جامعة يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

أمثلية هيكل التمويل ومحددات اختياره في المؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة مؤسسة سونلغاز فرع التوزيع بالمدية (2019/2021)

من إعداد الطالبتين:

سحنون نبيلة

مبرك سارة

تحت إشراف الأستاذة:

د.رمضاني فضيلة

أعضاء لجنة المناقشة:

د.رمضاني فضيلة	مشرفا ومقررا
ضويفي شفيقة	الممتحن الأول
بعليش شهيرة	الممتحن الثاني

السنة الجامعية: 2023/2022

شكر وعرفان

الشكر والحمد لله به تتم كل النعم والمنايا، نشكره ونحمده

على توفيقنا

يسرنا أن نتقدم بجزيل الشكر إلى كل من ساعدنا على إتمام هذا العمل

من قريب أو بعيد أخص بالذكر الأستاذة الفاضلة

"رمضاني فضيلة"

التي لم تبخل علينا ووجهتنا في الاتجاه الصحيح و إلى كل الأساتذة

الذين رافقونا خلال المشوار

الدراسي في الجامعة.

إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى:

كل من سهر على وصولي إلى ما أنا عليه اليوم، كل من علمني حرفا في هذه المسيرة العلمية

إلى أبي الغالي رحمه الله وأسكنه فسيح جنانه

إلى أمي العزيزة

إلى إخوتي الذين لم يبخلوا علي بالدعم والنصيحة إلى كل الأصدقاء الذين مررت بهم

نبيلة

إهداء

إلى ملاكي في الحياة، إلى من اجتهدت وحرصت على نشأتي وتربيتي، إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أغلى الحبايب: أمي الغالية.

إلى منبع فخري واعتزازي وقدوتي في الحياة، إلى من كان خير مرشد لي نحو العلم والمعرفة

إلى من علمني أن الحياة صبر وعطاء: أبي الغالي.

إلى من هم سندي في الحياة، وأتقاسم معهم أجواء المحبة الأسرية، ومن ساندوني بالدعم المادي والمعنوي:

إخوتي وأخواتي: سفيان، حمزة، وليد، منى، فاطمة، نسرين.

إلى من أينعت أوراق الزهور بولادتها وغمرت بيتنا سعادة بوجودها: توبة.

إلى صديقتي التي ضلت صديقتي قولاً وفعلاً، أدام الله لي قلبك وأطال الله لي في عمرك: إيمان.

إلى اللواتي شاركنني غرفتي في الإقامة الجامعية لصديقاتي العزيزات: صفية، ليندة.

إلى زميلتي ومن قاسمتني إيجابيات وعقبات إنجاز هاته المذكرة: نبيلة.

إلى من لم تدخر جهدا في مساعدتنا: الأستاذة رمضاني فضيلة.

سارة

ملخص

إن هيكل تمويل أي مؤسسة ينطوي على مصادرها التمويلية المتاحة المختلفة ذات الشروط والخصائص المعقولة، التي تضمن لها الاستمرار والتقدم في نشاطها،الأمر الذي أدى إلى إثارة جدل كبير حول اختيار هيكل التمويل، ووجود هيكل مثالي من عدمه، وقدرته على التأثير في قيمة المؤسسة السوقية،ولقد تنوعت وجهات النظر المعالجة للهيكل المالي للمؤسسة، ولعلنا نجد أشهرها دراسة موديكلياني وميلر التي توصلت إلى نفي وجود هيكل مالي أمثل، وفكرة أن زيادة الاقتراض يعظم قيمة المؤسسة المزعومة، وعدم تأثيره عليها في الواقع، حيث مهدت هذه الدراسة الطريق لبحوث أخرى حول الهيكل المالي نجد منها: نظرية الإشارة، والتمويل التدرجي، نظرية الوكالة ... الخ.

فتمكن المؤسسة من الظفر بمردودية عالية بأقل تكلفة ومخاطرة لمصادر التمويل ما هو إلا نتاج لهيكل التمويل الأمثل، الذي تم الوصول إليه بتوليفة من العوامل الداخلية والخارجية للمؤسسة.

وقد أظفرت نتائج الدراسة إلى أنه يجب المفاضلة بين الأموال الداخلية والخارجية ن لما توفره الاستدانة من وفورات ضريبية، لتكوين هيكل مالي يعظم قيمة المؤسسة، إلا أنه واقعيا لا يوجد شيء اسمه هيكل مالي أمثل، وإنما هيكل يتناسب مع العائد والمخاطرة لكل مؤسسة على حدى.

الكلمات المفتاحية:

الهيكل المالي، هيكل رأس المال، محددات الهيكل المالي، المحيط المالي، تكلفة مصادر التمويل.

Summary

The structure of transforming any institution involves its marketing sources estabiished for the region with lengthy conditions and interests, to which they provided continuity and the oldest in its activity,which led to a great debate about the choice of financing structure,the existence of an ideal structure or not, and its ability to influence the market value of the institution, the prominent viewpoints varied about the second structure of the instition,and perhaps we find the most famous of them is the study of Moody kaliani and Meller, which concluded that there is no optimal financial structure, and the idea that increased borrowing increases the value of the alleged institution,and does not affect it reality,as this study paved the way for other researches on the structure, Universal limits: Signal theory, Transcendental Finance, Agency Theory…etc

This enables the institution to obtain high returns at the lowest cost and risk, Funding sources are only the result of the organization.

During the study it was concluded that acoparison must be made between internal and external funds, because of the savings provided by borrowing.

A tax to form a financial structure that magnifies the value of the institution, but in reality there is no such thing as an optimal financial structure, but rather astructure.

It is commens urate with the return and risk of etach institution separately.

Key words

The financial structure, the capital structure, the determinants of financial structure,the cost of funding sources.

فهرس المحتويات

العنوان	رقم الصفحة
شكر وعرفان	I
الإهداء	II
الملخص	IV
فهرس المحتويات	V
قائمة الجداول	VII
قائمة الأشكال	VIII
قائمة الملاحق	IX
مقدمة	أ–د
الفصل الأول: مصادر تمويل المؤسسة	
تمهيد	2
المبحث الأول: المحيط المالي للمؤسسة	3
المطلب الأول: النظام المالي	3
المطلب الثاني: السوق النقدي	6
المطلب الثالث: سوق رأس المال	8
المبحث الثاني: دورات المؤسسة	14
المطلب الأول: دورة التمويل	14
المطلب الثاني: دورة الاستغلال	15
المطلب الثالث: دورة الاستثمار	18
المبحث الثالث: أدوات تمويل المؤسسة وتكلفتها	19
المطلب الأول: التمويل الداخلي	19
المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجي	22
المطلب الثالث: مصادر التمويل الخارجي غير المباشر	27
المطلب الرابع: تكلفة أدوات تمويل المؤسسة	33
خلاصة الفصل	39
الفصل الثاني: الهيكل المالي للمؤسسات والنظريات المعالجة له	
تمهيد	40

المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي	**41**
المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي	**41**
المطلب الثاني: أثر الرفع المالي(الرافعة المالية الرافعة التشغيلية)	**42**
المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسة	**49**
المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي	**54**
المطلب الأول: نظريات الهيكل المالي التقليدي	**54**
المطلب الثاني: النظريات الحديثة للهيكل المالي	**60**
المبحث الثالث: محددات اختيار الهيكل التمويلي	**64**
المطلب الأول: العوامل الكمية المحددة للهيكل المالي	**64**
المطلب الثاني: العوامل الكيفية المحددة للهيكل المالي	**66**
خلاصة الفصل	**68**
الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة سونلغاز فرع التوزيع بالمدية	
تمهيد	**70**
المبحث الأول: ورقة فنية عن مؤسسة سونلغاز فرع التوزيع بالمدية	**71**
المطلب الأول: التعرف بالمؤسسة محل الدراسة	**71**
المطلب الثاني: تقديم مؤسسة سونلغاز فرع التوزيع بالمدية	**74**
المبحث الثاني: عرض القوائم المالية وتقديم الهيكل المالي لمؤسسة سونلغاز فرع التوزيع بالمدية	**80**
المطلب الأول: عرض القوائم المالية للفترة(2019-2021)	**80**
المطلب الثاني: دراسة الوضعية المالية باستخدام مؤشرات التوازن المالي	**88**
المطلب الثالث: تحليل الهيكلة المالية بواسطة النسب المالية	**90**
خلاصة الفصل	**97**
خاتمة	**94-95**
قائمة المراجع	**96-99**
الملاحق	

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
1-1	يبين الفرق بين السوق النقدي وسوق رأس المال	13
2-2	المقارنة بين مؤسستين متماثلتين في جميع البيانات ماعدا الهيكل المالي (تحليل موديكلياني وميلر)	48
3-3	الميزانية المالية الموحدة لأصول سونلغاز مديرة التوزيع بالمدية	81-80
4-3	الميزانية المالية الموحدة لخصوم سونلغاز مديرية التوزيع لكهرباء والغاز بالمدية	82-81
5-3	جدول حسابات النتائج لمديرية التوزيع للكهرباء والغاز بالمدية	84-83
6-3	الميزانية المختصرة – جانب الأصول للفترة (2019-2021)	86
7-3	الميزانية المالية المختصرة – جانب الخصوم للفترة (2019-2021)	87
8-3	تقييم الأداء المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي	89
9-3	نسب الهيكلة المالية في التحليل العمودي	91
10-3	نسب الهيكلة المالية في التحليل الأفقي	92
11-3	نسب السيولة ونسب المديونية	95

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
1-1	الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال	12
2-1	تقسيمات الأسهم وتعريفاتها	24
3-2	الاستدانة والمخاطر المتعلقة بنشاط المؤسسة	47
4-2	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض	56
5-3	الهيكل التنظيمي لمديرية التوزيع	74
6-3	الهيكل التنظيمي لقسم المالية والمحاسبة	79

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
01	الميزانية الموحدة لأصول شركة سونلغاز – وحدة المدية – لسنة 2019	106
02	الميزانية الموحدة لأصول شركة سونلغاز – وحدة المدية – لسنة 2020	107
03	الميزانية الموحدة لأصول شركة سونلغاز – وحدة المدية – لسنة 2021	108
04	الميزانية الموحدة لخصوم شركة سونلغاز – وحدة المدية – لسنة 2019	109
05	الميزانية الموحدة لخصوم شركة سونلغاز – وحدة المدية – لسنة 2020	110
06	الميزانية الموحدة لخصوم شركة سونلغاز – وحدة المدية – لسنة 2021	111
07	جدول حسابات النتائج لشركة سونلغاز – وحدة المدية–لسنة 2019	112
08	جدول حسابات النتائج لشركة سونلغاز – وحدة المدية–لسنة 2020	113
09	جدول حسابات النتائج لشركة سونلغاز – وحدة المدية–لسنة 2021	114

مقدمة

المؤسسة ككيان إقتصادي تؤثر وتتأثر مع محيطها المالي، ما يوجب عليها الاستجابة السريعة، لكل المؤثرات الداخلية والخارجية التي تحجبها من الوصول إلى أهدافها المسطرة بأقل جهد وتكلفة، ومن أكبر العوائق التي تعاني منها المؤسسات في يومنا، هي كيفية الحصول على مصادر تمويلية لتلبية احتياجاتها المالية المتنامية.

فوظيفة التمويل تعنى بدراسة كيفية الحصول على الأموال من المصادر المتاحة وكيفية الاستغلال الأمثل لها بكفاءة وفعالية، كما أنها تنطوي على قرارين مهمين:قرار الاستثمار وقرار التمويل معا،حيث يمكن زيادة قيمة المؤسسة اما من خلال قرارات إستثمارية ينتج عنها زيادة تدفقات الخزينة الصافية،اومن خلال قرارات التمويل ينجم عنها تخفيض تكلفة الأموال الى أدنى حد ممكن او كلاهما معا وباعتبار المؤسسة مركزا للقرار،فانها تقوم بارساء جملة من القرارات المالية لغرض المفاضلة بينها.

وبالتالي عملية المفاضلة بين مصادر التمويل بأنواعها قصيرة، متوسطة وطويلة، داخلية أو خارجية،ومن حيث الشروط والتكلفة، تنعكس بالسلب أو الإيجاب على القرارات المتخذة ونتائجها،فعملية إختيار مزيج تمويلي تشكل مايسمى بالهيكل المالي،فوجود هيكل مالي أمثل من عدمه قد أدى إلى تضارب الأفكار ووجهات النظر بين الباحثين،ويعتبر هذا الجدل مدخلا لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، وهذا ما أدى إلى ظهور العديد من النظريات المفسرة له أهمها مودكلياني وميلر.

أولا: إشكالية البحث

من خلال ما سبق، يمكن صياغة الإشكالية التالية:

كيف يمكن للمؤسسة تخطي عائق إيجاد مصادر تمويل لاحتياجاتها لتشكيل هيكل مالي أمثل خاص بها؟

تتفرع هذه الإشكالية إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ✓ من أين تحصل المؤسسة على تمويلها؟
- ✓ ما هي أهم النظريات التي تناولت الهيكل المالي ومحددات إختياره فالمؤسسة الاقتصادية؟
- ✓ كيف يمكن دراسة الوضعية المالية لمؤسسة اقتصادية؟

ثانيا: الفرضيات

- ✓ تعتمد المؤسسة في تمويل احتياجاتها على التمويل الذاتي دون اللجوء إلى التمويل الخارجي؛

- ✓ أثيرت الكثير من الجدالات بين الباحثين حول موضوع الهيكل المالي ونذكر من النظريات التي فسرته نظرية موديكلياني وميلر، الإشارة، التقليدية؛
- ✓ إستعمال مؤشرات التوازن المالي تمكن المؤسسة من معرفة نقاط القوة والضغف والعمل على تجاوزها.

ثالثا: دوافع إختيار الموضوع

هناك عدة أسباب لاختيار الموضوع منها ماهو ذاتي،ومنها ماهو موضوعي يمكن إيجازها في مايلي:

- ✓ الرغبة الشخصية في دراسة الموضوع كونه مرتبط بمجال تخصصنا؛
- ✓ الرغبة في إثراء المعارف العلمية حول هذا الموضوع؛
- ✓ للوصول إلى إجابة التساؤل عن وجود هيكل مالي أمثل من عدمه، بالإضافة إلى دوافع أخرى علمية.

رابعا: أهداف الدراسة

- ✓ للوقوف على ما إذا كان ماتم دراسته نظريا يمكن تطبيقه عمليا؛
- ✓ عرض أنواع مصادر التمويل المتاحة؛
- ✓ ذكر أهم محددات هيكل التمويل؛
- ✓ عرض مختلف النظريات المعالجة للهيكل التمويلي.

خامسا: الدراسات السابقة

كانت هناك دراسات مختلفة لموضوع الهيكل المالي سواءً، مجلات، كتب، مذكرات.

1. **سياسة تمويل المؤسسات الصغيرة والكبيرة في الجزائر:دراسة ميدانية،** أطروحة دكتوراه من إعداد الباحث يوسف قريشي،جامعة الجزائر،2005،كانت تهدف هذه الأطروحة إلى دراسة ميدانية حول هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتوصل الباحث إلى أن نظرية الوكالة ودورة حياة المؤسسة والتمويل التدريجي تحتل أهمية بالغة في تفسير اختيارات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
2. **نحو اختيار الهيكل التمويلي الامثل للمؤسسة الإقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال،**مذكرة لنيل شهادة الماجستير، من إعداد الباحث محمد شعبان، الجزائر، 2010، حيث خلصت هذه الدراسة الى نتائج أهمها أن الهياكل المالية للمؤسسات تتكون من صنفين أساسيين، هما أموال الملكية وأموال الإستدانة، كما

تتدخل مجموعة كبيرة من العوامل في تحديد وإختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة الإقتصادية التي من بينها العوامل التي يفرضها المحيط الخارجي.

3. **المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات اختيار التمويل الأمثل، دراسة حالة المؤسسة الوطنية لتسويق وتوزيع المواد البترولية نفطال**، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، من إعداد الباحثة رمضاني فضيلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2014/2013، واهتمت بدراسة كيف يمكن للمؤسسة تكوين الهيكل المالي لها عن طريق المزج بين الأموال الداخلية والخارجية والتوليف الأمثل الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.
4. **العوامل المحددة بناء الهيكل المالي للمؤسسة، دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية**، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، من إعداد الباحثة شرابي باية كنزة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، "جامعة الجزائر "، سنة 2014، واهتمت بدراسة فيما تتمثل العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الجزائرية وطبيعة العلاقة التي تربطها به.
5. **أهمية التحليل المالي في تحديد الهيكل المالي، دراسة حالة شركة التوزيع للكهرباء والغاز وكالة المدية**، من إعداد الباحث ميجي عبد السميع، جامعة المدية، سنة2017، وتمحورت إشكالية الدراسة حول كيف يمكن للتحليل المالي أن يكون أداة في تحديد الهيكل المالي؟ وهدفت الدراسة إلى توضيح أهمية التحليل المالي كونه تقنية من تقنيات عملية اتخاذ القرار، إبراز 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، بالإضافة إلى تحليل القوائم المالية يساعد على تقييم أداء المؤسسات باعتبارها القاعدة المعلوماتية بحيث يظهر التحليل المالي تلك المعلومات بنقاط القوة والضعف للمؤسسة.

سادسا: المنهج والأدوات المستخدمة

اعتمدنا في دراسة موضوعنا على المنهج الوصفي التحليلي حيث تم استعمال المنهج الوصفي في الجانب النظري للوقوف على مختلف المفاهيم وكذلك الإجابة على الإشكالية، والمنهج التحليلي في دراسة الحالة وذلك لتحليل المعلومات والوثائق، وقد اعتمدنا على مختلف المراجع والمصادر المتاحة.

سابعا:حدود الدراسة

الإطار المكاني: اعتمدنا في دراستنا على مؤسسة سونلغاز بالمدية من اجل تطبيق الجانب النظري على الواقع التطبيقي.

الإطار الزماني: من اجل تحليل مختلف التقارير للنشاط في الفرع المالي لمؤسسة سونلغاز ودراسة الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام مؤشرات التوازن المالي وذالك باستخدام القوائم المالية للفترة 2019الى 2021.

ثامنا: صعوبات البحث

من العوائق التي واجهتنا في موضوعنا قلة المعلومات الخاصة بالجانب التطبيقي والتي تتمثل في المعلومات المالية للمؤسسة محل الدراسة وذلك لسريتها، وعدم التصريح بها.

تاسعا:هيكل البحث

لقد قمنا بتحليل إشكالية بحثنا واختبار صحة الفرضيات المقدمة في إطار ثلاثة فصول كالتالي:

الفصل الأول: خصص للتعريف بمصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، وتم تقسيمه إلى ثلاث مباحث رئيسية، حيث خصص المبحث الأول للمحيط المالي للمؤسسة، أما المبحث الثاني، فقد خصص لذكر مختلف دورات المؤسسة، أما المبحث الأخير فقد تم ذكر أدوات تمويلها المؤسسة وتكلفتها.

الفصل الثاني: خصص لدراسة الهيكل المالي للمؤسسة والنظريات المعالجة له، وتم تقسيمه إلى ثلاث مباحث،حيث خصص المبحث الأول ماهية الهيكل المالي، أما الثاني، فقد خصص لنظريات المفسرة للهيكل المالي،أما المبحث الأخير فقد تم ذكر محددات اختيار الهيكل التمويلي الأمثل.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية التي سعينا من خلالها إلي محاولة تطبيق ما تطرقنا إليه نظريا في الفصول السابقة على المؤسسة محل الدراسة،وهذا من خلال دراسة مختلف القوائم المالية للفترة (2019-2021)، حيث تم من خلال المبحث الأول التعريف بالمؤسسة بشكل عام، والمبحث الثاني دراسة الوضعية للمؤسسة بمختلف مؤشرات التوازن.

الفصل الأول:

مصادر تمويل المؤسسة

تمهيد

تحتاج أي مؤسسة اقتصادية لمزاولة نشاطها والاستمرار فيه إلى مصدر تمويلي لتغطية احتياجاتها، وبالتالي عليها أن تختار بين اثنين من بدائل التمويل الأساسية، إما اللجوء إلى التمويل الذاتي، أو التمويل الخارجي، ويرتبط التمويل بحجم المؤسسة أيضا ويعتبر أحد القرارات المالية المهمة، وذات الصلة الوثيقة بهدف المؤسسة والمتمثل في تعظيم قيمتها السوقية، وعليه وجب اختيار المزيج المناسب لمصادر التمويل المختلفة.

ومن خلال هذا الفصل سنتطرق إلى ذكر العناصر الأتية:

المبحث الأول: المحيط المالي للمؤسسة.

المبحث الثاني: دورات المؤسسة.

المبحث الثالث: أدوات تمويل المؤسسة وتكلفتها.

المبحث الأول: المحيط المالي للمؤسسة

تؤثر في المؤسسات الاقتصادية عوامل ومتغيرات متنوعة يكون مجموعها ما يسمى بالمحيط الذي يعتبر المكان الذي تنمو فيه وتنشأ المؤسسة، فيؤثر عليها ويتأثر بها باعتبار أن هذه الأخيرة تستقطب مواردها من هذا المحيط وتصب فيه بالمقابل ما يمكن أن ينتج عن استخدام هذه الموارد.

المطلب الأول: النظام المالي

سيتم من خلال هذا المطلب التعرف على ماهية النظام المالي وماهيةالوساطة المالية

أولا: تعريف النظام المالي

يعتبر النظام المالي من أهم مقومات اقتصاد الدول لأنه أحد المكونات الأساسية له، فهو يوضح قدرتها المالية والاقتصادية باعتباره القناة التي يتم عبرها انتقال الأموال بين وحداته الاقتصادية عن طريق مجموعة من الوسائل والأوراق المالية والتي تساهم في التنمية الاقتصادية.

وقد عرف النظام المالي بأنه:

النظام الذي يتألف من عدد من العناصر المختلفة وإن كانت مترابطة في ذات الوقت، وهي البنية التحتية (النظم القانونية، ونظم المدفوعات، ونظم التسوية، والنظم المحاسبية) والمؤسسات (البنوك وشركات الأوراق المالية، والمؤسسات الاستثمارية) والأسواق (الأسهم، السندات، والمشتقات).[1]

كما عرفه زافي بودي ورو لرب مارتين:

النظام المالي هو مجموعة الأسواق والوسطاء التي يستخدمها كل من الأفراد، الشركات والدولة، لتحسين قراراتهم المالية.

ومن خلال التعريفين السابقين يمكن تعريف النظام المالي على أنه:

مجموعة من المؤسسات سواء كانوا وسطاء ماليون أو أسواق مالية والتي تسمح بتخصيص الموارد المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب الحاجة إلى التمويل وهناك بعد كمي للنظام المالي حيث يجب على هذا الأخير توفير حاجات

[1] غازي سيناسي، **الحفاظ على الاستقرار المالي، سلسلة قضايا اقتصادية**، العدد36،صندوق نقد دولي،2005،ص:2.

التمويل من خلال عرض مجموعة متنوعة من أدوات التوظيف المالي حسب طلب طالبي وعارضي رؤوس الأموال، ومن جهة أخرى فإن الانفتاح الاقتصادي على العالم الخارجي أدى إلى ربط النظام المالي بالإدخار الخارجي من أجل تغطية حاجات التمويل الوطنية كما أن جزء من الادخار الوطني يمكن أن يوظف في الخارج.[1]

ثانيا: الوساطة المالية

تستجيب الوساطة المالية للحاجات الجديدة لأطراف العلاقة المالية، ومن أجل فهم الوساطة المالية تجدر الإشارة إلى سبب وجودها، وطبيعة الوضع المالي الذي تمثله.

ويبرر وجود الوساطة المالية طرفان أساسيان:

- ✓ أصحاب الفائض المالي وهؤلاء هم أولئك الذين تفوق مداخيلهم مجموعة النفقات التي يقومون بها، وتبعا لذلك ،فهم يمثلون الطرف الذي له القدرة على التمويل، والأهداف التي تحركهم هي محاولة البحث عن أفضل التوظيفات لهذه الفوائض.
- ✓ أصحاب العجز المالي، وهؤلاء على عكس الطرف الأول يفوق فيها نفقاتهم في العادة مجموع المداخيل التي يحصلون عليها، وبالتالي يجدون أنفسهم في حاجة مستمرة إلى أموال لتغطية عجزهم، ولذلك فهم يمثلون الطرف الذي له حاجة إلى التمويل.

وفي ظل هذه الأوضاع إذ يمكن تعريفها في إطار السعي الدائم لكل أطراف العلاقة لتلبية حاجاتهم وتحقيق أهدافهم، فالوساطة المالية هي تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، تقوم هذه الهيئات بتعبئة الادخارات (الفوائض المالية) الخاصة بالأفراد والمؤسسات من جهة والقيام بمنح قروض إلى أطراف أخرى وبهذه الطريقة فهي تكون بين طرفين متناقضين في أوضاعهما الحالية وأهدافهما المستقبلية.[2]

ويمكن التمييز بين نوعين من الوساطة المالية، وهذا حسب نوع المؤسسات التي تقدم بواسطتها: مؤسسات مالية نقدية (البنوك) ومؤسسات مالية غير نقدية.

---

[1] عبد الرزاق بن الزاوي وعبد الرزاق كبوط،**العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي والإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج**،ورقة بحثية، الملتقى الدولي الأول، النظام المالي والنمو الاقتصادي، المدرسة العليا للتجارة الجزائر،ماي2014،ص3.

[2] الطاهر لطرش،**تقنيات البنوك دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية، الجزائر**، الطبعة 3، ديوان المطبوعات الجامعية،2004/9،ص ص:6-7.

1. **المؤسسات المالية النقدية:** يصنف هذا النوع من المؤسسات إلى نوعين:

1.1. **البنك المركزي:** يعرف ببنك البنوك أو البنك المركزي، حيث يتكفل بالإصدار النقدي، ويشرف على التسيير النقدي وعلى كل البنوك العاملة في الاقتصاد من خلال إعادة تمويلها عند الضرورة، ويقدم التسبيقات الضرورية للحكومة في إطار القوانين السائدة فهو الملجأ الأخير للإقراض.

2.1. **البنوك التجارية:** تسمى بمؤسسات الودائع، وهي مؤسسات مالية يتمثل موردها الرئيسي في الودائع ومدخرات الأفراد والعائلات والمؤسسات والحكومة، ما يتيح لها إنشاء نقود الودائع، التي هي المؤسسات المالية الوحيدة التي يخول لها هذا.

2. **المؤسسات المالية غير النقدية:** لا تعني تسميتها أنها لا تستعمل النقود، وإنما لا تقوم بإنشائها خلافا للمؤسسات المالية النقدية لعدم تلقيها لودائع الأفراد، حيث تستعمل رؤوس أموالها الخاصة ومواردها من نشاطاتها التمويلية لتقديم قروض متوسطة وطويلة الأجل إضافة لعمليات التوظيف المالي " إصدار الأسهم " ومن هذه المؤسسات نذكر ما يلي:

1.2. **شركات التأمين:** هي عبارة عن مؤسسات مالية متخصصة،إذ تقوم بتعويض المؤمنين عن الخسائر التي تلتحق بالأحداث المؤمن عنها، وتكون هذه التعويضات من مساهمات المؤمنين جميعا من خلال دفعهم لأقساط التأمين التي تشكل عوائد شركات التأمين إضافة للأموال الناجمة عن استثمار أموالها.

2.2. **صناديق التقاعد:** هي مؤسسات غير نقدية تجمع اقتطاعات العمال التي يساهمون بها، وتقوم بإقراضها لمن يحتاج لها من المستثمرين مقابل فوائد أو المساهمة في رأس مال المؤسسات من خلال شراء الأوراق المالية ومقابل هذا تدفع دخولا منتظمة للذين ساهموا فيها بعد إحالتهم على التقاعد. ويوجد مثل هذه الصناديق في الجزائر والتي تعرف بصندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل، والذي أنشئ سنة 2004.

3.2. **شركات التمويل:** هي مؤسسات تقوم بجمع الأموال من خلال إصدار أسهم أو سندات أو أوراق تجارية، لتقديم قروض ذات شروط ميسرة للمستثمرين الذين يصعب عليهم الاقتراض من البنوك لضآلة قدراتهم المالية وضعف ضماناتهم.

