحدث العكس.²

المطلب الرابع: النظريات متعددة الأشكال

تسمى بالنظرية الحديثة للمؤسسة، وظهرت منتصف السبعينات، حيث أن أهم التيارات التي تنطوي عليها، نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي للتمويل والتي سيتم التطرق إليهما فيما يلي:

1- نظرية الإشارة (Ross 1977)

وفقا للافتراضات الخاصة بنظرية مودغلياني وميلر فإن المعلومات متوافرة سواء المستثمرين أو المدراء، وتسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعرفي أو المعلوماتي ولكن غالبا ما يتاح للمدراء كم أكبر من المعلومات لا تتوافر لدى المستثمرين خارج المؤسسة، وهذه الحالة تسمى حالة عدم التماثل في المعلومات، مما يكون لذلك من تأثير قوي على الهيكل المالي.³

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 178-179.

² المرجع نفسه، ص 182.

³ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 399.

وتعتمد نظرية الإشارة على عدم التماثل في المعلومات المصرح بها من قبل المسيرين في السوق المالي، وتتمثل هذه الإشارات في القرارات الهامة، مثل: الرفع من رأس المال، مستوى الديون، تعديل الأسهم... إلخ، فهذه الإشارة تعطي دلالة على أن المؤسسة في مستوى عال من الكفاءة أم لا، وبالخصوص إذا تعلق الأمر بمستوى المديونية، مما يظهر أن المؤسسة تتمتع بهامش أمان وإمكانها الاعتماد على الاستدانة والمناورة من أجل تحقيق الأرباح، لكن الإشكال يكمن في مصداقية المعلومات والإشارات المصرح بها.¹

الواقع أن المستثمر بطبيعته 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 انه:

- يتساءل المستثمر أولا عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة.
 - يحاول فهم صورة الفريق المدير للمؤسسة وسياسته في الاتصال.
 - يراعي مراقبة وحكم سلطات البورصة في حالة نشر معلومات غير صحيحة.
- تثير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الحدية للأموال، حيث يتضح أن التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة تزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل، ويرجع الاختلاف بين تكلفة التمويل للمصدرين إلى تكلفة الإصدار.²
- وبالتالي فخلاصة هذه النظرية أن تركيبة رأس المال مرتبطة بالإشارات الصادرة عن المؤسسة التي تحمل توقعات حول إدارة المؤسسة في المستقبل.³

2- نظرية الانتقال التدريجي للتمويل

- يعالج نموذج Myers 1984 الرهانات التي تستخدمها المؤسسة على المدى البعيد، والهدف الأساسي الذي يسعى المسيرون إلى تحقيقه هو تعظيم أرباح المؤسسة، وذلك كما يلي:⁴
- عند اختيار المؤسسة للتمويل الذاتي، فإنها تحدد مستوى معين من توزيعات الأرباح وذلك حسب الفرص الاستثمارية الممكنة.
 - عند الاعتماد على التمويل الخارجي فإن الأولوية تكون مع القروض، ثم الأموال شبه الخاصة تقع بين الأموال الخاصة والقروض، ثم أخيرا الأسهم.
- سبب ذلك أن اللجوء إلى التمويل الذاتي يجنب المؤسسة تكاليف إصدار الأسهم وتكاليف الوكالة وحرية التصرف في أي استثمار وعند عدم كفاية التمويل الذاتي فإن المؤسسة تلجأ إلى القروض، لأن المسيرين على علم بقيمة السهم فهم على علم بالمعلومات المتوفرة في السوق المالي، وإن تم إصدار أسهم جديدة فتكون قيمتها أعلى من القيمة الفعلية وبالتالي انتقال الثروة إلى المساهمين الجدد، وعليه فإن إصدار الاسهم يعتبر مؤشرا سلبيا عن وضعية المؤسسة المالية.

¹ إلياس بن ساسي يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل، الأردن، 2006، ص 392.

² عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 400-401.

³ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 451.

⁴ أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق، ص 35.

نظرا للأسباب السابقة الذكر تكون قرارات الهيكل المالي حسب الأولوية كالتالي:

- التمويل الذاتي.
- اللجوء إلى الاقتراض.
- قرار رفع رأس المال.

خلاصة الفصل:

من خلال ما تقدم في هذا الفصل الذي تم الإشارة فيه إلى حتمية تقدير تكلفة التمويل من كل مصدر تمهيدا للوصول إلى تكلفة إجمالية لجميع الأموال التي يتكون منها هيكل رأس المال التي يجب أن تكون في حدها الأدنى بهدف تعظيم قيمة المؤسسة، بالإضافة إلى التوصل إلى أهم النقاط المتعلقة بماهية الهيكل المالي بداية لمفهوم الهيكل المالي، وتم توضيح الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال حيث الهيكل المالي يتكون من جميع مصادر التمويل طويلة وقصيرة الأجل في حين هيكل رأس المال من مصادر التمويل قصيرة الأجل، كما تبين أن الرفع المالي ذو تأثير مزدوج على المردودية المالية للمؤسسة فنجاح المؤسسة ونموها مرهون بمدى قدرتها على تحقيق معدل من المردودية الاقتصادية يغطي تكلفة الاستدانة، وهو ما يؤدي بالمؤسسة الى تحقيق رفع مالي أفضل، وبذلك يكون أثر الرافعة إيجابيا على المردودية، وقد تباينت الآراء والمداخل حول تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، ومن فكرة وجود هيكل أمثل من عدمه وفي الواقع تمثل قضية الهيكل المالي أحد القضايا الهامة في نظريات التمويل لذلك تم التطرق إلى النظرية التقليدية وأهم الفرضيات المتعلقة بها ونظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل في حالة وجود الضرائب وعدم وجودها ونظرية التوازن، حيث تم إدخال أثر التكلفة الإفلاس على نموذج M.M والأخذ بعين الاعتبار تكلفة الوكالة وأيضا الإشارة إلى النظريات متعددة الأشكال والتي تسمى بالنظرية الحديثة حيث أن أهم التيارات التي تتطوي عليها نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي للتمويل.

الفصل الثالث: تأثير القرار التمويلي على مجمع سونلغاز

مقدمة الفصل:

تمثل شركة سونلغاز المحتكر لميدان إمداد الطاقة الكهربائية والغاز في الجزائر، حيث يعتبر نقل وتوزيع الكهرباء والغاز من مهامها الرئيسية في جميع أقطار الجزائر والخارج أيضا. من خلال برامج التنمية المؤطرة من قبل السياسة التمويلية في مجال الإنارة الريفية والتوزيع العمومي للغاز، ساهمت سونلغاز في رفع التغطية من خلال إيصال الكهرباء إلى أكثر من 98%. وباعتبار سونلغاز مؤسسة اقتصادية تعتمد في سياستها التمويلية لاستثماراتها على تشكيلة متنوعة من مصادر التمويل سواء كانت داخلية عن طريق الأموال الخاصة أو خارجية عن طريق الاستدانة، وغالبا ما تكون قروض سنديّة.

ومن أجل حساب تكاليف مختلف مصادر التمويل لدى مؤسسة سونلغاز وما مدى تأثيرها على القرار التمويلي سوف يتم التطرق إلى المباحث التالية:

- بطاقة تعريفية عن المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز "سونلغاز"؛
- دراسة تحليلية لتطور الأداء المالي للمؤسسة؛
- تقييم القرار التمويلي لمجمع سونلغاز.

المبحث الأول: بطاقة تعريفية عن المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز "سونلغاز"

تعتبر سونلغاز من المؤسسات العمومية الاستراتيجية التي تترد التكيف مع مختلف التطورات الاقتصادية، سنحاول من خلال هذا المبحث التعريف بالمؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز وإبراز مكانتها في الاقتصاد الجزائري، وعرض كيفية تنظيمها والهيئات التي تشرف على تسييرها، من خلال العناصر التالية:

- نشأة وتطور المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز ووظائفها؛
- الهيئات المسيرة للمؤسسة؛
- فروع المؤسسة.

المطلب الأول: نشأة وتطور المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز ووظائفها

مرت 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، لنصل إلى مرحلة التسعينات التي عرفت أهم التغييرات على مستوى المؤسسة.

1- نشأة وتطور المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز

تم في 1947 إنشاء المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز الجزائر المعروفة اختصارا بالحروف الرامزة (EGA) وكان ذلك إبان الاستعمار الفرنسي، التي أسند إليها الاحتكار إنتاج الكهرباء ونقلها وتوزيعها عبر التراب الوطني، وكذلك توزيع الغاز.

بعد الاستقلال استمرت المؤسسة في العمل إلى غاية 1969 حيث تحولت (EGA) إلى **سونلغاز*** "المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز"¹، لتعوض مؤسسة كهرباء وغاز الجزائر بعد حلها وإنشائها تعزز لها احتكار عمليات إنتاج ونقل وتوزيع الطاقة الكهربائية، وما لبثت أن أصبحت مؤسسة ذات حجم هام، فقد بلغ عدد العاملين فيها نحو 6000 عون، وكان الهدف المقصود من تحويل المؤسسة هو إعطاء المؤسسة قدرات تنظيمية وتسييرية لكي يكون في مقدورها مرافقة ومساندة التنمية الاقتصادية للبلاد، والمقصود بوجه خاص هو التنمية الصناعية وحصول عدد كبير من السكان على الطاقة الكهربائية وهو مشروع يندرج ضمن مخطط التنمية الذي أعدته السلطات العمومية، وقد أوكلت لها المهام الآتية:

- احتكار إنتاج، نقل وتوزيع الطاقة الكهربائية.
- نقل الغاز الطبيعي عن طريق قنوات عبر كامل التراب الوطني.
- توزيع الغاز الطبيعي للاستعمال المنزلي الصناعي عبر التراب الوطني.²

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

*sonelgaz : Société National de l'Electricité et du Gaz.

² - بموجب الأمر 59-69 الصادر في 1969/07/26.

*EPIC : Entreprise Publique à caractère Industriel et Commercial.

وبقيت سونلغاز تمارس وتحتكر السوق في إنتاج الطاقة الكهربائية إلى غاية 1983 أين تم إعادة هيكلتها ضمن عملية إعادة الهيكلة المالية والعضوية الشاملة لكل المؤسسات العمومية، ونتجت عن هذه العملية تحويل وحدات سونلغاز للأشغال وصنع المعدات إلى مؤسسة مستقلة تابعة لمؤسسات تسيير مساهمات الدولة وهي:

- كهريف (KAHRIF) للأعمال المولدة للكهرباء أو الأشغال الكهربائية.
- كهركيب (KAHRAKIB) لتركيب البنية التحتية والمنشآت الكهربائية.
- كناغاز (KANAGAZ) لإعداد وإنجاز قنوات النقل وتوزيع الغاز.
- إنراقا (INERGA) لإشغال الهندسة المدنية.
- التركيب (ETTARKIB) للتركيب الصناعي.
- (AMC) لصناعة العدادات وآلات القياس والمراقبة.

في 1991 تحولت سونلغاز إلى مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري (EPIC)* وتسمى المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز، إن إعادة النظر في القانون الأساسي إذ يثبت للمؤسسة مهمة الخدمة العمومية فإنه يطرح ضرورة التسيير الاقتصادي والتكفل بالجانب التجاري،¹ 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، النقل وتوزيع الطاقة الكهربائية.

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 الإنتاج الموكلة لها بالفتح على أسواق بخلاف أسواقها، وتحقيق استقلالية مالية، وفي عام 2002 تغيرت الصفة القانونية وأصبحت سونلغاز شركة مساهمة (شركة ذات أسهم SPA)* بقرار رئاسي،² رأس مالها 150 مليار دج، موزع على 150 ألف سهم بقيمة 1 مليون دج للسهم الواحد مكتب ومحرك كلياً من قبل الدولة، وتمارس سونلغاز من خلال اكتسابها صفة شركة مساهمة المهام التالية:

- نقل الغاز لتلبية احتياجات السوق الوطنية.
- توزيع وتسويق الغاز داخل وخارج الوطن.
- توفير وتطوير 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 هذا النشاط وانطلاق مشروع تنظيم وظيفة الإعلام الآلي سعياً لإنشاء فرع بالتنسيق مع كل عمال تلك الوظيفة في المؤسسة لتكون مهمتها هي تحديث وتطوير

¹ - بموجب المرسوم التنفيذي رقم 91-475 الصادر في 14/12/1994 والمتعلق بالقانون الأساسي لسونلغاز.

² - المرسوم الرئاسي رقم 02-195، المؤرخ في 01/06/2002 والمتعلق برأس مال سونلغاز.

أنظمة الإعلام الآلي لمجمع سونلغاز خلال الفترة 2004-2006 بتحول سونلغاز المؤسسة ذات الطابع الصناعي إلى شركة قابضة (Holding) من شركات ذات الأسهم مسماة سونلغاز SPA، وأصبحت الدولة المساهم بالأغلبية في مؤسسة سونلغاز SPA¹، وعليه تم إنشاء في بداية جانفي 2004 ثلاثة فروع مكلّفة بنشاطاتها الأساسية:

- سونلغاز إنتاج الكهرباء.
- تسيير شبكة نقل الكهرباء.
- تسيير شبكة نقل الغاز.

