جـــامـــعـــة يـــحـــي فـــارس بالـمدية
كلية العلوم الإقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير
قسم علوم المالية و المحاسبة

تحليل الهيكل المالي

دراسة حالة لمؤسسة سونلغاز المدية خلال الفترة

2020-2021

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر في علوم مالية ومحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطلبة:

- ولد خاوة حمزة

تحت إشراف الأستاذ :

أ. بن عيشوش محمد

أعضاء لجنة المناقشة:

بن عيشوش محمد	مشرفا ومقررا
يرقي كريم	الممتحن الأول
بوشنافة ميسوم	الممتحن الثاني

السنة الجامعية 2022/2021


بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وعرفان

- الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات والحمد لله على توفيقه لنا في إنجاز عملنا المتواضع.
- نتقدم بالشكر والعرفان إلى الأستاذ المشرف "محمد بن عيشوش" على التوجيهات والملاحظات وكذا على صبره طيلة إشرافه على هذه المذكرة.
- كما نتوجه بخالص الشكر الى كافة الأساتذة والزملاء والأصدقاء الذين قدموا لنا المساعدة مهما كانت طبيعتها، وإلى كل من قدم لنا تشجيعا مهما بلغت درجته.

إهداء

نهدي هذا العمل المتواضع إلى:

الوالدين الكريمين حفظهما الله ...

إلى جميع أفراد العائلة ...

إلى جميع الأصدقاء ...

إلى جميع الأساتذة ...

إلى كل طالب علم وناشر له ...

إلى كل من لم يدخر جهدا في مساعدتنا ....

الملخص

إن تطور صفة كل من المحيط الخارجي و الداخلي للمؤسسات الإقتصادية التي تتسم بالديناميكية والحركية الدائمة، تفرض على هذه المؤسسات مواكبة هذه الأحداث وإجراء تغييرات وذلك من خلال القيام بالتحليل المالي لما له أهمية بالغة في تحديد هيكل مالي أمثل، وذلك من أجل النهوض بالمؤسسة، وبالتالي فإن التحليل المالي هي من أهم الجوانب التي ترتكز عليها الدراسات الحالية مع إيجاد كل العوامل التي تؤثر عليه، ومن بين هذه ا لعوامل الهيكل المالي للمؤسسة ذاتها، فالمؤسسة تسعى إلى تعزيز مركزها التنافسي لمواجهة التحديات التي من بينها على مستوى الجانب المالي والإستراتيجي، وعليه تحاول هذه المذكرة الجمع بين جانبين بالغي الأهمية والأثر على المؤسسات الإقتصادية، فهي تهدف إلى إبراز العلاقة بين التحليل المالي والهيكل المالي، حيث تسعى إلى توجيه الأنظار إلى طبيعة الإرتباط بين الجانب المالي داخل المؤسسة من أجل تحديد الهيكل المالي الأمثل لوضعها التنافسي.

ففي عالم تحتدم فيه المنافسة، أصبح نجاح المؤسسات وإستمرارها يتوقف على قدرتها على اختيارهيكل مالي أمثل مناسب.

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
شكر	-
إهداء	-
الملخص	-
فهرس المحتويات	V
قائمة الجداول	VII
قائمة الأشكال	VIII
قائمة الملاحق	X
مقدمة	أ-ج
الفصل الأول: طبيعة الهيكل المالي	
تمهيد	2
المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي ومكوناته	3
المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي	3
المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي	4
المطلب الثالث: مكونات الهيكل المالي	10
المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي	28
المطلب الأول:النظرية التقليدية	29
المطلب الثاني: النظرية الحديثة	35
المطلب الثالث: نظرية التوازن	35
خلاصة	37
الفصل الثاني: نسب الهيكل المالي وتكلفة الأموال	38
تمهيد	39
المبحث الأول: نسب الهيكل المالي	40
المطلب الأول: نسب التمويل الدائم والتمويل الخاص	40
المطلب الثاني: نسب الديون إلى رأس المال وإلى إجمالي الأصول	41
المطلب الثالث: نسبة الأصول لحق الملكية ونسبة الإستقلالية المالية	42
المبحث الثاني: تكلفة الأموال	43
المطلب الأول: ماهية تكلفة الأموال	43
المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل	44
المطلب الثالث: الرفع المالي	51
خلاصة	56
الفصل الثالث: دراسة حالة شركة سونلغاز	57
تمهيد	58
المبحث الأول: التعريف بالمؤسسة واقع الدراسة	59

المطلب الأول: تعريف مؤسسة سونلغاز وتطورها التاريخي	59
المطلب الثاني: أهداف ومهام وفروع مؤسسة سونلغاز	61
المطلب الثالث: التعريف بوحدة التوزيع للمديو وهيكلها التنظيمي	63
المبحث الثاني: تحليل الوضعية المالية للمؤسسة	67
المطلب الأول: عرض الميزانية المالية والميزانية المختصرة وتحليلها عن طريق مؤشرات التوازن المالي	68
المطلب الثاني: تحليل الميزانية عن طريق نسب الهيكلة	72
المطلب الثالث: عرض جدول حساب النتائج	76
خلاصة	78
خاتمة	79
قائمة المراجع	83
الملاحق	-

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1-1	أهم الفروق بين الأسهم و السندات	28
1-3	الميزانية المالية للفترة (2020-2021)	68
2-3	الميزانية المالية المختصرة للفترة (2020-2021)	70
3-3	حساب رأس المال العامل	71
4-3	حساب إحتياجات رأس المال العامل	71
5-3	حساب الخزينة الصافية	72
6-3	حساب نسبة التمويل الدائم	72
7-3	حساب نسبة التمويل الذاتي	73
8-3	حساب نسبة الديون إلى رأس المال	73
9-3	حساب نسبة الديون إلى إجمالي الأصول	74
10-3	حساب نسبة الأصول لحق الملكية	74
11-3	حساب نسبة الإستقلالية المالية	75
12-3	حساب نسبة الرفع المالي	75
13-3	جدول حساب النتائج	76

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	العلاقة بين الأموال ونسبة الإقتراض وقيمة المؤسسة	30
2-1	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الإقتراض	31
3-1	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الإقتراض وقيمة المؤسسة	33
1-2	مفهوم تكلفة رأس المال	50
2-2	تمويل الأصل الإقتصادي وكيفيو توزيع الثروة المولدة عنه	52
1-3	الهيكل التنظيمي لمؤسسة التوزيع المدية	64

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان
1	جانب الأصول من الميزانية 2020-2021
2	جانب الخصوم من الميزانية 2020-2021
3	جدول حساب النتائج 2020-2021

المقدمة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الأساسية للنشاط الاقتصادي في المجتمع لأنها الإطار الذي يمارس فيه المنظم نشاطه الاقتصادي، حيث أن الدراسة المالية أو الحاجة التمويلية للنشاط الاقتصادي ترتبط ارتباطا مباشرا بوجود مؤسسات وأسواق مالية قادرة علي تمويله وتوجيهه، حيث يعتبر ذلك من أهم وظائف هذه المؤسسات.

وبالتالي يعتبر التمويل من أساسيات إنشاء وتشغيل وتوسيع المؤسسات بمختلف أنواعها وأحجامها، وتعتبر الطرق المختلفة التي يحصل بها المستثمرون أو المؤسسات على ما يحتاجون إليه من أموال هي أول ما يفكر فيه كل مستثمر أو مؤسسة، وهذا من أجل تغطية مختلف احتياجاتها المالية للقيام بأنشطتها ووظائفها المعتادة واستمرارها وقدرتها على المنافسة ومواجهة التهديدات، لذلك يسعى المسير دائما إلى ضمان التمويل اللازم، من خلال تحديد المزيج التمويلي الأمثل الذي يحقق الأهداف المسطرة.

فعملية اختيار التمويل الأمثل أو عملية اختيار المزيج التمويلي تشكل ما يسمى بالهيكل المالي، حيث يعد هذا الأخير من المواضيع الأساسية والمعقدة والتي يؤثر في تركيبته مجموعة من العوامل الكيفية والكمية، بالإضافة إلى أنه بتنوع مصادر التمويل تتنوع معه تكلفة وشروط كل مصدر، مما يضع متخذ القرار أمام مسألة المفاضلة بين المصادر التمويلية المتاحة واختيار أحسنها واستخدامها استخداما أمثل بما يتوافق مع تحقيق أهدافها.

فقرار اختيار الهيكل المالي كان مصدر جدل بين العلماء والممارسين في حقل الإدارة المالية، بشأن ما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل من عدمه، ويعتبر هذا الجدل المدخل الطبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، وهو قرار مبني على مجموعة من المحددات، حيث اختلف الباحثون في طبيعة تأثيرها وقد يرجع هذا الاختلاف إلى اختلاف عينات الدراسة، أو اختلاف الفترات الزمنية التي تمت فيها الدراسة، أو راجع لاستخدام مؤشرات مختلفة.

أولا: إشكالية البحث

على ضوء ما سبق يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

كيف يؤثر الهيكل المالي على الوضعية المالية لمؤسسة سونلغاز؟

وتندرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية نوجزها في ما يلي:

- ما هي أهم النظريات التي تناولت الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؟
- ما مدى تأثير تكلفة التمويل على إتخاذ القرارات التمويلية؟
- هل للتحليل المالي دور في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة؟

ثانيا: فرضيات الدراسة

بغية الإجابة على الإشكالية المطروحة تم صياغة الفرضيات التالية:

- تعتبر أمثلية الهيكل المالي للمؤسة الإقتصادية من بين المواضيع الأكثر جدلا بين الباحثين في مجال النظرية المالية، ومن أهم النظريات التي تناولت الهيكل المالي:
  - نظرية صافي الربح.
  - نظرية موديكلياني وميلر.
- تعتبر تكلفة التمويل من العوامل الرئيسية التي تأخذها المؤسسة في الإعتبار عند إتخاذ القرار التمويلي.
- استعمال أدوات التحليل المالي تمكن من الكشف عن نقاط القوة والضعف في المؤسسة الإقتصادية ومنه اتخاذ القرارات الصائبة.

ثالثا: أهمية الدراسة

تنبع أهمية هذه الدراسة في أنها تساعد على التعرف على أهم العوامل التي تحدد هيكل رأس المال في المؤسسات الإقتصادية، التي يتم بموجبها تحليل نتائج هذه المؤسسات عن طريق تحليل القوائم المالية باعتبارها قاعدة معلوماتية، لاسيما وأن قرار اختيار الهيكل المالي يعتبر قرارا صعبا وبالغ الأهمية، فهو يعتبر من أهم القرارات المالية التي تتخذها إدارة الشركة و بشكل مستمر، والتي تسعى من خلالها إلى الو صول إلى هيكل مالي أمثل يسمح بتخفيض التكلفة وتعظيم القيمة السوقية لها.

رابعا: أهداف الدراسة

- التعرف على محددات الهيكل المالي وفق أسس ومنهجية علمية واضحة؛
- محاولة إيجاد تفسير للسلوك التمويلي و فهم أكثر للخصائص المحددة للسياسة التمويلية لهذه المؤسسات؛
- تقديم نموذج يفسر مدى تأثير العوامل التي تحدد الهيكل المالي؛

- محاولة معرفة مدى تطابق الجانب النظري للدراسة مع الجانب التطبيقي.

خامسا: منهج الدراسة المتبع

اعتمدنا في بحثنا هذا على المنهج الوصفي والتحليلي حيث استعملنا المنهج الوصفي في الجانب النظري وذلك لتوضيح مختلف المفاهيم وكذلك الإجابة على الإشكالية أما المنهج التحليلي فقد استخدمناه في الجانب التطبيقي وذلك لتحليل المعلومات والوثائق، ولقد تم الإعتماد في هذه الدراسة على مختلف المراجع المتعلقة بالموضوع الدراسة.

سادسا: حدود الدراسة

- **الإطار المكاني:** إعتمدنا في دراستنا على مؤسسة سونلغاز بالمدية من أجل إسقاط الجانت النظري على الواقع التطبيقي.
- **الإطار الزماني:** من أجل تحليل مختلف التقارير للنشاط في الفرع المالي للمؤسسة سونلغاز ودراسة مؤشرات التحليل المالي و نسب الهيكل المالي اعتمدنا في ذلك على الفترة الممتدة من2020 إلى 2021.

سابعا: الدراسات السابقة

- **محمد بوشوشة(2016): تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية، دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية:**

تتمحور إشكالية البحث حول ماهية السياسات التمويلية المتاحة للمؤسسة الإقتصادية وكيف تؤثر هذه السياسات على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية؟ هدفت هذه الدراسة إلى توضيح مختلف سياسات التمويل التي يمكن أن تعتمد عليها المؤسسة الإقتصادية من اجل تمويل نشاطها الإستثماري والإستغلالي في ظل تعدد السياسات المتاحة أمامها.

توصلت الدراسة إلى أن أهم سياسة للتمويل تتمثل في سياسة التمويل الذاتي، الإستدانة، في حين أن لكل سياسة ايجابيات و سلبيات، إضافة إلى أن اختيار سياسة التمويل المثلى كان محل جدل العديد من الباحثين والمفكرين خاصة في مجال الإدارة المالية.

- **أنفال حدة خبيزة(2012): تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، دراسة حالة لمؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب (بسكرة):**

تمحورت إشكالية الدراسة حول ما طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي وإستراتيجية المؤسسة الصناعية؟، وتهدف الدراسة إلى توضيح كل من الهيكل المالي و الهيكل المالي الأمثل بالإضافة إلى إبراز العلاقة بين الهيكل المالي وإستراتيجية المؤسسة من اجل التوصل إلى طبيعة الإرتباط بين كل من الجانب المالي و الإستراتيجي داخل المؤسسة الصناعية من اجل تحديد الخيارات الإستراتيجية المناسبة لوضعها التنافسي.

توصلت الدراسة إلى أن الهيكل المالي عبارة عن مصادر تمويل سواء ممتلكة أو مقترضة طويلة الأجل كانت أو قصيرة الأجل، إضافة إلى أنه توجد عدة عوامل تؤثر في اختيار شكل تمويل المؤسسة يتـم المفاضلة بين تلك المصادر من خلال العائد والخطر.

- **بودوحان مريم(2011): محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة لمؤسسة الكاتمية للفلين.**

تمحورت إشكالية الدراسة حول ما هي المحددات الأكثر تأثيرا للهيكل المالي لمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟، هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم المحددات في إختيار الهيكل المالي الأمثل، بالإضافة إلى محاولة الإطلاع على سلامة قرارات المؤسسة الإقتصادية خلال دراسة الحالة للمؤسسة.

توصلت الدراسة إلى أنه لا تتوافق نظريات الهيكلة المالية فيما بينها، فلكل نظرية نتائج مختلفة، وتختلف هذه النتائج بسبب الفرضيات التي تتبناها كل نظرية.

- **ميجي عبد السميع(2017): أهمية التحليل المالي في تحديد الهيكل المالي، دراسة حالة شركة التوزيع للكهرباء والغاز وكالة المدية.**

تمحورت إشكالية الدراسة حول ما كيف يمكن للتحليل المالي أن يكون أداة في تحديد الهيكل المالي؟، هدفت الدراسة إلى توضيح أهمية التحليل المالي كونه تقنية من تقنيات عملية اتخاذ القرار، ابراز أهمية التحليل المالي كأداة لتحديد الهيكل المالي الأمثل بالإضافة إلى عرض الأدوات المستعملة في التحليل المالي وتطبيقاتها في المؤسسة الجزائرية.

توصلت الدراسة إلى أن التحليل المالي عبارة عن عملية معالجة للبيانات المالية المتاحة لمؤسسة ما للحصول على معلومات تستعمل في اتخاذ القرارات وتقييم أداء المؤسسات، بالإضافةالى تحليل القوائم

المالية يساعد على تقييم أداء المؤسسات باعتبارها القاعدة المعلوماتية بحيث يظهر التحليل المالي تلك المعلومات بنقاط القوة والضعف المؤسسة.

ثامنا: أسباب إختيار الموضوع

هناك عدة أسباب لاختيار الموضوع منها ما هو ذاتي ومنها ما هو موضوعي يمكن إيجازها في ما يلي:

- الرغبة الشخصية في دراسة هذا الموضوع كونه مرتبط بمجال تخصصنا؛
- يعد من المواضيع الجديرة بالاهتمام والبحث؛
- الرغبة في إثراء المعارف العلمية حول هذا الموضوع.

تاسعا: هيكل الدراسة

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة والأسئلة الفرعية وبغية تحقيق أهداف هذا البحث والتأكد من صحة الفرضيات المطروحة، فقد تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول فصلين نظريين وفصل تطبيقي، تضمن الفصل الأول أساسيات حول الهيكل المالي حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، خصص المبحث الأول للمفاهيم العامة حول الهيكل المالي، أما المبحث الثاني فتضمن النظريات المفسرة للهيكل المالي.

أما الفصل الثاني من الدراسة قد تم تقسيمه إلى مبحثين، حيث خصص المبحث الأول لنسب الهيكل المالي، في حين تضمن المبحث الثاني تكلفة الأموال.

أخيرا تضمن الجانب التطبيقي من الدراسة فصلا واحدا والذي كانت جعبته متمثلة في دراسة حالة سونلغاز، حيث تعرفنا على المؤسسة وحولنا الجانب النظري إلى جانب تطبيقي.

الفصل الأول :

طبيعة الهيكل المالي

تمهيد :

إن المؤسسات تسعى للحصول على الأموال من أجل تسيير عملياتها وتوسيع نشاطها، فبالتالي عليها أن تختار بين اثنين من بدائل التمويل الأساسية، إما اللجوء الى اقتراض الأموال، أو عن طريق التمويل الذاتي، ومن الجدير بالذكر أن الكيفية التي يمكن من خلالها للمؤسسة توفير رأس المال المطلوب يعتمد بشكل كبير على حجمها، ويعتبر هذا أحد القرارت المالية المهمة وذات الصلة الوثيقة بهدف المؤسسة المتمثل في تعظيم قيمة أسهمها في سوق الأوراق المالية، ويتضمن القرار المذكور اختيار المزيج المناسب لمصادر التمويل المختلفة، وعليه سنتطرق في هذا الفصل الى مختلف العناصر المتعلقة بالهيكل المالي من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي ومكوناته

المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي

المبحث الأول : ماهية الهيكل المالي ومكوناته

لا يقتصر عمل المدراء الماليين على مجرد التعريف على مصادر الأموال، بل ان يحصل عليها بأفضل الشروط وأن يشكل ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه اكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة، ويعرف هذا المزيج بالهيكل المالي. حيث يرتبط الأداء المالي الجيد للمؤسسة على قدرتها في تشكيل التوليفة المثلى من هذا الهيكل ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران اصلها الإقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة، والرفع من معدل النمو، وبالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام[1].

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي

يعد الهيكل المالي من أهم الجوانب التي يهتم بها كل من المساهمين والمسيرين لما له من تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي، فعلى المدير المالي أخذ قرارات سليمة تضمن عدم تعرضه للإفلاس، وعليه سنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف الهيكل المالي[2].

تنوعت تعاريف الهيكل المالي حسب تنوع الفكر المالي إلا أن جميعها تلتقي عند العناصر المكونة لهذا الهيكل، والتي تعتبر بأنها أحد جوانب الميزانية المتمثل في جانب الخصوم.

فقد عرف على أنه: "كل مصادر التمويل طويلة الأجل ومصادر التمويل قصيرة الأجل، وهوما يعرف محاسبيا بخصوم الميزانية العامة، والتي تمثل مجموع الإلتزامات التي ترتب على المؤسسة مقابل الحصول على مجموع الأصول "[3].

يمكن تعريفه كما يلي: "الطريقة التي تم بها تمويل أصول المؤسسة، ويوجد الهيكل المالي في الجهة اليسرى من الميزانية"[4].

يعرف أيضا بأنه: "يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو إقتراض، وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل"[5].

---

[1] محمد بوشوشة، **مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسة**، مذكرة ماجستر إقتصاد وتسيير المؤسسة، غير منشورة، جامعة بسكرة 2007، ص 56.

[2] إلهام حمزأو ي،أمال ساقة، **محددات الهيكل المالي الإمثل في المؤسسة الاقتصادية**،مذكرة تخرج ماستر علوم التسيير، جامعة المدية، 2019،ص 03.

[3] نور الدين خبابة، **الإدارة المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 128.

[4] فرد ويستون ويوجين برجام،**التمويل الإداري**،ترجمة عبد الرحمن دعالة، عبد الفتاح السيد النعماني، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، الجزء الثاني، 2006، ص 229.

[5] عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرباقص، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الإدارة الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 128.

لابد أن نفرق بين المصطلحين التاليين: الأول الهيكل المالي والذي يظهر كيفة قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني هيكل رأس المال والذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحق الملكية ويستبعد جميع أنواع الإئتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعتبر جزءا من الهيكل المالي للمؤسسة.

المطلب الثاني : محددات الهيكل المالي

يختلف الهيكل المالي من مؤسسة الى أخرى، فبعض المؤسسات تعتمد كليا على أموال الملكية، في حين البعض الآخر يتوسع بشكل كبير في استخدام الأموال المقترضة بأنواعها المختلفة، ولكن السؤال الذي يطرح نفسه هو ما هي الأسباب التي تؤدي إلى وجود مثل هذه الإختلافات في هياكل التمويل بين المؤسسات؟ والجواب هو: أن هذه الإختلافات نتيجة للعديد من العوامل المتنازعة التي يجب أخذها بعين الأعتبار عند تحديد أنواع الأموال التي تستخدمها المؤسسة[1].

وبالتالي يمكن تصنيف هذه العوامل الى مجموعتين: عوامل داخلية وعوامل خارجية على النحوالتالي:

أولا : المحددات الخارجية للهيكل المالي

يقصد بها العوامل المرتبطة بالبيئة الخارجية للمؤسسة والتي لا يمكن التحم فيها عادة، وبالتالي لا يتطلب الأمر سوى التكيف معها، وتتمثل هذه العوامل فيما يلي:

I. النظام الضريبي:

تؤثر الضريبة في قرار الشركة للحصول على الأموال اللازمة لها، أو بزيادة رأس مالها عن طريق طرح أسهم، فقد أعطت الضريبة ميزة لإقتراض الأموال، حيث يؤدي هذا الأمر الى تقليل الضريبة المفروضة على الشركة، لأن الفوائد التي تدفع على القرض تطرح من أرباح الشركة قبل إحتساب الضريبة المستحقة. وبهذا النظام الضريبي السائد في الدولة يؤثر في قرارات تمويل الشركات في اختيارها الدين أو الملكية، حيث أن التغير في معدلات الضريبة الهامشية لأي شركة سوف يؤثر في قرارات التمويل، فعندما تحقق شركة مستوى عال من الأرباح، فإن هذا يصاحبه زيادة بمصاريف الضرائب إلا أنه مع زيادة في نسبة الدين، وباعتبار أن فوائد الدين تعامل كمصروفات ولا تخضع للضرائب، سوف تنخفض مصاريف الضرائب نتيجة للوفر الضريبي المصاحب للدين[2].

---

[1] خلفي صبرينة، **مساهمة محددات الهيكل المالي في إنتعاش المؤسسات الإقتصادية**، مذكرة تخرج ماستر، العلوم المالية، جامعة المدية،2014- 2015، ص 30.

[2] غازي فلاح مومني، علي محمود حسن، **محددات إختيار الهيكل المالي، شركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان**، دراسات العلوم الإدارية، المجلد88، العدد2، 2011، ص370.

II. حجم البنوك وسوق رأس المال:

إن تطور قطاع البنوك وسوق رأس المال يعتبر أحد محددات الهيكل المالي بشركات الأعمال، حيث أن تطور البنك يؤثر على سهولة الحصول على التمويل الخارجي. ومن ناحية أخرى، عندما تكون أسواق رأس المال متقدمة واكثر فعالية، فإن التمويل بالملكية يصبح خيارا جيدا، حيث أن تكلفة إصدار الأسهم لها أثر بالعائد والمخاطر المصاحبة للإستثمار[1].

III. معدل الفائدة:

هناك أثر عكسي بين أسعار الفائدة ونسبة الدين في الشركات، وفي الوقت التي تكون فيه أسعار الفائدة عالية، نجد أن الشركات تمتنع عن زيادة الدين، وتعكس معدلات الفائدة تكلفة رأس المال بشركات الأعمال التي تعتبر من أكثر المتغيرات تقلبا بالنسبة للشركات، ومع أن التقلبات في معدلات الفائدة تصاحبها تغيرات كبيرة في تكلفة رأس المال (ويتسون وبرجام 1993). إن معدلات الفوائد العالية تعكس وجود الإنكماش النقدي (David 2009) الذي يكون بدوره ناتجا من الإنكماش في إحتياطات البنوك التجارية، ففي فترات كهذه ترتفع معدلات الفوائد، لكن بما أن هناك حدودا تقليدية للإرتفاع في معدلات الفوائد تكون كمية الأموال التي يطلبها المقترضون اكبر مما تستطيع البنوك التجارية توفيره، ولهذا تبدأ البنوك بترشيد الأموال المتوافرة بين المقترضين عن طريق الإستمرار في فتح الحسابات وتقييد القروض الممنوحة الى مقترضين جدد، وفي فترات الإنكماش النقدي تواجه الشركات الصغيرة صعوبة أكبر من التي تواجهها الصعوبات الكبيرة في الحصول على احتياجاتها من التمويل، وحتى الشركات الكبيرة تتأثر في هذه الفترة لأن المؤسسات المالية تكون في وضع مساومة قوية معها، ويتصف السوق في هذه الفترة بأنه سوق المقرض وليس سوق المقترض[2].

ثانيا : المحددات الداخلية للهيكل المالي

يقصد بها تلك العوامل المرتبطة بالبيئة الداخلية للمؤسسة، والتي تخضع لسيطرة المؤسسة، ونذكر منها:

I. نمو وإسقرار المبيعات :

قد تتوقف درجة الرفع المالي على عامل هام جدا وهونمو وإستقرارالمبيعات، فتستطيع المنشأة التي تتمتع باسقرار في المبيعات أن تستخدم درجة عالية من الرفع المالي، فالغالب أنه لن يواجهها

[1] غازي فلاح مومني، علي محمود حسن، مرجع سبق ذكره، ص 370.

[2] نفس المرجع،ص ص 370 -371.