4.2. **صناديق الاستثمار:** هي مؤسسات مالية وسيطة تقوم بجمع الموارد المالية من صغار المستثمرين (أغلبهم القطاع العائلي)، وهذا من خلال بيعها لهم حصص مشاركة مقابل أموالهم وتشتري لهم أوراق مالية في مؤسسات أخرى، وبهذا توفر لهم منافع عديدة عن طريق تخفيض تكاليف معاملات شراء الأوراق المالية وتقليل درجة المخاطر من خلال تنويع المحافظ الاستثمارية.

5.2. بنوك الاستثمار: هي عبارة عن مؤسسات مالية تعمل على تقديم الاستشارة للمشاريع حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لها من خلال إصدار الأسهم أو السندات، حيث تقوم بعرض الأوراق المالية للمشاريع للجمهور للاكتتاب وهذا بعد تقرير نوعها. ويمكن لبنك الاستثمار نفسه شراء الأوراق المالية هذه.[1]

المطلب الثاني: السوق النقدي

تناولنا في هذا المطلب السوق النقدي من خلال ثلاثة عناوين: مفهوم السوق النقدي، أدوات السوق النقدي، خصائص السوق النقدي.

أولا: تعريف السوق النقدي

يعد سوق النقد المصدر الرئيسي للتمويل قصير الأجل، فهو يوفر فرصا للمقترضين من أجل الحصول على تمويل استثماري يغطي المشاريع الاستثمارية التي ينوون القيام بها، وتلعب البنوك التجارية دورا قياديا في نشاط هذا السوق فضلا عن مجموعة من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوساطة فيه، إذ تبرز أهمية هذا النوع من الأسواق بشكل كبير في الاقتصاد والمجتمع من حيث توفير السيولة والإسهام في إدارة النقد ضمن الاقتصاد، ويتم استخدام عدد من الأدوات المالية قصيرة الأجل في سوق النقد.[2]

كما عرفت سوق النقد أيضا بأنها سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية، وهذه القروض قد تتم من خلال عقد القرض المباشر، أو من خلال الأوراق قصيرة الأجل.[3]

من خلال التعريفين السابقين نذكر تعريف شامل " السوق النقدية هي الميكانيكية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للاقتراض لفترة تقل عن عام ويتولى عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته – فوائضه – عن طريق

---

[1] رمضاني فضيلة، **المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات إختيار التمويل الأمثل(دراسة حالة المؤسسة الوطنية لتسويق وتوزيع المواد البترولية "نفطال"**، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر3، 2013-2014، ص ص:6-7.

[2] نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي،**السياسات الاقتصادية الإطار العام في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي**، مطبعة رشاد برس، بيروت،2015،ص:115.

[3] د شرياق رفيق،**الأسواق المالية**،مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة ليسانس وماستر مالية مؤسسة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8ماي 1945، قالمة،2018،ص2.

التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها فيما يشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما".[1]

ثانيا: أدوات السوق النقدي

نجد أن هناك العديد من الأدوات المتعامل بها في هذا السوق، ومن أهم هذه الأدوات المستعملة ما يلي:

1. **سندات الخزينة:** تعتبر من أهم أدوات سوق النقد لما لها من سيولة عالية، فهي أداة استثمارية قصيرة الأجل يمكن تسييلها بسهولة وبأقل كلفة، وتستخدم أساسا في تمويل العجز المؤقت بميزانية الدولة حيث يكون البنك المركزي وكيلا عن الحكومة بإصدار هذه السندات وبيعها للمتعاملين بخصم من القيمة الاسمية، وتتراوح مدتها ما بين شهر وسنة.
2. **شهادات الإيداع القابلة لتداول:** وتعد من أدوات الاستثمار المهمة في سوق النقد، وهي أداة دين يترتب لحاملها حقا على وديعة مصرفية مودعة لأجل، وتصدر عن المصارف التجارية بقيم إسمية مختلفة ولمدة مختلفة لا تزيد عن السنة الواحدة، ومقابل فائدة.
3. **الأوراق التجارية قصيرة الأجل:** وهي أوراق مالية تعد من أدوات الاستثمار وتتخذ غالبا شكل سندات، تصدر عن مؤسسات مالية ذات مراكز ائتمانية قوية، وتعد الأوراق التجارية من أقدم أدوات الاستثمار قصيرة الأجل في سوق النقد.[2]
4. **القبولات المصرفية:** وهي عبارة عن سحوبات مصرفية يستخدمها في الغالب المستوردون المحليون في استيراد بضائع أجنبية ويتأرجح تاريخ استحقاقها ما بين شهر وستة أشهر.
5. **اتفاقيات إعادة الشراء:** وهي اتفاق بين جهة مانحة للقروض من ناحية مثل: البنوك، وجهة مقترضة من ناحية أخرى إذ تقوم الجهة المقرضة ببيع الأوراق المالية التي تملكها (أسهم، سندات، اذونات ...)، إلى

البنك مثلا بسعر محدد وتتعهد الشركة أو الجهة المقرضة بموجب هذا الاتفاق بشراء هذه الأوراق بسعر أعلى في تاريخ محدد وتتأرجح مدة الاتفاقية بين 4أيام إلى 13يوم.[3]

[1] عبد المنعم محمد مبارك ومحمود يونس،**إقتصاديات النقود والصيرفة والتجارة الدولية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1996،ص:100.

[2] نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي،مرجع سابق، ص :116.

[3] حيدر يونس كاظم، **الفكر الحديث في السياسات الاقتصادية**،كربلاء للنشر المقدسة: مركز كربلاء للدراسات، 2016،ص180.

ثالثا: خصائص السوق النقدي

لسوق النقدي عدة خصائص تميزه عن غيره من الأسواق، ومن بينها نذكر ما يلي:

1. **انخفاض مستويات المخاطر السوقية:** يتسم السوق النقدي بتدني درجة المخاطر السوقية نتيجة انخفاض احتمالات تراجع أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، نظرا لكونها أوراق قصيرة الأجل، لذا تترك التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة أو نتيجة أية متغيرات اقتصادية أو مالية أخرى أثاراً محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها عند الإستحقاق شبه مؤكدة.
2. **انخفاض مستويات المخاطر الائتمانية:** ترتبط المخاطر الائتمانية باحتمال عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، وفي سوق النقد حيث الأدوات المتداولة فيه صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك المركزية، أو البنوك التجارية، أو المؤسسات الحكومية، فإن مخاطر التعثر أو عدم السداد جد منخفضة.[1]

يمتاز السوق النقدي بمرونته وسيولته العالية نظراً لأن معاملته تقل مدته عن سنة.

المطلب الثالث: سوق رأس المال

يقوم بدور هام في الحياة المالية للمؤسسة، حيث تنشأ بينهما عدة تعاملات مالية فسوق المال يعتبر مصدر أساسي للرفع في رأس المال، ومعيار هام تتحدد من خلاله القيمة السوقية كما يعتبر مصدر هام للمعلومات والمؤشرات المتعلقة بالمحيط الذي تنشط فيه المؤسسة.

أولا: تعريف سوق رأس المال

يعرف سوق رأس المال أو الأوراق المالية بأنه المكان أو الزمان الذي يتم فيه عقد الصفقات المالية والاستثمارية والتجارية طويلة الأجل، وأيضا مكان التقاء بين عارضي رؤوس أموال طويلة الأجل والطالبين لها، وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي، وفق شروط معينة.

كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد

[1] عبد الكريم أحمد قندوز، **الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق**،مؤسسة الرسالة ناشرون،سوريا،الطبعة الأولى،2008،ص:12.

إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية،[1] وتتعامل هذه الأسواق بأدوات الدين طويلة الأجل مثل: السندات وأدوات الملكية: كالأسهم، ومن الخصائص المميزة لسوق رأس المال أنه أقل اتساعا من سوق النقد لكنه أكثر تنظيما.

ثانيا: مكونات سوق رأس المال

ينقسم سوق رأس المال إلى:

1. أسواق حاضرة(the spot Market):

وتسمى أيضا بالسوق الفورية وهي تقسم إلى قسمين أساسين هما:

1.1. السوق الأولي (سوق الإصدار) (primary Market):

و هي سوق تباع فيها الأوراق المالية (أسهم وسندات) لأول مرة والتي تصنف بدورها إلى نوعين:

أ. سوق التمويل المباشر:

والتي تتعامل في جميع أنواع الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركات المقترضة وتسوقها مباشرة من دون تدخل الوسطاء الماليين.

ب. سوق التمويل غير المباشر:

ويقصد به تلك الأسواق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم عبر الوسطاء الماليين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية من المقترضين ويبيعون أوراق مالية ثانوية في الأسواق الثانوية.[2]

2.1. السوق الثانوية:(secondary Market):

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق تداولها في السوق الأولية، وبالتالي فإن التعامل في هذه السوق لا يكون لأول مرة إنما يتم نقل ملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى آخر وهناك نوعين من السوق الثانوية:

[1] صلعة سمية،**المؤسسات والأسواق المالية**،مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة الماستر إدارة مالية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي، نور البشير البيض،سنة 2017،ص:51.

[2] حيدر يونس الموسوي،نزار كاظم الخيكاني، مرجع سابق، ص:118.

أ). السوق المنظمة: (بورصة الأوراق المالية):

وهي أسواق مالية يجري العمل بها وفقا للقوانين واللوائح الحكومية الصادرة بشأنها وتخضع لرقابة حكومية فيما يتعلق بالأوراق المالية بيعا وشراء أو فيما يتعلق بانتقال ملكيتها.

ب).السوق غير المنظمة: (الموازي):

يتم تداول الأوراق غير المستوفية لشروط الإدراج في السوق الموازي من خلال الوسطاء الماليين في السوق الموازي وهو سوق افتراضي،[1] وهي نوعان:

1). السوق الثالثة:

قطاع من السوق غير المنتظمة الذي يتكون من بيوت أسمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، ولكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق، وتنشأ هذه السوق بصفة أساسية بهدف تخفيض أعباء العمولة التي يحصل عليها السماسرة خصوصا عند التعامل بأحجام كبيرة لحساب المؤسسات الاستثمارية الكبيرة كصناديق المعاش.

2). السوق الرابعة:

تنشأ عن طريق المؤسسات المالية والاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بكميات كبيرة، بهدف الحد من العمولات التي يتقاضاها السماسرة في الأسواق الأخرى.[2]

2.الأسواق الآجلة:

ويطلق عليها أيضا بأسواق المشتقات، وتعد الأسواق الآجلة أحدث أنواع الأسواق المالية الدولية، إذ بدأ العمل (التعامل) بها بعد التقلبات الحادة التي شهدتها كثير من أسواق المال العالمية وخاصة في جانب أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم لذا فقد أنشئت للتحوط من مخاطر تقلبات تلك الأسعار، وتقسم الأسواق الآجلة إلى ما يلي:

[1] صلعة سمية، مرجع سابق، ص:55.

[2] عاطف وليم اندراوس،**أسواق الأوراق المالية**، دار الفكر الجامعي، إسكندرية، 2008،ص:55.

1.2. سوق العقود المستقبلية:

وهي سوق لبيع الأوراق المالية وشراءها في المستقبل، وتعرف بأنها إتفاق بين طرفين لتسليم موجودات مالية أو حقيقية واستلامها بسعر معين في وقت لاحق، إذ يستعمل المستثمرون هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات الأسواق المالية.

2.2. سوق عقود الخيارات:

عقد الخيار هو إتفاق بين طرفين من السوق المالي للتعامل بسعر معلوم ومحدد لأصل مالي في تاريخ لاحق دون الالتزام بالتنفيذ للطرف الأخر (الثاني) الذي يتحمل تكلفة قيام العقد، أي أن عقود الخيار هي حق وليس التزاما في بيع وشراء أوراق مالية أصول معينة.

3.2. سوق عقود المبادلة:

عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر في تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة لاحقة أي هي سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، ويعد عقد المبادلة ملزما لطرفي العقد على عكس عقد الخيار.[1]

ثالثا: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال

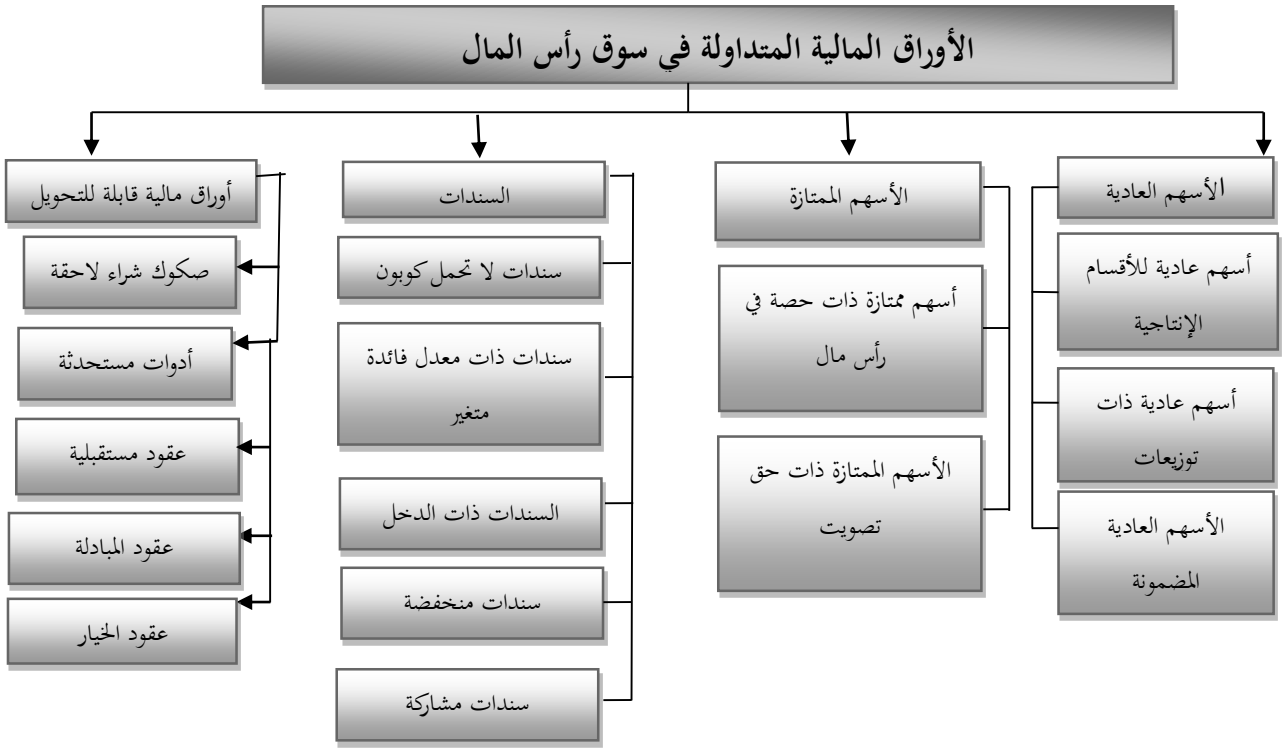
لقد تعدد وتنوع سوق رأس المال بأدواته التي يتداول بها وسيتم توضيحها في الشكل التالي:

أ.الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال:

تنقسم الى أسهم ممتازة ، أسهم عادية، سندات وأوراق مالية قابلة للتحويل.

[1] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد،**بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2005،ص ص:363-364.

الشكل رقم(1-1): الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعلومات السابقة.

ب.الفرق بين السوق النقدي وسوق رأس المال

سنتطرق إلى ذكر أهم الفرو قات الجوهرية بين السوق النقدي وسوق رأس المال من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(1-1): الفرق بين السوق النقدي وسوق رأس المال.

السوق النقدي	سوق رأس المال
سوق ادخار	سوق استثمار
يتعامل بالائتمان قصير الأجل	يتعامل بالائتمان طويل الأجل
مواجهة عسر في السيولة النقدية	الاستثمار في رأس المال الثالث
تزويد المشروعات برأس مالها العامل	تزويد المشروعات برأس مالها اللازم للتأسيس أو التجديد
يتعامل بلا وراق التجارية من كمبيالات وسندات	يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات ومشتقات مالية

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعلومات السابقة.

ومن خلال الجدول السابق يظهر الاختلاف بين السوق النقدي وسوق رأس المال فيما يلي:

- ✓ السوق النقدي هو سوق الادخار أي السوق الذي يحرك الأموال السائلة التي يرغب أصحابها في ادخارها، أما سوق رأس المال فهو سوق إستثمار أي السوق الذي يحرك الأموال التي تسعى وراء الاستثمار سواء في البنوك أو في البورصة؛
- ✓ فالسوق النقدي سوق يتعامل في الإئتمان قصير الأجل، أما السوق المالي فهو يتعامل في الإئتمان طويل الأجل، ومن هنا كان سعر الفائدة في السوق المالي أعلى منه في السوق النقدي؛
- ✓ يزود السوق النقدي المشروعات برأس مالها العامل، أما السوق المالي فهو يزودها برأس مالها أللازم للتأسيس أو التجديد؛
- ✓ وأخيرا يمكن القول أن السوق النقدي يتعامل فيما يسمى بالأوراق التجارية من كمبيالات وسندات إذنيه وغيرها، أما سوق رأس المال فيتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات.

المبحث الثاني: دورات المؤسسة

إن أنشطة المؤسسة على مدار السنة تتميز بتكرار العمليات التي تدخل في هذا النشاط، هذا ما نلاحظه من خلال دوراتها الثلاثة المتمثلة في: دورة التمويل، دورة الاستغلال، ودورة الاستثمار.

المطلب الأول: دورة التمويل

سوف نتطرق في هذا المطلب لمفهوم التمويل ودورة التمويل.

أولا: مفهوم التمويل

التمويل هو عبارة عن مجموعة من القرارات حول الطرق المناسبة لجمع رأس المال وتقسيمه، وكيفية الحصول على السيولة النقدية اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والأموال المملوكة من اجل تغطية استثمارات المؤسسة بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات المؤسسة ويكون تمويل استثمارات المؤسسة إما داخليا أو خارجيا.[1]

ثانيا: مفهوم دورة التمويل

يتمثل دور وظيفة التمويل في تغطية الاحتياجات المالية للنشاط، سواء كانت متعلقة بالاستثمار أو الاستغلال أو بالوظيفة المالية نفسها أو بالخزينة الإجمالية للمؤسسة، ودورة التمويل موجودة في دورة الاستغلال ودورة الاستثمار، وتشمل ما يلي:

1. **مصادر داخلية:** متمثلة في التمويل الذاتي المتشكل من الأرباح المحققة في الدورات السابقة و المؤونات الاهتلاكات والتي تعتبر مصاريف مسجلة غير مستحقة مهمتها تعويض التآكل المادي والمعنوي في عناصر الأصول.
2. **مصادر خارجية:** إذا كان التمويل الذاتي لا يلبي كل احتياجات المؤسسة تلجأ هذه الأخيرة إلى مصادر خارجية منها:

1.2. **الاقتراض من البنوك ومختلف المؤسسات المالية:** حيث تحصل المؤسسة على قروض طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل، وذلك مقابل دفع فوائد الإقراض.

[1] مجلة الرشد، عبد المجيد عبيد حسن وأنس عبد القادر قاسم، **الوساطة المالية في التمويل المباشر وغير المباشر ودورها في النظام المالي**، الرقم 01، العدد01، دار الحكمة للأبحاث والنشر، 2021،ص76.

2.2. الرفع من رأس المال: مفاده فتح رأس المال للشركة مقابل تقاسم الأرباح والخسائر.

تشمل دورة التمويل مختلف عمليات الإقراض وتسديد القروض وعملية التمويل الخاص مع مكافآت تتمثل في الفوائد والإقتطاعات المالية وتوجه هذه القروض إلى:

- ✓ تمويل عمليات الاستثمار في إطار توسيع النشاط وتعظيم إيراداتها وذلك من اجل ضمان تسديد القروض والفوائد المستحقة عليها.
- ✓ تمويل عمليات الاستغلال في إطار قروض الاستغلال التي تسمح بتقديم واستقبال التسبيقات.[1]

المطلب الثاني: دورة الاستغلال

يعتبر مفهوم دورة الاستغلال ركيزة أساسية في هذا التحليل وتكتسي أهمية بالغة في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة، حيث تعبر عن النشاط الرئيسي وتحديد طبيعة المؤسسة إن كانت صناعية تجارية أم خدماتية أو مختلطة.

أولا: مفهوم دورة الاستغلال

دورة الاستغلال هي دورة ناتجة عند دورة الاستثمار، إذ هي عبارة عن حصول المؤسسة على أصول مؤقتة سريعة أو متوسطة الحركة عبر الزمن. تبدأ دورة الاستغلال بعملية الشراء وتنتهي بعملية التسويق.

تشمل نشاطات الاستغلال كل العمليات التي تقوم بها المؤسسة على المدى القصير، التي لا تتعدى في الغالب السنة. تتميز هذه النشاطات بتكررها باستمرار أثناء عملية الإنتاج. تعبر وظيفة الاستغلال عن النشاط الرئيسي للمؤسسة وتحدد طبيعتها.[2]

[1] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي،**الإدارة المالية، التسيير المالي دروس وتطبيقات**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن،2006،ص:125.
[2] رمضاني فضيلة، مرجع سبق ذكره، ص:16.

ثانيا: مراحل دورة الاستغلال

تمر دورة الاستغلال عبر عدة مراحل نذكرها كالآتي:

1. مرحلة الإمداد:

تعتبر هذه المرحلة كمقدمة لنشاط المؤسسة فهي تعمل على تزويد المؤسسة بالمدخلات المادية الضرورية للنشاط، ومنها المواد الأولية، مستلزمات الإنتاج، الطاقة ...الخ) وتختلف طبيعة هذه المرحلة باختلاف طبيعة النشاط، تتم هذه العمليات من خلال علاقة المؤسسة بمورديها، وبناءا على قوة القدرات التفاوضية للمؤسسة، فإذا كانت المؤسسة تنشط في إطار الأحجام الكبيرة فان قدراتها التفاوضية تكون كبيرة، وتتحكم بشكل كبير في أسعار المواد والبضائع ومختلف المدخلات، ويشكل هذا خطورة كبيرة على الإستراتيجية العامة، وذلك من خلال تحكمها في التكلفة النهائية لمنتجاتها.[1]

2. مرحلة التخزين الأولي:

بعد عمليات الشراء تأتي مرحلة التخزين قبل مرورها إلى ورشات التصنيع أو البيع ويعتبر التخزين ضرورة اقتصادية ملحة، وذلك بسبب عدة عوامل منها:

- ✓ عدم التأكد في المحيط، ويظهر ذلك من خلال التذبذب في أسعار الانقطاعات المحتملة في التوريد، ومنه فالتخزين يعتبر صمام أمان يحمي المؤسسة من المخاطر المحتملة في المحيط القبلي؛
- ✓ تندفع المؤسسة أحيانا إلى الشراء بكميات كبيرة تفوق احتياجاتها العادية، بهدف الضغط على المورد من اجل تدنية أسعار الشراء ولن تستطيع المؤسسة تحقيق ذلك إلا بامتلاكها قدرات تخزين مهمة؛
- ✓ تلبية الطلبات الكبيرة المحتملة من طرف العملاء، وعليه تندفع إلى استراتيجية المخزون من اجل التقليل من مخاطر الانقطاعات والأزمات المحتملة.

وعليه مستويات المخزون لها تأثيرات مباشرة وغير مباشرة على كل من الخزينة من خلال استهلاك السيولة وعلى النتيجة من خلال ارتفاع التكاليف.

[1] سعاد معاليم، عادل بومجان،**الإدارة المالية الحديثة**، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2018،ص:217.

3. المرحلة الإنتاجية (التصنيع):

وهي محور وظيفة الاستغلال، وتتضمن أهم النشاطات الرئيسية ذات الأهمية، ومنها عملية تحويل المدخلات المادية إلى منتجات ذات قيمة استعماليه والمتمثلة في المنتجات الموجهة للبيع في شكل منتجات تامة أو نصف مصنعة، وتتحمل المؤسسة خلال هذه المرحلة تكاليف الإنتاج، وتتخذ فيها التكاليف المباشرة الجزء الأكبر، سواء كانت تكاليف المواد ومستلزمات الإنتاج، أو تكاليف اليد العاملة، الطاقة ... الخ.

كما تعتبر مدة الإنتاج ذات أهمية بالنسبة للمحلل المالي، إذ ينجم عنها احتياجات مالية ناتجة عن تجميد المدخلات المادية في شكل منتجات نصف مصنعة أو منتجات قيد التنفيذ وعليه فكلما قللت المؤسسة من مدة الانجاز انعكس ذلك على مستوى التكاليف الثابتة، وهذا له تأثير ايجابي على النتيجة وعلى مستوى الاحتياجات المالية ومن ثم تحسين مستوى السيولة.

4. تخزين المنتجات التامة والنصف المصنعة وغيرها (المخزون البعدي):

بعد انتهاء عمليات التصنيع والتحويل توجه المنتجات نحو التخزين أو مباشرة نحو البيع وذلك حسب كل حالة، وحسب طريقة التخزين المعتمدة من طرف المؤسسة.

5. مرحلة البيع والتوزيع:

تتمثل في المرحلة التسويقية، وهي أهم مرحلة على الإطلاق، حيث يتوقف نجاح المراحل السابقة على نجاح هذه المرحلة، وتتم فيها عمليات البيع والتوزيع والنقل والتسليم ومختلف النشاطات التسويقية كالترويج والإشهار وخدمات ما بعد البيع، تتحمل المؤسسة خلال هذه المرحلة تكاليف التوزيع والنقل والإشهار، وكلها تكاليف طبيعية طالما أدت إلى زيادة المبيعات، كما تمنح المؤسسة لبعض العملاء خصومات تجارية وتخفيضات في السعر وآجال الدفع، وذلك من أجل استقطاب أكبر عدد ممكن من العملاء.

6. مرحلة تحصيل المبيعات:

قد يقتضي الحال كما ذكرنا سابقا، أن تمنح المؤسسة أجال دفع لعملاء محددين وذلك لفترة تحدد بالاتفاق، ومن ثم تتحمل المؤسسة فترة تتجمد فيها السيولة المالية في شكل قروض للعميل، تنتهي هذه الفترة بأجل التسديد، حيث تتلقى المؤسسة مستحقاتها في شكل أموال سائلة.[1]

المطلب الثالث: دورة الاستثمار

سنتطرق في هذا المطلب لمفهوم دورة الاستثمار ومراحلها.

أولا: مفهوم دورة الاستثمار

يتمثل دور وظيفة الاستثمار في تزويد المؤسسة بمختلف تجهيزات الإنتاج والاستثمارات الضرورية لممارسة مختلف الأنشطة الاستثمارية، وذلك بعد دراسة جدوى كل استثمار والمفاضلة بين مجموعة من البدائل واختيار البديل الأمثل الذي يحقق المردودية والفعالية الاقتصادية تتكون وظيفة الاستثمار من عمليتين رئيسيتين هما حيازة الاستثمار أو التنازل عن الاستثمار.

ثانيا: مراحل دورة الاستثمار

من المنظور المالي تتجزأ عمليات دورة الاستثمار إلى مرحلتين أساسيتين:

1. **حيازة الاستثمار**: أي شراء احتياجات المؤسسة من التجهيزات والمعدات، وينتج عنها نفقة الاستثمار والمتمثلة في تكلفة الشراء ومختلف المصاريف الملحقة بالشراء وكذا المصاريف الإعدادية.
2. **التنازل عن الاستثمار**: إن نهاية العمر الافتراضي للاستثمار من جهة وعدم كفاية الأموال الخاصة للمؤسسة من جهة أخرى يؤدي بها إلى التنازل عن بعض الاستثمارات.

وعليه فدورة الاستثمار تبدأ مع الشراء الأولي للأصل الاستثماري وتنتهي بالتخلي عنه، وهي تمتاز غالبا بطول مدتها (تمويل طويل الأجل).[2]

[1] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي،مرجع سابق، ص ص:76-77.

[2] بسدات كريمة، **التسيير المالي، مالية المؤسسة**، مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة الماسترإدارة مالية، جامعة الجزائر، 2016،ص39.

