



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -
كلية العلوم الإقتصادية والتجارية و علوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم المالية والمحاسبة
تخصص: مالية المؤسسات

دراسة إشكالية الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة

دراسة حالة : الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز - الجزائر -

من إعداد الطائب : كانش يعقوب

أمام اللجنة المكونة من السادة :

نوقشت بتاريخ :

رئيسا	(أستاذ محاضر - جامعة ورقلة)	الدكتور / تمجدين نور الدين
مقررا و مشرفا	(أستاذ محاضر - جامعة ورقلة)	الدكتور / دادن عبد الغني
مناقشا	(أستاذ محاضر - جامعة ورقلة)	الدكتور / عياض عادل

السنة الجامعية : 2010/2009

الإهداء

الحمد لله الذي نفتتح به الكلام والحمد لله الذي وحده أفضل ما جرت به الأقدام

وأما بعد أهدي هذا العمل المتواضع :

إلى التي جعل الله الجنة تحت أقدامها ، إلى التي حملتني وهنا على وهن وأنارت درب حياتي

أمي الغالية حفظها الله وأطال في عمرها

إلى الذي كان يشجعني دوما على مواصلة طريق العلم والذي رباني على مكارم الأخلاق

أبي أطال الله في عمره وحفظه ورعاه

إلى من كانوا حافزا قويا ، وسندا متينا للوصول إلى طريق النجاح

أخوتي الأعزاء أدام الله أخوتنا وجمعنا

إلى كل من علمني وأفادني طيلة فترة دراستي من معلمي الطور الابتدائي إلى أساتذة الأطوار

المتوسطة والثانوي وكافة الإطارات الجامعية من إداريين وأساتذة

إلى كل زملائي وزميلاتي في الدفعة الأولى ماستر

إلى كل من شجعني وأعاني وتمنى لي الخير والنجاح في حياتي الدراسية

إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة هذا الجهد.

يعقوب

تَشْكُرَات

ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي لإتمام هذا البحث المتواضع وعلى ما مننت به علي من توفيق وسداد ، وعلى ما منحتني إياه من صبر ومقدرة على تخطي الصعاب و المضي قدما في سبيل طلب العلم .

والحمد والشكر أولا وآخرا لله عز وجل

نشكر كل من ساهم في إنجاز هذا العمل المتواضع ونخص بالذكر الأستاذ المشرف " دادن عبد الغنى " لإشرافه على هذا العمل وعلى توجيهاته وإرشاداته فجزاه الله خير الجزاء .
كما أتقدم بالشكر الخالص إلى الأستاذين " بن ساسي إلياس " و " موساوي عمر " على توجيهاتهم السديدة ، واقتراحاتهم البناءة لإثراء هذا العمل فنسأل الله أن يديم فضليهما .

ولا يفوتني أن اشكر عمال المكتبة الجامعية على إسهامهم في هذا العمل من خلال توفير المرونة في اقتناء الكتب وأخص بالذكر كل من " عياض باديس " و " موفق فتيحة " فجزاهم الله بكل خير .
تشكراتي إلى والدي الكريمين وإلى إخوتي على تشجيعهم المستمر لإتمام هذا العمل على أتم وجه وأخص بالذكر " مروة " التي ساهمت في كتابة هذا العمل، فبارك الله فيهم وعليهم .
تشكراتي إلى كل من تمنى لي النجاح والتوفيق في دراستي .



يهدف من خلال هذا البحث إلى توضيح الخطوات التي يجب أن يعتمدها متخذ القرار المالي في بناء هيكل مالي مناسب بالاعتماد على المصادر المالية المتاحة إن كانت داخلية أو خارجية ، والمعايير التي تعتمد للمفاضلة بينها، كما تعرضنا من خلال هذه الدراسة إلى عرض أهم المداخل التي تناولت دراسة شكالية وجود هيكل مالي أمثل من عدمه من خلال المدخلين التاليين :

1- المنظور التقليدي : والذي يقوم على نظرية ربح الاستغلال ونظرية الربح الصافي التي تؤيد وجود هيكل مالي أمثل يسمح بتخفيض تكلفة رأس المال وتعظيم قيمة المؤسسة .

2- نموذج Modigliani & Miller (انعدام الهيكل المالي الأمثل) : الذي يقوم على افتراضات السوق التام . وناقشنا هذا النموذج في حالة غياب الضرائب وفي حالة وجودها .

كما تهدف هذه الدراسة إلى محاولة استعراض بعض أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية و تقديم البدائل التمويلية المناسبة بهدف رفع القدرة التنافسية لهذه المؤسسات بتحليل الجانب المتعلق بمصادر الأموال، دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز - الجزائر

الكلمات المفتاح: الهيكل المالي، تكلفة رأس المال، قيمة المؤسسة، أمثلية الهيكل المالي، معايير المفاضلة.

Résumé

Objectif de cette recherche est de préciser les mesures qui doivent être adoptées par la construction financière du décideur de la structure financière appropriée en fonction des ressources financières disponibles si les normes internes ou externes, et appropriées à l'arbitrage entre eux, comme nous l'étions par cette étude est d'afficher les portails les plus importants de cette étude a examiné le problème de l'existence d'une structure financière optimale, que ce soit par les entrées de ce qui suit:

1 - la perspective traditionnelle: la théorie est basée sur la théorie de l'exploitation et le bénéfice net qui soutient l'existence d'une structure financière optimale permet de réduire le coût du capital et de maximiser la valeur de l'entreprise.

2 - Formulaire Modigliani et Miller (absence d'optimisation de la structure financière): qui est fondé sur des hypothèses que le marché totalement. Nous avons discuté de ce modèle en l'absence de taxes et dans le cas de son existence.

L'objectif de cette étude est d'examiner quelques-unes des méthodes de financement institutions algériennes économique et offrir des alternatives de financement appropriés afin d'accroître la compétitivité de ces institutions sur l'analyse des sources de fonds, un cas d'étude société algérienne d'électricité et de gaz - Algérie

Mots clés: structure financière, le coût du capital, la valeur de l'entreprise, d'optimiser la structure financière, les critères de différenciation.

المحتويات

قائمة المحتويات

الإهداء

التشكرات

VI.....	قائمة المحتويات
IX.....	قائمة الجداول
X.....	قائمة الأشكال البيانية
XII.....	قائمة الملاحق
أ.....	المقدمة

الفصل الأول : دراسة خطوات بناء الهيكل التمويلي المناسب

2.....	المبحث الأول : مفهوم ومكونات الهيكل التمويلي
2.....	المطلب الأول : مفهوم الهيكل التمويلي
2.....	المطلب الثاني : مصادر تمويل المؤسسة
2.....	الفرع الأول : مصادر التمويل الداخلي
4.....	الفرع الثاني : مصادر تمويل خارجي
16.....	المطلب الثالث : تكلفة مصادر التمويل
16.....	الفرع الأول : مفهوم تكلفة الأموال
17.....	الفرع الثاني : خطوات حساب تكلفة الأموال
24.....	الفرع الثالث : حساب التكلفة المرجحة للأموال
25.....	المطلب الرابع : محددات الهيكل التمويلي
25.....	الفرع الأول : محددات داخلية
26.....	الفرع الثاني : محددات خارجية
27.....	المبحث الثاني : آليات اختيار مصادر التمويل
27.....	المطلب الأول : المناهج التي تستخدم في تحديد هيكل تمويل مناسب
27.....	الفرع الأول : منهج التوازن
28.....	الفرع الثاني : منهج التوازن المقارن
28.....	الفرع الثالث : منهج التوازن الحركي الديناميكي
29.....	المطلب الثاني : الاعتبارات المتكاملة في الهيكل التمويلي
29.....	الفرع الأول : الملائمة

29.....	الفرع الثاني : المرونة.....
30.....	الفرع الثالث : اعتبار التوقيت.....
30.....	الفرع الرابع : اعتبار السيطرة و الإدارة.....
30.....	المطلب الثالث : معايير المفاضلة بين مصادر التمويل.....
31.....	الفرع الأول : معيار المردودية وأثر الرافعة المالية.....
36.....	الفرع الثاني : معيار تكلفة رأس المال.....
36.....	الفرع الثالث : معايير أخرى.....
38.....	المطلب الرابع : مؤشرات اختيار الهيكل التمويلي.....
38.....	الفرع الأول : نسب هيكل الخصوم والتمويل.....
41.....	الفرع الثاني : نسب السيولة و المردودية.....
45.....	خلاصة الفصل الأول.....

الفصل الثاني : أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي

48.....	المبحث الأول : المنظور التقليدي.....
48.....	المطلب الأول : نظرية الربح الصافي.....
51.....	الفرع الأول : سلوك المقرضين.....
52.....	الفرع الثاني : سلوك المساهمين.....
54.....	الفرع الثالث : تطور تكلفة رأس المال.....
57.....	المطلب الثاني : نظرية ربح الاستغلال.....
59.....	المبحث الثاني : نموذج Modigliani Miller انعدام هيكل تمويل أمثل.....
59.....	المطلب الأول: الهيكل المالي للمؤسسة في غياب الضرائب.....
60.....	الفرع الأول: الاقتراح الأول: Proposition 1.....
64.....	الفرع الثاني : Proposition 2 تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مستدينة.....
67.....	الفرع الثالث: انتقادات أطروحة Modigliani et Miller.....
68.....	المطلب الثاني : الهيكل المالي للمؤسسة في وجود الضرائب.....
68.....	الفرع الأول : الإقتراح الأول Proposition 1.....
70.....	الفرع الثاني : الاقتراح الثاني Proposition 2 تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مستدينة.....
72.....	خلاصة الفصل الثاني.....

الفصل الثالث :دراسة ميدانية للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز - الجزائر

75.....	المبحث الأول : تقديم الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز .
75.....	المطلب الأول : مراحل تطور الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز .
80.....	المطلب الثاني : فروع الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز.....
80.....	الفرع الأول : فروع المهن القاعدية.....
82.....	الفرع الثاني : فروع الاشغال.....
82.....	الفرع الثالث : فروع المساهمة
83.....	الفرع الرابع : الفروع المحيطة.....
83.....	المطلب الثالث : عملية تسيير شركة سونالغاز - الجزائر.....
83.....	الفرع الاول : الجمعية العامة
84.....	الفرع الثاني : مجلس الإدارة.....
85.....	الفرع الثالث : لجان شركة سونالغاز - الجزائر.....
88.....	المبحث الثاني : دراسة وتحليل الهيكل التمويلي للشركة
88.....	المطلب الأول : توليفة مصادر التمويل للشركة.....
89.....	الفرع الأول : دراسة نسب هيكل الخصوم.....
91.....	الفرع الثاني : دراسة مكونات الهيكل التمويلي للشركة
97.....	المطلب الثاني : دراسة تكلفة الأموال بالنسبة للشركة.....
97.....	الفرع الأول : تكلفة الأموال الخاصة.....
98.....	الفرع الثاني : تكلفة الديون.....
100.....	الفرع الثالث : التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال.....
102.....	المطلب الثالث : دراسة وضعية الهيكل التمويلي للشركة باستعمال النسب المالية.....
103.....	الفرع الأول :نسب التمويل.....
107.....	الفرع الثاني :نسب السيولة.....
109.....	الفرع الثالث : نسب المردودية.....
113.....	خلاصة الفصل الثالث:.....
115.....	الخاتمة.....
118.....	المراجع
122.....	الملاحق

قائمة الأشكال البيانية

رقم الصفحة	عنوان الشكل البياني	رقم الشكل
50	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح الصافي	(1-2)
52	منحنى يبين سلوك المقرضين	(2-2)
52	منحنى يبين سلوك المساهمين	(3-2)
53	منحنى يبين العلاقة الطردية بين تكلفة الأموال الخاصة و مستوى المديونية	(4-2)
54	منحنى يبين سلوك المديونية و تكلفة الأموال الخاصة	(5-2)
54	منحنى يبين سلوك التكلفة الإجمالية للتمويل	(6-2)
56	منحنى يبين التمويل الأمثل	(7-2)
58	العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة حسب نظرية ربح الاستغلال	(8-2)
66	العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الاستدانة حسب الاقتراح الثاني لـ Modigliani et Miller في غياب الضرائب	(9-2)
71	العلاقة بين تكلفة رأس المال و نسبة الاستدانة حسب النظرية Modigliani & Miller	(10-2)
89	منحنى يبين تغيرات نسب الهيكل التمويلي للشركة خلال فترة الدراسة 2007-2004	(1-3)
92	منحنى تطور الأموال الخاصة	(2-3)
94	منحنى تطور الديون الطويلة و متوسطة الأجل	(3-3)
96	منحنى تطور الديون قصيرة الأجل	(4-3)

97	منحنى تغيرات تكلفة الأموال الخاصة	(5-3)
99	منحنى تغيرات تكلفة الديون	(6-3)
101	منحنى تغيرات تكلفة الأموال (التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال)	(7-3)
103	منحنى تغيرات نسبة التمويل الدائم	(8-3)
104	منحنى تغيرات نسبة التمويل الخاص	(9-3)
105	منحنى تغيرات نسبة لتمويل الأجنبي	(10-3)
106	منحنى تغيرات نسبة الاستقلالية المالية	(11-3)
107	منحنى تغيرات نسبة السيولة العامة	(12-3)
108	منحنى تغيرات نسبة السيولة الحالية	(13-3)
109	منحنى تغيرات نسبة المردودية الاقتصادية	(14-3)
110	منحنى تغيرات نسبة المردودية المالية	(15-3)
111	منحنى تغيرات أثر الرافعة المالية	(16-3)

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
24	طريقة حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للمؤسسة	(1-1)
88	الميزانية المالية المختصرة للشركة	(1-3)
89	نسب هيكل الأصول والخصوم للشركة	(2-3)
91	تطور الأموال الخاصة ونسبة النمو	(3-3)
93	تطور الديون الطويلة والمتوسطة الأجل	(4-3)
95	تطور الديون قصيرة الأجل	(5-3)
97	تغيرات تكلفة الأموال الخاصة	(6-3)
98	تغيرات تكلفة الديون	(7-3)
100	تغيرات التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال	(8-3)
102	النسب المالية للشركة	(9-3)
111	أثر الرافعة المالية	(10-3)

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
(1)	الميزانيات المحاسبية للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز - الجزائر خلال فترة الدراسة 2004-2007
(2)	جداول حسابات النتائج للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز - الجزائر خلال فترة الدراسة 2004-2007

المقدمة

1- إشكالية البحث

يعتبر التمويل العصب المحرك لأي نشاط اقتصادي تزاوله المؤسسة، حيث حظي باهتمام العديد من الباحثين الماليين نظرا لأهميته البالغة .
و يعني التمويل بصفة عامة البحث عن إمكانيات الدفع بطريقة عقلانية تضمن توفير الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف المسطرة، و بتمويل الاستثمارات بمزيج مناسب من مصادر التمويل .

تلجأ المؤسسة عادة لتمويل نشاطها إلى مصادر مختلفة حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت تلك العناصر داخلية (الأموال الخاصة) التي تتمثل في وسائل التمويل طويلة الأجل سواء كانت داخلية أم خارجية، ويدخل ضمن التمويل الداخلي للمؤسسة كل من التمويل الذاتي والتنازل عن الاستثمارات، أما التمويل الخارجي في هذا الإطار فيتمثل في الزيادة في رأس المال سواء عن طريق طرح أسهم للاكتتاب أو الدعم والإعانات التي تعطيها الدولة بقصد تشجيع قطاعات اقتصادية معينة.

بما أن التمويل الداخلي بصفة عامة لا يكفي لتغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة، وحتى تحافظ هذه الأخيرة على مستوى الاستثمارات عند الحدود المقبولة، وتتجاوز أزمات السيولة الطرفية، فإنها تلجأ إلى مصادر أجنبية (الديون طويلة أو متوسطة أو قصيرة الأجل) للحصول على الأموال، ويتم ذلك بشروط وإجراءات تختلف باختلاف المصدر الذي تلجأ إليه، فكل شيء يتوقف على ضمان مردودية اقتصادية جيدة ومستمرة، وهذا لا يعني الإفراط في الاستدانة نظرا للتكلفة التي تتحملها المؤسسة والمخاطر التي قد تتعرض إليها .وهنا نميّز في بين الديون قصيرة الأجل ، بالإضافة إلى الديون متوسطة وطويلة الأجل .
وتجدر الإشارة إلى أنه لا بد من القيام بتقدير تكلفة الأموال من كل مصدر تمهيدا للوصول إلى تكلفة إجمالية لجميع الأموال التي يتكون منها الهيكل المالي لتخفيض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى .

ولأن أحد العوامل المحددة للإستراتيجية المالية هي اختيار التمويل الملائم، فينبغي على المؤسسة المفاضلة بين المصادر المتاحة واختيار الأنسب منها بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطر، ولن يتأتى ذلك إلاّ بالمعرفة -المسبقة- لمجموع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها، وكذا المعايير والمحددات المعتمدة في اتخاذ القرار التمويلي.

كل هذه الآليات والعوامل تجعل متخذ القرار المالي في إشكالية حول كيفية تفعيل هذه الأخيرة فيما بينها للوصول إلى توليفة مناسبة من مصادر التمويل ، وهو ما يسمى اصطلاحا بالهيكل المالي.

يعتبر موضوع الهيكل المالي من أهم المواضيع التي حظيت باهتمام العديد من الباحثين ، حيث تباينت الآراء والمداخل حول ما إذا كان هناك نظرية بإمكانها تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة بما يتماشى والواقع العملي، حيث وبعد أطروحة Modigliani et Miller التي تعتبر أول دراسة عن الهيكل المالي ، أثير جدل حول ما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل من عدمه .

فحسب المنظور التقليدي (نظرية الهيكل التمويلي الأمثل) الذي يسلم بوجود هيكل مالي أمثل ، وتؤكد إمكانية تأثير الهيكل المالي على كل من قيمة المؤسسة وعلى تكلفة الأموال ، بينما عارض مؤيدي نظرية (انعدام هيكل مالي أمثل) إمكانية تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة وعلى تكلفة الأموال وعليه يرون أنه لا يمكن الوصول على هيكل مالي أمثل .

ومع مطلع السبعينات من القرن العشرين ظهرت نظريات حديثة (نظرية الإشارة ونظرية التمويل التدريجي) تظهر هذه النظريات أن الهيكل المالي للمؤسسة هو نتيجة للسلوك التمويلي لها وليس العكس .

ظهرت إشكالية التمويل في الجزائر كمشكلة تحتاج إلى دراسة بعدما أشار العديد من الباحثين الجزائريين إلى أنّ تعثر المؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية يرجع إلى الاختلال في الهياكل المالية وانخفاض الكفاءة التسييرية والتسويقية، وكذلك نتيجة الإفراط في الاقتراض بسبب قصور الموارد الذاتية، وما يترتب عليه من عدم قدرة هذه المؤسسة على سداد أقساط القروض وفوائدها، ولا شك أنّ هذا الاختلال يقتضي البحث والدراسة لأسبابه وأوجه علاجه، والذي تتناول الدراسة الحالية جانبا منه.

و تهدف هذه الدراسة إلى محاولة استعراض بعض أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية و تقديم البدائل التمويلية المناسبة بهدف رفع القدرة التنافسية لهذه المؤسسات بتحليل الجانب المتعلق بمصادر الأموال .

بناء على ما سبق ،تتبلور معالم الإشكالية الأساسية لهذا البحث ، والتي يمكن صياغتها على النحو التالي :

إلى أي مدى يمكن للمؤسسة الاقتصادية أن تحقق هيكل مالي أمثل من خلال توليفة التمويلات المتاحة لديها؟

ومن خلال ذلك يمكن طرح الإشكاليات الفرعية التالية :

- ما المقصود بالهيكل المالي للمؤسسة ؟
- ما هي أهم مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات الاقتصادية وما هي سبل اختيارها ؟
- كيف يمكن للنظرية التقليدية أن تبرهن صحة وجود هيكل مالي أمثل يسمح بتخفيض تكلفة رأس المال وتعظيم قيمة المؤسسة ؟
- ما هو نوع العلاقة بين الهيكل المالي و تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة حسب طرح Modigliani et Miller

2- فرضيات البحث

- من خلال الإشكالية الرئيسية و الإشكاليات الفرعية يمكننا طرح عدة فرضيات التي من خلالها نضع تصورا مبدئيا للوصول إلى الأهداف المرجوة ، وذلك كما يلي :
- 1: الفرضية 1: لبناء هيكل تمويلي مناسب، تكون أمام المؤسسة عدة مصادر تمويل داخلية وخارجية.
 - 2: الفرضية 2: تختار المؤسسة مصادر تمويلها بدون أي معايير أو قيود تتحكم فيها .
 - 3: الفرضية 3: تستطيع المؤسسات الوصول إلى هيكل مالي أمثل من خلال خفض تكلفة الأموال إلى أدنى مستوى لها.
 - 4: الفرضية 4: الهيكل المالي للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز غير مستقل ماليا .