كما تم في سنة 2006 إعادة هيكلة وظيفة التوزيع في سونلغاز بإدماج فروع الأشغال في مجمع

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

وفي سنة 2007 عرف مجمع سونلغاز إنشاء معهد تكوين الكهرباء والغاز، وشركة مشتركة في الاتصالات بين سونلغاز وسوناطراك وهي شركة الطاقة والاتصالات الجزائرية.²

وفي 01 جانفي 2009 تم إنشاء مؤسسات فرعية ضمن النظام المعلوماتي للمجمع، وبالتالي أصبح المجمع يتضن حاليا 33 مؤسسة فرعية و6 مؤسسات مساهمة مباشرة.³ *

1-1- تقديم سونلغاز

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

منذ صدور القانون قامت سونلغاز بإعادة هيكلة مصالحها لكي تتكيف مع السياق الجديد، إذ أضحت اليوم مجمعا صناعيا يتألف من 33 مؤسسة فرعية، وتشغل 40000 عاملا.

إن سونلغاز العازمة على فعل المزيد وبشكل أفضل، قد حددت على الدوام تمويلات هامة من أجل تطوير وتعزيز المنشآت الكهربائية والغازية وبالنسبة إلى الفترة (2005-2010) فقد تم إنجاز برنامج استثماري استثنائي بغية رفع قدراتها الإنتاجية الخاصة بالكهرباء وتكثيف شبكاتها الناقلة للكهرباء وجعلها أقوى، والعمل على تحسين وتحديث خدماتها الموجهة إلى زبائنها كذلك.

¹ - المادة 165 من القانون رقم 01-02 بتاريخ 05/02/2002 الخاص بالكهرباء وتوزيع الغاز.

² - www.sonelgaz.com.dz

³ - Rapport d'activités 2009 et comptes de gestion consolidés, p43.

* ملحق رقم: 01.

1-2- وظائف المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز

سونلغاز عبارة عن شركة مساهمة وهي مؤسسة محتكرة لثلاث وظائف أساسية وهي: إنتاج الكهرباء، نقل الكهرباء والغاز، توزيع الكهرباء والغاز.

1-2- الإنتاج

إن طبيعة الكهرباء كمنتوج غير قابل للتخزين أجبر مؤسسة سونلغاز على اندماج كامل لكل نشاطاتها من الإنتاج إلى غاية الاستهلاك النهائي، الإنتاج هو عملية تحويل الطاقة الحرارية أو المائية إلى طاقة ميكانيكية، ثم إلى طاقة كهربائية ويشتمل الإنتاج على الفروع الآتي:

- فرع الديزل: يتكون من 183 مولدا بطاقة تتراوح بين 0.35 و 08 ميغاواط للمولد الواحد.
- الفرع المائي: يتكون من 34 مولدا بطاقة تتراوح بين 01 و 05 ميغاواط للمولد الواحد.
- الفرع الحراري والغازي: وهو مكون من 36 مولدا حيث طاقة كل مولد تتراوح بين 20 و 201 ميغاواط.
- الفرع الحراري البخاري: يتكون من 20 مولدا بطاقة تتراوح بين 50 و 196 ميغاواط.

2-2- النقل

يخص نشاط النقل كل من نقل الكهرباء والغاز، فنقل الكهرباء يتم عبر خطوط ذات الشدة العالية (400kv, 220kv, 60kv) بالإضافة إلى خطوط ذات الشدة المتوسطة.

أما فيما يخص نقل الغاز فتقوم مؤسسة سونلغاز بتزويد السوق بالعمليات اللازمة من غاز مؤسسة سوناطراك، حيث أنشأت سونلغاز شبكة هامة لنقل الغاز سواء كان الضغط العالي الموجه للمشاركين الصناعيين، أو المتوسط أو المنخفض.

2-3- التوزيع

تقوم مؤسسة سونلغاز بتوزيع كل من الكهرباء والغاز بخطوط وكابلات ذات شدة منخفضة ومتوسطة تلبية لاحتياجات زبائنها الصغار بالطاقة الكهربائية والغازية.

تزود سونلغاز فيما يخص توزيع الكهرباء شركائها الصناعيين بشبكات ذات شدة مرتفعة في حين أن الزبائن الصناعيين ذوي الأهمية المتوسطة تزودهم بشبكات الشدة المتوسطة، أما العائلات والحرفيين فتزودهم بشدة منخفضة، والجدولان الآتيان يوضحان متوسط الاستهلاك للكهرباء والغاز خلال الفترة (2014-2015):

جدول رقم (02): الاستهلاك المتوسط للكهرباء خلال الفترة (2014-2015)

متوسط الاستهلاك للشدة المنخفضة		متوسط الاستهلاك (KWh/الزبون) حسب المنطقة الجغرافية
2015	2014	
2511	2545	الغرب
2463	2438	الوسط
3799	3612	الجنوب
2623	2611	متوسط الاستهلاك (KWh/الزبون)

المصدر: rapport annuel et comptes de gestion consolidés du groupe sonelgaz, 21 juin 2016, p17.

جدول رقم (03): الاستهلاك المتوسط للغاز خلال الفترة (2014-2015)

متوسط الاستهلاك للضغط المنخفض		متوسط الاستهلاك (Th/الزبون) حسب المنطقة الجغرافية
2015	2014	
12105	11027	الغرب
21252	19696	الوسط
9646	8869	الجنوب
16230	15009	متوسط الاستهلاك (Th/الزبون)

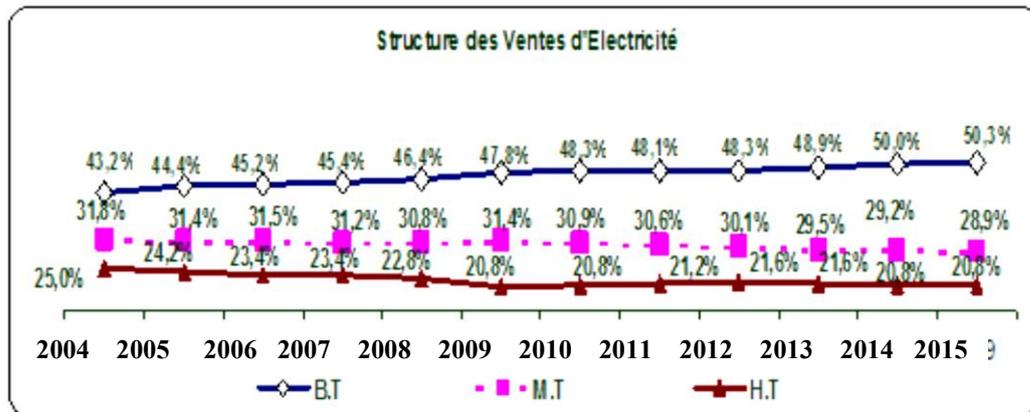
المصدر: rapport annuel et comptes de gestion consolidés du groupe sonelgaz, 21 juin 2016, p.20.

إن المؤسسات الموزعة للكهرباء والغاز، في الجزائر (SDA) والوسط (SDC) والشرق (SDE) والغرب (SDO) تغذي حاليا أكثر من 6.5 مليون زبون حيث أن زبائن الكهرباء للشدة المنخفضة (BT) سجل ارتفاعا ب 7% مقارنة بنسبة 2008، وعند تطور توزيع المؤسسات للكهرباء إلى 3 مستويات جديدة للشدة المرتفعة (HT) انخفض زبائن الشدة المتوسطة (MT) بنسبة 6.8%، أما إجمالي الطاقة المستهلكة للمستويات الثلاثة للضغط الكهربائي ارتفعت ب 33.8TWH في نهاية سنة 2009 أي حققت ارتفاعا بنسبة 3.8% مقارنة بسنة 2008، أما بالنسبة للمؤسسات الموزعة للغاز فقد أحصت 2.9 مليون سنة 2009 أي ارتفاعا بنسبة 8.5% مقارنة بسنة 2008، حيث أن عدد زبائن الضغط المنخفض (BP) يقترب من 223000 زبون جديد، و 229 للضغط المتوسط (MP) و 12 بالنسبة للضغط المرتفع (HP) أما مجموع توزيع الغاز حقق أكثر من 2.8 مليون زبون للضغط المنخفض و 3879 للضغط المتوسط و 188 للضغط المرتفع.

2-4- البيع

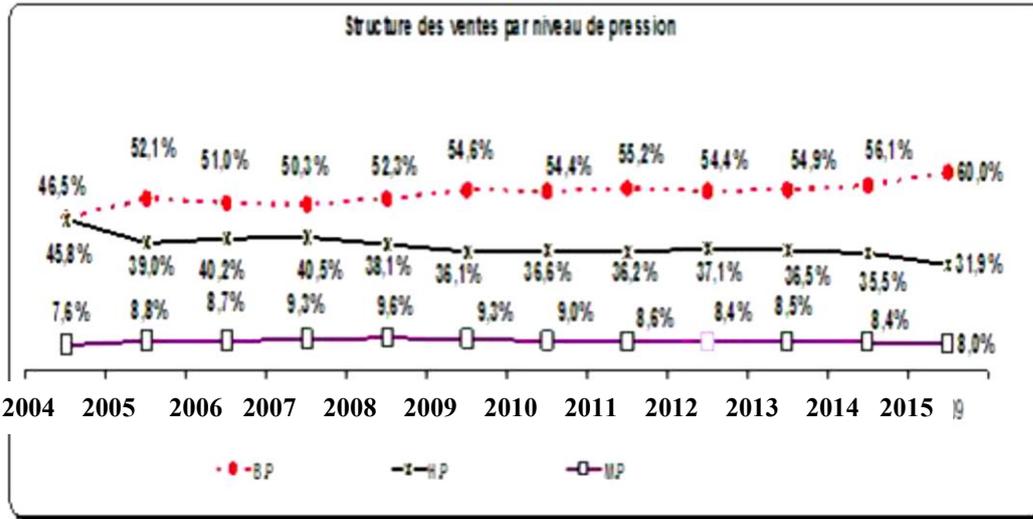
تعتمد سونلغاز على بيع الكهرباء والغاز اعتمادا على أنواع الشدة العالية (HT)، المتوسطة (MT)، والمنخفضة (BT)، والشكل الآتي يبين مبيعات سونلغاز من الكهرباء والغاز خلال الفترة (2004-2015):

شكل رقم (10): هيكل مبيعات الكهرباء خلال الفترة (2004-2015)



المصدر: rapport annuel et comptes de gestion consolidés du groupe sonelgaz, juin 2016, p.17.

شكل رقم (11): هيكل مبيعات الغاز خلال الفترة (2004-2015)



المصدر: rapport annuel et comptes de gestion consolidés du groupe sonelgaz, juin 2016, p17.

إن مبيعات الكهرباء للشدة المتوسطة (MT) تطورت بـ 2.7% سنة 2009 نتيجة إلى ارتفاع زبائن الشدة المنخفضة (BT) بـ 4.4% مقارنة بسنة 2008 بسبب إحصاء 248884 زبون جديد وارتفاع مستوى الاستهلاك المتوسط للطاقة بالنسبة لكل منزل.

أما مبيعات الغاز مجمعة على المستويات الثلاث للضغط فقد عرفت تطورا بـ 8.5% سنة 2009 مقارنة بسنة 2008 بسبب ارتفاع عدد الزبائن إلى 2.9 مليون زبون.¹

المطلب الثاني: الهيئات المسيرة للمؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز

يشرف على تسيير مجمع سونلغاز الهيئات الآتية: الجمعية العامة، مجلس الإدارة، الرئيس المدير العام حسب المرسوم الرئاسي رقم 01-02 الصادر في فيفري 2002.

1- الجمعية العامة

تتكون الجمعية العامة من ممثلي الدولة باعتبارهم المساهم الوحيد وهم:²

- الوزير المكلف بالطاقة.
 - الوزير المكلف بالمالية.
 - الوزير المكلف بمساهمات الدولة.
 - ممثل رئاسة الجمهورية.
 - المسؤول عن المؤسسة المكلف بالتخطيط، ويترأسها الوزير المكلف بالطاقة.
- يحضر الرئيس المدير العام لسونلغاز الجمعية العامة، كما تتولى المؤسسة أمانة الجمعية، وتتولى الجمعية العامة معالجة المسائل الآتية:
- البرامج العامة للنشاطات.

¹ - rapport annuel et comptes de gestion consolidés du groupe sonelgaz, juin 2016, p17.

² - المرسوم الرئاسي رقم 02-195، المادة 9 الخاص بتنظيم رئاسة المؤسسة.

- تقارير المراجعين الماليين القانونيين.
- حصيلة المؤسسات وحسابات النتائج المحققة.
- تخصيص الأرباح.
- فتح رأس مال المؤسسة وزيادته وتخفيضه.
- إنشاء المؤسسات وأخذ المساهمات في الجزائر وفي الخارج.
- تعيين المراجعين الماليين القانونيين.
- اقتراح تعديل القانون الأساسي.
- تغيير المقر لسونلغاز.