المبحث الثالث: أدوات تمويل المؤسسة وتكلفتها

من اجل تمويل نشاطها تلجا المؤسسة إلى مصادر تمويلية مختلفة منها ما هو داخلي في صورة تمويل ذاتي ومنها ما هو خارجي يعتبر مكمل للصنف الأول حيث يمكن أن يكون طويل الأجل متوسط الأجل أو حتى قصير الأجل.

وفي هذا المبحث سوف نحاول تسليط الضوء على أبرز المصادر التمويلية الداخلية والخارجية التي تلجا إليها المؤسسة.

المطلب الأول: التمويل الداخلي

يمثل التمويل الداخلي مجموع الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة من عملياتها الجارية دون اللجوء إلى مصادر خارجية.

أولا: التمويل الذاتي

1. مفهومه:

يعتبر التمويل الذاتي وسيلة من وسائل التمويل المتاحة للمؤسسة من جراء نشاطها، كما يقصد به قيمة المورد الداخلي الموجه من طرف المؤسسة إلى تمويل استثماراتها، كما يمثل التمويل الذاتي أحد المصادر الخاصة، التي تستعين بها المؤسسة في تمويل نشاطها واحتياجاتها دون اللجوء إلى الغير.

ويعرف أيضا بأنه رأس المال الكامن الذي يمكن للمؤسسة إعادة استثماره في نشاطها انطلاقا من الفوائض الناتجة عن الاستغلال، كما يعني التمويل الذاتي الفائض الذي بحوزة المؤسسة بعد توزيع الأرباح، أي ذلك الجزء المتاح من قدرة التمويل الذاتي.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن التمويل الذاتي يمثل قيمة المورد الداخلي الذي هو تحت تصرف المؤسسة، والذي على أساسه تمول نفسها بنفسها، وهذا عن طريق ادخار الفائض النقدي الإجمالي الصافي الناجم من نشاطها خلال الدورة، وهذا بعد مكافأة كل الشركاء (المستخدمين، الدولة، المقرضين، المساهمين).[1]

ونجد نوعين من التمويل الذاتي:

[1] يوسف مامش، ناصر دادي عدون،**أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي**،دار المحمدية، الجزائر، 2008،ص:42.

1.1. **تمويل ذاتي خاص بالحافظة على مستوى النشاط:** وهو عبارة عن التمويل الذاتي هدفه المحافظة على الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، حيث أن المؤسسة تخصص أموالها لتحقيق الأهداف المسطرة، لا أكثر ويتكون عموما من الاهتلاكات.

1.2. **التمويل الخاص بالتوسع:** في بعض الاحيان نجد أن التمويل الذاتي يفوق الانخفاض الذي يحدث في عناصر الأصول، وفي هذه الحالة تلجأ المؤسسة إلى استعمال ذلك الفائض في شراء استثمارات جديدة أو زيادة مخزونها أو حتى زيادة رأس مالها، ومنه فإن هذا النوع من التمويل الذاتي يسمى بالتمويل الذاتي الخاص بالتوسع، والذي يتشكل من الأرباح بعد اقتطاع الضريبة أو التوزيع.

2. خصائص التمويل الذاتي:

يرتبط التمويل الذاتي الفعال بالمؤسسة بالعديد من الظروف الداخلية والخارجية هذه التي لها علاقة مباشرة بالمؤسسة في حد ذاتها أو بظروف السوق التمويلية.

يرتبط التمويل الذاتي بطريقة مباشرة بالظروف السائدة في السوق النقدية وسوق رأس المال، وبمدى مرونة هذه الأسواق وقدرتها على تجميع الإدخارات واستعمالها وتوظيفها توظيفا استثماريا امثل.

وتتمثل هذه الخصائص فيما يلي:

1.2. **الظروف المتعلقة بالمؤسسة:** إن اعتماد المؤسسة على التمويل الذاتي ونجاعة دوره في تمويلها يتطلب أن تتوفر لديها الأموال النقدية السائلة باستمرار وبالقدر اللازم والكافي لتحقيق الإشباع للمتطلبات الاستثمارية، الذي يتوقف دوره على مقدار الحجم المادي للمؤسسة أي طاقتها الإنتاجية.

2.2. **الظروف المتعلقة بالسوق التمويلية:** إن السوق التمويلية أو السوق المالي يتكون من السوق النقدية وسوق رأس المال، فالسوق الأول هي تلك التي تتعامل بالائتمان قصير الأجل ويكون اقل من سنة، أما الثانية تتعامل بالائتمان طويل الأجل.[1]

[1] مبروك باصور،**الإدارة المالية ومصادر التمويل**،المركز الجامعي يحي فارس، المدية،2010/2009،ص ص:70-71.

ثانيا: سياسة توزيع الأرباح (الأرباح المحجوزة)

1. تعريف سياسة الأرباح:

يعتبر احتجاز أرباح المؤسسة من مصادر تقوية المركز المالي لها، فلمواجهة حالات الإحلال والتجديد والتوسعات للمؤسسة متى أمكن، يعتبر توزيع الأرباح وعدم احتجازها أمر مرغوب فيه، إذ يقلل من نسبة الأرباح المحتجزة ويخفض من معدل نمو الأرباح المستقبلية والقيمة السوقية للسهم وعليه فمن الضروري إيجاد توازن بين نسبة الأرباح الموزعة ونسبة الأرباح المحتجزة، ولا يكون هذا التوازن إلا من خلال سياسة توزيع الأرباح.[1]

2. الأرباح المحجوزة:

تقوم المشروعات المختلفة بتمويل جزء لا يستهان به من احتياجاتها المالية بواسطة الأرباح المحجوزة والمخصصات غير النقدية مثل الاهتلاك.

إن أحد الأهداف الرئيسة لمعظم المشروعات التجارية هو تحقيق الربح، ولذا فمتى تكونت الشركة وقامت بنشاطها بنجاح فمن المتوقع أن تحقق أرباحا.

وهذه الأرباح يمكن الاحتفاظ بها في الشركة لغرض إعادة استثمارها، أو توزيعها على المساهمين أصحاب الشركة، كما يمكن أيضا الاحتفاظ بجزء منها داخل الشركة وتوزيع الباقي على المساهمين، ومن هنا تظهر أهمية سياسة توزيع الأرباح نظرا لأنها السياسة التي تحدد مصير الأرباح التي تحققها الشركة فتحدد مقدار التوزيعات على الملاك وبالتالي تحدد مقدار الأرباح التي سيتم حجزها داخل المشروع ومسألة التعرف على الأرباح التي تعتبر من المشاكل الجوهرية للمدير المالي، رغم أن الكلمة الأخيرة في الموضوع تكون للجمعية العامة العمومية للمساهمين باعتبار أن مسئولين الجمعية العمومية للمساهمين يعتمدون سياسة توزيع الأرباح التي يقترحها مجلس الإدارة.

وعند تخطيط سياسة توزيع الأرباح يجب على الإدارة أن ترسم سياسة تهدف إلى صالح الشركة نفسها وأيضا صالح المساهمين فيها من جملة الأسهم، فعلى الإدارة أن تعمل على حجز جزء من الأرباح لإعادة استثماره في الشركة وتقوم بتوزيع عائد مناسب على الأموال التي قدمها حملة الأسهم، وبالإضافة إلى النواحي المالية، يجب على الإدارة

[1] عدمان فائزة،**سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة**،شهادة ماجستير في مالية المؤسسات،جامعة الجزائر3، 2017/2016،ص:3.

أن تتأكد أن السياسة التي تقوم بتخطيطها لا تخالف القوانين الموضوعة، أي باختصار عند رسم سياسة توزيع الأرباح يجب على الإدارة أن تأخذ في الحسبان سؤالين ضروريين وهامين وهما:

- ✓ هل توزيع الأرباح على المساهمين يعتبر عملا سليما من الناحية القانونية؟
- ✓ هل هذا التوزيع يعتبر عملا سليما من الناحية المالية؟ وإذا كان، فما هو مقدار الأرباح المقترح توزيعها؟

ورغم أن السؤالين السابقين يدوران مباشرة حول الأرباح التي ستوزع على المساهمين، إلا أن الإجابة عليها تحدد في نفس الوقت مقدار الأرباح المحجوزة التي تعتبر المصدر الداخلي الرئيسي للتمويل الدائم.[1]

المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجي المباشر

تعتبر مصادر التمويل الخارجي مكملة للتمويل الداخلي، حيث تعمل على تغطية النقص المسجل في الاحتياجات المالية للمؤسسة. حيث يوجد نوعين من مصادر التمويل الخارجي: تمويل خارجي مباشر وتمويل خارجي غير مباشر. يكون التمويل الخارجي المباشر من خلال الزيادة في رأسمال المؤسسة، إصدار الأسهم والسندات أما التمويل الخارجي غير المباشر فيتمثل في المديونية.

أولا: رفع رأس المال المؤسسة

توجد عدة طرق لزيادة رأس مال المؤسسة وأهمها: تحويل الديون، ضم الاحتياطات ونتائج رهن التخصيص المساهمات العينة والاسمية، غير أن الطريقة التي تهمنا في هذه الحالة هي الزيادة في رأس المال عن طريق المساهمات الاسمية، لأنها هي الوحيدة التي تخول المؤسسة الحصول على موارد مالية جديدة، وتتم هذه الزيادة عن طريق إصدار أسهم جديدة (الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، شبه الأموال الخاصة، القروض التساهمية، السندات، التساهمية، السندات المشروطة ذات اجل غير محدد، الاستدانة، القروض غير المجزأة، قروض السندات.)[2]

ثانيا: التمويل بالأسهم

يتكون رأس مال الشركة المساهمة من عدد من الحصص المتساوية ويطلق على كل حصة لفظ " سهم " وهذه الأسهم يمكن تقسيمها إلى طبقتين الأولى لها حق الأولوية في الأرباح الموزعة،ولذلك تسمى بالأسهم الممتازة وأصحابها هم الملاك الممتازين، وهذه الأسهم غالبا ما تكون ممتازة أيضا بالنسبة لأصول الشركة أي لها حق الحصول

[1] محمد صالح الحناوي،**الإدارة المالية والتمويل**،الدار الجامعية للنشر،الإسكندرية، 1998، ص:409 .

[2] مامش يوسف، ناصر دادي عدون،مرجع سابق، ص:50.

على قيمتها الاسمية مضافا إليها أية أرباح متجمعة قبل أن يحصل حملة الأسهم الأخرى على أية توزيعات وذلك في حالة التصفية، أما الطبقة الثانية من الأسهم فيكون لها الحق فيما تبقى من أرباح وأيضا فيما تبقى من الأصول وهذه هي الأسهم العادية وحملتها هم الملاك العاديون.

1. الأسهم العادية: هي أوراق مالية لا تستحق (أبدية)ولا تعد بتوزيع نسبة أرباح ثابتة، تصدرها المؤسسة للحصول على أموال الملكية، وهي أسهم تمنح لحاملها الحق في الملكية النهائية للمؤسسة وما يتبع ذلك من تحمل مخاطر أعمال المؤسسة وتبعات المسؤولية التي تحددها نسبة المساهمين في المؤسسة. في حالة تصفية المؤسسة، لا يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة بحقوقهم بالقيمة التصفوية للمؤسسة إلا بعد تسوية مطالب كافة المقرضين وحملة الأسهم الممتازة، وللسهم أربعة قيم:

1.1. القيمة الاسمية: هي القيمة الأصلية المنصوص عليها في عقد التأسيس، وهي التي توزع الأرباح كنسبة مئوية منها.

2.1. القيمة السوقية: هي القيمة التي يتم التفاعل بها في البورصة، وهي متغيرة حسب السياسة المتبعة من قبل المؤسسة والاستثمارات والقرارات التي تتخذها المؤسسة والطلب على السهم. عندما تزيد هذه القيمة عن القيمة الاسمية يحصل حملة الأسهم على أرباح رأسمالية عند بيع الأسهم.

3.1. القيمة الدفترية: هي القيمة التي يستحقها السهم من واقع السجلات المحاسبية للمؤسسة، وهي تتمثل في القيمة الاسمية مضافا إليها الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية.

4.1. قيمة الإصدار: وهي القيمة التي يتم على أساسها الإصدار، فإذا كانت قيمة الإصدار أكبر من القيمة الاسمية ينتج علاوة الإصدار والعكس خصم الإصدار.

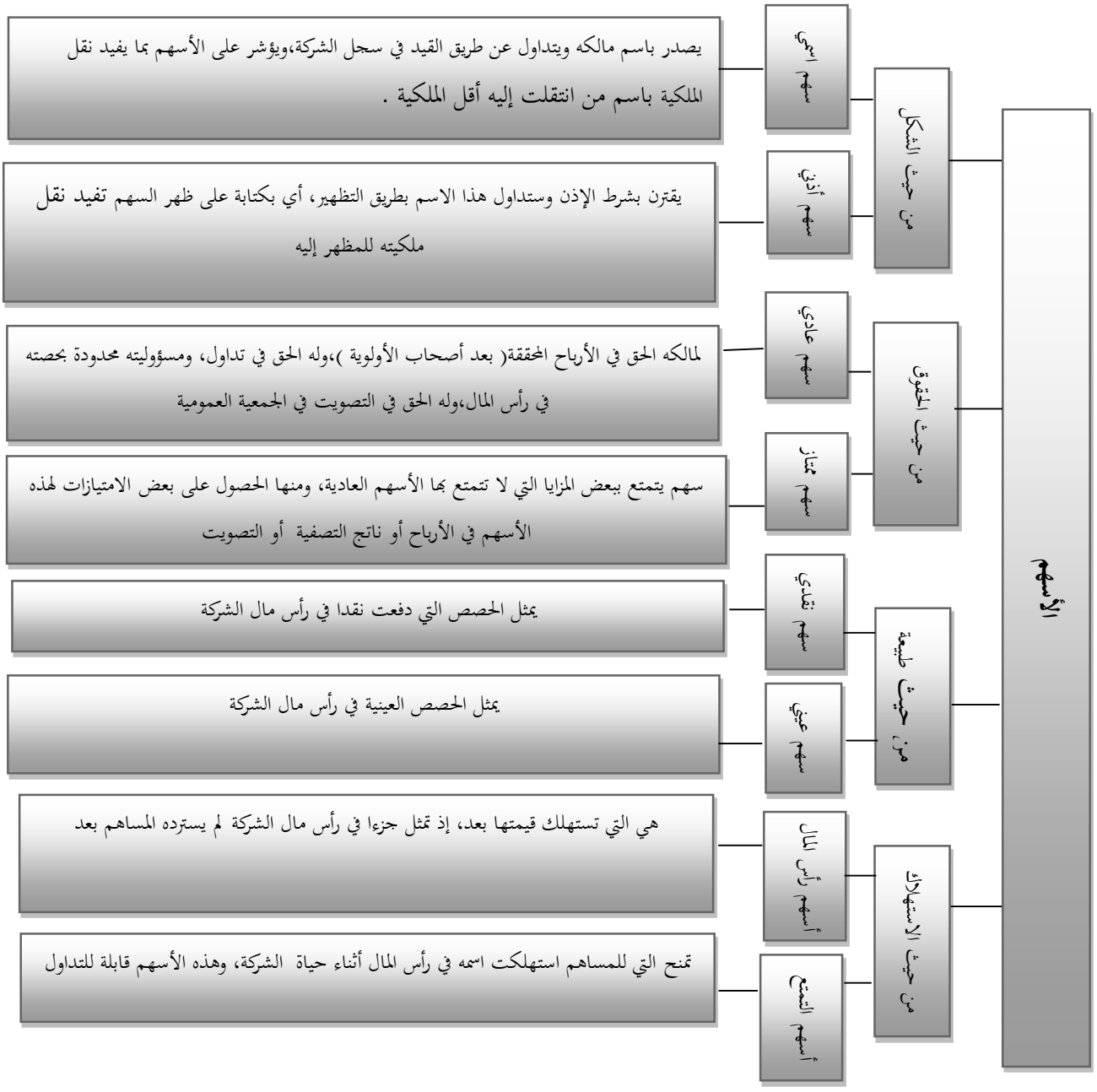
2. الأسهم الممتازة: يجمع التمويل بالأسهم الممتازة بين صفات التمويل بالأسهم العادية والسندات، فهي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنه يختلف عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة هي:

- ✓ إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا لا يتغير، فان السهم الممتاز يشبه السند.
- ✓ حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم.

✓ حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة.[1]

تقسم الأسهم إلى عدة أنواع نوضحها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): تقسيمات الأسهم وتعريفاتها



المصدر:حدة رايس، مجلة العلوم الإنسانية، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي ، جامعة محمد خيضر بسكرة – مارس 2006،ص24.

[1] محمد الفاتح محمود بشير المغربي،**التمويل والمؤسسات المالية**،القاهرة،2010، ص ص:197-198.

ثالثا: التمويل بالسندات: (les obligations) أو(bonds)

تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة و هيئآتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال وتمويل مشاريعها؛و يعبر السند عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدرها المؤسسات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد،[1]

وعليه يمثل السند حصة في ديون المؤسسة أي أنه إنفاق تعاقدي لمدة معينة وبمبلغ معين، بين المقرض والمقترض، يتعهد فيه الأول "المدين" إلى الثاني " حائز السند " بدفع قيمة سند في تاريخ محدد بالإضافة إلى فوائد السند، وتقسم السندات إلى عدة أنواع:

1. أنواع السندات حسب الجهة المصدرة:

1.1.سندات عامة:هي السندات التي تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام،ويتم الحصول عليها من طرف الأفراد أو الهيئات، وذلك بهدف تمويل عمليات التنمية الاقتصادية، أو لتمويل المجهود الحربي قروض حربية، أو لمواجهة العجز في ميزانها أو لمواجهة التضخم؛[2]

2.1.سندات خاصة: وهي سندات طويلة الأجل تصدرها مؤسسات الأعمال مع درجة ائتمان قوية جدا وتعد هذه السندات من أدوات الدين التي تساعد مؤسسات الأعمال في الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها.[3]

2. أنواع السندات حسب طريقة السداد:

1.2.سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حامليها عندما يصل تاريخ الإستحقاق.

2.2.سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون المؤسسة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

---

[1] عبد النافع زراري وفرج غازي، **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر، عمان،2001،ص:44.

[2] محمد صبري هارون، **أحكام الأسواق المالية**، دار النفائس للنشر والتوزيع، أردن، 1999، ص:235.

[3] إسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك،**اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**،الدار الجامعية، الإسكندرية،2002، ص ص:139،138.

3. أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها:

يمكن أن نميز:

1.3. سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيراً، خاصة إذا كانت المؤسسة حققت معدلات نمو عالية.

2.3. سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

4.أنواع السندات حسب معدل العائد:

1.4. سندات ذات المعدل الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً لكل السندات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكونه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

2.4. سندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

5.أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة:

1.5. سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.

2.5. سندات الدخل: هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد.[1]

6. أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة:

1.6. السندات المضمونة: وهي سندات عادية تتميز عن غيرها من السندات بأنها مضمونة بأصل عيني ثابت كالأراضي أو المباني أو الآلات وفي حالة إفلاس الشركة يحق لحملة السندات بيع هذه الضمانات واسترداد قيمة السندات ولذا فإن الفائدة التي يتم تقديمها عادة ما تكون صغيرة مقارنة بالأنواع الأخرى.

---

[1] محمد عثمان إسماعيل حميد، **أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأموال**، دار النهضة العربية، القاهرة ،1993، ص: 89.

2.6. السندات غير المضمونة: وهي سندات غير مضمونة بأصول ثابتة معينة، لذلك فالاستثمار فيها ينطوي على مخاطر كبيرة ويكون عندئذ الضمان الوحيد للمستثمر هو سمعة الشركة المصدرة ومركزها المالي وثقة المتعاملين معها.[1]

المطلب الثالث: مصادر التمويل الخارجي غير المباشر

تلجأ المؤسسة إلى مصادر تمويلية خارجية، وتعتبر خارجية لكونها توفر أموالا غير متولدة من نشاط المؤسسة أي من استغلالها، يمكن أن يكون طويل الأجل، متوسط الأجل أو قصير الأجل وهذا ما سيتم التعرض له في هذا المطلب.

أولا: التمويل متوسط وطويل الأجل (قروض الاستثمارات)

تمول الاستثمارات بقروض متوسطة الأجل وقروض طويلة الأجل.

1. **القروض متوسطة الأجل:** تتراوح مدة القروض متوسطة الأجل في العادة من سنة إلى سبع سنوات، موجهة أساسا لتمويل الاستثمار في تجهيزات ومعدات الإنتاج واغلب هذه القروض مرهون بضمان، وقد يصاحب تقديم هذه القروض إلزام المؤسسة المقترضة بمجموعة من الشروط نذكر منها:
   - ✓ استخدام القروض فيما هو متفق عليه وفي الأغراض المحددة ضمانا لاسترجاع الأموال؛
   - ✓ تحديد سقف المديونية حفاظاً على ملاءمة وقدرة المؤسسة على التسديد في المستقبل؛
   - ✓ يجب أن لا يتعدى توزيع الأرباح على المساهمين نسبة معينة وهذا حفاظاً على نسبة معينة بين الأموال المملوكة والقروض ضمن الهيكل المالي للمؤسسة.
2. **القروض طويلة الأجل:** هي قروض في العادة مدتها أكبر من سبع سنوات، حيث توجه لتمويل الاستثمارات التي تفوق مدة اهتلاكها السبع سنوات مثل الحصول على العقارات (أراضي، مباني، ... الخ). تتميز هذه القروض بضخامة أموالها وطول مدة استحقاقها، ولهذا تقوم بتقديمها مؤسسات مختصة تعتمد في تعبئة الأموال اللازمة لهذه القروض على مصادر ادخارية طويلة الأجل، لا تقوى البنوك التجارية عادة على حجمها. هذا النوع من القروض يتم إهتلاكه وفقا للعمر الإنتاجي للأصل ويسدد القرض من التدفقات الناتجة عن إستخدام الأصل.

[1] ناجي جمال، **إدارة المحفظة الأوراق المالية**، المؤسسة الجامعية لدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 1998، ص:15.

3. التمويل بالاستئجار:

1.3. تعريفه:

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، ووفقاً لهذا الأسلوب تستطيع المؤسسة المستأجرة أن تستفيد من خدمات الأصل الذي تحتاج إليه لفترة زمنية معينة دون الحاجة لشرائه".[1]

2.3. أشكال الاستئجار:

يتخذ التمويل بالاستئجار أشكال عديدة وفيما يا لي توضيحاً 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 بإحلال أصول أحدث تقنية وتطور في أعماله المستقبلية ، ومن الأمثلة على هذا النوع من التأجير، الآلات، المعدات الثقيلة، السيارات والكومبيوتر ومعدات الصناعة ، ويكون المؤجر مسؤول عن التأمين على الأصل ودفع الضرائب المستحقة وصيانته. 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 انتهاء فترة الإيجار.[2]

ب. **التأجير التمويلي:** هو عقد يسمح بموجبه المؤجر للمستأجر باستعمال معدات أو تجهيزات خاصة مقابل التزام هذا الأخير بدفعات استئجار متتالية خلال مدة العقد، وهو عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو مؤسسة تأجير مؤهلة قانونا، لذلك بوضع آلات ومعدات أو أي أصول مادية أخرى 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]

وهو يختلف كثيرا عن الاستئجار التشغيلي من الجوانب التالية:

---

[1] مصطفى نهال فريد، **مبادئ وأساسيات الإدارة المالية**، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر،الطبعة الأولى، 2003، ص:264.

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

[3] عاطف وليم أندراوس،مرجع سابق، ص: 388.

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

ثانيا: التمويل قصير الأجل(دورة الاستغلال)

تلعب مصادر التمويل قصيرة الأجل دوراً هاماً في استمرارية النشاط وتوسيعه في المؤسسات، لا تتجاوز فترة استحقاقها سنة واحدة،وتنقسم هذه المصادر إلى نوعين الإئتمان التجاري والائتمان المصرفي.

1. الإئتمان التجاري

1.1. تعريفه:

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

تستعمل المؤسسة هذا النوع من الإئتمان قصير الأجل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل في تمويل الاحتياجات الدورية.كما تعتمد المؤسسة على هذا النوع من التمويل عندما تكون غير قادرة على الحصول على مصادر التمويل الأخرى كالقروض المصرفية قصيرة الأجل وقد يكون مصدر التمويل الوحيد المتاح لبعض المؤسسات الناشئة وصغيرة الحجم.[1]

[1] فضيلة رمضاني، مرجع سابق، ص : 83.

2. الإئتمان المصرفي

1.2. تعريفه:

يقصد بالإئتمان المصرفي في هذا الصدد القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الإئتمان في المرتبة الثانية بعد الإئتمان التجاري، وذلك من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه كمصدر للتمويل قصيرة الأجل.[1]

2.2. أشكال الإئتمان المصرفي:

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

أ. تسهيلات الصندوق:

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

ب. السحب على المكشوف:

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

ت. قرض موسم:

وهو قرض على الحساب الجاري، قد يمتد إلى أكثر من تسعة أشهر وينشأ 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.

[1] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة السادسة، 2007، ص:529.

ث. قروض الربط:

وهو عبارة 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.[1]

3.الفرق بين الإئتمان التجاري و الإئتمان المصرفي:

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

1.3. من حيث التكلفة:

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

2.3. 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 الإئتمان 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.

3.3. من حيث المرونة:

تفسر المرونة 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

[1] رضا صاحب، أبو حامد، **إدارو المصارف (مدخل تحليلي كمي)**، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2002،ص ص 289-299:

[2] طارق الحاج،**مبادئ التمويل**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن،الطبعة الأولى، 2010،ص ص: 52-53.

(ومنه البضاعة) في الحصول على قروض أخرى، وتتحقق المرونة في الإئتمان التجاري في أنه لا يتطلب تقديم ضمانات في الغالب.

4.3. من حيث الضمانات:

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

ثالثا: تمويل التجارة الخارجية (تمويل استثنائي)

يتم التعامل في التجارة الخارجية بعدة تقنيات مختلفة وهذا ماسوف نراه، فهناك من يتعامل بأسلوب التمويل قصير الأجل لتمويل وارداته كالتحصيل المستندي وتحويل الفاتورة ... الخ وهناك من يستعمل أسلوب التمويل متوسط وطويل الأجل الذي يتمثل في الحصول على قروض كقرض المورد أو قرض المشتري وهناك من يعتمد تمويل قصير الأجل.

ويعتبر التمويل المستندي من أهم التقنيات التي تستعمل في تمويل التجارة الخارجية، ويمكن تعريفه كالتالي:

1. **الاعتماد المستندي:** يعتبر من أهم طرق الدفع المستعملة في تسوية المبادلات التجارية بشكل عام والخارجية بشكل خاص، والوسيلة الأكثر استعمالاً، وهو تقنية بنكية تتخذ شكل وثيقة يرسلها البنك بناءا على طلب من زبونه، إلى بنك أخر في الخارج، ويأت هذا بعد عقد البيع المبرم بين المستورد والمصدر، الهدف منه تسديد قيمة الصفقة المبرمة بين الطرفين لصالح المصدر وبالتالي فهو يعتبر بمثابة تغطية لعملية بيع وشراء عن طريق وساطة بنكية لإتمام العملية.[1]

2. **ينقسم الاعتماد ألمستندي إلى:**

1.2. الاعتماد المستندي قابل للإلغاء: في هذا النوع بإمكان بنك المستورد التراجع عن تسوية ديون المستورد في أية لحظة، لأنه يكون من دون التزام ومن دون تقديم ضمانات،ما يجعله نادر الاستعمال.

[1] معمر حيتالة، زقاي حفيظة،**أهمية الاعتماد ألمستندي في تمويل التجارة الخارجية أبحاث قانونية وسياسية**،جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل،كلية الحقوق والعلوم السياسية، مجلة أبحاث، العدد 31،7ديسمبر كانون الأول 2018،ص:120.