صعوبات في مقابلة إلتزاماتها الثابتة والتقلبات المحتملة في المبيعات التي تؤدي الى زيادة مخاطر التجارية، فمثلا ظهور تقلبات كبيرة في مبيعات صناعات السلع الإستهلاكية يجعل هذه الصناعات لا تستخدم إقتراض كبير، ومن الناحية الأخرى تعتبر مبيعات المنافع العامة أكثر إستقرار، لذلك فإنها تستخدم الإقتراض بدرجة كبيرة لتمويل أصولها، كذلك النموالمتوقع للمبيعات يؤثر على درجة الرفع، فتؤدي الزيادة المتوقعة في النموالى زيادة التمويل الخارجي، ويعتبر القرض أكثر مصادر التمويل الخارجي رخصا ونفعا[1].

II. التحكم أو السيطرة:

يؤثر التمويل بالإقتراض على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة ما يمكنه من التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، فالإدارة اذا كانت في حالة سيطرة تصويتية في المؤسسة ولا يسمح لها بشراء أي أسهم، فسوف تفضل إستخدام القروض في تمويل الإستثمارات الجديدة، لأن إصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على المؤسسة، وفي حالة إتسم الوضع المالي للمؤسسة بالضعف فسوف تصدر أسهم جديدة خوفا من مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها ومن ثم التعرض الى الإفلاس الأمر الذي قد يعرض أفراد الإدارة الحالية ألى فقدان وظائفهم في المؤسسة، وكذلك تخفيض الإعتماد على القروض قد يعرض المؤسسة الى مخاطر الإستحواذ والإستيلاء عليها من طرف مستثمرين آخرين. وبالتالي فإن لمعيار السيطرة تأثيرا على شكل الهيكل المالي للمؤسسة[2].

III. الملائمة:

بمعنى أن تكون الأموال التي يحصل عليها المشروع مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة ومتماشية مع طبيعتها. وكقاعدة عامة ينبغي تمويل الأصول الدائمة عن طريق القروض طويلة الأجل وأموال الملكية ويرجع ذلك الى فكرة أن الأصول الثابتة تستمر لتقديم خدماتها لفترة زمنية طويلة. وعلى هذا فإنه لتحقيق هيكل مالي مناسب يتعين تمويل الأصول المتداولة (المؤقتة) عن طريق الإقتراض قصير الأجل، الأصول الثابتة والدائمة عن طريق الأقتراض طويل الأجل وأموال الملكية[3].

[1] سمير محمد عبد العزيز،**التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية**، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية،1997، ص323.
[2] أنفال حدة خبيزة،**تأثير الهيكل المالي على أستراتيجية المؤسسة الصناعية**، مذكرة ماجستر في العلوم الإقتصادية، جمعة بسكرة،2011-2012،ص8.
[3] سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره،ص 252.

IV. المرونة:

وتعني توفير القدرة للمشروع على تكيف هيكله المالي مع الإحتياجات التي تنشأ بتغير الظروف المحيطة به، وتتوقف درجة المرونة في الهيكل المالي للمشروع على[1]:

- شروط القروض الممنوحة للمشروع؛
- طبيعة التكاليف الثابتة بالمشروع ومرونتها؛
- الطاقة الإستعابية للمشروع على الإقتراض.

وتظهر فائدة توافر المرونة في الهيكل المالي في الآتي:

- توفير عدد من البدائل التمويلية للمشروع؛
- زيادة قوة المشروع في المساومة عند التفاو ض مع المصادر المختلفة.

تعرف ايضا بأنها قدرة المؤسسة على تعديل مصادر الأموال وفقا للتغير في حاجتها للأموال أي الملائمة بين الظروف المالية السائدة وبين مصادر الأموال[2].

V. درجة التحفظ أو جرأة الإدارة:

يجب أن يكون متخذ القرار متحفظا عند إختيار الهيكل المالي المناسب، ولكن هذا لا يعني عدم استخدام القروض أو الاستخدام الضئيل، ولكن يعني حينما تفكر في الإلتجاء إلى القروض كجزء من تمويل المشروع يعين تحليل التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل وجدولتها لمواجهة المصاريف الثابتة من أجل الحماية من خطر الإفلاس المالي، فخدمة الديون (الفائدة والسداد) ثابتة وملزمة قانونا للمشروع ويتعين دفعها حتى وإن لم تكن التدفقات النقدية في بعض السنوات كافية، وتعد جدولة التدفقات النقدية التي تبين مصادر الأموال واستخدامها أمرا ضروريا، خاصة في السنولا الأولى من التشغيل، حيث يكون الإنتاج عادة دون الطاقة الإنتاجية، ولذلك يمكن وضع التدفقات النقدية الداخلة المتوقة للمؤسسة في أسوء ظروف يتوقع أن يواجهها المشروع، وتقرير نسبة لاإقتراض في الهيكل المالي في ظل هذه الظروف[3].

[1] محمود عزت اللحام واخرون،**الإدارة المالية المعاصرة**، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن،2014، ص335.
[2] رشاد العصار وآخرون، **الإدارة والتحليل المالي**، الطبعة الأولى، دار البركة، الأردن،2007، ص195.
[3] محمود عزت اللحام وآخرون، **الإدارة المالية المعاصرة**، مرجع سابق ذكره، ص ص 335-336.

أيضا: يتميز بعض المديرين بدرجة أعلى من المغامرة والجرأة مقارنة بغيرهم حيث يعمدون إلى إستخدام الإقتراض بشكل مكثف في محأو لة منهم لرفع أرباح الشركة. ولا يؤثر هذا العامل على الهيكل المالي الفعلي، ولكن يؤثر على الهيكل المالي الذي يستهدفه المدير المالي[1].

VI. المخاطر:

تشير الدراسات المالية إلى أن المخاطر التي تواجه الإدارات المالية تزداد كلما زادت نسبة الرفع المالي، أي زيادة في مقدار الدين، مما يزيد من مخاطر التعثر المالي، ولذلك فإن القرارات المثلى من الإدارة المالية هي العمل على تقليل نسبة الرفع المالي أملا في خفض التعثر المالي، إضافة الى ذلك فإن ما يحصل عليه حملة الدين وعموما المقرضين للمؤسسة من أرباح مستقلة من العوائد المتوقعة، لا بد وأن ينعكس هذا على مقدار صافي القيمة الحالية لتلك العوائد، وانعكاسه على القيمة السوقية للمؤسسة، ولهذا فإن العلاقة بين مخاطر السوق والرفع المالي هي علاقة عكسية وسلبية[2]. وهذا ما أشارت إليه أغلب النظريات، فحسب نظرية (TOT) فإن المؤسسة ذات التقلب الكبير في الأرباح تتعرض لاحتمالات مرتفعة للإفلاس، لذلك يتوقع أن يتضمن هيكلها المالي مستوى أقل من الديون، أما من منظور نظرية (POT) فإن تقلب ربحية المؤسسة يدفعها إلى زيادة الإعتماد على التمويل الذاتي والتقليل من اللجوء الى المديونية[3].

VII.التوقيت:

يرتبط عامل التوقيت بشكل أساسي بعامل المرونة، فالتوقيت الملائم هو الذي يسمح للمؤسسة بالحصول على الأموال من مصادر تتصف بالمرونة، وهذا يعطي للمؤسسة حرية أكبر من تحديد مبلغ الأموال وفترة الحاجة إليه، وشروط الحصول عليه، كما أن التعرف على الحاجة للأموال في توقيت سليم يسمح للمؤسسة بالحديث عن المصادر البديلة والمفاضلة بينها لإختيار أفضلها[4].

VIII. التدفقات النقدية:

إن أستقرار التدفقات النقدية وفقا للدورة النقدية للمؤسسة يمكن من التخطيط الجيد لسداد الالتزامات المستحقة للدائنين في مواعيدها، ويرتبط استقرار التدفقات النقدية إرتباطا وثيقا بتحديد المقدار الأمثل من

[1] الإيجار. 51، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص387.

[2] حمزة الزبيدي،وحسين سلامة، **إختبار بعض العوامل المحددة لهياكل رأس المال**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الإقتصاد والإدارة، العدد1، 2014،ص 35.

[3] قصي علي عمار،**العوامل المحددة لقرار الهيكل المالي في شركات امساهمة العامة دراسة ميدانية على الشركات الخاضعة لإشراف هيئة الأو راق والأسواق المالية السورية للفترة (2007-2011)**، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، جامعة تشرين اللاذقية، سوريا، العدد2016،03، ص75.

[4] خلفي صبرينة، مرجع سبق ذكره، ص 34.

القروض التي ينتج عنه الوضع الأمثل لحمة الأسهم، هذا يستلزم تحليل التدفق النقدي لمعرفة التدفقات النقدية الخارجية المترتبة على أعباء خدمة القرض، وما مدى قدرة التدفقات الداخلة على تغطيتها، وذلك لتجنب الوقوع في دائرة العسر المالي[1].

IX. سيولة الأصول:

ترجع اهميته في تحديد استحقاقات الدين، وكذلك نسبة الديون في هيكل التمويل، إذ أنه كلما زادت درجة سيولة الأصول كلما أمكن الإعتماد على القروض بنسبة أكبر لأنه كلما كانت الأصول أقل سيولة كلما كانت أقل مرونة في خدمة القرض. هذا بالإضافة الى مدى سهولة أو صعوبة رهن الأصل اي إذا كانت الأصول المتاحة للمؤسسة تصلح لأستخدامها كضمان للأصل[2].

X. الربحية:

إختلفت النظريات المالية في تفسيرها لتأثير ربحية المؤسسات في الهيكل المالي حيث نجد أن نظرية التبادل تؤكد وجود أثر إيجابي بين الربحية ونسبة الدين، فالمؤسسات التي لها نسبة ربحية عالية لها القدرة على زيادة نسبة الدين، ومن ناحية أخرى نجد أن (Myer.1984) اقترح أن يتم التمويل بالأرباح المحتجزةأولا ثم بالدين، ومن ثم التمويل بالملكية، من هذا المنطق فإن هناك أثرا سلبيا بين الربحية ونسبة الدين، أي أن الربحية العالية تتضمن أعتمادا أكثر في التمويل على الأموال الداخلية واستعمالا أقل للدين. وإن الأرباح قبل الفوائد والضرائب نسبة الى إجمالي الأصول بالمؤسسة تعتبر المتغير الذي يكون مستخدما لقياس قدرة المؤسسة على توليد أموال داخلية[3].

XI. حجم المؤسسة:

يؤثر حجم المؤسسة على نسبة الإقتراض في تشكيلة الهيكل المالي، حيث تنخفض إحتمالات الإفلاس في المؤسسات كبيرة الحجم مقارنة بالمؤسسات صغيرة الحجم. إن حجم المؤسسة يلعب دورا كبيرا في مقدرتها على الإقتراض أو الإعتماد على المصادر الداخلية، فالحجم يظهر ضمن العوامل التي لها أثر على نسبة الإستدانة وهوالسبب الذي يجعل المؤسسة الصغيرة تتجه أكثر ألى الإقتراض قصير

[1] خلفي صبرينة، مرجع سبق ذكره، ص 34.
[2] أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 9.
[3] غازي فلاح مومني، علي محمود حسن، مرجع سبق ذكره، ص 369.

الأجل[1]. أما ما يدفع المؤسسات كبيرة الحجم الى التنوع أنها تتعرض لدرجة مخاطر أقل وهوما يخلق لديها الدافع لزيادة الأموال المقترضة[2].

المطلب الثالث: مكونات الهيكل المالي

يقصد بمكونات الهيكل المالي مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة، وتبعا لمعياري الملكية والمدة تنقسم مصادر التمويل الى مصادر تمويل قصيرة الأجل، مصادر تمويل متوسطة الأجل، مصادر تمويل طويلة الأجل.

أولا: مصادر التمويل قصيرة الأجل

تلعب مصادر التمويل قصيرة الأجل دورا هاما في استمرارية النشاط وتوسيعه بالمؤسسات، حيث تعمل على مواجهة العمليات التشغيلية الجارية وضمان السر الحسن لدورة الاستغلال عن طريق تغطية جزء كبير من عناصر الأصول المتدأو لة، وتتمثل مصادر التمويل قصيرة الأجل في مجموعة الالتزامات التي لا تتجاوز فترة استحقاقها سنة واحدة، وتنقسم هذه المصادر إلى نوعين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي.

I. الإئتمان التجاري

1. تعريف:

يعرف الإئتمان التجاري على أنه: إئتمان قصير الأجل يمنحه المورد لزبونه عندما يقوم هذا الأخير بشراء السلع والمواد الضرورية لنشاطه، ويتجسد يتجسد من خلال مهلة للتسديد قد تصل أحيانا إلى تسعين(90)يوما أو تتجأو ز، وذلك حسب سمعة المؤسسة في السوق، وطبيعة العلاقة في السوق، وطبيعة العلاقة بين المورد والزبون[3].

تستعمل المؤسسة هذا النوع من الإئتمان قصير الأجل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل في تمويل الإحتياجات الدورية. كما تعتمد المؤسسة على هذا النوع من التمويل عندما تكون غير قادرة على الحصول على مصادر التمويل الأخرى كالقروض المصرفية قصيرة الأجل، بل قد يكون مصدر التمويل الوحيد المتاح لبعض المؤسسات الناشئة وصغيرة الحجم.

---

[1] فضيلة رمضاني، **المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات اختيار التمويل الأمثل**، مذكرة ماجستر في علوم التسيير، جامعة الجزائر2013،03-2014،ص83.

[2] نجمة بوفليسي، **العوامل المحددة لهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية**، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية العدد12، 216، جامعة 20أو ت1955، سكيكدة، ص 343.

[3] محمد صالح الحنأو ي، ابراهيم اسماعيل سلطان،**الإدارة المالية والتمويل**، الدار الجامعية، الإسكندرية،1999،ص293.

2. أشكال الإئتمان التجاري:

للإئتمان التجاري عدة أشكال سنركز على ثلاثة منها وهي :

أ. الحساب الجاري:

وهو من أسهل أشكال الإئتمان التجاري كونه يتميز بالبساطة وعدم تعقيد الإجراءات الخاصة بمنحه، إذ يتم منح الإئتمان بعد التأكد من توفر الحساب الجاري لدى العميل، وكونه يتمتع بسمعة جيدة في السوق وقدرة على التسديد[1]، ويطلق عليه بالحساب المفتوح.

ب. السحب:

هو مطالبة بدفع ثمن البضاعة يوجهه البائع للمشيري ويستخدم في حالات التصدير، وقد يكون سحبا بالإطلاع أي يستحق بمجرد رؤية المشتري له، وقد يكون سحبا زمنيا أي يستحق بعد فترة محددة من تاريخ رؤية المشتري له، حيث يكتب المشتري عليه كلمة مقبول ويضع التاريخ والتوقيع ويصبح إسم السحب عند ذلك مقبولا ويمكن خصمه كالكمبيالة تماما[2].

ت. أو راق الدفع أو الكمبيالات:

هذا النوع من الإئتمان يتم استخدامه عندما تكون الثقة بين المنشأتين غير متوفرة، ويتطلب هذا الأسلوب إجراءات أكثر رسمية، حيث أن هذه الأوراق يمكن خصمها لدى المصارف قبل موعد إستحقاقها[3].

II. الإئتمان المصرفي

1. تعريف:

يقصد بالإئتمان المصرفي في هذا الصدد القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المنشأة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الإئتمان في المرتبة الثانية بعد الإتمان التجاري، وذلك من حيث درجة إعتماد المنشأة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل[4].

---

[1] دريد كامل آل شبيب،**مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**،الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2007، ص221.

[2] طارق الحاج، **مبادئ التمويل**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع الأردن، ص37-38.

[3] عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية، النظرية والتطبيق**، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2007، ص347.

[4] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية،مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث،الإسكندرية،2007، ص529.

2. أشكال الإئتمان المصرفي:

يمكن تصنيف القروض المصرفية قصيرة الأجل التي تقدمها البنوك التجارية لعملائها إلى[1]:

- **تسهيلات الصندوق:**

وهي عبارة عن قروض تمنح لتخفيف صعوبات السيولة المؤقتة أو القصيرة جدا، التي تواجهها المؤسسة والناجمة عن تأخر تحصيل الإيرادات عن إستحقاق النفقات، وعادة ما يتم اللجوء إلى مثل هذه القروض في فترات معينة كنهاية الشهر مثلا، كما لا تتجاوز مدتها الزمنية بضعة أيام فقط من الشهر.

- **السحب عن المكشوف:**

يعني السماح للعميل بسحب مبلغ مالي يزيد عن رصيد حسابه الجاري، وذلك لتغطية العجز المؤقت الناجم عن عدم كفاية رأس المال العامل لمواجهة نموالاحتياجات فيه، ويفرض البنك فائدة على العميل خلال الفترة التي تسحب فيها مبالغ تفوق رصيد الدائن في الحساب الجاري، ويتوقف حساب الفائدة بمجرد عودة الرصيد.

- **قرض موسم:**

وهو قرض على الحساب الجاري، قد يمتد إلى أكثر من تسعة أشهروينشأ عندما يقوم البنك بتمويل نشاط موسمي لمؤسسة معينة، فالمؤسسة تتحمل تكاليف خلال فترة الإنتاج ولا تتحصل على الإيرادات إلا بعدما تقوم ببيع ذلك الإنتاج في فترات لاحقة.

- **قروض الربط:**

وهوعبارة عن قرض يمنح للمؤسسة لمواجهة السيولة المطلوبة لتمويل عملية مالية في الغالب بحيث يكون تحقيقها شبه مؤكد ولكنه مؤجل فقط لأسباب خارجية، ويهدف هذا النوع من القروض إلى إستفادة المؤسسة من القروض المتاحة أمامها في انتظار تحقيق العملية المالية.

3. الفرق بين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي:

يمكن إعطاء بعض الفروقات بين الإئتمان التجاري والإئتمان المصرفي[2]:

[1] رضا صاحب، أبوحامد، **إداروالمصارف (مدخل تحليلي كمي)**، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2002، ص ص 289-299.

[2] طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص ص 52-53.

أ. من حيث التكلفة:

تبين مما سبق إرتفاع تكلفة الإئتمان التجاري حالة عدم الإستفادة من الخصم، عن الإئتمان المصرفي.

ب. من حيث السهولة واليسر:

الحصول على الائتمان التجاري أسهل من الحصول على الإئتمان المصرفي، إذ لا يحتاج الإئتمان التجاري إلى تقديم طلبات، كما لا يحتاج إلى تحليل ودراسة وضع العميل، كما أنه في حالة الإئتمان التجاري قد يعطي الدائن للمدين مهلة أخرى للسداد إذا لم يتمكن من السداد في الوقت المتفق عليه.

بالمقابل نجد الائتمان المصرفي يتطلب تقديم طلبات إلى البنك للحصول عليه، ويتم فحص هذه الطلبات وتحليل المركز المالي للعميل ووضعه كما أن البنك لا يعطي مهلة تسديد للعميل الذي لا يتمكن من الدفع في الموعد وإذا تم إعطاءه هذه المهلة البنك يحسب عليه فوائد تأخير.

ت. من حيث المرونة:

تفسرالمرونة بإمكانية المقترض الحصول على أموال نقدية تمكنه من تمويل عملياته الجارية من شراء بضاعة وسداد أثمان بضاعة للحصول على الخصم النقدي أو دفع مصاريف تشغيلية، وهذا ممكن حالة الإئتمان المصرفي. أما الإئتمان التجاري فيتم على شكل تقديم بضاعة، فالمرونة هنا أقل ولكنها تتحقق لأنه يمكن للمدين استخدام أصوله (ومنه البضاعة) في الحصول على قروض أخرى، وتتحقق المرونة في الائتمان التجاري في أنه لا يتطلب تقديم ضمانات في الغالب.

ث. من حيث الضمانات:

يتطلب الإئتمان المصرفي غالبا أن يقدم المقترض ضمانات للبنك، في حين لا يتطلب الإئتمان التجاري في الغالب هذه الضمانات.

ثانيا: مصادر التمويل متوسطة الأجل

تنشأ الحاجة إلى هذا النوع من التمويل عندما تضع المؤسسة في خطتها القيام بعمل توسعات أو تحسينات على موجوداتها الثابتة، لتطوير المنتجات وتخفيض تكلفة إنتاجها خلال مدة تترأو ح عادة بين سنة وخمس سنوات، فهذا النوع من التمويل يستعمل غالبا في الحصول على معدات وتجهيزات الإنتاج، ويصنف إلى:

I. القروض المباشرة متوسطة الأجل

تمثل القروض 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 لشروط الاتفاق ما بين المؤسسة وما بين المقرض وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وأسلوب السداد، تحصل المؤسسات على هذا النوع من القروض من المؤسسات المالية كالبنوك أو شركات التأمين أو بعض الهيئات العامة[1].

يتميز هذا النوع من الإقتراض بالمزايا التالية[2]:

1. السرعة:

نظرا لأن عملية التمويل تنتج عن مفأو ضات مباشرة ما بين المقرض والمقترض فإن الإجراءات الرسمية تكون محدودة للغاية، وبالتالي تحصل المؤسسة على احتياجاتها المالية بسرعة.

2. المرونة:

في حالة حدوث أي تغيرات في الظروف الإقتصادية المحيطة بالمؤسسة يمكن الاتفاق المباشر مع المقترض بتغيير بنود التعاقد وهوأمر يصعب تحقيقه في حالة الأنواع الأخرى من مصادر التمويل طويلة الأجل.

II. لتمويل بالإستئجار

1. تعريف:

تشير عملية الاستئجار إلى "اتفاق بين مؤسستين بحيث تقوم المؤسسة المستأجرة باستخدام أحد الأصول المملوكة للمؤسسة الأخرى، وذلك لمدة سنة أو أكثر في مقابل التزامها بدفع مبلغ معين، ووفقا لهذا الأسلوب تستطيع المؤسسة المستأجرة أن تستفيد من خدمات الأصل الذي تحتاج إليه لفترة زمنية معينة دون الحاجة لشرائه"[3].

[1] محمد صالح الحنأو ي وآخرون، **الإدارة المالية والتمويل**، مرجع سابق، ص334.
[2] نفس المرجع، ص335.
[3] مصطفى نهال فريد، **مبادئ وأساسيات الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر،2003،ص264.

2. أشكال الإستئجار:

يتخذ التمويل بالإستئجار أشكالا عديدة وفيما يلي توضيحا لهذه الأشكال:

أ. التأجير التشغيلي:

يطلق على هذا النوع من التأجير أحيانا تأجير الخدمات لأنه يوفر للمؤسسة خدمتي التمويل والصيانة، أي هو استئجار خدمات الأصل دون أن ينتهي ذلك بتملكه ولا تكون عقود التأجير دائمية بل من حق المستأجر إنهاء عقد الإيجار قبل انتهاء مدته. وعادة تكون فترة الإيجار لمدة أقل من العمر الاقتصادي للأصل وهذا يمنح المستأجر المرونة في إحلال أصول أحدث تقنية وتطور في أعماله المستقبلية، ومن الأمثلة على هذا النوع من التأجير، الآلات ،المعدات الثقيلة، السيارات والكومبيوتر ومعدات الصناعة، ويكون المؤجر مسؤولا عن التأمين على الأصل ودفع الضرائب المستحقة وصيانته[1].ويتوقع أن يستعيد المؤجر تكاليفه من خلال تجديد عقد التأجير لجهة أخرى لأن الدفعة الأولى لا تكون كافية لتغطية تكاليفه، ويأمل المؤجر أن يسترد هذه التكاليف من تكرار عملية التأجير أو من خلال بيع الأصل بعد إنتهاء فترة الإيجار[2].

ب. التأجير التمويلي:

هوعقد يسمح بموجبه المؤجر للمستأجر باستعمال معدات أو تجهيزات خاصة مقابل إلتزام هذا الأخير بدفعات إستأجار متتالية خلال مدة العقد، وهوعبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو مؤسسة تأجير مؤهلة قانونا لذلك بوضع آلات ومعدات أو أي أصول مادية اخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عنها ويتم التسديد على أقساط يتفق عليها ويسمى ثمن الإيجار[3].

وبموجبه تحصل المؤسسة المستأجرة على الأصول المطلوبة مقابل التعهد بدفع دفعات تسديد تغطي تكلفة الأصل الكلية، بالإضافة إلى نسبة فائدة معينة إلى الجهة المؤجرة[4].

وهو يختلف كثيرا عن الاستئجار التشغيلي من الجوانب التالية:

---

[1] دريد كامل آل شهيب، **مبادئ الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان،الأردن،2004، ص 412.

[2] عاطف وليم أندرأو س، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، الطبعة الأولى،دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر،2006، ص 389.

[3] عبد الكريم بوحادرة، **أثر إختيار الهيكل المالي على المؤسسة : دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم**، رسالة ماجستر، كلية العلوم الإقتصادية،تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر،2012، ص18.

[4] عاطف وليم أندرأو س، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، مرجع سابق، ص388 .

- أنه لا يوفر خدمات الصيانة.
- إن عقود الإستئجار المالي لا يمكن إلغائها.
- إن مدفوعات الإيجار تغطي بالكامل قيمة الأصول المستأجرة، بمعنى إن إجمالي الإيرادات التي يتلقاها المؤجر تكون مسأو ية للقيمة الكلية للأصول المستأجرة إلى جانب معدل عائد للاستثمار على هذه الأصول.
- يستمر هذا العقد طول الحياة النافعة للأصل.
- يدفع المستأجر تكاليف التأمين والضرائب إذا كان الأصل عقارا.
- ينتهي هذا العقد بتملك المستأجر للأصل المؤجر.

ت. البيع والإستئجار:

وفقا لأسلوب البيع والاستئجار، تقوم المؤسسة التي تتملك أصولها ببيعها ثم تعقد اتفاقا في نفس الوقت باستئجارهذه الأصول لمدة معينة، ويمكن أن يكون مشتري الأصول شركة تأمين أو بنك تجاري أو شركة متخصصة في التأجير أو أي مستثمر آخر، ويمثل هذا النوع من التمويل بديلا جيدا للقروض المضمونة بأصول، وتتلقى المؤسسة المستأجرة - التي تقوم ببيع أصولها - قيمة الأصول من المؤسسة المشترية وفي الوقت نفسه تقوم باستئجارها وتظل تستخدمها كما لوأنها اقترضت هذه الأصول، وفي ظل هذا الأسلوب يتم تحديد قيمة مصروفات الإيجار بشكل يمكن من خلاله استرجاع ثمن شراء الأصل للمؤسسة المؤجرة، في الوقت الذي يمثل فيه الإيجار أيضا بالنسبة لها معدلا للعائد على الاستثمار، فيما يمثل بالنسبة للمؤسسة المستأجرة تكفة للأموال[1].