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

2- مجلس الإدارة:

يتكون مجلس الإدارة من الأعضاء الآتي ذكرهم:¹

- 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 الكهرباء للشركة القابضة سونلغاز.
 - الرئيس المدير العام لأحد الفروع المكلفة بتوزيع الكهرباء والغاز للشركة القابضة سونلغاز.
- يحضر الرؤساء المديرون العامون للفروع المعنية أعلاه، أعمال مجلس الإدارة بصوت استشاري، يرأس مجلس الإدارة الرئيس المدير العام للشركة القابضة سونلغاز.
- يدرس مجلس الإدارة ويوافق ويفصل، عند الاقتضاء، خصوصا فيما يأتي:
- التوجيهات الاستراتيجية.
 - أسلوب اتخاذ القرار، لاسيما في مجال العلاقات بين المؤسسة القابضة سونلغاز وفروعها وفيما بين الفروع، في حدود احترام القوانين والأنظمة المعمول بها وهذا القانون الأساسي.
 - خلاصة مشاريع البرامج العامة لنشاطات المؤسسة القابضة سونلغاز.
 - ميزانية المؤسسة القابضة سونلغاز.

¹ - المرسوم الرئاسي 02-195 المادة 10 المؤرخ في 2002/0106 والخاص بتنظيم رئاسة المؤسسة.

- مشاريع حصيلة المؤسسة القابضة سونلغاز وحسابات النتائج المحققة من طرفها.
- حسابات النتائج المدعمة.
- خلاصة حصيلة نشاطات المؤسسات الفرعية والمساهمات.
- فتح رأسمال المؤسسة سونلغاز والفروع طبقا للقواعد والإجراءات التي توافق عليها الجمعية العامة .
- مشروع المساهمات المالية.¹

3- الرئيس المدير العام

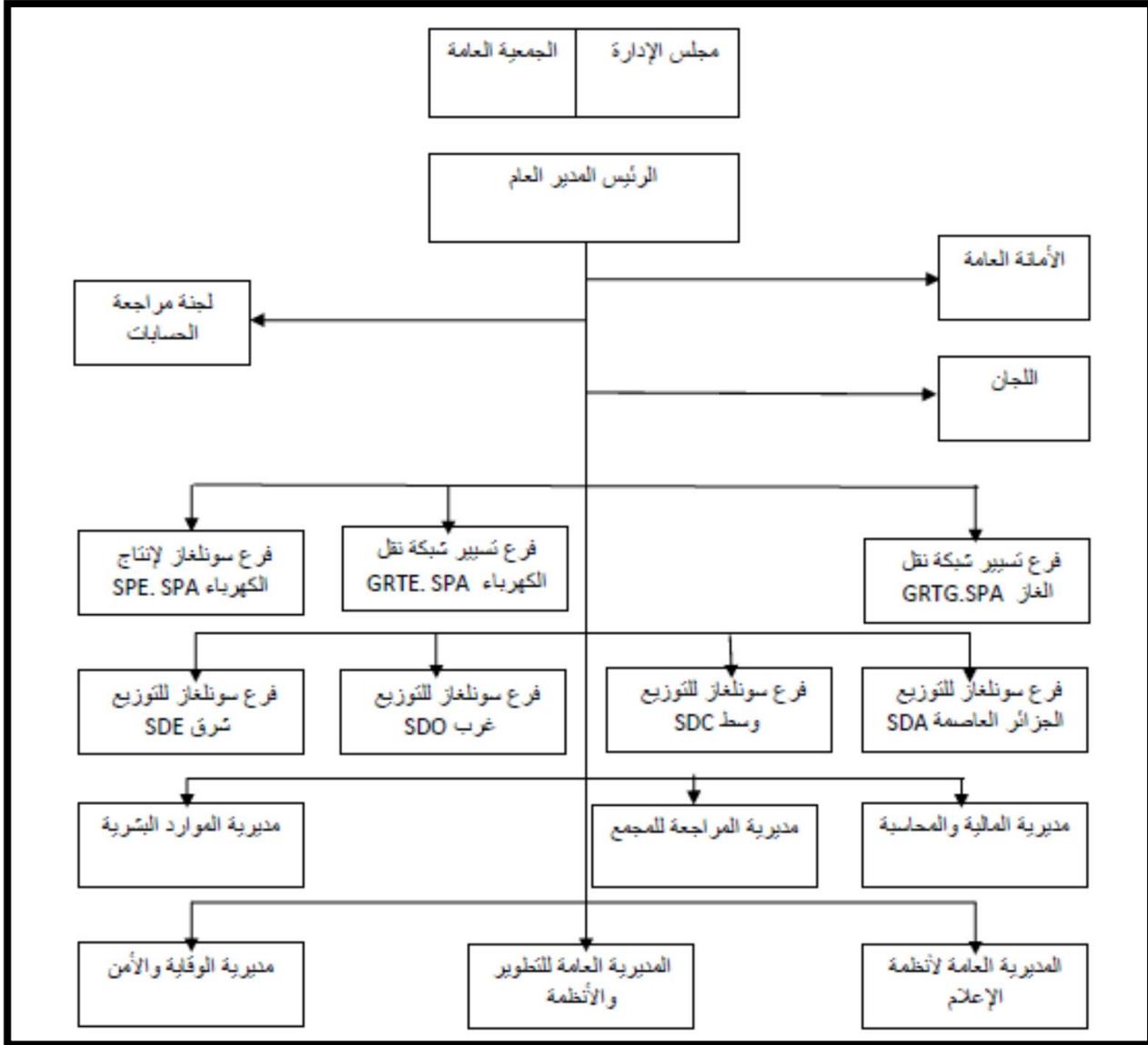
يخول مجلس الإدارة للرئيس المدير العام أوسع السلطات ليتولى تسيير وإدارة سونلغاز ويمكنه الاستعانة بنواب ومساعدين يكلفهم بجزء أو كل من صلاحياته، ويعد مسؤولا عن السير العام للشركة كما يمثل سونلغاز في كل أعمال الحياة المدنية ويمارس السلطة السلمية على مستخدمي المؤسسة.

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

¹ الجريدة الرسمية للجمهورية، 2011/06/08، العدد 32، ص 18.

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للمؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز

شكل رقم (12): الهيكل التنظيمي للمؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز



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

المبحث الثاني: دراسة تحليلية لتطور الأداء المالي للمؤسسة

بغية دراسة الهيكل المالي لمؤسسة سونلغاز وكذا اتخاذ القرار الأمثل الخاص به وعرض جملة من المتغيرات الداخلية والخارجية سيتم التطرق في هذا المبحث إلى: مراحل تطور الهيكل التمويلي؛ عرض القوائم المحاسبية.

المطلب الأول: مراحل تطور الهيكل المالي بمجمع سونلغاز

شهد مجمع سونلغاز منذ نشأته مجموعة من التطورات، خاصة ما يتعلق منها بالشكل القانوني مما ترك أثرا على سياسته العامة وخاصة سياسته التمويلية، التي كانت عرضة لحماية من المتغيرات الداخلية والخارجية، ويكمن إنجاز هذه التطورات في المراحل التالية:¹

1- المرحلة الأولى

عرفت هذه المرحلة قبل 1989 مجموعة من الصعوبات على المستوى الاقتصادي والوطني (المديونية، غياب السوق المالية، صعوبة النظام البنكي)، وكذا تحولات عالمية كبيرة 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 التمويل 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 مساهمة الزبائن.

كما تميزت هذه الفترة أيضا بصعوبة الحصول على قروض المورد/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 انخفاض إلى نسبة أقل من 4%، مما أدى إلى زيادة في المديونية لمواجهة التزامات الاستثمارات وهو ما أدى إلى إعادة الهيكلة سنة 1996.

2- المرحلة الثانية

- ومع 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 الشفافية من خلال سن القوانين.
- إعطاء فرصة للقطاع الخاص المحلي والأجنبي للمساهمة في نمو البلاد.

¹ بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص 159.

– إنشاء أسس لتمويل المؤسسات العمومية لا تعتمد على ضمانات الدولة والبحث عن ميكانيزمات أخرى للتمويل وتشجيع الشراكة، التجمعات والاتحادات.

ويتغير شكلها القانوني من مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري إلى مساهمة سنة 2002، عادت سونلغاز سنة 2003 إلى سوق القروض الخارجية وأمضت مجموعة من القروض الخارجية بموافقة البنك العالمي بحوالي 1 مليار أورو.

3- المرحلة الثالثة

ما بعد سنة 2004 نظرا للسيولة المحلية التي كان تمتع بها الاقتصاد الوطن في هذه الفترة، قررت سونلغاز ابتداء 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 بحالي 14 مليار دينار جزائري.

نظرا 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 مليا دينار جزائري لتقوم في ماي 2005 بإطلاق أول قرض سندي مسعر في البورصة حيث قامت بدعوة الجمهور إلى الادخار العام بمبلغ 10 مليار دينار جزائري، غير أن العملية لقيت نجاحا كبيرا وكللت 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.¹

المطلب الثاني: عرض القوائم المحاسبية لمجمع سونلغاز

في هذا المطلب سيتم عرض القوائم المحاسبية بالقيمة الصافية المتمثلة في الميزانية وجدول حسابات النتائج للسنوات 2012، 2013، 2014.

– عرض الميزانيات، جانب الأصول للسنوات 2012، 2013، 2014.

– عرض الميزانيات جانب الخصوم للسنوات 2012، 2013، 2014.

– تحليل الميزانية للمجمع.

– عرض جدول حسابات النتائج للسنوات 2012، 2013، 2014.

1- عرض الميزانيات، جانب الأصول للسنوات 2012، 2013، 2014

سيتم عرض جانب الأصول في الجدول على الشكل التالي:

¹ بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص 160.

جدول رقم (04): يمثل جانب الأصول

المبالغ الصافية			حسابات الأصول
2014	2013	2012	
			أصول غير جارية
00	00	00	فارق الاقتناء
39449	334	550	تشبيطات غير ملموسة
1580335	1280124	1079184	تشبيطات ملموسة
410081	3803	3888	أراضي
1541155	14357	14057	تهيئات الأراضي
13308967	78500	77111	مباني
129843481	1023457	902962	تشبيطات تقنية وصناعية
12938783	160007	81166	تشبيطات ملموسة
95943440	807689	712770	تشبيطات قيد الإنجاز
36001	30956	103994	تشبيطات مالية
2813246	24610	24191	علامات مماثلة
0	235	0	علامات المشاركة والحقوق الملحقة
17236	25	2475	علامات مثبتة أخرى
261746	1742	924	أصول غير مالية جارية أخرى
507878	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	2211	0	أصول جارية أخرى
179803	119339	88095	متاحات
4620	9581	1658	أصول مالية جارية أخرى
174969	109483	86437	الخزينة
214	275	/	حسابات الانتقال
707227	30692	425026	مجموع الأصول الجارية
3283392	2749794	2321524	مجموع الأصول

المصدر: اعتمادا على وثائق مقدمة من طرف المؤسسة.

2- عرض الميزانيات جانب الخصوم للسنوات 2012، 2013، 2014

سيتم عرض جانب الخصوم في جدول على الشكل التالي:

جدول رقم (05): يمثل جانب الخصوم

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 المال غير المستدعي
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 بالمؤسسة 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

المصدر: اعتمادا على وثائق مقدمة من طرف المؤسسة.

3- تحليل الميزانية للمجمع

3-1- تحليل جانب الأصول

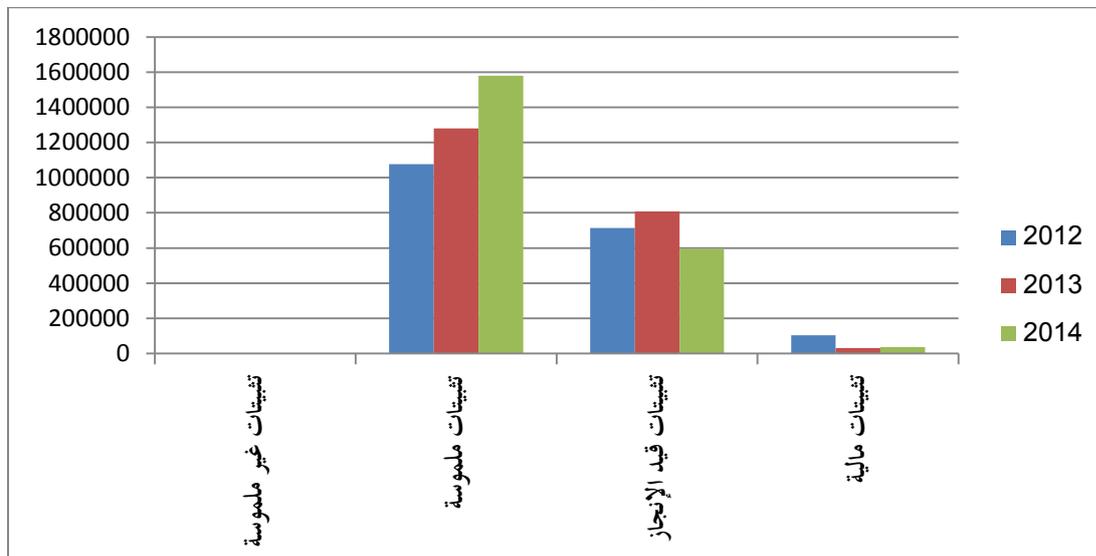
سيتم عرض وتحليل جانب التثبيات من خلال ما يلي:

جدول رقم (06): يمثل جانب التثبيات

البيان	2012	%	2013	%	2014	%
تثبيات غير ملموسة	550	0.02	334	0.01	394.49	0.01
تثبيات ملموسة	1079184	56.90	1280124	60.41	1580335	61.35
أراضي	3888	0.20	3803	0.18	4010.81	0.15
تهيئات الأراضي	14057	0.74	14357	0.68	15411.55	0.60
مباني	77111	0.37	78500	3.70	133089.67	5.17
تثبيات تقنية وصناعية	902962	74.61	1023457	48.30	1298434.81	50.40
تثبيات ملموسة أخرى	81166	4.30	160007	7.55	129387.83	5.02
تثبيات قيد الإنجاز	712770	37.58	807689	38.11	959434.40	37.24
تثبيات مالية	103996	5.48	30956	1.46	36001	1.39
علامات مماثلة	24191	1.27	24610	1.16	28132.46	1.09
علامات المشاركة والحقوق الملحقة	0	0	235	0.01	0	0
علامات مثبتة أخرى	2475	0.13	25	0.001	172.36	0.006
أصول مالية غير جارية أخرى	924	0.05	1742	0.08	2617.46	0.10
ضرائب مؤجلة	8395	0.44	4343	0.20	5078.78	0.19
أصول غير جارية أخرى	68011	3.58	0	0	0	0
الاستخدامات الثابتة	1896499	100	2119102	100	2576165	100

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على وثائق مقدمة من طرف المؤسسة

الشكل رقم (13): أعمدة بيانية لجانب التثبيات



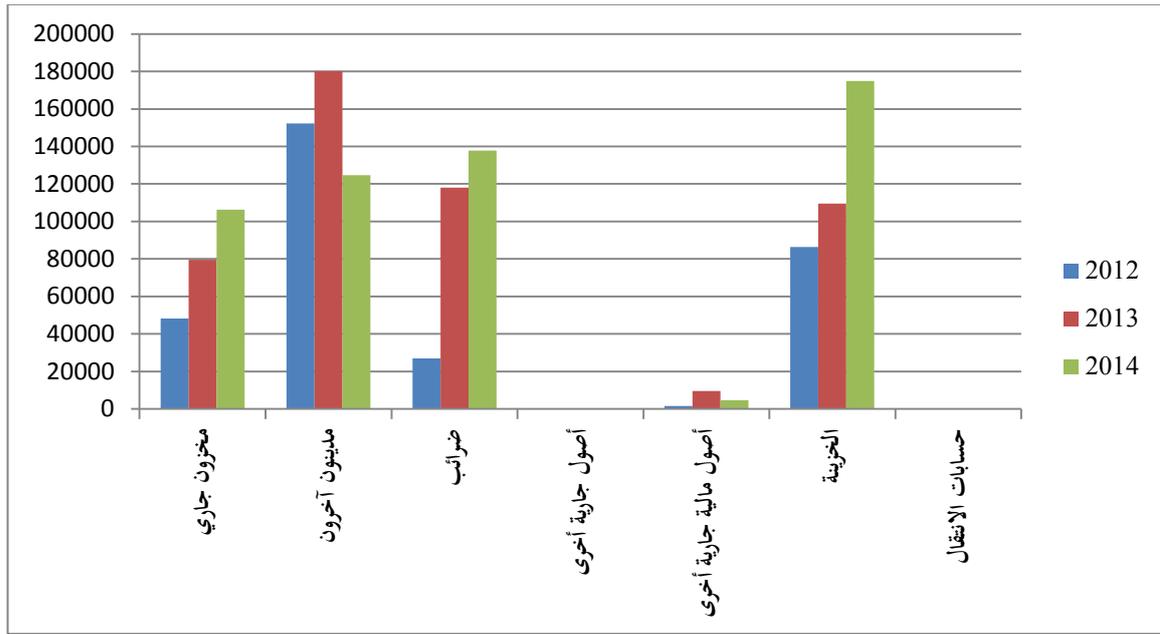
- من خلال الجدول والأعمدة البيانية نلاحظ أن القيم الثابتة بلغت لسنة 2012 ما قيمته 1749398 دج وارتفعت بنسبة 12% لبلغ ما قيمته 1957353 دج سنة 2013 وذلك نتيجة ل:
- انخفاض في التثبيات غير الملموسة حيث كانت 1079184 دج لسنة 2012 لترتفع بنسبة 18.61% سنة 2013 لتبلغ ما قيمته 1280124 دج.
 - في التثبيات قيد الإنجاز حيث كانت سنة 2012 712770 دج وارتفعت بنسبة 13.31% سنة 2013 لتبلغ ما قيمته 807689 دج.
 - في التثبيات المالية كانت تقدر بـ 103996 دج سنة 2012 وانخفضت بـ 70% سنة 2013 لتبلغ ما قيمته 30956 دج.
- في حين ارتفعت سنة 2014 بنسبة 21.56% لتبلغ ما قيمتها 2576165 دج وذلك نتيجة ل:
- ارتفاع في التثبيات غير الملموسة حيث قدرت بنسبة 18.11% لتبلغ ما قيمته 39.49% في سنة 2014.
 - ارتفاع في التثبيات الملموسة حيث قدر بنسبة 29.52% لتبلغ ما قيمته 1580335 دج في سنة 2014.
 - ارتفعت التثبيات قيد الإنجاز حيث قدرت بنسبة 18.72% لتبلغ ما قيمته 59943440 دج في سنة 2014.
 - ارتفاع التثبيات المالية حيث قدرت بنسبة 16.29% لتبلغ ما قيمته 36001 دج في سنة 2014.
- سيتم عرض وتحليل جانب الأصول المتداولة من خلال ما يلي:

جدول رقم (07): يبين جانب الأصول المتداولة

البيان	2012	%	2013	%	2014	%
الأصول المتداولة مخزون جاري	48275	11.35	79493	12.60	106357	15.04
ذمم مدينة	288673	67.91	431860	68.47	421067	59.54
عملاء	109412	25.74	133617	21.18	158623	22.42
مدينون آخرون	152264	82.35	180170	28.56	124667	17.62
ضرائب	26998	/	118071	18.72	137777	19.48
أصول جارية أخرى	00	/	2.211	0.0003	/	/
متاحات	88095	20.72	119339	18.92	179803	25.43
أصول مالية جارية أخرى	1658	0.39	9581	1.52	4620	0.65
الخزينة	86437	20.33	109483	17.35	174969	24.74
حسابات الانتقال	/	/	275	4.36	214	0.03
مجموع الأصول المتداولة	425026	100	630692	100	707227	100

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على وثائق مقدمة من طرف المؤسسة

شكل رقم (14): أعمدة بيانية تمثل جانب الأصول المتداولة



من خلال الجدول والأعمدة البيانية، نجد أن الأصول المتداولة بلغت سنة 2012 ما قيمته 425026 دج وارتفعت بنسبة 48.38% لتبلغ ما قيمته 630692 دج سنة 2013 وذلك نتيجة لـ: ارتفاع في المخزون الجاري حيث قدر بنسبة 64.66%. في الذمم المدينة حيث كانت 288673 دج سنة 2012 لترتفع بنسبة 49.60% لتبلغ ما قيمته 431860 دج. في المتاحات حيث كانت 88095 دج سنة 2012 لترتفع بنسبة 35.46% لتبلغ ما قيمته 119339 دج. في حين ارتفعت سنة 2014 بنسبة 12.13% لتبلغ ما قيمته 700227 دج وذلك نتيجة لـ: ارتفاع في المخزون الجاري حيث قدر بنسبة 33.79%. في الذمم المدينة حيث كانت 431860 دج سنة 2013 لتتخفص بنسبة 2.49% لتبلغ ما قيمته 421067 دج. في المتاحات حيث كانت 119339 دج سنة 2013 لترتفع بنسبة 50.66% لتبلغ ما قيمته 179803 دج.

3-2- تحليل جانب الخصوم

سيتم عرض وتحليل جانب الأموال الدائمة من خلال ما يلي:

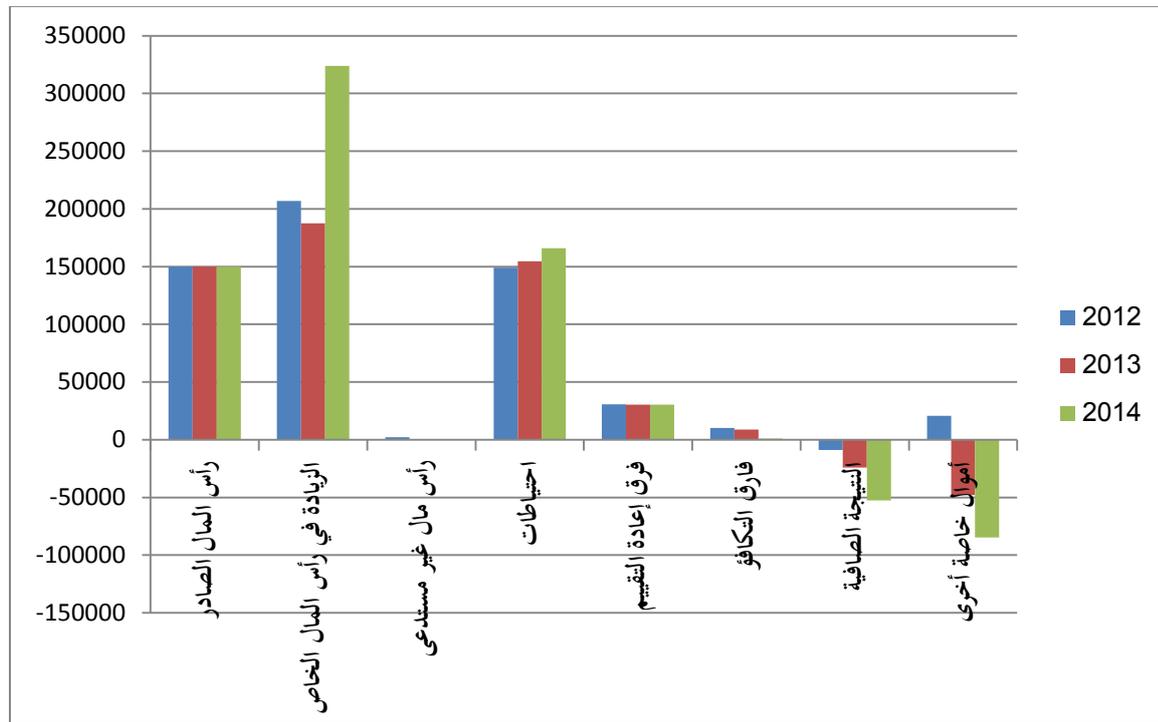
جدول رقم (08): يبين جانب الأموال الدائمة

البيان	2012	%	2013	%	2014	%
رأس المال الصادر	150000	26.75	150000	28.79	150000	24.90
الزيادة في رأس المال الخاص	206801	36.87	187383	35.97	323981	53.79
رأس المال غير مستدعي	2171	0.39	0	/	0	/
احتياطات	148961	26.56	154534	29.66	165808	27.53
فارق إعادة التقييم	30553	5.48	30480	5.85	30432	5.05

1.80	10864	1.72	8942	1.83	10291	الفارق التكافؤ
8.72	(52547)	4.62	(24078)	1.59	(8739)	النتيجة الصافية
13.99	(84274)	9.18	(47838)	3.72	20862	أموال خاصة أخرى (الترحيل من جديد)
90.36	544265	78.59	409423	88.99	499080	الجزء المتعلق بالمؤسسة الأم
9.64	58042	21.41	111526	11.01	61770	الجزء المتعلق بالأقلية
100	602307	100	520949	100	560850	مجموع الأموال الخاصة

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على وثائق مقدمة من طرف المؤسسة