2.2. الاعتماد المستندي غير قابل للإلغاء والمؤكد: لايمكن التراجع فيه،لتعهد بنك المستورد وبنك المصدر معاً بقبول تسوية الدين ،الناشئ عن تصدير، البضاعة، ونظرا لضماناته القوية فهو واسع الاستعمال.[1]

3.2. الاعتماد الدوري أو المتجدد: هو الذي يفتح بقيمة محددة ولمدة محددة غير أن قيمته تتجدد تلقائيا إذا ماتم تنفيذه أو استعماله،بحيث يمكن للمستفيد تكرار تقديم مستندات لعملية جديدة في حدود قيمة الاعتماد، وخلال فترة صلاحيته،وبعدد المرات المحددة في الاعتماد.[2]

4.2. الاعتماد القابل للتحويل: هو اعتماد غير قابل للنقض ينص فيه على حق المستفيد في الطلب من البنك المفوض بالدفع أن يضع هذا الاعتماد كليا أو جزئيا تحت تصرف مستفيد أخر ويستخدم هذا النوع غالبا إذا كان المستفيد الأول وسيط أو وكيل للمستورد في بلد التصدير، فيقوم بتحويل الاعتماد بدوره إلى المصدرين الفعليين للبضاعة نظير عمولة معينة أو الاستفادة من فروق الأسعار.

5.2. الاعتماد المنجز والمقدم والمؤخر: الاعتماد المنجز أو اعتماد الوفاء أو الاعتماد بالإطلاع هو الاعتماد الذي يجب الوفاء به فور تقديم المستندات المطابقة التي اشترطها الاعتماد.[3]

المطلب الرابع: تكلفة أدوات تمويل المؤسسة

تعتبر تكلفة الأموال أنها بمثابة الحد الأدنى والعائد المقبول على الاستثمار فلتقدير تكلفة رأس المال أهمية بالغة في اتخاذ قرارات تكوين هيكل رأس المال، فالهيكل المالي الأمثل هو الذي يحقق أدنى تكلفة وبالتالي سنحدد تكلفة كل مصدر من المصادر على حدى.

أولا:تكلفة أدوات التمويل قصيرة الأجل

1. تكلفة التمويل في حالة الإئتمان التجاري: تتوقف قيمة تكلفة التمويل باستخدام الإئتمان التجاري على الشروط الائتمانية التي يضعها المورد لمنح هذه التسهيلات الائتمانية، ففي ظل غياب الخصم النقدي يعتر

[1] رمضاني فضيلة، مرجع سابق ذكره،ص44.

[2] حسن ذياب،**الاعتمادات المستندية التجارية دراسة مقارنة**،المؤسسات الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت،ط1، 1999، ص:40.

[3] عباس مصطفى المصري، **عقد الاعتماد المستندي في قانون التجارة الجديد – دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية** ،دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2005، ص: 29.

الإئتمان التجاري مصدر تمويلي بدون تكلفة تذكر،غير أنه قد ينقلب إلى مصدر تمويلي مرتفع التكلفة إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه وتلتزم بالشروط الائتمانية التي حددها المورد، ويمكن حسابه بالعلاقة التالية: [1]

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \text{معدل الخصم النقدي} \times \frac{360}{\text{فترة الائتمان} - \text{فترةالخصم}} \quad \ldots(1-1)$$

2. تكلفة التمويل في حالة الائتمان المصرفي: تتمثل تكلفة التمويل في حالة هذا الائتمان في الفائدة التي تدفعها المؤسسة كنسبة مئوية من قيمة القرض التي حصلت عليه، ويمكن أن يطلق على هذه التكلفة بالتكلفة الاسمية تمييزا لها عن التكلفة الفعلية المرتبطة بشروط الاتفاق بين المؤسسة والجهة المانحة للقرض، والمتأثرة أيضا بمعدل الضريبة الخاضعة له أرباح المؤسسة.ويمكن احتساب الفائدة وفق الأساليب التالية:

1.2. احتساب الفائدة البسيطة:

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

$$\text{كلفة الفائدة البسيطة} = \text{نسبة الفائدة} \times \text{قيمة القرض} \times \text{المدة} \quad \ldots(2-1)$$

2.2. الفائدة المخصومة :

وهي الفائدة التي يتم خصمها من قيمة القرض عند توقيع العقد مع المصرف، ولذلك يسمى بالقرض المخصوم وبموجب هذا الشرط سوف لايحصل المقترض على كامل قيمة القرض،وهنا سيختلف معدل الفائدة الحقيقي إذ سيكون أكبر من معدل الفائدة الاسمي، ويمكن حسابه كما يلي:[2]

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{اصل قيمة القرض} - \text{الفائدة المدفوعة}} \quad \ldots(3-1)$$

[1] عاطف وليم اندراوس،مرجع سبق ذكره،ص ص:391-392.

[2] بوربيعة غنية،**محددات اختيار الهيكل المالي المناسب دراسة حالة مؤسسة– الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير تخصص إدارة مالية،جامعة الجزائر، 2012/2011،ص:61.

ثانيا: تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل

سوف يتم الطرق هنا الى تكلفة الاقتراض وتكلفة الأسهم الممتازة وتكلفة الاسهم العادية الجديدة بالإضافة إلى كلفة الأرباح المحتجزة.

1. تكلفة الاقتراض(الديون):

بوجه عام يمكن تعريف كلفة الديون بأنها"معدل العائد الذي يتوقع الدائنون الحصول عليه عندما يحين موعد السداد مقابل إستخدام أموالهم من قبل المقترضين"وتستخدم تكلفة الاقتراض " بعد خصم الضريبة " لحساب التكلفة المرجحة برأس المال، وهي تمثل سعر الفائدة الفعلي الذي تدفعه المؤسسة مع استبعاد الوفورات الضريبية الناتجة عن إمكانية خصم الفوائد، ويمكن التعبير عما سبق بالمعادلة التالية:[1]

كلفة المديونية بعد الضريبة =العائد المطلوب من قبل حملة المديونية- الوفر الضريبي ....(1-4)

2. تكلفة الأسهم الممتازة:

يمكن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة بأنها:"معدل العائد الذي يتطلع إليه المستثمرون على السهم الممتاز،فهي إذا تمثل نسبة الأرباح الدورية المدفوعة لحملتها إلى صافي المبلغ الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع هذه الأسهم". ويمكن حساب تكلفة هذا المصدر من مصادر التمويل كما يلي:

$$\text{كلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{حصة السهم من الربح}}{\text{صافي سعر السهم}} \quad \text{....(1-5)}$$

صافي سعر السهم= سعر بيع السهم-كلفة الإصدار

[2] بوربيعة غنية، مرجع سبق ذكره،ص:62.

3. تكلفة الأسهم العادية:

تعرف تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية على أنها:" العائد الذي يطلبه المستثمرون (حملة الأسهم) لقاء امتلاكهم له وهي بالضرورة تكون أعلى من تكلفة الأرباح المحتجزة، والسبب يعود إلى وجود تكاليف قد تتحملها المؤسسة عند إصدار أسهم جديدة تسمى بعلاوة الإصدار."[1]

ويمكن حساب تكلفة الأسهم العادية باستخدام أسلوبين:

1.3. أسلوب الأرباح الموزعة:

ويركز على أن تكلفة رأس المال المتحصل عليها من إصدار الأسهم العادية، تعتمد على توقعات الأرباح الموزعة واحتمالات تزايدها.ويمكن استخدام العلاقة التالية لحساب هذه التكلفة:

$$\text{تكلفة السهم العادي} = \frac{\text{العائد المتوقع من السهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}(1-\text{تكلفة الاصدار السهم})} + \text{معدل النمو في الأرباح} \quad \ldots(1-6)$$

2.3. أسلوب الأرباح المنسوبة لسعر السهم:

ويعتمد هذا الأسلوب في قياس تكلفة رأس المال المتحصل عليها من بيع الأسهم العادية، على نسبة الأرباح لسعر السهم من خلال العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة السهم العادي} = \frac{\text{الأرباح الحالية للسهم}}{\text{على القيمة الصافية للسهم}} \quad \ldots(1-7)$$

4. تكلفة الأرباح المحتجزة:

يمكن تعريف تكلفة الأرباح المحتجزة بأنها تكلفة الفرصة البديلة أو معدل العائد الذي يتطلع إليه حملة الأسهم العادية جزءا من أرباحها، ويمكن حساب هذا التكلفة بطريقتين:

1.4. طريقة عائد السند+علاوة المخاطرة: بموجب هذه الطريقة، غالبا ما يلجأ المحللون الماليون في المؤسسة إلى تقدير تكلفة رأس المال، في المؤسسة بإضافة علاوة المخاطرة إلى سعر الفائدة على الديون طويلة

[1] عدنان تايه النعيمي وآخرون،**الإدارة المالية: النظرية والتطبيق**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة عمان، الأردن، الطبعة الثانية،2007،ص:345.

الأجل، فالمؤسسة التي لديها دين خطر وبسعر فائدة قليل أو مرتفع،فإن تكلفة رأس مالها ستكون عالية وأكثر عرضة للمخاطر ويمكن حسابها بالعلاقة التالية:

تكلفة الأرباح المحتجزة = عائد السند + علاوة المخاطرة ....(1-8)

2.4. طريقة عائد السهم + معدل النمو(أو التدفق النقدي المخصوم):لاحظنا سابقا أن كل من السعر ومعدل العائد المتوقع للسهم العادي يعتمدان بشكل كبير على دفعات المقسوم المتوقع من السهم، إن قيمة السهم العادي تكتب كما يلي:

$$\text{قيمة السهم العادي} = \frac{\text{المقسوم المتوقع}}{\text{معدل النمو} - \text{تكلفة الأرباح المحتجزة}} \quad ....(1-11)$$

وبالاستفادة من المعادلة المذكورة يمكن اشتقاق المعادلة أدناه لحساب تكلفة الأرباح المحتجزة:[1]

تكلفة الأرباح المحتجزة =(المقسوم المتوقع/ قيمة السهم العادي)+ معدل النمو ....(1-10)

ثالثا: التكلفة الوسطية المرجحة

سيتم التطرق من خلال هذا العنوان إلى تعريف التكلفة الوسطية المرجحة وطريقة حسابها.

1. تعريف التكلفة الوسيطة المرجحة:

تمثل المتوسط المرجح للتكاليف مكونات الهيكل المالي للمؤسسة ،أي مجموع كلف مصادر التمويل مرجحة بالأهمية النسبية لكل مصدر في مساهمته في تشكيل رأس المال.

2. طريقة حسابها:

وتحسب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال بموجب المعادلة التالية2:

[1] نهال فريد مصطفى،**مبادئ وأساسيات الإدارة المالية** ،دار الجامعة الجديدة للنشر،الاسكندرية ،2003،ص:284.

[2] عاطف وليم اندراوس،مرجع سبق ذكره،ص ص:419 -420.

كلفة رأس المال=

[(نسبة الدين) (كلفة الدين بعد الضريبة)]+

[(نسبة الممتازة) (كلفة الأسهم الممتازة)]+

[(نسبة حقوق الملكية) (كلفة حقوق الملكية)]

....(11-1)

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل تم التطرق إلى مختلف مصادر التمويل التي تحتاجها المؤسسة لتغطية التزاماتها المتمثلة في المصادر الداخلية (الذاتية)، والخارجية (المباشرة والغير مباشرة)، وحساب تكلفتها.

كما تم التعرف على المحيط المالي للمؤسسة ،والذي يعتبر الركيزة الأساسية التي لها الفضل في الجمع بين أصحاب العجز والفائض المالي، بالإضافة إلى دور الوساطة،والذي يكمن في نقل الأموال من أصحاب الفوائض للأصحاب الحاجة وعرض لكل من السوق النقدي وسوق رأس المال وأدوات كل منهما، وتم ذكر مختلف دورات المؤسسة وهي دورة الاستغلال، الاستثمار، والتمويل.

لقد تعرضنا لمختلف مصادر التمويل في الفصل الأول،لكن تبقى المؤسسة أمام إشكالية اختيار المصدر التمويلي الذي يخول لها تكوين الهيكل المالي الأمثل،وتم تناول هذا الإشكال من قبل الباحثين وتم الخروج بعدة نظريات التي سنتطرق إليها في الفصل الثاني.

الفصل الثاني:

الهيكل المالي للمؤسسة والنظريات المعالجة له

تمهيد

إن سعي المؤسسة في استمرار نشاطها يوجب عليها المفاضلة بين التمويل الذاتي والخارجي من اجل تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم قيمتها السوقية وهذا من خلال اتخاذها جملة من القرارات المالية وتتضمن هذه القرارات اختيار المزيج المناسب لمصادر التمويل المختلفة، وعليه سنتطرق في هذا الفصل إلى مختلف العناصر المتعلقة بالهيكل المالي من خلال المباحث الأتية:

المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي

المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي

المبحث الثالث: محددات اختيار الهيكل التمويلي

المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي

لايقتصر عمل المدير المالي على التعرف على مصادر التمويل، بل يتعدى ذلك أن يحصل عليها بأقل تكلفة ممكنة واستغلالها استغلالا أمثل، وأن يشكل ذلك المزيج من الأموال الذي يحقق هيكل تمويل مثالي، حيث يرتبط الأداء المالي الجيد للمؤسسة بقدرتها في تشكيل التوليفة المثلى من هذا الهيكل ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بما يحقق أهدافها المسطرة.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي

سنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف الهيكل المالي والفرق بينه وبين هيكل رأس المال.

أولا:تعريف الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي بأنه تلك التوليفة بين الأموال الخاصة والقروض التي تستعملها المؤسسة في تمويل استثماراتها، وأنه" كل مصادر التمويل طويلة الأجل ومصادر التمويل قصيرة الأجل وهو ما يعرف محاسبيا بخصوم الميزانية العامة، والتي تمثل مجموع الالتزامات التي تترتب على المؤسسة مقابل الحصول على مجموع الأصول".[1]

كما يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل".

ثانيا:الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال

وبناءا على ما سبق من تعريف للهيكل المالي،لابد أن نفرق بين المصطلحين الأتيين:المصطلح الأول الهيكل المالي والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، أي يعبر عن مختلف التوليفات من مصادر التمويل التي يمكن للمؤسسة المفاضلة بينها لتحقيق مزايا متعددة، والمصطلح الثاني هيكل رأس المال والذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة الذي 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.[2]

---

[1] محمد بوشوشة،**تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،جامعة بسكرة، 26 أكتوبر 2016، ص: 170.

[2] عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر،2004،ص:128.

المطلب الثاني: أثر الرفع المالي (الرافعة المالية الرافعة التشغيلية)

سنتطرق من خلال هذا المطلب لمفهوم الرافعة المالية والرافعة التشغيلية.

أولا: مفهوم الرافعة المالية

يمكن تعريف الرافعة المالية بأنها:

درجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء كانت قروضا، أو سندات أو أسهما ممتازة، مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك، كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها، أي بمعنى آخر أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المؤسسة، فكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة أموال الاقتراض وإذا لم تنجح المؤسسة في ذلك الاستثمار فإنها ستتعرض لخطر أكبر، وتحقق خسارة أكبر، مما يعني فقدان ميزة استخدام الرفع المالي بهيكل المؤسسة التمويلي.[1]

ويمكن تعريف درجة الرفع المالي بأنها التغير النسبي في ربحية السهم نتيجة للتغير في الأرباح التشغيلية أو الأرباح قبل الفوائد والضرائب، وبما أن ربحية السهم الواحد ثابتة نسبيا خلال فترة التقييم فإن العلاقة التي تقيسها درجة الرفع المالي هي بين صافي الدخل من جهة، والأرباح قبل الفوائد والضرائب من جهة أخرى.[2]

تحسب درجة الرفعة المالية بالعلاقة التالي:

$$DFL = \frac{Q(p - V) - F}{Q(P - V) - F - I} \quad \ldots(12\text{-}2)$$

$$DFL = \frac{\%\Delta EPS}{\%\Delta EBIT} = \frac{EBIT}{EBIT - I} \quad \ldots(13\text{-}2)$$

بحيث أن:

[1] صبيحة هاشم،**نظريات هيكل التمويل الحديثة، تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة**، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية،،العدد83، المجلد21،2015،ص:65.

[2] عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية: بين النظرية والتطبيق**، مرجع سابق ذكره،ص:446.

DFL: درجة الرافعة المالية

EPS: الأرباح بالسهم

EBIT: الأرباح قبل الفائدة والضريبة

وتأخذ الرافعة المالية الحالات التالية:

- ✓ تكون الرافعة المالية مرغوبة عندما يزداد عائد الأصول عن تكلفة القرض، كلما ارتفعت الرافعة المالية ارتفع العائد على حقوق الملكية؛
- ✓ تكون الرافعة المالية غير مرغوبة إذا ما كان عائد الأصول أقل من تكلفة القرض وعليه الرافعة المالية غير مرغوبة في الحالات الاقتصادية السيئة؛
- ✓ فرافعة التمويل تعظم الأرباح والخسائر إلى المساهمين وذلك بحسب الأوضاع الاقتصادية، إذا كان الاقتصاد القومي في ازدهار ومبيعات المؤسسة آخذة في النمو والازدياد، فإن التمويل بالدين يعظم الربح إلى المساهمين والعكس صحيح عندما يكون الاقتصاد في حالة كساد مبيعات المؤسسة آخذة في الانخفاض، فإن التمويل بالدين يعظم الخسارة للمساهمين؛[1]
- ✓ فكلما ازدادت نسبة التمويل بالدين في هيكل تمويل المؤسسة كلما ازدادت نسبة التغير في الأرباح للسهم الناتجة عن أي تغير صغير في الأرباح قبل الفائدة والضريبة.

ثانيا: الرافعة التشغيلية

يمكن تعرف الرافعة التشغيليةبأنها:

استخدام أو توظيف أصول أو أموال تتحملها المؤسسة بناء على تكاليف ثابتة، وبالتالي فالتكاليف الثابتة هي نقطة ارتكاز الرافعة التشغيلية. وهكذا يكون القصد من استخدام هذه الرافعة هو زيادة الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة، وعليه فالرافعة التشغيلية يمكن دراستها من خلال نموذج تحليل التعادل باعتباره منهجا لتخطيط الربحية في ضوء العلاقة القائمة بين التكاليف والإيرادات.[2]

[1] هاشم السامرائي،**الادارة المالية: مدخل كمي**، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان،2009،ص ص:26-27.

[2] بوربيعة غنية،مرجع سابق ذكره،ص: 143.

تعرف درجة الرافعة التشغيلية بأنها: نسبة التغير في الدخل التشغيلي إلى نسبة التغير في المبيعات ويتم حسابها بطريقتين:

1. درجة الرافعة التشغيلية لمستويين من المبيعات:

$$DOL = \frac{\Delta EBIT/EBIT}{\Delta Q/Q} \quad \ldots(14\text{-}2)$$

DOL: درجة الرافعة التشغيلية

EBIT: الأرباح قبل الفوائد والضرائب (صافي الربح التشغيلي)

Δ EBIT: التغير في الأرباح قبل الفوائد والضرائب

ΔQ: التغير في المبيعات

2. درجة الرافعة التشغيلية عند مستوى محدد من المبيعات:

هي نسبة نقطة التعادل الخطية إلى نسبة استخدام المتغيرات المحددة بتحليل التعادل.

$$DOL = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F} \quad \ldots(15\text{-}2)$$

وتعكس الرافعة التشغيلية مدى حساسية أرباح المؤسسات للتغيرات في حجم المبيعات، فإذا ما كانت هذه الرافعة في مؤسسة معينة صغيرة، كان معنى ذلك أن أرباح هذه المؤسسة اقل حساسية للتغيرات في حجم المبيعات.

إن الرافعة التشغيلية العالية تعني أن تغيرا صغيرا في المبيعات ينتج عنه تغيرا كبيرا في الأرباح التشغيلية قبل الفوائد والضرائب، كما أن انخفاضا صغيرا في المبيعات يؤدي إلى تدني كبير في الأرباح.[1]

[1] الياس بن ساسي، يوسف قريشي، نفس المرجع السابق، ص: 275.

ثالثا: مبدأ أثر الرافعة المالية

تقوم الرافعة المالية على مبدأ بسيط، فهي نتيجة استخدام رأس المال الخارجي عن المؤسسة، فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقترضين يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين ونكون بصدد أثر رافعة موجب، وفي الحالة العكسية أي إذا كانت مردودية الأصول غير كافية لتغطية التكاليف المالية تنخفض مردودية المساهمين ويصبح أثر الرافعة سلبي.

ويمكن إظهار هذا المبدأ من خلال حالتين رئيسيتين:

1. حالة المؤسسة عديمة الاستدانة:

في هذه الحالة تعتمد المؤسسة على التمويل الذاتي فقط أي أن الديون معدومة فنحصل على مردودية أموال خاصة تساوي:

$$RCP = [RE(\& - tis)] \quad \ldots\ldots (16-2)$$

حيث:RCP:مردودية الأموال الخاصة.

RE: المردودية الإقتصادية بعد الضريبة.

في هذه الحالة لا يوجد أثر رافعة مالية وبالتالي تتساوى مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) مع المردودية الاقتصادية بعد الضريبة.

2. حالة المؤسسة المستدينة:

تعد الاستدانة من أهم مصادر التمويل والتي يجب مراقبة مستوياتها باستمرار وذلك من خلال دراسة اثر الرافعة المالية، ونميز حالتين:

1. حالة المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الفائدة($RE>i$)

$$(RE-I)>0 \Rightarrow \quad RCP-RE = D/CP .(RE-I)>0. \quad \ldots\ldots (17-2)$$

حيث:

RE: المردودية الإقتصادية.

I: معدل الفائدة.

RCP: مردودية الأموال الخاصة.

D: الديون.

CP: الأموال الخاصة.

أي أن زيادة اللجوء للاستدانة يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة.

2. حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة(RE<i)

$$(RE-I)<0 \Rightarrow \quad RCP-RE = D/CP .(RE-I)<0. \qquad (18-2)....$$

أي أن مردودية الأموال الخاصة تنخفض بزيادة اللجوء إلى الاستدانة وذلك بسبب ارتفاع المصاريف المالية.[1]

رابعا: العلاقة بين الخطر المالي والرافعة المالية

تتعرض المؤسسات إلى مخاطر ناتجة عن مصادر التمويل المقترضة لتكوين الهيكل المالي فكلما زاد اعتماد المؤسسة على القروض تعرضت الإدارة إلى مخاطر إضافية تتمثل في احتمال عدم القدرة على سداد فائدة القرض أو القرض أو كليهما معا.

ومصدر الخطر ليس القرض بحد ذاته، إنما راجع لاحتمال انخفاض مستويات التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة التي تلتزم المؤسسة بتسديدها. ومنه فاعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة فقط يجنبها التعرض للمخاطر المالية.

وبالتالي تتعلق المخاطر المالية بدرجة الرافعة المالية أي درجة اعتماد المؤسسة على القروض.[2]

---

[1] صويلح سلوى، **أثر الرافعة المالية في تشخيص الخطر المالي للمؤسسة الاقتصادية – دراسة حالة: مدبغة جيجل شركة بالأسهم–** مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2018/2017،ص ص:48-49.

[2] حمزة محمود الزبيدي، **اساسيات الادارة المالية**،مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى،2006،ص:331.

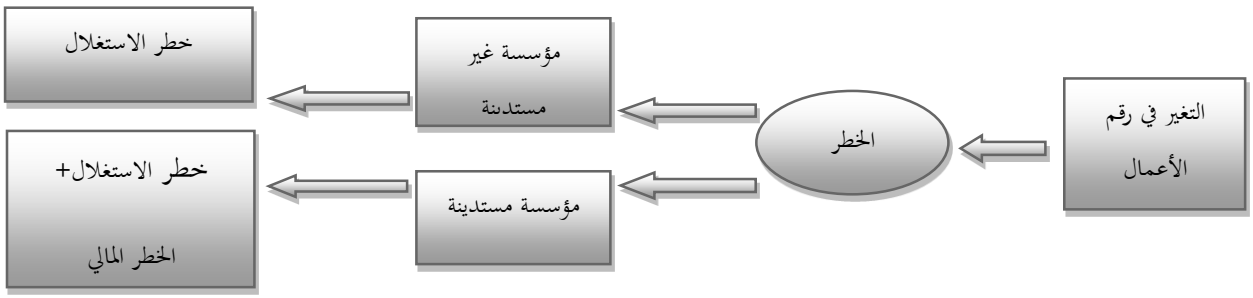
خامسا: خطر الاستدانة (خطر الرفع المالي) وتأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة

1. خطر الاستدانة (خطر الرفع المالي):

يرتبط هذا الخطر بالهيكل المالي للمؤسسة، وهو ناتج أساسا عن لجوء المؤسسة إلى مصادر تمويل خارجية ممثلة في الديون المالية باختلاف آجالها، حيث إذا انعدم الهيكل المالي (مؤسسة غير مستدينة) ينعدم معه الخطر المالي والخطر الوحيد الذي تواجهه المؤسسة في هذه الحالة خطر الاستغلال، وكلما ارتفعت نسبة الهيكل المالي، كلما ارتفع الخطر المالي أي ارتفع احتمال الانخفاض في المردودية الاقتصادية المحققة بفعل أنشطة الاستغلال نحو تغطية تكلفة الاستدانة.

وسنعرض مصادر المخاطر المتعلقة بنشاط المؤسسة من خلال الشكل الأتي:

الشكل رقم(2-3): الاستدانة والمخاطر المتعلقة بنشاط المؤسسة.



المصدر: الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، مرجع سابق ذكره، ص498.

2. تأثير الاستدانة على القيمة السوقية للمؤسسة

لتكن لدينا النتائج المبينة في الجدول التالي:

جدول رقم(2-2):المقارنة بين مؤسستين متماثلتين في جميع البيانات ماعدا الهيكل المالي

العناصر	المؤسسة غير المستدينةN	المؤسسة المستدينةE
الربح قبل الضريبة والفوائد	RE	RE
المصاريف المالية(الفوائد)	0	D.Kd
النتيجة قبل الضريبة	RE	RE-D.Kd
النتيجة بعد الضريبة ذات المعدلT	RE(1-T)	(RE-D.Kd)(1-T)
ربح المساهمين	RE(1-T)	(RE-D.Kd)(1-T)
ربح المقرضين	0	DT/(RE(1-T))+D .Kd .T

المصدر: دادان عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، الإسهامات النظرية، في مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 4،2006،ص: 110.

انطلاقا من نتائج الجدول تساوي قيمة المؤسسة V القيمة المستحدثة للأرباح الموزعة، معدل استحداث[1] يتمثل في المعدل المطلوب من طرف المساهمين أو المقرضين، وذلك لعدد لا متناهي من السنوات n، كما يلي:

قيمة المؤسسة غير المستدينة:VN

$$VN=RE(1-T).\left(1-(1+Kcp)\right)^{-n}/Kcp \quad \ldots(19-2)$$

وعندما $n\longrightarrow\infty$

فإن $(1+Kcp)^{-n}\rightarrow 0$

$$VN=RE(1-T)/Kcp \quad \ldots(20-2)$$

ومنه :

قيمة المؤسسة المستدينة :VE

$$VE=RE(1-T).(1-(1+Kcp))^{-n}/Kcp+D.Kd.T.\left(1-(1+Kd)\right)^{-n}/i \quad \ldots(21-2)$$

وعندما: $n\longrightarrow\infty$

$$VE=RE(1-T)/Kcp+D.Kd.T/Kd \quad \ldots(22-2)$$

فإن:

$$VE=VN+D.T \quad \ldots(23-2)$$

حيث:

[1] شرابي باية كنزة، **العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة– دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية–**مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر،2014/2013، ص: 111.

T. D: القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة عن طريق الاستدانة.

والنتيجة أنه في حالة الخضوع للضريبة على الأرباح(وجود الجباية) فإن قيمة المؤسسة المعتمدة للاستدانة مساوية لقيمة نفس المؤسسة في حالة عدم اعتمادها على الاستدانة، مضافا إليها مقدار الوفورات الضريبية عن فوائد الديون.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسة

بعد أن تطرقنا لأهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة نتناول في هذا المطلب القيود المتحكمة في عملية اختيار تشكيلة الموارد المالية، كما نتناول العوامل المحددة لأنواعه التمويل.