مما تقدم يلاحظ أن هناك فارقا بسيطا بين التأجير المالي والبيع وإعادة الاستئجار، هو أن المعدات في حالة التأجير المالي غالبا ما تكون جديدة ويتم شراؤها من المنتج، أما في حالة البيع وإعادة الاستئجار فيتم شراء الأصل من المستأجر نفسه.

ويمكن اعتبار أسلوب البيع والاستئجار بمثابة صورة خاصة من صور التأجير المالي.

3. أسباب اللجوء إلى الاستئجار:

تلجأ المؤسسات للإستئجار لأسباب عديدة نتعرف على بعضها في ما يلي[2]:

[1] نفس المرجع، ص 388.
[2] محمد صالح الحنأو ي وآخرون، **الإدارة المالية**، مرجع سابق، ص ص 339-340.

أ. مقابلة الاحتياجات المؤقتة:

تحتاج المؤسسات في حالات عديدة إلى استخدام بعض الأصول لفترات قصيرة أو لأداء أغراض محددة (الحاجة إلى سيارة لنقل بعض المعدات عند الانتقال إلى المبنى الإداري الجديد مثلا).

ب. توفير خدمات الصيانة:

في بعض اتفاقيات الاستئجار يقوم المؤجر بصيانة وخدمة الأصل مما يخفف من الأعباء الملقاة على عاتق المستأجر، هذا بالإضافة إلى أن بعض المؤسسات المتخصصة في تأجير الأصول تمتلك وسائل صيانة وعمالة مدربة على جانب كبير من الكفاءة والفعالية مما يعني حصول المستأجر على خدمة مميزة يعجز عن توفيرها بنفسه.

ت. المزايا الضريبية:

يحقق كل من المؤجر والمستأجر مزايا الضريبية كنتيجة لعملية الاستئجار حيث أن أقساط الاستئجار، تعتبر مثلها مثل الفائدة على الضريبة من المصروفات التي تخصم من الإيراد قبل سداد الضريبة.

ث. الاستئجار يؤثر على الربح المحاسبي:

يساعد الاستئجار على إظهار كل من الميزانية العمومية وقائمة الدخل أفضل من الحقيقة، من خلال زيادة الربح المحاسبي أو تقليل القيمة الدفترية للأصول أو كلاهما.

ج. الاحتفاظ برأس المال:

يمكن الاستئجار من احتفاظ المؤسسة بأموالها واستخدامها في استثمارات بديلة طالما أنها تحصل على خدمات الأصل الذي تحتاج إليه دون الحاجة إلى الشراء.

ح. تجنب النفقات والإجراءات المرتبطة بالإنفاق الرأسمالي:

إن حصول المؤسسة على الأصل الذي تحتاج إليه عن طريق الاستئجار، يمكن من تجنب كافة النفقات المرتبطة بعملية تحليل وتقييم فرص الإنفاق الرأسمالي المتاحة، كما يمكن من تجنب الإجراءات اللازمة للحصول على الموافقات الضرورية لإتمام عملية شراء الأصل وبصفة خاصة في المشروعات

العامة، حيث يتطلب الأمر الحصول على موافقة بعض الهيئات الحكومية الرقابية قبل القيام بأي إنفاق رأسمالي يتميز بكبر حجم الأموال الموظفة فيه.

ثالثا:مصادر تمويل طويلة الأجل

تلجأ المؤسسة إلى التمويل طويل الأجل لتمويل مختلف عمليات الاستثمار التي تقوم بها، كاقتناء التجهيزات والآلات...الخ، وتعتبر مصادر التمويل الطويلة الأجل المكمل للهيكل المالي فهي تمثل مكونات ما يعرف بهيكل رأس المال، وتصنف إلى قسمين أساسيين هما الأموال الخاصة (الأموال المملوكة) والأموال المقترضة طويلة الأجل.

I. الأموال الخاصة

تتكون الأموال الخاصة من مصادر تمويل طويلة الأجل وتتمثل في:

1. الأسهم العادية:

يمثل هذا النوع من الأسهم مقدار الإشتراك في رأس مال المؤسسة المساهمة، أي هو المقدار المملوك من رأس مال المؤسسة. بذلك يقسم راس المال إلى أجزاء متسأو ية يسمى كل جزء سهم[1].

أ. تعريف الأسهم العادية:

هي "صك ملكية يعطي لحامله الحق في الحصول على توزيعات إذا ما حققت المؤسسة أرباحا، وقررت الإدارة توزيعها كلها أو جزء منها، غير أنه ليس من حق حامل السهم مطالبة المؤسسة النشاط"[2].

وبالتالي فحملة الأسهم العادية ما هم إلا مالكين للمؤسسة، وصك الملكية هذا له ثلاث قيم هي :

- **القيمة الاسمية:** تتمثل في القيمة التي اصدر بها السهم وعادة ينص عليها عقد التأسيس للمؤسسة.
- **القيمة السوقية:** هي القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس.
- **القيمة الدفترية:** هي القيمة التي يستحقها السهم من واقع السجلات الحسابية للمؤسسة، وتحسب القيمة الدفترية بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم.

[1] إلهام حمزأو ي،أمال ساقة، مرجع سابق، ص 16.
[2] منير إبراهيم هندي، **أدوات الاستثمار في سوق رأس المال**، مكتب العربي الحديث، مصر، 1999، ص 345.

القيمة الدفترية= حقوق الملكية/ عدد الأسهم العادية المصدرة

ب. حقوق المساهمين العاديين:

إن الحقوق التي سيتمتع بها المساهمون (المالكون) موضحة في القانون الأساسي للمؤسسة، وبطبيعة الحال في إطار القوانين السارية المفعول في الدولة التي تستقر فيها المؤسسة، من أهم هذه الحقوق ما يلي[1]:

- **حق التصويت:** إن المساهمين ودائما باعتبارهم ملاك المؤسسة، لهم الحق في اختيار الطاقم الإداري الذي سيقود مؤسستهم في سوق عادة ما تسودها المنافسة الحادة يتم ذلك بالتصويت على أعضاء مجلس الإدارة، على أساس أن لكل منهم صوت.

أي أن الأسهم العادية عبارة عن وسيلة للسيطرة على المؤسسة والتحكم بها.

- **الحق في الأرباح الموزعة:**

يحق للمساهمين باعتبارهم ملاك الشركة الحصول على جزء من الأرباح التي حققتها شركتهم، وهوأحد الأهداف الهامة، أي تحقيق الأرباح على المستثمرات التي قاموا بها، تمتاز هذه الأرباح بالتغير حسب النتيجة المحققة من قبل المؤسسة، من جهة كما أن المؤسسة من جهة، كما أن المؤسسة غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنويا من جهة أخرى، فقط تحتفظ بجزء أو بكل الأرباح المحققة.

- **حق الأولوية في الإكتتاب:**

بمجرد إصدار أسهم عادية جديدة أو أو راق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، فإن للمساهمين العاديين القدامى الأولوية في شرائها بنسبة ما يمتلكونه من أسهم قديمة.

- **حق حضور الجمعيات العامة:**

هذه الجمعيات قد تكون عادية أو طارئة، للمساهم العادي الحق في حضور النوعين معا، وتنعقد الجمعيات العادية غالبا كل سنة وذلك للمصادقة على الحسابات الختامية للمؤسسة،تخصيص النتائج وكذا مناقشة قضية توزيع الأرباح وبذلك يمكن للمساهمين المشاركة في تسيير المؤسسة.

[1] جبار محفوظ، **الأو راق المالية المتدأو لة في البورصات والأسواق المالية**، الجزء الثاني الطبعة الأولى، دار هو مة، الجزائر،2002، ص ص 16-32.

تجتمع الجمعيات العامة الطارئة متى اقتضى الأمر ذلك، خاصة عند إجراء تعديل على القانون الأساسي للمؤسسة، رفع رأسمالها...الخ، لكل مساهم ثقل في اتخاذ القرارات وتوجيه المؤسسة بمقدار ما يملكه من أسهم.

- **حق البيع والشراء:**

يحق لحملة الأسهم العادية بيع أو شراء المزيد من الأسهم كما يجز لهم المطالبة بأو لوية في حالة إصدار أسهم جديدة.

- **حق الإطلاع على وثائق المؤسسة:**

للمساهمين العاديين الحق في الاطلاع على وثائق المؤسسة متى أرادوا ومتى كان ذلك ضروريا، خاصة الوثائق المحاسبية وقائمة المساهمين الآخرين وإذا ما رفضت الإدارة ذلك يمكن للمساهم أو المساهمين طلب ذلك عن طريق المحكمة.

- **حق المساهمة في موجودات المؤسسة بعد التصفية:**

تصفى المؤسسات لعدة أسباب كمغادرة المؤسسة محل التصفية للنشاط نهائيا أو لعجزها عن تسديد ديونها، عندئذ تقوم ببيع أصولها وتسدد ما عليها من ديون، ثم تدفع نصيب حملة العاديين.

من خلال ما سبق نستخلص أن الأسهم العادية هي وسيلة هامة من وسائل التمويل طويلة الأجل التي يمكن للمؤسسات أو شركات المساهمة استعمالها وفقا للقانون الأساسي لكل منها، فهي لا تتوفر على تاريخ استحقاق وبالتالي فأي مساهم يريد الحصول على أمواله المستثمرة في أسهم عادية عليه برجع للبورصة لبيع أسهمه لمستثمر آخر واسترجاع أمواله دون الرجوع إلى المؤسسة المصدرة،لهذا تعتبر الأسهم العادية من الأموال الخاصة الدائمة في المؤسسة.

2. **الأسهم الممتازة:**

أ. تعريف الأسهم الممتازة:

تمثل الأسهم الممتازة سند الملكية حيث أن هذه الأسهم تجمع بعض خصائص الأسهم العادية والسندات[1]، فهي تشبه الأسهم العادية في كونها حصة في رأس المال المؤسسة، في حالة توزيع الأرباح

[1] محمد صالح الحنأو ي وآخرون، **الإدارة المالية والتمويل**، مرجع سابق، ص 404.

يحق لمالكها المطالبة بحقها، ونسبة السندات في أن لها أرباحا محددة، أيضا لا يحق لحملة الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت مثل التصفية[1].

ب. حقوق حملت الأسهم الممتازة:

إن الأسهم الممتازة تشبه الأسهم العادية من حيث أن حصول أصحابها على العائد على وجود الأرباح وأيضا اتخاذ القرار بتوزيعها، لنتعرف عى بعض الحقوق[2]:

- لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر المؤسسة المصدرة توزيعها.
- غالبا ما يضع نظام المؤسسة المصدرة حدا أقصى لمقدار ما يوزع من الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة.
- لا يتمتع أصحاب الأسهم الممتازة بحق التصويت بشكل دائم.
- تتمتع الأسهم الممتازة بالأولوية في استرداد قيمتها (أو جزء من هذه القيمة) في حالة تصفية المؤسسة المصدرة.

تلجأ المؤسسات للتمويل عن طريق الأسهم الممتازة في عدة حالات أهمها[3]:

- إذا كانت تكلفتها أقل من تكلفة الأسهم العادية، لاسيما أن هذه الأسهم الممتازة تحصل على عوائد ثابتة في حال تحقيقها .
- عندما لا تتمكن المؤسسة من طرح السندات أو الحصول على قروض من المؤسسات المالية المختلفة .
- في حالة عدم إمكانية حصول المؤسسة على القروض من المؤسسات المالية نظرا لارتفاع مديونتها أو ارتفاع معدلات الفائدة في السوق المالي.

ت. التمويل الذاتي:

يعتبر التمويل الذاتي للمؤسسة على أنه مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى الخارج، أي مصدرها ناتج عن دورة استغلال المؤسسة.

---

[1] عبد أو هاب يوسف أحمد، **التمويل وإدارة المؤسسات المالية**، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص86.

[2] مروان عطوى، **الأسواق النقدية والمالية...في عالم النقد والمال**،الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية،بن عكنون،الجزائر،2008، ص 85.

[3] علي عباس، **الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2008، ص280.

أ. تعريف:

يعرف التمويل الذاتي على أنه "الفائض النقدي الصافي المتاح للمؤسسة بعد توزيع الأرباح، ويعني الجزء المتاح للقدرة على التمويل الذاتي"[1].

ب. مكوناته:

باعتباره موردا ماليا سنويا متجددا، فإنه يتكون من العناصر الآتية الاهتلاكات، المؤونات والأرباح المحتجزة. فالتمويل الذاتي يحسب بالعلاقة الآتية:

التمويل الذاتي = الاهتلاكات+المؤونات ذات الطابع الاحتياطي+الأرباح المحتجزة

- **الإهتلاكات:**
  - **تعريف الإهتلاكات:**

تعرف الإهتلاكات على أنها عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول، ناتج عن إستعماله بمرور الزمن أو عن تطور التكنولوجيا أو آثار أخرى[2].

فهي تمثل عنصر رئيسي في التمويل الداخلي أو الذاتي للمؤسسة، وهي التي تمثل قيمة التدني السنوي لإستثمارات المؤسسة فهي مخصصات لتعويض أصولها مستقبلا، وقد يتدخل المشرع في بعض الحالات لتمييز هذا النوع من التمويل أو لحفظه من آثار هبوط الاهتلاك[3].

  - **كيفية التمويل عن طريق الاهتلاك:**

يمكن أن نقول بأن الاهتلاك عبارة عن مقياس للنقص الذي يحدث لقيمة الأصل الثابت عبر الزمن، ويعوض الاهتلاك نقص القيمة الناشئ عن الاستعمال لحجزه جزء من الأرباح يعادل هذا النقص، بحيث يبقى رأس المال ثابتا بقيمته الأصلية لعدم توزيع أرباح وهمية وكذلك يخصص الاهتلاك لمواجهة خسائر واقعة ويسجل قبل الوصول إلى نتيجة الدورة. حيث توجد طرق لحساب الاهتلاك وذلك بطرق مختلفة كل واحدة تهدف إلى تلائم إستعمال إقتصاد المؤسسة، ومن هذه الطرق نجد[4]:

---

[1] الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص 151 .

[2] ناصر دادي عدون،**تقنيات مراقبة التسيير(تحليل مالي)**، الطبعة الأولى،مطبعة دار البعث،الجزائر،1990، ص 27.

[3] Jacques Masson, La gestion financière des entreprises, première édition, presses universitaires de France, paris, France, 1974,p 143.

[4] يوسف حسين يوسف، **التمويل في المؤسسات الإقتصادية**، الطبعة الأولى دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 232.

❖ طريقة الإهتلاك الثابت:

هي عبارة عن توزيع تكلفة الاستثمار على عدة سنوات كل سنة تتحمل جزء متساوي القسط من السنوات الأخرى، ومع استبعاد قيمة البقايا المختلفة في نهاية حياته الإنتاجية، ويحسب بالطريقة التالية:

قيمة الاهتلاك= تكلفة شراء الاستثمار/عدد السنوات

❖ طريقة الإهتلاك المتناقص:

يحسب قسط الاهتلاك حسب هذه الطريقة على القيمة المحاسبية للاستثمار وليس على القيمة الأصلية، وهذا انطلاقا من تطبيق معدل اهتلاك الذي نحصل عليه عن طريق معدل الاهتلاك بطريقة القسط الثابت الموافق لمدة استعمال الاستثمار وذلك نضرب هذا المعدل في أحد المعاملات التالية:

إذا كان عمر الاستثمار : - من3الى4 سنوات يكون المعامل 1.5

- من 5الى6 سنوات يكون المعامل 2
- أكثر من 6 سنوات يكون المعامل2.5

وحسب هذه الطريقة فإن قسط الاهتلاك يتناقص كلما اقتربنا من نهاية مدة حياة الاستثمار.

❖ طريقة الإهتلاك المتزايد:

يكون مخصص الاهتلاك حسب هذه الطريقة عكس الطريقة السابقة، ضعيفا في السنوات الأخيرة حيث يكون مجمع الاهتلاك يسأو ي على الأكثر قيمة الأصل، ولم يحدد القانون الأصول التي يمكن أن تطبق عليها طريقة الاهتلاك المتزايد حيث تركت الحرية للمؤسسة في تطبيقها، إلا أنه تستعمل خاصة في الاستثمارات التي تتطلب مدة زمنية لتصل إلى الاستعمال العادي لها،والهدف من هذه الطريقة مقابلة المصاريف بالإيرادات بصفة منتظمة[1].

وحسب هذه الطريقة فإن قسط الاهتلاك يحسب من القيمة الأصلية، مع العلم أن[2] :

قسط السنة الأولى=القيمة الأصلية× رقم السنة الأولى/مجموع أرقام السنوات

قسط السنة الثانية= القيمة الأصلية× رقم السنة الثانية/مجموع أرقام السنوات

[1] ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 22.

[2] عبد الوهاب رميديي، علي سماي، **المحاسبة المالية وفق نظام مالي ومحاسبي جديد**، الطبعة الأولى،دار هو مة، الجزائر، 2001،ص 235.

قسط السنة الأخيرة= القيمة الأصلية× رقم السنة الأخيرة/مجموع أرقام السنوات

- **المؤونات:**
  - **تعريف المؤونات:**

تعرف على أنها "المؤونات أموال تقتطع من الأرباح لمواجهة الخسائر أو الأخطار المحتمل وقوعها في المستقبل، ويتم تكوين المؤونات حسب القانون الجزائري تطبيقا لمبدأ الحيطة والحذر، حيث يتم تكوين مخصصات لمواجهة النقص المحتمل في قيمة المخزونات والحقوق وكذلك لمواجهة الأخطار والتكاليف المحتمل حدوثها في المستقبل "[1].

  - **دور المؤونات في تمويل الذاتي:**

إن المؤونات التي يمكن اعتبارها كعنصر من مكونات التمويل الذاتي هي المؤونات ذات الطابع الاحتياطي فقط، أي تلك المتعلقة بالأعباء والخسائر المحتملة التي تواجهها المؤسسة عند حدوثها خلال الدورة المالية، أما إذا لم تحدث فإنها تبقى على الدوام تحت تصرف المؤسسة، حيث تفرض عليها ضرائب في نهاية السنة المالية، ويحول الجزء الباقي إلى احتياطات التي تشكل عنصرا من عناصر التمويل الذاتي[2].

- **الأرباح المحتجزة :**
  - **تعريف:**

هي عبارة عن جزء من حقوق الملكية الذي تستمده المؤسسة من ممارسة عملياتها المربحة، ويتمثل في الجزء المتبقي من الأرباح العامة بعد تجنب الاحتياطات المقررة[3].

  - **دور الأرباح المحتجزة في التمويل الذاتي:**

تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، وتمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المؤسسة أو لم تضعه كاحتياطات للمؤسسة، وتستخدم المؤسسة الأرباح

[1] محمد بوتين ،**المحاسبة العامة للمؤسسة**، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر،1994،ص 185.
[2] زوأو ي فضيلة،**تحويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر-دراسة حالة مؤسسة سونلغاز-**،رسالة ماجستير(غير منشورة) تخصص مالية مؤسسة في علوم التسيير،جامعة أحمد بوقرة، بومرداس،الجزائر، 2008-2009، ص 23.
[3] يوسف حسين يوسف، مرجع سابق، ص 228.

المحتجزة لتمويل عمليات النموالتوسع في أنشطتها، كما تستخدمها أيضا لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأموال التي لم يتم فيها تحقيق أرباح أو يتم فيها تحقيق خسارة[1].

وتعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الاقتراضية للمؤسسة.

II. أموال مقترضة

قد لا تكفي الأموال الخاصة لتلبية احتياجات المؤسسة التمويلية على المدى الطويل، فيكون اللجوء إلى الأموال المقترضة الطويلة الأجل أمرا لا مناص منه قصد ضمان تمويل الاستثمارات، وبالتالي تحقيق أهداف المؤسسة على المدى الطويل ويأخذ الاقتراض الطويل الأجل صورتين أساسيتين هما: القروض طويلة الأجل، السندات.

1. قروض طويلة الأجل:

يعد الاقتراض طويل الأجل أحد النشاطات الرئيسية للمؤسسات الاستثمارية بشتى أشكالها، وتعتبر المؤسسات المالية الطرف الوسيط بين مدخري الأموال ومستخدميها، ومن أمثلة المؤسسات المالية: البنوك التجارية، بنوك الادخار، شركات التأمين.

وبخلاف السندات تمثل القروض وسيلة التمويل عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلال انتقال الأموال من المقرض الى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما[2].

2. السندات

أ. تعريف:

"السندات هي صكوك مديونية تمثل جزء أو شبه من قروض طويلة الأجل تصدرها مؤسسات اقتصادية، والسند قابل للتسديد في تاريخ استحقاقه، ويعود على صاحبه بفوائد ثابتة أو متغيرة يتحصل عليها دوريا في تاريخ محدد"[3].

[1] عاطف وليم أندرأو س، مرجع سابق، ص 228.
[2] دريد كامل آل شهيب، **مبادئ الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان،الأردن،2004، ص 218 .
[3] أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، **اقتصاديات النقود والتمويل**، الطبعة الأولى، دار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر،2005، ص227.

يمكن اعتبار السندات بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة والمستثمر، ويقتضي هذا الاتفاق بأن يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغا محدودا ولمدة وسعر فائدة معين، والسند قابل للتدأو ل حيث يمكن بيعه وهوبذلك يحتفظ بسيولة عالية لحامله، وترتب السندات لحاملها بعض الحقوق أهمها[1]:

- لحملة السندات الحق في الحصول على الفوائد قبل دفع أي توزيعات لحملة الأسهم الممتازة والأسهم العادية.
- لحملة السندات حق الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم في حالة تصفية المؤسسة.
- تأسيا على الميزتين السابقتين تتصف السندات بانخفاض درجة المخاطر التي يتحملها حائزيها مقارنة بالمخاطر التي يتحملها حملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

ب. انواع السندات:

نظرا لتعدد الشروط والبنود التي قد يتضمنها عقد السند فقد ظهرت العديد من أنواع السندات لكي تتناسب مع الجهة المصدرة للسندات أو المستثمر المحتمل الذي يمكن أن يقتني مثل هذه السندات، ويفضل في هذه الحالة عرض لمجموعة من المعايير أو الأسس التي أسسها يتم تصنيف الأنواع المختلفة من السندات[2]:

- **السندات ذات الدخل:**

لحامل السند الحق في الحصول على فوائد بنسبة محددة من الدخل الذي تحققه المؤسسة، إلا أن هذا الحق يلغى في حالة عدم تحقيق المؤسسة لأرباحها، وعليه فهذه السندات تتشابه مع الأسهم إلى حد كبير.

- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:**

وهي السندات التي تعطي لحاملها الحق في استبدالها بعدد محدد من الأسهم العادية عند أي وقت، وفي مقابل هذه الميزة تصدر هذه السندات بأسعار فائدة أقل من السندات العادية، ويتم التحويل على ما يسمى بمعدل التحويل، وسعر التحويل. ويقصد بنسبة التحويل عدد الأسهم التي يمكن الحصول عليها في مقابل تحويل السند، فيما يعني سعر التحويل السعر الفعال المدفوع للسهم العادي من خلال تحويل السند.

[1] عاطف وليم أندرأو س، مرجع سابق، ص 380 .
[2] ضياء مجيد، **البورصات أسواق المال وأدواتها**، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر،2005، ص 33-34.

- **السندات القابلة للإستدعاء:**

يتم عادة سداد أصل السندات عند حلول تواريخ استحقاقها، غير أنه يوجد نوع من السندات يسمى السندات القابلة الاستدعاء تتيح للمؤسسة المقترضة إمكانية استدعائها، ويحدث هذا حينما تنخفض أسعار الفائدة بعد بيع السندات المصدرة، وفي هذه الحالة قد ترغب المؤسسة المصدرة للسندات في استعجال السندات أي استدعائها واستبدالها بإصدار سندات أخرى بأسعار فائدة أقل من الأسعار القديمة، وفي مقابل حق الاستدعاء، تتعهد المؤسسة المقترضة بسداد علأو ة إضافية عند الاستدعاء تضاف إلى القيمة الاسمية للسند، باعتبار أن الاستدعاء ينطوي على خطر يتعرض له حامل السند(المقرض) لأنه سيضطر بعد استدعاء السندات إلى شراء سندات أخرى تغل عوائد أقل من السندات القديمة.

- **السندات القابلة للبيع:**

تتيح هذه السندات فرصة إرجاع السندات للمؤسسة المصدرة في مقابل الحصول على نفس القيمة الاسمية، ونتيجة لتمتع هذه السندات بهذه الخاصية يكون معدل عائدها أقل من معدل العائد على السندات العادية، ويترتب على هذا النوع من السندات مزايا تعود على كل من المؤسسة المصدرة وحامل السند على حد سواء، فهي تخفض من تكلفة التمويل بالنسبة للمؤسسة المصدرة مقارنة بالسندات العادية، كما إنها توفر حماية للمستثمرين (حائزي السندات) من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة ومخاطر تدهور المركز الإئتماني للمؤسسة[1].

- **السندات المضمونة بأصول:**

عند طرح هذا النوع من السندات تقدم المنشأة بعض الأصول الخاصة بها كرهن ضمانا لحقوق حملة السندات – سواء بالنسبة لأصل القرض أو بالنسبة للفئدة – يمكن بيع الأصول المرهونة لإستيفاء حقوق المقرضين[2].

- **السندات غير المضمونة:**

هي سندات غير مضمونة بأي أصول، وترتبط أساسا بطبيعة أصول المؤسسة وقوة مركزه الائتماني، وتأسيسا على ذلك يمكن القول أن قدرة المؤسسة على إصدار هذه السندات ترتفع بزيادة ما تملكه من أصول ثابتة وبارتفاع قوة مركزها الإئتماني[1].

[1] محمد صالح الحنأو ي، طارق الشهأو ي، **الإستثمار في الأو راق المالية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2012، ص 81 .
[2] محمد صالح الحنأو ي، نهال فريد مصطفى، **الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2008، ص 250.

مما سبق يمكن تلخيص الفرق بين الأسهم والسندات فيما يلي:

جدول رقم (1-1) :أهم الفروق بين الأسهم والسندات.