شكل رقم (15): أعمدة بيانية تمثل جانب الأموال الدائمة



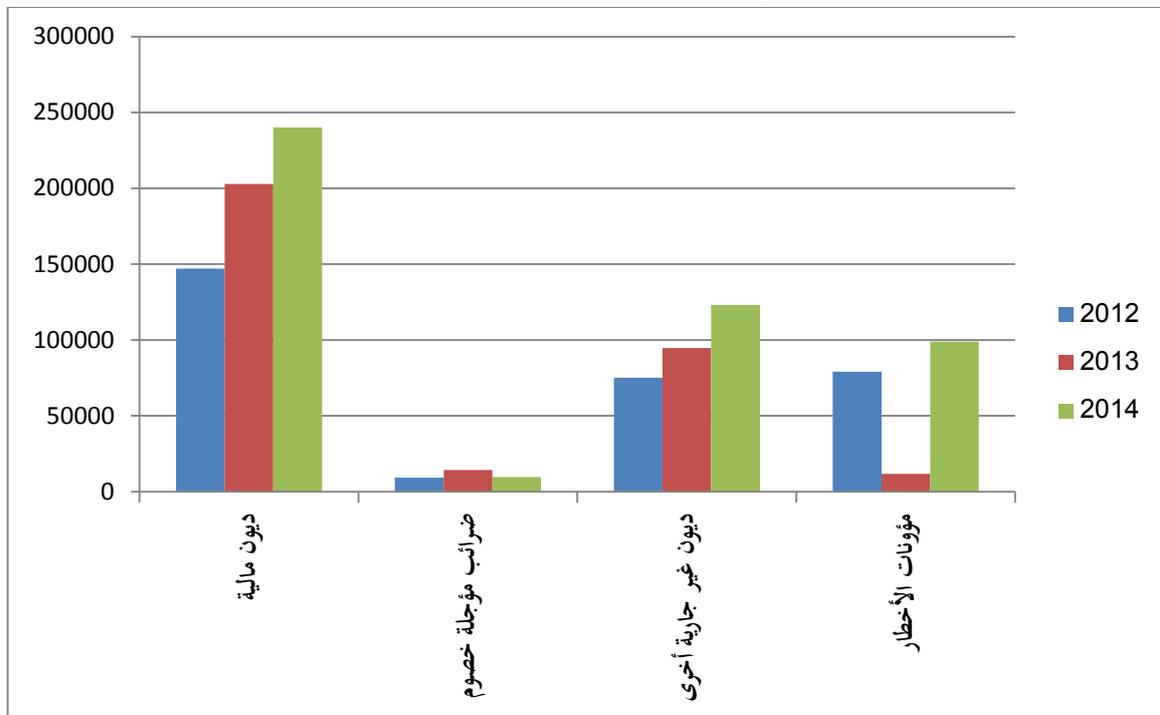
- من خلال الجدول والأعمدة البيانية نجد أن الأصول الخاصة قد بلغت سنة 2012 ما قيمته 560850 دج حيث انخفضت بنسب 07.11% لتبلغ مل قيمته 520949 سنة 2013 وذلك نتيجة ل:
- انخفاض الجزء المتعلق بالمؤسسة حيث كانت 499080 سنة 2012 وقدرت نسبة انخفاضه ب: نسبة 17.96%.
- وفي الجزء المتعلق بالأقلية حيث كانت 61770 لترتفع بنسبة 80.55 لتبلغ ما قيمته 111526.
- في حين ارتفعت سنة 2014 بنسبة 15.61 لتبلغ ما قيمته 602307 وذلك نتيجة ل:
- ارتفاع في الجزء المتعلق بالمؤسسة الأم حيث كانت 409423 سنة 2013 وقدرت نسبة الارتفاع بـ 32.93 لسنة 2014.
- وفي الجزء المتعلق بالأقلية حيث كانت 111526 سنة 2012 لتتخض بنسبة 47.95 لتبلغ 58042.

جدول رقم (09): يبين جانب الخصوم غير الجارية

البيان	2012	%	2013	%	2014	%
ديون مالية	915791	63.15	1243497	69.25	1751885	79.32
ضرائب مؤجلة خصوم	16157	1.11	12910	0.72	14676	0.66
ديون غير جارية أخرى	2171	0.15	33	0.001	1410	0.064
مؤونات الأخطار	515960	35.58	539213	30.03	440713	19.95
مجموع الخصوم غير الجارية	1450079	100	1795654	100	2208683	100

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على وثائق مقدمة من طرف المؤسسة

شكل رقم (16): أعمدة بيانية تبين جانب الخصوم غير الجارية



من خلال الجدول والشكل أعلاه بلغت الخصوم غير جارية لسنة 2012 ما قيمته 1450079 دج حيث ارتفعت بنسبة 23.83 لتبلغ ما قيمته 1795654 دج سنة 2013 وذلك نتيجة لـ:

- ارتفاع في الديون المالية حيث كانت 915791 سنة 2012 وقدرت نسبة الارتفاع لتصل إلى 35% بالنسبة لسنة 2013 لتصبح 1243497 دج.
- انخفاض في الضرائب المؤجلة حيث كانت 16157 لسنة 2012 وقدرت نسبة الانخفاض لتصل إلى 20.09% لتصبح 12910 دج بالنسبة لسنة 2013.
- انخفاض ملحوظ في الديون الغير جارية حيث كانت 2171 لسنة 2012 وقدرت نسبة الانخفاض لتصل إلى 98.47 لتصبح 33 دج بالنسبة لسنة 2013.

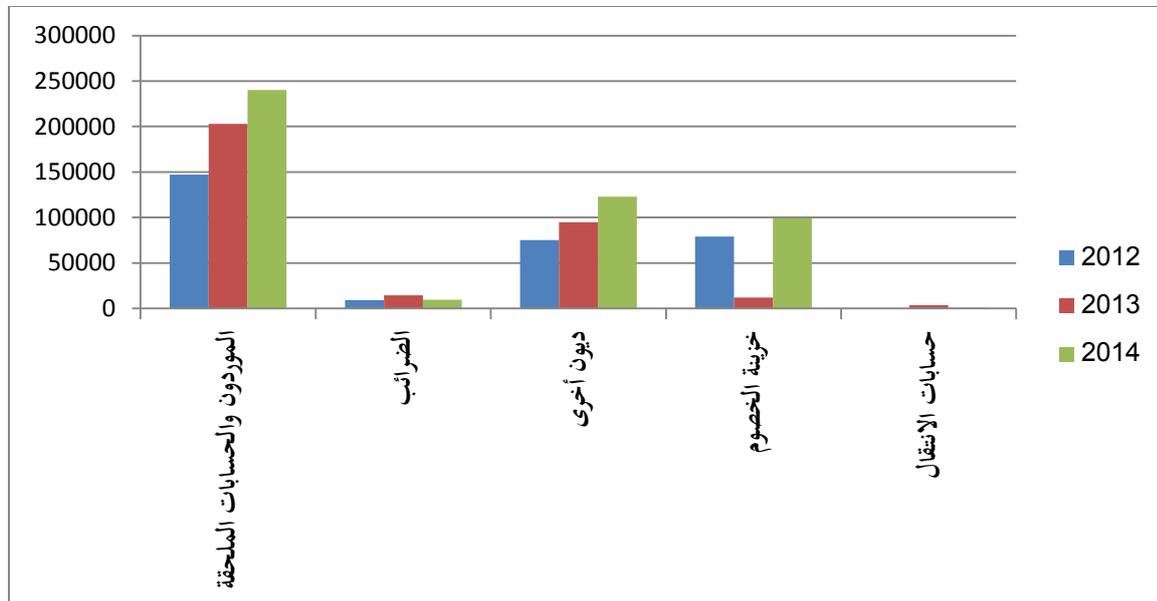
- ارتفاع في مؤونات الأخطار حيث كانت 515960 دج لسنة 2012 وقدرت نسبة الارتفاع بـ 4.50% لتصبح 593213 دج بالنسبة لسنة 2013.
 - في حين ارتفعت سنة 2014 بنسبة 23% لتبلغ ما قيمته 2208683 دج وذلك نتيجة لـ:
 - ارتفاع في الديون المالية حيث كانت 1243447 دج لسنة 2013، وقدرت نسبة الارتفاع 40.88% لسنة 2014.
 - ارتفاع في الضرائب المؤجلة حيث كانت 12910 دج لسنة 2013 وقدرت نسبة الارتفاع 13.67% لتبلغ ما قيمته 14676 دج سنة 2014.
 - ارتفاع في الديون الغير جارية حيث كانت 33 دج لسنة 2013 وقدرت نسبة الارتفاع 41.72% لتبلغ ما قيمته 1410 دج سنة 2014.
 - انخفاض في مؤونات الأخطار حيث كانت 539213 دج لسنة 2013 لتتخفص بنسبة 18.26% لتبلغ ما قيمته 440713 دج لسنة 2014.
- وفي ما يلي عرض وتحليل لجانب الخصوم الجارية:

جدول رقم (10): يبين جانب الخصوم الجارية

البيان	2012	%	2013	%	2014	%
المردون والحسابات الملحقة	147146	47.37	202779	46.81	240200	50.85
الضرائب	9175	2.95	14301	3.30	9616	2.03
ديون أخرى	75155	24.20	94713	21.86	123023	26.04
خزينة الخصوم	79118	25.47	11837	27.25	98881	20.93
حسابات الانتقال	/	/	3361	0.77	681	0.14
مجموع الخصوم الجارية	310959	100	433192	100	472401	100

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على وثائق مقدمة من طرف المؤسسة

شكل رقم (17): أعمدة بيانية تبين جانب الخصوم الجارية



- من خلال الجدول والأعمدة البيانية نجد أن الخصوم الجارية قد بلغت سنة 2012 ما قيمته 310595 دج حيث ارتفعت نسبة 39.47% لتبلغ ما قيمته 433192 دج سنة 2013 وذلك نتيجة لـ:
- ارتفاع في حساب الموردين والحسابات الملحقة حيث كانت 147146 دج لسنة 2012 وقدرت نسبة الارتفاع بـ 37.80% بالنسبة لسنة 2013 لتصبح 202779 دج.
 - ارتفاع في الضرائب حيث كانت 9175 دج لسنة 2012 قدرت نسبة الارتفاع 55.86% بالنسبة لسنة 2013 لتصبح 14301.
 - ارتفاع في الديون الأخرى حيث كانت 75155 سنة 2012 وقدرت نسبة الارتفاع بـ 26.02% لتبلغ ما قيمته 94713 دج سنة 2013.
 - ارتفاع في خزينة الخصوم حيث كانت 71118 دج سنة 2012 وقدرت نسبة الارتفاع بـ 49.19% بالنسبة لسنة 2013 لتصبح 11837 دج.
- في حين ارتفعت سنة 2014 بنسبة 9.05% لتبلغ ما قيمته 472401 دج وذلك نتيجة لـ:
- ارتفاع في حساب الموردين والحسابات الملحقة حيث كانت 202779 دج لسنة 2013 وقدرت نسبة الارتفاع 18.45% لسنة 2014.
 - انخفاض في الضرائب حيث كانت 14301 دج لسنة 2013 قدرت نسبة الانخفاض بـ 32.75% سنة 2014 لتبلغ ما قيمته 9616 دج .
 - ارتفاع في الديون الغير جارية الأخرى حيث كانت 33% لسنة 2013 وقدرت نسبة الارتفاع 41.72% سنة 2014 لتبلغ ما قيمته 1410 دج
 - انخفاض في مؤونات الأخطار حيث كانت 539213 دج لسنة 2013 وقدرت نسبة الانخفاض بـ: 18.26% لتبلغ ما قيمته 440713 دج.

4- جدول حسابات النتائج

في ما يلي جدول لحسابات النتائج بمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014):

الجدول رقم (11): جدول لحسابات النتائج بمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014)

2014	2013	2012	البيان
313058	236093	203971	رقم الأعمال
211	2333	228	التغير في مخزونات الإنتاج التام والإنتاج الجاري
8133	8377	4722	إنتاج مثبت
114	45	/	منح التشغيل
321513	426849	28921	إنتاج الجورة
120508	53319	51536	مشتريات مستهلكة
64718	47464	25363	خدمات خارجية واستهلاكات أخرى
185223	100784	76899	استهلاك الدورة
136290	146065	132022	القيمة المضافة للاستغلال

83672	80760	71597	أعباء المستخدمين
6292	5610	4397	الضرائب والرسوم
46325	59615	56032	الفائض الإجمالي للاستغلال
21087	1782	12812	منتجات تشغيلية أخرى
1154	2437	2754	أعباء تشغيلية أخرى
113687	28513	76893	تخفيض الإهلاك والمؤونات
11458	13976	10042	استرجاع خسائر القيمة
36790-	25497-	761-	النتيجة المتشكلة
3038	1605	733	نواتج مالية
17255	11312	13540	أعباء مالية
14217-	9707-	12807-	النتيجة المالية
51007-	35204-	13568-	النتيجة التشغيلية قبل الضرائب
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	مجمع أعباء الأنشطة التشغيلية
54678-	36780-	12098-	النتيجة الصافية للأنشطة التشغيلية
/	43	111	نواتج استثنائية
20	121	231	أعباء استثنائية
18-	72-	120-	النتيجة الاستثنائية
54696-	36858-	12215-	النتيجة الصافية للدورة
6915	7129	3425	حصة المؤسسات المعدلة من النتيجة الصافية
47781-	29730-	8790-	النتيجة الصافية للمجمع
4766	5651-	/	حصة الأقلية
52547-	24078-	/	حصة المجمع

المصدر: اعتمادا على وثائق مقدمة من طرف المؤسسة

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن الفائض الإجمالي و القيمة المضافة في تذبذب مستمر حيث شهدت ارتفاع في سنة 2013 بالمقارنة بسنة 2012 وانخفاض في سنة 2014 بالمقارنة بسنة 2013 و هذا راجع إلى عدم استقرار أعباء الاستغلال و نواتج الاستغلال.

النتيجة التشغيلية قيمتها سالبة طيلة مدة الدراسة و هو مؤشر يدل على عدم تحكم المجمع في تكاليف

الاستغلال

أما في ما يخص النتيجة الصافية لسنة المالية فهي في انخفاض مستمر طيلة فترة الدراسة نتيجة لانخفاض مبيعات المجمع من جهة و ارتفاع أعباء الاستغلال من جهة أخرى.