أولا: القيود المتحكمة في عملية التمويل

يخضع متخذ قرارات التمويل إلى مجموعة من القيود التي لايمكن تجاهلها عند اختيار مورد مالي معين، لان ذلك يحدث أثارا سلبية تؤثر على تحقيق أهداف أخرى، فاتخاذ قرار تمويلي دون النظر إلى قيد المردودية مثلا من شأنه أن يضخم المصاريف المالية وينعكس ذلك على نتائج المؤسسة، وتتمثل هذه القيود فيما يلي:

1. القيود الكلاسيكية: هي من أسس التحليل المالي الكلاسيكي، ورغم أن هذا التحليل تم تجاوزه إلا أن مجموعة من قواعده ظلت ثابتة، وتمثل أساسا للكثير من القرارات المالية،وتتمثل في الأتي:

1.1. قاعدة التوازن المالي الأدنى: محتواها أن الاستخدامات المستقرة يجب أن تمول بواسطة الموارد الدائمة، فمثلا يجب أن تمول الاستثمارات بديون متوسطة أو طويلة الأجل أو عن طريق التمويل الذاتي أو الأموال الخاصة،كما يتوجب أن تمول استخدامات الاستغلال باستخدام موارد الاستغلال، أي يجب أن تغطي حقوق العملاء والمخزون وما يماثلها عن طريق ديون المورد وما يماثلها، الإخلال بهذه القاعدة عند اتخاذ القرار التمويلي يؤدي إلى عدة مشاكل أهمها عجز مفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأس المال العامل، ويحدث ذلك مثلا عن طريق تمويل عملية شراء استثمار باستخدام قرض قصير الأجل.[1]

2.1. قاعدة الاستدانة العظمى (الاستقلالية المالية): الهدف منها جعل المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية، وهو أن لا يفوق مجموعة ديون المؤسسة حجم الأموال الخاصة، فإذا كان قرار الاستدانة يجعل أموال المقترضين أعلى

[1] الياس بن ساسي، يوسف قريشي،**الإدارة المالية، دروس وتطبيقات**،جامعة ورقلة، الجزائر،دار وائل للنشر والتوزيع، 2006،ص:301.

من مساهمة المالكين، فالقرار هذا غير عقلاني من منظور الاستقلالية المالية، يجب تعويضه بقرار آخر كفتح رأس مال للمساهمة أو التنازل عن بعض الاستثمارات وبالتالي على المؤسسة الكف عن الاقتراض.

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الديون المالية}} > 1 \quad \ldots(24\text{-}2)$$

3.1. قاعدة القدرة على السداد: هذه القاعدة تقول على أنه يجب أن لاتفوق الديون المالية ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوي المتوسط المقدر، فمتخذ القرار حتى يتمكن من المراقبة والتقيد بهذه القاعدة يستخدم نسبة القدرة على السداد.[1]

$$\text{القدرة على السداد} = \frac{\text{الديون المالية}}{\text{القدرة على التمويل الذاتي}} > 3 \text{ سنوات} \quad \ldots(25\text{-}2)$$

وهذه النسبة تعبر عن مدة التسديد المتوسط بين المؤسسة وزبائنها والتي تقل عن ثلاث سنوات ويعني هذا أن المؤسسة تستطيع تغطية مجمل ديونها باستخدام قدرتها على التمويل الذاتي التي تكون في السنوات الثلاث القادمة تغطي إجمالي الديون المالية، وعدم الالتزام بهذه القاعدة يعني الاستمرار في الاستدانة بغض النظر عن مستوى القدرة التمويلية الذاتية، ويؤدي إلى احتمال عدم القدرة على السداد وبالتالي ارتفاع احتمال الإفلاس.

4.1. قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي: يعني يجب أن تمول جزء من الاستثمارات ذاتيا(في حدود الثلث)،وأن يغطي الباقي عن طريق الاستدانة، تهدف هذه القاعدة إلى تنويع مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية، وذلك عن طريق التمويل الذاتي في حدود الثلث، والاستدانة في حدود الثلاثين، فإذا مولت المؤسسة استثمارا كليا بواسطة قرض فإن ذلك يزيد من احتمالات تحقق مجموعة من المخاطر كتضخم مصاريف الاستدانة مقارنة مع مردودية المشروع، وإذا مول المشروع كليا بموارد ذاتية فإن ذلك قد يفوت فرض الاستفادة من الوفورات الضريبية المحققة بواسطة الاستدانة.[2]

[1] شرابي باية كنزة،مرجع سابق، ص:96.

[2] الياس بن ساسي، يوسف قريشي مرجع سابق، ص:303.

2. قيود أخرى: إلى جانب القيود المالية المذكورة سابقا، توجد مجموعة من القيود تفرض على المسؤول المالي مسارا محددا لعملية التمويل، ومنها: الطبيعة القانونية للمؤسسة، الحجم، حالة السوق المالي ... الخ.[1]

1.2. الشكل القانوني للمؤسسة: تختلف الطبيعة القانونية للمؤسسات، فقد تكون مؤسسة خاصة أو عمومية، كما قد تكون ضمن شركات الأموال (شركة المساهمة، شركة التوصية بالأسهم مثلا)، أو ضمن شركات الأشخاص (شركة التضامن، شركة المسؤولية المحدودة)، وفي كل شكل قانوني هناك مصدر للتمويل يتوافق مع الأسس القانونية له، فمثلا يمكن للشركة العمومية إصدار أوراق الاكتتاب العام للجمهور بمختلف أنواعها، ويمكن لشركة المساهمة أن تفتح رأسمالها للمساهمة دون تحديد عدد معين للمساهمين ... الخ.

2.2. حجم المؤسسة: تتخذ المؤسسات عدة أحجام، فقط تكون مؤسسة متناهية الصغر، أو صغيرة أو متوسطة أو كبيرة، أو مجمع أو متعددة الجنسيات ... الخ.

وللحجم أثر في اختيار مصادر التمويل، ومن المنطقي أنه كلما زاد حجم المؤسسة كلما وسع ذلك من إمكانية تنويع مصادر التمويل، وكلما قل حجمها كلما قلص من إمكانية ذلك، فالمؤسسات الصغيرة يمكنها طرح الأسهم أو السندات للاكتتاب العام، لأن حجمها لا يتطلب رأس مال كبير، وبالتالي فهي تميل أكثر للاقتراض من البنوك، أما المؤسسات الكبيرة والتي تنمو بتسارع كبير فهي بحاجة إلى كل مصادر التمويل تقريبا من فتح رأس المال والاقتراض والتمويل الذاتي والتنازل عن بعض الاستثمارات وأشباه الأموال الخاصة ... الخ.

3.2. حالة سوق المال: بعد الأزمات المالية التي شهدتها الأسواق المالية سنة 1987 وبين 1997 و1998 أصبح الاستثمار في الأوراق المالية يشكل خطرا لمصدرها والمستثمرين فيها على حد سواء، لذا فإن حالة السوق المالي يؤثر على إمكانية تنويع مصادر التمويل للمؤسسة.

فإذا كانت السوق غير مشجعة للإصدار، أي أن الأوراق المالية تفقد قيمتها أكثر مما تزداد فمن الأفضل البحث عن موارد بديلة وأهمها الاعتماد على النظام البنكي والائتمان التجاري، أما إذا كانت السوق في حالة طبيعية فأمام المسير المالي مصادر تمويل متنوعة سواء داخل السوق أوخارجها.[2]

[1] الياس بن ساسي، يوسف قريشي، نفس لمرجع السابق، ص:303.
[2] نفس المرجع السابق، ص: 304.

ثانيا: العوامل المحددة لأنواع التمويل

لو نظرنا إلى الهيكل المالي لعدد كبير من المؤسسات نجد أن هناك اختلافا في مكونات هذا الهيكل المالي، فبعضها يعتمد كليا على أموال الملكية لتمويل أصوله واحتياجاته، والبعض الأخر يتوسع بشكل كبير في استخدام الأموال المقترضة بأنواعها المختلفة، ومن أهم العوامل التي تحدد أنواع الأموال المستخدمة والمناسبة للمؤسسة نجد:

1. **الملائمة (Suitability)**:القاعدة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل مثل أموال والقروض طويلة الأجل، أما الموجودات المتداولة فمن مصادر قصير الأجل، وعملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية والتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة من اقتناء هذه الأصول.
2. **التوقيت (Time)**:والمقصود به تحديد المؤسسة للوقت الذي سوف تدخل فيه إلى السوق مقترضة من أجل الحصول على الأموال بأدنى تكلفة ممكنة وبأفضل الشروط، ولكن حاجة المؤسسة للأموال قد تلغي قدرتها على التوقيت وتضطر إلى دخول سوق الاقتراض بالرغم من عدم مناسبة التوقيت.[1]
3. **معايير المديونية للصناعة (Industry indebtedness standars)**: هناك مستويات متعارف عليها لنسبة إجمالي الديون إلى صافي حقوق المساهمين لمختلف أنواع الصناعات، ولهذا فيجب على المؤسسة أن تحافظ في حجم مديونيتها على حجم هذه النسب حتى لا تؤثر على سلامة موقفهم المالي.[2]
4. **الخطر(Risk)**:نميز نوعين من المخاطر:

1.4.خطر التشغيل: يرتبط بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية، فعندما تكون مخاطر التشغيل مرتفعة يجب على المؤسسة أن تزيد من رأس المال بدلا من الاعتماد على القروض لأن عدم انتظام حجم النشاط سوف يؤثر على قدرة المؤسسة على خدمة ديونها وقد تتعرض للإفلاس إذا كانت خدمة الدين أكبر من قدرتها.

2.4.خطر التمويل: يقع بسبب زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة أعباء خدمة الدين.

---

[1] عبد الحليم كراجة، علي ربابعة، ياسر السكران، **الإدارة والتحليل المالي، أسس ومفاهيم**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص: 109. 114.

[2] مفلح عقل،**مقدمة في الإدارة المالية**، معهد الدراسات المصرفية، عمان، 1989، ص:98.

5. الدخل (Income): كلما كان الدخل المتوقع كبيرا يتم التمويل عن طريق الاقتراض، وكلما كان منخفضا يكون التمويل عن طريق الملكية.[1]

6. هيكل الأصول: يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصور عديدة، فالمؤسسات التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة، وخاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير، تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة، ومن ناحية أخرى فإن الشركات التي تكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون، والتي تتوقف قيمتها على استمرار تحقيق الشركة للأرباح، تعتمد على القروض قصيرة الأجل بصفة أساسية وان كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل ولكن بدرجة محدودة.

7. توجهات الإدارة: إذ يتميز بعض المديرين بدرجة أعلى من المغامرة والجرأة مقارنة بغيرهم حيث يعمدون إلى استخدام الاقتراض بشكل كبير في محاولة منهم لرفع أرباح المؤسسة، على عكس بعض المدراء الذين يتميزون بالتحفظ ويعتمدون على القروض بشكل حذر.[2]

[1] محمد الفاتح بشير المغربي، مرجع سابق، ص: 210 .

[2] عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق،ص:405.

المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي

يعتبر اختيار الهيكل المالي الأمثل 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 إلى نظريات تقليدية ونظريات حديثة.

المطلب الأول: نظريات الهيكل المالي التقليدية

قامت النظريات الكلاسيكية على فرضيات غير واقعية في مجملها رغم ذلك تعتبر هذه النظريات خاصة نظرية موديكلياني وميلر1958 القاعدة الأساسية لدراسة الهيكلة الملية في المؤسسات.

أولا: نظرية الربح الصافي

وتعرف بنظرية الربح التشغيلي أو صافي ربح العمليات.

بعد عام 1952 حين أقام احد المفكرين في مجال الإدارة المالية وهو دافيد ديراند (David Durand) بعرض أسلوبين لتقييم قيمة المؤسسة من خلال مدى اعتمادها على القروض في تكوين هيكل رأس المال وهما أسلوب صافي ربح وأسلوب صافي ربح العمليات (الربح التشغيلي)،وقد أثار الأسلوبان جدلا شديدا ترتب عليه ظهور اتجاهين من الفكر متناقضين فيما يتعلق بوجود أو عدم وجود هيكل مالي أمثل يترتب عليه تدنية التكاليف وتعظيم قيمة المؤسسة.

1. نظرية الربح الصافي

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

أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة الأموال المرجحة من خلال التغيير في نسبة الرفع المالي، فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة ومن أجل فهمها أكثر سنتطرق إلى فرضياتها.[1]

2.فرضيات النظرية

وتتمثل هذه الفرضيات فيما يلي:

- ✓ إن الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر، ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك ومعدل العائد على السندات والقروض (معدل الفائدة) تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسبة الرفع المالي؛
- ✓ نظرا لأن الملاك يجمعون صافي الربح بعد الفائدة فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرض لها المقرضين ونتيجة لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض (الفائدة على السندات) وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين؛
- ✓ حجم الاستثمار ثابت لا يتغير وهذا يعني ضمنيا أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها الهيكل المالي ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع المؤسسة من تغيير المزيج الذي يتكون منه هذا الهيكل، ونظرا لأن حجم الاستثمار ثابت لا يتغير هذا يعني أن صافي ربح العمليات ثابت لا يتغير؛

ومن تحليل الفرضيات أعلاه نجد أن استمرار الرفع المالي في صياغة هيكل الأموال في المؤسسة يعني استمرار انخفاض تكلفة الأموال المرجحة، واستمرار ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، ويعني ذلك من الناحية النظرية عند الوصول بنسبة الرفع المالي إلى 100% في المؤسسة، ستكون التكلفة المرجحة للأموال في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية في حدها الأعلى، هذا يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تكون في الأعلى عندما تبلغ تكلفة الأموال المرجحة مستوى يساوي تكلفة الأموال المقترضة، ومن المنطق أن يتحقق ذلك عندما تعتمد المؤسسة كليا على الأموال المقترضة فقط في صياغة الأموال، لكن هذا لا يسمح به من الناحية القانونية، ونتيجة لذلك يرى أصحاب هذه النظرية أن هيكل رأس المال المثالي هو الذي يتضمن أموال اقتراض فقط.[2]

[1] عبد الغفار حنفي،رسمية زكي قرياقص،**أساسيات التمويل والإدارة المالية**، دار الجامعة الإسكندرية، 2004،ص:186.

[2] حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق ذكره،ص: 358.

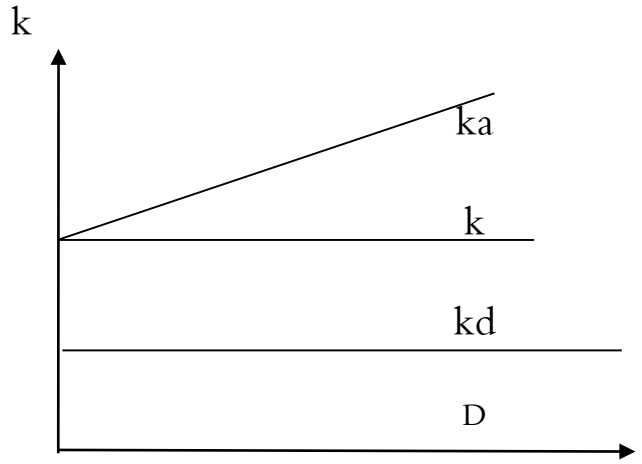
ثانيا: الربح التشغيلي (صافي ربح العمليات)

1.مضمون النظرية:

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

كما هو موضح في الشكل أدناه:

الشكل رقم (2-4): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض



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

[1] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، المكتب العربي الحديث للتوزيع، 2006، ص:99.

2. فرضيات النظرية

تقوم هذه النظرية على الفرضيات الأتية:

- ✓ تتحد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة الأموال المرجحة، لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين الاقتراض والملكية؛
- ✓ يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال (Business risks) لذلك فإذا ماظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم يظل ثابتا لا يتغير أيضا؛
- ✓ إن معدل الفائدة على القروض ثابت؛
- ✓ لاتوجد ضريبة على دخل المؤسسات.[1]

ثالثا: النظرية التقليدية

على عكس نظرية صافي ربح العمليات تفترض النظرية التقليدية وجود هيكل مالي أمثل أي وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها الأموال إلى حدها الأدنى، وتصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى، كذلك تفترض هذه النظرية أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون (دائنون وملاك) يزداد مع ازدياد نسبة الاقتراض، وذلك بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه، ونؤكد هنا على أن أنصار هذه النظرية لم يربطوا بين ارتفاع تكلفة التمويل المصاحبة للزيادة في نسبة الاقتراض والتكاليف المصاحبة لاحتمال الإفلاس.

كما يفترض مؤيدو هذه النظرية أن تكلفة التمويل للديون، 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 لارتفاع 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 الانخفاض حتى إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي الذي يسمى بنقطة الاقتراض المثلى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأعلى.

فحسب هذه النظرية تتحدد نسبة الديون المثلى التي تجعل من القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها في ثلاث مراحل:

[1] حمزة محمود الزبيدي،مرجع سابق ذكره، ص: 769.

1. **المرحلة الأولى:** تتصف بظهور تغيرات بطيئة في تكلفة الأموال الذاتية مع كل زيادة في مقدار الاقتراض، إلا أن الزيادة في تكلفة الأموال الذاتية ضمن هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناتجة عن الاقتراض، يضاف إلى ذلك أن تكلفة الاقتراض 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 نحو الانخفاض.
2. **المرحلة الثانية:** تتصف بأن المؤسسة تستعمل نسبة من الديون في هيكلتها المالية، بحيث لا تؤثر تلك النسبة على قيمتها السوقية، نظرا لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض والمتمثلة في انخفاض تكلفته سوف يقابلها ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة التمويل الذاتي، وهنا تتشكل نقطة الاقتراض المثلى.
3. **المرحلة الثالثة:** في هذه المرحلة الأخيرة تتجاوز المؤسسة نقطة الاقتراض المثلى، وهو ما يؤدي إلى ضياع مزايا الاعتماد على القروض كمصدر منخفض للتكلفة، وذلك لأن المساهمين يطالبون بزيادة في معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب الزيادة في المخاطر المترتبة على الاعتماد على القروض، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة رأس المال، وبسببها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.[1]

رابعا: نموذج موديكلياني وميلر

يقوم هذا النموذج على مايسمى بمدخل أرباح الاستغلال الذي تولد عنه أعمال ميلر (Miller)، موديكلياني (Modigliani) حيث نميز بين مرحلتين في تصور هذا النموذج:[2]

المرحلة الأولى (1958):دون اثر الضريبة، مع اثر معدوم لأثر رافعة الاستدانة.

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

1. الهيكل المالي للمؤسسة في ظل غياب الضريبة:

يشير كل من موديكلياني وميلر بأنه في ظل أسواق كاملة، فان المؤسسات لها نفس القيمة السوقية بغض النظر عن نسب الرافعة المالية لها، وكذا مخاطر عدم السداد. ويؤكدان على إن القيمة السوقية لأي مؤسسة سواء كانت مقترضة

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 103.

[2] الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق ذكره، ص: 359.

أو مقرضة مستقلة تماما عن هيكلتها المالية، وان هذه القيمة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تحدثه المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة، كما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاسا لقرارات الاستثمار فيها وبفعالية تلك القرارات وقوتها الإرادية.

ولكي يثبت موديكلياني وميلر صحة هذا أشار إلى ظهور عملية المراجحة 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 أجل تحقيق الاستفادة 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 بالاقتراض وفقا لما تقتضيه عملية المراجحة، التي بفضلها سوف تتساوى القيمة السوقية للمؤسسات التي تتماثل من حيث المخاطر التي تنتمي إليها، مهما كان التباين في مكونات هيكل رأس المال، وبالتالي وفق هذا النموذج لا وجود لهيكل مالي أمثل.[1]

2.الهيكل المالي للمؤسسة في حالة وجود الضرائب:

لم يكتفي موديكلياني وميلر بالدراسة التي قاما بها سنة 1958، والتي أوضحت بأن الهيكلة المالية للمؤسسة مستقلة تماما عن قيمتها السوقية، بل تجاوزا ذلك ودرسا أثر الهيكلة المالية للمؤسسة في ظل وجود الضرائب، وقدما تحليلا جديدا للهيكلة المالية من خلال المقال الذي نشراه سنة 1963، إن اعتماد المؤسسة على القروض يترك أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة. وأكد موديكلياني وميلر سنة 1963بأن للديون أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة مهما كانت نسبتها ومستواها في الهيكلة المالية لها وذلك بسبب ما تحققه الديون من اقتصاد ضريبي، والذي ينشأ بسبب اعتماد المؤسسة على الاستدانة 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

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق ذكره ،ص634.

أن تخضع للضريبة، ولذلك فإن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تكون أعلى من القيمة السوقية للمؤسسةغير المقترضة بمقدار الاقتصاد الضريبي، ووفقا لهذا النموذج يوجد هيكل مالي أمثل.[1]

المطلب الثاني: النظريات الحديثة للهيكل المالي

سنتناول في هذا المطلب مختلف النظريات الحديثة للهيكل المالي: نظرية الوكالة، نظرية الإشارة، نظرية التسلسل الهرمي.

أولا: نظرية الوكالة

نموذج تكلفة الوكالة لجانسن وميكلينق (Jensen et Mackeling) 1976 تنظر للمؤسسة على أنها مجموعة من العقود للتفاوض بين الوكلاء بحرية لتحقيق أهداف مختلفة في ظل عدم تماثل المعلومات، ويتم تصميم اختيار الهيكل المالي كطريقة للتخفيف من تكاليف الوكالة بسبب النزاعات بين المساهمين والمدراء من جهة والمساهمين والمقرضين من جهة أخرى.

قام كل من جانسن وميكلينق سنة 1976 بإدماج مفهوم تعدد الأهداف ضمن هذه النظرية، فللملاك هدف معين (تعظيم القيمة) وللمسيرين أهداف عديدة، كما أن للدائنين (الجهات المانحة للقروض) هدف أخر وتؤدي هذه التعددية للأهداف إلى نشوء ما يدعى بصراع الوكالة حيث يؤدي هذا الصراع إلى عدم التوافق من حيث اختيار الهيكل المالي.2

يظهر Jensen et mackeling 1979 امتياز الاستدانة حسب نظرية الوكالة على مستويين:

- ✓ تمنح الاستدانة إمكانية مراقبة سياسة الاستثمار لدى المسيرين؛
- ✓ تسمح الاستدانة للمساهمين بضبط وتحسين سلوك المسيرين وكذا الحصول على معلومات أكثر؛

وتميز هذه النظرية بين ثلاثة أصناف لتكلفة الاستدانة:

- ✓ يمكن أن يتخلى المساهمون عن مشاريع ذات قيمة حالية موجبة إذا كان الفرق سالبا مع القيمة الحالية للمبالغ التي سوف تسدد؛
- ✓ يمكن أن تكون الاستدانة عاملا محرضا للمساهمين على اعتماد مشاريع بدرجة من المخاطرة؛

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق ذكره، ص: 635.

[2] عبد الوهاب دادان،**الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة الباحث، عدد 07، 2010/2009، ص: 317.

- ✓ التكاليف التي يتحملها المساهمون بسبب التقصي والبحث عن طبيعة الاستدانة المنتهجة من قبل المسيرين.[1]

وهكذا فان نظرية الوكالة ترى بأنه لتعظيم قيمة المؤسسة وحل إشكالية تضارب المصالح، لابد من الحصول على هيكل مالي أمثل يأخذ بعين الاعتبار الامتيازات والتكاليف الناتجة عن الاستدانة والأموال خاصة.

ثانيا: نظرية الإشارة (1977)

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى المؤلف روس (Ross) سنة 1977، تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل أو تناظر المعلومات الذي يتصف به السوق، والواقع أن المعلومات التي تتبناها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات (signaux) خاصة وفعالة تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى اقل من الأداء، وخاصية هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة، إذن تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين أساسيتين هما:

- ✓ نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛
- ✓ حيث وإن كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.[2]

تكون الإشارة المستعملة بأشكال عديدة، إذ يمكن أن تكون صورة أو وصفا لتكلفة رأس المال، سياسة توزيع الأرباح، أو أيضا اللجوء إلى أوراق مالية معقدة (مركبة) أو إلى شروط خاصة في مختلف أشكال الهيكل المالي، كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل كما يعتقد الكثير، ولكنها قرار مالي حقيقي يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسببها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها.

تقترح هذه النظرية نموذجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين، (A.B)، المؤسسات من النوع A أحسن أداء من المؤسسات

[1] بور بيعة غنية، مرجع سبق ذكره، ص: 109.

[2] عبد الوهاب دادن، نفس المرجع، ص: 319.

من النوع Bومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا للاستدانة D فترى هذه النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد A لها القدرة على الاستدانة والعكس بالعكس.[1]

الواقع أن المستثمر بطبيعته أبعد ما يكون ساذجا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك، تثير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الحدية للأموال، حيث يتضح أن التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة تزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل، ويرجع هذا الاختلاف بين تكلفتي نوعي التمويل إلى تكلفة الإصدار من ناحية ومن ناحية أخرى، قد يحدث أيضا زيادة في تكلفة الأموال إذا ترتب على الإصدار انخفاض في سعر السهم مما يؤثر في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي.

ثالثا: نظرية التسلسل الهرمي للتمويل (1984)

تقوم النظرية التسلسلية الهرمية للتمويل على أساس نظرية عدم تناظر المعلومات وتفاعل قرارات التمويل بقرارات الاستثمار، حيث يوضح دونالدسون (Donaldson) 1961 والذي يعتبر أن المسيرين والمساهمين ليس لهم الاهتمام نفسه فيما يتعلق باختيار مصادر التمويل، فالمسيرون حرصا منهم على عدم تعرضهم لإجراء الضبط المالي والمراقبة المزدوجة من طرف كل من المساهمين والدائنين من جهة، ومن جهة أخرى من أجل التخفيض من تكلفة رأس المال، يلجأ هؤلاء إلى التمويل الذاتي ثم إلى الاقتراض وأخيرا إلى الرفع من رأس المال، في حين لو أن بمقدور المساهمين الاستفادة من الاستثمار بمعدل يفوق تكلفة الاقتراض، لأمكنهم اعتماد تسلسل هرمي يعطي الأولوية للاستدانة ثم التمويل الذاتي وأخيرا الزيادة في رأس المال.

إن الملاحظات النظرية التي أتى بها دونالدسون (Donald son) 1961 قد تم وضعها في نماذج وتم الاعتراف بها في شكل نظرية التمويل التسلسلي الهرمي لمصادر التمويل في بداية الثمانينات تحت أعمال Steward Mayers Nicolas Majluf 1984، وأساس هذه النظرية هو وجود معلومات غير متناظرة بشأن المؤسسة الاقتصادية بين مجموع الأطراف الذين تهمهم حياتها.[2]

[1] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال التمويل**، مرجع سبق ذكره، ص: 371.

[2] شعبان محمد،**نحو إختيار هيكل تمويل أمثل للمؤسسة الاقتصادية**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير مالية المؤسسة، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، 2010/2009،ص ص:79-80.

يعالج نموذج Mayers 1984 الرهانات التي تستخدمها المؤسسة في المدى البعيد، حيث أن فرضية الهدف الأساسي الذي يسعى المسيرون إلى تحقيقه هو تعظيم أرباح المؤسسة، وذلك كما يلي:

- ✓ عند إختيار المؤسسة للتمويل الذاتي، فإنها تحدد مستوى معين من توزيعات الأرباح وذلك حسب الفرص الاستثمارية الممكنة.
- ✓ عند الاعتماد على التمويل الخارجي، فإن الأولوية تكون مع القروض، ثم الأموال الشبه الخاصة تقع بين الأموال الخاصة والقروض، ثم أخيرا الأسهم.[1]

[1] نفس المرجع، ص ص: 69-70.

المبحث الثالث: محددات اختيار الهيكل التمويلي الأمثل

لاختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة توجد عدة عوامل منها ما هو كمي وآخر كيفي، حيث تتعلق أساسا بعلاقة المفاضلة بين الخطر ومردود العائد لإدارة المؤسسة، إن هذه العوامل تحدد الطاقة الاستيعابية للدين أي نسبة الديون المثلى وتطور تكلفة رأس المال لمستويات الدين المختلطة وفيما يلي استعراض لأهم هذه العوامل.