نوع الفرق / طبيعة الفرق	الأسهم	السندات
-الطبيعة القانونية - الأسبقية	- تمثل ملكية الشركة - حقوق المساهم بعد حقوق حملة السندات .	- تمثل دينا على الشركة أو الحكومة . - حقوق حملة السندات الممتازة تسدد بغض النظر عن النتيجة المسجلة .
-العائد - تاريخ الإستحقاق - التصويت - إسترداد المبلغ المستثمر - حضور الجمعيات العامة	- أرباح موزعة -غير محددة - للحملة حق في التصويت والمشاركة في إدارة الشركة -لا يمكن استرداده من الشركة - لهم الحق في ذلك	- فوائد ثابتة (سموية أو نصف سنوية) . - محددة في عقد الإصدار . - ليس لهم حق في التصويت وانتخاب مجلس الإدارة . - يمكن استرداده في نهاية مدة القرض . -ليس لهم الحق .

المصدر: جبار محفوظ، **الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، دار هو مة، الجزائر،2002، ص 78.

المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي

يعتبر اختيار الهيكل المالي المناسب من أهم وأصعب المسائل التي تواجهها المؤسسة، لذا حظي هذا الموضوع باهتمام الكثير من الباحثين مما نتج عنه ظهور العديد من النظريات، حيث تنصب أغلبها حول وجود هيكل مالي أمثل، والذي يقصد به مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

وتقسم نظريات الهيكل المالي الى نظريات تقليدية ونظريات حديثة.

[1] ضياء مجيد، **البورصات أسواق المال وأدواتها**، مرجع سابق، ص ص 33-34.

المطلب الأول: نظريات الهيكل المالي التقليدية

قامت النظريات الكلاسيكية على فرضيات غير واقعية في مجملها رغم ذلك تعتبر هذه النظريات خاصة نظرية موديكلياني وميلر 1958 القاعدة الأساسية لدراسة الهيكلة المالية في المؤسسات.

أولا : مدخل صافي الربح

يرى مؤيدوا هذا المدخل أن الإختلاف في تكلفة مصادر التمويل التي تشكل الهيكلة المالية سوف تتيح الفرصة للمؤسسة من خلال تغير نسبة الرفع المالي إلى زيادة مساهمة التمويل بالديون ذات الفائدة الأقل على حساب مساهمة التمويل بالأموال الخاصة ذات التكلفة الأكبر. أي أن مؤيدوهذا المدخل يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة رأس المال من خلال التغير في نسبة الرفع المالي، فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاضا في تكلفة الأموال مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة[1].

ويرتكز مدخل صافي الربح عمى الأسس التالية [2]:

I. بالنسبة لأصحاب هذا المدخل فإن تكلفة الإستدانة KDوتكلفة الأموال الخاصةKCP لا يتغيران إذا تغير المعدل D/CP (نسبة الديون إلى الأموال الخاصة).
II. فإذا كان(KD تكلفة الإستدانة) يختلف عن(KCP تكلفة الموال الخاصة)، فالسلوك العقلاني يمكن الرفع من المصدر الأقل كلفة في التمويل، في حين أنه عموما تكون تكلفة الدين KD أقل من تكلفة الأموال الخاصة KCP نتيجة إمكانيات التخفيض الضريبي الذي تتيحه المصاريف المالية على الإستدانة، في هده الحالة التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال تكون دالة متناقصة.

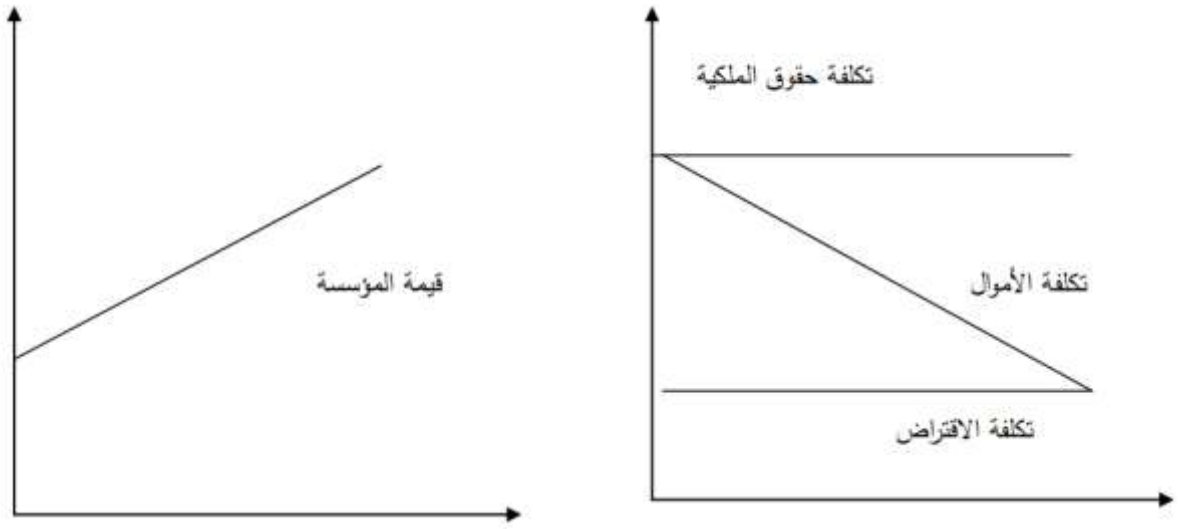
وفق مدخل صافي الربح، فإن تكلفة الإستدانة وتكلفة الأموال الخاصة لا يتغيران عند تغير نسبة الإستدانة داخل الهيكلة المالية للمؤسسة الإقتصادية وطالما أن تكلفة الإقتراض أقل من تكلفة الأموال الخاصة، فإن الإعتماد على الإقتراض في التمويل بنسبة أكبر يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال، وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة[3].

[1] براق محمد، غربي حمزة، **مدخل الى السياسة المالية للمؤسسة**، دار الكتب والوثائق القومية، الطبعة الأولى،2014، ص 149.
[2] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات**، دار وائل للننشر، الطبعة الأولى، 2006، ص348.
[3] براق محمد، غربي حمزة، مرجع سابق، ص 150.

والشكل الموالي يوضح ذلك :

الشكل رقم (1-1): العلاقة بين الأموال ونسبة الإقتراض وقيمة المؤسسة

تكلفة الأموال قيمة المؤسسة



نسبة القروض إلى حقوق الملكية نسبة القروض إلى حقوق الملكية

المصدر: منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، المكتب العربي الحديث للتوزيع، 2006، ص 99.

يتضح من خلال الشكل رقم (1-1) أن تكلفة رأس المال تنخفض كلما زادت نسبة الإستدانة وتستمر هذه التكلفة في الإنخفاض إلى أن تصل على أدناها وتصبح مسأو ية لتكلفة الإقتراض، حيث أن انخفاض تكلفة رأس المال يعني ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة والتي تبلغ أقصاها أثناء الإعتماد بشكل كلي على القروض.

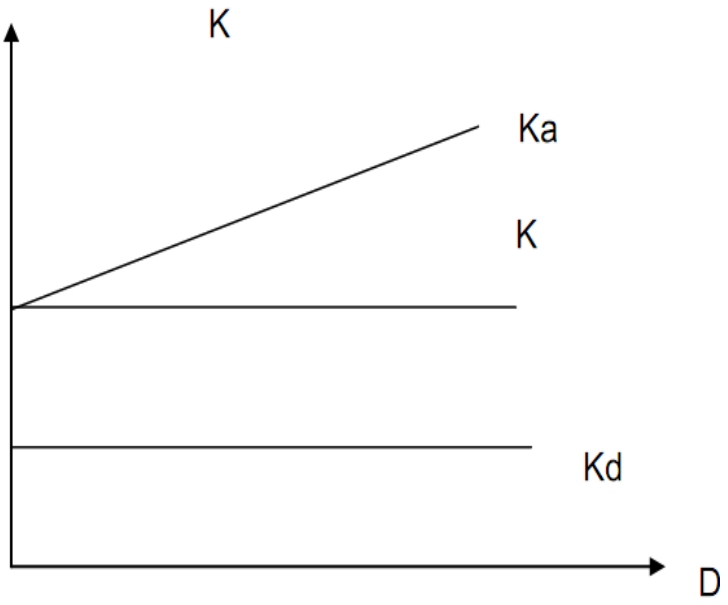
من الواضح أن نقطة الضعف الأساسية التي يعاني منها مدخل صافي الربح، أنه يقوم على افتراض ثبات كل من تكلفة الإقتراض وتكلفة حقوق الملكية، مهما تغيرت نسبة الإقتراض داخل هيكل لرأس المال، فحتى مع فرضية عدم وجود تكلفة الإفلاس، وهي فرضية أساسية في ظل هذا المدخل، يظل هناك ما يسمى بالمخاطر المالية الناجمة عن الرفع المالي، ذلك انه مجرد وجود مصدر تمويل ذي تكلفة ثابت

يترتب عليه تقلب العائد المتاح للملاك، الذي تزداد حدته كلما زادت نسبة الأموال المقترضة، وهوما تنبه مدخل صافي ربح العموميات[1].

ثانيا: مدخل صافي ربح العمليات

يفترض هذا المدخل أن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير مع نسبة الإقتراض، أما تكلفة حقوق الملكية المتمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك فترتفع مع كل زيادة في نسبة الإقتراض، كما يفترض هذا المدخل كذلك أن زيادة تكلفة الأموال الخاصة بسبب الزيادة في تكلفة حقوق الملكية التي تنجم عن زيادة نسبة الإقتراض، سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الإعتماد على القروض، أي نتيجة لزيادة الإعتماد على مصادر تمويل ذات تكلفة منخفضة نسبيا، لذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة الإقتراض[2]. كما هو موضح في الشكل رقم (1-2) ادناه:

الشكل رقم (1-2): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الإقتراض



المصدر: براق محمد، غربي حمزة، مدخل الى السياسة المالية للمؤسسة، دار الكتب والوثائق القومية، الطبعة الأولى،2014، ص 154.

[1] منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، المكتب العربي الحديث للتوزيع، 2006، ص ص 98-100.
[2] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر**، مرجع سبق ذكره، ص ص 638-639.

ثالثا: المدخل التقليدي

على عكس مدخل صافي ربح العموميات يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل مالي مثالي أي وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض 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 ازدياد نسبة الإقتراض، 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 الإقتراض والتكاليف المصاحبة لإحتمال الإفلاس[1].

كما يفترض مؤيدو هذا المدخل أن تكلفة التمويل بالديون تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من الرفع المالي، ونظرا لإرتفاع تكلفة التمويل الذاتي مع تناقص قيمته في تشكيلة الهيكلة المالية وأيضا تزايد مقدار القروض، وبسبب انخفاض تكلفة القروض مقارنة بتكلفة التمويل الذاتي، فإن تكلفة رأس المال سوف تبدأ في الإنخفاض حتى تصل إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي الذي يسمى بنقطة الإقتراض المثلى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأعلى[2].

فحسب هذا المدخل تتحدد نسبة الديون المثلى التي تجعل من القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها في ثلاث مراحل[3]:

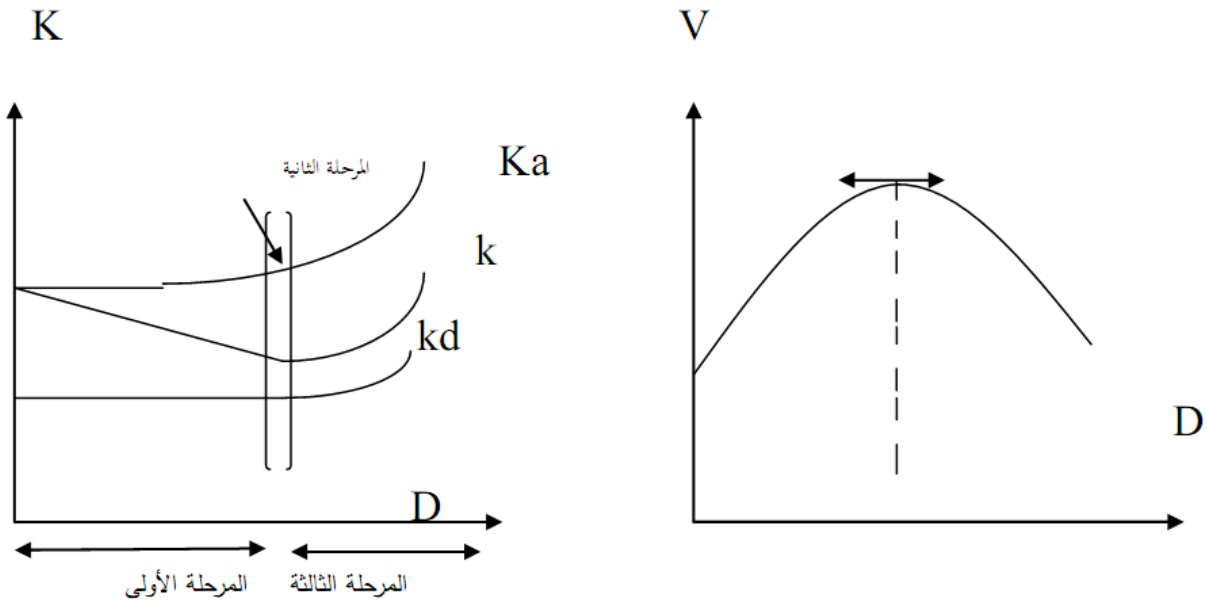
المرحلة الأولى: تتصف بظهور تغيرات بطيئة في تكلفة الأموال الذاتية مع كل زيادة في مقدار الإقتراض، إلا أن الزيادة في تكلفة الأموال الذاتية ضمن هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناتجة عن الإقتراض، يضاف إلى ذلك أن تكلفة الإقتراض في هذه المرحلة تبقى ثابتة، وبسبب ذلك فإن القيمة السوقية للمؤسسة تبدأ بالزيادة كلما زادت نسبة الرفع المالي في هذه الهيكلة المالية بسبب التغيرات التي تحصل في تكلفة رأس المال واتجاهها نحوالإنخفاض. كماهو موضح في الشكل رقم (1-3).

المرحلة الثانية: تتصف بأن المؤسسة تستعمل نسبا من الديون في هيكلتها المالية، بحيث لا تؤثر تلك النسبة على قيمتها السوقية، نظرا لأن المزايا الناتجة عن الإعتماد على القروض والمتمثلة في انخفاض تكلفته سوف يقابلها ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة التمويل الذاتي، وهنا تتشكل نقطة الإقتراض المثلى. كما هو موضح في الشكل رقم (1-3).

[1] منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، مرجع سابق، ص 103.
[2] براق محمد، غربي حمزة، مرجع سابق، ص 151.
[3] نفس المرجع، ص ص 151-152.

المرحلة الثالثة: في هذه المرحلة الأخيرة تتجاوز المؤسسة نقطة الإقتراض المثلى، وهوما يؤدي إلى ضياع مزايا الإعتماد على القروض كمصدر منخفض للتكلفة، وذلك لأن المساهمين يطالبون بزيادة في معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب الزيادة في المخاطر المترتبة على الإعتماد على القروض، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة رأس المال، وبسببها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة. كما هو موضح في الشكل رقم (1-3).

الشكل رقم (1-3): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الإقتراض وقيمة المؤسسة



المصدر: براق محمد، غربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، دار الكتب والوثائق القومية، 2014، ص 152.

رابعا: مدخل موديكلياني وميلر

يقوم هذا المدخل على ما يسمى بمدخل أرباح الإستغلال الذي تولد عنه أعمال Modigliani،Miller حيث نميز هنا مرحلتين في تصور هذا النموذج[1].

المرحلة الأولى(1958): دون أثر الضريبة، مع أثر معدوم لأثر رافعة الإستدانة.

المرحلة الثانية (1963): الأخذ في الإعتبار اثر الضريبة، بفعل خاصية قابلية التخفيض الضريبي للمصاريف المالية.

[1] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 359.

نميز في هذه النظرية بين حالتين: حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجودها، حيث أن هذه الأخيرة تعتبر وهمية.

I. الهيكل المالي للمؤ سسة في ظل غياب الضرائب

يشير كل من موديكلياني وميلر بأنه في ظل أسواق كاملة، فإن المؤسسات لها نفس القيمة السوقية بغض النظر عن نسب الرافعة المالية لها، وكذا مخاطر عدم السداد. ويؤكدان على أن القيمة السوقية لأي مؤسسة سواء كانت مقترضة أو مقرضة مستقلة تماما عن هيكلتها المالية، وأن هذه القيمة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تحدثه المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الإستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة، كما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاسا لقرارات الإستثمار فيها وبفعالية تلك القرارات وقوتها الإيرادية[1].

ولكي يثبت موديكلياني وميلر صحة هذا أشارا إلى ظهور عملية الراجحة بالنسبة لمؤسستين متماثلتين من كافة الوجوه عدا هيكل رأس المال، وكانت القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة أعلى من القيمة السوقية للمؤسسة الأخرى التي تعتمد بالكامل على حقوق الملكية، فإن عملية المراجحة التي تنطوي على الرافعة الشخصية كفيلة بأن تحقق التوازن بين القيمة السوقية للمؤسستين، وبناء عليه لا يكون مبرر لقيام المؤسسات التي يتكون هيكل رأس مالها من حقوق الملكية فقط بإجراء تغيير في هذا الهيكل بالحصول على القروض، من اجل تحقيق الإستفادة للملاك من مزايا الرافعة المالية، فالمؤسسة لا ينبغي عليها السعي إلى تقديم خدمة ما إلى حملة أسهمها إذا كان يمكنهم تحقيق ذلك بأنفسهم، فالملاك قادرون على تحقيق مزايا الرافعة المالية دون مساعدة من المؤسسة، وذلك بالإقتراض وفقا لما تقتضيه عملية المراجحة، التي بفضلها سوف تتسأو ى القيمة السوقية للمؤسسات التي تتماثل من حيث المخاطر التي تنتمي إليها، مهما كان التباين في مكونات هيكل رأس المال[2].

II. الهيكل المالي للمؤسسة في حالة وجود الضرائب

لم يكتفي موديكلياني وميلر بالدراسة التي قاما بها سنة 1958، والتي أو ضحت بأن الهيكلة المالية للمؤسسة مستقلة تماما عن قيمتها السوقية، بل تجأو زا ذلك ودرسا أثر الهيكلة المالية للمؤسسة في ظل وجود الضرائب، وقدما تحليلا جديدا للهيكلة المالية من خلال المقال الذي نشراه سنة 1963، أن اعتماد المؤسسة على القروض يترك أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة. وأكد مودكلياني وميلر سنة 1963 بأن للديون أثر إيجابيا على قيمة المؤسسة مهما كانت نسبتها ومستواها في الهيكلة المالية لها وذلك بسبب ما

[1] براق محمد، غربي حمزة، مرجع سابق، ص 156.
[2] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 635.

تحققه الديون من اقتصاد ضريبي، والذي ينشأ بسبب إعتماد المؤسسة على الإستدانة في التمويل، حيث أن زيادة الديون يترتب عليها انخفاضا مستمرا في تكلفة رأس المال، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، وينشأ هذا التأثير نظرا لاعتبار الفائدة كمصاريف تتحملها المؤسسة قبل أن تخضع للضريبة، ولذلك فإن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تكون أعلى من القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة بمقدار الإقتصاد الضريبي[1].

المطلب الثاني: نظريات الهيكل المالي الحديثة

تسمى ايضا بالنظريات متعددة الأشكال، وظهرت في منتصف السبعينات، حيث أن أهم التيارات التي تنطوي عليها، نظرية الإشارة ونظرية الإلتقاط التدريجي للتمويل والتي سنتطرق اليهما في ما يلي:

أولا: نظرية الإشارة Ross 1977

تعتمد نظرية الاشارة 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[2].

ثانيا: نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل

يعالج نموذج Myres 1984 الرهانات التي تستخدمها المؤسسة في المدى البعيد، حيث أن فرضية الهدف الأساسي الذي يسعى المسيرون إلى تحقيقه هو تعظيم ارباح المؤسسة، وذلك كما يلي[3]:

- عند اختيار المؤسسة للتمويل الذاتي، فإنها تحدد مستوى معين من توزيعات الأرباح وذلك حسب الفرص الإستثمارية الممكنة.
- عند الإعتماد على التمويل الخارجي، فإن الأولوية تكون مع القروض، ثم الأموال شبه الخاصة تقع بين الأموال الخاصة والقروض، ثم اخيرا الأسهم.

المطلب الثالث: نظرية التوازن

تنطلق هذه النظرية من اعمالMyres 1984 وقد عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها: المرحلة الأولى ما يعرف ب Trade-off statique حيث تم ادخال اثر تكلفة الإفلاس على نموذج

[1] براق محمد، غربي حمزة، مرجع سابق، ص 164.
[2] عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل ة الإدارة المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 399.
[3] محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص ص 69-70.

M&M والمرحلة الثانية التي عرفت تعديلا في هذا النموذج بالاخذ بعين الاعتبار تكلفة الوكالة، وكان الطرح كالتالي:

أولا: تكلفة الإفلاس

تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وقروض لمخاطر الإفلاس، وهي مخاطر لا تتعرض لها مؤسسة مماثلة غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط، وسببها فشل المؤسسة في سداد قيمة القرض والفوائد وتاريخ الاستحقاق[1].

ثانيا: تكلفة الوكالة

يعد الملاك الطرف الرئيسي في المؤسسة ويعرفون بأصحاب المصلحة الرئيسية في استمرار وبقاء المؤسسة، الامر الذي يدعوا الى موائمة اهداف الإدارة التي يصبوا اليها الملاك، وباعتبار الإدارة الجهاز الذي يتخذ ويبني القرارات المالية المهمة في حياة المؤسسة، فمن البديهي ان تؤثر هذه القرارات حتما بشكل أو بآخر في مصالح الملاك، وعليه يرى الملاك أن تكون القرارات المستهدفة تصبوا إلى حماية املاكهم نحوبر الأمان[2].

[1] رفاع توفيق، **محددات إختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة**، مذكرة ماجستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2001، ص 119.
[2] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 381.

خلاصة

من خلال هذا الفصل يتبين أن المؤسسة الإقتصادية ومن أجل تمويل استثماراتها تتطلب استخدام تشكيلة من مصادر التمويل ممتلكة كانت أو مقترضة، وتسعى المؤسسة إلى اختيار التوليفة المالية المناسبة التي تضمن تحقيق هيكل تمويل أمثل من خلال المفاضلة بين البدائل المتاحة.

ويجب أن يراعي متخذ القرار المالي في المؤسسة قبل اتخاذ قرار التمويل أن لكل مصدر تمويلي تكلفة تختلف عن المصدر التمويلي الآخر وهوما يجعل إشكالية اختيار هيكل التمويل المناسب من بين التحديات التي تواجه المؤسسة، هذه الإشكالية التي حاولت العديد من النظريات الإجابة عليها وتفسيرها.

وقد أكتسبت النسب المالية أهمية متزايدة بعدأن أصبحت من المؤشرات الهامة في مجال التنبؤ بحالات الفشل المالي للمؤسسات، حيث يساعد التحليل المالي في التخطيط المستقبلي لكافة النشاطات، وهذا ما سنتطرق أليه في الفصل الثاني.

الفصل الثاني:

نسب الهيكل المالي وتكلفة الأموال

تمهيد:

تلجأ المؤسسة عادة الى مصادر مختلفة لتمويل احتياجاتها، وتصنف هذه المصادر وفق معايير مختلفة، كمصدر الأموال ودرجة الاستحقاق وطبيعة الملكية، وليس من السهل على المؤسسة اختيار احدى الوسائل التمويلية، لأن لكل واحدة تكلفة معينة، اذ لا يوجد مصدر تمويلي مجاني باستثناء الإئتمان التجاري في حالة غياب الخصم النقدي، وعليه ينبغي على المؤسسة دراسة المزايا والقيود التي تترتب عن هذا الاخير بالموازنة بين العائد والمخاطر[1]. وعليه سنتطرق في هذا الفصل الى مبحثين يتمثلان في:

المبحث الأول: نسب الهيكل المالي

المبحث الثاني: تكلفة الأموال

[1] مليكة زغيب، مداخلة بعنوان **تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة**، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2005، ص 2.

المبحث الأول: نسب الهيكل المالي

تدعى نسب الرفع حيث تقيس المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في اعتمادها على اموال الغير في تمويل احتياجاتها، وتبين الارتباط الموجود بين رأس المال والالتزامات المترتبة عليه، وعليه فإن حساب النسب المالية المتعلقة بالمديونية تعتبر في غاية من الأهمية بحيث تعرض درجة الخطر المالي الذي تواجهه المؤسسة، ويمكن قياسها بالنسب التالية:

المطلب الأول: نسب التمويل الدائم والتمويل الخاص

سنتطرق في هذا المطلب إلى نسبة التمويل الدائم والتمويل الخاص.

أولا: نسبة التمويل الدائم

تشير هذه النسبة إلى مستوى تغطية الإستثمارات 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 قد أخلت بشرط الملائمة بين إستحقاقية الخصوم وسيولة الأصول[1].

ثانيا: 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 بأموالها الخاصة، وإذا ساوت الواحد فان رأس المال العامل الخاص يكون معدوما أي أن الأصول الثابتة مغطاة بالأموال الخاصة، أما الديون طويلة الأجل وإن وجدت فهي تغطي الأصول المتداولة مكونة بذلك صافي رأس المال العامل[1].

[1] عقبة قطاف، **اثر التشخيص المالي على تنافسية المؤسسة الاقتصادية الجزائرية**، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2009، ص 70.

المطلب الثاني: نسب الديون إلى رأس المال وإلى إجمالي الأصول

سنتطرق في هذا المطلب إلى نسبة الديون إلى رأس المال ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول.