المبحث الثالث: تقييم القرار التمويلي لمجمع سونلغاز

إن اتخاذ القرار التمويلي في المؤسسة مرتبط بدراسة تكلفة التمويل عن طريق توليفة الاقتراض والأموال الخاصة للهيكل التمويل والهدف من هذه الدراسة تحقيق أدنى حد ممكن للتكلفة، ولتبيان تأثير تكلفة التمويل لشركة سونلغاز سيتم التطرق في هذا المبحث إلى:

- تشخيص هيكل التمويل لمجمع سونلغاز؛
- تكلفة التمويل بمجمع سونلغاز؛

المطلب الأول: تشخيص هيكل التمويل لمجمع سونلغاز

سيتم تشخيص هيكل التمويل من خلال مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكلية

1- التشخيص باستعمال مؤشرات التوازن المالي

الجدول الآتي يبين مختلف مؤشرات التوازن المالي لمجمع سونلغاز خلال الفترة الممتدة ما بين (2012-2014-

2014):

جدول رقم (12): مؤشرات التوازن المالي لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014)

2014	2013	2012	المؤشرات
2810990	2316603	2010929	أموال دائمة
2576165	2119102	1896499	أصول ثابتة
234825	197501	114430	رأس المال العامل الدائم
602307	520244	560350	أموال خاصة
2576165	2119102	1896499	أموال ثابتة
-1973858	-1598153	-1335649	رأس المال العامل الخاص
347621	392014	246836	(أصول متداولة - قيم جاهزة) -
372839	311793	231476	(ديون قصيرة الأجل - سلفات مصرفية)
-25218	80221	15360	احتياجات رأس المال العامل الدائم
347621	392014	2646836	قيم جاهزة
372839	121398	79118	مستحقات فورية
260044	117280	99072	الخزينة

المصدر: اعتمادا على وثائق مقدمة من طرف المؤسسة

يلاحظ من خلال الفترة المدروسة (2012-2014) أن الأموال الدائمة أكبر من الأصول الثابتة، وهذا ما نتج عنه رأس مال عامل موجب، أي هناك فائض، مما يدل على توازن مالي مريح، يزيد من ثقة المتعاملين الماليين ومقدمي القروض قصيرة الأجل في سيولة المجمع، مما يعني ضمانا لديونهم في تواريخها.

مجمع سونلغاز يتوفر على رأس مال عامل خاص سالب خلال جميع سنوات الدراسة، مما يشير إلى عدم قدرة المجمع على تغطية الأصول الثابتة عن طريق الأموال الخاصة، نظرا لارتفاع قيمة الأموال الثابتة مقارنة بالأموال الخاصة، لكن لا يمكن اعتبار رأس المال العامل لوحده كاف كمؤشر لقدرة المؤسسة على الوفاء، وذلك لاستحالة وجود علاقة واضحة بين مستوى رأس المال العامل وخطر الإفلاس.

الاحتياجات من رأس المال العامل موجبة خلال سنتي 2012 و 2013، وهو مؤشر على وجود هامش أمان في المؤسسة، أو وجود سيولة غير مستغلة وسالبة خلال سنة 2014 لذلك على المجمع توفير أموال دائمة تستخدمها لتغطية هذا الجزء من الأصول المتداولة، وهذا لضمان توازنها المالي قصير الأجل، أو قد تكون سلبية هذا المؤشر نتيجة لقدرة المؤسسة على استغلال أموالها.

بالنسبة لخزينة المؤسسة للسنوات المالية المدروسة، فإن المؤسسة تملك خزينة موجبة وبالتالي هناك فائض في السيولة فالمؤسسة في حالة جيدة مع ضرورة تسيير أفضل للخزينة، للحصول على نواتج مالية تزيد من مردوديتها أو معالجة بعض الالتزامات.

2- التشخيص باستعمال الهيكل

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

جدول رقم (13): نسب الهيكل بمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014)

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

المصدر: اعتمادا على وثائق مقدمة من طرف المؤسسة

النسبة الأولى تقيس استقلالية المؤسسة، وهذه الأخيرة ترتبط بمدى اعتمادها على ديونها بحيث يلاحظ أن هذه النسبة خلال الفترة المدروسة انخفضت انخفاضاً ملحوظاً من سنة إلى أخرى، إذن فالمؤسسة في وضعية مشبعة بالديون، وتعتبر المؤسسة قد فقدت استقلاليتها المالية تجاه الغير لأن مواردها مشككة بأكثر من 50% من الديون.

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 نسبتي 2013، 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 السنوات المدروسة، كما أنها أقل من الواحد، مما يعني أن المؤسسة غير قادرة على تمويل أصولها الثابتة بأموالها الخاصة، وبالتالي لا بد من الاعتماد على الاستدانة.

النسبة الرابعة تقيس طاقة الاستدانة للمؤسسة، ويعتبر البنك من بين المهتمين بهذه النسبة، فإذا كانت المؤسسة قادرة 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.

3- التشخيص باستعمال نسب السيولة

الجدول الآتي يبين نسب السيولة لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014)

جدول رقم (14): نسب السيولة لمجمع سونلغاز خلال الفترة (2012-2014)

النسبة	2012	2013	2014
نسبة سيولة الأصول $\frac{\text{أصول متداولة}}{\text{مجموع الميزانية}}$	0.18	0.22	0.21
نسبة السيولة العامة $\frac{\text{أصول متداولة}}{\text{ديون قصيرة الأجل}}$	1.35	2.02	1.89
نسبة السيولة المختصرة $\frac{\text{قيم قابلة للتحقيق} + \text{قيم جاهزة}}{\text{ديون قصيرة الأجل}}$	1.20	1.76	1.61
نسبة السيولة السريعة $\frac{\text{قيم جاهزة}}{\text{ديون قصيرة الأجل}}$	0.28	0.38	0.48

المصدر: اعتمادا على وثائق مقدمة من طرف المؤسسة

من خلال الجدول رقم (14) نلاحظ:

بالنظر إلى نسبة سيولة الأصول فهي أقل من 0.5 وهو مؤشر جيد نسبيا نظرا لسرعة دوران المخزونات في المجمع.

أما نسبة السيولة العامة فهي أكبر من 01 مما يبين قدرة المجمع على تسديد ديونه قصيرة الأجل بواسطة أصوله المتداولة وبالتالي احترام آجال تسديد هذه الديون.

وفيما يخص نسبة السيولة المختصرة فقد حقق خلال السنوات المدروسة نسبة أقل من 01 نظرا لارتفاع الديون قصيرة الأجل وانخفاض حجم القيم الجاهزة.

المطلب الثاني: تكلفة التمويل بمجمع سونلغاز

تعتبر تكلفة التمويل من محددات القرار التمويلي على مستوى المؤسسة الاقتصادية و لتبيان مدى تأثيرها بمجمع سونلغاز سيتم التعرض للعناصر الآتية:

1- حساب تكلفة القروض السندية

لقد صدر عن مجمع سونلغاز في مارس 2005 وأفريل 2006، وجوان 2008 ثلاثة قروض سندية والتي سمحت برفع 10، 6، 11، 30 مليار دينار جزائري على التوالي وعلى آجال 7، 6، 11 سنة للعملية الأولى و 9، 11 سنة للعملية الثانية و 6 سنوات للعملية الثالثة.

1-1- القرض السندي لمجمع سونلغاز: مارس 2005

- القيمة الإسمية للقرض 10 مليار دينار جزائري.
 - يتمتع القرض بإعفاء ضريبي على الضريبة على أرباح المؤسسات والضريبة على الدخل الإجمالي.
 - الفوائد السندية: الشريحة الأولى 1.8 مليار دينار جزائري تستحق بعد 06 سنوات و 09 أشهر، أي من 27 ديسمبر 2011 بفائدة سنوية 3.5%، والشريحة الثانية 3.3 مليار دينار جزائري تستحق بعد 09 سنوات، أي من 31 مارس 2005 إلى غاية 31 مارس 2014 بفائدة سنوية 04%، أما الشريحة الثالثة 4.9 مليار دينار جزائري تستحق بعد 11 سنة، أي من 31 مارس 2005 إلى غاية 31 مارس 2016.
- جدول رقم (15):** جدول اهتلاك القرض السندي لمجمع سونلغاز 29 مارس 2005¹ (الوحدة مليون دج)

السندات	المبلغ المحصل عليه	فوائد الشريحة الأولى 3.5%	فوائد الشريحة الثانية 4%	فوائد الشريحة الثالثة 4.20%	القسط السنوي
27 ديسمبر 2005	10.000				
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		/	132	205.8	2200.8
31 مارس 2012		/	132	205.8	337.8
31 مارس 2013		/	132	205.8	337.8
31 مارس 2014		/	/	205.8	3637.8
31 مارس 2015		/	/	205.8	205.8
31 مارس 2016		/	/	205.8	5105.8
المجموع	10.000	378	1188	2263.8	13829.2

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على معطيات الخاصة لمجمع سونلغاز

¹ Sonelgaz, notice d'information, simplifiée, avril 2005, p14.

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

$$D = Co + \frac{c1}{(1 + Kd)} + \frac{c2}{(1 + Kd)} + \frac{c3}{(1 + Kd)} + \frac{c4}{(1 + Kd)} + \dots + \frac{cn}{(1 + Kd)}$$

$$D = Co + \frac{400.8}{(1 + Kd)} + \frac{200.8}{(1 + Kd)} + \frac{337.8}{(1 + Kd)} + \frac{337.8}{(1 + Kd)} + \frac{3637.8}{(1 + Kd)} + \frac{205.8}{(1 + Kd)} + \frac{5105.8}{(1 + Kd)}$$

من المعادلة السابقة ومن خلال التجربة والخطأ فإن تكلفة التمويل بالسندات هي 04.24 Kd، حيث أن مجمع سونلغاز تحمل تكلفة قدرها 4.24% للحصول على قرض سندي قيمته 10 مليار دينار جزائري يستحق بعد 15 سنة.

1-2- القرض السندي لمجمع سونلغاز 16 ماي 2006

- القيمة الإسمية للقرض 11.6 مليار دينار جزائري.
- يتمتع القرض السندي بإعفاء ضريبي من خلال الضريبة على أرباح المؤسسات والضريبة على الدخل الإجمالي.
- الفوائد السنوية: الشريحة الأولى 06 مليار دينار جزائري لمدة 9 سنوات بفائدة سنوية 4.65%، والشريحة الثانية 5.65 مليار دينار جزائري لمدة 10 سنوات بفائدة سنوية 4.85%¹.

جدول رقم (16): جدول اهتلاك القرض السندي لمجمع سونلغاز 16 ماي 2006 (الوحدة مليون دج)

السنوات	المبلغ المحصل عليه	فوائد الشريحة الأولى %4.65	فوائد الشريحة الأولى %4.25	القسط السنوي
16 ماي 2006	11650			
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	553.025
16 ماي 2016			274.025	553.025
المجموع		2511	3014.275	16901.25

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على المعطيات الخاصة بإصدار السند

¹ معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

يمكن حساب تكلفة التمويل بالسندات لمجمع سونلغاز في 16 ماي 2016 من خلال العلاقة التالية:

$$D = Co + \frac{C_1}{(1 + Kd)} + \frac{C_2}{(1 + Kd)} + \frac{C_3}{(1 + Kd)} + \dots + \frac{C_n}{(1 + Kd)}$$

$$11650 = 0 + \frac{553.025}{(1 + Kd)} + \frac{553.025}{(1 + Kd)}$$

$$+ \frac{553.025}{(1 + Kd)} + \frac{6553.025}{(1 + Kd)} + \frac{5924.025}{(1 + Kd)}$$

من خلال طريقة التجربة والخطأ فإن تكلفة التمويل بالسندات هي 4.80%.

حيث أن مجمع سونلغاز تحمل تكلفة بمعدل 4.88 مقابل الحصول على قرض سندي قيمته 11.65%

مليار دينار جزائري يستحق بعد 10 سنوات.

1-3- القرض السندي لمجمع سونلغاز جوان 2008:

- القيمة الاسمية للقرض 30 مليار دينار جزائري.
- يتمتع القرض السندي بإعفاء ضريبي من الضريبة على أرباح المؤسسات 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، 4% في السنة الثانية، 4.5% في السنة الثالثة، 5% في السنة الرابعة، 5.5% في السنة الخامسة، 6.5% في السنة السادسة.¹

جدول رقم (17): جدول اهتلاك القرض السندي لمجمع سونلغاز 01 جوان 2008 (الوحدة مليون دج)

السنوات	المبلغ المحصل عليه	القرض السندي
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	31800	31950
المجموع	38625	38775

المصدر: بناء على معطيات الخاصة بإصدار السند

يمكن حساب تكلفة تمويل السندات لمجمع سونلغاز جوان 2008 وفق العلاقة التالية:

$$Do = Co + \frac{C_1}{(1 + Kd)} + \frac{C_2}{(1 + Kd)} + \dots + \frac{C_n}{(1 + Kd)}$$

$$30000 = 0 + \frac{1125}{(1 + Kd)} + \frac{1200}{(1 + Kd)} + \frac{1350}{(1 + Kd)} + \frac{1500}{(1 + Kd)} + \frac{1650}{(1 + Kd)} + \frac{31950}{(1 + Kd)}$$

من المعادلة السابقة ومن خلال طريقة التجربة والخطأ فإن تكلفة التمويل بالسندات هي Kd= 4.65%.

¹Rallant annuel de la commission d'intégration et surveillance des opérations de bourre 206, p 53.