3- أهمية البحث: تكمن أهمية البحث الذي يتناول دراسة إشكالية الهيكل التمويلي الأمثل في النقاط التالية :

- عرض أهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة وكيفية حساب تكلفة كل منها .
- تحديد أهم المعايير والمحددات والمناهج والقيود التي تستخدم في اختيار مصادر التمويل المناسبة لبناء هيكل مالي مناسب للمؤسسة .
- عرض كيفية تناول كل من المدخل التقليدي (نظرية وجود هيكل مالي أمثل)، ونظرية Modigliani et Miller (نظرية انعدام الهيكل المالي) لتأثير الهيكل المالي على كل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، ومدى تطابق كل مدخل مع الواقع العملي .
- تناول البحث في جانبه التطبيقي أسلوب التمويل في إحدى الشركات العمومية، التي تعتبر شركة مساهمة تحوز الدولة رأسمالها.

4- أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى الإجابة عن الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية التابعة لها واختبار مدى صحة الفرضيات التي اعتمدت عليها الدراسة بالإضافة إلى توضيح الخطوات التي يجب أن يعتمدها متخذ القرار المالي في بناء هيكل مالي مناسب ، ولتوضيح مدى قبول أو رفض فكرة وجود هيكل مالي أمثل. و تهدف هذه الدراسة إلى محاولة استعراض بعض أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية و تقديم البدائل التمويلية المناسبة بهدف رفع القدرة التنافسية لهذه المؤسسات بتحليل الجانب المتعلق بمصادر الأموال .

5- دوافع اختيار الموضوع

- نوع التخصص الذي ندرسه يعتبر قاعدة صلبة للموضوع المختار .
- ميولي الشخصي لتفضيل دراسة هذا النوع من المواضيع .
- مدى أهمية هذا الموضوع في خدمة المؤسسات الاقتصادية.
- إثراء مكتبة الجامعة بهذه الدراسة لعدم توفر دراسات عديدة في هذا الموضوع.

6- مجال و حدود الدراسة:

- **الحدود المكانية :** شملت الدراسة مؤسسة وطنية مقرها الرئيسي في الجزائر العاصمة ، ولكن فروعها التابعة لها مالي موزعة على كافة التراب الوطني ،حيث الدراسة كانت على أساس البيانات المأخوذة من المؤسسة الأم .
- **الحدود الزمانية :** تمت هذه الدراسة خلال الفترة الزمنية الممتدة بين 2004-2007 ذلك بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية وجداول حسابات النتائج للمؤسسة موضوع الدراسة خلال تلك الفترة .

7- المنهج المستخدم والأدوات المستعملة

لقد تم اعتماد المنهج الوصفي والتحليلي، وذلك باستخدام أدوات البحث، و يتمثل الأول في اللجوء إلى المصادر المكتبية، من دراسات وأبحاث، من أجل توثيق أهم العوامل التي أظهرتها الدراسات السابقة، والتي لها علاقة بالهيكل المالي للمؤسسات، بالإضافة إلى ثم المنهج الرياضي - دراسة حالة- باستخدام أسلوب التحليل و المقارنة لأربعة سنوات متتالية عن طريق بعض النسب والمؤشرات.

8- الدراسات السابقة :

توجد بعض الدراسات التي تناولت موضوع الهيكل المالي، والتي اعتمدنا على بعض جوانبها في إثراء هذا البحث، حيث تناول الباحثين في هذا الموضوع العوامل المحددة لسياسة التمويل في بعض المؤسسات ونذكر منها :

- دراسة قريشي يوسف (2005): وهي أطروحة دكتوراه بعنوان "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر " حيث حاول الباحث من خلال هذه الدراسة استخلاص العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اطار المساهمات النظرية ونتائج الدراسات الميدانية في بيئات اقتصادية ومالية مختلفة.
- دراسة زغود تبر (2009) : رسالة ماجستير بعنوان " محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية " حيث حاول الباحث من خلال دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر باستخلاص العلاقة التي تربط ببعض العوامل (المحددات)

8- خطة وهيكل البحث

وقصد الإلمام بالموضوع ومحاولة الإجابة عن الإشكالية واختبار الفرضيات تم تقسيم البحث إلى فصلين نظريين وفصل تطبيقي، نستهلها بمقدمة عامة نتناول فيها أهم المحاور الأساسية للموضوع وأخيرا نختم بجملة من التوصيات المستوحات من النتائج المتحصل عليها تليها آفاق البحث، ونقدم هذه الفصول كما يلي :

- الفصل الأول : بعنوان دراسة خطوات الوصول إلى الهيكل التمويلي مناسب

حيث قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين تناولنا في المبحث الأول التعريف بمفهوم الهيكل المالي ثم تطرقنا لأهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة سواء كانت داخلية (التمويل الذاتي) أو خارجية (الديون) وشرحنا إيجابيات وسلبيات كل عنصر من هذه العناصر، بعد ذلك قدمنا طرق حساب تكلفتها وعرض بعض محددات الهيكل المالي . أما من خلال المبحث الثاني تناولنا أهم المناهج والاعتبارات المستخدمة في تحديد هيكل التمويل المناسب ، التي يتم على أساسها اختيار مصادر التمويل فقد تطرقنا لأهم المعايير المستخدمة في عملية المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة إضافة إلى القيود المتحكمة في ذلك، وفي الأخير قدمنا أهم المؤشرات التي من خلالها نقيس مدى كفاءة في اختيار هذه المصادر .

- الفصل الثاني : بعنوان أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي

من خلال هذا الفصل قدمنا أهم الإسهامات النظرية حول الهياكل التمويلية للمؤسسة ، فقسمنا هذا الفصل إلى مبحثين، حيث ركز المبحث الأول على شرح المنظور التقليدي الذي يشير لعدم وجود هيكل مالي أمثل يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال وتعظيم قيمة المؤسسة من خلال التطرق لنظرية الربح الصافي ونظرية ربح الاستغلال، أما من خلال المبحث الثاني فقد قمنا بتحليل نموذج Modigliani et Miller اللذان أشارا إلى عدم وجود هيكل مالي أمثل ، حيث تعرضنا لنموذجهما في حالة غياب ووجود الضرائب.

- الفصل الثالث : دراسة ميدانية للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز-الجزائر .

قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين تناولنا في المبحث الأول تقديم للمؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز-الجزائر من خلال التعريف بالمؤسسة والمراحل التاريخية التي مرت بها إلى أن وصلت إلى ما هي عليه اليوم ، ثم التطرق لأهم الفروع التابعة لها عبر التراب الوطني وأهم النشاطات التي تقوم بها . أما من خلال المبحث الثاني فقمنا بدراسة وتحليل الهيكل التمويلي للشركة ،من خلال دراسة كل عنصر من عناصر التمويل وتحليل أسباب تغيراتها خلال فترة الدراسة ، بعدها قمنا بحساب تكلفة هذه المصادر ، وحساب التكلفة الإجمالية للأموال ودراسة أسباب تغيرات هذه الأخيرة وما هو المصدر الذي يؤثر فيها ، وأخيرا قمنا بدراسة الوضعية المالية للمؤسسة بواسطة النسب المالية التي من خلالها يمكننا الحكم على الهيكل المالي للشركة .

10 - صعوبات البحث

أثناء القيام بهذه الدراسة واجهتنا عدة صعوبات نذكر منها :

- صعوبة الحصول على الميزانيات المحاسبية الخاصة بالشركة الجزائرية للكهرباء والغاز، خاصة وأن الدراسة تخص الشركة الأم بالجزائر .
- ضيق الوقت المخصص لإعداد هذه المذكرة الشيء الذي أدى إلى عدم التفصيل في دراسة هذا الموضوع .
- ندرة المراجع والدراسات في هذا الموضوع باللغة العربية وصعوبة ترجمة بعض النصوص خاصة مع ضيق الوقت .

الفصل الأول :

دراسة خطوات بناء الهيكل التمويلي المناسب

تمهيد

تسعى المؤسسة إلى تمويل احتياجاتها من خلال نسج توليفة مناسبة من مصادر التمويل والتي نطلق عليها "الهيكل المالي" وسنتطرق في بداية فصلنا هذا إلى التعريف بمفهوم الهيكل المالي

بعد ذلك نتناول مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة وقد قسمناها تبعاً لمعيار العلاقة بالمؤسسة إلى مصادر داخلية وأخرى خارجية وسنبين تكلفة كل منها

بعدها نقوم بتوضيح أهم المناهج التي تستخدم في تحديد الهيكل التمويلي المناسب ، وأهم العوامل التي تساعد في تركيب هذا الهيكل ، كما سنتناول أهم المحددات التي تتحكم في القرار التمويلي لتكوين الهيكل المالي للمؤسسة

وأخيراً سنتطرق إلى الآليات التي تتبعها المؤسسة للمفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة من خلال التعريف بأهم المعايير التي تتحكم في اختيارها ، وأهم القيود المتحكمة في هذه العملية

ثم نشير إلى النسب المالية التي تكون بمثابة مؤشر لتقييم الهيكل المالي المستهدف .

المبحث الأول : مفهوم وتركيب الهيكل التمويلي

عند قيام المؤسسة بتمويل احتياجاتها تكون أمامها مصادر تمويلية متاحة ومتنوعة ، فمنها مصادر داخلية وأخرى خارجية، فعليها اختيار ما هو مناسب للوصول إلى المزيج الملائم الذي يلبي احتياجاتها وهو ما نطلق عليه بالهيكل المالي للمؤسسة ، كما أن عليها حساب تكلفة كل مصدر لتتوصل إلى التكلفة الإجمالية للأموال .

المطلب الأول : مفهوم الهيكل التمويلي

يقصد بالهيكل التمويلي توليفة من مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها ويتكون الهيكل التمويلي للمؤسسة من مجموع العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العمومية سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم قصيرة الأجل . وسواء كانت أموال دين أو أموال ملكية¹

المطلب الثاني : مصادر تمويل المؤسسة

يقصد بمصادر التمويل تلك التوليفة من المصادر التي تحصل من خلالها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها، ويمكن تصنيف هذه المصادر إلى مجموعتين :

الفرع الأول - مصادر التمويل الداخلي:

نقصد بالتمويل الداخلي للمؤسسة مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى الخارج ، أي مصدرها ناتج عن دورة الاستغلال للمؤسسة ، و تتمثل أساسا في التمويل الذاتي .

1 - تعريف التمويل الذاتي

" يقصد بالتمويل الذاتي مقدرة المؤسسة على تمويل نفسها من مصادرها الداخلية دون اللجوء إلى المصادر الخارجية، و يعتبر هذا التمويل دليلا أساسيا على قدرة المؤسسة ماليا في حالة شح المصادر الخارجية خلال نشاطها ،

كما يعتبر كمعيار تستند عليه الأطراف الخارجية عند التعامل ماليا مع المؤسسة، فالبنوك مثلا تشترط

¹ هندي منير إبراهيم، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الطبعة السادسة الإسكندرية، 2003، ص 527 .

والتتمويل الذاتي أو الداخلي يتكون من الأموال المتراكمة من طرف المؤسسة انطلاقا من الأرباح التي حققتها

2- مصادر التمويل الذاتي : تتمثل في الأرباح المحتجزة - الإهلاكات - المؤونات .

أ- الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة أحد مصادر التمويل الذاتي التي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، وهي تمثل الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية التي لم يتم توزيعها على الملاك ولم يتم تجنيبه كاحتياطات للمؤسسة وتستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها، كما تستخدمها أيضا لإجراء إي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح أو يتم فيها تحقيق خسائر.¹

ب- الإهلاكات : حصة الإهلاكات لدورة هدفها إثبات تدهور قيمة عناصر الأصول و تعمل على تمويل تجديد معدات الإنتاج للمؤسسة، فهو عنصر للتمويل الذاتي للمؤسسة؛

ج- المؤونات :

قبل إدخال حصص المؤونات لا بد من الحذر، فلا تؤخذ إلا المؤونات التي لها طابع احتياطي، فالمؤونات الموجهة لمواجهة الخسائر أو التكاليف التي تستحق خلال فترة زمنية قصيرة يجب أن تبعد، لأن المؤسسة لا تكون الأموال بحوزتها إلا خلال فترة محددة و تمثل هذه المؤونات تحويل بسيط للتكاليف.

3 حساب التمويل الذاتي: يمكن حساب التمويل الذاتي للمؤسسة بجمع الإهلاكات السنوية و المؤونات التي تقوم بها المؤسسة على سبيل الاحتياط و الأرباح المحققة سنويا بعد أن تطرح منها الضرائب و الأرباح الموزعة²

التدفق النقدي الصافي = الأرباح + الإحتياطات + مخصصات الإهلاكات + مخصصات المؤونات
 قدرة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية قبل توزيع الأرباح + مخصصات الإهلاك + مؤونات ذات طابع احتياطي.

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة

¹ أندراوس عاطف وليم، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007، ص378

² محمد الزين خاف ربي، تقنيات المحاسبة، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، دار ابن رشد للنشر و التوزيع، الجزائر، 2001 / 2002، ص234 .

و بالتالي يلعب التمويل الذاتي دورا هاما في نمو المؤسسة، فيسمح بتطوير الأصول دون اللجوء إلى القروض الخارجية أي دون خلق مصاريف مالية مباشرة (الفوائد).

الفرع الثاني- مصادر التمويل الخارجية

بالإضافة إلى مصادر التمويل الداخلية الناتجة عن القدرة التمويلية الحاصلة عن نشاط المؤسسة تجد إمكانيات وخيارا خارجية تمكنها من سد فجوة التمويل ويمكن إبراز هذه البدائل فيما يلي:

1- الائتمان التجاري

يمكن تعريف الائتمان التجاري بأنه نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه المنشأة من لموردين ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية¹ وحتى يصبح الائتمان تجاريا فلا بد من توافر عدة شروط نذكر منها:²

- أن يكون هذا الائتمان قصير الأجل أي أنه يستحق خلال سنة؛

- أن يأخذ شكل بضاعة بهدف إعادة بيعها ؛

- عادة يكون هذا الائتمان بين منتج البضاعة وتاجر الجملة أو تاجر الجملة وتاجر التجزئة أو بين تاجر الجملة وتاجر التجزئة

2 - الائتمان المصرفي

هو ائتمان قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من البنك التجاري بهدف سد احتياجاتها الآنية وتمويل حاجاتها التشغيلية الطارئة.³

يقصد بالائتمان المصرفي القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المنشأة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري، وذلك من حيث درجة اعتماد المنشأة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل، ويتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المنشأة من الاستفادة من الخصم

كما يعتبر مصدرا مقبولا لتمويل الأصول الدائمة في المنشآت التي تعاني من صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر طويلة الأجل، يضاف إلى ذلك أنه أكثر مرونة من الائتمان التجاري، إذ يأتي في

¹ الصيرفي محمد ، ادارة المال وتحليل هيكله ،دار الفكر الجامعي - الاسكندرية - 2007 ص503

² زيادسليم رمضان ، أساسيات في الإدارة المالية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان 1996 ص125

³ الصيرفي محمد ،مرجع سبق الذكر ، ص 509

صورة نقدية وليس في صورة بضاعة غير أنه أقل مرونة من ناحية أخرى، ذلك أنه لا يتغير تلقائياً مع تغير حجم النشاط..¹

أشكال الائتمان المصرفي

تمنح القروض المصرفية لفترة لا تتجاوز العام، وقد تكون في شكل خط ائتمان أو ترتيبات خاصة بقرض واحد، والحالة الخاصة بخط الائتمان تعرف باتفاق لتدوير القرض بذلك قد يمتد مثل هذا النوع من الائتمان لمدة تتجاوز العام.²

أ- خط الائتمان

هو اتفاق بين المقرض والبنك، يتم بموجبه تحديد الحد الأقصى للائتمان الذي يمنح خلال أي فترة زمنية وفقاً لهذه الترتيبات، فإن البنك ليس ملزماً قانوناً بتوفير هذا الحد الأقصى للائتمان المتفق عليه. عادة ما يتم الاتفاق على خط الائتمان لمدة عام، بذلك يعاد النظر في هذا النوع من الائتمان سنوياً، ويتم تعديله على ضوء التغيير في ظروف المقرض.

يستخدم خط الائتمان عادة في حالة الاقتراض الموسمي، وفقاً لما يظهر من الميزانية النقدية للشركة من عجز يمكن تقدير الحد الأقصى للمبالغ التي يمكن اقتراضها، وهو ما يشكل الأساس في الترتيبات الخاصة بخط الائتمان.

ب - تدوير الائتمان

يعتبر تدوير الائتمان الشكل الرسمي لخط الائتمان حيث يتم الاقتراض مقابل أوراق القبض أو المخزون وبذلك تعتبر هذه الأصول بمثابة ضمان للقرض، وعادة ما تغطي هذه الترتيبات فترة تتجاوز العام، وبذلك يلتزم البنك بتوفير الائتمان للشركة في ظل بعض القيود، ومع ذلك نجد أن مستوى مديونية الشركة للبنك تتقلب وفقاً لحاجتها الائتمانية.

3- الأوراق التجارية

هذه الأوراق تقوم الشركات غير المالية، ببيعها عن طريق الوسطاء حيث يحصلون على نسبة معينة مقابل خدمات التسويق، وتباع الأوراق التجارية بخصم من القيمة الاسمية مقابل ذلك لا تحمل أي معدل فائدة اسمي. تستطيع الشركات القوية أن تحصل على التمويل القصير الأجل مقابل إصدار سندات قصيرة الأجل، لا تتجاوز مدة محددة.

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق الذكر ص 547

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2002 ص 417-422

تباع هذه السندات بواسطة الوسطاء ، تعرف باسم بيوت التعامل في الأوراق التجارية، أو قد تباع مباشرة إلى المستثمرين، تعتبر شركات التمويل المصدر الرئيسي لهذه الأوراق وتبيع بنفسها أكثر من ثلاثة أرباع¹

للأوراق التجارية مزايا وعيوب الاستخدام نذكر منها :²

أ- مزايا استخدام الأوراق التجارية :

- 1- لا تحتاج ضمانات لإصدارها .
- 2- سهولة الحصول على هذا النوع من التمويل .
- 3- انخفاض تكلفة هذا النوع من التمويل مقارنة مع الائتمان المصرفي والائتمان التجاري .
- 4- زيادة حجم المبلغ المقترض كنتيجة لتعدد المستثمرين الذين يقبلون على شراء السندات .
- 5- تعزيز مكانة المقترض الذي تنتج أوراقه المالية في السوق .
- 6- قصر المدة الممكن الحصول فيها على الأموال بواسطة الأوراق التجارية .

ب- عيوب استخدام الأوراق التجارية:

- 1- حساسية سوق الأوراق المالية وسرعة تأثره بالضروف .
- 2- يقتصر استعمال تلك الوسيلة على الشركات الكبيرة ذات المراكز المالية القوية .
- 3- عدم إمكانية الدفع السنوي .
- 4- وجوب دفع قيمة السندات لأصحابها في موعد استحقاقها .

4- القروض من الموردين

قد يمنح الموردون قروضا للمستثمرين بالإضافة إلى الائتمان التجاري، فقد يزود موزع الكوكاكولا الفندق بثلاجة كبيرة، طالما أن هذا الأخير يستمر في شراء نفس العلامة، رغم أن الفندق لم يحصل على نقدية، ولكن هذه الوسيلة توفر على الفندق استخدام نقدية لشراء الثلاجة.³

¹ المرجع السابق ذكره ص 422.

² الصيرفي محمد ، مرجع سبق ذكره ص 518

³ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره ، ص 421

أ- القروض بضمان

هي قروض مضمونة بضمان أحد الأصول ويسمى التمويل بضمان الأصل، فهي لضمان سداد الالتزام، فإذا لم يستطع المقرض الوفاء بالالتزام فإنه من حق المقرض الحجز على الأصل الضامن فإذا كانت القيمة البيعية للأصول الضامنة أكبر من الالتزامات للقروض المضمونة، فإن الفائض يوجه إلى سداد القروض غير المضمونة قبل دفع أي أموال إلى الأملاك.

إذا كانت الأصول المرهونة لا تكفي للوفاء بالالتزامات نحو الدائنين أصحاب القروض المضمونة، فإن هؤلاء الدائنين يشتركون مع الدائنين العاديين في تصفية الأصول الأخرى للحصول على باقي مستحقاتهم.

1) القروض بضمان الذمم وأوراق القبض

يمكن استخدام الذمم وأوراق القبض كضمان للقروض قصيرة الأجل سواء عن طريق الرهن أو الخصم، ففي ظل نظام الرهن يعتبر المقرض مالكا لأوراق القبض، بينما في نظام الرهن يعتبر المقرض مالكا لأوراق القبض، بينما في نظام الخصم تنتقل ملكية هذه الأوراق إلى بيوت الخصم، أو المؤسسات المالية.

2) رهن أوراق القبض:

قد ترهن المنظمة المقرضة كل أو جزء من حسابات الذمم إلى المقرض. فقد يضمن القرض مجموع الذمم وأوراق القبض.