أولا: نسبة الديون إلى رأس المال

تظهر هذه النسبة مدى إستخدام الديون في المؤسسة مقارنة بحقوق الملكية وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما زادت مطالبات الدائنين مقارنة بحقوق الملكين، فهي في حالة تصفية المؤسسة تزيد من معدل المخاطر. وبالإضافة يمكن لهذه النسبة أن تحدد مدى إستقلالية المؤسسة حاليا ويستحسن أن لا تزيد عن الواحد كنسبة معيارية وحتى تكون للمؤسسة حرية إتخاذ القرارات الخاصة، لأن إرتفاع هذه النسبة تقيد عمليات المؤسسة ويجعلها عرضة للتدخلات والضغوطات الخارجية للدائنين منها: رفع كلفة الأموال المقرضة، وإذا فمن الضروري أن يكون توازن مناسب بين إستعمال الديون وحقوق الملكية. وتحسب بالعلاقة التالية[2]:

$$\text{نسبة الديون إلى رأس المال} = \frac{\text{الديون}}{\text{حقوق الملكية}} = \frac{\text{قروض قصيرة الأجل + قروض وطويلة متوسطة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}}$$

ثانيا: نسبة الديون إلى إجمالي الأصول

تحدد هذه النسبة هامش الأمان للمقرضين، وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:

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

تجيب هذه النسبة عن مدى مقدرة المؤسسة على تسديد ديونها في حالة الإفلاس إذا ما تم بيع أصولها، وكلما كانت النسبة صغيرة كان ذلك أفضل، ويستحسن أن لا تتجاوز 0.5[3].

حيث أنه كلما إنخفضت هذه النسبة زاد هامش الأمان بالنسبة للدائنون في حالة إشهار إفلاس المؤسسة وبيع أصولها، وعلى العكس من ذلك، يفضل الملاك نسبة الإقتراض مرتفعة لأحد السببين:

---

[1] ناصر دادي عدون، **تقنيات مراقبة التسيير**، دار المحمدية، الجزائر، 1999، ص 53.

[2] شباح نعيمة، **دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الجزائرية**، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2008، ص 101.

[3] عقبة قطاف، مرجع سابق، ص 71.

زيادة نصيبهم من الأرباح، أو زيادة أموال الملكية تعني التنازل عن جزء من السيطرة على المؤسسة. وإرتفاع هذه النسبة تعني إرتفاع مساهمة الإقراض في تمويل الأصول[1].

المطلب الثالث: نسبة الأصول لحق الملكية ونسبة الإستقلالية المالية

سنتطرق في هذا المطلب إلى نسبة الأصول لحق الملكية ونسبة الإستقلالية المالية.

أولا: نسبة الأصول لحق الملكية

من أهم المؤشرات التي تلجأ إليها الإدارة المالية هو نسبة الأصول إلى حقوق الملكية، حيث يمثل جميع الإلتزامات على المؤسسة، ولذلك كلما كان هذا المؤشر كبيرا كلما دل ذلك على زيادة الرفع المالي وإنخفاض 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[2].

وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:

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

ثانيا: نسبة الإستقلالية المالية

وتقيس هذه النسبة مدى إستقلالية المؤسسة عن دائنيها، وتحسب بإحدى الطريقتين التاليتين:

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

$$\text{نسبة الإستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}}$$

وتشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة وبالتالي درجة إستقلاليتها، إذ أن الحجم الكبير للديون يجعل المؤسسة غير مستقلة في إتخاذ قراراتها المالية، فكلما كانت هذه النسبة كبيرة إستطاعت أن تتعامل المؤسسة بمرونة مع الدائنين في شكل إقتراض وتسديد الديون، أما إذا كانت النسبة

[1] محمد صالح الحنأو ي، جلال ابراهيم العبد، **الإدارة المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 438.
[2] حمزة الشمخي، ابراهيم الجزرأو ي، **الإدارة المالية الحديثة**، دار صفاء، الاردن،1998 ،ص 68.

صغيرة فهذا يعني أنها في وضعية مثقلة بالديون، ولا تستطيع الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها من قروض إضافية إلا بتقديم ضمانات وقد تكون هذه الضمانات مرهقة[1].

المبحث الثاني: تكلفة الأموال

تقوم المؤسسات من أجل تمويل استثماراتها باختيار تشكيلة من مصادر التمويل المملوكة كانت أم المقترضة والتي ذكرناها سابقا، إلا أن استخدام هذه المصادر التمويلية لا يكون مجانيا بل تترتب عنه تكلفة والتي تعرف بتكلفة الأموال.

المطلب الأول: ماهية تكلفة الأموال

سنتطرق في هذا المطلب إلى ماهية تكلفة رأس المال وكيفية حساب تكلفته.

أولا: تعريف تكلفة رأس المال

تعددت تعاريف تكلفة رأس المال ولكن كلها إرتبطت بالعائد لحملة الأسهم العادية والممتازة بما يؤثر على قيمة المؤسسة ككل في السوق، وعليه نأخذ بعض أهم هذه التعريفات:

تعرف تكلفة الأموال على أنها "الحد الأدنى للمعدل الذي تطلبه المؤسسة للإستثمارات الجديدة أو ذلك الحد الأدنى الذي ينبغي تحقيقه على الإستثمارات الجديدة لكي ترضي جميع المستثمرين وهوكذلك معدل العائد المطلوب على الإستثمارات الذي يضمن بقاء سعر السهم العادي للمؤسسة بدون تغير"[2].

وتعرف أيضا تكلفة رأس المال بأنها التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل، ويتم حساب هذه التكلفة بحساب كلفة رأس المال لكل مصدر من مصادر التمويل وبشكل منفرد لكي نتمكن من الوصول إلى حساب التكلفة الإجمالية المرجحة لتلك المصادر[3].

وهذه المصادر هي:

- مصادر التمويل المقترضة.
- مصادر التمويل الممتلكة.

[1] مبارك لسلوس،**اتسيير المالي**، ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر، 2004، ص 46.
[2] حمزة الشمخي، إبراهيم الجزرأو ي، مرجع سابق، ص 377.
[3] عبد الستار الصياح، سعود العامري، **الإدارة المالية**، دار النشر غير مذكورة، بلد النشر غير مذكور، سنة النشر غير مذكورة، ص 221.

مع العلم أن مصادر التمويل المقترض لا تأخذ في الحسبان أثناء تقدير التكلفة المرجحة للأموال، فإستنادا إلى نظرية التمويل فهي تعتبر مصادر مؤقتة ولا تبقى على حال.

ثانيا: فوائد حساب تكلفة التمويل

إن حساب تكلفة التمويل سواءا كان لكل عنصر من عناصر التمويل أو للهيكل المالي ككل، سوف يحقق لإدارة المؤسسة والإدارة المالية فيها عدد من الفوائد أهمها[1]:

- حساب تكلفة كل عنصر سوف يساعد الإدارة المالية في إتخاذ القرار المتعلق بإختصار أنسب تلك المصادر من خلال التكلفة.
- تستخدم تكلفة التمويل للمفاضلة بين المشروعات الإستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال.
- يفيد أيضا حساب تكلفة الأموال في تقييم المشروعات التي تستخدم فيها الأموال، فإذا تبين أن تكلفة الأموال تزيد على العائد المتوقع أصبحت هذه المشروعات عبء على عاتق المؤسسة.
- يفيد حساب تكلفة الأموال في المفاضلة بين المشروعات الصناعية ذاتها، إضافة إلى دورها في قرارات التسعير.
- أن العديد من القرارات المالية وسياسة رأس المال التي تستلزم القيام بحساب دقيق لتكلفة الأموال.
- أن تعظيم قيمة المؤسسة كهدف إستراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات للمؤسسة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا، ولذلك يستوجب حسابها.

إن أهم ما يمكن أن يقال بخصوص تكلفة الأموال هو أنها تمثل حجر الزأو ية الذي تدور حوله مجموعة كبيرة من القرارات وأهمها قرارات الإستثمار والتمويل.

المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل

إن لكل مصدر من مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة تكلفة معينة خاصة به وسوف نتطرق إلى هذه التكاليف في ما يلي:

أولا: تكلفة مصادر التمويل المقترضة

تعرف تكلفة الدين بأنها عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين للقبول بإقراض المؤسسة، ويقاس هذا العائد بالطريقة نفسها التي يقاس بها معدل المردود الداخلي، أي أن تكلفة الدين

[1] حمزة الشمخي، إبراهيم الجزرأو ي، مرجع سابق، ص ص 364-365.

تساوي إلى معدل الخصم الذي يحقق المسأو اة بين حصيلة الأموال التي تم الحصول عليها بالإقتراض والقيمة الحالية للفائدة المدفوعة ولدفعات تسديد المبلغ الأصلي المقترض[1].

تتحمل المؤسسة التي تتحصل على قروض طويلة الأجل من أجل تمويل نشاطها بعض التكاليف، مع العلم أن هناك حالتين من هذه القروض، سواء كان القرض على شكل سندات مطروحة للإ كتتاب العام أو على شكل قرض طويل الأجل متعاقد عليه، فإن عملية الإقتراض سوف يترتب عليها تدفقات نقدية داخل المؤسسة عند بيع السند أو التعاقد على القرض، وتدفقات نقدية داخلة للمؤسسة بشكل الفوائد السنوية بالإضافة إلى المبلغ الأصلي المقترض والذي ينبغي سداده في تاريخ الإستحقاق[2]. وفي ضوء ذلك توجد حالتين لحساب تكلفة السندات وهي:

I. إذا كان السند يباع في السوق بعلأو ة فتكون تكلفته كالتالي:

$$R_i = I - Z / N /(P + M)/2$$

I: الفائدة السنوية المدفوعة.

N: عدد السنوات في الإستحقاق.

M: القيمة الإسمية للسند.

P: القيمة السوقية للسند.

Z: قيمة العلأو ة.

II. إذا كان السند يباع في السوق بخصم، فتكون التكلفة كالتالي:

$$K_i = I + D / N /(P + M)/2$$

D: معدل الخصم.

أما في حالة وجود ضريبة فتضرب القيمة المتحصل عليها في (1-t)، حيث أن t هي معدل الضريبة.

[1] محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص 59.
[2] حمزة الشمخي، إبراهيم الجزرأو ي، مرجع سابق، ص 373.

وإن إستخدامنا لتكلفة الدين بعد الضريبة يعود إلى أن قيمة الأسهم العادية للمؤسسة التي تسعى إلى تعظيمها، تعتمد بشكل على التدفقات النقدية بعد الضريبة. وبما أن الفوائد هي نفقات تطرح من الإيرادات فإنها بذلك تؤدي إلى وفورات ضريبية تقلل من كلفة الدين1.

أما في حالة القروض المصرفية طويلة الأجل، فإن تكلفة الدين تحسب كالتالي:

$$K_d = I / E$$

I: الفائدة السنوية.

E: المتحصلات بعد طرح مختلف المصاريف.

ثانيا: تكلفة مصادر التمويل الممتلكة

يمكن تعريفها بأنها "معدل المردودية المطلوب أو المتوقع من طرف المساهمين في المؤسسة فحملة الأسهم يسعون للحصول على عائد ينبغي أن يسأو ي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من إستثمارات أخرى لها نفس درجة المخاطرة 2 وهوما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة"[2].

I. تكلفة الأسهم العادية:

هناك إختلاف كبير في قيم الأسهم، حيث أن للسهم قيمة إسمية أصدر بها، وهناك العديد من القيم التي تتكون نتيجة للظروف الإقتصادية والتاريخية والقانونية والمحاسبية فللسهم قيمة سوقية، قيمة دفترية..إلخ، هذا ما يؤدي إلى إختلاف كلفة التمويل بالأسهم العادية من مؤسسة إلى أخرى، وكذلك يكون الإختلاف بين كلفة التمويل بالأسهم مقارنة بمصادر التمويل المتاحة[3].

وعليه يمكن إستخدام عدة طرق لحساب كلفة الأسهم العادية وهي:

1. **طريقة نموذج توازن الأصول المالية MEDAF :** يتم استعمال هذا النموذج في حالة تقييم مردودية الإستثمارات المتوقعة وذلك بالأخذ بعين الإعتبار المخاطرة، فالمردودية المتوقعة من طرف المساهمين تساوي المردودية للأصل الإقتصادي بدون مخاطرة مضافة إليها علأو ة الخطرbita B، والذي يسأو ي علأو ة الخطر للسوق المالي[4].

[1] عدنان تايه النعيمي، وآخرون، مرجع سابق، ص 415.

[2] Jean barreau, Jacquline delahye, op.cit , p 169.

[3] دريد كامل ال شبيب، مرجع سابق، ص ص 315-316.

[4] Jean barreau, Jacquline delahye, op.cit , p 170.

وعليه فهويحسب بالعلاقة التالية:

$$E(R_i)= R_f + B_i [E(R_m) – R_f]$$

$E(R_i)$: الأمل الرياضي لمردودية السهم.

R_f: مردودية الأصل بدون مخاطرة حيث أن الأصل بدون مخاطرة هو الأصل الذي تكون مردوديته في المستقبل مؤكدة.

$E(R_m)$: الأمل الرياضي لمردودية السوق المالي.

$E(R_m) – R_f$: علأو ة المخاطر.

B: مقياس لخطر السهم.

2. **طريقة Gordon-Shapiro :** لتبسيط نموذج القيمة الحالية للأرباح الموزعة المتوقعة إفترض جوردون وشابيروأن الأرباح يمكن أن تتزايد كل سنة بمعدل متوسطg، ومنه يكون معدل المردودية والذي يمثل تكلفة السهم بالعلاقة التالية:

$$K= Di/P0+g$$

وتسمى هذه المعادلة بمعادلة Gordon-Shapiro حيث:

Di: الأرباح الموزعة

P0: القيمة السوقية للسهم

g: معدل النموالمتوقع السنوي لسعر السهم في السوق.

3. **طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم:** تقيس هذه الطريقة كلفة رأس المال بدلالة عائدات الأسهم والأرباح التي تحتفظ بها المؤسسة، وتعتمد هذه الطريقة على أساس أن تكلفة رأس المال ترتبط بالمبالغ الموزعة من الأرباح على المساهمين وأيضا بمقدار الأرباح المحتجزة التي سوف يعاد إستخدامها في الإستثمارات الجديدة، حيث أن هذه الإستثمارات سترفع من قيمة المشروع ومن معدل ربحيته، يمكن حسابها كما يأتي:

تكلفة الأسهم العادية= الأرباح الحالية للسهم الواحد / القيمة الصافية للسهم

القيمة الصافية للسهم= سعر البيع – (كلفة الإصدار + كلفة الخصم)

II. تكلفة الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة مصدر تمويل يجمع بين خصائص الديون والأسهم العادية، إلا أنه من المتعارف عليه أن تكون المدة الزمنية للأسهم الممتازة غير محددة كذلك لا تلتزم المؤسسة بشراء الأسهم الممتازة من حملتها إلا إذا نصت شروط الإصدار على غير ذلك[1].

إن عند إصدار الأسهم الممتازة تؤخذ في عين الإعتبار عادة تكلفة إصدار تلك الأسهم لأنها تكون عادة كبيرة نسبيا وذلك بعكس تكاليف إصدار الأسهم العادية والتي تكون عادة منخفضة فتهمل، كما يراعى هنا أيضا أن توزيعات الأسهم الممتازة تكون عادة بمعدل ثابت ولا تحقق للمؤسسة أي ميزة ضريبية[2]. لذلك يمكن حساب كلفة الأسهم الممتازة عن طريق المعادلة التالية:

$$K_p=D_p/P_m(1-F)$$

D_p: الأرباح السنوية على كل سهم حصلت منه على أموال بقيمة Pm.

P_m: القيمة السوقية للسهم يمكن أن يكون بزيادة عن السعر الإسمي أو بخصم من السعر الإسمي.

F: نفقات إصدار الأسهم.

III.تكلفة الأرباح المحتجزة:

إن كلفة التمويل بالأرباح المحتجزة تعد كلفة ضمنية تساوي التمويل بالملكية (الأسهم العادية) لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين. وبالتالي هي حق من حقوق المساهمين حيث أن البديل عن إحتجاز الأرباح دفع قيمتها نقدا للمساهمين من الناحية العملية، وبصورة عامة أن كلفة الأرباح المحتجزة أقل من كلفة التمويل بالأسهم العادية لسببين:

- **السبب الأول:** إن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل وعند إحتجازها لا تخضع للضريبة.
- **السبب الثاني:** إن إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين أنفسهم يخضع لعمولة الوسطاء أي عند إعادة الإستثمار عن طريق شراء أو راق مالية في السوق المالي سيدفع

[1] عبد الستار الصياح، سعود العامري، مرجع سابق، ص 225.
[2] محمد مطر، **الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني**، دار وائل، الطبعة الثانية، الاردن، 2006، ص 303.

المساهمون مبلغ إلى الوسطاء عند تنفيذ عمليات الإستثمار، بينما عندما تقوم المؤسسة بالتمويل بالأرباح المحتجزة فإنها لا تخسر عمولة الوسطاء.

إن هذا معناه أن التمويل بإستخدام الأموال المتراكمة من الأرباح المحتجزة أقل كلفة من التمويل بالأسهم العادية لإستبعاد كلفة الضريبة والعمولة المشار إليهما.

ويمكن إحتساب كلفة الأرباح المحتجزة بالمعادلة التالية:

$$K_r = K_e(1-T)(1-B)$$

K_e: تكلفة التمويل بالملكية (الأسهم العادية).

T: معدل ضريبة الدخل للمساهمين.

B: معدل عمولة الوساطة.

ثالثا: التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

إذا كان مستثمرو المؤسسة حملة الأسهم العادية فقط، فتكون تكلفة رأس المال عند ذلك معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية. إلا أن معظم المؤسسات تستخدم أنواعا مختلفة من رأس المال، وبسبب الإختلافات في المخاطرة، يكون لهذه الأوراق المالية المختلفة معدلات عائد مطلوبة مختلفة. ويجب أن تكون تكلفة رأس المال المستخدمة في تحليل قرارات موازنة رأس المال متوسطا مرجحا لتكاليف المكونات المختلفة. ونسمي هذا المتوسط المرجح "المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال"[1].

وعليه تعر ف تكلفة رأس المال بأنها المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة[2].

وتحسب تكلفة رأس المال بالعلاقة التالية[3]:

$$CMP = t[V_{CP}/(V_D+V_{CP})] + i[V_D/(V_D+V_{CP})]$$

[1] اوجين بريجهام، ميشال ايرهاردت، ترجمة: سرور علي إبراهيم سرور، **الإدارة المالية**، دار المريخ، السعودية، 2009، ص 471.

[2] Jean Barreaau & Jacqueline Delahaye , Op cit , P 152.

[3] دادن عبد الغاني، و آخرون، مداخلة بعنوان **دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي**، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، الجزائر: 2003، ص 2.

حيث أن:

CMP: التكلفة الوسطية المرجحة وهي عبارة عن تكلفة رأس المال.

V_{CP}: قيمة للأموال الخاصة.

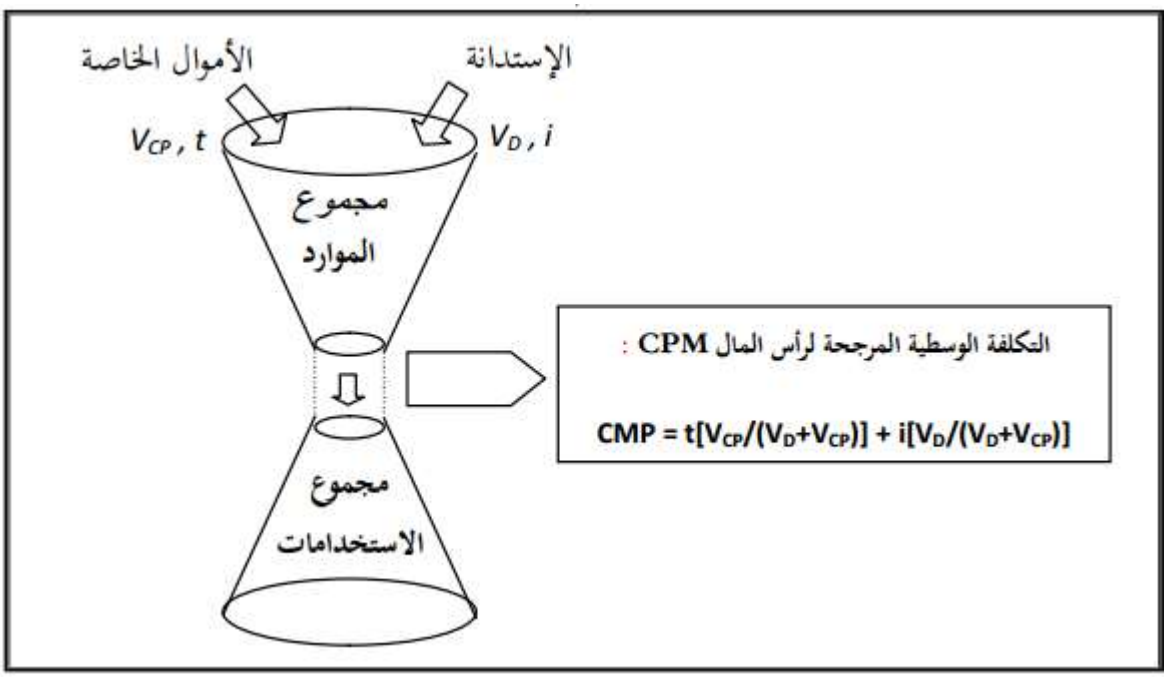
V_D: قيمة الديون.

t: تكلفة الأموال الخاصة.

i: تكلفة الإستدانة بعد الإقتصاد في الضريبة.

ويمكن تمثيل تكلفة رأس المال تمثيلا بيانيا كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم(2-1): مفهوم تكلفة رأس المال



المصدر: دادن عبد الغاني، و آخرون، مداخلة بعنوان دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، الجزائر: 2003، ص 3.

وبصفة عامة يعد إستعمال مفهوم تكلفة رأس المال مسعا إستراتيجيا للمؤسسات التي تميل إلى إستهداف هيكل مالي أمثل يجعل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال أدنى ما يمكن قصد التقليل من المخاطرة.

المطلب الثالث: الرفع المالي

تتأثر أرباح المؤسسة بالزيادة أو النقصان وفق الطريقة التي يتم فيها تكوين الهيكل المالي، حيث تزداد الأرباح بزيادة الإعتماد على القروض في ظروف إقتصادية مزدهرة في السوق، حيث يمكن للمؤسسة إستخدام نوع أو أكثر من ما يسمى بالروافع للخروج من أزمتها المالية والتخلص من خطر التصفية[1].

أولا: مفهوم الرفع المالي

الرفع مفهوم مأخوذ من علم الفيزياء، حيث أن الرافعة الفيزيائية تعمل على تضخيم القوة المستخدمة في إزاحة كتلة معينة وذلك بزيادة ذراع القوة، إن الرافعة المالية تعمل على تضخيم العائد بإزدياد ذراع القوة وهو التكاليف المالية الثابتة (الفوائد الناتجة عن الدين، وتوزيعات الأرباح الثابتة على حملة الأسهم الممتازة)[2].

وقبل التعرف على الرفع المالي، ينبغي أن نفرق بين نوعين من الخطر: خطر الأعمال و يقصد به عدم التأكد في العوائد المتوقعة من مجموعة الأصول أو الاستثمارات الخاصة بمؤسسة معينة، والخطر المالي الذي هو الخطر الإضافي الذي يترتب على إستخدام الرفع المالي[3].

يقصد بالرفع المالي هو إعتماد المؤسسة على الإقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد إحتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت المؤسسة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الإحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا، هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة حسب ما نص عليه قانون المؤسسات[4].

إن تحليل الرفع عبارة عن المدى الذي يمكن به زيادة الأرباح في المؤسسة نتيجة زيادة التكاليف الثابتة أو أموال الإقتراض، ويقسم إلى ثلاثة أقسام[5]:

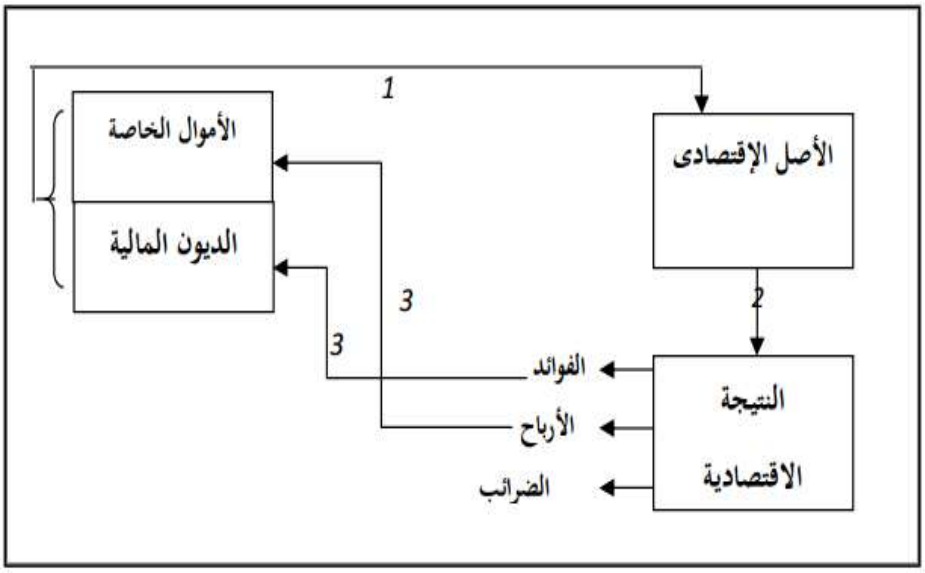
---

[1] علي عباس، مرجع سابق، ص 228.
[2] عدنان تايه النعيمي و آخرون، مرجع سابق، ص 445.
[3] محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، **الإدارة المالية**، الدار الجامعية، مصر، سنة النشر غير مذكورة، ص 24.
[4] رشاد العصار وآخرون، **الإدارة و التحليل المالي**، دار البركة، الاردن، 2001، ص286.
[5] هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر، الاردن، 2000، ص 279.

- الرفع التشغيلي
- الرفع المالي
- الرفع المشترك

يحدث الرفع المالي كلما قامت المؤسسة بتمويل نشاطها بواسطة قروض. ويهدف تحليل الرفع المالي إلى التأكد مما إذا كانت المؤسسة قادرة على تحقيق أرباح تغطي تكاليف الإقتراض. فتعتبر النتيجة الإقتصادية المبلغ الذي سوف يوزع بين كل من الفوائد والضرائب والأرباح الصافية[1]، كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل(2-2): تمويل الأصل الإقتصادي وكيفية توزيع الثروة المولدة عنه



المصدر: دادن عبد الغاني، و آخرون، مداخلة بعنوان دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، الجزائر: 2003، ص 9.

[1] دادن عبد الغاني، و اخرون، مرجع سابق، ص 9.