2- تكلفة حقوق الملكية

تعذر الوصول إلى تكلفة رأس المال موجبة بسبب تحقيق مجمع سونلغاز نتيجة صافية سالبة لذلك تحسب تكلفة رأس المال إنطاقا من الفائض الإجمالي للاستغلال.

$$k_s = \frac{EBE}{S} / k_s = \frac{\text{الفائض الاجمالي للاستغلال}}{\text{قيمة الاموال الخاصة}}$$

2-1- تكلفة حقوق الملكية لسنة 2012

$$k_s = \frac{\text{الفائض الاجمالي للاستغلال}}{\text{قيمة الاموال الخاصة}} = \frac{56032}{560850} = 9.9\%$$

2-2- تكلفة حقوق الملكية لسنة 2013

$$k_s = \frac{59695}{520949} = 11.4\%$$

2-3- تكلفة حقوق الملكية لسنة 2014

$$k_s = \frac{46325}{602307} = 7.6\%$$

من خلال حساب تكلفة التمويل لحقوق الملكية للسنوات المدروسة المعتمدة (2012-2014) يظهر أن التكلفة في تذبذب وهذا راجع إلى عدم ثبات الفائض الإجمالي للاستغلال.

3- حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للمجمع خلال الفترة (2012-2014)

يمكن حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل عن طريق العلاقة التالية:

$$Wacc = K_c + W_s + k_D (1 - T)X Wd$$

$$Wacc = k_s \left(\frac{\text{أموال خاصة}}{\text{ديون} + \text{خ أموال}} \right) + (1 - T) \left(\frac{\text{ديون}}{\text{ديون} + \text{خ أموال}} \right)$$

حيث أن:

- تكلفة الأموال الخاصة. K_s
- تكلفة الديون K_d^*
- معدل الضريبة. T
- وزن الأموال الخاصة. W_c
- وزن الديون في الهيكل التمويلي. W_d

* يتم حساب تكلفة الديون عن طريق جمع التكاليف المتعلقة بالفترة المدروسة.

3-1- حساب التكلفة المتوسطة المرجحة خلال سنة 2012

$$Wacc/2012 = \left(9.9 \times \frac{560850}{2010929}\right) + \left(\frac{337.8}{10000} \times \frac{1450079}{2010929}\right) + \left(\frac{525.025}{11650} \times \frac{1450079}{2010929}\right) + \left(\frac{1500}{30000} \times \frac{1450079}{2010929}\right)$$

$$Wacc/2012 = 12.22\%$$

3-2- حساب التكلفة المتوسطة المرجحة خلال سنة 2013:

$$Wacc/2013 = \left(11.40 \times \frac{520949}{2316603}\right) + \left(\frac{337.8}{10000} \times \frac{1795654}{2316603}\right) + \left(\frac{553.025}{11650} \times \frac{1795654}{2316603}\right) + \left(\frac{1650}{30000} \times \frac{1795654}{2316603}\right)$$

$$Wacc/2013 = 13.13\%$$

3-3- حساب التكلفة المتوسطة المرجحة خلال سنة 2014:

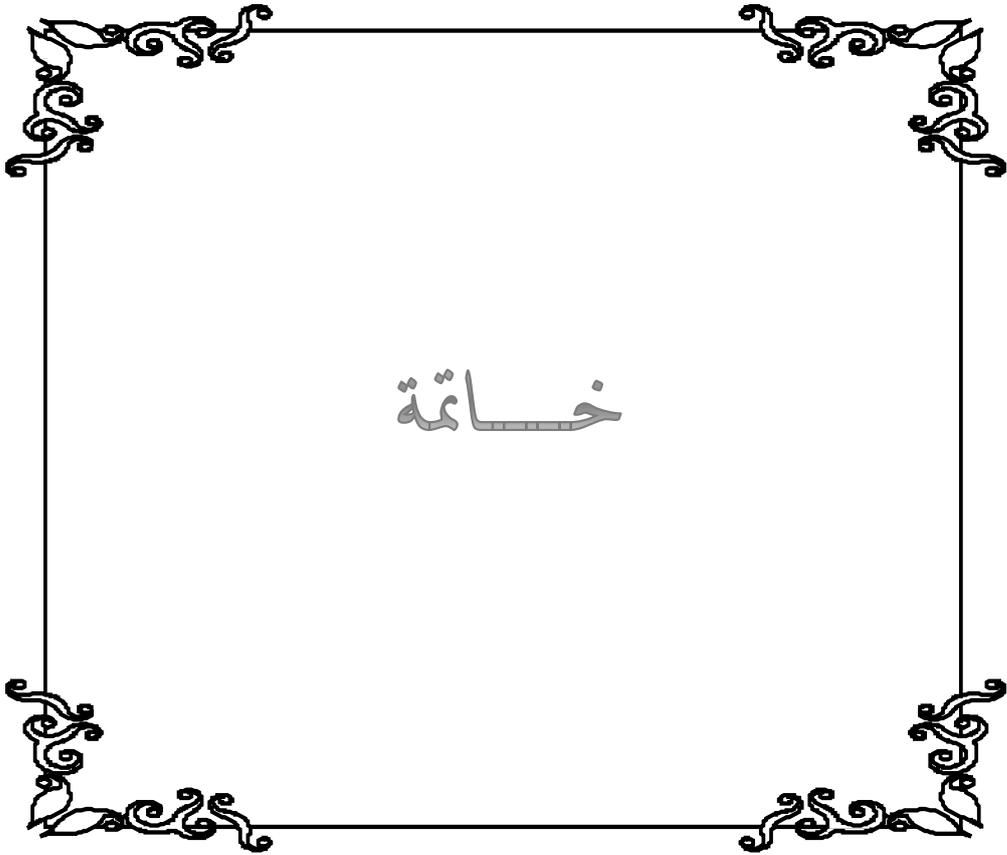
$$Wacc/2014 = \left(07.60 \times \frac{602307}{2810990}\right) + \left(\frac{337.8}{10000} \times \frac{2208683}{2810990}\right) + \left(\frac{553.025}{11650} \times \frac{2208683}{2810990}\right) + \left(\frac{1950}{30000} \times \frac{2208683}{2810990}\right)$$

$$Wacc/2014 = 13.10\%$$

من خلال النتائج السابقة نلاحظ أن التكلفة المتوسطة المرجحة كانت 12.22% سنة 2012، ثم ارتفعت إلى 13.13% سنة 2013، وذلك نظرا لزيادة الديون وزيادة تكلفة الديون ثم عاودت الانخفاض سنة 2014 لتصل إلى 13.10% وذلك نظرا لانخفاض تكلفة الاستدانة وانخفاض نسبة الديون من رأس المال الكلي. إن تعظيم قيمة المؤسسة كهدف استراتيجي للإدارة المالية حتى تكون بصدد الهيكل المالي المناسب يستلزم أن تكون الكلفة المتوسطة المرجحة بحدودها الدنيا، ونجد في سنوات المدروسة المعتمدة (2012-2014) أن الحد الأدنى للتكلفة المتوسطة المرجحة تحقق سنة 2012، وبالتالي يمكن القول أن القيمة السوقية للمؤسسة في سنة 2012 هي الأعلى بافتراض ثبات باقي العناصر المؤثرة على القيمة السوقية للمؤسسة. ومنه فالهيكل الأمثل خلال المدة المدروسة هو الهيكل المعتمد سنة 2012 والذي ننصح به المؤسسة باعتماده في السنوات اللاحقة.

خلاصة الفصل:

إن عملية تقييم تركيبة الهيكل المالي لمجمع سونلغاز كباقي المؤسسات الاقتصادية، هدفها الأساسي الوصول إلى هيكل تمويلي أمثل حيث تعتمد المؤسسة على التدفقات النقدية المتوقعة وعلى المعدل الذي تخصص به هذه التدفقات، والذي يتمثل في تكلفة التمويل باعتبار أن المؤسسة لها طاقة تمويل ذاتية معتبرة تمكنها من تمويل استثماراتها، فإذا ما اشتمل هيكل التمويل الخاص بمجمع سونلغاز على قروض سنديّة فإن فوائد هذه القروض سوف يتولد عنها وفورات ضريبية أي زيادة في صرف التدفقات النقدية. وبالتالي زيادة في قيمة المجمع كما أن الاعتماد عليها في التمويل يترتب عليه تخفيض تكلفة التمويل (التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل)، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.



خاتمة

الخاتمة العامة:

يعتبر الغرض الأساسي للتمويل هو تطوير المشاريع الاقتصادية ودافع لنموها وازدهارها ولتحقيق أهداف المؤسسة التي تتمثل في تعظيم قيمتها من جهة وتدنية تكاليفها من جهة أخرى، يتحتم على المؤسسة الاقتصادية المفاضلة بين مصادرها الداخلية والخارجية لاختيار هيكل تمويلي أمثل، الذي يعتبر من أهم القرارات الاستراتيجية في المؤسسة، وهو الموضوع الذي تم تناوله والمعنون بـ:

القرارات التمويلية الاستراتيجية في تعظيم قيمة المؤسسة.

بناء على ما تقدم تم طرح الإشكالية الرئيسية للبحث:

كيف يؤثر قرار التمويل في تشكيل هيكل تمويلي مناسب يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. وبناء على الأهداف والمتمثلة في إبراز أهم مصادر التمويل وكذا قياس تكلفة كل مصدر، ناهيك عن تحديد الطاقة الاستيعابية للديون، ومعرفة قدرتها على اقتراض الأموال من الجهات الممولة، كما هو الحال لمؤسسة سونلغاز، التي تعتمد في اتخاذ قرارها على تحليل المصادر الداخلية والخارجية للتمويل، أي عن طريق حقوق الملكية أو الاستدانة، وبالتالي تخفيض المخاطر عن طريق استخدام مصدر منخفض التكلفة مقارنة بالعائد الذي تحققه المؤسسة، وبالتالي تعظيم القيمة السوقية، ونجد في سنوات الدراسة المعتمدة (2012-2014) هي التي تحقق هيكل مالي أمثل وهذا ما يجب العمل به في السنوات اللاحقة للمجمع.

من أجل الإجابة على مختلف الأسئلة الفرعية المرتبطة بالإشكالية الرئيسية، تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول؛ الفصل الأول تم فيه تناول الإطار النظري للتمويل من خلال التطرق إلى جانب ماهية التمويل وكذا مختلف مصادر التمويل الداخلية والخارجية، ثم التطرق إلى مختلف جوانب القرارات التمويلية.

الفصل الثاني احتوى على هيكل التمويل كقرار استراتيجي من خلال تحديد تكلفة مصادر التمويل وهيكل التمويل والسياسات المرتبطة به، وتناول أهم النظريات المفسرة للهيكلة في مبحث آخر؛ وفي الأخير في الفصل التطبيقي تم القيام بإجراء دراسة تطبيقية حول الهيكل المالي لمجمع سونلغاز مبررين بذلك تأثير اتخاذ قرار التمويل على الهيكل التمويلي الخاص بالمجمع.

بعد إنهاء مختلف تطلعات هذا البحث الذي حاول في ثناياه الإجابة على الإشكالية المطروحة آنفاً، تم التوصل إلى جملة من النتائج يمكن سردها مع التذكير بمدى تحقق الفرضيات المطروحة في مستهل هذا البحث وفق النقاط التالية:

- تتكون مصادر التمويل في المؤسسة من مصادر داخلية ومصادر خارجية المكونة للهيكلة التمويلي حيث يعد هذا الأخير من أهم القرارات التمويلية في المؤسسة، حيث توجد هناك عدة عوامل تؤثر في اختيار شكل التمويل منها الخطر المالي والمرونة والسيطرة والملائمة، حيث تتم المفاضلة بين المصادر التي تحقق