المطلب الأول: العوامل الكمية المحددة للهيكل المالي

سنعرض في هذا المطلب مختلف العوامل الكمية المحددة للهيكل المالي: الربحية، السيولة، معدل النمو، الحجم،

أولا: الربحية

الربحية هدف أساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع لها المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة، وهي أيضا أداة هامة لقياس الإدارة في استخدام الموارد الموجودة بحوزتها، لذا نجد أن جهدا كبيرا من الإدارة المالية في المؤسسة يوجه بالدرجة الأولى نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه من الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر، لابد من الإشارة هنا إلى أن هناك فرق بين مفهوم الربح والربحية، فالربح يعني صافي الدخل الذي تظهره قائمة الدخل، أما الربحية فهي تشير إلى الربح منسوبا إليه بعض المكونات من الميزانية المالية.

وتعمل المؤسسات على تحقيق هدفها في الربحية من خلال قرارين هما قرار الاستثمار وقرار التمويل.[1]

ثانيا: السيولة

تعبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل المتوقعة منها وغير المتوقعة عند استحقاقها من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصل ذممها بالدرجة الأولى، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية، تسمح السيولة بتعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها، وتمكنها من الوفاء بتسديد التزاماتها ووجود السيولة في المؤسسة يعطي لها المرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مجابهة متطلبات النمو والتوسع ومواجهة الأزمات الطارئة عند وقوعها ... الخ، ويمكن الحصول على

[1] عبد الحليم كراجة، وآخرون، **الإدارة والتحليل المالي، أسس، مفاهيم تطبيقات**، دار الصفاء للنشر والتوزيع،عمان، 2006، ص:26.

السيولة عن طريق إما بيع السلع والخدمات الموجودة لدى المؤسسة نقدا، بيع أصل من الأصول نقدا، تحويل الأصول المتداولة إلى نقد، استعمال المصادر الخارجية للنقد كالاقتراض وكذلك زيادة رأس المال عن طريق الاحتفاظ بالأرباح.[1]

ثالثا: درجة تذبذب المبيعات

توجد علاقة مباشرة بين درجة تقلب مبيعات المؤسسة ونسبة الرافعة المالية، فكلما استقرت مبيعات المؤسسة، كلما توسعت الطاقة الاستيعابية على الاقتراض للمؤسسة لقدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

رابعا: طبيعة القطاع (نوعية الصناعة أو درجة التخصص)

تواجه المؤسسات التي تعمل في نفس القطاع (أي تقوم بنفس النشاط) نفس المحيط الاقتصادي (المنافسة) والتكنولوجي (تكاليف وتقادم العتاد... الخ)، فالمؤسسات المنتمية لنفس القطاع تتقارب من حيث مستويات الاستدانة، في حين تختلف هذه المعدلات مابين القطاعات. هذا ما يشير إلى تأثير نوعية الصناعة أو القطاع على نسبة الاقتراض بالهيكل المالي، وهو ما أكدته دراسة فيري"Ferrie" وجونز "Jones" التي أوضحت أن طبيعة القطاع تعد محددا جوهريا للهيكل المالي لتأثير نوعية الصناعة على نسبة القروض بطريقة غير مباشرة، من خلال تأثير نوعية الصناعة على تشكيلة أصول المؤسسة وبالتالي على الهيكل المالي لها. حيث كشفت نتائج هذه الدراسة، على أن نسبة الأموال الخاصة في الصناعات الثقيلة كانت أكبر من مثيلتها في الصناعات الخفيفة.

وضمن هذا العامل (طبيعة القطاع)، نذكر درجة المنافسة بين المؤسسات التي كلما ازدادت كلما قل هامش ربح المؤسسة، ما يحد من قدرتها على الاقتراض لتراجع مقدرتها على خدمة الدين (تسديد الفوائد وأصل الدين).

خامسا: معدل النمو

تعتمد المؤسسة التي تنمو بمعدلات عالية على التمويل الخارجي بشكل كبير، مما يدفعها للاقتراض بشكل واسع لتمويل مشاريعها الاستثمارية مقارنة بالمؤسسات ذات معدل نمو منخفض.

تشير العديد من الدراسات إلى تأثير معدل نمو المؤسسة على نسبة الاقتراض في الهيكل المالي، على اعتبار أن ارتفاع معدل النمو من شأنه أن يزيد من قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المستقبلية. عادة مايتم قياس معدل نمو المؤسسة بحجم المبيعات، فزيادة المبيعات يضمن تسديد الديون، مما يشجع الاعتماد على القروض. هذا ما يفسر من جهة العلاقة الطردية بين معدل النمو ونسبة الاقتراض، ومن جهة أخرى قد يقاس معدل نمو المؤسسة بمعدل

[1] عبد الحليم كراجة ،وآخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص 22 .

نمو الأرباح. بزيادة معدل النمو تزيد الأرباح المحتجزة لدى المؤسسة التي بدورها تقلل من اللجوء إلى الاقتراض، مما يدل هنا على وجود علاقة عكسية بين معدل نمو المؤسسة ونسبة الاقتراض.

وبالرجوع إلى النظريات السابقة التي تطرقنا إليها في هذا الفصل، نجد توافق نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة مع العلاقة العكسية هذه بين معدل نمو المؤسسة ونسبة الاقتراض. حسب مايرز "Myers" (1977) تكون تكاليف الوكالة بين المساهمين والمدينين أعلى كلما كانت إمكانيات نمو المؤسسة أكبر، وفي إطار تكلفة الإفلاس وأمام وجود إمكانية النمو يتوقع أن تعزف المؤسسة عن اللجوء إلى الاقتراض باعتبار أن قيمة الأصول تكون شبه معدومة في حالة التصفية.

في حين تخالف نظرية التمويل التدريجي هذه العلاقة العكسية بين معدل نمو المؤسسة ونسبة الاقتراض، إذ ترى وجود علاقة طردية بين معدل نمو المؤسسة ونسبة الاقتراض، مادام يوجد التقاط تدريجي للتمويل فإن المؤسسة ذات نمو عالي تكون بحاجة كبيرة للتمويل، مما يدفعها إلى اللجوء إلى الاستدانة أولا خاصة بالنسبة للتمويل الأقل تأثرا بظاهرة عدم التناظر في المعلومات كالقروض قصيرة الأجل. غير أن أغلب الدراسات الميدانية كشفت عن وجود علاقة عكسية بين معدل نمو المؤسسة ونسبة الاقتراض، مثل دراسة وسالس (Wessels) وتيتمان (Titman) التي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين معدل نمو المؤسسة ونسبة القروض طويلة الأجل.[1]

سادسا: الحجم

حجم المؤسسة يزيد من قدرتها على التوسع بالاقتراض، فالمؤسسات ذات المصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الواسع تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة.[2]

[1] رمضاني فضيلة، مرجع سابق ذكره، ص:87.

[2] عاطف، وليم إندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 105.

المطلب الثاني: العوامل الكيفية المحددة للهيكل المالي

من العوامل الكيفية المحددة للهيكل المالي المركز الضريبي، درجة التحفظ والمجازفة،الظروف الاقتصادية العامة،بالاضافة الى طاقة الاقتراض وسوف نتطرق لهم بالتفصيل.

أولا: المركز الضريبي

من الأمور التي تشجع المؤسسة على الاقتراض (استخدام التمويل المقترض) هو ما تحققه من مزايا ضريبية أو مايعرف "بالوفر الضريبي " الناتج عن ظهور فوائد في قائمة الدخل، حيث إن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبية مرتفعة وعليه، كلما زادت إمكانية المؤسسة في الحصول على وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على المديونية في التمويل، وبالمقابل في بعض الحالات قد لا تحقق أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع الضريبة بسبب تمتعها بالإعفاء الضريبي أو بسبب تكبدها خسائر رأسمالية أدت إلى انخفاض ربحيتها، وبالتالي انخفاض الضريبة وربما انعدامها، ففي حالة كهذه فإن المركز الضريبي لا يشجع المؤسسة على الاقتراض.[1]

ثانيا: درجة التحفظ والمجازفة

إن إدارة المؤسسة هي مجموعة من البشر الذين تحكمهم عوامل سلوكية، فمنهم من يتصف بجرأة والإقدام لتحمل المخاطر، ومنهم من يتصف بالتردد والتحفظ والخوف من المخاطر، وكما هو معروف فإن التمويل المقترض يساهم في زيادة درجة المخاطر، واستنادا على ذلك فإن تركيبة رأس المال قد تميل إلى استخدام مديونية أقل على الرغم من ملائمة العوامل الأخرى بسبب تحفظ الإدارة وخشيتها من المخاطرة.

ثالثا: الظروف الاقتصادية العامة

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

[1] عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، ص 348 .

رابعا: طاقة الاقتراض

قد يكون استعمال القرض لتمويل المؤسسة مناسب من ناحية الضريبة لأن الفائدة تعد نفقة تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة، لكن قدرة المؤسسة على الاقتراض وتقديم الضمانات تحد من إمكانية الاستفادة من الاقتراض دون حدود.[1]

[1] عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 406 .

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل يتبين أن سعي المؤسسة في استمرار نشاطها يوجب عليها المفاضلة بين التمويل الذاتي والخارجي من اجل تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم قيمتها السوقية، وهذا من خلال اتخاذها جملة من القرارات المالية، وتتضمن هذه القرارات اختيار المزيج الأمثل لمصادر التمويل المختلفة التي تضمن تحقيق هيكل مالي أمثل من خلال المفاضلة بين البدائل المتاحة.

كما رأينا أن موضوع الهيكل المالي الأمثل، ومدى تأثيره على القيمة السوقية للمؤسسة يعد موضوعا جدليا ومعقدا ولا زال يتسم بعدم الوضوح لكونه محل اختلاف، بناءا على تعدد وجهات النظر وكذا النظريات المفسرة لذلك، فقد تم التطرق إلى أهم النظريات التي عالجت أي تناولت الهيكل المالي في المؤسسة، وكذا محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل.

الفصل الثالث:

دراسة حالة مؤسسة سونلغاز فرع التوزيع للكهرباء والغاز بالمدية

تمهيد

لكي يتم الإلمام بالموضوع والتعمق جيدا، تم تثمينه بهذه الدراسة التطبيقية التي تتمحور حول الوضعية المالية الخاصة بمؤسسة سونلغاز فرع التوزيع للكهرباء والغاز بالمدية، فبعد استعراضنا للجانب النظري بمختلف جوانبه المهمة التي تم تناولها في الفصل الأول تحت عنوان مصادر التمويل، والثاني النظريات المعالجة لهيكل التمويل، فمن خلال هذا الفصل سنحاول إسقاط بعض أهم النقاط التي تعرضنا لها في الجانب النظري على الجانب التطبيقي، ولذلك أخذنا مديرية التوزيع للكهرباء والغاز بالمدية وذلك للفترة (2019-2021) ولغرض الإلمام بموضوع هذا الفصل، قسم إلى مبحثين كالآتي:

المبحث الأول: ورقة فنية عن مؤسسة سونلغاز فرع التوزيع لكهرباء والغاز بالمدية

المبحث الثاني: عرض القوائم المالية وتقديم الهيكل المالي لمؤسسة سونلغاز فرع التوزيع للكهرباء والغاز بالمدية

المبحث الأول: ورقة فنية عن مؤسسة سونلغاز فرع التوزيع للكهرباء والغاز بالمدية

في هذا المبحث سنتعرف على مديرية التوزيع للكهرباء والغاز من حيث نشأتها وهيكلها التنظيمي

المطلب الأول: التعريف بالمؤسسة محل الدراسة

الشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز (بالاختصار SDC-SPA)، هي شركة فرعية من بين ال16 فرع لمجمع سونلغاز.

وتتكون من 53 مديرية توزيع (في شكل وحدات)، تغطي إقليم 47 ولاية باستثناء ولاية الجزائر العاصمة التي تغطي من طرف شركة التوزيع الجزائر SDC-SPA والتي تعتبر بدورها فرع من المجمع، وتحتوي هذه الأخيرة على أربعة مديريات للتوزيع.

أولا: تاريخ الإنشاء

إن إنشاء الشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز مرتبط بتفعيل نظم القانون 02/01 في 2002/02/05 والمتعلق بالكهرباء وبتوزيع الغاز عبر القنوات.

وسمحت التغيرات الاقتصادية الناتجة عن تطبيق هذا القانون بمرور سونلغاز إلى قابضة شركات (Holding de Sociétés) تمارس مهن مختلفة، وبدخول سونلغاز في إجراءات التفرع (Processus de filialisation) أنشأت الشركة الفرعية – سونلغاز التوزيع للوسط بالاختصار SDC في جانفي 2006 في شكل –شركة ذات أسهم فرع من مجمع سونلغاز ، ومقرها الاجتماعي متواجد بشارع محمد بوضياف ، بالبليدة .

وعرف شهر أفريل 2009 المرحلة الثانية من إجراءات إعادة الهيكلة والتي مست شعار الشركة:

(Le logo) وتغيير اسم الشركة ليصبح : شركة توزيع الكهرباء والغاز للوسط Société de Distribution de L'électricité et du Gaz du centre par abréviation SDC""،والإبقاء عليها كفرع من مجمع سونلغاز.

بعد ذلك وكمرحلة أخيرة من مراحل تطبيق إعادة الهيكلة، تم في مطلع سنة 2017 ضم شركة التوزيع للغرب وكذا شركة التوزيع للشرق إلى شركة التوزيع للوسط، لتصبح: الشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز"

Société Algérienne de distribution de électricité et du Gaz –SDC SPA-

ثانيا: المهام

الشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز SDC-SPA، مكلفة في إطار المهام المسندة إليها، بتوزيع الطاقة الكهربائية والغازية، وبتلبية حاجيات الزبائن وفقا لشروط التكلفة، نوعية الخدمة والأمان.

ثالثا: الإسنادات

وتتضمن هذه الإسنادات العناصر الأتية:

- ✓ ضمان جودة واستمرارية الخدمة.
- ✓ استغلال وصيانة شبكات توزيع الكهرباء والغاز.
- ✓ تطوير شبكات الكهرباء والغاز لما يسمح بربط زبائن جدد.
- ✓ ضمان الأمان والفعالية لهذه الشبكات.
- ✓ ضمان التوازن بين العرض والطلب فيما يخص الطاقة.
- ✓ تسويق الكهرباء والغاز.

رابعا:إعادة هيكلة مجمع سونلغاز

تطبيقا لتعليمات السلطات العمومية،باشرت سونلغاز عملية إعادة هيكلة شاملة، تهدف إلى ترشيد النفقات والتحكم بالتكلفة ورفع الكفاءة في ممارسة مختلف المهن وتجميع الموارد، تم الشروع فيها منذ جانفي 2022، سمحت في تخفيض عدد الشركات التابعة لمجمع سونلغاز بشكل كبير، والتي انتقلت من 26 شركة في 31 ديسمبر 2021 إلى 14 شركة تحوز سونلغاز على نسبة 100% من رأس مالها بعد أن كانت 44 شركة في عام 2017.

تم تغيير تسميات شركات الفروع على النحو التالي:

- ✓ الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء(SPE)، التسمية الجديدة: "سونلغاز – لإنتاج الكهرباء ".
- ✓ شركة الكهرباء والطاقات المتجددة (SKTM)، تم تغيير تسميتها لتصبح:"سونلغاز – طاقات متجددة".
- ✓ الشركة الجزائرية لتسيير شبكة نقل الكهرباء (GRTE)، تم تغيير تسميتها لتصبح:"سونلغاز –نقل الكهرباء ".

- ✓ الشركة الجزائرية لتسيير شبكة نقل الغاز(GRTG)، تم تغيير تسميتها لتصبح:"سونلغاز – نقل الغاز ".

وتجدر الإشارة، إلى أن إعادة هيكلة المجتمع أفضت إلى:

نشأة شركتي (Kahragaz)" شركة الأشغال الكبرى للكهرباء والغاز و(Inerkib)"شركة انجاز المنشآت الطاقوية والصناعية "،الناتجة على التوالي عن الإدماج والاستيعاب من قبل (Kahrakib) ل(Kahrif) و(Kanaghaz) وإدماج واستيعاب (Etterkib) من قبل (Inerga).

كما تم نقل أنشطة شركة صيانة المركبات والخدمات (MPV) إلى سونلغاز – التوزيع بالإضافة إلى شركات فرعية أخرى.

كما تقرر أيضا:

إدماج واستيعاب شركات (Elit) و(Lfeg) و(Transmex) من طرف (Sopieg) وبالتالي نشأت شركة جديدة تحت تسمية "سونلغاز – خدمات "كما سيتم إلحاق أنشطة طب العمل والتوريدات وتأهيل المعدات والمخابر وكذا خدمات النقل و أعمال الطباعة والنسخ والنشاط السمعي البصري بهذه الشركة.

إنشاء الشركة الجزائرية للصناعات الكهربائية والغازية، المسماة (SAIEG)، الناتجة عن إدماج واستيعاب (MEI)و(AMC) من قبل (Rouiba Eclairage)، كما سيتم إلحاق أنشطة تصنيع لوحات الضغط المنخفض بهذه الأخيرة.

المصدر: وثائق مقدمة من طرف المؤسسة (قسم المالية والمحاسبة)

المطلب الثاني: تقديم مديرية التوزيع بالمدية

سنعرض في هذا المطلب الهيكل التنظيمي الخاص بمديرية التوزيع بالمدية وشرحه وتقديم نبذة عن قسم المالية والمحاسبة.

أولا: الهيكل التنظيمي لمديرية التوزيع

سنعرض الهيكل التنظيمي لمديرية التوزيع من خلال الشكل الموضح أدناه.

الشكل رقم (3-5): الهيكل التنظيمي لمديرية التوزيع



المصدر: وثائق الشركة، مقدمة من طرف رئيس مصلحة الشؤون القانونية.

ثانيا: شرح الهيكل التنظيمي للشركة

1. **مدير التوزيع:** يمثل مدير التنظيم قمة الهرم في المؤسسة، وهو مكلف في حدود صلاحياته بضمان توزيع الطاقة الكهربائية والغازية وإيصالها إلى زبائن المؤسسة في أحسن الظروف والنوعية الجيدة والاستمرارية في التقديم، والسعر المناسب.
2. **الأمانة العامة:** دورها التنسيق وتوزيع المراسلات وتوجيهها بين الأقسام ومصالح الشركة.

- ✓ تعد الممثل القانوني للشركة أمام القضاة (المحكمة، المجلس القضائي، المحكمة العليا)؛
- ✓ يتكفل بكل القضايا القانونية مثل رفع دعوى حول التعدي على ممتلكات الشركة أو الشكاوى ورفع الدعوى ضد المديرية من طرف الزبائن؛
- ✓ يساعد كل الأقسام في القضايا ذات الطابع القانوني (رفع دعوى قضائية)؛
- ✓ تنظيم المعلومات القانونية وتقديمها وقت الضرورة.

3. **مهندس أمن HSE:** يقوم بالمهام التالية:

- ✓ إعداد مخطط الزيارات المبرمجة للنشاطات التحسيسية؛
- ✓ تحضير اجتماعات لجنة النظافة والأمن على مستوى المديرية؛
- ✓ السهر على تطبيق كل إجراءات الوقاية في مجال النظافة والأمن؛
- ✓ إعداد إحصائيات حول حوادث الغاز والكهرباء مع المصالح التقنية.

4. **ملحق الاتصال:** يقوم بالعديد من المهام نذكر منها ما يلي:

- ✓ تحضير وتنظيم المعلومات الموجهة إلى الجمهور والزبائن باستعمال كل الوسائل المتاحة؛
- ✓ المشاركة مع المديرية العامة في التظاهرات التجارية؛
- ✓ اقتراح مواضيع الإشهار وإعلام الزبائن حسب الطبيعة المحلية؛
- ✓ ربط علاقات وثيقة مع كل أنواع وسائل الاتصال.

5. **مساعد الأمن الداخلي للمؤسسات:** ويقوم بالمهام التالية:

- ✓ المتابعة الميدانية لكل المقاييس الأمنية داخل المديرية (الحراس، الجدران... الخ)؛
- ✓ تقديم تقرير دوري إلى المسئولين حول الوضعية الأمنية للمديرية ومختلف وكالاتها؛
- ✓ إعداد تقرير فوري بعد حدوث أي طارئ مباشر؛

- ✓ إعداد مخطط الأمن الداخلي بالتعاون مع المصالح الأمنية لولاية.

6. **قسم تقنيات الكهرباء:** يهتم بمراقبة واستغلال الشبكات الكهرباء، الصيانة، تطوير الشبكة والقيام بالأشغال تحت التوتر (الكهرباء).
7. **قسم تقنيات الغاز:** يهتم بمراقبة واستغلال الشبكات الكهرباء، الصيانة وتطوير الشبكة.
8. **قسم دراسات تنفيذ أشغال الكهرباء والغاز:** وأغلب مهامه بالميدان:

- ✓ فيقوم بكل ما يتعلق بالدراسة كالموقع والمخططات؛
- ✓ مكلف بإنشاء الطلبات الخاصة برخص الحفر والبناء واستقبال مخطط التشفير الخاص بمقدار الأشغال المرسل من مصلحة الدراسات، وغيرها من مهام تخصيص السوق والبرمجة؛
- ✓ تسيير القروض الخاصة بأمر الدفع ومتابعة تنفيذها؛
- ✓ استقبال وإجراء الأمر بالدفع لكل فواتير المؤسسات المنفذة للمشاريع؛
- ✓ إنشاء عناصر الإحصاء الخاصة بتحقيق المشاريع . التقنية والمالية؛
- ✓ فتح وإغلاق رخص البرامج.

9. **قسم العلاقات التجارية:** يضم هذا القسم مجموعة من الوكالات تجارية: اثنان منها داخل مدينة المدية، و(06) ستة موزعة على إقليم الولاية، إضافة إلى (03) ثلاث مصالح:

1.9. مصلحة تطوير المبيعات: وهي مصلحة مسؤولة على متابعة طلبات الزبون (التوتر المتوسط والضغط المتوسط) ومختلف الوثائق الخاصة بالإيصالات الجديدة أو إحداث تغيرات على مستوى الشبكة، إضافة إلى فوتره كل الأشغال الخاصة بطلب الزبون الجديد أو زبون مشترك.

2.9. مصلحة التحصيل: تهتم بكل أمور الزبائن وملفاتهم مثل فوتره وتحصيل الديون.

3.9. مصلحة الحسابات الكبرى: تهتم بكل ما يتعلق بزبائن الضغط العالي للغاز والتوتر العالي للكهرباء من الجانب التجاري .

10. **تسيير أنظمة الإعلام الآلي:** يقوم هذا القسم ب:

- ✓ تسيير وصيانة عتاد الإعلام الآلي على مستوى المديرية والمصالح التقنية التابعة لها؛
- ✓ طبع الفواتير الخاصة بالكهرباء والغاز؛

- ✓ تطوير المعلوماتية؛
- ✓ تحليل إحصائيات المشتريات والمبيعات؛
- ✓ تسيير تكوين الموظفين وتأهيلهم؛
- ✓ تسيير الموارد البشرية كالتوظيف، الحضور، الغياب، العطل، الأجور.

11.الشؤون العامة: وتتمثل مهامها في:

- ✓ تسيير الوسائل المادية؛
- ✓ مراقبة وتسيير النظافة وصيانة المقرات؛
- ✓ تسيير بريد المديرية؛
- ✓ السهر على تسيير الممتلكات المتنقلة؛
- ✓ تموين مختلف المصالح؛
- ✓ الاهتمام بالمشتريات؛
- ✓ تنظيم حظيرة السيارات كالتأمين، المتابعة، الوقود.

12.تخطيط الكهرباء والغاز: وتتمثل مهامه في:

- ✓ انجاز المخطط الرئيسي لشبكة الكهرباء والغاز للمديرية؛
- ✓ دراسة المخططات لإعادة التخطيط لشبكات الغاز والكهرباء؛
- ✓ ضمان احتياجات المديرية بكل الدراسات الخاصة (ضياع الطاقة)؛
- ✓ انجاز طلبات الربط؛
- ✓ تشكيل بنك معلومات لاحتياجات الدراسات الخاصة بالكهرباء والغاز.

13.قسم المالية والمحاسبة: ويقوم بالمهام التالية:

- ✓ تتبع حسابات الخزينة ومراقبة الظروف البنكية؛
- ✓ إعداد التنبؤات للخزينة على المدى القصير؛
- ✓ الرقابة على صناديق الوكالات التجارية؛
- ✓ إجراء مركزية الصناديق؛

- ✓ إعداد الميزانية السنوية؛
- ✓ إنجاز لوحة القيادة وميزانية النشاط؛
- ✓ ضمان متابعة ومراقبة العمليات المحاسبية.

المصدر: وثائق مقدمة من طرف المؤسسة، (قسم المالية والمحاسبة).

ثالثا: نبذة عن قسم المالية والمحاسبة والهيكل التنظيمي له

يوجد في الطابق الأرضي ويحتوي على ستة غرف، ويعتبر النواة الأساسية للمؤسسة ولباق المصالح الأخرى فهو يهتم بتسجيل العمليات المحاسبة والقيام بأعمال نهاية الدورة من عمليات الجرد (حساب النسب، جدول حسابات النتائج....)والجداول الملحقة التي تخص كل الحسابات المتعلقة برقم الأعمال والأجور، كما أن القسم يهتم بحساب الضرائب وتقديم التصريحات وكذا الضمان الاجتماعي، ويعتمدون بدرجة كبيرة على أجهزة الإعلام الآلي، يتفرع قسم المالية والمحاسبة إلى المصالح التالية:

1. مصلحة الاستغلال:

تختص في مجموع حركات الحسابات حيث تقوم بكل العمليات المحاسبية الخاصة بالمديرية كما تقوم بإعداد كل الوثائق المحاسبية والتي نذكر منها: دفتر الأستاذ، الميزانية، جدول حساب النتائج، ميزان المراجعة، وتتمثل أهم مهام هذه المصلحة في:

- ✓ تسجيل العمليات وضمان المراقبة والتحقيق؛
- ✓ ضمان مراقبة القيود المحاسبية الخاصة بالأجور ونظام التسيير؛
- ✓ مسك ملف الاستثمارات.