يتضح من خلال الشكل أعلاه بأن المؤسسة سوف تتحمل مخاطرة رفع مالي ناتجة عن إحتمال عدم قدرة النتيجة الإقتصادية المحققة على تغطية الفوائد الناتجة عن الإقتراض، ومن ثم يكون أثر الإستدانة سلبي على المردودية المالية للمؤسسة، فلو حاولنا التعبير عن ذلك بمفهوم المردودية، فإن الأصل الإقتصادي الذي تم تمويله بمزيج من الأموال الخاصة والديون يفترض أنه سيولد مردودية إقتصادية تفوق تكلفة تمويله والمتمثلة في تكلفة رأس المال بصفة عامة وفي فوائد الديون بصفة خاصة، فإذا حصل كذلك، فإن المؤسسة ستحقق مردودية أموال خاصة تفوق معدل مردودية الأصل الإقتصادي، وذلك بفضل الرفع المالي، وهو ما سينعكس إيجابا على ربحية المساهمين في رأس مال المؤسسة. عندئذ نقول أنه للإستدانة أثر إيجابي على المردودية المالية للمؤسسة.

إن العلاقة بين المردودية المالية وأثر الرفع المالي تكتب من الشكل:

$$R_f = R_e + (R_e - i)D/CP$$

حيث تمثل النسب$(R_e - i).D/CP$ أثر الرافعة، R_eتمثل معدل المردودية الإقتصادية.

حيث أن درجة الرفع المالي تعرف على أنها نسبة التغير في الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية المرتبطة بنسبة تغير محددة في الدخل قبل الفوائد والضرائب[1]. ومنه فإن المردودية المالية عبارة عن المجموع الجبري لكل من أثر الرافعة المالية ومعدل المردودية الإقتصادية.

وإذا أسقطنا تلك العلاقة على الشكل السابق سنجد أن ذلك منطقي ومحقق، حيث يمكننا البرهان على ذلك رياضيا.

يمكننا في هذا الصدد إدراك العلاقة الرياضية بين كل من المردودية الإقتصادية، الرافعة المالية والمردودية الأموال الخاصة.

فبإفتراض ثبات معدل المردودية الإقتصادية، وبإفتراض أن المؤسسة تسعى إلى تحقيق رفع مالي مفضل (إيجابي)، أي يسمح للمؤسسة بتحقيق مردودية مالية أعلى من مردوديتها الإقتصادية، فتحاول إحداث تغيير على نسبة الهيكل المالي (الرافعة المالي D /CP. بمعنى آخر، تستهدف المؤسسة معدلا معينا من المردودية المالية إنطلاقا من معدل مردودية إقتصادية ثابت ومعامل إستدانة متغير. فبالتالي يكون لدينا دالتين للمردودية المالية، كما يلي:

[1] فرد ويستون ويوجين برجام، ترجمة: عبد الرحمان دعاله بيله، عبد الفتاح السيد سعد النعماني، التمويل الإداري، دار المريخ، السعودية، 1993 ص 262.

$$R_f = f [D/CP] \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

$$R_f = u [(Re - i)D/CP] \ldots\ldots\ldots (2)$$

حيث تعني الدالة الأولى أن معدل المردودية المالية R_f هو متغير تابع لنسبة الهيكل الماليD/CP ، كما تعني الدالة الثانية أن معدل المردودية المالية هو متغير تابع لأثر الرافعة المال $(Re - i)D/CP$.

بما أن معدل المردودية الإقتصادية Re ثابت وأن تكلفة الإستدانة i تتغير حسب حجم الإستدانة D فإنه يمكننا أن نقتصر فقط على دراسة دالة واحدة فقط من الدالتين (1) و (2)، وبرهاننا على ذلك هو:

$$Rf = f [D/CP]$$

$$Rf = u [(Re - i)D/CP]$$

$$\Rightarrow f [D/CP] = u [(Re - i)D/CP]$$

أي أننا سوف نصل إلى نفس النتيجة، سواء إستخدمنا الدالة f أو الدالة u[1].

إنطلاقا من كون الزيادة في حجم الديون تكون متبوعة بزيادة في حجم المصاريف المالية التي تتحملها المؤسسة، فإن نسبة المصاريف المالية إلى رقم الأعمال تسمح بقياس درجة الإستدانة بشكل غير مباشر عند المقارنة بين مجموعة من المؤسسات العاملة في نفس القطاع، وقد حددت نسبة نموذجية لها، حيث تكون مقبولة في حدود 03 % و 04%، حسب نوعية المؤسسة، تجارية أو صناعية[2].

و يمكننا حساب الرفع المالي بمساعدة مضاعف الرفع المالي، و الذي يحسب بالشكل التالي[3]:

$$MLF=\Delta BN/BN/\Delta BE/BE$$

$\Delta BN/BN$: التغير في العائد الصافي

$\Delta BE/BE$: التغير في عائد الإستغلال

[1] دادن عبد الغاني وآخرون، مرجع سابق، ص 10.
[2] نفس المرجع، ص 10.
[3] Jean marie gagnon, Nabil khoury, **traité de gestion financière**, édition ESKA, 2 ème édition, France: 1981, p, 59.

نخلص أخيرا إلى أن أثر الرافعة المالية عبارة عن المقدار الذي سوف يترجم المردودية الإقتصادية إلى مردودية مالية فعلا.

ثانيا: الرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي

الرفع المالي عبارة عن إستراتيجية مالية، تنتهجها المؤسسات التي تتميز بمعدلات مردودية تجارية منخفضة، وذلك لتحقيق مستوى عالي من المردودية المالية، حيث يتوقف الأداء المالي على مدى كفاءة المؤسسة في مراقبة بعض المتغيرات المالية والإقتصادية، أهمها الهيكل المالي، الذي يعكس السياسة التمويلية للمؤسسة، فيبرز أثر الهيكل المالي على مردودية المؤسسة، وعادة لا يظهر هذا الأثر إلا بعد مدة من الزمن، ومنه تتضح أهمية إستخدام مفهوم الأمثلية في إختيار الهيكل المالي للمؤسسة، وبالتالي عند إستهداف المؤسسة مستوى معين من الأداء المالي، لابد لها أن تنتهج سياسة مالية كفيلة بتوجيه مختلف الموارد المالية الأقل تكلفة إلى إستخدامات ذات مردودية، ومحاولة إيجاد تقابل بين مواردها وإستخداماتها، بهدف تحقيق التوازن المالي، لأن الإخلال بذلك سيؤدي بالمؤسسة حتما إلى أزمة خزينة سببها الخطأ في السياسة التمويلية. وإن زيادة الرفع المالي في فترة زمنية يعتمد على الهيكل المالي، حيث تساعد عدة عوامل في تحديد هيكل المؤسسة المالي، وفي هذا الإطار لابد من مراعاة وجهات نظر كل من المساهمين، المقرضين والمسيرين[1].

I. **المساهمون**: يساعد إرتفاع نسبة المساهمين في الحصول على نتائج أكبر، جراء إرتفاع ربحية الأصول، كما أن إنخفاض نسبة الهيكل المالي يؤدي إلى الحصول على عوائد أقل، ويحرص المساهمون على أن تكون مديونية المؤسسة أقل ما يمكن، وتنصب كل إهتماماتهم على جانب هيكل الأموال الخاصة.

وعليه، يتم قياس نسبة المديونية بالعلاقة التالية: الأموال الخاصة / الأموال الدائمة

II. **المقرضون:** إذا كانت نسبة المديونية أقل من 2/1، فهذا يعني أن طاقة الإقتراض تجاوزت حدها الأقصى؛ مما يصعب إيجاد مقرضين جدد. وللخروج من هذه الوضعية، يتحتم على المؤسسة الزيادة في أموالها الخاصة، الأمر الذي يؤدي إلى إنخفاض نسبة الهيكل المالي.

III. **المسيرون:** على غرار إهتمام المساهمين والمقرضين بجوانب معينة داخل المؤسسة، فإن إهتمام المسيرين 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، مرجع سابق، ص ص 10-11.

خلاصة

خلال هذا الفصل تطرقنا إلى أهم النقاط المتعلقة بمختلف النسب المتعلقة بالهيكل المالي التي توضح الوضعية المالية للمؤسسة، بداية بنسب التمويل الدائم والتمويل الخاص، وأيضا نسب الديون إلى رأس المال وإلى اجمالي الأصول، ثم نسبة الأصول لحق الملكية ونسبة الإستقلالية المالية.

إن أمام المؤسسة جملة من القيود التي لا يمكن إقصاؤها، عند إختيارها لهيكل مالي معين. وعليه، فإن قدرة المؤسسة على مواجهة تلك القيود والتكيف معها هو دليل على كفاءتها، فقد تكو ن المؤسسة بحاجة إلى تعديل في هيكلها المالي، تبعا لسياسة مالية معينة، وذلك بالحصول على قدر معين من الديون، وربما لا يمكنها ذلك، إلا بعد إحداث زيادة في أموالها الخاصة، من بين هذه القيود تكلفة رأس المال التي تعتبر معيارا أساسيا لإتخاذ قرار التمويل، فالأصل الإقتصادي للمؤسسة الممول عن طريق كل من الأموال الخاصة والديون، لابد أن يحقق مردودية إقتصادية تغطي على الأقل تكلفة أو سعر الأموال، وذلك ما يسمى بتكلفة رأس المال، وعليه، يمكن القول بأن تكلفة رأس المال عبارة معدل المردودية الإقتصادية الأدنى المفروض على الأصل الإقتصادي للمؤسسة.

كما تبين أن الرفع المالي ذو تأثير مزدوج على المردودية المالية للمؤسسة، فنجاح المؤسسة ونموها مرهون بمدى قدرتها على تحقيق معدلا من المردودية الاقتصادية يغطي تكلفة الإستدانة، وهو ما يؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق رفع مالي مفضل، وبذلك يكون أثر الرافعة إيجابيا على المردودية المالية، ومن ثم تحقيق مستوى معين من النمو الداخلي.

الفصل الثالث: تحليل الوضعية المالية لمؤسسة سونلغاز -المدية-

تمهيد:

إن الهدف الأساسي من وجود التحليل المالي للمؤسسة الإقتصادية هو البقاء في طريق الربح والنمو، ولتجسيد ذلك لابد من إيجاد قالب تنظيمي يضمن التوزيع المتناسق لتحديد الهيكل المالي بصفة تكاملية وكذا يجب تبني نمط تسيير استراتيجي يتصف بالفعالية والكفاءة.

وفي هذا المجال يأتي دور التحليل المالي داخل المؤسسة الإقتصادية وهي وظيفة في غاية الأهمية والحساسية كونها تمثل العصب الأساسي في المؤسسة حيث يعود إليها الدور الأساسي في مواجهة المنافسة أو التصدي لأي مستجدات جراء تأثير المحيط الخارجي.

وسوف نتطرق في دراستنا هذه الى تحليل اهم القوائم المالية في مؤسسة سونلغاز خلال السنوات (2020-2021) بعد إعطاء نبذة تاريخية عن نشأة المؤسسة وتطورها وهيكلها التنظيمي بالإضافة الى ما تهدف إليه المؤسسة، ومن خلال هذا قمنا باستخراج مختلف القوائم المالية لتحليلها واستخراج مختلف المؤشرات والنسب المالية للهيكل المالي، وقد قمنا من خلال هذا بدراستنا للمباحث التالية:

المبحث الأول: التعريف بالمؤسسة واقع الدراسة.

المبحث الثاني: تحليل الوضعية المالية للمؤسسة.

المبحث الأول: التعريف بالمؤسسة واقع الدراسة

خضعت شركة سونلغاز لكثير من التطورات والتغيرات وفق ما تمليه الظروف والمتطلبات البيئية، وفي هذا المبحث سنقدم لمحة تاريخية عن الشركة وعرض هيكلها التنظيمي، بالإضافة إلى تحديد أهداف وأهمية الشركة.

المطلب الأول: تعريف مؤسسة سونلغاز و تطورها التاريخي

أولا: التعريف بالمؤسسة

تعتبر مجموعة سونلغاز المشغل الرائد وقائد قطاع الطاقة في الجزائر، والمسؤولة عن العديد من مشاريع الطاقة. هذه الأخيرة، التي تتراوح بين إنتاج الكهرباء وإدارة شبكة الكهرباء والغاز لتوزيع وتسويق الكهرباء والغاز لصالح المستخدمين ، سواء من المحترفين والأفراد[1].

ثانيا: النشأة و التطور التاريخي

- بداية القرن العشرين، اشتركت 16 شركة في امتيازات كهربائية في الجزائر، ومجموعة ليبون (الشركة المركزية لإضاءة الغاز) وشركة الإضاءة والقوة الجزائرية (SAEF) في الوسط والغرب إلى الشرق ومصانع LEVY في قسنطينة.
- 1947 تم نقل الشركات الامتياز 16 إلى شركة تحت مسمى شركة الكهرباء والغاز الجزائريةEGA ، كلفت بإنتاج وتوزيع الطاقة الكهربائية والغاز.
- 1962 الاحتفاظ بالإطار القانوني لشركة EGA وذلك بمقتضى القانون رقم62/156 الصادر ب: 1962/12/31.
- حل شركة الكهرباء والغاز الجزائرية EGA وإنشاء الشركة الوطنية للكهرباء والغاز تحت مسمى SONELGAZ وذلك بمقتضى القانون رقم 69/059 الصادر ب: 1962/07/26، مع إبقاء نفس المهام.
- 1983 إعادة الهيكلة الأولى: ميلاد 5 شركات تابعة متخصصة في الأشغال KAHRAMA(KANAGHAZ, ETTARKHBK, INERGA, KAHRIF) بالإضافة الى شركة التصنيع AMC.
- 2004 الإعلان عن إعادة هيكلة وبرنامج توسيعي لأنشطة الإنتاج، النقل والتوزيع وتغيير الإطار القانوني لتصبح مجموعة صناعية وكذلك أصبحت SONELGAZ شركة قابضة، تم إنشاء بعض الكيانات

[1] الموقع الإلكتروني للشركة القابضة http://www.sonelgaz.dz SONELGAZ، 2022/06/06 سا 15.

المسؤولة عن أعمالها الأساسية كشركات تابعة تضمن هذه الأنشطة، الشركات الجزائرية لإنتاج الكهرباء SPA الشركة الجزائرية لإدارة شبكة نقل الكهرباء GRTE، شركة نقل الغاز الجزائرية GRTG.

- 2009 الانتهاء من اعادة الهيكلة: ليصبح المجمع يضم 39 فرع ينقسم إلى خمسة أنواع من الشركات:

❖ **الشركة المهنية والتجارية:** تعتبر هذه الشركات العمود الفقري للمجمع تضم 07 شركات وهي شركة الكهرباء SPE ،شركة نقل الكهرباءGRTE ،شركة نقل الغاز GRTG ،و04 شركات التوزيع SAD-C-E-O شركة مسير المنظومة الكهربائية OS

❖ **شركات الإنتاج:** وهي شركات متخصصة في إنتاج الكهرباء، برأسمال مختلط مع شركات دولية وتضم 04 شركات وهي شركة إنتاج الكهرباء ترقه SKT ،كودية الدرواشSKD، البرواقية، SKB سكيكدة SKS

❖ **شركات الأشغال:** تضم 07 شركات

❖ **شركات مساعدة:** هي شركات تقدم خدمات في شتى المجالات مثل خدمات الإعلام الآلي، خدمات السيارات والتجهيزات الصناعية...وتضم 15 شركة.

- 2017 إعادة هيكلة الشركات بتجميع عدة شركات أخرى في شركة واحدة وتقسم أنواع الشركات كما يلي:

❖ **الشركات الخاضعة:** يكون رأسمالها 100 من المجمع، وتضم 13 شركة (6 شركات مهنية و7 شركات أشغال)

❖ **الشركات المختلطة:** يكون رأسمالها 51 من المجمع، وتضم 07 شركات (4 شركات الإنتاج المختلطة + 3 شركات جديدة)

❖ **شركات مشاركة مع شركات مجمع سونلغاز:** هي الشركات المساعدة حسب هيكلة 2009 وتضم 20 شركة

❖ **شركات مشاركة مع شركات أخرى:** هي شركات مشاركة مع سونلغاز حسب هيكلة 2009 وتضم 5 شركات

❖ 2020 تم التوقيع على عقود إدماج وتكتل أربع شركات فرعية تابعة لمجمع سونلغاز لإلحاقها بالشركة الأم، وذلك بهدف مراجهة تنظيمها وتقليص فروعها وإعادة هيكلتها.

المطلب الثاني: أهداف ومهام وفروع مؤسسة سونلغاز

أولا: أهداف المؤسسة

تتمثل أهداف الشركة الوطنية للكهرباء و الغاز فيما يلي:

- البحث عن الفعالية في كافة الميادين وبأقل تكلفة ممكنة للطاقة الموزعة والحصول على موارد.
- توسيع النشاط وفتح باب المنافسة لجميع القطاعات التابعة للمجمع حسب الإستراتيجيات التنموية.
- استقلالية التسيير ومسايرة قوانين التارة العالمية.
- الوصول لإستقلالية مالية في تمويل الإستثمارات والمساهمة في خلق فرص العمل.
- الرفع من الآداء الإجتماعي للخدمات المقدمة لمختلف أنواع الزبائن[1].

ثانيا: مهام المؤسسة

تتمحور مهام الشركة حول:

- تكييف الشبكات الحالية مع التكنولوجيا الحديثة، من أجل البقاء دوما على إستعداد لتلبيت حاجيات الزبائن.
- تأمين الهياكل والبيانات الأساسية لمواجهة تزايد الإستهلاك وخاصة استهلاك الطاقة الكهربائية (قدرات الشبكات والمحولات الرئيسية، تأمين الخطوط من العوامل المناخية) من جهة، و التزايد المستمر في الإنتاج والحوادث واسعة النطاق.
- تلبية طلب الربط بالكهرباء والغاز في أحسن الظروف.
- المساهمة في بناء السياسة الإجتماعة إنسجاما مع قيم وأهداف الشركة.
- التماشي مع سياسة الحكومة في إطار برنامج الدولة مرافقة إنجاز مشاريع التنميو وفقا لمهام الشركة.
- توزيع الطاقة الكهربائية و الغازية عبر القنوات وضمان إحتياجات الزبائن مع توفر الشروط المطلوبة من حيث التكلفة، نوعية الخدمة والامن.
- ضمان نوعية واستمرارية الخدمة واستغلال وصيانة شبكات توزيع الكهرباء والغاز.
- تطوير شبكات توزيع الكهرباء والغاز من أجل ربط الزبائن الجدد وكذا ضمان أمن و فعالية الشبكات.
- ضمان التوازن بين العرض و الطلب على الطاقة وتسويق الكهرباء و الغاز.

[1] الموقع الإلكتروني للشركة القابضة SONELGAZ http://www.sonelgaz.dz مرجع سابق، 2022/06/06 سا 16.

ثالثا: فروع المؤسسة

I. حالة SONELGAZ

القوانين الأساسية لـ SONELGAZ محددة وترتبط بالعديد من الأوامر التالية:

- إنتاج الكهرباء ونقل الغاز وفق المرسوم رقم 47.1002 بتاريخ 05 جوان 1947 المعدل والمتجدد بموجب القانون رقم 62.157 تاريخ 31 ديسمبر 1962.
- المرسوم رقم 69.59 المؤرخ 28 جويلية1969 بشأن حل EG وإنشاء SONELGAZ.
- المرسوم رقم 91.475 الصادر في ديسمبر 1991 بشأن تحويل الطبيعة القانونية للشركة الوطنية للكهرباء والغاز إلى مؤسسة عامة صناعية وتجارية (EPIC).
- قانون الطاقة الصادر في 19 ديسمبر 2001، والذي يفتح سوق الكهرباء للمنافسة.
- القانون رقم 02-01 الصادر في 5 فيفري 2002 والمتعلق بتوزيع الكهرباء و الغاز عن طريق خطوط الأنابيب.
- يحدد المرسوم الرئاسي 11-212 المؤرخ 2 جوان 2011 حالة SONELGAZ تقوم شركة SONELGAZ القابضة بمراقبة سيطرتها على فروعها الحالية و المستقبلية.
- تكوين ومهام الجمعية العامة.
- تكوين ومهام مجلس الإدارة.

مهمة الرئيس التنفيذي لشركة SONELGAZ القابضة تظل الدولة المساهم الأكبرفي SONELGAZ SPA تمتلك الشركات التابعة لشركة SONELGAZ SPA أصولها الخاصة التي تتكون من الأعمال والسلع الأخرى التي تنقلها SONELGAZ في تاريخ إنشائها.

وبالتالي ، فإن القانون الجديد بشأن توزيع الكهرباء والغاز عبر الأنابيب قد أزال الاحتكار الفعلي الذي تمارسه SONELGAZ، باستثناء أنشطة النقل التي لديها إحتكار وتوزيع طبيعي يخضع لنظام إمتياز.

II. التغيرات الأخيرة في تنظيم SONELGAZ:

- تم تنظيم شركة Sonelgaz Holding في 4 مناطق.
- مجموعة صناعة الطاقة: مسؤولة عن متابعة الشركات التابعة للشركات CEEG، وشركات المشاركة AEC، SKH، NEAL.
- الأعمال وخدمات القطب.

- أنشطة الأنشطة الصناعية: مسؤولة عن شركات AMC.
- السلامة الداخلية للقطب.
- إعادة تنظيم شركات الإنتاج: الإمتصاص بواسطة SKS SK (البرواقية، ترجا، كوديت دراوش).
- يدعم نظام التشغيل وظيفة المشتري الواحد.
- شركة خدمات المحولة الكهربائية (SKMK): مديرية تابعة لشركة صيانة الأجهزة الصناعية(MEI).
- يتم إنشاء شركة متابعة للمراجعة والمشورة القانونية (CASEG).
- (SEEG SPA)شركة هندسة الكهرباء و الغاز السؤولة عن إدارة المشاريع والدراسات والتصرف ومراقبة الأعمال والإستقبال والتكاليف للمشاريع من أجل تحقيق وسائل وشبكات إنتاجالكهرباء والغاز.
- إعادة تنظيم التوزيع: أنشاء فرع فرعي يدعى SOCIETE ALGERIENNE توزيع الكهرباء والغاز(SAD).
- تصبح SAD شركة تابعة لشركة التوزيع الجديدة.

لهذا الغرض تطرح سونلغاز مخطط إنسيابي جديدا، وبفضل الموارد البشرية المدربة والمؤهلة، تحتل المجموعة موقعا متميزا في إقتصاد البلد.

المطلب الثالث: التعريف بوحدة التوزيع للمدية و هيكلها التنظيمي

أولا: التعريف بوحدة التوزيع للمدية

هي مؤسسة مختصة في مجال توزيع الغاز والكهرباء في مختلف أنحاء ولاية المدية، تقوم بماهامها وفقا للصلاحيات المخولة لها، وقد تم إنشاءها سنة 1971 بعدما كانت ولاية المدية تتدرج ضمن sonelgaz من طرف توزيع الوسط، مديرية البليدة.

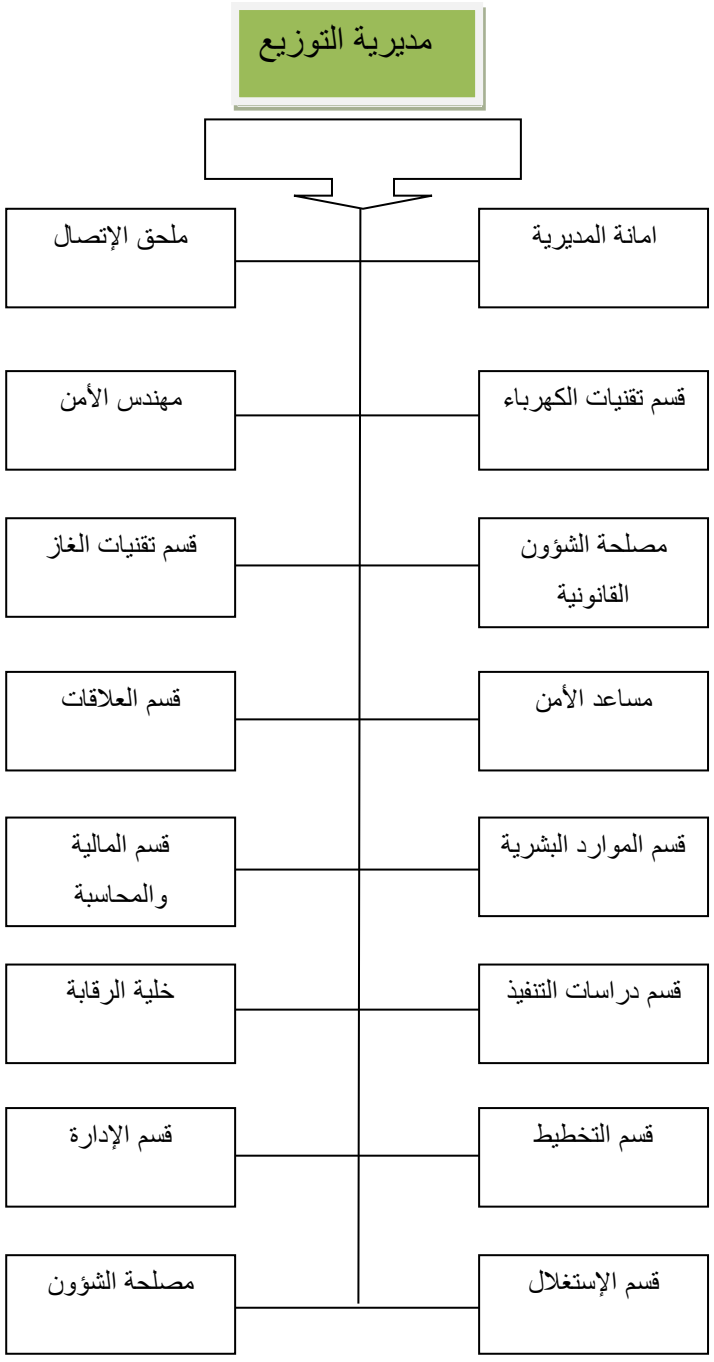
ويقع مقر مؤسسة المدية بمركز بلدية المدية.

في ظل الأهداف التي ترمي إلى وحدة التوزيع بالمدية كونها وحدة إقتصادية هدفها هو تحقيق الربح مع الأخذ بعين الإعتبار الطابع الإجتماعي وحساسية الكهرباء والغاز.

ضمان الإنتظام وتوزيع الكهرباء والغاز من حيث الوقت 24/24سا، والكمية اللازمة والنوعية الجيدة في ظروف أمنية جيدة بالنسبة للمواطن والعمال.