إذا لم يتم دفع حسابات الذمم المرهونة، فإن المقرض يتحمل الخسارة، فقد تقضي إجراءات الاقتراض إلى تحديد حد معين للقروض بحيث يساوي نسبة معينة من مجموع الذمم.

تدور المفاوضات بين المقرض والمقرض على نسبة المبالغ التي يحصل عليها المقرض مقدما مقارنة بحجم الذمم المقدمة كرهن وعلى معدل الفائدة وأية أعباء مالية أخرى.

لتحديد المبالغ التي تمنح مقدما للمقرض برهن حسابات الذمم، يقدر المقرض مدى الانخفاض في حسابات الذمم المقدمة كرهن للقروض، فأى تقصير أو توقف في سداد أي من حسابات الذمم أو أي مردودات للبضاعة المباعة على الحساب، أو تخفيض في الأسعار بسبب انخفاض مستوى الجودة يؤدي بالتبعية إلى تخفيض حسابات الذمم، وعلى المقرض أن يدرس هذه الحسابات سواء مع المقرض أو

مع المكاتب المختصة في هذا النوع من الائتمان، ويدرس أيضا أعمار هذه الحسابات، وما تم في الماضي سواء بالنسبة للديون المدومة أو المردودات والمسموحات.

3) خصم أو بيع الذمم وأوراق القبض:

في ظل هذا النظام يتم بيع أوراق القبض ويتحمل بيت الخصم الأخطار المترتبة عن ذلك، نتيجة عدم إمكانية تحصيل أي من هذه الحسابات.

ففي حالة رهن الشركة لمثل هذه الأوراق، فإنها تظهر بقائمة المركز المالي كأصل مع تدوين ملاحظة بأن هناك جزء مرهونا تحت حساب قرض معين، بينما في حالة الخصم فإن أي من الأوراق التي تم خصمها (بيعيها)، لا تظهر بقائمة المركز المالي.¹

يتم الاتفاق عادة مع بيت الخصم لمدة عام ويجدد سنويا، ويتم هذا النوع على المبيعات الآجلة، ويذكر البائع على الفاتورة أنها مبيعة إلى بيت الخصم، ويتم دفع أي مدفوعات مباشرة إلى بيت الخصم ويرسل منها عدة صور إلى بيت الخصم، ويرسل الأصل إلى العميل.

4) التزامات بيت الخصم: وفقا للاتفاق بين بائع أوراق القبض وبيت الخصم يقوم هذا الأخير بمنح الائتمان وتحصيل حسابات البائع.

- يمسك الحسابات ويتحمل أي خسارة نتيجة الديون المدومة التي قد تحدث.

- يدفع بيت الخصم في تاريخ استحقاق الفاتورة المبلغ كاملا سواء تم تحصيل القيمة أم لا.

يمكن لبائع أوراق القبض والذمم أن يسحب من بيت الخصم من حساب الذمم المشتراة، وحتى تاريخ الاستحقاق، مما يعني أن البائع يحصل على قرض من بيت الخصم.

5- التمويل بضمان المخزون

يعني هذا النوع الحصول على التمويل برهن كل أو جزء من المخزون لصالح المقرض، وبذلك يحدد المقرض نسبة الأموال التي يقرضها بالمقارنة بالمخزون سواء بالنسبة للتكلفة أو القيمة السوقية وتكلفة هذه الأموال. يطلب المقرض هامش أمان للحماية من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للبضاعة موضع الرهن، وكذلك لتغطية أي تكلفة يتحملها إذا ما تقرر بيع هذه البضاعة، ويجب على العميل أن يأخذ في

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 423

حسابه أو لا المقدرة الافتراضية للمقترض، فالمقترض إذا لم يستطع سداد القرض في الظروف الطبيعية لا يتوقع له أن يحصل على قروض أخرى.¹

6- الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية أموال الملكية في المشروع حيث يتكون رأس مال الشركة المساهمة من عدة حصص متساوية تسمى بالأسهم، وتمثل الأسهم العادية المصدر الرئيسي للتمويل الدائم للمشروع خاصة في حالة الشركات التي تكون في أول مراحل التشغيل.

ويرجع ذلك إلى أن إصدار الأسهم لا يترتب عليه التزام المشروع بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم (كما هو الحال بالنسبة لأنواع التمويل الطويل الأجل الأخرى).²

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس. أما القيمة الدفترية فتتمثل في القيمة الاسمية مضافا إليها الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسوما على عدد الأسهم العادية المصدرة. وتتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الدفترية.

ويدرك المتعاملون في سوق رأس المال أنه لا القيمة الاسمية ولا القيمة الدفترية تمثل التقييم الحقيقي للسهم، ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي هي قيمته السوقية، التي تتوقف على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة لامتلاكه، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر.³

أ- يترتب على استخدام الأسهم العادية في التمويل جملة من الحقوق والالتزامات وهي:⁴

1- من الناحية الإيجابية تتمتع حقوق الملكية بالحصول على الأرباح المتوقعة مع حق الرقابة على الشركة؛

2- الجانب السلبي لحقوق الملكية تتمثل في تحمل الخسائر المحتملة، بالإضافة إلى الالتزامات القانونية

¹ المرجع السابق الذكر، ص 426

² محمد صالح الحناوي، د. نهال فريد مصطفى، د. رسمية ذكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000 ص 347.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، ج 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 13

⁴ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 455-457

نحو الغير وفقا للشكل القانوني للمشروع؛

3- من ناحية تقسيم الدخل والرقابة والمخاطر:

- أ- حملة الأسهم العادية هم المستفيدون من المتبقي من صافي الدخل للشركة؛
- ب- من خلال حق التصويت، حملة الأسهم العادية لهم حق الرقابة القانونية على الشركة؛
- ج- المخاطر التي يتحملها الملاك.

ب- مزايا استخدام الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة المصدرة للأسهم

- 1- لا توجد أي التزامات أو أعباء ثابتة على الشركة مثل الفوائد في حالة التمويل عن طريق القروض؛
- 2- ليس لها تاريخ استحقاق محدد؛
- 3- زيادة التمويل عن طريق هذا المصدر يؤدي إلى زيادة مقدرة الشركة على الاقتراض؛
- 4- يفضل المستثمرون التمويل بالأسهم العادية لأنه يحقق لهم معدل عائد أفضل، ويعتبر هذا المصدر وقاية من أثر التضخم في بعض الاستثمارات؛
- 5- الضريبة على الأرباح الرأسمالية من بيع الأسهم العادية أقل من معدل الفائدة على القروض.

ج- عيوب التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية من وجهة نظر الشركة المصدرة

- 1- يشمل بيع الأسهم العادية حق التصويت مما يضعف رقابة الملاك الحاليين على الشركة؛
- 2- إصدار أسهم جديدة يؤدي إلى المشاركة المتساوية لحملة الأسهم في الأرباح المتوقعة؛
- 3- تكلفة إصدار الأسهم الجديدة أعلى من تكلفة الاقتراض؛
- 4- إذا كانت الشركة تعتمد على التمويل بالملكية بدرجات عالية، أو تستخدم المديونية بنسبة صغيرة مما يعني أن التكلفة المتوسطة للأموال تكون كبيرة مما هو متوقع؛
- 5- لا تخصم التوزيعات من الضريبة (لا تحصل على أي إعفاءات ضريبية مثل الفوائد) كما هو الحال بالنسبة لمدفوعات الفوائد.

د- عيوب الأسهم العادية من وجهة نظر المستثمر للأسهم العادية مزاياها وعيوبها من وجهة نظر المستثمر الذي يقدم على شرائها وهي¹:

- 1- لا يجوز لحامل السهم أي المستثمر الرجوع على المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته، فإذا أراد التخلص منه فلا سبيل أمامه سوى عرضه للبيع في سوق رأس المال؛
- 2- في حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم، بل لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق؛
- 3- ليس من حقه المطالبة بنصيبه في الأرباح طالما لم تقرر المنشأة توزيعها.

و- مزايا الأسهم العادية من وجهة نظر المستثمر

- ومن ناحية أخرى يتمتع حامل السهم العادي ببعض الحقوق من بينها:
- 1- الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو بالتنازل أو بأي طريق آخر؛.
 - 2- الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها؛
 - 3- مسؤوليته محدودة بحصته في رأس المال؛
 - 4- له الحق في التصويت في الجمعية العمومية؛
 - 5- قد يحصل المستثمر على نصيبه من التوزيعات في صورة نقدية أو في صورة أسهم، وهو ما يطلق عليه بالأسهم المجانية؛
 - 6- يرتبط عدد الأسهم التي يمتلكها المستثمر بقدرته على التأثير في قرارات المنشأة من خلال حقه في التصويت على تلك القرارات

7- السندات:

إن السندات هي عبارة عن نوع من القروض طويلة الأجل التي تنقسم إلى عدة أجزاء متساوية القيمة يسمى كل منها سند.

تلتزم المنشأة بسداد الفائدة وأصل القرض في تواريخ معينة لحملة السندات، باعتبار السندات تمثل نوعاً من أنواع الاقتراض طويل الأجل الذي تحصل عليه المنشأة بموجب عقد معين ما بين أصحاب

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، ج2، مصدر سبق ذكره ص14

السندات والمنشأة، وذلك بضمان طرف ثالث يكون أحد البنوك الذي يراقب عملية الاتفاق ويمثل المقرضين، ويعمل على التأكد من التزام المنشأة بالاتفاق المبرم.¹

يترتب على استخدام السندات في التمويل جملة من الحقوق والعيوب وهي:²

أ - الحقوق التي تترتب على استخدام السندات في التمويل

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

2- لحملة السندات الحق الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم في حالة تصفية الشركة

3- تتصف السندات بانخفاض درجة المخاطرة التي يتحملها حائزها مقارنة بالمخاطر التي يتحملها حملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة

ب- العيوب التي تترتب على استخدام السندات في التمويل

1- ليس لحملة السندات الحق في حضور الجمعيات العمومية .

2- ليس لحملة السندات الحق في التصويت داخل الجمعيات العمومية .

3- ليس لحملة السندات الحق في التدخل في إدارة الشركة .

4- غالبا ما تكون فائد السندات ثابتة ، الأمر الذي يجعلها تتأثر سلبا بارتفاع معدلات التضخم مما يسبب خسائر لحملة السندات

8- الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة النوع الثاني من الأسهم التي تقوم الشركات المساهمة بإصدارها، وتسمى بهذا الاسم لان أصحاب الأسهم الممتازة يمتازون عن أصحاب الأسهم العادية بان لهم حق الأولوية في حالة توزيع الأرباح كما لهم أولوية الحصول على قيمة الأصول في حالة التصفية.³

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، رسمية ذكي قرياقص، مصدر سبق ذكره ص 350

² عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره، ص 380

³ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، رسمية ذكي قرياقص، مصدر سبق ذكره، ص 349

مزايا وعيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:¹

أ- مزايا التمويل عن طريق الأسهم الممتازة من وجهة نظر الجهة المصدرة

- 1- ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات في كل سنة تتحقق فيها أرباح، وأن هذه التوزيعات محدودة بمقدار معين يتمثل في نسبة معينة من القيمة الاسمية.
- 2- يترتب على استخدام هذا الأسهم الممتازة في التمويل زيادة العائد لحملة الأسهم العادية إذا كان أثر الرفع المالي موجبا ونسبة الرفع عاليا.
- 3- لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها المنشأة من مشاكل عويصة، وعليه فاستخدام هذا التمويل لا يضعف من رقابة حملة الأسهم العادية على الشركة.
- 4- الأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق محدد ولا يتطلب احتياطي استهلاك لهذه الأسهم، لذلك فهو أكثر مرونة بالمقارنة بالسندات.
- 5- لا يتطلب أصولا مرهونة كضمان لهذا التمويل كما يحدث في حالة التمويل بالقروض.

ب- عيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة من وجهة نظر الجهة المصدرة

- 1- ارتفاع تكلفة الأسهم الممتازة نسبيا، فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق نسبيا تكلفة الاقتراض أي أن معدل عائدها أعلى من العائد الخاص بالسندات.
- 2- لا تعطي التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة أي إعفاء ضريبي كما في حالة التمويل بالقروض.

ج - مزايا التمويل عن طريق الأسهم الممتازة من وجهة نظر المستثمر

- 1- تحقق الأسهم الممتازة للمستثمر معدل عائد شبه مستقر.
- 2- تعطي الأولوية في الحصول على القيمة عند التصفية مقارنة بحملة الأسهم العادية.

د- عيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة من وجهة نظر المستثمر

- 1- معدل العائد محدد مسبقا بصرف النظر عن صافي الدخل.

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 479

2- إن التقلب في سعر السهم الممتاز أكبر من التقلب في سعر السند، ولكن معدل العائد غالبا ما يكون أقل.

3- لا يوجد أي التزام قانوني لدفع العائد للسهم الممتاز.

9- التمويل بالاستئجار

يعرف الاستئجار بأنه عقد يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة بالاتفاق مع المالك جراء انتفاع المستأجر بمنافع وخدمات أصل من الأصول التي تعود للمالك لفترة محددة ونظريا فان الاستئجار يشبه الاقتراض إلى حد كبير وبالتالي يترتب عليه رفع مالي مثله مثل الاقتراض

1- أشكال التمويل بالاستئجار

يتخذ التمويل بالاستئجار أشكالا عديدة من أهمها: ¹

أ- البيع ثم الاستئجار

البيع وإعادة التأجير هو اتفاق بين منشأة وطرف آخر قد تكون شركة تأمين أو مؤسسة مالية أخرى أو شركة تأجير مستقلة، وبمقتضى الاتفاق تقوم المنشأة ببيع أصل تملكه إلى الطرف الآخر على أن يقوم هذا الطرف بإعادة تأجير الأصل مرة أخرى إلى المنشأة، وحصيلة ذلك الاتفاق هو حصول المنشأة على قيمة الأصل لاستثماره في مجال آخر، بينما يبقى الأصل في حوزتها للانتفاع به خلال فترة التأجير. ومن خصائصه:

1- أن البائع وهو في ذات الوقت المستأجر يحصل على قيمة الأصل المباع، ولكنه يحتفظ بحق الانتفاع بذات الأصل أي الاحتفاظ به بغرض الاستخدام.

2- مقابل حق الانتفاع أو الاستخدام بدفع أقساط التأجير بحيث تغطي هذه الأقساط ثمن شراء هذا الأصل بالإضافة إلى العائد الذي يرغب المؤجر في الحصول عليه.

ب- الاستئجار التشغيلي

يسمى باستئجار الخدمة، ويمثل هذا النوع من التأجير مصدر تمويل للمستأجر إذ يزوده بالأصل المطلوب دون حاجة إلى شرائه، كما يؤمن له خدمة الصيانة التي عادة ما تأخذ تكلفتها في الحساب عند تقدير قيمة دفعات الإيجار مثل تأجير السيارات والحاسوب. ويتولى المؤجر عادة صيانة وخدمة

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 520

الجهاز. ومن مميزاته أيضا أن دفعات الإيجار لا تكفي لتغطية التكلفة الكلية للأصل، ويرجع هذا إلى أن عقد الإيجار لا يمتد لنهاية العمر الافتراضي للأصل.

وعادة ما يتضمن عقد الإيجار التشغيلي شرط الإلغاء الذي يعطي الحق لمستأجر الأصل إلغاء عقد الإيجار في أي وقت يشاء، وتبدو أهمية هذه الميزة إذا ما تقادم الأصل بسبب تقدم تكنولوجيا، أو إذا لم تعد للمنشأة حاجة به.

ج- الاستئجار التمويلي

لا يشمل هذا النوع من الاستئجار خدمات الصيانة، كما لا يمكن إلغاؤه قبل المدة المتفق عليها، ويتصف هذا النوع بما يلي:

- 1- يغطي المؤجر كامل تكلفته مضافا إلى ذلك معدل عائد مناسب.
- 2- يمكن حصر الفروق بين الاستئجار التمويلي والبيع ثم إعادة الاستئجار فيما يلي:
 - بالنسبة للاستئجار التمويلي يقوم المؤجر بشراء أصل جديد من المنتج وهو الذي يدفع ثمن شراء الأصل وليس الاستئجار وبذلك يضمن المستأجر الحصول على أصل جديد ممول من قبل المؤجر.
 - البيع ثم إعادة الاستئجار هو نوع من الاستئجار التمويلي.
- 3- مدفوعات الاستئجار السنوية تعطي إعفاء ضريبي للمستأجر لذلك يشترط ما يلي:
- 4 - لا يتجاوز عقد الاستئجار مدة معينة.
- 5- أن تعطي مدفوعات الاستئجار معدل عائد مناسب للمؤجر.
- 6- من حق المستأجر الحصول أفضل جهاز، وعليه فله الخيار في تجديد العقد أو عدم تجديده.
- 7- أي خيار للشراء يعكس الأسعار المنافسة للمستأجر.

(2) - مزايا وعيوب الاستئجار

للتمويل بالاستئجار عدة مزايا وعيوب نذكر منها :¹

أ- المزايا:

- 1- إمكانية نقل أعباء تقادم الآلات المستأجرة على المنتج يتمكن المستأجر عندما تتوافر الآلات أكثر كفاءة من انهيار عقد الإيجار .

¹ الصيرفي محمد، مرجع سبق ذكره ص536

- 2- في حالة إفلاس المستأجر فإن الخطر الذي المؤجر هو فقدان القسط السنوي، أما في حالة المصالحة فإن خسارة تكون بحدود بضعة أقساط . - تعد الأقساط التي تدفعها المنظمة لقاء استعمال نمط من الأصول المستأجرة بمثابة مصاريف تخفض من الأرباح الخاضعة للضريبة .
- 3- عندما يتيح عقد الإيجار شراء الآلة بعد معدد من السنين فإن المستأجر يكون في وضع يسمح له بتحديد طاقتها الإنتاجية قبل شرائها .
- 4- عدم ظهور عملية الاستئجار الأصول الثابتة في الميزانية يؤدي إلى تحسن ملحوظ في بعض نتائج النسب المالية .
- 5- إمكانية استخدام الأموال المتوفرة في تمويل رأس المال لا سيما عندما تكون إمكانية المشروع المالية محدودة وحاجته لأموال كبيرة .
- ب- العيوب :**

- 1- أن عقد الإيجار يكون لفترة زمنية محددة فعندما تنتهي هذه الفترة يكون على المستأجر إعادة الأصل المؤجر إلى المؤجر إذا أراد تجديد هذا العقد فربما يكون بشروط جديدة .
- 2- أن أعباء الفوائد التي تتحملها المؤسسة في حالة الاستئجار يكون أكبر من حجم فوائد القروض .

المطلب الثالث : تكلفة مصادر التمويل

إن القرار المالي الذي يتخذه المدير المالي المتعلق بتمويل أي جانب من جوانب النشاط الذي يقوم به المشروع يجب أن يأخذ بعين الاعتبار جانبيين أساسيين هما :

- 1- العائد المتوقع تحقيقه جراء استخدام هذه الأموال (استثمار الأموال في نشاط المشروع)
- 2- تكلفة الأموال المراد الحصول عليها .

الفرع الأول: مفهوم تكلفة الأموال

1- **تكلفة الأموال** يمكن القول بأن تكلفة رأس المال هي :

"عبارة عن الحد الأدنى من العائد الذي ينبغي تحقيقه من استثمار الأموال المتاحة " ¹.

¹ . السامرائي . عدنان هاشم - الإدارة المالية ، دار زهران للنشر والتوزيع. بغداد (1997) . ص 244

الفرع الثاني : خطوات حساب تكلفة الأموال

- بالنسبة لتقدير تكلفة الأموال فإن الإدارة المالية تتبع الخطوات التالية :
- . تحديد أنواع الأموال أي مصادر التمويل التي ستستخدم لتحقيق هيكل مالي متوازن بأخذ بعين الاعتبار رأس المال وحق الملكية وجهات التمويل الخارجي .
- . يتم احتساب وتحديد تكلفة كل مصدر من هذه المصادر ويتم إظهارها بشكل معدل وذلك لأنه سيتم مقارنته بمعدلات العائد وحساب القيم الحالية التي تقوم على أساس صافي التدفقات النقدية بعد دفع الضرائب .
- . استخدام أسلوب الترجيح بالأوزان لتكلفة كل مصدر من مصادر الأموال بحيث نحصل على متوسط مجموع الأوزان المرجحة لتكلفة كل المصادر المستخدمة بحيث تكون المحصلة النهائية تكلفة مرجحة للأموال التي ستستثمر .

الخطوة الأولى : تحديد مصادر التمويل

وهناك عدة مصادر للتمويل يمكن تصنيفها في ثلاث مجموعات:¹

أ - مصادر التمويل قصيرة الأجل :

- قروض مصرفية قصيرة الأجل (الائتمان المصرفي)

- الموردين (الائتمان التجاري أو القروض التجارية)

ب - مصادر التمويل طويل الأجل:

رأس المال الخاص:

- إصدار الأسهم العادية

- إصدار الأسهم الممتازة

- الأرباح المحتجزة و الاحتياطات و المؤن و الاستهلاك

- القروض المتوسطة و الطويلة الأجل :

- السندات

- قروض مصرفية متوسطة وطويلة الأجل

¹ العمار . رضوان وليد - أساسيات في الإدارة المالية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة. الأردن عمان . (1997) ، ص 152.