2. المصلحة المالية:

تختص في العمليات المالية والمهام الأساسية لها هي متابعة حركة الأموال (المدخلات والمخرجات)، فهي على علاقة يومية مع البنوك والبريد. كما أن المصلحة المالية اغلب تعاملاتها أو علاقاتها تكون مع مصلحة الاستغلال. وتتمثل أهم مهام هذه المصلحة في:

- ✓ تحديد أهداف الشركة وبرامجها؛

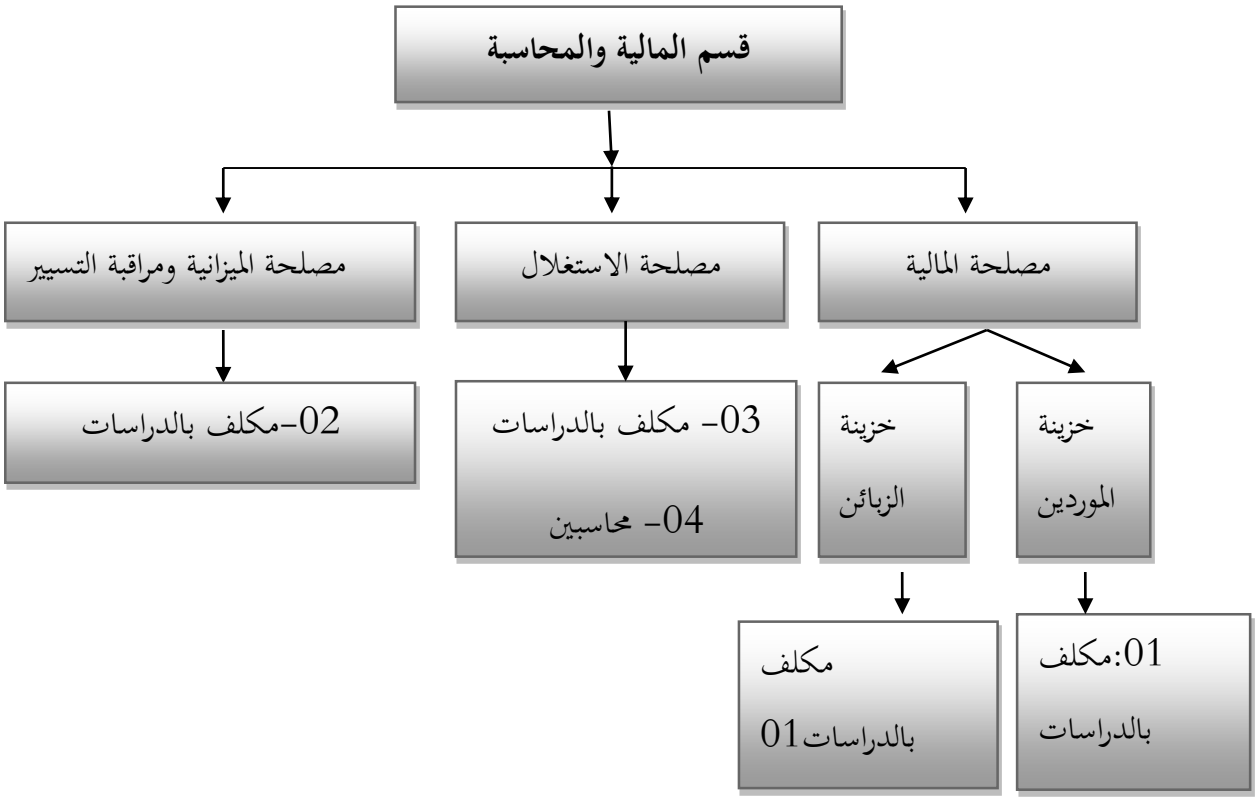
- ✓ متابعة حسابات الخزينة ومراقبة حسابات البنك والبريد الجاري؛
- ✓ إعطاء وتحديد رقم إلى (تسجيل) لكل الموردين الجدد أو الدائمين.

3.مصلحة الميزانية ومراقبة التسيير

تختص في تحديد الميزانية خلال السنة ومتابعة مدى تنفيذها كما يقوم بمتابعة مشاريع المديرية ونسب تقدم الأشغال ويقوم بإعداد تقارير شهرية، وتكمن مهامها في:

- ✓ انجاز لوحة التحكم وميزانية النشاطات للمديرية؛
- ✓ التسيير المالي والتحكم أو التصرف في الموارد المالية؛
- ✓ تنفيذ العمليات المحاسبية للمخطط العام والتحليل لمختلف وكالات المنطقة

الشكل رقم(3-6): الهيكل التنظيمي لقسم المالية والمحاسبة



المصدر: وثائق مقدمة من طرف المؤسسة

المبحث الثاني:عرض القوائم المالية وتقديم الهيكل المالي لمؤسسة سونلغاز فرع التوزيع للكهرباء والغاز بالمدية

في هذا المبحث سنقوم بدراسة الوضعية المالية لمؤسسة سونلغاز فرع التوزيع بالمدية عن طريق عرض مختلف الميزانيات المالية للفترة (2019-2021)، ثم القيام بتحليل وضعيتها المالية باستخدام مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية.

المطلب الأول: عرض القوائم المالية للفترة (2019-2021)

في هذا المطلب سنعرض القوائم المالية المفصلة، ثم ننتقل إلى القوائم المالية المختصرة.

أولا: عرض القوائم المالية للفترة (2019-2021)

1. جانب الأصول:

الجدول رقم(3-3): الميزانية المالية الموحدة لأصول المؤسسة سونلغاز مديرية التوزيع بالمدية:

الوحدة: دج

الأصول	2019	2020	2021
الأصول الثابتة	15 849 672 894,90	16 297 904 620,18	18 088 476 701,87
الكمبيوتر واستعمال البرمجيات	0,00	2947940,27	1473970,14
الأراضي	10 034 098,58	10 034 098,58	10 034 098,58
تهيئات وترميمات الأراضي	27 291 141,85	27 959 924,40	26 455 918,92
المباني	415 411 462,94	418 309 609,33	426 322 238,60
منشآت تقنية معدات وأدوات	13 023 471 433,51	12 987 327 539,86	13 108 927 709,80
تثبيتات أخرى معنوية	1 194 853 273,34	1 211 716 521,42	1 302 991 263,19
تثبيتات يجرى إنجازها	1 178 611 484,68	1 639 608 986,32	3 212 271 502,64

الأصول المتداولة	2 787 303 168,37	4 463 785 130,17	4 551 117 975,03
المخزونان الجارية	977 850,99	73 924 408,56	648 665,84
الزبائن	2 611 433 474,25	4 102 991 188,24	4 256 209 620,10
المدينون الآخرون	24 389 780,90	18 782 411,28	37 632 735,72
الضرائب	46 805 713,59	130 900 226,43	170 671 584,61
الخزينة	103 696 348,64	137 186 895,66	85 955 368,76
مجموع الأصول	18 636 976 063,27	20 761 689 750,35	22 639 594 676,90

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق المقدمة من طرف قسم المالية والمحاسبة.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن:

مجموع الأصول يرتفع خلال السنوات الثلاث حيث كان في 2019 ← 18636976063,27 وأصبح في 2020←20761689750,35 وفي 2021←22639594976,90 وهذا راجع بدوره إلى ارتفاع (زيادة) كل من الأصول المتداولة والثابتة الذي يمكن ملاحظته من خلال تغير المبالغ في الجدول.

2. جانب الخصوم:

الجدول رقم(3–4) الميزانية المالية الموحدة لخصوم مديرية التوزيع للكهرباء والغاز بالمدية

البيانات	2019	2020	2021
رؤوس الأموال	/	/	/
الأقساط والاحتياطات	/	/	/
إعادة التقييم	609 178 902,10	609 178 902,10	609 178 902,10
النتيجة الصافية	0,00	0,00	0,00
رؤوس أموال أخرى	-10 201 486,06	-10 201 486,06	-10 201 486,06
حساب الارتباط	11 487 292 354,69	13 299 619 139,93	13 673 643 654,52

مجموع رؤوس الأموال	12 086 269 770,73	13 898 596 555,97	14 272 621 070,56
الخصوم غير الجارية	/	/	/
الاقتراض والديون المالية	98 725 220,81	96 466 801,17	108 133 755,58
ديون أخرى غير متداولة	/	/	/
المخصصات و المؤونات	4 017 835 667,44	4 148 385 249,36	4 619 798 342,99
مجموع الخصوم غير الجارية	4 116 560 888,25	4 244 852 050,53	4 727 932 098,57
الخصوم الجارية	/	/	/
الموردون والحسابات الأخرى	775 309 444,31	615 394 542,58	1 496 295 851,89
الضرائب	55 538 967,81	154 917 659,33	272 340 582,28
الديون على الشركات	0,00	0,00	0,00
ديون أخرى غير متداولة	1 603 296 992,17	1 847 928 941,94	1 870 405 073,60
الخزينة	0,00	0,00	0,00
مجموع الخصوم الجارية	2 434 145 404,29	2 618 241 143,85	3 639 041 507,77
مجموع الخصوم	18 636 976 063,27	20 761 689 750,35	22 639 594 676,90

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق المقدمة من قسم المالية والمحاسبة.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن:

مجموع الخصوم يرتفع من سنة إلى أخرى وهذا الارتفاع راجع إلى ارتفاع التموينات من سنة إلى أخرى.

3. جدول حسابات النتائج

الجدول رقم(3-5)جدول حسابات النتائج لمديرية التوزيع للكهرباء والغاز بالمدية.

الوحدة: دج

	2019	2020	2021
رقم الأعمال	4909295145.57	4915011179,63	5521408863,16
تغير مخونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد التصنيع	3988328,64	364798,29	0,00
إعانات الاستغلال	0,00		0,00
إنتاج السنة المالية	4913283474,21	4915375977,92	5521408863,16
المشتريات المستهلكة	-82 436 323,03	-41 379 795,02	-71 861 126,09
تلقي خدمات إنتاج الطاقة والمعدات	-3 097 643 437,13	-3 055 607 727,33	-3 093 109 797,48
الخدمات المقدمة لإنتاج الطاقة والمعدات	0,00	234327180,07	370423395,14
الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى	-389 672 566,72	-421 738 698,61	-370 382 076,98
تلقي فوائد الخدمات	-919 653 360,97	-773 847 783,97	-899 891 950,82
استهلاك السنة المالية	-4 489 405 687,85	-4 058 246 824,86	-4 064 821 556,23
القيمة المضافة للاستغلال(1-2)	423877786,36	857129153,06	1456587306,93
أعباء المستخدمين	-1 161 074 364,78	-1 297 933 773,71	-1 494 368 672,67
الضرائب والرسوم والمدفوعات المتشابهة	-92 248 457,43	-98 907 541,52	-102 347 753,06
الفائض الإجمالي للاستغلال	-829 445 035,85	-539 712 162,17	-140129118,80
المنتجات العملياتية الأخرى	193798862,09	216611598,28	225987914,61
الأعباء العملياتية الأخرى	-8 268 953,29	-20 693 336,60	-25 911 884,38

المخصصات الاهتلاكات و المؤونات	-1 058 455 822,17	-1 127 100 321,71	-1 477 109 876,32
استلام رسوم الاهتلاك والمخصصات الأخرى		0,00	0,00
استئناف عن خسائر القيمة و المؤونات	213064559,98	227433133,96	24877983,67
الاهتلاك والمخصصات الأخرى المقدمة		0,00	0,00
النتيجة العملياتية	-1 489 306 389,24	-1 243 461 088,24	-1 392 284 981,22
الأعباء المالية	-176 697,39	0,00	0,00
النتيجة المالية	-176 697,39	0,00	0,00
النتيجة العادية قبل الضرائب (5+6)	489 1-83 086,634	-1 243 461 088,24	-1 392 284 981,22
الضرائب المؤجلة دفعها عن النتائج العادية			
الضرائب المؤجلة			
مجموع منتجات الأنشطة العادية	5320146896,28	5593747890,23	6142698156,58
مجموع أعباء الأنشطة العادية	-6 809 629 982,91	-6 837 208 978,47	-7 534 983 137,80
النتيجة الصافية للأنشطة العادية	-1489483086,63	-1243461088,24	-1 392 284 981,22
تم استلام مصاريف غير التشغيلية			
المصروفات غير التشغيلية المقدمة		0,00	0,00
النتيجة الصافية للسنة المالية	-1489483086,63	-1243461088,24	-1 392 284 981,22

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق المقدمة من طرف قسم المالية والمحاسبة.

تحليل جدول حساب النتائج: من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن:

- ✓ **إنتاج السنة المالية**:في سنة 2019 قدر بقيمة 4913283474,26 بينما في سنة 2020 ارتفع ليبلغ 4915375977,92 وواصل الارتفاع ليصل في سنة 2021 إلى ماقيمته5521408863,16.
- ✓ **استهلاك السنة المالية**: للسنوات الثلاث سالب ويرجع هذا إلى انخفاض في المشتريات والخدمات الخارجية الذي بدوره سجل انخفاضا.

- ✓ **القيمة المضافة للاستغلال:** ارتفعت في السنوات الثلاث حيث في سنة 2019 قدرت ب 423877786,36 وأصبحت في 2020ما قيمته 857129153,06 وفي 2021 أصبحت 1456587306,93.
- ✓ **الفائض الإجمالي للاستغلال:** القيمة انخفضت في السنوات الثلاث انخفاضا ملحوظا حيث في سنة 2019 كانت (829445035,85-) وأصبحت في 2020(539712162,17-) وفي 2021اصيحت (140129118,80-).
- ✓ **النتيجة العملياتية:** انخفضت في السنوات الثلاث حيث في سنة 2019قدرت ب(1489306389,24-) وفي 2020 أصبحت (1243461088,24-) وفي 2021 (1392284981,22-).
- ✓ **النتيجة العادية قبل الضرائب:** انخفضت حيث في سنة 2019 كانت (1489483086,63-) وفي 2020 (1243461088.24-) و2021 (1392284981,22-).
- ✓ **النتيجة الصافية للسنة المالية:** المؤسسة لم تحقق ربحا وسجلت نتيجة سالبة في السنوات الثلاث على النحو التالي في 2019 (1489483086,63-) وفي سنة 2020 (1243461088,24-) وفي 2021 (1392284981,22-).

ثانيا: عرض القوائم المالية المختصرة وتحليلها.

باستعمال بيانات الجدولين السابقين(3-3) و(3-4) سنقوم بعرض الميزانية المالية المختصرة وتحليلها عن طريق مؤشرات التوازن المالي.

1. جانب الأصول:

الجدول رقم (3-6): الميزانية المالية المختصرة -جانب الأصول للفترة (2019- 2021).

الوحدة: دج

	2019		2020		2021	
	المبلغ	%		%		%
الاصول الثابتة	15 849 672 894,90	85%	16 297 904 620,18	78,5%	18 088 476 701,87	80%
الأصول المتداولة	2 787 303 168,37	15%	4 463 785 130,17	22%	4 551 117 975,03	20%
قيم الاستغلال	977 850,99	0%	73 924 408,56	0%	648 665,84	0%
قيم غير جاهزة	2 682 628 968,74	14%	4 252 673 825,95	20%	4 636 424 677,95	20%
قيم جاهزة	103 696 348,64	1%	137 186 895,66	1%	85 955 368,76	0%
المجموع	18 636 976 063,27	100%	20 761 689 750,35	100%	22 639 594 676,90	100%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق مقدمة من طرف قسم المالية والمحاسبة.

التعليق:

من خلال نتائج الجدول أعلاه للميزانية المختصرة لجانب الأصول خلال الفترة المدروسة (2019-2021)، نلاحظ أن الأصول الثابتة تحقق نسب عالية طيلة السنوات الثلاثة، وهذا راجع إلى أن المؤسسة تعتمد بشكل كبير على الاستثمارات طويلة الأجل، بحيث في سنة 2019 قدرت ب:85%، وفي سنة 2020انخفضت إلى 78.5%، ثم ارتفعت في سنة 2021لتصل إلى 80%، أما فيما يخص الأصول المتداولة نلاحظ أن المؤسسة لديها

حقوق لدى الغير، وهذا راجع لتأخير الزبائن في تسديد فواتيرهم وخاصة المؤسسات العمومية إضافة إلى قلة الاحتفاظ بالسيولة لأن كل أموالها موجهة للاستثمار،وبحكم أن المؤسسة اقتصادية عمومية خدماتية فهي لا تحتفظ بالمخزونات إلا بنسبة لاتفوق 2% وهذا ما توضحه النتائج المتوصل إليها.

2. جانب الخصوم

الجدول رقم(3-7): الميزانية المالية المختصرة-جانب الخصوم-للفترة (2019-2021).

الوحدة: دج

	2019		2020		2021	
	المبلغ	%	المبلغ	%	المبلغ	%
الأموال الدائمة	16 202 830 658,98	87%	18 143 448 606,50	87%	19 000 553 169,13	84%
الأموال الخاصة	12 086 269 770,73	65%	13 898 596 555,97	67%	14 272 621 070,56	63%
ديون طويلة الأجل	4 116 560 888,25	22%	4 244 852 050,53	20%	4 727 932 098,57	21%
ديون قصيرة الأجل	2434145404.29	13%	2 618 241 143,85	13%	3 639 041 507,77	16%
المجموع	18 636 976 063,27	100%	20 761 689 750,35	100%	22 639 594 676,90	100%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق مقدمة من طرف قسم المالية والمحاسبة.

التعليق:

من خلال النتائج المتوصل إليها نستنتج أن الأموال الخاصة للفترة المدروسة تفوق نسبة 50%، وهذا يشكل وضعية جيدة للمؤسسة، بحيث إذا اعتمدت في تمويل استثماراتها على الأموال الخاصة هذا يمكنها من تحقيق عنصر الاستقلالية المالية، أما فيما يخص الديون سواء كانت طويلة أو قصيرة الأجل نلاحظ أن المؤسسة تعتمد على الديون طويلة الأجل أكثر من ديون قصيرة الأجل، وهو الشيء الذي يساعدها على تطبيق السياسة الاستثمارية المنتهجة من قبل المديرية وذلك لضمان التوسع والنمو المطلوبين، وتنصح بملائمة مصدر التمويل مع طبيعة الاستخدام من أجل تجنب كل الأخطار الناجمة عنه.

المطلب الثاني: دراسة الوضعية المالية باستخدام مؤشرات التوازن المالي

لتقييم التوازن المالي في شركة توزيع الكهرباء والغاز للوسط- مديرية التوزيع بالمدية- سنقوم بتحليل معطيات الميزانية المالية بالاعتماد على ثلاث مؤشرات وهي: رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل بالخزينة.

وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

رأس المال العامل الدائم= أموال دائمة – أصول ثابتة ....(27-3)

احتياجات رأس المال العامل= (قيم الاستغلال + قيم قابلة للتحقيق)- (ديون قصيرة الأجل + تسبيقات بنكية) ....(28-3)

الخزينة الصافية =(قيم جاهزة – تسبيقات بنكية) أو رأس المال العامل الدائم-احتياجات رأس المال العامل ....(29-3)

الجدول رقم(3-8): تقييم الأداء المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي

الوحدة: دج

البيانات	2019	2020	2021
الأموال الدائمة	16 202 830 658,98	18 143 448 606,50	19 000 553 169,13
أصول ثابتة	15 849 672 894,90	16 297 904 620,18	18 088 476 701,87
رأس المال العامل الدائم	353 157 764,08	1 845 543 986,32	912 076 467,26
قيم الاستغلال+ قيم قابلة للتحقيق	2 683 606 819,73	4 326 598 234,51	4 465 162 606,27
ديون قصيرة + تسبيقات بنكية	2 434 145 404,29	2 618 241 143,85	3 639 041 507,77
احتياجات رأس المال العامل	249 461 415,44	1 708 357 090,66	826 121 098,50
رأس المال العامل الدائم	353 157 764,08	1 845 543 986,32	912 076 467,26
احتياجات رأس المال العامل	249 461 415,44	1 708 357 090,66	826 121 098,50
النتيجة لصافية	103 696 348,64	137 186 895,66	85 955 368,76

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق مقدمة من طرف قسم المالية والمحاسبة.

التعليق:

رأس المال العامل للسنوات الثلاثة موجب: وهذا يدل على أن المؤسسة متوازنة ماليا، أي أنها قادرة على تسديد التزاماتها على المدى القصير، بمعنى أنها تمتلك هامش أمان يمكنها من مواجهة حوادث دورة الاستغلال التي تمس السيولة وأنها تستطيع تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية عن طريق أموالها الدائمة.

احتياجات رأس المال العامل للسنوات الثلاث موجب:وهذا يدل على أن احتياجات التمويل للمؤسسة أكبر من مواردها وبتالي سوف تعتمد على موارد مالية طويلة الأجل لتمويل احتياجاتها.

الخزينة للسنوات الثلاث موجبة:وهذا يعني أن:

رأس المال العامل اكبر من احتياجات رأس المال العامل,وهذا يعني أن المؤسسة تجمد جزء من أموالها,وعلى هذه المؤسسة أن تشغل هذه الخزينة وهذا إما بتعظيم قيم الاستغلال عن طريق مواد أولية مثلا أو تمديد أجال الزبائن عن طريق تسهيل التسديد.

المطلب الثالث: تحليل الهيكلة المالية بواسطة النسب المالية

سنتطرق في هذا المطلب إلى حساب مختلف النسب المالية لمديرية توزيع الكهرباء والغاز بالمدية، إلا أنه لكل نسبة مالية دلالة معينة وتختلف هذه النسبة مع اختلاف المؤسسة.

أولا: نسب الهيكلة المالية

ومعناها تفسير العلاقة بين الأصول فيما بينها، والخصوم فيما بينها، وكذا العلاقة بين الأصول والخصوم في نفس الوقت.

1.التحليل العمودي: ويعني تحليل البنية المالية لعناصر الخصوم من جهة وعناصر الأصول من جهة أخرى.

1.1.هيكلة الأصول:

$$\text{نسبة الأصول الثابتة} = \frac{\text{أصول ثابتة}}{\text{مجموع الأصول}} \quad \ldots(30\text{-}3)$$

$$\text{نسبة الأصول المتداولة} = \frac{\text{أصول متداولة}}{\text{مجموع الأصول}} \quad \ldots(31\text{-}3)$$

2.1. هيكلة الخصوم

$$\text{نسبة الأموال الدائمة} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{مجموع الخصوم}} \quad \ldots\ldots(32-3)$$

$$\text{نسبة الديون قصيرة الأجل} = \frac{\text{ديون قصيرة الأجل}}{\text{مجموع الخصوم}} \quad \ldots\ldots(33-3)$$

الجدول رقم(3–9): نسب الهيكلة المالية في التحليل العمودي

			2019	2020	2021
			النسبة	النسبة	النسبة
نسبة الهيكلة المالية	هيكلة الأصول	نسبة الأصول الثابتة	85%	78%	80%
		نسبة الأصول المتداولة	15%	22%	20%
	هيكلة الخصوم	نسبة الأموال الدائمة	87%	87%	84%
		نسبة الديون قصيرة الأجل	13%	13%	16%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق المقدمة من طرف قسم المالية والمحاسبة.

2.التحليل الأفقي: تحليل البنية المالية بين عناصر الأصول والخصوم، ومن بين هذه النسب مايلي حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (3-10): نسب الهيكلة المالية في التحليل الأفقي

النسبة المالية	القانون	2019		2020		2021	
		النسبة	النسب النموذجية المثلى	النسبة	النسب النموذجية المثلى	النسبة	النسب النموذجية المثلى
نسبة التمويل الدائم	اموال دائمة / أصول ثابتة	102%	(النسبة أكبر من>1)	111%	(النسبة أكبر من>1)	105%	(النسبة أكبر من>1)
نسبة التمويل الخاص	أموال خاصة / أصول ثابتة	76%	(1>%)	85%	(1>%)	79%	(1>%)
نسبة قابلية السداد	مجموع الديون / مجموع الأصول	35%	(50%≥%)	33%	(50%≥%)	37%	(50%≥%)
نسبة الاستقلالية المالية	أموال خاصة / مجموع الديون	185%	(1≤%)	203%	(1≤%)	171%	(1≤%)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق المقدمة من طرف مديرية التوزيع للكهرباء والغاز بالمدية قسم المحاسبة المالية.

التعليق المالي:

بالنسبة لسنة 2019: فيما يخص نسبة التمويل الدائم نجد أنها أكبر من 1 (102%)، هذا يعني أن الأموال الدائمة تغطي الأصول الثابتة، أما فيما يخص نسبة التمويل الخاص فنجدها(76%) أصغر من 1 وهذا يعني أن المؤسسة لا تمول قيمها الثابتة بأموالها الخاصة، مما يدل على أنها لا تحقق استقلالية مالية عن العالم الخارجي، أما نسبة قابلية السداد فنجد أن هذه النسبة جيدة(35%) أقل من 50% يعني أن المؤسسة تضمن ديون الغير، وبالتالي لها حظ أوفر للحصول على قروض، أما نسبة الاستقلالية المالية مقبولة لأنها أكبر من 1 أي للمؤسسة إمكانية تسديد أموالها الأجنبية وتستطيع الحصول على قروض إضافية.

بالنسبة لسنة 2020: فيما يخص نسبة التمويل الدائم نجد أنها أكبر من 1(111%)، هذا يعني أن الأموال الدائمة تغطي الأصول الثابتة، أما فيما يخص نسبة التمويل الخاص فنجدها(85%) أصغر من 1 وهذا يعني أن المؤسسة لا تمول قيمتها الثابتة بأموالها الخاصة، مما يدل على أنها لا تحقق استقلالية مالية عن العالم الخارجي، أما نسبة قابلية السداد فنجد أن هذه النسبة جيدة(33%) أقل من (50%) يعني أن المؤسسة تضمن ديون الغير، وبالتالي لها حظ أوفر للحصول على قروض، أما نسبة الاستقلالية المالية (203%)مقبولة لأنها أكبر من 1 أي للمؤسسة إمكانية تسديد أموالها الأجنبية وتستطيع الحصول على قروض إضافية.

بالنسبة لسنة 2021: فيما يخص نسبة التمويل الدائم نجدها أكبر من 1(105%)، هذا يعني أن الأموال الدائمة تغطي الأصول الثابتة، أما فيما يخص نسبة التمويل الخاص فنجدها (79%) أصغر من 1 وهذا يعني أن المؤسسة لا تمول قيمتها الثابتة بأموالها الخاصة، مما يدل على أنها لا تحقق استقلالية مالية عن العالم الخارجي، أما نسبة قابلية السداد(37%) فنجد أنها جيدة أقل من50% يعني أن المؤسسة تضمن ديون الغير، وبالتالي لها حظ أوفر للحصول على قروض، أما نسبة الاستقلالية المالية (171%)مقبولة لأنها اكبر من 1 أي للمؤسسة إمكانية تسديد أموالها الأجنبية وتستطيع الحصول على قروض إضافية.

ثانيا: نسب السيولة

من بين هذه النسب نجد مايلي:

1. **نسبة السيولة العامة**: وتحسب وفق الطريقة التالية:

$$\text{السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{ديون قصيرة الأجل.}} \quad \ldots\ldots(34-3)$$

2. **نسبة السيولة المختصرة**: وتحسب كما يلي:

$$\%\ \text{السيولة المختصرة} = \frac{\text{قيم جاهزة+قيم غير اجاهزة.}}{\text{ديون قصيرة الأجل}} \quad \ldots\ldots(35-3)$$

3. **نسبة السيولة الحالية (الفورية)**: وتحسب كما يلي:

$$\%\ \text{السيولة الحالية} = \frac{\text{قيم جاهزة}}{\text{ديون قصيرة الأجل}} \quad \ldots\ldots(36-3)$$

ثالثا: نسب المردودية

تسمح لنا هذه النسب بقياس العائد من استخدام الموجودات المتاحة للمؤسسة.

1. **المردودية المالية:** وتحسب كما يلي:

$$\text{نسبة المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الإجمالية}}{\text{الأموال الخاصة}} \quad \ldots(37-3)$$

2. **المردودية النشاط:** وتحسب كما يلي:

$$\text{مردودية النشاط} = \frac{\text{النتيجة الإجمالية}}{\text{رقم الأعمال}} \quad \ldots(38-3)$$

الجدول رقم(3-11): نسب السيولة ونسب المردودية

		2019		2020		2021	
نسب السيولة	نسبة السيولة المختصرة	2 786 325 317,3 / 2 434 145 404,2	1,14	4 389 860 721,61 / 2 618 241 143,85	1,68	4 722 380 047 / 3 639 041 507,77	1,3
	نسبة السيولة الحالية	103 696 348,64 / 2 434 145 404,2	0,04	137 186 895,66 / 2 618 241 143,85	0,05	85955368,76 / 3 639 041 507,77	0,02
نسب المردودية	نسبة المردودية المالية	−1 489 483 086 / 12 086 269 770	0,12-	124 361 088,24 / 13 898 596 555,97	-0,01	−1 392 284 981,22 / 14 272 621 070,56	-0,1
	نسبة مردودية النشاط	−1 489 483 086 / 4 909 295 145,	-0,3	−124 361 088,24 / 4 915 011 179,63	-0,03	−1 392 284 981,22 / 5 521 408 863,16	0,25-

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق مقدمة من طرف قسم المالية والمحاسبة.

التعليق:

نسبة السيولة المختصرة:نلاحظ في السنوات الثلاث في تزايد ما بين الوضعية الحسنة للمؤسسة خلال السنوات الثلاثة، 2019،2020،2021. كون هذه النسبة كانت مابين 1,14 و1,68 وهي أكبر من الواحد وبالتالي المؤسسة لها سيولة جيدة وبإستطاعتها تغطية ديونها القصيرة الأجل بواسطة حقوقها وقدرتها على الوفاء بإلتزاماتها بفضل سيولتها الجيدة.

نسبة السيولة الحالية: الحالة المثلى لها هي أن تكون هذه النسبة بين 0,2و 0,3 نلاحظ في 2019 و2020 تكون خارج هذا المجال وبالتالي فعلى المؤسسة إستغلال القيم الجاهزة، في حين في سنة 2021 كانت في المجال.