توسيع شبكة التوزيع وإيصالها أكبر قدر ممكن للزبائن التابعين للمنطقة[1].

الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي لمؤسسة التوزيع المدية



المصدر: قسم المالية والمحاسبة بمديرية التوزيع المدية

[1] الموقع الإلكتروني للشركة القابضة http://www.sonelgaz.dz SONELGAZ مرجع سابق.

شرح الهيكل التنظيمي للمؤسسة:

- **مديرية التوزيع:** يمثل مدير التنظيم المكلف في حدود صلاحيته بضمان توزيع الطاقة الكهربائية والغازية وايصالها الى زبائن المؤسسة في احسن الظروف والنوعية الجيدة والاستمرارية في التقديم، والسعر المناسب.
- **امانة المديرية:** يتمثل دورها في التنسيق وتوزيع المراسلات وتوجيهها بين الاقسام ومصالح الشركة.
- **مصلحة الشؤون القانونية:** لها التمثيل القانوني امام القضاة (المحكمة، المجلس القضائي، المحكمة العليا)، والتي تعمل على تنفيذ القرارات القانونية، كما تعمل على تنفيذ القضايا القانونية مثل رفع دعوى حول التعدي على ممتلكات الشركة او الشكاوي ورفع الدعوى ضد المديرية من طرف الزبائن.
- **مهندس الامن(HSE):** تستند اليه المهام التالية:
  - اعداد مخطط الزيارات المبرمجة للنشاطات التحسيسية.
  - تحضير اجتماعات لجنة النظافة والامن على مستوى المديرية.
  - السهر على تطبيق كل إجراءات الوقاية في مجال النظافة الأمن.
  - إعداد احصائيات حول حوادث الغاز والكهرباء مع المصالح التقنية.

- **ملحق الاتصال:** يقوم بالادوار التالية:
  - تحضير وتنظيم المعلومات الموجهة الى الجمهور والزبائن باستعمال كل الوسائل المتاحة.
  - المشاركة مع المديرية العامة في التظاهرات التجارية.
  - اقتراح مواضيع الاشهار و اعلام الزبائن حسب طبيعة المحلية.
  - ربط العلاقة بين الوسائل الاتصالية.

- **مساعد الامن الداخلي للمؤسسات:** ويقوم بالدور التالي:
  - المتابعة الميدانية لكل المقاييس الأمنية داخل المديرية.
  - اعداد تقرير دوري الى المسؤولين حول الوضعية الأمنية للمديرية.
  - اعداد مخطط الأمن الداخلي بالتعاون مع المصالح الامنية لولاية.

- **قسم تقنيات الكهرباء:** يهتم بمراقبة واستغلال شبكات الكهرباء، الصيانة، تطوير الشبكة، والقيام بالأشغال تحت توتر الكهرباء.
- **قسم تقنيات الغاز:** يعمل على مراقبة استغلال الشبكات الغازية.

- **قسم دراسات تنفيذ اضغال الكهرباء والغاز:** يدرس المواقع والمخططات.
- **قسم الادارة والصفقات:** المكلف ب:

- إنشاء طلبات الخاصة برخص الحفر والبناء، مخطط التشفير الخاص بمقدار الاشغال لمصلحة الدراسات.
- تسيير قروض الخاصة بأمر الدفع ومتابعة تنفيذها.
- إنشاء عناصر الاحصاء للمشاريع التقنية والمالية.
- فتح وإغلاق رخص البرامج.

- **قسم العلاقات التجارية:** الذي يضم مهام المصالح التالية:

- مصلحة تطوير المبيعات: مسؤولة على متابعة طلبات الزبون.
- مصلحة التحصيل:تهتم بكل امور الزبائن و ملفاتهم مثل فاتورة و الديون...
- مصلحة الحسابات: تهتم بكل ما يتعلق بالضغط العالي للغاز، التوتر العالي للكهرباء.

- **قسم تسير انظمة الاعلام الالي:** ويضم المهام التالية:

- تسيير وصيانة عتاد الاعلام الالي على مستوى المديرية والمصالح التقينة التابعة لها.
- طبع الفواتير الخاصة بالكهرباء و الغاز.
- تطوير احصائيات المشتريات و المبيعات.

- **قسم الموارد البشرية:** ويتهم ب:

- تكوين الموظفين وتأهيلهم.
- تسيير الموارد البشرية كالتوظيف ،الحضور، الغياب، العطل، الأجر.

- **مصلحة الشؤون العامة:** تتمثل مهامها في:

- تسير الوسائل المادية
- مراقبة و تسير النظافة وصيانة المقرات.
- تسيير بريد المديرية.
- السهر على تسيير الممتلكات المتنقلة.
- تموين مختلف المصالح.
- الاهتمام بالمشتريات.
- تنظيم حظيرة السيارات كالتامين،المتابعة،الوقود.

- **قسم تخطيط الكهرباء و الغاز:** تستند إليه المهام التالية:

- إنجاز المخطط الرئيسي لشبكة الكهرباء والغاز للمديرية.
- دراسة المخططات لإعادة التخطيط لشبكات الغاز والكهرباء.
- ضمان احتياجات المديرية بكل الدراسات الخاصة.

- انجاز طلبات الربط.
- تشكيل بنك معلومات إحتياجات الدراسة الخاصة بالكهرباء والغاز.

- **قسم المالية والمحاسبة:** تستند المهام التالية:

- تتبع حسابات الخزينة ومراقبة الظروف البنكية.
- إعداد التنبؤات للخزينة على المدى القصير.
- الرقابة على صناديق الوكالات التجارية.
- اجراء مركزية الصناديق.
- إعداد ميزانية السنوية.
- إنجاز لوحة القيادة وميزانية النشاط.
- ضمان متابعة ومراقبة العمليات المحاسبية.

- **مصلحة التفتيش والرقابة:** تستند اليها مهام عمليات التسيير لمختلف الاقسام ومدى احترام الاطار القانوني والمبادئ الاساسية لأدوات التسيير لكل قسم.

المبحث الثاني: تحليل الوضعية المالية للمؤسسة

سنحاول في هذا المبحث عرض الميزانية المالية للسنوات (2018-2019) ومن ثم الحصول على الميزانية المالية المختصرة وتحليلها عن طريق مؤشرات التوازن المالي، ومن أجل إكمال هذه الدراسة يجب التطرق إلى الجانب الواقعي لتحديد الهيكل المالي وعرض جدول حساب النتائج .

المطلب الأول: عرض الميزانية المالية والميزانية المختصرة وتحليلها عن طريق مؤشرات التوازن المالي

أولا: عرض الميزانية المالية

الميزانية عبارة عن بيان محاسبي ذو جانبين يظهر من الجانب الأول أصول الشركة ومن الجانب الثاني إلتزاماتها وحقوق مساهميها

الجدول رقم (3-1): الميزانية المالية للفترة (2020-2021)

		2020	2021
الأصول	**الأصول غير الجارية**		
	تكاليف تطوير التثبيتات	2947940,27	1473970,14
	تثبيتات عينية		
	أراضي	10034098,58	10034098,58
	تهيئة إصلاح الأراضي	27959924,40	26455918,92
	مباني	418309609,33	426322238,60
	تثبيتات نقدية	12987327539,86	13108927709,80
	تثبيتات جاري إنجازها	1639608986,32	3212271509,64
	تثبيتات عينية أخرى	1211716512,42	302991263,19
	مجموع الأصول غير الجارية	16279904620,18	18088476701,87
	الأصول الجارية		
	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	73924408,56	648665,84
	حسابات دائنة والإستخدامات المماثلة	2682873265,31	2611433474,25
	زبائن	4102991188,24	4256209620,10
	مدينون آخرون	18782411,28	37632735,72
	الضرائب	130900226,43	170671584,61
	الخزينة	137186895,66	85955368,76
	مجموع الأصول الجارية	4463785130,17	4551117957,03
	محموع الأصول	20761689750,35	22639594676,90
الخصوم	**الأموال الخاصة**		
	فارق إعادة التقييم	609178902,10	609178902,10
	النتيجة الصافية	1243461088,24	1392284981,22
	رؤوس الأموال الخاصة	10201486,06	10201486,06
	حسابات الربط بين الوحدات	14543080228,17	15065928635,74
	مجموع الأموال الخاصة	13898596555,97	14272621070,56
	الخصوم غير الجارية		
	قروض وديون مالية	96466801,17	10813375558,00
	مؤونات ومنتجات مدرجة في الحسابات	4148385249,36	4619798342,99
	مجموع الخصوم غير الجارية	4244852050,53	4727932098,57
	الخصوم الجارية		
	الموردون والحسابات الملحقة	615394542,58	1496295851,89
	الضرائب	154917659,33	272340582,28
	ديون أخرى خزينة الخصوم	1847928941,94	1870405073,60
	مجموع الخصوم الجارية	2618241143,85	3639041507,77
	مجموع الخصوم	20761689750,35	22639594676,90

المصدر : وثائق مقدمة من مؤسسة سونلغاز

من خلال الجدول رقم (3-1) نستخلص ما يلي:

I. جانب الأصول

- تزايد مجموع الأصول من سنة 2020 الى سنة 2120.
- إنخفاض نسبة المخزونات الجارية.

II. جانب الخصوم

- إرتفاع مجموع الخصوم من سنة 2020 الى سنة 2021.
- انخفاض التموينات.

وبعد عرضنا هذا للميزانية المالية للفترة (2020-2021) نقوم ببعض التغيرات والتعديلات البسيطة وذلك للوصول للميزانية حسب التحليل المالي فتصبح عناصر الميزانية كما يلي:

- أصول غير الجارية = أصول ثابتة.
- أصول الجارية = أصول متداولة.
- المخزونات الجارية = قيم الإستغلال.
- حسابات الغير = قيم قابلة للتحقيق.
- الحسابات المالية (الخزينة)= قيم جاهزة.

أما الخصوم فتصبح كما يلي:

- رؤوس اموال الخاصة = أموال خاصة.
- الخصوم غير الجارية = ديون طويلة اجل.
- الخصوم الجارية = ديون قصير اجل.

ثانيا: عرض الميزانية المالية المختصرة

انطلاقا من الميزانية المالية يمكننا استخراج الميزانية المالية المختصرة التي تعد الصورة المصغرة والموجزة للميزانية مع اخذ بعين الإعتبار القيم اكثر دلالة واستعمالا.

الجدول رقم (3-2): الميزانية المالية المختصرة للفترة (2020-2021)

		2020	2021
الأصول	أصول ثابتة	16279904620,18	18088476701,87
	أصول متداولة	4463785130,17	4551117975,03
	قيم الإستغلال	4121773599,00	4293842356,00
	قيم غير جاهزة	204824635,00	171320250,40
	قيم جاهزة	137186895,66	85955368,76
	مجموع الأصول	20761689750,35	22639594676,90
الخصوم	أموال دائمة	18134483607,03	18990553169,13
	أموال خاصة	13898596555,97	14272621070,56
	ديون طويلة الأجل	4244852050,53	4727932098,57
	ديون قصيرة الأجل	2618241143,85	3639041507,77
	مجموع الخصوم	2076168950,35	22639594676,90

المصدر : إعداد الطالب بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

من خلال الميزانية المختصرة لكل سنة يمكننا ملاحظة ما يلي:

أولا: جانب الأصول

نلاحظ بصفة عامة ان مجموع الأصول ارتفع خلال سنة 2021 ويرجع هذا الإرتفاع إلى زيادة الأصول المتداولة إضافة إلى الأصول الثابتة.

ثانيا: جانب الخصوم

نلاحظ إرتفاع الأموال الدائمة، الزيادة في الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل أيضا بدورها أدت إلى زيادة في الأموال الخاصة.

ثالثا: تحليل الميزانية المالية عن طريق مؤشرات التوازن المالي

I. رأس المال العامل FR

رأس المال العامل = الأموال الدائمة – الأصول الثابتة.

الجدول رقم (3-3): حساب رأس المال العامل

	2020	2021
الأموال الدائمة	18134483607,03	18990553169,13
الأصول الثابتة	16279904620,18	18088476701,87
رأس المال العامل	1854578986,85	902076467,26

المصدر : إعداد الطالب بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

التحليل: نلاحظ أن رأس المال العامل موجب خلال السنتين 2020-2021، وهذا يدل على أن المؤسسة إستطاعت تغطية أصولها الثابتة بأموالها الدائمة، و هذا يحقق توازن مالي على المدى القصير والمتوسط ومنه فإن المؤسسة قادرة على تلبية إحتياجات الدورة مما يجعل المؤسسة في وضع مالي مريح.

II. إحتياجات رأس المال العامل BFR

إحتياجات رأس المال العامل= (الأصول المتداولة – القيم الجاهزة)-(الديون قصيرة الأجل – التسبيقات المالية)

الجدول رقم (3-4): حساب إحتياجات رأس المال العامل

	2020	2021
الأصول المتداولة – القيم الجاهزة	4326598234,51	4465162606,27
الديون قصيرة الأجل – التسبيقات المالية	2618241143,85	3639041507,77
إحتياجات رأس المال العامل	1708357090,66	826121098,50

المصدر : إعداد الطالب بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

التحليل: نلاحظ أن إحتياجات رأس المال العامل موجبة خلال السنتين، وهذا يدل على أن موارد المؤسسة غطت كل إحتياجات الدورة، أي تحقيق فائض من الأموال حيث يساعد المؤسسة على تغطية ديونها أو تمويل مشاريع إستثمارية أخرى.

III. الخزينة الصافية TN

الخزينة الصافية= خزينة الأصول – خزينة الخصوم

الجدول رقم (3-5): حساب الخزينة الصافية

	2020	2021
خزينة الأصول	137186895,66	85955368,76
خزينة الخصوم	-	-
الخزينة الصافية	137186895,66	85955368,76

المصدر : إعداد الطالب بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

التحليل: من خلال الحسابات السابقة لاحظنا أن رأس المال العامل > إحتياجات رأس المال العامل، وهذا يدل على أن الخزينة موجبة، أي أن المؤسسة تسير خزينتها بكفاءة وفعالية ، وهذا يسمح للمؤسسة بمواجهة إلتزاماتها وإختياجاتها مع الغير.

المطلب الثاني: تحليل الميزانية عن طريق نسب الهيكلة المالية

أولا: نسب التمويل الدائم

نسبة التمويل الدائم=الأموال الدائمة/الأصول الثابتة

الجدول رقم(3-6):حساب نسبة التمويل الدائم

		2020	2021
التمويل الدائم	الأموال الدائمة	15746525497,91	16143026144,16
	الأصول الثابتة	16279904620,18	18088476701,87
	النسبة	97%	89%

المصدر : إعداد الطالب بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

التحليل: نلاحظ أن النسبة خلال سنوات الدراسة أقل من الواحد أي اقل من (100%) فهي نسبة غير ملائمة، لأن الأموال الدائمة لا تغطي الأصول الثابتة وهذا يدل على أن المؤسسة لا تحقق توازن هيكلي، أما إذا كانت أكبر من الواحد فها يدل على وجود رأس مال عامل موجب.

ثانيا: نسبة التمويل الذاتي

نسبة التمويل الذاتي=الأموال لاخاصة/الأصول الثابتة

الجدول رقم(3-7): حساب نسبة التمويل الذاتي

		2020	2021
التمويل الذاتي	الأموال الخاصة	13898596555,97	14272621070,56
	الأصول الثابتة	16279904620,18	18088476701,87
	النسبة	85%	79%

المصدر : إعداد الطالب بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

التحليل: نلاحظ أن تغطية الأموال الخاصة في السنتين أقل من الواحد وهي نقطة ضعف بالنسبة للمؤسسة، وبالتالي فإن الأموال الخاصة لم تغطي الأصول الثابتة وهذا يدل على أن الهيكل المالي للمؤسسة ليس أمثل.

ثالثا: نسب الديون إلى رأس المال

نسبة الديون إلى رأس المال= الديون / حقوق الملكية

نسبة الديون إلى رأس المال = قروض طويلة ومتوسطة اجل / حقوق الملكية

الجدول رقم (3-8): حساب نسبة الديون إلى رأس المال

		2020	2021
الديون الى رأس المال	الديون	6863093194,38	8366973606,34
	حقوق الملكية	13898596555,97	14272621070,56
	النسبة	49%	59%

المصدر : إعداد الطالب بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

التحليل: نلاحظ أن نسبة الديون إلى رأس المال خلال السنتين 2020-2021 أقل من الواحد، و هذا يعني أن للمؤسسة حرية إتخاذ القرارات الخاصة، لأن إرتفاع هذه النسبة تقيد عمليات المؤسسة ويجعلها عرضة للتدخلات والضغوطات الخارجية للدائنين منها: رفع كلفة الأموال المقرضة، وإذا فمن الضروري أن يكون توازن مناسب بين إستعمال الديون وحقوق الملكية.

رابعا: نسبة الديون إلى إجمالي اصول

نسبة الديون إلى إجمالي اصول = مجموع الديون / مجموع اصول

الجدول رقم (3-9): حساب نسبة الديون إلى إجمالي اصول

		2020	2021
الديون الى إجمالي الأصول	مجموع الديون	6863093194,38	8639314188,62
	مجموع الأصول	20761689750,35	22639594676,90
	النسبة	33%	38%

المصدر : إعداد الطالب بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

التحليل: نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن نسبة الديون إلى إجمالي الأصول خلال فترة الدراسة لم تتعدى 50% و هي النسبة المثالية، حيث إرتفاع هذه النسبة يعني إرتفاع مساهمة الإقراض في تمويل الأصول.

خامسا: نسبة الأصول لحق الملكية

نسبة الأصول لحق الملكية = مجموع الأصول/ حقوق الملكية

الجدول رقم (3-10): حساب نسبة الأصول لحق الملكية

		2020	2021
الأصول لحق الملكية	مجموع الأصول	20761689750,35	22639594676,90
	حق الملكية	13898596555,97	14272621070,56
	النسبة	149%	159%

المصدر : إعداد الطالب بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

التحليل: نلاحظ أن نسبة الأصول لحق الملكية في السنتين 2020-2021 مرتفعة جدا حيث أنه كلما كان 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.

سادسا: نسبة الإستقلالية المالية

نسبة الإستقلالية المالية = أموال الخاصة / مجموع الديون

الجدول رقم (3-11): حساب نسبة الإستقلالية المالية

		2020	2021
الإستقلالية المالية	الأموال الخاصة	13898596555,97	14272621070,56
	مجموع الديون	6863093194,38	8366973606,34
	النسبة	203%	171%

المصدر : إعداد الطالب بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

التحليل: نلاحظ أن المؤسسة قد سجلت نسبة إستقلالية مالية فاقت النسبة المرجعية، حيث سجلت 203% و 171%، و هذا يدل على أن المؤسسة مستقلة ماليا، أي أموالها الخاصة أكبر من أموالها الدائنة.

سابعا: نسبة الرفع المالي

نسبة الرفع المالي=الديون طويلة الأجل / حقوق الملكية

الجدول رقم (3-12): حساب نسبة الرفع المالي

		2020	2021
الرفع المالي	الديون طويلة الأجل	4244852050,53	4727932098,57
	حقوق الملكية	13898596555,97	14272621070,56
	النسبة	31%	33%

المصدر : إعداد الطالب بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

التحليل: تعبر هذه النسب عن المساهمة المنخفضة للديون الطويلة الأجل في الهيكل التمويلي ومنه فإن المؤسسة لا تضطر لدفع تكاليف ثابتة كبيرة جراء توجهها إلى الإقراض وضمان تخفيض التكاليف وكذا درجة المخاطرة، تعتبر هذه النسب صغيرة وهذا ناتج عن لجوء مؤسسة سونلغاز في هذه المرحلة إلى التمويل عن طريق ديون قصيرة الأجل، وقيامها بتسديد الديون الطويلة نظرا لإنخفاض هذه النسبة خلال سنتي الدراسة.

المطلب الثالث : عرض جدول حساب النتائج حسب الطبيعة للسنوات (2020-2021)

الجدول رقم (3-13): جدول حساب النتائج 2020-2021

	2020	2021
1-انتاج السنة المالية	2094095430,66	2798722460,82
2-إستهلاك السنة المالية	-1236966277,60	-1342195153,89
3-القيمة المضافة للإستغلال	857129153,06	1456587306,93
4-الفائض الإجمالي للإستغلال	-539712162,17	-140129118,80
5-النتيجة العملياتية	-1243461088,24	-1392284981,22
6-النتيجة المالية		
7-النتيجة العادية قبل الضرائب	-1243461088,24	-1382284981,22
8-النتيجة الصافية للأنشطة العادية	-124361088,24	-1392284981,22
9-النتيجة الصافية للسنة المالية	-1243461088,24	-1992284981,22

المصدر : إعداد الطالب بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

تحليل جدول حساب النتائج

- **إنتاج السنة المالية:** نلاحظ أن إنتاج السنة المالية لسنة 2020 قدر بقيمة 2094095430,66 حيث ارتفع في سنة 2021 إلى 2798722460,82 وهذا راجع إلى إرتفاع في المخزونات والمنتجات والمبيعات.
- **إستهلاك السنة المالية:** نلاحظ أن استهلاك السنة المالية للسنتين أنه سالب ويرجع هذا إلى إنخفاض المشتريات والخدمات الخارجية والذي بدوره سجل إنخفاض كبير.
- **القيمة المضافة للإستغلال:** نلاحظ إرتفاع في القيمة المضافة للإستغلال بقيمة قدرها 599458153,87، ويرجع هذا إلى إرتفاع السنة المالية.
- **الفائض الإجمالي للإستغلال:** نلاحظ ان القيمة إنخفضت في كلتا السنتين إنخفاظا ملحوظا، ويرجع هذا إلى إنخفاض مصاريف المستخدمين وأيضا إنخفاض الضرائب و الرسوم.
- **النتيجة العملياتية:** نلاحظ أن النتيجة العملياتية إنخفضت سنة من 2020 إلى سنة 2021 وذلك من (1243461088,24-) إلى (1392284981,22-) وذلك بسبب زيادة في الأعباء العملياتية الأخرى.

- **النتيجة العادية قبل الضرائب:** نلاحظ أن النتيجة العادية قبل الضرائب زادت في إنخفاض قيمتها وذلك بزيادة الأعباء والمخصصات.
- **النتيجة الصافية للسنة المالية:** نلاحظ أن المؤسسة لم تحقق ربحا و سجلت نتيجة سالبة في السنتين 2020-2021 وهذا راجع إلى تسجيل خسارة في النتيجة الصافية للأنشطة العادية.

خلاصة

حاولنا من خلال الدراسة التطبيقية التعرف على المؤسسة الجزائرية للغاز والكهرباء سونلغاز وذلك من خلال معرفت الدور الذي يلعبه التحليل المالي في تحديد هيكل المؤسسة، وذلك من خلال القيام بتحليل البيانات المتحصل عليها، إذ يعتبر هذا الفصل محاولة بسيطة لتجسيد اهم تم ما التطرق إليه في الفصول النظرية على ارض الواقع، فتطرقنا في الجزء اول الى تقديم تعريف شامل لمؤسسة سونلغاز بالإضافة إلى عرض أهم نشاطاتها و أهدافها.

أما بالنسبة للجزء الثاني قمنا بدراسة الوضعية المالية للمؤسسة من خلال عرض الميزانية المالية للسنوات 2020-2021، وقمنا بعملية التحليل باستخدام مؤشرات التوازن المالي التي تبين أن للمؤسسة هيكل مالي غير متوازن، كما تبين لنا أن للمؤسسة خزينة موجبة وهو دليل على وجود فائض تستطيع إستغلاله في مشاريع إستثمارية أخرى.

كما تبين لنا من خلال دراسة النسب المالية في نفس الفترة ان المؤسسة مستقلة ماليا وكذلك تحسن الوضع المالي للمؤسسة خلال السنوات 2020-2021.

الخاتمة

الخاتمة

يعتبر الهيكل المالي الصورة التي تعكس المصادر التمويلية المختلفة، حيث يكتسي موضوع الهيكل المالي أهمية كبيرة للمؤسسة وذلك أنه يعد من بين المواضيع ذات البحث المستمر، والحصول على هيكل مالي مناسب يعتبر من أهم انشغالات المسير المالي، فقرار التمويل الذي يتخذه المسير المالي يعتبر أداة مهمة ضمن السياسة المالية التي تسعى المؤسسة من خلالها إلى تعظيم العائد من جهة وتخفيض المخاطرة من جهة أخرى، وتشير العديد من النظريات إلى وجود نتائج متضاربة حول تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، أي وجود الهيكل المالي الأمثل من عدمه، حيث تشير بعض النظريات إلى وجود الهيكل المالي الأمثل الذي يسمح بتخفيض التكلفة وبالتالي تعظيم القيمة السوقية إلى أقصى حد ممكن، في حين تؤكد نظريات أخرى على عدم وجود هيكل مالي أمثل وأن قيمة المؤسسة محددة بحجم نشاطها وليس بهيكلها المالي.

و تتحكم في تكوين الهيكل المالي مجموعة من المحددات كيفية وكمية يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد نوع التمويل المستخدم، ولقد حاولنا في دراستنا اختبار العلاقة بين الهيكل المالي ممثلا بالديون ومحدداته (العوامل المؤثرة فيه)، ومدى إنسجام وتفسير النظريات المالية للهيكل المالي للمؤسسة، و قد أجريت هذه الدراسة على مجموعة من المؤسسات الإقتصدية، فالهدف من دراسة العوامل المؤثرة وكذا التحليل الدقيق لبدائل التمويل المتاحة لأي مؤسسة اقتصادية هو الوصول إلى قرارات مالية سليمة أكثر رشاده وعقلانية، تمكن المؤسسة من الوصول إلى هدفها الأساسي وهو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

اولا: نتائج الفرضيات

- من خلال ما تبين يوجد عدة نظريات مفسرة للهيكل المالي منها ما هو تقليدي كنظرية صافي الربح، مدخل افي ربح العمليات ومدخل موديكلياني وميلر. و منها ما هو حديث كنظرية الإفلاس، نظرية الوكالة ونظرية الإشارة، وهو ما يثبت صحة النظرية الأولى.
- تعتبر تكلفة التمويل من العوامل الرئيسية التي تأخذها المؤسسة الإقتصادية في الإعتبار عند إتخاذ القرار التمويلي قد تحققت صحتها، وذلك من خلال دراستنا للعلاقة الإرتباطية بين التمويل الذاتي وتكلفة التمويل.
- استخدام أدوات التحليل المالي كأداة لتقييم الآداء المالي للمؤسسة من اجل الوقوف على نقاط الضعف و محاولة تجنبها و اكتشاف مراكز القوة وتعزيزها، فبالتالي تعتبر هذه الفرضية صحيحة.