الخاتمة العامة

- أكبر عائد وأقل درجة مخاطرة. وهذا ما يتفق مع الفرض القائل أن اعتماد المؤسسات على الهيكل المالي المناسب يكون وفقا لتكلفة لمصادر التمويل المتاحة والتي تحقق أكبر عائد وأقل درجة مخاطرة.
- تعظيم القيمة السوقية هو الهدف الرئيسي للمؤسسة حيث تعمل الإدارة المالية على تحقيق التوازن بين الثنائية العائد والمخاطرة، حيث يكون أمام متخذ القرارات التمويلية مجموعة من المعايير التي تتعلق بالمرادوية المالية ومصدر التمويل حيث يتم اختيار مصدر التمويل المناسب الذي يحقق أكبر عائد بأقل تكلفة. وهو الأمر الذي يؤكد الفرض القائل أن اختيار مصادر التمويل يعتمد على عدة معايير تحدد جوانب المرادوية المالية وكذا تكلفة مصادر التمويل.
- تلجأ المؤسسة للاستدانة في حال عدم كفاية احتياجاتها حيث يعتبر التمويل الذاتي مصدرا غير كاف لتلبية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة، الأمر الذي يجعلها تلجأ للاستدانة قصد تغطية هذا العجز. وهذا ما يتفق مع الفرضية القائلة أن الاستدانة تعتبر مورد ضروري من الموارد المالية التي تعوض النقص في التمويل الذاتي للمؤسسة.
- يمكن للمؤسسة الاعتماد على الاستدانة دون تحقيق خسارة وهذا في حال عدم زيادة الاستدانة عن حد معين لأن ذلك يؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطرة وبالتالي الزيادة في تكلفة التمويل نتيجة لمطالبة المساهمين لمعدلات عائد مرتفعة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض في قيمة المؤسسة. وهذا ما ينفي الفرضية القائلة أن اعتماد المؤسسة إلى الاستدانة يؤدي إلى ارتفاع قيمتها.
- إن تحقيق المؤسسة لتوليفة مثلى للهيكل التمويلي يكون بانخفاض في حجم الفوائد المالية على اعتماد المؤسسة مصادر مختلفة تعد كمؤشر لانخفاض تكلفة التمويل والتي تؤدي إلى ارتفاع الأرباح الصافية المحققة من طرف المؤسسة. وهذا ما يؤكد الفرض القائل أن تدني تكلفة التمويل يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة.
- أما في الجانب التطبيقي فقد تم التوصل إلى جملة من النتائج أهمها:
 - ✓ إصدار مجمع سونلغاز لمجموعة من القروض السندية أدى إلى تخفيض الأرباح الصافية المحققة من طرف المجمع.
 - ✓ باعتبار القروض السندية مصدر التمويل المتاح للمجمع سونلغاز بأقل تكلفة من بين المصادر الخارجية للمؤسسة المر الذي أدى إلى اعتماد المؤسسة في سياستها التمويلية على القروض السندية في تحويل استثماراتها.
 - ✓ يحقق المجمع نتائج سالبة لتوازن الدراسة وهذا راجع على حجم الأعباء المستغلة بشكل كبير، وهذا ما أثر سلبا على قيمة المؤسسة في ظل استقرار تكلفة الأموال.
- أما بالنسبة للمقترحات تم اقتراح الآتي:

الخاتمة العامة

- على المؤسسة عدم الإفراط في اللجوء إلى الاستدانة كما يترتب على هذه الأخيرة من تكلفة تأثر على قيمة المجمع.
 - يجب على المجمع تنويع مصادر التمويل وتقليل الاعتماد على السندات وهذا بغية ضمان الاستقلالية المالية.
 - فتح المجال أمام المستثمرين للاكتتاب في اسهم المجمع بهدف تفعيل الخوصصة والسعي لتعظيم الأرباح ورفع القيمة السوقية للمجمع.
- وكغيره من البحوث يحتاج هذا البحث جهود إضافية حتى يكتمل وبناء على ما توصل إليه من خلال البحث يمكن تقديم مجموعة من المقترحات للدراسات المستقبلية لتكون محلا للبحث منها ما يلي:
- ✓ أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة.
 - ✓ المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات عند لجوئها للاستدانة.
 - ✓ لجوء المؤسسات إلى البوصة لتحسين هيكلها المالي.
- وفي الختام الحمد لله الحمد لله الحمد لله ونسأل الله التوفيق والسداد.



قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع:

• الكتب باللغة العربية:

1. أبو الفتوح علي فضالة، الهياكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، أمبابة، 1994.
2. أحمد بوراس، تمويل المنشأة الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
3. أحمد فوزي ملوخية، أسس دراسات الجدوى للمشروعات الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2007.
4. إلياس بن ساسي يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل، الأردن، 2006.
5. أيمن الشنطي، عامر شقير، الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، عمان الأردن، 2005.
6. برايان كويل، هيكل رأس مال الشركات، دار الفاروق، الطبعة الأولى، مصر، 2006.
7. جلال الدين المريني، أحمد عبدالله اللحج، الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009.
8. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، الدار الهندسية، القاهرة، 2005.
9. حسين علي حريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين التطبيق والتطبيق، دار زهران، عمان، الأردن، 1999.
10. حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
11. حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
12. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
13. حيدر محمد علي بن عطا، مقدمة في نظرية المحاسبة والمراجعة، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان، 2007.
14. دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2006.
15. سعد طه علام، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، دار طيبة، ط2، عمان، الأردن، 2004.

16. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفني، الإسكندرية، 1997
17. شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، دار المسيرة، ط1، عمان، الأردن، 2009.
18. طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفاء، ط1، عمان، الأردن، 2010.
19. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
20. عبد العزيز محمد النجار، التمويل الإداري - منهج صنع القرارات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993.
21. عبد الغفار الحنفي، رسمي زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
22. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
23. عدنان تايه النعيمي وراشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
24. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات الإدارة المالية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص 203.
25. فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسيوط، 2007.
26. مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
27. محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
28. محمد نياي، دراسات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشاريع، دار المنهل اللبناني، ط1، بيروت، 2007.
29. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
30. محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2006.
31. محمود صبح، الإدارة المالية طويلة الأجل، ط1، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2000.

32. مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، 2008.
33. مليكة زغيب، قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثالث، أكتوبر 2002.
34. المناصير سفيان خليل، القرارات المالية، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، ط 1، عمان، 2010.
35. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر، ط 4، المكتب العربي، الإسكندرية، 2006.
36. ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير: تحليل مالي، الجزء الأول، دار البعث، 1990.
37. ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، دار المحمدية، الجزائر، 1999.
38. نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية.
39. نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الحديثة، مصر، الإسكندرية، 2003.
40. هشام محمد القاضي، التمويل العقاري، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012.

• الرسائل والمذكرات:

1. بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة -دراسة حالة مؤسسة أشغال والتركييب الكهربائي فرع سونلغاز، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر، 2012.
2. شباح نعيمة، دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الجزائرية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة بسكرة، 2008.
3. عبد القادر بوعزة، التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة -دراسة حالة مؤسسة صيدال- ، رسالة ماجستير، معهد علوم التسيير تخصص مالية، جامعة الجزائر، 2004، ص ص 06-07.
4. عقبة قطاف، أثر التشخيص المالي على تنافسية المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2009.

5. محمد بوشوشة، مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير اقتصاد وتيسير المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2007.

6. نور الهدى حنونة، لوحة القيادة كأداة لترشيد قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، معهد علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.

7. يوسف قرشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005.

• الندوات والمداخلات:

1. دادن عبد الغاني وآخرون، مداخلتة بعنوان دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرارات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاديات المغاربية الجزائرية، 2003.

• المراسيم والقوانين:

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

2. بموجب المرسوم التنفيذي رقم 91-475 الصادر في 1994/12/14 والمتعلق بالقانون الأساسي لسونلغاز.

3. المادة 165 من القانون رقم 01-02 بتاريخ 2002/02/05 الخاص بالكهرباء وتوزيع الغاز.

4. المرسوم الرئاسي رقم 02-195، المؤرخ في 2002/06/01 والمتعلق برأس مال سونلغاز.

المراجع باللغة الأجنبية:

1. Stéphane griffiths, **gestion financière: le diagnostic financier, les décisions financières**, chihab, 3ème édition, 1996.
2. Stéphane griffiths, jean-guy degos, **La gestion financière: de L'analyse à La stratégie**, édition d'organisation, Paris, 2ème édition, 2001.

3. D. Lawrance et autre , **Introduction to financial management**, Mc- grawhill book, company new york,1997.
4. Hubert de la bruslerie, **Analyse financière et risque de crédit**, dunod, Paris, 1999.
5. Alain CAPIEZ, **Eléments de gestion financière**, Masson, Paris, 4^{eme} édition, 1995.
6. Claude Rozsa, Christian Guyon, **La Fonction financière dans l'entreprise - Diagnostic financier et dimension internationale**, 3^{eme} édition, Masson, Paris, 1993.

• مواقع الإنترنت:

1. www.sonelgaz.com.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

		MONTANTS NETS (en millions DA)	
PASSIF	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

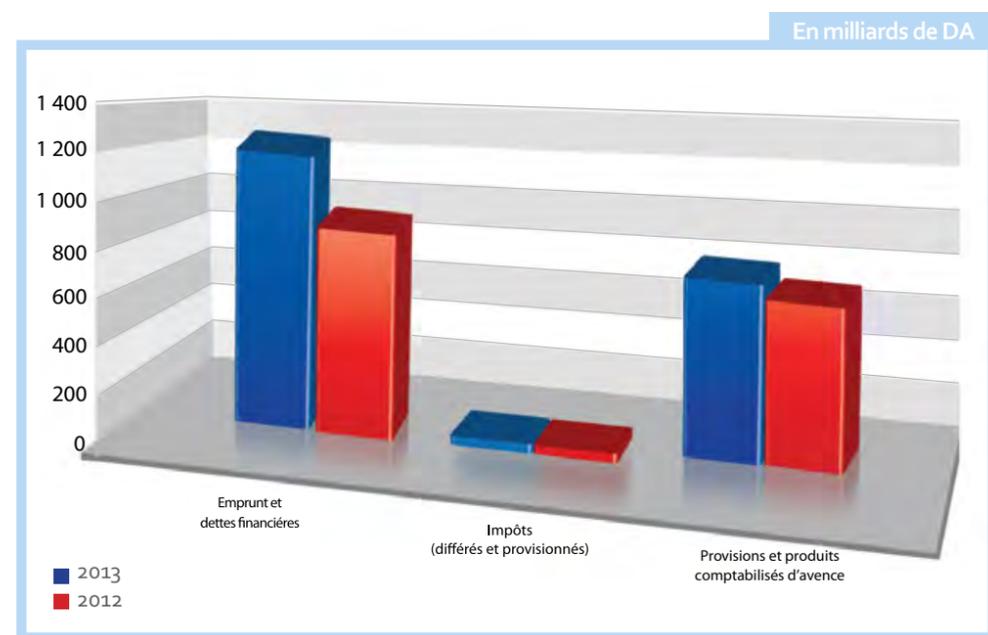
Tableau des comptes de résultats			
Rubrique	2012	2011	Evolution
Chiffre d'affaires	203 971	191 864	6%
Variation stock produits finis et encours	228	- 195	
Production immobilisée	4 722	4 741	
Subvention d'exploitation	-	-	
I Production de l'exercice	208 922	196 410	6%
Achats consommés	- 51 536	- 56 781	
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 (a 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%

3. 2. 2. Passif non courant :

Le passif non courant a augmenté de 24% comparative-ment à l'exercice précédent, passant de 1 450 milliards de dinars en 2012 à 1 795, 7 milliards de dinars en 2013, cette hausse est générée essentiellement par le poste « Emprunts et dettes financières », qui affiche une évolution à la hausse de (+36%) par rapport à 2012. Pour 2013, il faut noter la signature de nouvelles conventions de financement avec la BNA pour 510 milliards de dinars (filiales métiers) et de 108 milliards d'emprunt pour la filiale SKD. Pour « Les impôts différés du passif » une régression a été

constatée, due à l'annulation de l'ensemble des impôts différés des Sociétés de distribution en conséquence de leurs déficits structurels.

La diminution au niveau du poste « Autres dettes non courantes », s'explique par la libération du capital des filiales SKD et AETC pour respectivement des montants de 2 087, 9 millions de dinars et 50 millions de dinars. Le graphe ci-dessous illustre l'évolution du passif non courants.



Graphique 21 : Evolution du passif non courant

3. 2. 3. Passif courant :

Ce poste a enregistré une augmentation de 39% par rapport à 2012, passant de 310, 6 milliards de dinars en 2012 à 433, 2 milliards de dinars en 2013. Cette évolution du passif courant est expliquée essentiellement par la forte augmentation de la rubrique fournisseurs (+39%/2012), en conséquence à la politique

d'investissement du Groupe. En effet les variations les plus importantes sont au niveau des fournisseurs d'investissements et des retenues de garanties hors Groupe pour les sociétés suivantes : SPE, GRTG, GRTE, SKD, SDO et SDE.

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 31/12/2013 (En millions de dinars)

ACTIF	MONTANTS NETS		
	2013	2012	Evolution
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 BILAN ACTIF	2 749 794	2 321 524	18%

PASSIF	MONTANTS NETS		
	2013	2012	Evolution
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	409 423	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	36%
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%

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 AJOUTEE 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%

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%

ملخص:

إن القرار التمويلي في المؤسسة الاقتصادية من أهم القرارات الاستراتيجية المتحكمة في تشكيلة الهيكل التمويلي الخاص بها، حيث تحرص على تكوين توليفه مناسبة من الأموال الخاصة وأموال الاستدانة بأقل تكلفة، لأن عدم ترشيد القرار التمويلي ينعكس سلباً على قيمة المؤسسة.

وبإسقاط هذه الدراسة على الجانب التطبيقي تم إيجاد أن مؤسسة سونلغاز تعتمد على الاستدانة في هيكلها التمويلي بشكل كل مبالغ فيه مما أدى إلى ارتفاع المخاطر المترتبة على الفوائد الأمر الذي أثر على نتائج الجمع.

الكلمات المفتاحية: القرار التمويلي، الهيكل التمويلي، أموال الملكية الاستدانة، تكلفة التمويل.

Abstract:

The decision in one of the most important economic institution controlling strategic decisions in its funding structure, where the careful composition of an adequate mix of private funds and funds leveraged at the lowest cost, not to rationalize the funding decision reflected negatively on the value of the enterprise. 3.2 forgive this study found that BDB depend on leveraged funding structure is in all exaggerated, leading to higher risks of benefits which impact on scan results.

Keywords: financial decision, financing structure, the cost of financing leveraged property funds.