ج- التمويل الذاتي :

وتدخل ضمن المصادر الطويلة الأجل كالأستهلاك و الأرباح المحتجزة و التي تشكل العائد المعاد استثماره .

و باختصار يمكن حصر مصادر التمويل بثلاث مصادر أساسية هي :
أموال الملكية - الاقتراض (الديون) - التمويل الذاتي

الخطوة الثانية : حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل

1- تكلفة الاقتراض (القروض القصيرة الأجل و المتوسطة الأجل) عند حساب تكلفة الاقتراض

يجب التمييز بين التكلفة الظاهرة للقروض و التكلفة الحقيقية كما يلي:¹

- التكلفة الظاهرة : وهي عبارة عن المعدل الذي يحقق المساواة بين المبلغ المقرض من جهة القيمة الحالية للفوائد السنوية + القيمة الحالية للمبلغ الأساسي للقروض و المسدد في نهاية المدة
المبلغ المقرض = القيمة الحالية للفوائد + القيمة الحالية للقروض الواجب تسديده في نهاية المدة
وهذا التعريف ينطبق مع المبدأ القائل بأن المستثمر لا يقبل توظيف أمواله إلا إذا توخى الحصول على ربح لقاء عملية الاستثمار و تعويض الأخطار التي سيتعرض لها.

- التكلفة الحقيقية : وتعرف بأنها عبارة عن التكلفة الحقيقية التي تحملها المنشأة فعلاً بعد الاستفادة من الوفر المحقق من تطبيق الضريبة على الأرباح وذلك على اعتبار أن القانون الضريبي يعتبر الفوائد التي تدفعها المنشأة لقاء الأموال المقرضة تكلفة وهي معفاة من الضرائب وإذا رمزنا:

ك = التكلفة الحقيقية

ف = معدل الفائدة

ض = معدل الضريبة

د = مبلغ القرض

فإنه يمكن حساب التكلفة الحقيقية للقرض حسب القانون التالي :

$$ك = ف (1 - ض)$$

2- القروض من الموردين (الائتمان التجاري)

ويعرف بأنه الائتمان التجاري الذي يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم الأخير بشراء بضائع

¹ العمار . رضوان وليد - مرجع سبق ذكره - ص 159 + 160

بغرض إعادة بيعها ولحساب تكلفة هذا المصدر لابد من معرفة عدة نقاط:¹

1- صافي فترة الائتمان: حيث غالبا ما ينص على هذه الفترة فقد يذكر صافي 30 يوم 40 يوم أو أكثر فعند ما تبدأ فترة الائتمان يتطلب الأمر سداد المبلغ بالكامل خلال الفترة لصافية المذكورة

2- الخصم النقدي: قد تتضمن شروط الائتمان الممنوحة للمنشأة الصيغة التالية (3/ 10 ، ن / 30) وهذا يعني اذا تم دفع الكميالة خلال (10) أيام من تاريخ تحرير الفاتورة يحصل المشتري على خصم نقدي(3%) من قيمة الفاتورة وإذا لم يتم الدفع خلال فترة التمتع بالخصم النقدي يدفع المبلغ كاملا خلال (30) يوم .

3 تكلفة الأسهم العادية

ويمكن دراسة تكلفة الأسهم العادية بطريقتين مختلفتين :

الطريقة الأولى : تحديد تكلفة الأسهم العادية بطريقة دلائل عائدات السهم (حالة توزيع الأرباح بكاملها على المساهمين) وتعتمد هذه الطريقة في حساب تكلفة رأس المال الخاص المتحصل عن طريق بيع الأسهم العادية على أن تكلفة السهم العادي تعادل معدل الربح للسهم الواحد والتي تحسب على أساس نسبة أرباح السهم الواحد الحالية إلى القيمة الصافية للسهم وذلك كما يلي:²

$$\text{معدل العائد للسهم الواحد (تكلفة السهم)} = \frac{\text{الأرباح الحالية للسهم الواحد}}{\text{قيمة السهم}}$$

يمكن حساب تكلفة الأسهم العادية بتطبيق القانون التالي :

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الربح المتوقع للسهم الواحد}}{\text{قيمة السهم بعد الإصدار}}$$

¹ حنفي عبد الغفار، الإدارة المالية المعاصرة، مدخل اتخاذ القرارات مرجع سبق الذكر ، ص 544،545

² العمار، رضوان وليد، مرجع سبق ذكره ص154

الأرباح المتوقعة للأسهم الجديدة

$$\frac{\text{الربح المتوقع للسهم الواحد}}{\text{عدد الأسهم الجديدة}} =$$

الطريقة الثانية: تحديد تكلفة الأسهم العادية بدلالة عائدات السهم العادي و الأرباح المحتجزة (حالة توزيع قسم من الأرباح واحتجاز القسم الآخر)

وتعتمد هذه الطريقة على العلاقة بين تكلفة السهم العادية بكمية الأرباح الموزعة على المساهمين وبكمية الأرباح المحتجزة وبما أن الأرباح المحتجزة سيعاد استثمارها من جديد في الشركة فأنها ستزيد قيمة المنشأة ومعدل ربحيتها أي أنه في كل عام ستعمل هذه الأرباح على زيادة معدل النمو في المنشأة .

ويمكن حساب تكلفة السهم العادية وفق هذه الطريقة كما يلي¹:

بفرض م = معدل النمو

ك = تكلفة السهم العادية

ق = قيمة السهم

ر = أرباح السهم

فأن:

$$ك = \frac{ر}{ق} + م$$

¹ العمار كارضوان وليد كمرجع سبق ذكره كص 156

4- تكلفة الأسهم الممتازة :

وبما أن الشركة تدفع لحملة الأسهم الممتازة معدل ربح معين ثابت نسبياً لذلك عند حساب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة يجب المقارنة بين هذه الأرباح التي ستدفعها الشركة لحملة الأسهم وبين المبالغ التي ستحصل عليها الشركة من حملة الأسهم ثمناً لها وبالتالي فإن:¹

حصّة السهم الواحد من الأرباح

تكلفة الأسهم الممتازة =

صافي سعر السهم

5 السندات

تعتبر السندات نوع من أنواع القروض الطويلة الأجل يصدرها المشروع بهدف الحصول على أموال لتمويل النفقات الاستثمارية والتشغيلية إذاً هي عبارة عن التزام مالي على المشروع سداد قيمته في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه².

وتعتبر السندات من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالية لذلك يتخذ السند القيم التالية :³
القيمة الاسمية : وهو سعر الإصدار الذي يكون موحداً.

القيمة السوقية : تتغير قيمة السند أثناء التداول في السوق المالي ارتفاعاً أو هبوطاً بحسب التغير في أسعار الفائدة المصرفية والأسهم .

حيث هناك علاقة تبادلية بين القيمة السوقية للسند وأسعار الفائدة المصرفية فإذا ارتفعت أسعار الفائدة بشكل يزيد عن سعر الفائدة على السند تتجه القيمة السوقية للسند نحو الانخفاض لأن حملة السندات يميلون إلى بيع ما لديهم وإيداع أموالهم في البنوك للحصول على ربح أكبر وإذا انخفضت أسعار الفائدة المصرفية ترتفع القيمة السوقية للسند ويزيد الإقبال على شرائه للحصول على فائدة أعلى وبالتالي تحقيق أرباح إضافية.

¹ - كراجه عبد الحليم ، الأخرس - عاطف ، شقير - فائق - الإدارة المالية بين النظرية و التطبيق، دار الأمل للنشر والتوزيع .الأردن أريد. (1990) ص135

² السامرائي عدنان هاشم مرجع سبق ذكره ص291

³ عباس علي ، الإدارة المالية ، مؤسسة زهران للطباعة والنشر والتوزيع ، الأردن ، (1994) ص.227

ويمكن إجمال تكلفة السندات في الآتي:¹

1. الفائدة السنوية على السندات وتكون بمعدل ثابت على قيمة السندات الاسمية .
 2. مصاريف وعمولة إصدار السندات.
 3. عمولة توزيع السندات.
 4. خصم إصدار السندات أي إصدار السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية .
- ويمكن احتساب تكلفة التمويل للسند الواحد كما يلي :

إجمالي التكلفة السنوية للسند

تكلفة التمويل للسند الواحد = _____

متوسط الاستثمار للسند

* إجمالي التكلفة للسند الواحد = الفائدة السنوية على السند + نصيب السند من عمولة الإصدار بعد توزيعها على سنوات السند.

قيمة السند الاسمية + القيمة التي يصدرها

* متوسط الاستثمار للسند = _____

2

6- الأرصدة التعويضية

عند الاقتراض من البنك غالبا ما يطلب البنك من المقترض الاحتفاظ بأرصدة نقدية بنسبة معينة من القرض وتسمى هذه الأرصدة بالأرصدة التعويضية وهذا الاجراء يزيد من تكلفة الاقتراض²

¹ كراجه # عبد الحليم ، الأخرس - عاطف ، ك. شقير - فائق ، مرجع سبق ذكره ص 115 + 116

² .حنفي عبد الغفار ، مرجع سبق الذكر ، ص 252

تكلفة التمويل الذاتي :

1. تكلفة الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة من أسهل مصادر التمويل وتكلفتها تماثل تكلفة الفرصة البديلة لهذه الأموال لأنه لو لم يتم حجزها لوزعت على المساهمين الذين بدورهم سيقومون باستثمارها بأفضل البدائل إذاً نحن بحجز هذه الأرباح أضعنا على المستثمر فرص استثمارها بأحد البدائل المتاحة لذلك فإن تكلفتها تكون مساوية للإيراد المفقود والذي كان من الممكن أن يحصل عليه حامل السهم لو قام باستثمار هذه الأرباح فيما إذا وزعت ومن المعروف أن الفرص المتاحة أمام حامل السهم كلها ستكون مقاربة لتكلفة السهم لأنه لو أتاحت له فرصة أفضل من الأسهم لقام على الفور ببيع هذه الأسهم لذلك تحسب تكلفة الأرباح المحتجزة بنفس طريقة الأسهم العادية:¹

الربح المتوقع لكل سهم

تكلفة الأرباح المحتجزة = $\frac{\text{الربح المتوقع لكل سهم}}{\text{سعر البيع للسهم}}$ + معدل النمو

سعر البيع للسهم

وفي حال وجود ضرائب يتم ضرب تكلفة التمويل في (1 - معدل الضرائب)

2. تكلفة مخصصات الإهلاك :

اختلفت الآراء فيما يتعلق بتكلفة مخصصات الاستهلاك فيرى البعض أن هذه المخصصات هي عبارة عن إعادة التكوين التدريجي للأصول الثابتة والمحافظة على الطاقة الإنتاجية والإرادية للشركة وليس لتمويل الاستثمارات التوسعية وبالتالي لا تكلفة لها لأنها لا تدخل في تكلفة حقوق الملكية .

ويرى البعض الآخر أن مخصصات الاستهلاك كغيرها من الأموال الأخرى التي تحتجزها الشركة لها تكلفة تناظر تكلفة الفرصة البديلة.²

¹ كراجة عبد الطيم , الأخرس عاطف , شقير فائق ، مرجع سبق ذكره ، ص 139

² .حنفي عبد الغفار، مرجع سبق ذكره ، ص 429

بما أن كل استثمار يمكن أن يكون ممولا عن طريق عدة مصادر للتمويل و بما أن لكل مصدر من هذه المصادر تكلفة خاصة فإنه من الضروري حساب تكلفة رأس المال المخصص لتمويل استثمار ما . وتكلفة جملة رأس المال يجب أن تساوي متوسط التكلفة لعناصر التمويل المختلفة وبالتالي على المدير المالي أن يقوم بحساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال واستخدامها كمقياس لمعرفة ربحية الاستثمار ويتم ذلك كما يلي¹:

1- حصر مصادر التمويل .

2- تحديد الأهمية النسبية لكل مصدر بالمقارنة بإجمالي التمويل أي وزن أو نسبة كل مصدر

3- تضرب النسبة في التكلفة المناظرة نحصل على التكلفة المرجحة لكل مصدر

4- ثم نجمع التكاليف المرجحة لمصادر التمويل نحصل على التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال

والتي تستخدم كمعيار للمفاضلة .

هناك طريقتان لحساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال

الطريقة الأولى: الجدول رقم (1-1): طريقة حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للمؤسسة

المصدر (1)	المبلغ (2)	النسبة المئوية (3)	تكلفة العنصر (4)	التكلفة المرجحة (5)
		250000		(4) * (3) = (5)
الديون	250000	25%	4.5%	1.125%
		1000000		
أسهم ممتازة	150000	15%	9%	1.35%
أسهم عادية	500000	50%	13%	6.5%
أرباح محتجزة	100000	10%	15%	1.5%
	1000000	100%		10.475%

المصدر: العمار - رضوان وليد، مرجع سبق ذكره، ص 166

¹ العمار رضوان وليد، مرجع سبق ذكره، ص 166

إذاً التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال = 10.475%

الطريقة الثانية:

ت حسب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال وفق القانون التالي :

(ديون * التكلفة) + (أسهم ممتازة * التكلفة) + (أسهم عادية * التكلفة) + (تكلفة الأرباح المحتجزة)

التكلفة المرجحة =

ديون + أسهم ممتازة + أسهم عادية + أرباح محتجزة

المطلب الرابع : محددات الهيكل التمويلي

تمثل المتغيرات الآتية أهم المحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليها المؤسسة في اعتمادها على القروض في التمويل:

الفرع الأول: المحددات الداخلية

وهي المحددات التي تكون تحت سيطرة المؤسسة وتكون ناشئة من المحيط الداخلي لها ونذكر منها:

1- هيكل الأصول (الضمانات): يشير (Mayers & Majluf, 1984) إلى أن المؤسسة التي تمتلك

أصولاً يمكن تقديمها كضمان للمقرضين يكون لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال

المقترضة، أي أن هنالك علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين¹

2- درجة التخصص specialization degree:

يشير (Titman & Wessels, 1988) أنه كلما اتجهت المؤسسة نحو التخصص ارتفعت تكلفة

الإفلاس، وذلك بالمقارنة مع مؤسسات أخرى مماثلة تتبع سياسة التنوع فيصبح من المتوقع أن تميل

¹Myers, S. C., & N. Majluf, Corporate financing & Investment decisions when firms have information that Investors do not have, *Journal of Financial Economics* (vol. 13): p187, 1984.

المؤسسات التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض لتخفيض درجة المخاطرة في هيكل رأس المال.¹

3- السيولة liquidity:

تُعَبَّرُ السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل المتوقعة منها، وغير المتوقعة وذلك من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى "سيولة المؤسسة"، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية؛ أي من خلال تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسارة لها "سيولة الأصل".²

4- حجم المؤسسة

أشارت عدة دراسات إلى أن حجم المؤسسة له تأثير على نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي وقد قدمت هذه الدراسات عدة أسباب لوجود علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة و الاستدانة ، أولها أن احتمالات الإفلاس تنخفض في المؤسسات ذات الحجم الكبير ، كما أن المؤسسات الكبيرة تملك الإمكانية أكثر في اللجوء إلى أسواق المال وتستطيع الاقتراض بشروط أيسر .³

الفرع الثاني : المحددات الخارجية

وهي المحددات التي تنتج عن المحيط الخارجي الذي تنشط فيه المؤسسة وهي خارجة عن سيطرتها ولا يمكنها التحكم فيها ونذكر منها :

1- التشريعات الضريبية والإعفاءات والوفورات:

تُعدُّ فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثارا إيجابية على قيمة المؤسسة، ونظرًا للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة والوفورات الضريبية فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المنشأة التي لها ضريبة على الدخل بمعدل مرتفع إلى الاعتماد بدرجة كبيرة من الأموال المقترضة.⁴

¹ Titman, & R. Wessels. The determinants of capital structure choice. *Journal of finance* (March): pp1 - 19, 1988.

² عقل، مفلح، مقدمة في الإدارة المالية، عمان، البنك العربي، 1995م، ص395.

³ بن ساسي إلياس، قرشي يوسف، الإدارة المالية - دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2006، ص408

⁴ Modigliani, F., & M. Miller The cost of capital, Corporation finance, & the theory of investment. *American economic review*, (june): p592, 1958.

2- أحوال وظروف سوق رأس المال

تخضع ظروف سوق الأسهم والسندات لتغيرات طويلة وقصيرة الأجل بشكل يؤثر على الهيكل المالي المقترح للمؤسسة ، إذ أن ارتفاع أسعار الفائدة السوقية وانخفاض الأسعار السوقية للأسهم والسندات قد لا يشجع المؤسسة إلى اللجوء إلى سوق الأوراق المالية للحصول على احتياجاتها التمويلية.¹

المبحث الثاني : آليات اختيار هيكل التمويل

في ظل البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة ، عليها إتباع عدة مناهج تضمن لها الاختيار الملائم لمصادر تمويلها الأقل تكلفة، كما أن هناك عدة اعتبارات على المؤسسة مراعاتها لضمان هيكل تمويلي متوازن. وعليها النظر إلى المحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليها المؤسسة في اعتمادها على القروض في التمويل. بعد أن تقوم المؤسسة بتقدير احتياجاتها التمويلية الطويلة والقصيرة الأجل، تحصر مصادر تمويلها المتاحة بعدها تقوم بعملية المفاضلة بينها بناء على عدة معايير، وكل هذا من أجل الوصول إلى الهيكل المالي المناسب والذي يتماشى والسياسة التمويلية للمؤسسة .

المطلب الأول : المناهج التي تستخدم في تحديد هيكل تمويل مناسب

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

الفرع الأول : منهج التوازن

ويهدف هذا المنهج إلى استمرار هيكل التمويل في حالة توازن ومرونة مالية . وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة . وهي أن هناك عائد متوقع تحقيقه وحالة معينة للطلب و العرض على الأموال في السوق المالي تتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة ثم القيام باختيار البديل أو المزيج التمويلي والذي يصاحبه اقل تكلفة تمويل وأفضل حالة لتحقيق هذا التوازن لعناصر هيكل التمويل و يتضح أن هذا المنهج يقوم أساسا على حساب تكلفة الأموال واختيار المزيج التمويلي الذي يقللها إلى أدنى حد ممكن .

¹ أندراوس عاطف وليم ، مرجع سابق الذكر ص406

² محمد عثمان إسماعيل عن أساسيات التمويل الإداري واتخاذ القرارات الاستثمارية القاهرة. دار النهضة العربية . ص659

الفرع الثاني : منهج التوازن المقارن

ويفترض هذا المنهج وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة إلى تكلفة الأموال . ولذلك يتم وضع أكثر من خطة مالية تحتوي على مزيج تمويلي وتحديد أكثر من خطة على تكلفة الأموال و الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب على توازن عناصر هيكل التمويل و بالمقارنة بين هذه الخطط يمكن اختيار المزيج التمويلي المناسب للمشروع

الفرع الثالث: منهج التوازن الحركي الديناميكي

يفترض هذا المنهج وجود متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي المناسب وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال ويتأثران في نفس الوقت بقيود البيئة الداخلية للمشروع و البيئة الخارجية المحيطة به وبمدة الائتمان ومدى توفر المعلومات عن ذلك ووجود سياسة مالية واضحة على أن يتم اتخاذ القرار المالي في ضوء قيود التكلفة و المركز الائتماني للمشروع ومجال استخدام الأموال والقرارات المالية التي اتخذت في الماضي وفي ضوء العمليات الإنتاجية والتسويقية ودرجة استغلال الأصول والموارد الإنتاجية لان ذلك يؤدي إلى اختيار المزيج التمويلي الذي يتصف بالمرونة والفعالية في تحقيق التوازن من عناصر هيكل التمويل مع كل تغير في حجم أعمال المشروع

المطلب الثاني : الاعتبارات المتحكمة في الهيكل المالي

يرى البعض إن هناك عدة عوامل يمكن من خلالها تحديد أنواع الأموال المستخدمة في التمويل يمكن حصرها فيما يلي: ¹

الفرع الأول : الملائمة

يركز عامل الملائمة على ضرورة وأهمية الوصول إلى التوازن الأمثل بين كلا من جانبي الأصول والخصوم أو الاستخدامات والمصادر .حيث أن لذلك التوازن اثر مباشرا على تحقيق هدفي السيولة والربحية للمنشأة وذلك على اعتبار أن كلا من استخدامات الأموال ومصادرها تنقسم داخليا من حيث التوقيت الزمني إلى طويل الأجل وقصير الأجل تتمثل في الأصول المتداولة .ومن جهة أخرى فان مصادر الأموال تنقسم إلى مصادر طويلة الأجل والتي تتمثل في مكونات هيكل راس المال بالمعنى الذي سبق التعرض له وهي الأموال المملوكة والأسهم الممتازة والقروض طويلة الأجل . وان المصادر قصيرة الأجل تتمثل في القروض قصيرة الأجل والموردون والدائنون ...