ثانيا: نتائج الدراسة

توصلنا من خلال دراستنا لهذا الموضوع إلى مجموعة من النتائج نذكرها فيما يلي:

- **النتائج النظرية:**

- يعبر الهيكل المالي عن المزيج في مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، و تنقسم إلى الأموال الممتلكة كالأسهم الممتازة، الأسهم العادية، الأرباح المحتجزة والأموال المقترضة كالإئتمان المصرفي، السندات.
- يتم المفاضلة بين مصادر التمويل على أساس تكلفة التمويل لكل منهما على حدا، وتتحدد هذه التكلفة بمقدار العوائد والمخاطر التي تعود على ملاك المؤسسة.
- لا بد من دراسة توازن المؤسسة المالي من اجل الحكم على الوضعية المالية للمؤسسة أي آدائها المالي باستخدام عدة أدوات من بينها النسب المالية و مؤشرات التوازن المالي.

- **النتائج التطبيقية:**

- إستطاعت مؤسسة سونلغاز المدية خلال فترة الدراسة أن تحافظ على توازنها المالي من خلال المؤشرات المالية، وهذا ما يعني أن المؤسسة إستطاعت تغطية احتياجات دورة الإستغلال وتوفير فائض يعتبر كهامش أمان لمواجهة الأخطار.
- حققت المؤسسة خزينة صافية موجبة خلال الفترة 2020-2021.
- تبين أن مؤسسة سونلغاز تحتفظ بأموال سائلة أكثر من حاجتها وهي تعتبر أموال مجمدة، على المؤسسة إستثمارها في مشاريع أخرى.
- تبين من نسب الهيكلة أن المؤسسة حافظت على الإستقلالية المالية خلال السنتين 2020-2021.
- إعتمدت المؤسسة بشكل كبير على أموالها الخاصة دون اللجوء الى الأموال الأجنبية، وهذا ما لاحظناه من خلال نسبة التمويل الخاص.

ثالثا: الإقتراحات والتوصيات

من خلال دراستنا يمكننا تقديم الإقتراحات التالية:

- استخدام أدوات التحليل المالي كأداة لتقييم الآداء المالي للمؤسسة من اجل الوقوف على نقاط الضعف و محاولة تجنبها واكتشاف مراكز القوة وتعزيزها.
- الإستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة، وكذلك إستغلال الفائض منها في الإستثمار في مجالات أخرى أو إدخارها في البنوك.

- ضرورة الإهتمام الدائم بما يجري في المحيط الإقتصادي للمؤسسة للتكيف مع الظروف السائدة والإعتماد على التحليل المالي.

رابعا: آفاق الدراسة

بعد معالجة موضوع بحثنا والذي تتمحور إشكاليته حول أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية ارتأينا انه قد تكون هناك إشكاليات أخرى تكون موضوع دراسة مواضيع مستقبلية للمهتمين بهذا المجال منها:

- أثر مصادر التمويل الخارجية على كفاءة الآداء المالي في المؤسسة الإقتصادية.
- دور تكلفة التمويل في اتخاذ القرارات الإستثمارية في المؤسسة الإقتصادية.

قائمة المراجع

أولا: الكتب

1- أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، الطبعة الأولى، دار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر،2005.
2- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، دار وائل للننشر، الطبعة الأولى، 2006.
3- اوجين بريجهام، ميشال ايرهاردت، ترجمة: سرور علي إبراهيم سرور، الإدارة المالية، دار المريخ، السعودية، 2009.
4- براق محمد، غربي حمزة، مدخل الى السياسة المالية للمؤسسة، دار الكتب والوثائق القومية، الطبعة الأولى،2014.
5- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتدأو لة في البورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر،2002.
6- حمزة الشمخي، ابراهيم الجزرأو ي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء، الاردن،1998.
7- دريد كامل آل شبيب،مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة،الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2007.
8- دريد كامل آل شهيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان،الأردن،2004.
9- دريد كامل آل شهيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان،الأردن،2004.
10- رشاد العصار وآخرون، الإدارة و التحليل المالي، دار البركة، الاردن، 2001.
11- رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة، الأردن،2007.
12- رضا صاحب، أبوحامد، إداروالمصارف (مدخل تحليلي كمي)، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2002.
13- سمير محمد عبد العزيز،التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية،1997.
14- ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر،2005.
15- طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع الأردن، ص37-38.
16- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
17- عاطف وليم أندرأو س، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الطبعة الأولى،دارالفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر،2006.
18- عبد الستار الصياح، سعود العامري، الإدارة المالية، دار النشر غير مذكورة، بلد النشر غير مذكور، سنة النشر غير مذكورة.
19- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرباقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الإدارة الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2004.
20- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل ة الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2007.
21- عبد الوهاب رميديي، علي سماي، المحاسبة المالية وفق نظام مالي ومحاسبي جديد، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2001.
22- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار حامدد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

23- عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية، النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2007.
24- علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2008.
25- غازي فلاح مومني، علي محمود حسن، محددات إختيار الهيكل المالي، شركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، دراسات العلوم الإدارية، المجلد88، العدد2، 2011.
26- فرد ويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، ترجمة عبد الرحمن دعالة، عبد الفتاح السيد النعماني، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، الجزء الثاني، 2006.
27- فرد ويستون ويوجين برجام، ترجمة: عبد الرحمان دعاله بيله، عبد الفتاح السيد سعد النعماني، التمويل الإداري، دار المريخ، السعودية، 1993.
28- مبارك لسلوس،اتسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر، 2004.
29- محمد بوتين ،المحاسبة العامة للمؤسسة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر،1994.
30- محمد صالح الحنأو ي، ابراهيم اسماعيل سلطان،الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية،1999.
31- محمد صالح الحنأو ي، طارق الشهأو ي، الإستثمار في الأو راق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2012.
32- محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2006.
33- محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، سنة النشر غير مذكورة.
34- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2008.
35- محمود عزت اللحام واخرون،الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن،2014.
36- مروان عطوى، الأسواق النقدية والمالية...في عالم النقد والمال،الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون،الجزائر،2008.
37- مصطفى نهال فريد، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر،2003.
38- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، مكتب العربي الحديث، مصر، 1999.
39- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية،مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث،الإسكندرية،2007.
40- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، المكتب العربي الحديث للتوزيع، 2006.
41- ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير(تحليل مالي)، الطبعة الأولى،مطبعة دار البعث،الجزائر،1990.
42- ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، دار المحمدية، الجزائر، 1999.
43- نور الدين خبابة، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
44- هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر، الاردن، 2000.
45- يوسف حسين يوسف، التمويل في المؤسسات الإقتصادية، الطبعة الأولى دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012.

ثانيا: المذكرات

46- إلهام حمزأو ي،أمال ساقة، محددات الهيكل المالي الإمثل في المؤسسة الاقتصادية،مذكرة تخرج ماستر علوم التسيير، جامعة المدية، 2019.
47- أنفال حدة خبيزة،تأثير الهيكل المالي على أستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستر في العلوم الإقتصادية، جمعة بسكرة،2011-2012.
48- خلفي صبرينة، مساهمة محددات الهيكل المالي في إنتعاش المؤسسات الإقتصادية، مذكرة تخرج ماستر، العلوم المالية، جامعة المدية،2014- 2015.
49- رفاع توفيق، محددات إختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة، مذكرة ماجستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2001.
50- زواوي فضيلة، تحويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر-دراسة حالة مؤسسة سونلغاز-،رسالة ماجستير(غير منشورة) تخصص مالية مؤسسة في علوم التسيير،جامعة أحمد بوقرة، بومرداس،الجزائر، 2008-2009.
51- شباح نعيمة، دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2008.
52- عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على المؤسسة : دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، رسالة ماجستر، كلية العلوم الإقتصادية،تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر،2012.
53- عقبة قطاف، اثر التشخيص المالي على تنافسية المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2009.
54- فضيلة رمضاني، المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات اختيار التمويل الأمثل، مذكرة ماجستر في علوم التسيير، جامعة الجزائر2013،03-2014.
55- محمد بوشوشة، مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستر إقتصاد وتسيير المؤسسة، غير منشورة، جامعة بسكرة 2007.
56- محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، دار وائل، الطبعة الثانية، الاردن، 2006.

ثالثا: المداخلات

57- دادن عبد الغاني، و آخرون، مداخلة بعنوان دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، الجزائر: 2003.
58- مليكة زغيب، مداخلة بعنوان تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2005.

رابعا: الكتب الأجنبية

59- Jacques Masson, La gestion financière des entreprises, première édition, presses universitaires de France, paris, France, 1974,p 143.
60- Jean barreau, Jacquline delahye, op.cit , p 169.

61- Jean marie gagnon, Nabil khoury, traité de gestion financière, édition 1ESKA, 2 ème édition, France: 1981, p,95.

خامسا: المجلات

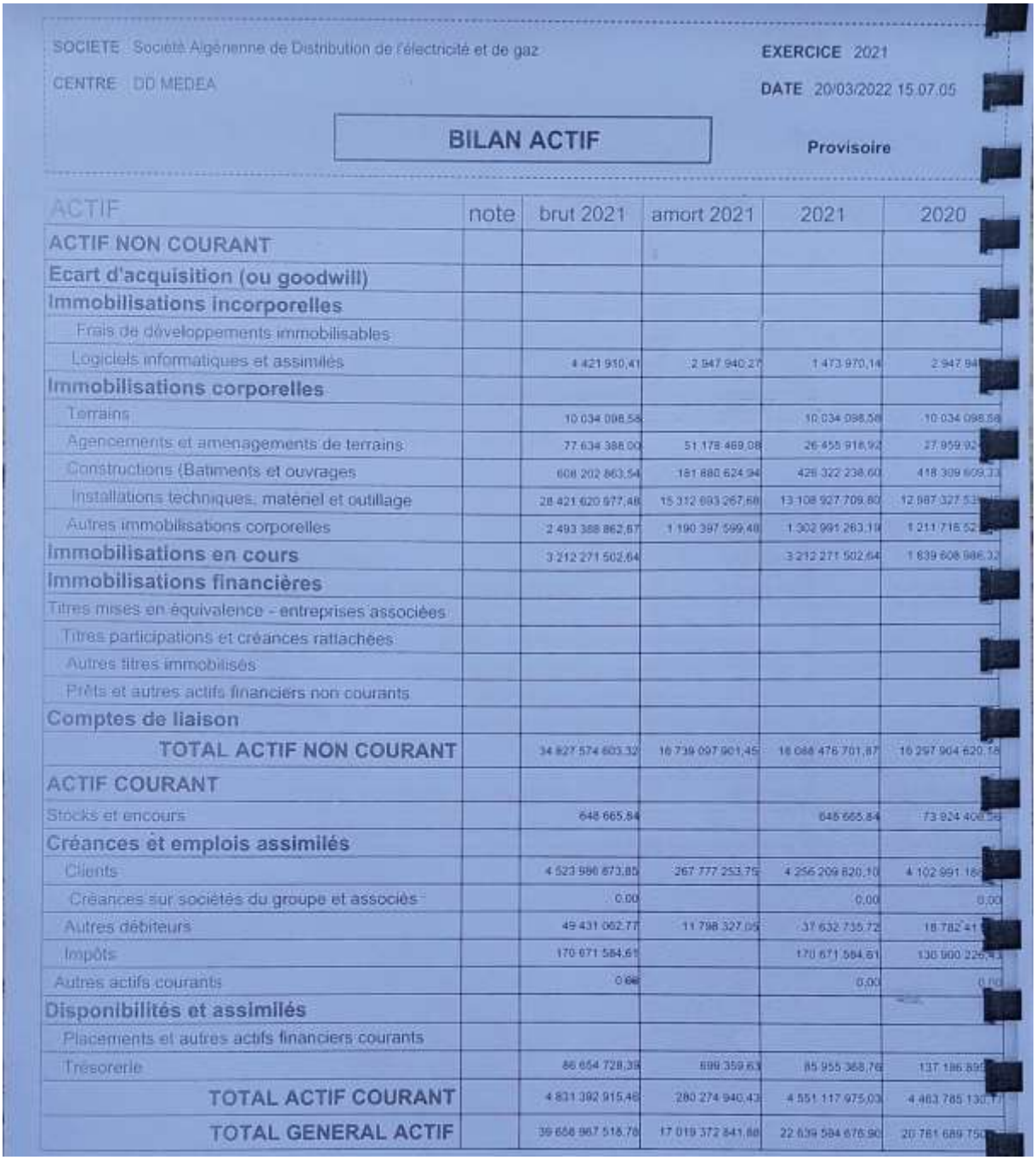
62- حمزة الزبيدي،وحسين سلامة، إختبار بعض العوامل المحددة لهياكل رأس المال، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الإقتصاد والإدارة، العدد1، 2014.
63- قصي علي عمار،العوامل المحددة لقرار الهيكل المالي في شركات امساهمة العامة دراسة ميدانية على الشركات الخاضعة لإشراف هيئة الأو راق والأسواق المالية السورية للفترة (2007-2011)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، جامعة تشرين اللاذقية، سوريا، العدد2016،03.
64- نجمة بوفليسي، العوامل المحددة لهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية العدد12، 216، جامعة 20أو ت1955، سكيكدة.

خامسا: المواقع الإلكترونية

65- الموقع الإلكتروني للشركة القابضة SONELGAZ http://www.sonelgaz.dz

الملاحق

الملحق رقم (1): جانب الأصول من الميزانية 2020-2021



SOCIETE : Société Algérienne de Distribution de l'électricité et de gaz — EXERCICE 2021

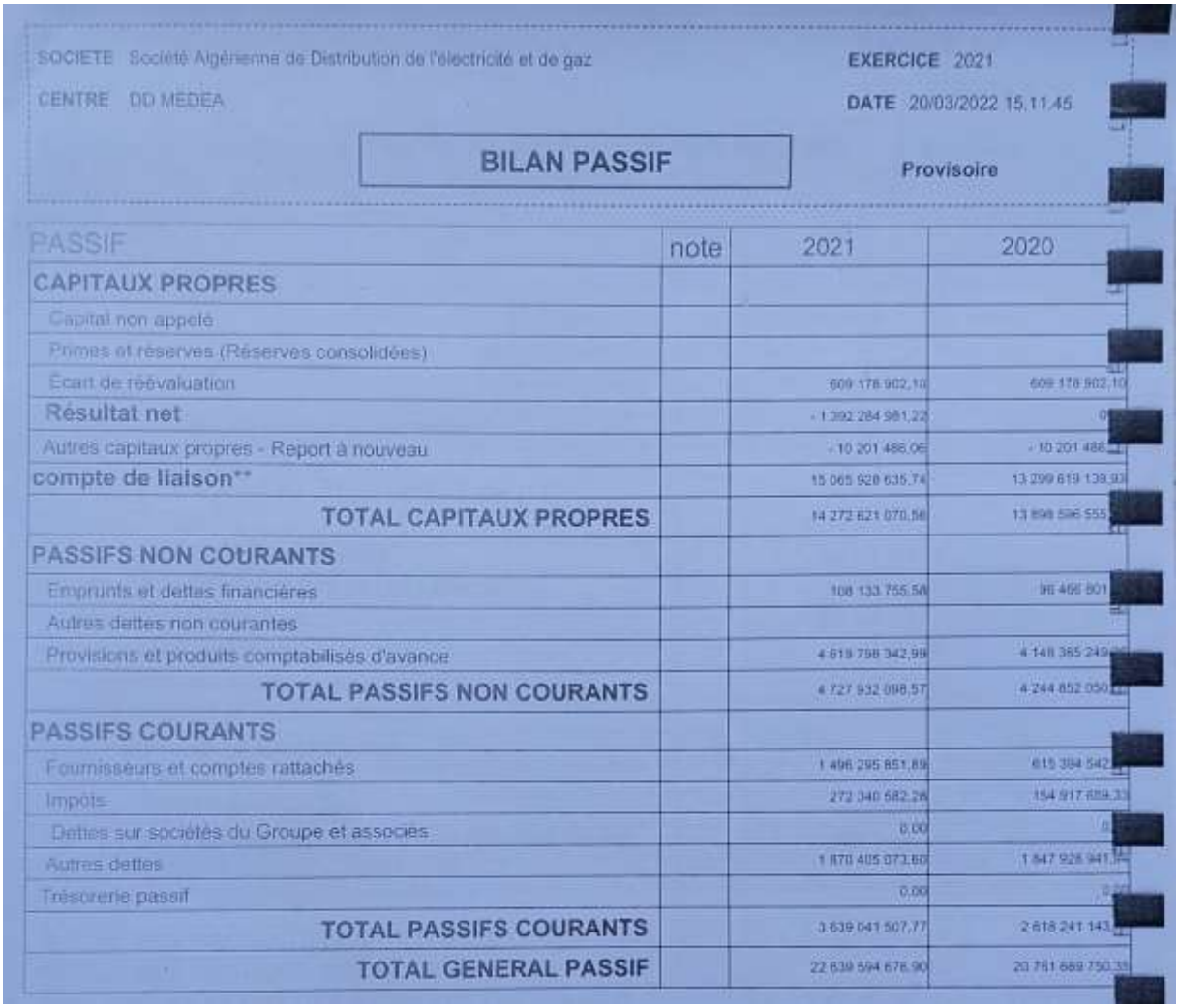
CENTRE : DD MEDEA — DATE 20/03/2022 15:07:05

BILAN ACTIF

Provisoire

ACTIF	note	brut 2021	amort 2021	2021	2020
ACTIF NON COURANT					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles					
Frais de développements immobilisables					
Logiciels informatiques et assimilés		4 421 910,41	2 947 940,27	1 473 970,14	2 947 94
Immobilisations corporelles					
Terrains		10 034 098,58		10 034 098,58	10 034 098,58
Agencements et amenagements de terrains		77 634 388,00	51 178 469,08	26 455 918,92	27 959 92
Constructions (Batiments et ouvrages		608 202 863,54	181 880 624,94	426 322 238,60	418 309 609,33
Installations techniques, matériel et outillage		28 421 620 977,48	15 312 693 267,68	13 108 927 709,80	12 887 327 53
Autres immobilisations corporelles		2 493 388 862,67	1 190 397 599,48	1 302 991 263,19	1 211 716 52
Immobilisations en cours		3 212 271 502,64		3 212 271 502,64	1 639 608 986,32
Immobilisations financières					
Titres mises en équivalence - entreprises associées					
Titres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants					
Comptes de liaison					
TOTAL ACTIF NON COURANT		34 827 574 603,32	16 739 097 901,45	18 088 476 701,87	16 297 904 620,18
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		648 665,84		648 665,84	73 924 406,58
Créances et emplois assimilés					
Clients		4 523 986 873,85	267 777 253,75	4 256 209 620,10	4 102 991 18
Créances sur sociétés du groupe et associés		0,00		0,00	0,00
Autres débiteurs		49 431 062,77	11 798 327,05	37 632 735,72	18 782 41
Impôts		170 671 584,61		170 671 584,61	130 900 226,43
Autres actifs courants		0,00		0,00	0,00
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		86 654 728,39	699 359,63	85 955 368,76	137 186 89
TOTAL ACTIF COURANT		4 831 392 915,46	280 274 940,43	4 551 117 975,03	4 463 785 130,17
TOTAL GENERAL ACTIF		39 658 967 518,78	17 019 372 841,88	22 639 594 676,90	20 761 689 750

الملحق رقم (2): جانب الخصوم من الميزانية 2020-2021



SOCIETE Société Algérienne de Distribution de l'électricité et de gaz — EXERCICE 2021

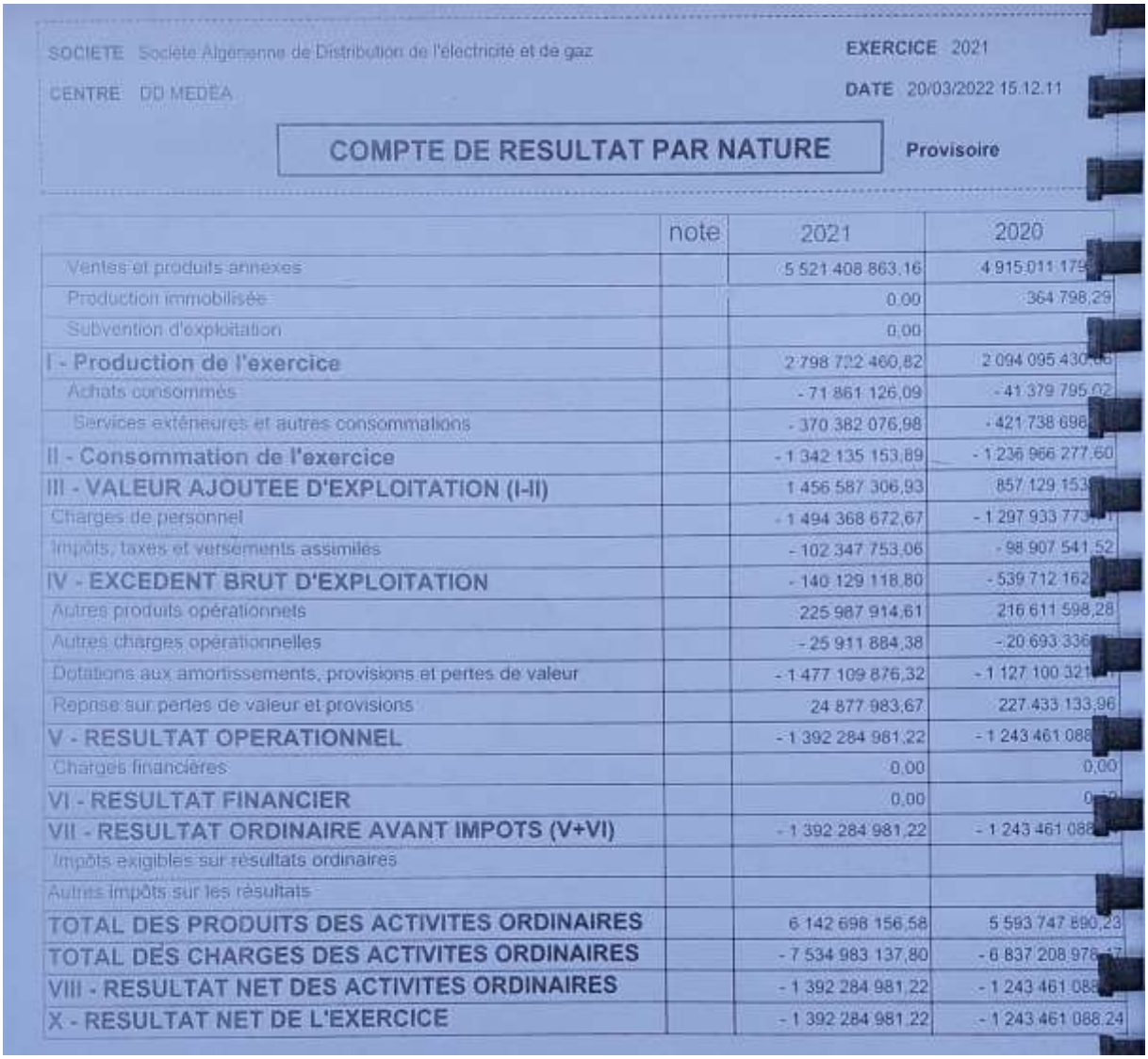
CENTRE DD MEDEA — DATE 20/03/2022 15.11.45

BILAN PASSIF

Provisoire

PASSIF	note	2021	2020
CAPITAUX PROPRES			
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées)			
Ecart de réévaluation		609 178 902,10	609 178 902,10
Résultat net		- 1 392 284 981,22	0
Autres capitaux propres - Report à nouveau		- 10 201 486,06	- 10 201 486,06
compte de liaison**		15 065 928 635,74	13 299 619 139,93
TOTAL CAPITAUX PROPRES		14 272 621 070,56	13 898 596 555,77
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		108 133 755,58	98 466 801,00
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés d'avance		4 619 798 342,99	4 148 385 249,00
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		4 727 932 098,57	4 244 852 050,00
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		1 496 295 851,89	615 394 542,00
Impôts		272 340 582,28	154 917 659,33
Dettes sur sociétés du Groupe et associés		0,00	0,00
Autres dettes		1 870 405 073,60	1 847 928 941,00
Trésorerie passif		0,00	0,00
TOTAL PASSIFS COURANTS		3 639 041 507,77	2 618 241 143,00
TOTAL GENERAL PASSIF		22 639 594 676,90	20 761 689 750,77

الملحق رقم (3): جدول حساب النتائج 2020-2021



SOCIETE Societe Algerienne de Distribution de l'electricite et de gaz — EXERCICE 2021

CENTRE DD MEDEA — DATE 20/03/2022 15.12.11

COMPTE DE RESULTAT PAR NATURE

Provisoire

	note	2021	2020
Ventes et produits annexes		5 521 408 863,16	4 915 011 179
Production immobilisée		0,00	364 798,29
Subvention d'exploitation		0,00	
I - Production de l'exercice		2 798 722 460,82	2 094 095 430
Achats consommés		- 71 861 126,09	- 41 379 795,02
Services extérieures et autres consommations		- 370 382 076,98	- 421 738 698
II - Consommation de l'exercice		- 1 342 135 153,89	- 1 236 966 277,60
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		1 456 587 306,93	857 129 153
Charges de personnel		- 1 494 368 672,67	- 1 297 933 773
Impôts, taxes et versements assimilés		- 102 347 753,06	- 98 907 541,52
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		- 140 129 118,80	- 539 712 162
Autres produits opérationnels		225 987 914,61	216 611 598,28
Autres charges opérationnelles		- 25 911 884,38	- 20 693 336
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		- 1 477 109 876,32	- 1 127 100 321
Reprise sur pertes de valeur et provisions		24 877 983,67	227 433 133,96
V - RESULTAT OPERATIONNEL		- 1 392 284 981,22	- 1 243 461 088
Charges financières		0,00	0,00
VI - RESULTAT FINANCIER		0,00	0
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		- 1 392 284 981,22	- 1 243 461 088
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			
Autres impôts sur les résultats			
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		6 142 698 156,58	5 593 747 890,23
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 7 534 983 137,80	- 6 837 208 978
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 1 392 284 981,22	- 1 243 461 088
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		- 1 392 284 981,22	- 1 243 461 088,24