نسبة السيولة المالية: كلما كان معدل نسبة السيولة المالية مرتفع كيما كان المؤشر إيجابي للمؤسسة، لكن نلاحظ أن النسبة منخفضة نوعا ما (0,12-) ،(0,01-)،(0,1-) وبالتالي المؤسسة في حالة سيئة.

نسبة مردودية النشاط: نلاحظ أن نسبة النشاط تستمر في الإنخفاظ (0,3-) ،(0,03-)،(0,25-) وبالتالي إنخفاظ حجم النشاط في المؤسسة.

خلاصة الفصل

لقد تم التعرف على مؤسسة سونلغاز فرع التوزيع للكهرباء والغاز بالمدية، ومن خلال هذه الدراسة تم التعريف بها وإعطاء نبذة تاريخية عليها. كما تم التطرق إلى هيكلها المالي وذلك من خلال تحليل قوائمها المالية للفترة (2019-2021) باستخدام مختلف النسب المالية ومؤشرات التوازن المالي التي تبين ان للمؤسسة هيكل مالي غير متوازن.

خاتمة

من خلال عرض مختلف فصول البحث التي تدور حول الإشكالية المطروحة، والمتمثلة في البحث عن أمثلية هيكل التمويل ومحددات اختياره بمؤسسة اقتصادية، وقد تناولنا الموضوع من خلال ثلاث فصول كاملة، حيث عالجنا الجانب النظري في فصلين، والجانب التطبيقي في الفصل الثالث في مديرية التوزيع للغاز والكهرباء بالمدية، فقد تناولنا في الفصل الأول كل من المحيط المالي ودورات المؤسسة وأدوات التمويل وتكلفة كل مصدر على حدى تحت عنوان مصادر التمويل بينما الفصل الثاني فقد تناول مختلف النظريات الاقتصادية والمفسرة للسلوك التمويلي للمؤسسات والهيكل التمويلي الأمثل فمنها ماهو تقليدي كمدخل موديكلياني وميلر الذي يعتبر أشهر النظريات والحديثة كنظرية الإشارة، كما تطرقنا أيضا إلى محددات إختيار هيكل التمويل الأمثل الكمية والكيفية في المؤسسة

أولا: نتائج البحث

يمكن حصر أهم النتائج المتحصل عليها من خلال دراستنا لهذا الموضوع في النقاط التالية:

- ✓ النشاط التمويلي هو النشاط الأساسي لاستمرارية المؤسسة، وحتى تتحقق هذه الإستمرارية لابد من دراسة العوامل المحددة لنوع التمويل المناسب الذي بواسطته يتم تعظيم الأرباح وتقليل المخاطر للمؤسسة؛
- ✓ الأسهم العادية والممتازة حقوق ملكية تستفيد منها المؤسسة إلا أنها تفقدها المرونة التسيرية وكذلك الوفورات الضريبية بإعتبار أن العوائد توزع بعد فرض الضريبة على الأرباح؛
- ✓ يعتبر التمويل الذاتي الخيار الأول الذي تلجأ إليه المؤسسة في تمويل إحتياجاتها، باعتبار أنه قليل التكلفة والمخاطرة؛
- ✓ يعبر الهيكل المالي عن عملية المزج بين مصادر التمويل (الداخلية، الخارجية) أي الأموال الممتلكة كالأسهم الممتازة، العادية، الأرباح المحتجزة والأموال المقترضة كالائتمان المصرفي، السندات؛
- ✓ لايوجد مايسمى بهيكل التمويل الأمثل، وإنما هيكل مناسب يتناسب مع كل مؤسسة حسب وضعيتها المالية؛
- ✓ هناك محددات كمية وكيفية لاختيار هيكل تمويل؛
- ✓ تعتمد مؤسسة سونلغاز على نوعين من مصادر التمويل الذاتي والقروض المصرفية مع العلم أنها تميل إلى التمويل الذاتي بنسبة أكبر.

ثانيا: نتائج الفرضيات

الفرضية 1: القائلة بأنه تعتمد المؤسسة في تمويل إحتياجاتها على التمويل الذاتي دون اللجوء إلى التمويل الخارجي(عدم صحة الفرضية)، حيث أن المؤسسة تقوم بعملية المزج بين التمويل الداخلي والخارجي في تمويل إحتياجاتها، ولو بشكل طفيف، مع أن لجوؤها إلى التمويل والاستدانة يحقق لها ميزة الوفورات الضريبية.

الفرضية2:(صحة الفرضية) من خلال مادرسناه نجد أنه هناك عدة نظريات مفسسرة للهيكل المالي منها ما هو تقليدي كمدخل مودكيلياني ميلر، وما هو حديث كنظرية الإشارة.

الفرضية 3: (صحة الفرضية) فإستخدام مؤشرات التوازن المالي كأداة لتقييم وضعية المؤسسة يمكنها من التعرف على نقاط القوة ونقاط الضعف، الذي يسمح لها بإستغلال نقاط قوتها والعمل على تحسين نقاط الضعف.

ثالثا: التوصيات والاقتراحات

من خلال النتائج المتوصل إليها يمكن الخروج بالتوصيات الأتية:

- ✓ نوصي المؤسسة بالمزج بين مصادر التمويل الذاتي والخارجي بدل الإعتماد على مصدر واحد للتمويل؛
- ✓ العمل والبحث على إيجاد الخلل (السبب) الذي يؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق الخسائر؛
- ✓ العمل بأدوات التحليل المالي لمعرفة الوضعية الحقيقية للمؤسسة التي تمكنها معرفة نقاط القوة والضعف والعمل على تجاوزها؛
- ✓ العمل على تفعيل دور الرقابة المالية ومراقبة سير العملية قبل أثناء وبعد.

رابعا: أفاق البحث

لقد عالجنا موضوع بحثنا والذي تتمحور إشكاليته حول أمثلية هيكل التمويل ومحددات إختياره في مؤسسة إقتصادية، مع ذلك إتضح لنا في الأخير مجموعة من المواضيع يمكن أن تكون مشاريع لبحوث مستقبلية منها:

- ✓ هل يوجد أثر فعلي (حقيقي) للهيكل المالي في تحسين الأداء المالي للمؤسسة؛
- ✓ هل يمكن حقا تجسيد أفكار النظريات المفسرة للهيكل المالي في المؤسسات الإقتصادية؛
- ✓ أهمية دخول المؤسسة في البورصة وأثر ذلك على قيمتها السوقية.

قائمة المراجع

أولا : المراجع باللغة العربية

1- الكتب

1. إسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية،الدار الجامعية، الإسكندرية،2002.
2. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، الإدارة المالية ، التسيير المالي دروس وتطبيقات،دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
3. حسن ذياب،الاعتمادات المستندية التجارية دراسة مقارنة، ط1،المؤسسات الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 1999.
4. حيدر يونس كاظم ،الفكر الحديث في السياسات الاقتصادية، كربلاء للنشر المقدسة: مركز كربلاء للدراسات، 2016.
5. طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع(عمان)، عمان، 2010.
6. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية، الجزائر،الطبعة 3، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004/9.
7. عاطف وليم اندراوس،أسواق الأوراق المالية،دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
8. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
9. عباس مصطفى المصري، عقد الاعتماد المستندي في قانون التجارة الجديد – دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية ،دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2005.
10. عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية،بدون رقم الطبعة، الاسكندرية، مصر،2004.
11. عبد المنعم محمد مبارك ومحمود يونس،إقتصاديات النقود والصيرفة والتجارة الدولية،الدار الجامعية،الاسكندرية،1996،ص:100.
12. عبد النافع زراري وفرج غازي، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان،2001.
13. عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، الطبعة1، 2008.
14. عبد الحليم كراجة، علي ربابعة ياسر السكران، الإدارة والتحليل المالي، أسس ومفاهيم، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000.

15. عادل بومجان، سعاد معاليم، الأدارة المالية الحديثة، دار اسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2018.
16. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية، النظؤية والتطبيق، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2007.
17. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2005.
18. محمد صالح الحناوي،الإدارة المالية والتمويل،الدار الجامعية للنشر،الإسكندرية، 1998.
19. محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية،دار النفائس للنشر والتوزيع، أردن، 1999.
20. محمد عثمان إسماعيل حميد،أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأموال،دار النهضة العربية، القاهرة ،1993.
21. محمد الفاتح محمود بشير المغربي، التمويل والمؤسسات المالية، القاهرة 2010.
22. محمود حمزة الزبيدي، أساسيات الادارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة 1، 2006.
23. مصطفى نهال فريد، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية،الطبعة الأولى، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003.
24. مفلح عقل،مقدمة في الإدارة المالية، معهد الدراسات المصرفية، عمان، 1989.
25. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، المكتب العربي الحديث للتوزيع، 2006.
26. منير إبراهيم هندي،الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر،الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007.
27. ناجي جمال،إدارة المحفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية لدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 1998.
28. نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي،السياسات الاقتصادية الإطار العام في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي،مطبعة رشاد برس ، بيروت، 2015.
29. هاشم السامرائي،الإدارة المالية: مدخل كمي، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان،2009.
30. يوسف مامش، ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية الجزائر، 2008.
31. مبروك باصور، الإدارة المالية ومصادر التمويل، المركز الجامعي يحي فارس، المدية، 2010/2009.
32. رضا صاحب أبو حامد، الادارة والمصار(مدخل تحليلي كمي) دار الفكر للنشر والتوزيع عمان، 2002.

2- المذكرات والأطروحات:

1. بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب دراسة حالة مؤسسة- الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز،مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، جامعة الجزائر،2012/2011.
2. عدمان فائزة، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة، شهادة ماجستير في مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2017/2016.
3. رمضاني فضيلة، المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات إختيار التمويل الأمثل- دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتسويق وتوزيع المواد البترولية"نفطال"، مذكرة نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر3، 2013/ 2014.
4. صويلح سلوى، أثر الرافعة المالية في تشخيص الخطر المالي للمؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة: مدبغة جيجل شركة بالأسهم- مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2017- 2018.
5. شرابي باية كنزة،العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة- حالة عينة من المؤسسات الجزائرية- مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجززائر، 2013-2014.
6. شعبان محمد، إختيار هيكل تمويل أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، مالية المؤسسة، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس،2009-2010.
7. محمد بوشوشة،تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،جامعة بسكرة، 26 أكتوبر 2016.

3-المجلات:

1. دادان عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي،الإسهامات النظرية،مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد04، 2006.
2. صبيحة هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة، تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة،مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد83، المجلد 21، 2015.
3. عبد الوهاب دادان،الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة،مجلة الباحث، عدد07، جامعة ورقلة،2010/2009.
4. عبد المجيد عبيد حسن وأنس عبد القادر قاسم، امجلة الرشد، الوساطة المالية في التمويل المباشر وغير المباشر ودورها في النظام المالين العدد1، دار الحكمة للأبحاث والنشر، 2021.
5. غازي سيناسي،الحفاظ على الاستقرار المال، سلسلة قضايا اقتصادية،العدد36، صندوق نقد الدولي، 2005.

6. معمر حيثالة،زقاي حفيظة، أهمية الاعتماد المستندي في تمويل التجارة الخارجية أبحاث قانونية وسياسية،جامعة محمد صديق بن يحي، جيجل، كلية الحقوق والعلوم السياسية، مجلة أبحاث، العدد31، 7ديسمبر كانون الأول 2018.

4- الملتقيات:

عبد الرزاق بن الزاوي وعبد الرزاق كبوط، العلاقة بين التطور المالي الاقتصادي والإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج،الملتقى الدولي الأول، النظام المالي والنمو الاقتصادي، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ماي .2014

5-المطبوعات الجامعية:

د .بسدات كريمة،التسيير المالي، مالية المؤسسة،مطبوعة جامعية، جامعة الجزائر،2016.

شرياق رفيق،الأسواق المالية،مطبوعة جامعية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،جامعة قالمة،.2018

6-المقابلات:

مقابلة مع السيد : ساسان مسعود، مدير قسم المحاسبة لمؤسسة سونلغاز المدية 2023/2/20 على الساعة 10:35:02

الملاحق

الملحق رقم 01: الميزانية الموحدة لأصول شركة سونلغاز وحدة المدية لسنة 2019

SOCIETE SONELGAZ-Distribution **EXERCICE** 2019

CENTRE DD MEDEA **DATE** 20/02/2023 10.34.57

BILAN ACTIF

Définitif

ACTIF	note	brut 2019	amort 2019	2019	2018
ACTIF NON COURANT					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles					
Frais de développements immobilisables					
Immobilisations corporelles					
Terrains		10 034 098,58		10 034 098,58	10 034 098,58
Agencements et aménagements de terrains		75 461 600,00	48 170 458,15	27 291 141,85	23 345 018,05
Constructions (Batiments et ouvrages		572 238 896,27	156 827 433,33	415 411 462,94	427 333 345,55
Installations techniques, matériel et outillage		26 763 644 708,13	13 740 173 274,62	13 023 471 433,51	12 643 999 554,00
Autres immobilisations corporelles		2 193 868 637,69	999 015 364,35	1 194 853 273,34	1 165 643 392,88
Immobilisations en cours		1 178 611 484,68		1 178 611 484,68	1 401 445 706,58
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		30 793 859 425,35	14 944 186 530,45	15 849 672 894,90	15 671 801 115,64
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		977 850,99		977 850,99	1 934 100,99
Créances et emplois assimilés					
Clients		2 805 861 672,41	194 428 198,16	2 611 433 474,25	2 682 873 265,31
Créances sur sociétés du groupe et associés		0,00		0,00	0,00
Autres débiteurs		31 765 146,56	7 375 365,66	24 389 780,90	21 628 977,48
Impôts		46 805 713,59		46 805 713,59	63 429 365,75
Autres actifs courants		0,00		0,00	0,00
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		104 771 186,66	1 074 838,02	103 696 348,64	112 558 458,45
compte transitoire**		0,00		0,00	0,00
TOTAL ACTIF COURANT		2 990 181 570,21	202 878 401,84	2 787 303 168,37	2 882 424 167,98
TOTAL GENERAL ACTIF		33 784 040 995,56	15 147 064 932,29	18 636 976 063,27	18 554 225 283,62

الملحق رقم 02: الميزانية الموحدة لأصول شركة سونلغاز وحدة المدية لسنة 2020

SOCIETE SONELGAZ-Distribution **EXERCICE** 2020

CENTRE DD MEDEA **DATE** 20/02/2023 10.35.02

BILAN ACTIF

Définitif

ACTIF	note	brut 2020	amort 2020	2020	2019
ACTIF NON COURANT					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles					
Frais de développements immobilisables					
Logiciels informatiques et assimilés		4 421 910,41	1 473 970,14	2 947 940,27	0,00
Immobilisations corporelles					
Terrains		10 034 098,58		10 034 098,58	10 034 098,58
Agencements et aménagements de terrains		77 634 388,00	49 674 463,60	27 959 924,40	27 291 141,85
Constructions (Batiments et ouvrages		587 456 171,54	169 146 562,21	418 309 609,33	415 411 462,94
Installations techniques, matériel et outillage		27 494 311 301,59	14 506 983 761,73	12 987 327 539,86	13 023 471 433,51
Autres immobilisations corporelles		2 307 213 100,14	1 095 496 578,72	1 211 716 521,42	1 194 853 273,34
Immobilisations en cours		1 639 608 986,32		1 639 608 986,32	1 178 611 484,68
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		32 120 679 956,58	15 822 775 336,40	16 297 904 620,18	15 849 672 894,90
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		73 924 408,56		73 924 408,56	977 850,99
Créances et emplois assimilés					
Clients		4 216 215 335,52	113 224 147,28	4 102 991 188,24	2 611 433 474,25
Créances sur sociétés du groupe et associés		0,00		0,00	0,00
Autres débiteurs		46 134 136,68	27 351 725,40	18 782 411,28	24 389 780,90
Impôts		130 900 226,43		130 900 226,43	46 805 713,59
Autres actifs courants		0,00		0,00	0,00
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		138 322 309,72	1 135 414,06	137 186 895,66	103 696 348,64
compte transitoire**		0,00		0,00	0,00
TOTAL ACTIF COURANT		4 605 496 416,91	141 711 286,74	4 463 785 130,17	2 787 303 168,37
TOTAL GENERAL ACTIF		36 726 176 373,49	15 964 486 623,14	20 761 689 750,35	18 636 976 063,27

الملحق رقم 03: الميزانية الموحدة لأصول شركة سونلغاز وحدة المدية لسنة 2021

SOCIETE SONELGAZ-Distribution **EXERCICE** 2021

CENTRE DD MEDEA **DATE** 20/02/2023 10.35.10

BILAN ACTIF

Définitif

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	2 947 940,27
Immobilisations corporelles					
Terrains		10 034 098,58		10 034 098,58	10 034 098,58
Agencements et aménagements de terrains		77 634 388,00	51 178 469,08	26 455 918,92	27 959 924,40
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	12 987 327 539,86
Autres immobilisations corporelles		2 493 388 862,67	1 190 397 599,48	1 302 991 263,19	1 211 716 521,42
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	73 924 408,56
Créances et emplois assimilés					
Clients		4 523 986 873,85	267 777 253,75	4 256 209 620,10	4 102 991 188,24
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	18 782 411,28
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	137 186 895,66
compte transitoire**		0,00		0,00	0,00
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	20 761 689 750,35

الملحق رقم 04: الميزانية الموحدة لخصوم شركة سونلغاز وحدة المدية لسنة 2019

SOCIETE SONELGAZ-Distribution **EXERCICE** 2019

CENTRE DD MEDEA **DATE** 20/02/2023 10.34.57

BILAN PASSIF

Définitif

PASSIF	note	2019	2018
CAPITAUX PROPRES			
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées)			
Écart de réévaluation		609 178 902,10	609 178 902,10
Résultat net		0,00	0,00
Autres capitaux propres - Report à nouveau		- 10 201 486,06	0,00
compte de liaison**		11 487 292 354,69	11 207 980 443,33
TOTAL CAPITAUX PROPRES		12 086 269 770,73	11 817 159 345,43
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		98 725 220,81	92 300 488,76
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés d'avance		4 017 835 667,44	3 825 382 556,07
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		4 116 560 888,25	3 917 683 044,83
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		775 309 444,31	575 542 771,46
Impôts		55 538 967,81	52 558 873,82
Dettes sur sociétés du Groupe et associés		0,00	0,00
Autres dettes		1 603 296 992,17	2 191 281 248,08
Trésorerie passif		0,00	0,00
compte transitoire**		0,00	0,00
TOTAL PASSIFS COURANTS		2 434 145 404,29	2 819 382 893,36
TOTAL GENERAL PASSIF		18 636 976 063,27	18 554 225 283,62

الملحق رقم 05: الميزانية الموحدة لخصوم شركة سونلغاز وحدة المدية لسنة 2020

SOCIETE SONELGAZ-Distribution **EXERCICE** 2020

CENTRE DD MEDEA **DATE** 20/02/2023 10.35.10

BILAN PASSIF

Définitif

PASSIF	note	2020	2019
CAPITAUX PROPRES			
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées)			
Écart de réévaluation		609 178 902,10	609 178 902,10
Résultat net		0,00	0,00
Autres capitaux propres - Report à nouveau		- 10 201 486,06	- 10 201 486,06
compte de liaison**		13 299 619 139,93	11 487 292 354,69
TOTAL CAPITAUX PROPRES		13 898 596 555,97	12 086 269 770,73
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		96 466 801,17	98 725 220,81
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés d'avance		4 148 385 249,36	4 017 835 667,44
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		4 244 852 050,53	4 116 560 888,25
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		615 394 542,58	775 309 444,31
Impôts		154 917 659,33	55 538 967,81
Dettes sur sociétés du Groupe et associés		0,00	0,00
Autres dettes		1 847 928 941,94	1 603 296 992,17
Trésorerie passif		0,00	0,00
compte transitoire**		0,00	0,00
TOTAL PASSIFS COURANTS		2 618 241 143,85	2 434 145 404,29
TOTAL GENERAL PASSIF		20 761 689 750,35	18 636 976 063,27

الملحق رقم 06: الميزانية الموحدة لخصوم شركة سونلغاز وحدة المدية لسنة 2021

SOCIETE SONELGAZ-Distribution **EXERCICE** 2021

CENTRE DD MEDEA **DATE** 20/02/2023 10.35.16

BILAN PASSIF

Définitif

PASSIF	note	2021	2020
CAPITAUX PROPRES			
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées)			
Écart de réévaluation		609 178 902,10	609 178 902,10
Résultat net		0,00	0,00
Autres capitaux propres - Report à nouveau		- 10 201 486,06	- 10 201 486,06
compte de liaison**		13 673 643 654,52	13 299 619 139,93
TOTAL CAPITAUX PROPRES		14 272 621 070,56	13 898 596 555,97
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		108 133 755,58	96 466 801,17
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés d'avance		4 619 798 342,99	4 148 385 249,36
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		4 727 932 098,57	4 244 852 050,53
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		1 496 295 851,89	615 394 542,58
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	1 847 928 941,94
Trésorerie passif		0,00	0,00
compte transitoire**		0,00	0,00
TOTAL PASSIFS COURANTS		3 639 041 507,77	2 618 241 143,85
TOTAL GENERAL PASSIF		22 639 594 676,90	20 761 689 750,35

الملحق رقم 07: جدول حسابات النتائج لشركة سونلغاز وحدة المدية لسنة 2019

SOCIETE SONELGAZ-Distribution **EXERCICE** 2019

CENTRE DD MEDEA **DATE** 20/02/2023 10.37.10

COMPTE DE RESULTAT PAR NATURE

Définitif

	note	2019	2018
Ventes et produits annexes		4 909 295 145,57	4 997 104 574,49
Production immobilisée		3 988 328,64	0,00
Subvention d'exploitation		0,00	
I - Production de l'exercice		4 913 283 474,21	4 997 104 574,49
Achats consommés		- 82 436 323,03	- 62 671 652,77
Prestations reçues production energie et matériel		- 3 097 643 437,13	- 2 851 305 967,13
Services extérieures et autres consommations		- 389 672 566,72	- 364 605 221,13
Prestations reçues services		- 919 653 360,97	- 872 535 810,91
II - Consommation de l'exercice		- 4 489 405 687,85	- 4 151 118 651,94
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		423 877 786,36	845 985 922,55
Charges de personnel		- 1 161 074 364,78	- 941 875 481,88
Impôts, taxes et versements assimilés		- 92 248 457,43	- 95 107 502,31
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		- 829 445 035,85	- 190 997 061,64
Autres produits opérationnels		193 798 862,09	169 738 070,32
Autres charges opérationnelles		- 8 268 953,29	- 618 716,43
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		- 1 058 455 822,17	- 1 050 655 839,35
Charges d'amortissement et autres provisions reçues		0,00	
Reprise sur pertes de valeur et provisions		213 064 559,98	66 784 472,97
Dotations d'amortissement et autres provisions fournies		0,00	
V - RESULTAT OPERATIONNEL		- 1 489 306 389,24	- 1 005 749 074,13
Charges financières		- 176 697,39	- 455 996,73
VI - RESULTAT FINANCIER		- 176 697,39	- 455 996,73
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		- 1 489 483 086,63	- 1 006 205 070,86
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			
Autres impôts sur les résultats			
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		5 320 146 896,28	5 233 627 117,78
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 6 809 629 982,91	- 6 239 832 188,64
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 1 489 483 086,63	- 1 006 205 070,86
Charges hors exploitation reçues			
Charges hors exploitation fournies		0,00	
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		- 1 489 483 086,63	- 1 006 205 070,86

الملحق رقم 08: جدول حسابات النتائج لشركة سونلغاز وحدة المدية لسنة 2020

SOCIETE SONELGAZ-Distribution **EXERCICE** 2020

CENTRE DD MEDEA **DATE** 20/02/2023 10.37.16

COMPTE DE RESULTAT PAR NATURE

Définitif

	note	2020	2019
Ventes et produits annexes		4 915 011 179,63	4 909 295 145,57
Production immobilisée		364 798,29	3 988 328,64
Subvention d'exploitation		0,00	
I - Production de l'exercice		4 915 375 977,92	4 913 283 474,21
Achats consommés		- 41 379 795,02	- 82 436 323,03
Prestations reçues production energie et matériel		- 3 055 607 727,33	- 3 097 643 437,13
Prestations fournies production energie et matériel		234 327 180,07	0,00
Services extérieures et autres consommations		- 421 738 698,61	- 389 672 566,72
Prestations reçues services		- 773 847 783,97	- 919 653 360,97
II - Consommation de l'exercice		- 4 058 246 824,86	- 4 489 405 687,85
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		857 129 153,06	423 877 786,36
Charges de personnel		- 1 297 933 773,71	- 1 161 074 364,78
Impôts, taxes et versements assimilés		- 98 907 541,52	- 92 248 457,43
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		- 539 712 162,17	- 829 445 035,85
Autres produits opérationnels		216 611 598,28	193 798 862,09
Autres charges opérationnelles		- 20 693 336,60	- 8 268 953,29
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		- 1 127 100 321,71	- 1 058 455 822,17
Charges d'amortissement et autres provisions reçues		0,00	
Reprise sur pertes de valeur et provisions		227 433 133,96	213 064 559,98
Dotations d'amortissement et autres provisions fournies		0,00	
V - RESULTAT OPERATIONNEL		- 1 243 461 088,24	- 1 489 306 389,24
Charges financières		0,00	- 176 697,39
VI - RESULTAT FINANCIER		0,00	- 176 697,39
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		- 1 243 461 088,24	- 1 489 483 086,63
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			
Autres impôts sur les résultats			
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		5 593 747 890,23	5 320 146 896,28
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 6 837 208 978,47	- 6 809 629 982,91
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 1 243 461 088,24	- 1 489 483 086,63
Charges hors exploitation reçues			
Charges hors exploitation fournies		0,00	
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		- 1 243 461 088,24	- 1 489 483 086,63

الملحق رقم 09: جدول حسابات النتائج لشركة سونلغاز وحدة المدية لسنة 2021

SOCIETE SONELGAZ-Distribution **EXERCICE** 2021

CENTRE DD MEDEA **DATE** 20/02/2023 10.37.20

COMPTE DE RESULTAT PAR NATURE

Définitif

	note	2021	2020
Ventes et produits annexes		5 521 408 863,16	4 915 011 179,63
Production immobilisée		0,00	364 798,29
Subvention d'exploitation		0,00	
I - Production de l'exercice		5 521 408 863,16	4 915 375 977,92
Achats consommés		- 71 861 126,09	- 41 379 795,02
Prestations reçues production energie et matériel		- 3 093 109 797,48	- 3 055 607 727,33
Prestations fournies production energie et matériel		370 423 395,14	234 327 180,07
Services extérieures et autres consommations		- 370 382 076,98	- 421 738 698,61
Prestations reçues services		- 899 891 950,82	- 773 847 783,97
II - Consommation de l'exercice		- 4 064 821 556,23	- 4 058 246 824,86
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		1 456 587 306,93	857 129 153,06
Charges de personnel		- 1 494 368 672,67	- 1 297 933 773,71
Impôts, taxes et versements assimilés		- 102 347 753,06	- 98 907 541,52
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		- 140 129 118,80	- 539 712 162,17
Autres produits opérationnels		225 987 914,61	216 611 598,28
Autres charges opérationnelles		- 25 911 884,38	- 20 693 336,60
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		- 1 477 109 876,32	- 1 127 100 321,71
Charges d'amortissement et autres provisions reçues		0,00	
Reprise sur pertes de valeur et provisions		24 877 983,67	227 433 133,96
Dotations d'amortissement et autres provisions fournies		0,00	
V - RESULTAT OPERATIONNEL		- 1 392 284 981,22	- 1 243 461 088,24
Charges financières		0,00	0,00
VI - RESULTAT FINANCIER		0,00	0,00
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		- 1 392 284 981,22	- 1 243 461 088,24
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	- 6 837 208 978,47
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 1 392 284 981,22	- 1 243 461 088,24
Charges hors exploitation reçues			
Charges hors exploitation fournies		0,00	
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		- 1 392 284 981,22	- 1 243 461 088,24