¹ المرسي جمال الدين ، أحمد عبد الله اللحح الإدارة المالية - مدخل اتخاذ القرارات، الإسكندرية -الدار الجامعية 2007،ص 250

وهناك اتفاق على أن الاستخدامات قصيرة الأجل و التي تتمثل في الأصول المتداولة ليست بكاملها استخدامات قصيرة الأجل ولكن هناك جزء منها يمكن أن يطلق عليه رأس المال الكامل الدائم ،والذي يعني ذلك القدر من الأموال اللازم لإنتاج السلع و الخدمات الضرورية للإشباع الطلب في أدنى نقطة له.

الفرع الثاني :المرونة

يشير هذا العامل إلى المقدرة على تعديل مصادر الأموال إلى أعلى أو إلى أسفل متبعا للتغيرات الرئيسية في حاجة إلى الأموال و الهدف من المرونة المالية هي قدرة الإدارة على مقابلة الاحتياجات المالية و الإعداد للاحتياجات المستقبلية بشكل فعال و يرى البعض أن مصادر التمويل قصيرة الأجل تنتج للإدارة قدرا أكبر من المرونة في مواجهة المواقف المختلفة فهي تسمح للإدارة بإمكان مواجهة التقلبات الموسمية في الأصول المتداولة .

ويلاحظ في هذا المجال أن المرونة المقصودة هنا هي تلك التي تمكن المنشأة من إدخال التعديلات اللازمة في هيكلها التمويلي ليتماشى مع المتغيرات الجديدة دون أن تتعرض المنشأة إلى الاضطراب وزيادة التكاليف ، وعليه فالمرونة تحقق للمنشأة عدة إمتيازات حين تلجأ إلى الاقتراض وذلك لتوفير العديد من البدائل من مصادر الاقتراض مما يزيد من قدرتها التساومية سواء في مجال الحاجة إلى أموال إضافية لأغراض التوسع ،أو في مجال التخلص من قدر الأموال العاطلة في أوقات الانكماش .

الفرع الثالث : اعتبار التوقيت

يشير هذا العامل إلى أهمية حصول المنشأة على مصادر الأموال اللازمة لها في توقيت يناسبها من حيث التكلفة و شروط الاقتراض ، حيث أن سعر الفائدة والذي يمثل تكلفة الحصول على الأموال سيحدد بتلقي قوى العرض والطلب على النقود وهنا يشير عامل التوقيت إلى ضرورة الحصول على الأموال اللازمة في أوقات انخفاض سعر الفائدة السائد في السوق وتوفير نوعيات الأموال المطلوبة في الأسواق المالية والنقدية ،حيث أن ذلك يحقق وفوران لها أهميتها بالنسبة للمنشات ، ويجب النظر إلى اعتبار التوقيت على انه اعتبار قليل الأهمية بالنسبة للعوامل الأخرى ، حيث أن التوقيت لا يرتبط فقط بعرض الأموال ،ولكن يرتبط بدرجة اكبر بالطلب عليها من جانب المنشات ،حيث انه من الممكن إن تتوافر الأموال في الأسواق المالية وبتكلفة منخفضة وفي نفس الوقت تكون المنشات في غير حاجة إليها أو حفاضا على توازن هيكلها التمويلي ، ومن ناحية أخرى قد تكون الأموال متاحة بتكلفة مرتفعة ولكن حاجة المنشات إليها تبرر استخدامها

الفرع الرابع: اعتبار السيطرة والإدارة

يشير هذا العامل إلى رغبة الملاك الحاليين حملة الأسهم العادية في الحصول على الأموال الإضافية المطلوبة عن طريق الاقتراض أو إصدار أسهم ممتازة، لأن الدائنين و الملاك الممتازين ليس لهم الحق في المشاركة في الإدارة طالما أن المنشأة تفي بالتزاماتها الثابتة تجاههم، وبذلك فإن سيطرة الملاك الحاليين على الإدارة ستبقى كما هي وهذا إذا كان الهدف الرئيسي للملاك هو المحافظة على السيطرة وعدم الرغبة في توسيع قاعدة الملكية، ولكن تعارض عامل السيطرة مع عامل الأمان قد يجعل المنشأة تتخلى عن التمسك بهذا العامل حيث أن المنشأة لو توسعت في الاقتراض إلى حد عجزها عن الوفاء بالتزاماتها الثابتة المرتبطة بالدين أو سداد أصل الدين فإن ذلك يصل بالمنشأة إلى الإفلاس .

المطلب الثالث: معايير المفاضلة بين مصادر التمويل

أمام متخذ القرار التمويلي مجموعة متنوعة من مصادر التمويل المتاحة، وكي يتمكن من اختيار التوليفة المناسبة يلجأ إلى المعايير المالية الكمية التي تمكنه من المفاضلة بينها. وسنقتصر في دراستنا هذه معيارين هما: المردودية المالية وأثر الرافعة المالية وتكلفة مصادر التمويل .

الفرع الأول: معيار المردودية المالية وأثر الرافعة المالية :

1- تعريف المردودية: تعرف على أنها الثمرة التي تجنيها المؤسسة من عدد كبير من القرارات والسياسات التي تنفذها ¹.

2- المردودية الاقتصادية والمردودية المالية :

أ- المردودية الاقتصادية *la rentabilité économique*: تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيس، وتستبعد النشاطات الثانوية، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الإستغلال ممثلة بنتيجة الإستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية ²

و تحسب بالعاقبة التالية ³.

$$Rex(1-t)$$

$$Re = \frac{Rex(1-t)}{AE}$$

$$AE$$

¹ Patrik vizavona " gestion financière " , Paris , 8 édition , 1992 , P 120

² بن ساسي إلياس، قريشي يوسف، مرجع سابق ذكره، ص 267

³ Vernimen pierre ;Finance d'entreprise , 5eme édition, DALLOZ , Paris2002, P324.

حيث : Re المردودية الإقتصادية . AE : الأصول الإقتصادية .

Rex : نتيجة الإستغلال . t : معدل الضرائب على الأرباح

يمكن تحليل المردودية الإقتصادية إلى مركبتين كما يلي :

$$Re = \frac{Rex}{CA} \times \frac{CA}{AE}$$

Rent

النسبة الأولى $\frac{Rent}{CA}$ وتسمى بنسبة الهامش الاقتصادي أو هامش الاستغلال و هو مؤشر

يقيس مستوى ربحية المؤسسة *profitabilité* .

النسبة الثانية $\frac{CA}{AE}$ وتسمى بمعدل دوران الأصل الاقتصادي و هو

مؤشر يقيس قدرة المؤسسة على تحويل رأس مالها إلى رقم أعمال , أو مبلغ الأموال المستثمر من أجل تحقيق رقم أعمال معين فبقدر ما يكون هذا المعدل أكبر بقدر ما دل على فعالية الأصل الاقتصادي .

ب- المردودية المالية :

تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية ، حيث تحدد مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من إستعادة ورفع حجم الأموال الخاصة.¹

و يحسب معدل المردودية المالية بالعلاقة التالية:²

$$R f = \frac{R \text{ Net}}{CP}$$

حيث : R f : المردودية المالية

R net : النتيجة الصافية

CP : الأموال الخاصة

يمكن تحليل المردودية المالية إلى المركبات التالية :

$$R f = \frac{R \text{ Net}}{CA} \times \frac{CA}{AE} \times \frac{AE}{CP}$$

R net

النسبة الأولى — تسمى بنسبة الهامش الصافي (marge nette) (معدل الربحية الصافية) CA

و هو مؤشر يقيس فعالية السياسة التجارية للمؤسسة .

¹ بن ساسي إلياس، قريشي يوسف، مرجع سابق ذكره ، ص 268

² Vernimen pierre ; Op.cit, P311.

CA

النسبة الثانية ——— معدل دوران الأصل الاقتصادي

AE

AE

النسبة الثالثة ——— وهي نسبة تعبر على الهيكل المالي و لكن حتى يصبح هذا التعبير دقيقا لابد

CP

من تحويل هذه النسبة إلى الشكل التالي :

$$\frac{AE}{CP} = \frac{CP + D}{CP} = 1 + \frac{D}{CP}$$

D

حيث : ——— تعبر عن الهيكل المالي و تسمى كذلك بنسبة الرفع المالي للمؤسسة

CP

ج- أثر الرافعة المالية l'effet de levier

يقيس أثر الرافعة المالية تأثير الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة .

كما يفسر أثر الرافعة المالية المردودية المالية بدلالة كل من المردودية الإقتصادية و تكلفة الديون .¹و يمكن تحديد أثر الرافعة المالية انطلاقا من المعطيات التالية :²¹ بن ساسي إلياس، قريشي يوسف، مرجع سابق ذكره ، ص 268² زغود تبر ، محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية ، مذكرة ماجستير ، تخصص مالية المؤسسة ، 2009 ص 44

Rnet : النتيجة الصافية .	Rex : نتيجة الإستغلال
Rf : المردودية المالية .	Re : المردودية الإقتصادية
i : معدل الفائدة	CP : الأموال الخاصة
AE : الأصل الإقتصادي .	t : معدل الضرائب على الأرباح

$$Rent = (R_{ex} - iD)(1-t)$$

$$Rent = (R_{ex} - AE - iD)(1-t)$$

$$Rent = (R_{ex}(CP+D) - iD)(1-t)$$

$$R_f = \frac{R_{net}}{CP} = \left[\frac{R_e(CP+D)}{CP} - i \frac{D}{CP} \right] (1-t)$$

$$R_f = \left[R_e + R_e \frac{D}{CP} - i \frac{D}{CP} \right] (1-t)$$

$$R_F = R_e + (R_e - i) \frac{D}{CP} (1-t)$$

حيث : (Re-i) : الهامش بين معدل المردودية الاقتصادية و تكلفة الديون (تكلفة الاستدانة)

D

_____ : الرافعة المالية و تقيس تركيب

CP

D

_____ : أثر الرافعة المالية (Re - i)

CP

يلاحظ من خلال الصيغة الرياضية السابقة أن كون أثر الاستدانة إيجابي أو سلبي مرهون بإشارة الفرق بين معدل المردودية الاقتصادية و معدل المصاريف المالية .

4- حالات أثر الرافعة المالية :

بالرغم من أم الاستدانة تلعب دور مهم في الرفع من مردودية الأموال الخاصة من خلال الاستفادة من أثر الرفع المالي الإيجابي إلا أنه يمكن لها تأثير عكسي على ذلك في حالة اللجوء المفرط للاستدانة .

لذلك من الضروري مراقبة مستويات الاستدانة من خلال أثر الرافعة المالية .

1- حالة المردودية الاقتصادية أعلى من معدل المصاريف المالية (Re > i)

في هذه الحالة يكون أثر الرافعة المالية إيجابي و بالتالي يمكن تحسين مردودية الأموال الخاصة بزيادة من خلال زيادة اللجوء إلى الاستدانة .

2- حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل المصاريف المالية (Re < i) عند تحقيق هذه الحالة يكون أثر الرافعة المالية سالب و بالتالي تتخفض مردودية الأموال الخاصة بزيادة اللجوء إلى الاستدانة .

3- حالة المردودية الاقتصادية تساوي من معدل المصاريف المالية ($Re = i$)

في هذه الحالة يكون أثر الرافعة المالية معدوم و بالتالي تتساوي المردودية المالية مع المردودية الاقتصادية و هي نفس حالة انعدام الاستدانة .

الفرع الثاني: معيار التكلفة

تتحمل المؤسسة في سعيها نحو تمويل احتياجاتها المالية تكاليف مصادر هذه الاحتياجات ،حيث تؤثر هذه التكاليف على النتائج والمردودية الإجمالية ،ومنه استوجب الأمر قياس تكلفة كل مصدر على حدى والمتمثلة في تكلفة الأموال الخاصة ،تكلفة الديون ،تكلفة التمويل الذاتي¹ .

الفرع الثالث: المعيار الأخرى

بالإضافة إلى معيار المردودية و تكلفة رأس المال السابق الإشارة لها هناك معايير أخرى يمكن أن تأخذ بعين الاعتبار عند المفاضلة بين مصادر التمويل و هي متعلقة بالسياسة المالية للمؤسسة نذكر منها : 2

1- خطر فقدان القدرة على رقابة المؤسسة

يؤدي التمويل بإصدار أسهم عادية إلى توسيع قاعدة الملكية و ينعكس ذلك على تسيير المؤسسة وأحيانا السيطرة على قرارات مجلس الإدارة و من أجل التقليل من حدة الخطر يفضل لجوء المؤسسة إلى إصدار أسهم ممتازة أو أسهم ذات الأولوية في الأرباح بدون حق التصويت ADV , شهادات الاستثمار CI أو اللجوء إلى الاقتراض من البنوك .

2- الخطر التكنولوجي

تختلف طبيعة الاستثمارات من حيث درجة التعرض لخطر التقادم التقني , فالمؤسسات التي لديها قدرة أكبر على التكيف مع التكنولوجيا الجديدة أو التي تستخدم معدات سريعة التطور التكنولوجي يكون من المفضل لها تمويل استثماراتها عن طريق الاعتماد الإيجاري لأنه يسمح للمؤسسة بالاستفادة من المعدات التي تخضع للتطور الفني السريع و المستمر .

¹ لقد تطرقنا بالتفصيل إلى تكلفة الأموال في بداية هذا الفصل

² Barreau.JetDelahaye.J ;Gestion financiere manuel & application, 9 eme edition DUNOD, paris2000, pp 383-384

3-تكييف طريقة السداد مع القيود المالية للمؤسسة

إذا كانت المؤسسة تعاني من عجز في الخزينة فإن لجوءها إلى الاقتراض من البنك سوف يلزمها بتسديد فوائد دورية , و في هذه الحالة فقد تفضل المؤسسة القرض المؤجل تسديد الفائدة لمدة سنتين عن قرض غير مؤجل الفائدة بالرغم من انخفاض معدل الفائدة لهذا الأخير , و ذلك من أجل تحسين مستوى الخزينة و عدم التزام المؤسسة بتسديد المصاريف المالية بشكل دوري .

4- إجراءات الحصول على مصادر التمويل

تتطلب بعض القروض إجراءات طويلة (لعدة شهور) و معقدة (تكوين ملفات عديدة) و لهذا فالمؤسسة إذا كانت في حاجة إلى تمويل سريع لعدم تضييع فرصة استثمار متاحة , في هذه الحالة تلجأ إلى نمط التمويل الذي يكون متاح بسهولة و في وقت وجيز .

5- الضمانات المطلوبة (بالنسبة للقروض)

إذا كانت المؤسسة لا ترغب في تقديم الضمانات للحصول على قروض بهدف المحافظة على طاقة استنادة مستقبلية فإنه من المفضل لها اللجوء إلى أنماط تمويل أخرى أو قروض لا تتطلب للحصول عليها ضمانات كبيرة و إن كانت ذات معدل فائدة مرتفعة نسبياً

المطلب الرابع: مؤشرات اختيار الهيكل التمويلي .

للوصول إلى توليفة مناسبة من مصادر التمويل، يستوجب على متخذ القرار المالي الأخذ في الحسبان معدلات هيكل الخصوم والتمويل ومعدلات السيولة والمردودية كمؤشرات لاختيار الهيكل التمويلي المناسب وسوف نتطرق لها بالتفصيل كما يلي :

الفرع الأول: نسب هيكل الخصوم والتمويل

1- نسب هيكل الخصوم

أ- تعريف نسب هيكل الخصوم: تبين المصادر التي استعملتها المؤسسة لتمويل استخداماتها خلال فترة زمنية معينة أي تسمح بمعرفة إلى أي درجة من الارتباط هي عليه في المدى القصير أو الطويل و الهدف من حسابها هو البحث عن الوضعية المثلى لتمويل هذه الاستخدامات، وهي كما يلي: 1:

ب - أنواع نسب هيكل الخصوم

1- نسبة الأموال الخاصة

نسبة الأموال الخاصة = الأموال الخاصة / مجموع الخصوم

و تبين مدى استقلالية المؤسسة ماليا و كلما ارتفعت كلما كان ذلك في صالح المؤسسة، حيث المؤسسة تعتمد على التمويل الذاتي، نسبه أكبر من (الثالث).

2-نسبة الديون الطويلة الأجل

نسبة الديون الطويلة الأجل = الديون الطويلة الأجل / مجموع الخصوم

3-نسبة الديون القصيرة الأجل

نسبة الديون القصيرة الأجل = الديون القصيرة الأجل / مجموع الخصوم

و تبين نسبة الأموال المقترضة سواء طويلة أو متوسطة الأجل في تمويل نشاط المؤسسة.

¹ Pierre Canso, La gestion financière de l'entreprise, 7 éme édition, Dunod, 1985, P 107.

2- نسب التمويل

أ - تعريف نسب التمويل : تمكننا هذه النسب من دراسة و تحليل النسب التمويلية, أي اكتشاف مدى مساهمة كل مصدر تمويلي في تمويل الأصول بصفة عامة و الأصول الثابتة بصفة خاصة.

ب-أنواع نسب التمويل

1- نسبة التمويل الدائم : يسمح هذا المعدل بقياس مستوى السيولة وهامش الملاءة بالنسبة

للمؤسسة .وتحسب بالصيغة التالية : 1

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

و توجد ثلاث حالات لهذه النسبة :

نسبة التمويل الدائم = 1 و هذا يدل على أن رأس المال العامل = 0 ؛

بنسبة التمويل الدائم > 1 هذا يدل على أن جزءا من الأصول الثابتة مغطى بقروض قصيرة

الأجل أي أن المؤسسة أخلت بشرط الملائمة بين استحقاقية الخصوم و سيولة الخصوم؛

نسبة التمويل الدائم < 1 أي المؤسسة تغطي مخزاناتها برأس المال العامل الصافي الموجب المحقق .

فهذه النسبة يجب أن تكون أكبر من الواحد حتى تعمل المؤسسة في ارتياح.

2-نسبة التمويل الخاص : و تعني مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة فهي تبين

النسبة التي تحتاجها المؤسسة من القروض طويلة الأجل لتوفير الحد الأدنى من رأس المال العامل كهامش

أمان، و تحسب بالصيغة التالية:2

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

ونميز الحالات التالية لهذه النسبة :

نسبة التمويل الخاص = 0 هذا يدل على أن رأس المال العامل الخاص معدوم أي

أن الأصول الثابتة مغطاة بالأموال الخاصة أما الديون طويلة الأجل إن وجدت

فهي تغطي الأصول المتداولة و بالتالي يتكون رأس مال عامل صافي.

¹ Khemici Chiha, Finance d Entreprise (Approch strategique) -Edition Homa Aljer ,2009 ,P 83

² مبارك ليلوس, مرجع سابق, ص 46 .

نسبة التمويل الخاص < 1 هذا يعني أن المؤسسة تمويلها الثابتة بأموالها الخاصة و هناك فائض من هذه الأموال بالإضافة إلى قيمة الديون طويلة الأجل لتمويل عناصر الأصول المتداولة. و هذه الوضعية غير لائقة للمؤسسة لأن الديون طويلة الأجل عليها فوائد أي تزيد في تكاليف الدورة، و الأصول المتداولة ليس لها فوائد و هذا ما يجعل لرأس المال العامل الصافي حدا معيناً¹.

3- نسبة الاستقلالية المالية : إن استقلالية المؤسسة تتعلق بمديونيتها و لهذا يجب مقارنة الأموال الخاصة بالأموال الأجنبية، و تحسب بالصيغ التالية

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

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{رأس المال العامل الخاص}}{\text{مجموع الديون}}$$

و هذه النسبة تعكس درجة الاستقلالية المالية للمؤسسة بحيث لا تزيد الأموال الخارجية عن الأموال الخاصة بمقدار كبير، فيجب أن تكون محصورة بين 1 و 2 .

فإذا تساوت مع العدد 2 أو زادت عنه فهذا يعني أن الأموال الخاصة تساوي ضعف الديون أو أكثر مما يجعل للمؤسسة قدرة كافية للتسديد أو الاقتراض.

أما إذا تساوت مع 1 أو أقل فهذا يجعل المؤسسة في وضعية مشبعة بالديون ولا تستطيع الحصول على قروض إضافية إلا في حالة ضمانات أخرى².

أما النسبة الثانية فلا بد أن تكون أكبر أو تساوي 0.5 غير أن هذه القيمة صعبة التحقيق فأصبحت البنوك تطالب أن تكون هذه بين 1 و 1/3، و قد يعطي هذا حد أدنى 0.35 و حد أقصى 0.7 .

4- نسبة التمويل الخارجي "قابلية التسديد" : أي مقارنة حجم ديون المؤسسة مع أصولها

و هو المقياس الوحيد لمعرفة قابلية التسديد. و تحسب بالصيغة التالية :

$$\text{نسبة قابلية التسديد} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$$

¹ إسماعيل عرياجي، مرجع سابق، صفحة 255 .

² ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، مرجع سابق، ص 54 .

و كلما كانت هذه النسبة منخفضة كان الضمان أكثر لديون الغير و بالتالي حظ في الحصول على ديون أخرى. يستحسن أن تكون قيمة هذه النسبة تساوي 0,5 و لا تتعدى 1.¹

الفرع الثاني: نسب السيولة و المردودية

1- نسبة السيولة

أ- مفهوم نسب السيولة: الغرض من إيجاد نسب السيولة هو الوقوف على مقدرة أصول المؤسسة

المتداولة على مسايرة استحقاقية الديون قصيرة الأجل ضمن الخصوم.2

فهذه النسب تربط بين الأصول المتداولة و الخصوم المتداولة بهدف قياس صافي رأس المال العامل .و بيان وجود توازن بين الديون قصيرة الأجل و ما يقابلها من الأصول المتداولة. و هناك عدة نسب لقياس سيولة المؤسسة.

ب- أنواع نسب السيولة

1-نسبة السيولة العامة : تبين لنا هذه النسبة كيفية التحول التدريجي للأصول المتداولة إلى

سيولة بهدف مواجهة الالتزامات المالية قصيرة الأجل.3

هذا المعدل يترجم قدرة تسديد الديون قصيرة الأجل لوسائل تحويل الأصول في الزمن القصير لسيولة وهو ما يستوجب وجود هامش أمان مالي على مستوى الأصول المتداولة مقارنة بالخصوم المتداولة .4

و تحسب نسبة السيولة العامة بالصيغة التالية:

نسبة السيولة العامة = مجموع الأصول المتداولة / الديون القصيرة الأجل

و يمكن أن تأخذ نسبة السيولة العامة النسب التالية:⁵

- نسبة السيولة العامة = 1 هذا يعني أن المؤسسة لديها رأس مال عامل صافي معدوم؛

¹ إسماعيل عرياجي, مرجع سابق, ص 257 .

² مبارك لسوس, مرجع سابق ذكره, ص 46

³ J. pilverdier Latreyte, Finance d'entreprise, 1993, P12

⁴ Khemici Chiha ;Op.cit,p83

⁵ إسماعيل عرياجي, مرجع سابق ذكره, صفحة 258

- نسبة السيولة العامة > 1 فهي وضعية سيئة و خطيرة للمؤسسة و عليها أن تراجع هيكلها المالي وذلك بزيادة الديون طويلة الأجل أو رفع رأس مالها الخاص أو تخفيض ديونها قصيرة الأجل و زيادة أموالها المتداولة؛

- نسبة السيولة العامة < 1 أي رأس المال العامل موجب و وضعية المؤسسة حسنة .

2- نسبة السيولة المختصرة: هذه النسبة تبين مدى إمكانية تغطية الديون قصيرة الأجل

للأصول المتداولة و لكن نستبعد قيمة المخزونات التي لها قيمة و سيولة غير أكيدة من

القيم القابلة للتحقيق و القيم الجاهزة. و يمكن حسابها كما يلي:

نسبة السيولة المختصرة = القيم الغير جاهزة+القيم الجاهزة / الديون القصيرة الأجل

و يجب أن لا تكون قيمتها مرتفعة فقد حدد لها حد أدنى 0,3 وحد أقصى 0,5 و هو حد الضمان .

3-نسبة السيولة الفورية(الحالية): و هي النسبة التي تسمح بإجراء المقارنة بين مبلغ السيولة الموجودة

تحت تصرف المؤسسة في أي وقت و بين الديون قصير الأجل و تحسب بالصيغة التالية:

نسبة السيولة الحالية = القيم الجاهزة / الديون القصيرة الأجل

من وجهة أخرى يمس الاستحقاقات قصيرة الأجل ،على المؤسسة تستخدم القيمة المتاحة التي لديها لتغطية هذه الاستحقاقات .إذا كان هذا المعدل أكبر من الواحد هذا يترجم أن الخزينة وافرة ناتجة عن سوء التسيير المالي ¹.

2- نسب المردودية

أ- مفهوم نسب المردودية: نظرا لاهتمام الكثير من المحليين بالمردودية فقد وردت عدة مفاهيم

لها فعرفت على أنها عبارة عن نسبة النتائج المحققة إلى الوسائل التي ساهمت في تحقيقها ²

كما تعرف المردودية على أنها تلك العلاقة بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها حيث تحدد رأس المال اللازم من أجل الحصول على النتائج.

¹ Khemici Chiha Op.cit,p84

² Pierre Canso, La gestion financière de l'entreprise, 11 éme édition, Dunod, 1985, P 263

ويصف عامة فالمردودية هي نسبة النتائج المحققة إلى الوسائل الموظفة، أي أن المرادودية تنظر إليها من زاويتين :

-الزاوية الأولى :النتيجة المتحصل عليها؛

-الزاوية الثانية :الجهد المبذول.

فالنتيجة المتحصل عليها تعبر عن الربح الذي تحققه المؤسسة ويأخذ شكلين :

*الربح الصافي قبل طرح الضرائب والفوائد والذي يمثل النتيجة الاقتصادية؛

*الربح الصافي بعد طرح الضرائب والفوائد والذي يمثل النتيجة المالية.

أما الجهد المبذول فيعبر عن الأموال الموضوعة تحت تصرف المؤسسة.

ب-أنواع المرادودية:

نظرا للمفهوم الواسع للمرادودية، فهناك عدة أنواع للمرادودية وسوف نحاول التطرق إلى أهم أنواعها :

1-المرادودية الاقتصادية :تعرف على أنها العلاقة بين النتيجة الاقتصادية ومجموع رؤوس

الأموال المستخدمة للحصول عليها، فهي تهتم بالنشاط الرئيسي، حيث تعبر عن الكفاءة

في استعمال الموارد المتاحة لجلب الأرباح دون النظر إلى مصادر تمويل هذه الموارد. إذا تحمل

في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج

والأصول الاقتصادية من الميزانية .

وتعطى بالصيغة التالية :

$$\text{المرادودية الاقتصادية (Re)} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$$

فالمرادودية الاقتصادية تقيس مدى مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال، أي حساب

مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال¹.

ب-المرادودية المالية :

تهتم المرادودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدجل مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية، حيث

نأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج و الأموال الخاصة من الميزانية.

ويمكن حساب المرادودية المالية بالصيغة التالية :

¹ الياس بن ساسي ، قريشي يوسف،مرجع سبق ذكره، صفحة267.

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{مردودية الأموال الخاصة (Rcp)}$$

تحدد مستوى المشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج الصافية تمكن المؤسسة استعادة ورفع حجم الأموال الخاصة .

خلاصة الفصل

حولنا من خلال هذا الفصل دراسة خطوات الوصول إلى هيكل تمويلي مناسب ، حيث تقوم المؤسسة بحصر جميع مصادر التمويل المتاحة أمامها ، عن كانت مصادر داخلية متمثلة في التمويل الذاتي التي تتمثل مصادره في: الأرباح المحتجزة التي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، وهي تمثل الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية التي لم يتم توزيعها على الملاك، والإهلاكات والمؤونات.

ومصادر تمويل خارجية المتمثلة في (الائتمان التجاري ، الائتمان المصرفي ، الأوراق التجارية ، القروض من الموردين ، التمويل بضمان المخزون ، الأسهم العادية ، الأسهم الممتازة ، السندات والتمويل عن طريق الاستئجار) وقد أوضحنا سلبيات وإيجابيات هذه المصادر التي تساهم بشكل كبير في عملية اختيار هذه المصادر .

كما تطرقنا بنوع من التفصيل إلى تكلفة كل عنصر من مصادر التمويل ثم كيفية حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال .

وقد خلصنا إلى أنه على المؤسسة الاعتماد أكثر على التمويل الذاتي في التمويل لأنه يعزز مكانة المؤسسة ، وتتفادى التبعية للخارج إذا ما تم ذلك بطريقة عقلانية. وعند لجوئها للمصادر الخارجية عليها اختيار المصادر الأقل تكلفة التي تعمل على تخفيض تكلفة الأموال .

بعد ذلك تقوم المؤسسة بإتباع عدة مناهج تساعد في تحديد الهيكل المالي المناسب كما أن هناك عدة اعتبارات منه (الملائمة، المرونة، اعتبار التوقيت، اعتبار السيطرة) على المؤسسة عدم تجاهلها للتمكن من بناء الهيكل المالي المستهدف، كما على المؤسسة مراعاة العلاقة بين محددات التمويل والهيكل المالي .

وقد خلصنا إلى أن المؤسسة ليس لها الحرية المطلقة في اختيار مصادر التمويل بل هناك عدة أسس تقوم عليها عملية الاختيار .

وأخيرا على المؤسسة المفاضلة بين مصادر التمويل حيث خلصنا إلى أن هناك عدة معايير لذلك نذكر منها معيار مردودية رأس المال ومعيار التكلفة ، كما أن على المؤسسة التقيد بعدة قواعد وقيود ناجمة عن المحيط المالي الذي تنشط فيه ولتستطيع المؤسسة تقييم هيكلها المالي تقوم بدراسة ذلك عبر عدة نسب تعكس ثمرة المجهودات المبذولة في اختيار مصادر التمويل.

الفصل الثاني :

أهم النظريات المفسرة للهيكل

تمهيد

بعدما تعرضنا في الفصل السابق إلى دراسة خطوات الوصول إلى هيكل تمويلي مناسب، حيث يعتبر موضوع الهيكل المالي من بين أهم القضايا التي حظيت باهتمام العديد من الباحثين العلمي حيث ظهرت عدة نظريات حول أمثلية اختيار الهيكل المالي للمؤسسة وتفسير السلوك التمويلي لها، إلا أن هناك جدل بين الباحثين الماليين حول ما إذا كان يمكن الوصول إلى هيكل مالي أمثل؟.

بعد ظهور افتراض العالمين (Modigliani & Miller, 1958) والتي تعتبر أول دراسة علمية تظهر العلاقة بين الهيكل المالي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، حيث تعتمد دراستهما على افتراضات العالم المثالي، وتوصل إلى أنه لا يوجد اختلاف بين استخدام مصادر التمويل الخارجي والداخلي أو الديون وحقوق الملكية، وتعد هذه النتيجة غير صحيحة لكوننا نعيش بعالم واقعي.

تمثل فكرة هيكل مالي أمثل غير مقبولة عند الكثيرين حيث توجد مداخل ووجهات نظر متناقضة ناقشت فكرة الهيكل المالي الأمثل، وفي هذا الفصل سوف نعرض أهم المداخل التي تناولت دراسة إشكالية وجود هيكل مالي أمثل من عدمه من خلال المدخلين التاليين :

1- المنظور التقليدي : والذي يقوم على نظرية ربح الاستغلال ونظرية الربح الصافي التي تؤيد وجود هيكل مالي أمثل يسمح بتخفيض تكلفة رأس المال وتعظيم قيمة المؤسسة .

2- نموذج Modigliani & Miller انعدام الهيكل المالي الأمثل :

الذي يقوم على افتراضات السوق التام . وسوف نناقش هذا النموذج في حالة غياب الضرائب وفي حالة وجودها .

المبحث الأول : المنظور التقليدي (نظرية الهيكل التمويلي الأمثل)

المطلب الأول : نظرية الربح الصافي

يرى مؤيدي هذه النظرية أن تكلفة كل من الاقتراض وحقوق الملكية ثابت لا يتغير بتغير نسبة الاقتراض

فارتفاع أو انخفاض نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال ، لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه المقرضون أو الملاك ، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة ، فإن زيادة نسبة الاقتراض يترتب عليها انخفاض في تكلفة الأموال وارتفاع في قيمة المنشأة¹.

ولأجل تحليل مضمون هذه النظرية يجب التطرق إلى الفروض التي قامت عليها .
فروض نظرية الربح الصافي :²

- الزيادة في استخدام القروض لا يغير من إدراك المساهمين للمخاطر ونتيجة لذلك فمعدل المرودية المطلوبة من قبل المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة) ومعدل الفائدة على القروض والسندات k_d و k_{cp} تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسبة الاستدانة .
- نظرا لأن المساهمين يحصلون على الأرباح الصافية فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون ، و عليه فإن معد المرودية الذي يطلبه المساهمون k_{cp} يكون أعلى من معدل الفائدة على الديون k_d و ذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمون .
- عدم وجود ضرائب أو تكلفة إفلاس .
- تقوم المؤسسة بتوزيع كل الأرباح على المساهمين هذا يعني عدم وجود أرباح محتجزة و يهدف هذا الفرض إلى إبعاد تأثير مصادر التمويل الذاتي على نتائج التحليل .
- حجم الأصول الاقتصادية ثابت لا يتغير و هذا يعني ضمنا أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها الهيكل المالي ثابتة ، غير أنه ليس هناك ما يمنع المؤسسة من تغيير مزيجا المكون لهيكلها التمويلي ، و نظرا لأن حجم الأصول الاقتصادية ثابت لا يتغير هذا يعني أن نتيجة الاستغلال ثابت لا يتغير

¹ هندي منير إبراهيم ، الإدارة المالية ، مدخل تحليلي معاصر ، مرجع سبق ذكره ، ص 642.

² الزبيدي حمزة محمود ، الإدارة المالية المتقدمة ، دارالوراق للنشر ، عمان ، الأردن ، 2004 ص 761

- تتضمن هذه الافتراضات ثبات تكلفة كل من أموال الملكية و تكلفة الاقتراض ، و طالما أن تكلفة أموال الاقتراض أقل من تكلفة أموال الملكية ، فإن الزيادة فالاعتماد في الاقتراض يعني في الواقع الاعتماد على مصادر أموال رخيصة نسبيا مقارنة بأموال الملاك ، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض التكلفة الكلية للأموال ، و مع ثبات ربح العمليات فبمعنى ذلك فبتالي زيادة صافي الربح المتاح للمساهمين ، الأمر الذي يحمل في طياته زيادة القيمة السوقية للمنشأة و الجدير بالملاحظة في هذا المدخل أن تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان سوف تصل إلى أدنى حد عندما تتعادل مع تكلفة الاقتراض ، و عند هذا الحد سوف تصل القيمة السوقية للمنشأة إلى أقصى قيمة لها ، و لن يتحقق ذلك - أي تتعادل تكلفة الأموال الكلية مع تكلفة الاقتراض - إلا عندما تعتمد الشركة في تمويلها على أموال الاقتراض فقط . و نتيجة يرى أصحاب مدخل صافي الربح أن هيكل رأس المال المثالي هو ذلك الهيكل الذي يضمن أموال الاقتراض فقط .¹

- هذا التحليل يمكن عرضه على أساس مجرد امتداد لطرق حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال الذي يمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:²

$$K_0 = (D / D+S)K_d + (S / D+S)K_{cp}$$

بضرب المقدار 1/S في البسط والمقام نحصل على:

$$K_0 = K_d(D/S/D/S+S/S) + K_{cp}(S/S/D/S+S/S)$$

$$K_0 = K_d(D/S/1+D/S) + K_{cp}(1/1+D/S)$$

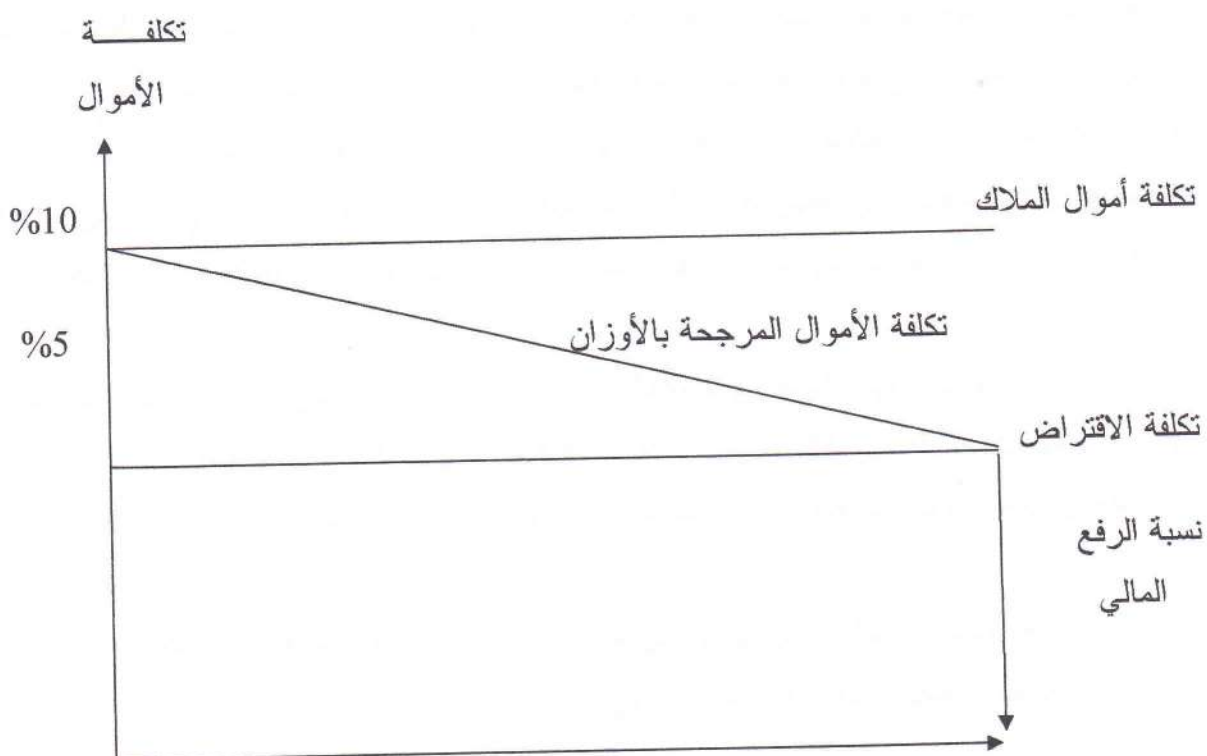
ولدينا $L = D/S$ ، فنحصل على: $K_0 = K_d(L/1+L) + K_{cp}(1/1+L)$

بحيث K_d و K_{cp} ثابتين، و K_0 تمثل دالة متناقصة لـ L اذا كان $K_d < K_{cp}$

¹ الحناوي محمد صالح ، العبد جلال إبراهيم ، الإدارة المالية -مدخل القيمة واتخاذ القرارات ، الدار الجامعية، 2002 ص317
قريشي يوسف، محددات سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ،

² جامعة الجزائر، 2005، ص114

الشكل (1-2): العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح الصافي



المصدر: الحناوي محمد صالح، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 321

يتضح من خلال الشكل أن تكلفة الأموال تنخفض كلما زادت قيمة الأموال المقترضة و انخفضت قيمة الأموال المملوكة ، أي كلما زادت نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية ، على الرغم من أن تكلفة الأسهم العادية و تكلفة السندات تظل ثابتة عند مستويات المختلفة من الاقتراض . و لما كان انخفاض تكلفة الأموال يعني ارتفاع القيمة الملكية للمنشأة ، فإن أفضل هيكل مالي للمنشأة هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة (حتى لو كانت 100%) من الأموال المقترضة

و لعله من الواضح أن نقطة الضعف الأساسية التي تعاني منها نظرية صافي الربح ، أنه يقوم على عدم وجود تكلفة للإفلاس . كما يعاب عليه أيضا تجاهله للمخاطر المالية المرتبطة بالرفع المالي التي كان من المفترض أن تؤدي إلى ارتفاع تكلفة حقوق الملكية ، نتيجة لتعرض ربحية السهم لتقلبات أكبر مع زيادة نسبة الاقتراض . فهذا يحدث حتى في ظل افتراض عدم وجود تكلفة للإفلاس .¹

¹الهندي منير إبراهيم ، مرجع سبق الذكر ، ص 646

وعليه من المتوقع أن يصاحب الارتفاع في نسب الاقتراض في هيكل المال ارتفاع في درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك ، و عليه من المتوقع أن يطالب الملاك لعائد أعلى . يضاف إلى ذلك أن افتراض أن تكلفة القروض ستظل ثابتة برغم الارتفاع في نسب الاقتراض فهو أيضا افتراض غير واقعي إذ من المتوقع مع الزيادة في نسب الرفع المالي أن يتعرض المقرضين لدرجات خطر مرتفعة حيث ينتقل جزء من المخاطر التي يتعرض لها الملاك من المقرضين بزيادة نسب الرفع المالي خاصة في تلك الحالات التي تظهر فيها بوادر مواجهة المنشأة لتعسر مالي . و على ذلك من المتوقع أن يطالب المقرضين بفوائد أعلى من الارتفاع التدريجي في نسب الاقتراض بهيكل مال الشركة .¹

و يعترف المؤيدين لهذا المدخل بأنه تكلفة الأموال الكلية المنشأة يمكن أن تصل إلى أدنى حدود لها عند مستويات مقبولة من الاقتراض ، و على ذلك فهم يؤيدون فكرة وجود هيكل رأس مال مثالي من شأنه أن يجعل القيمة السوقية للمنشأة عند حدها الأقصى ، و تكلفة الأموال عند حدها الأدنى .

- لتحديد نسبة الاستدانة المثلى التي تؤدي إلى هيكل مالي أمثل يستوجب علينا دراسة سلوك كل من الدائنين والمساهمين اتجاه نسبة الاقتراض كما يلي²

الفرع الأول : سلوك المقرضين :

بالنسبة لهذه النظرية تقل مديونية المؤسسة التي تقاس بالعلاقة $L=D / CP$ يقود المقرضين إلى الرفع من مطالبهم مما يتقل تكلفة المديونية بالنسبة للمؤسسة .

فبصفة عامة تكلفة المديونية i يفترض أنها تتغير حسب قيمة L عبر مرحلتين :

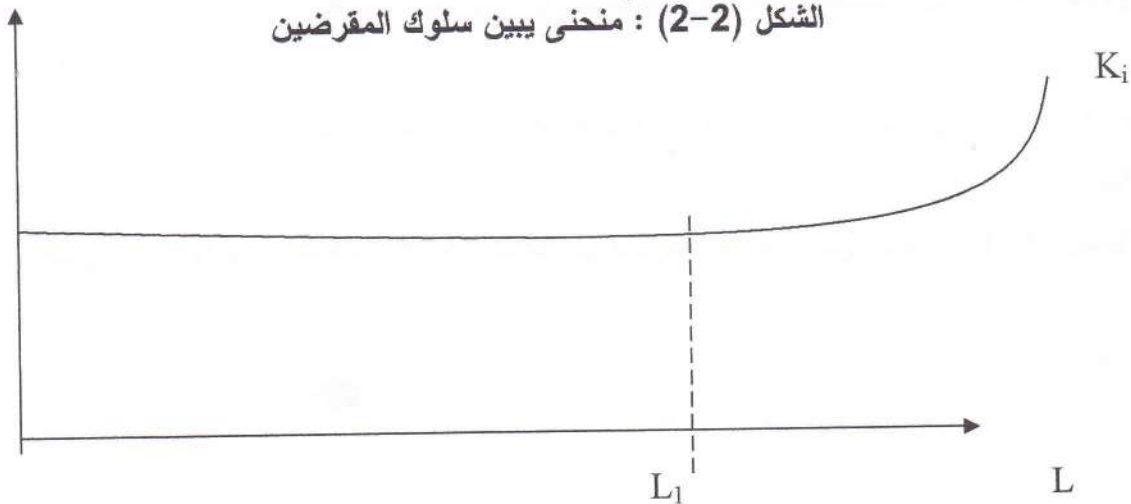
- 1- من اجل $0 < L < L1$ أي انه بالنسبة لمستويات المديونية المنخفضة Kd يبقى ثابت .
- 2- من اجل $L > L1$ ، يبدأ المقرضين يشعرون بتفاقم المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة بفعل تقل مديونيتها، فيطلبون مكافئة متزايدة .

في هذه الحالة $L1$ لا يمثل المؤشر الذي يحدد حدود المديونية وإنما يمثل عتبة دخول المؤسسة إلى مستوى مخاطرة، ففي هذه الحالة يمكن تمثيل العلاقة $Kd = Kd(L)$ كما يلي :

¹ محمد صالح الحناوي ، العبد جلال إبراهيم ، مرجع سبق ذكره ص 322

² Elie Cohen : *gestion financière de l'entreprise et développement financier*; édition UREF, Paris 1991. Page 242

الشكل (2-2) : منحنى يبين سلوك المقرضين

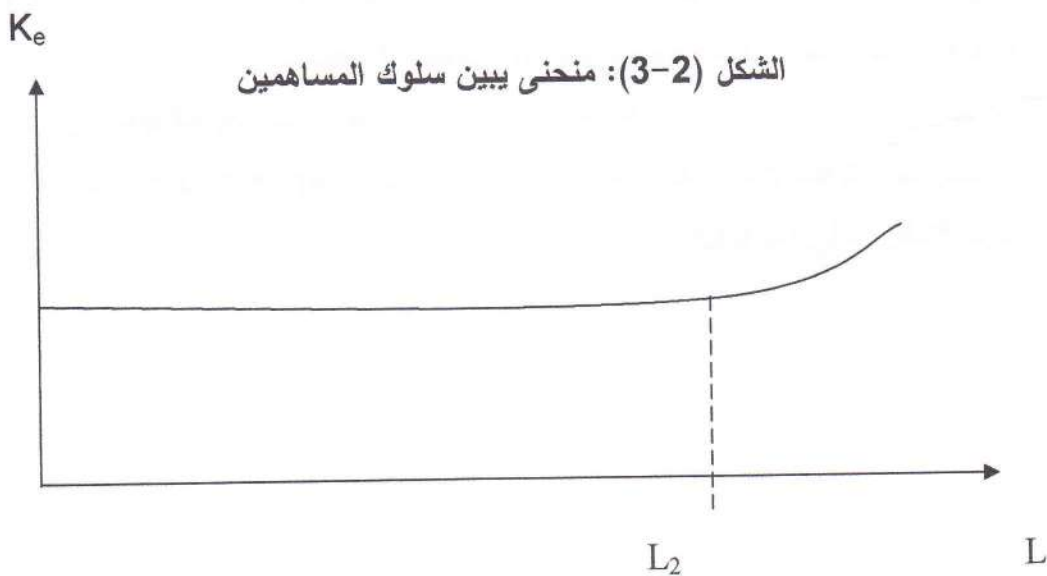


المصدر : Cohen / OP CIT / Page 243

الفرع الثاني: سلوك المساهمين

تقترح هذه النظرية تحليلاً لسلوك المساهمين مشابهاً لتحليل سلوك المقرضين، فالمساهمين في المؤسسة يقابلون الارتفاع في L بتقدير أعلى لمعدل المكافئة المنتظر من المؤسسة، أي تكلفة الأموال الخاصة K_{cp} .

فحسب تمثيل أول تعرف تكلفة الأموال الخاصة تغيرات كتلك التي تتعرض لها تكلفة المديونية فالعلاقة $K_{cp}=K_{cp}(L)$ تكون ثابتة من أجل كل القيم لـ L اقل من حد معين L_2 . فأني تجاوز لـ L_2 يؤدي إلى زيادة في K_{cp} ، في مثل هذه الحالة يمكن تمثيل العلاقة $K_{cp}=K_{cp}(L)$ في الشكل التالي:



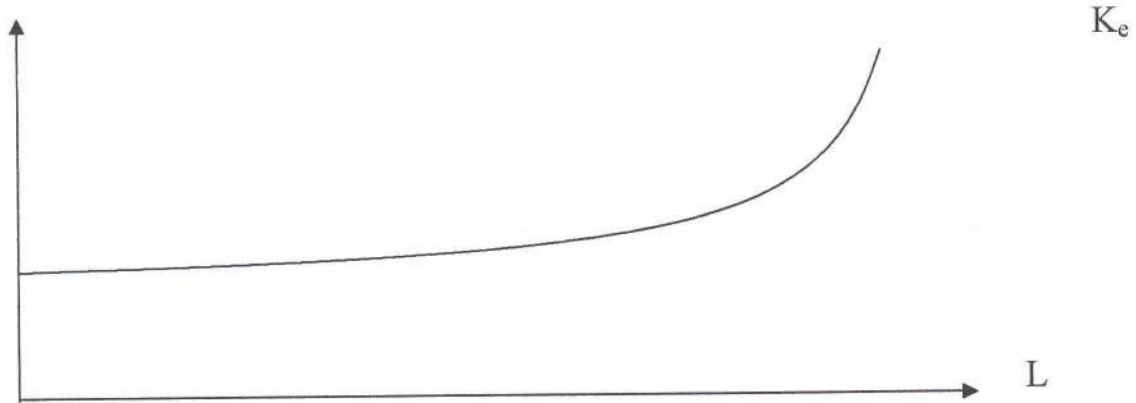
الشكل (2-3) : منحنى يبين سلوك المساهمين

المصدر : Cohen / OP CIT / Page 244

وحسب تمثيل ثاني، تصبح K_{cp} تمثل علاقة متزايدة من اجل كل قيم L .

و المنحنى التالي يمثل التزايد المطرد لتكلفة الأموال الخاصة عند زيادة حصة المديونية في المؤسسة:¹

الشكل (2-4): منحنى يبين العلاقة الطردية بين تكلفة الأموال الخاصة و مستوى المديونية



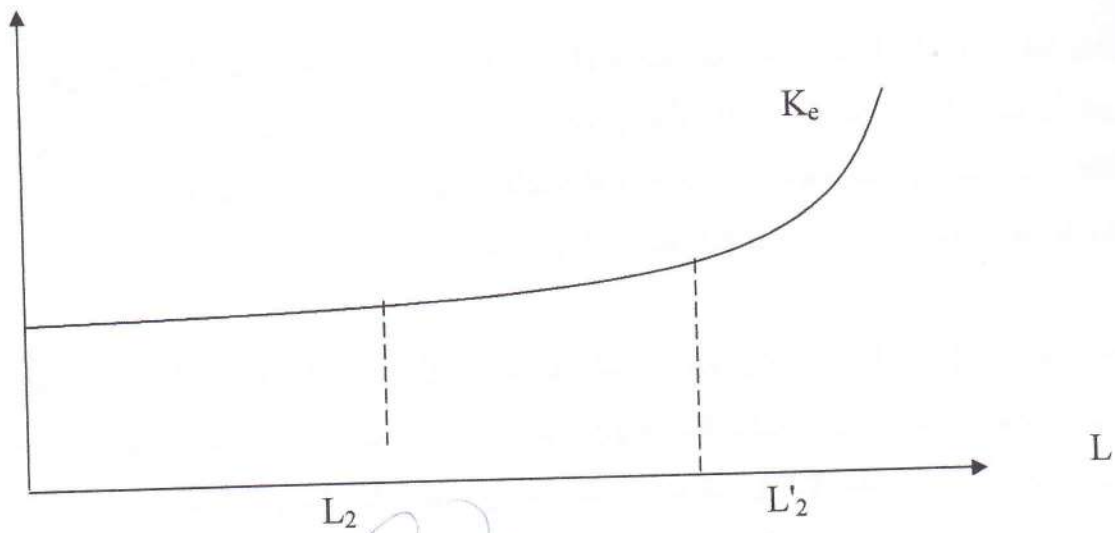
المصدر: Elie Cohen / OP CIT / Page 244

و أخيرا وحسب تمثيل ثالث لدالة تكلفة الأموال الخاصة، فإنها تعرف ثلاث مجالات للتغير:

1. من اجل $0 < L < L_2$ ، تمثل مستويات منخفضة للمديونية، K_{cp} يبقى ثابت ويكون لدينا ايضا $K'_{cp}(L) = 0$.
 2. من اجل $L_2 < L < L'_2$ يبدأ المساهمين في رد فعلهم للارتفاع في المديونية فيطالبون بمكافئة متزايدة بمعدل ثابت، فيصبح لدينا $K'_{cp}(L) = a$ بحيث $a > 0$.
 3. و أخيرا من اجل $L > L'_2$ ، يعتقد المساهمين انه تم تجاوز عتبة حرجة فيبدؤون بالرفع من مطالبهم بدون توقف كلما ارتفع المعدل L ، فيصبح لدينا $K'_{cp} = K'' > 0$.
- ومنه يكون لدينا الشكل التالي لـ K_{cp} :

¹ إلياس بن ساسي ، قريشي يوسف ، مرجع سبق ذكره ، ص 351

الشكل (2-5): منحني يبين سلوك المديونية و تكلفة الأموال الخاصة

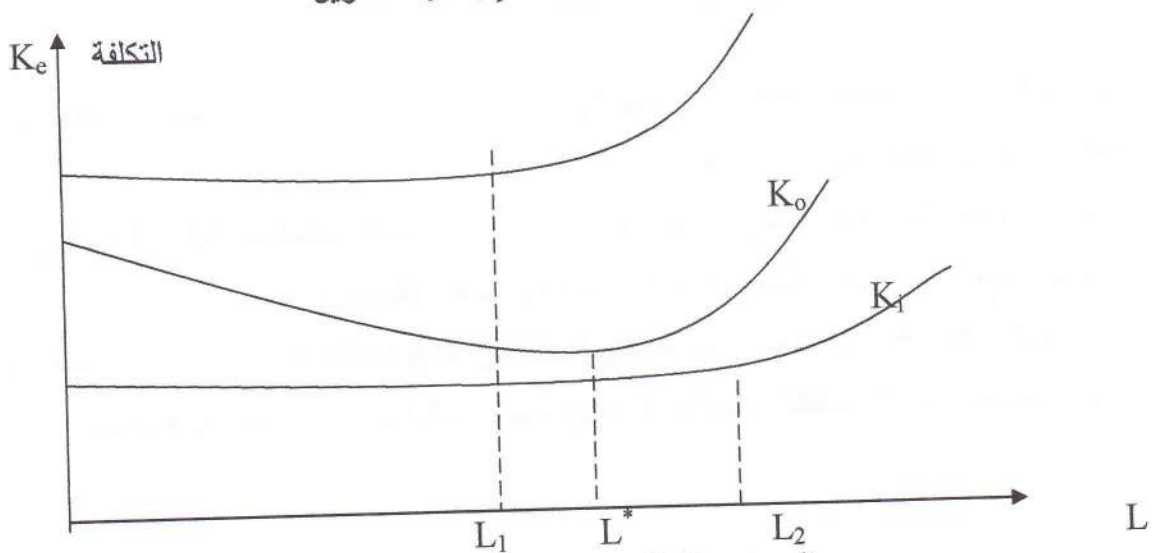


المصدر: Cohen / OP CIT / Page 245

الفرع الثالث: تطور تكلفة رأس المال:

بعد استعراضنا لتحليل تغيرات تكلفة الأموال الخاصة و المديونية عند ارتفاع L ، تحاول هذه النظرية تحليل العلاقة بين مختلف توفيقات التمويل الممكنة و التكلفة الإجمالية للتمويل للمؤسسة. فإذا أخذنا التمثيل الأول لدالة تكلفة الأموال الخاصة، يمكننا تمثيل دالة التكلفة الإجمالية للتمويل للمؤسسة في الشكل التالي:¹

الشكل (2-6): منحني يبين سلوك التكلفة الإجمالية للتمويل



المصدر: Cohen / OP CIT / Page 245

¹ زغود تبر ، مرجع سابق الذكر ، ص 63

الشكل المعطى للمنحنى الممثل للعلاقة $K_0 = k_0(L)$ يسمح بالوقوف على الاستنتاجات التالية:

- من أجل $0 < L < L_1$: خلال هذه المرحلة تكلفة الأموال الخاصة K_{cp} وتكلفة الديون K_d تظل ثابتتين وبما أن تكلفة الديون أقل من تكلفة الأموال الخاصة فإن زيادة نسبة الديون سوف يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال وارتفاع قيمة المؤسسة، وعليه تكلفة رأس المال دالة متناقصة بالنسبة ل L وبالتالي هذه المرحلة تتفق مع ما توصلت إليه نظرية الربح الصافي .

- من أجل $L_1 < L < L^*$: خلال هذه المرحلة تبدأ تكلفة الأموال الخاصة K_{cp} بالارتفاع وذلك بسبب تزايد المخاطر المالية التي يتحملها المساهمون والناجمة عن تزايد نسبة الاستدانة، إلا أن تكلفة الديون تبقى ثابتة وأقل من تكلفة الأموال الخاصة وعليه تستمر تكلفة رأس المال بالانخفاض عند ارتفاع نسبة الاستدانة لكن بشكل بطيء تدريجياً لأن الانخفاض في تكلفة رأس المال الناجمة عن زيادة الاستدانة يفوق الارتفاع في تكلفة رأس المال الناجم عن زيادة تكلفة الأموال الخاصة .

- من أجل $L = L^*$ خلال هذه المرحلة يتساوى تأثير تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون على تكلفة رأس المال مما تتولد لدينا تكلفة دنيا لرأس المال وقيمة قصوى للمؤسسة .

- من أجل $L^* < L < L_2$: خلال هذه المرحلة ارتفاع نسبة الاستدانة لم يعد كافياً لتحقيق تخفيض في تكلفة الأموال يعوض الارتفاع في التكلفة الناجمة عن زيادة تكلفة الأموال الخاصة وعليه تبدأ تكلفة رأس المال في الارتفاع .

- من أجل $L > L_2$: تستمر تكلفة رأس المال في الارتفاع نتيجة ارتفاع تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة مما يؤدي بقيمة المؤسسة بالانخفاض .

هذا التحليل لتكلفة رأس المال يسمح بتحديد هيكل مالي أمثل وعتبة محددة ب $L = L^*$ و التي تكون عندها تكلفة الأموال في حدها الأدنى وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى .

إذا أخذنا تمثيل تكلفة الأموال الخاصة في منحنى نصل إلى نتائج مختلفة قليلاً بالنسبة لبناء دالة التكلفة الإجمالية، فالمنحنى الممثل للتكلفة الإجمالية لا تسمح بتحديد أمثلية محددة بالنسبة لقيمة محددة ل L .

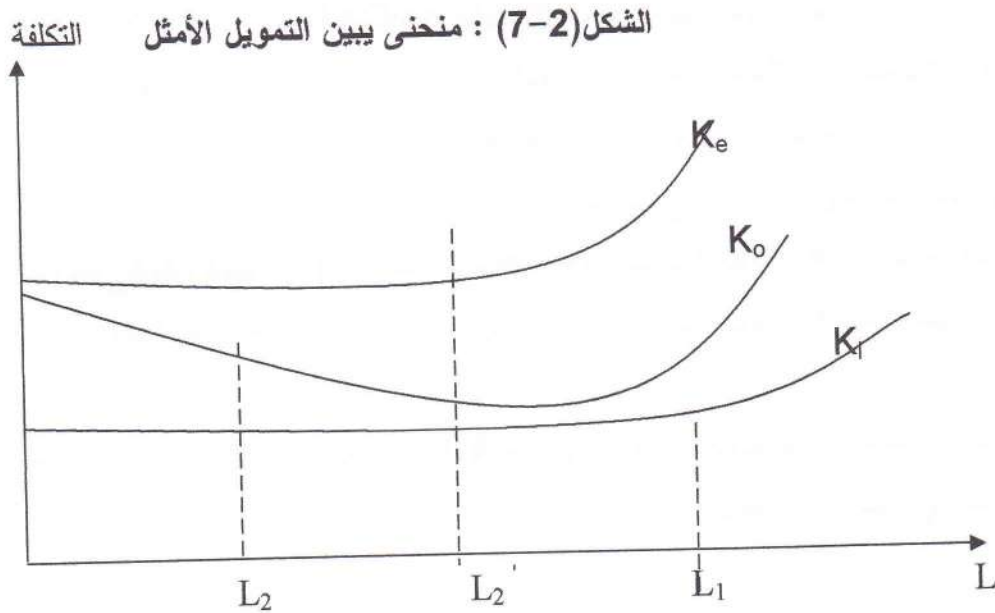
بالمقابل، تسمح بتحديد " مجال أمثل " بالنسبة لسلسلة من التكلفة الإجمالية الدنيا ، فحسب هذا التحليل فإن منحنى تكلفة الأموال الخاصة يعرف تغيرات متباينة على ثلاث مجالات ¹:

1. عندما يكون $L < L_2$ ، و K_{cp} ثابت، في هذه الحالة عندما يرتفع المعدل L يبدأ اثر الرافعة في العمل و يؤدي إلى انخفاض التكلفة الإجمالية لرأس المال، لأن K_d اقل من K_{cp} في كل هذا المجال.

2. عندما يكون $L_2 < L < L_2'$ ، و K_{cp} ثابت في معدل منخفض، في هذه الحالة الارتفاع في K_{cp} يمكن تحييده بفعل اثر الرافعة من اجل كل قيم L في هذا المجال: K_0 يبقى ثابت، بفعل المقاصة بين ثراء الأموال الخاصة و الانخفاض في التكلفة المرتبط باللجوء إلى الديون الأقل تكلفة.

3. عندما يكون $L > L_2'$ ، فإن الارتفاع المطرد لـ K_{cp} ثم لـ K_d يؤدي الى ارتفاع في K_0 .

لذلك يكون لدينا تمثيل الدالة $K_0 = K_0(L)$ بمنحنى على شكل الحرف " u " الذي لا يعرف توفيقه مثلي، ولكن مجال تمويل أمثل التي تسمى "مجال الاستدانة الأمثل"



المصدر: Cohen ; OP CIT ; Page 247

¹ Cohen .E ;Op.cit,P246

المطلب الثاني : نظرية ربح الاستغلال

يقوم هذا المدخل على افتراضين أساسيين يتمثلان في ثبات تكلفة الاستدانة ، و عدم تغيرها بتغير حجم الاستدانة في الهيكل المالي ، بينما تتغير تكلفة الأموال الخاصة تبعاً لتغير حجم الاستدانة (الرفع المالي) (ترتفع عند ارتفاع نسبة الديون) من جهة ، و من جهة أخرى ثبات تكلفة رأس المال (تمويل) بغض النظر عن التغير لحجم الاستدانة في الهيكل المالي ، ذلك أن الأثر الناجم عن الاعتماد على الاستدانة في تقليصها لتكلفة رأس المال سيقابلها بنفس القيمة ارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة الناجم عن ارتفاع معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين ، مما يجعل هذين الأثرين المتعاكسين المتساويين في القوة بدون تأثير يذكر.¹

و انطلاق مما سبق ، يتم تحديد قيمة المؤسسة وفق هذه النظرية من خلال القيام بخصم صافي ربح العمليات (نتيجة الاستغلال) بمعدل تكلفة رأس المال ، وما دام أن تكلفة رأس المال ثابتة فهذا يعني أن القيمة لا تتغير بتغير حجم الاستدانة في الهيكل المالي ، و لتحديد القيمة السوقية للأموال الخاصة يتم استبعاد القيمة السوقية للديون من قيمة المؤسسة .

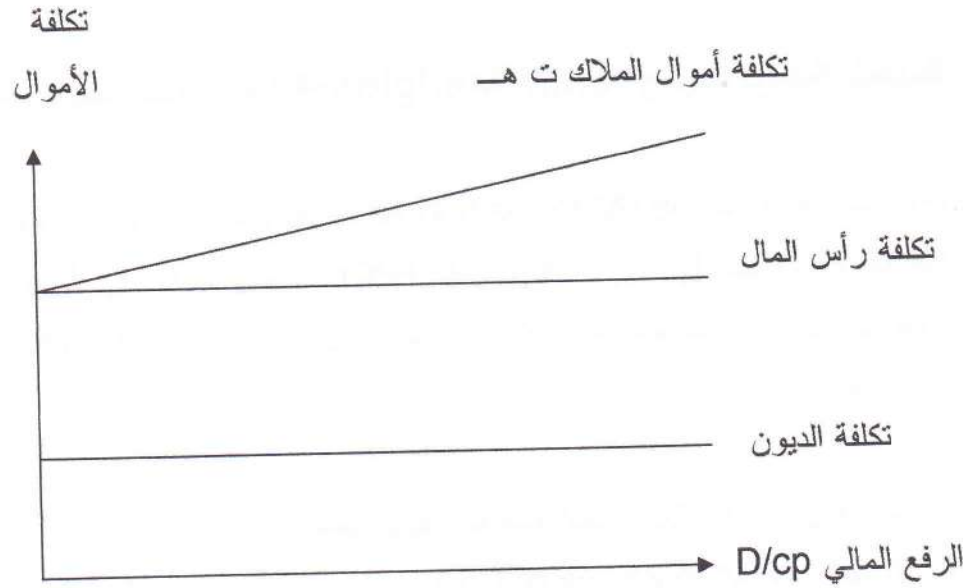
تقوم هذه النظرية على عدة فرضيات:²

- تكلفة الديون ثابتة لا تتغير مهما تغيرت نسبة الاستدانة $L=D/cp$
- تكلفة الموال الخاصة المتمثلة في معدل المردودية الذي يطلبه المساهمون ترتفع مع كل زيادة في معدل الاستدانة بسبب زيادة المخاطر المالية .
- عدم وجود ضريبة على وجود أرباح الشركات.
- المزايا الناجمة على ارتفاع نسبة المصدر الأقل تكلفة (الاستدانة) في الهيكل المالي سوف تضيع نتيجة لمطالبة المساهمين بمردودية أعلى لتعويضهم عن المخاطر المالية الإضافية التي يتعرضون لها .
- تتحدد قيمة المؤسسة بخصم بقيمة الاستغلال (الربح أو النتيجة قبل المصاريف المالية) بمعدل خصم يساوي تكلفة رأس المال .

سويسي الهواري ، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر ، أطروحة دكتوراه ، غير منشورة ، جامعة الجزائر ، 2009 ص 201

² هندي منير إبراهيم ، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ، الطبعة 2، منشأة المعارف ، الاسكندرية مصر 2005 ص 100

الشكل (2-8): العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة
حسب نظرية ربح الاستغلال



المصدر: محمد صالح الحناوي، العبد جلال إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص 329

و قد خلصت هذه النظرية لنتيجتين أساسيتين هما¹:

- أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي .
- أن تكلفة رأس المال مستقلة كذلك عن الهيكل المالي للمؤسسة .

و بالتالي حسب هذه النظرية لا يوجد هيكل مالي أمثل يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال و تعظيم قيمة المؤسسة ، فسواء اقتضت المؤسسة أو لم تقتض ، و سواء زادت نسبة الاستدانة أو نقصت فإن تكلفة رأس المال تظل ثابتة مما ترتب عليه بالتبعية ثبات قيمة المؤسسة و هي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها من طرف Modigliani et Miller .

يفترض مدخل صافي ربح العمليات (Net operating income (NOI أن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير مع تغير 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 بسبب الزيادة في تكلفة حقوق الملكية التي تتجم عن زيادة نسبة الاقتراض ، سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة

¹ Cohen OP.cit p 237

لزيادة الاعتماد على الأموال المقترضة أي نتيجة مصادر تمويل ذات تكلفة منخفضة نسبيا . لذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض.¹

المبحث الثاني: نموذج Modigliani Miller انعدام هيكل تمويل أمثل

يعتبر نموذج كل من Modigliani et Miller اتجاها فلسفيا له أهميه بالغه بالنسبة للنظرية المالية الحديثة خاصة منذ أن نشرتا مقالتهما عام 1958 ، حيث يشار إلى أنهما مؤسسا الإدارة المالية بمفهومها الحديث ، ولقد قدما هذان الباحثان تحليلا منطقيا لإثبات أن تكلفة الأموال لا تتأثر بتغير نسبة الاستدانة .

المطلب الأول: الهيكل المالي للمؤسسة في غياب الضرائب:

أثبتت Modigliani et Miller 1958 أنه في حالة غياب الضرائب قيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال مستقلتان تماما على الهيكل المالي (أي على تغيرات نسبة الاستدانة) لذلك أكدوا على عدم وجود هيكل مالي أمثل²

تتفق فروض Modigliani et Miller في ظل عدم وجود ضريبة مع أسلوب صافي ربح العمليات ، حيث ناقشا أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بالرفع المالي ، ومن ثم لا يوجد هيكل مالي أمثل.

ويمكن شرح ما توصل إليه Modigliani et Miller من خلال إقتراحهما الأول و الثاني ، إذ لوحظ أن هذين الاقتراحين قد أسسا على افتراضات معينة ترتبط بسلوك كل المستثمرين وسوق رأس المال . وسوف نناقش بالتفصيل إقتراحهما الأول والثاني.

وقبل التطرق لتحليل هذين الاقتراحين فقد استند Modigliani et Miller على مجموعة من الفرضيات وهي:³

- يتم تداول الأوراق المالية في ظل سوق كاملة ، وهذا يعني :
- أ - أن للمستثمرين كامل الحرية في بيع أو شراء الأوراق المالية .

¹ هندي منير إبراهيم ، الإدارة المالية ، مدخل تحليلي معاصر ، مصدر سبق الذكر ، ص 646

² Barreau. Jet delahaye. J . OP. cit . p157

³ الحناوي محمد صالح - العبد جلال إبراهيم ، مرجع سبق الذكر ، ص 336

ب - يمكن للمستثمرين الاقتراض دون أي قيود وبنفس الشروط التي يمكن أن تقترض بها المؤسسات.

- ج- يتصف المستثمرون بدرجة عالية من الرشد، وهذا يعني أن تكاليف العمليات غير موجودة .
- يمكن تقسيم المؤسسات إلى مجموعات تنتمي لشرائح خطر متجانسة ، إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص الخطر ، وهذا يعني بوجه عام وفقا لفروض Modigliani et Miller أن المؤسسات في نفس الصناعة تكون شريحة متجانسة من حيث الخطر .
 - تتبع المؤسسات سياسة توزيع تفضلي بتوزيع كل أرباحها ، بمعنى آخر لا توجد أرباح محتجزة .
 - المسيررون يديرون مؤسساتهم بما يخدم مصالح المساهمين (غياب تضارب المصالح)
 - لا توجد ضريبة على أرباح الشركات .
 - استبعاد مخاطر الإفلاس .

قسم كل من Modigliani et Miller نظريتهما إلى اقتراحين سيتم مناقشتها فيما يلي :

الفرع الأول: الاقتراح الأول: Proposition 1

في ظل الاقتراح الأول الذي قدمه Modigliani et Miller فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكل رأس مالها ، وأن القيمة السوقية للمؤسسة تتحدد بقدرة الأصول على توليد الأرباح ، ومعدل الخصم الذي تخصم به الأرباح وهو معدل خصم يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي لها المنشأة¹.

وكما يلاحظ من الاقتراح الأول Proposition 1 — Modigliani أنه يؤكد على أن قيمة المؤسسة ما هي إلا انعكاس لقرارات الاستثمار فيها و بفاعلية تلك القرارات و قدرتها على توليد إيرادات ، أي بفعالية توزيعها بين الاستثمارات الثابتة المتداولة و ليس بكيفية تمويل تلك الاستثمارات أي أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي .

و يمكن صياغة الاقتراح الأول في شكل معادلة تكشف عن قيمة أي مؤسسة تنتمي إلى فئة (درجة) مخاطر معينة كما يلي :²

$$V = CP + D = \frac{R \text{ ex}}{K * CP}$$

حيث : V : قيمة المؤسسة .

CP : قيمة الأموال الخاصة .

¹ المرجع السابق الذكر ، ص 337

² Modigliani et Miller, the Cost of Capital – Corporation Finance and The Theory of investment, American Economic Review, vol48, 1958 p 268

D : قيمة الديون .

Rex : نتيجة الاستغلال (النتيجة قبل المصاريف المالية)

K*CP معدل المردودية المطلوب (تكلفة الأموال الخاصة) من قبل المساهمين لمؤسسة غير مستدينة (ممولة بالكامل من الأموال الخاصة)

و بالتالي يتضح من خلال المعادلة أعلاه أن قيمة أي مؤسسة تنتمي لفئة (طبقة) مخاطر معينة تساوي مجموع قيمة الأموال الخاصة و الديون التي يتكون منها الهيكل المالي ، كما أنها تساوي نتيجة خصم نتيجة الاستغلال بمعدل يساوي تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة كما أن Modigliani et Miller و في معرض تحليلهما للاقتراح الأول يؤكدان على استقلالية التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال KO عن الهيكل المالي للمؤسسة .

لذا أن Modigliani et Miller قد صاغوا ذلك الاقتراح في صورة أخرى تقضي بأن تكلفة رأس المال لأي مؤسسة مستقلة تماما عن هيكلها المالي و أنها تساوي معدل المردودية المطلوبة من قبل المساهمين لمؤسسة أخرى تنتمي لنفس درجة المخاطر و لكنها ممولة بالكامل بالأموال الخاصة .

و يمكن صياغة الصورة الأخرى للاقتراح الأول في المعادلة التالية :

$$K_o = K^*_{cp} = \frac{R_{ex}}{V} = \frac{R_{ex}}{CP+D}$$

بالتالي طالما أن قيمة المؤسسة مستقلة عن الهيكل المالي إذا تتوقف أساسا على قدرة أصولها على التوليد إيرادات ، و طالما أنه ليس للهيكل المالي تأثير على نتيجة الاستغلال (النتيجة قبل المصاريف المالية) فإن هذا يعني ضمنا أن تكلفة رأس المال لأي مؤسسة مستدينة أو غير مستدينة مستقلة تماما عن مكونات هيكلها المالي، و هي تساوي تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة لا تعتمد على الديون في تمويلها و لكنها تنتمي لنفس فئة المخاطر.

كما يمكن إثبات رياضيا أن تكلفة رأس المال مستقلة عن الهيكل المالي للمؤسسة كما يلي :

$$K_o = K_D \times \frac{D}{D + CP} + K_{CP} \times \frac{CP}{D + CP} \dots\dots\dots 1$$

لدينا :

و لدينا علاقة المردودية المالية :

$$R_f = K_{cp} = K_e + (R_e - i) \frac{D}{CP} \quad \dots\dots\dots 2$$

بتعويض العلاقة 2 في 1 نجد :

$$K_o = R_e = \frac{R_{ex}}{CP + D} = K^*_{cp}$$

حيث : K_o تكلفة رأس المال .

R_e : المردودية الإقتصادية

K^*_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة

و لكي يثبت Modigliani et Miller صحة الاقتراح الأول و الذي يشير إلى التساوي بين قيمة مؤسستين تنتميان لنفس درجة الخطر و لكن مختلفتين من حيث تركيبية الهيكل المالي فقد اقترحا فكرة المراجعة أو الموازنة Arbitrage ، إذ أكدا على أنه إذا لم يتحقق التساوي بين القيمتين فسوف يظهر المراجحون Arbitrarians لإتمام العلاقة التوازنية بينهما .

والسؤال الذي يطرح نفسه ما هي عملية المراجعة وكيف تتحقق ؟

تشير عملية المراجعة إلى أنه إذا اختلفت مؤسستين متماثلتين في كل شيء فيما عدا أن لكل منهما هيكل مالي مختلف عن الأخرى ، بمعنى أن أحد المؤسستين تعتمد على الإقراض في حين لا تعتمد عليه الأخرى مثلا ، فإن القيمة السوقية للمؤسستين سيكون اختلافًا مؤقتًا وأن عملية المراجعة سوف تكون كفيلة بإعادة التوازن للمؤسستين أي أنها تجعل القيمة السوقية للمؤسستين متساوية .¹

وعليه فإن عملية المراجعة سوف تتحقق كما يلي :²

تحليل الموازنة و المراجعة في السوق المالي:

إذا كان لدينا مؤسستين تنتميان إلى نفس فئة المخاطرة ولها نفس معدل مردودية الأصول ومتماثلتين في الحجم، و لهما خصائص اقتصادية متشابهة تقريبا، مع افتراض أنهما مختلفتين من حيث

¹ الحناوي محمد صالح والعبد جلال إبراهيم ، مرجع سبق الذكر ، ص 339

² قريشي يوسف ، مرجع سبق ذكره ، ص 131-133

هيكل التمويل: المؤسسة 1 ممولة كلياً بأموال خاصة، بينما المؤسسة 2 تعتمد على تمويل مختلط متكون من أسهم وسندات.

حسب أطروحة Modigliani et Miller، هاتين المؤسستين لهما نفس القيمة في السوق المالي: $V1 = V2$ ، في البداية يفترض أن هناك وضعية ابتدائية $V1 > V2$ ، وقبل تحليل آلية الموازنة أو المراجعة والتي بفضلها نعود بالضرورة إلى المعادلة $V1 = V2$.

حامل أسهم المؤسسة 2 يملك جزء من أموالها الخاصة: فإذا كان NOI هي نتيجة المؤسسة 1 و 2 قبل المصاريف المالية، فإن العائد $Y2$ المتحصل عليه من هذه الحافطة و يكتب بالشكل التالي:

$$S2 = \alpha * S2$$

$$Y2 = \alpha [NOI - Kd * D2] \dots \dots \dots (1)$$

بحيث Kd . $D2$ مبلغ الفوائد المدفوع من قبل المؤسسة 2 ، الحامل لهذه الأسهم في صالحه إذا التنازل عنها لشراء أسهم المؤسسة 1 ، بحيث $S2 = \alpha * S2$ هو ناتج عن بيع أسهم المؤسسة 2 ، بالمقابل هذا المستثمر يفترض أنه يستطيع الحصول على قرض شخصي بمبلغ $D2$. بحيث أن فرضية إن السوق متاحة تقود إلى اعتبار أن المخاطرة المصاحبة لمعدل مردودية $D2/S2$ سيقوم بشكل متماثل من قبل المستثمر نفسه ومن قبل المقرضين المحتملين، سواء كان القرض اكتتب من طرف المؤسسة أو من طرف المساهم بصفته الشخصية، في ظل هذه الشروط هذا المستثمر يستطيع استعمال المبلغ المتحصل عليه لشراء أسهم المؤسسة 1 بمبلغ $s1$ بحيث :

$$s1 = s2 + \alpha * D2$$

$$\text{بحيث } s2 = \text{منتوج بيع أسهم المؤسسة 2} = \alpha * S2$$

$$s1 = \alpha * D2 = \text{مبلغ القرض الشخصي، وعليه ينتج لدينا: } s1 = \alpha (S2 + D2)$$

هذه الحافطة الجديدة تسمح بالحصول على عائد قبل المصاريف المالية يعادل حصة الربح في المؤسسة 1 الذي يعود على المساهمين، حسب حصتهم في رأس مال المؤسسة 1.

$$\text{ويساوي: } \alpha * NOI * (S2 + D2)/S1$$

بعد سداد الفوائد المترتبة على القرض الشخصي، المقدرة بـ $Kd * \alpha * D2$ يكون لدينا:

$$y_1 = \alpha * (S_2 + D_2 / S_1) * NOI - K_d * \alpha * D_2$$

في حين أن قيمة المؤسستين 1 و 2 يساوي إلى قيمة أسهما: $V_1 = S_1$ و $V_2 = S_2 + D_2$ ومنه نتحصل على المعادلة (2) كما يلي : $y_1 = \alpha * (V_2/V_1) * NOI - K_d * D_2$ (2)

على ضوء الفرضيات الابتدائية : $(V_2/V_1) > 1$ و $V_2 > V_1$ من (1) و (2) نجد أن : $Y_1 > Y_2$.

مادام أن $V_2 > V_1$ ، أي انه مادامت المؤسسة 2 تبقى مقيمة بالزيادة ، حملة أسهما في مصلحتهم التنازل عنها للحصول على عائد y_1 أعلى من y_2 المتحصل عليها من المؤسسة 2. هذا الترجيح يقود إلى العودة إلى تقييم متطابق للمؤسستين مثل : $V_1 = V_2$ و $Y_1 = Y_2$

معنى ذلك أنه إذا كان هناك مؤسستين تنتميان لنفس درجة المخاطرة و متماثلتين تماما فيما عدا هيكلهما المالي وكانت القيمة السوقية لإحدهما أكبر من القيمة السوقية للأخرى فإن عملية الراجحة يمكنها تحقيق التوازن بين القيمة السوقية للمؤسستين مهما اختلف هيكلهما المالي . 1.

الفرع الثاني : Proposition 2 تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مستدينة

ينبثق الاقتراح الثاني Proposition 2 الذي قدمه Modigliani et Miller من اقتراحهم الأول ويشير إلى أن معدل العائد المطلوب لمؤسسة تعتمد على الاقتراض يعادل معدل العائد المطلوب لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر لكنها لا تعتمد على الاقتراض في هيكلها المالي بالإضافة إلى عائد إضافي لتعويض المخاطر المالية الناجمة عن الاقتراض . 2.

ويمكن صياغة الاقتراح الثاني في المعادلة التالية :³

$$K_{cp} = K^*_{cp} + (K^*_{cp} - i) \frac{D}{CP} \dots\dots\dots 1$$

حيث :

K_{cp} : معدل المرودية المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة مستدينة .

¹ الخولي جمال بدير علي ، محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة ، رسالة ماجستير ، غير منشورة ، جامعة عين شمس ، مصر ، 1995 ، ص 27

² الحناوي محمد صالح - العبد جلال إبراهيم ، مرجع سبق الذكر ، ص 343

³ Modigliani et Mille , OP.cit .p272

K^*_{cp} : معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة غير مستدينة .
 i : معدل الفائدة على الديون .

و يتضح من هذه المعادلة وجود علاقة طردية بين تكلفة الأموال الخاصة و نسبة الاستدانة من الهيكل المالي .

ولإثبات صياغة الاقتراح الثاني والمتمثل في المعادلة 1 نقوم في البداية بتحديد معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين لمؤسسة مستدينة و الذي يعطي بالعلاقة التالي :

$$K_{cp} = \frac{R_{ex} - iD}{CP} \dots\dots\dots 2$$

حيث : R_{ex} : نتيجة الإستغلال (النتيجة قبل الفوائد)
 CP : قيمة الأموال الخاصة
 i : معدل الفائدة على الديون
 D : قيمة الديون

و بالرجوع إلى الإقتراح الأول لدينا :

$$V = CP + D = \frac{R_{ex}}{K^*_{cp}}$$

$$R_{ex} = K^*_{cp} (CP + D) \quad \text{ومنه}$$

و بالتعويض بقيمة R_{ex} في المعادلة 2 ينتج لدينا :

$$K_{cp} = K^* + (K^*_{cp} - i) \frac{D}{CP}$$

و بما أن حسب الإقتراح الأول تكلفة رأس المال K_0 تساوي معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة غير مستدينة K^*_{cp} فإنه :

$$K_{cp} = K_0 + (K_0 - i) \frac{D}{CP}$$

و يمكن التوصل إلى نفس النتيجة و ذلك بالإعتماد على علاقة التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال و التي تعطي بالعلاقة التالية :

$$K_0 = K_{cp} \frac{CP}{CP+D} + K_D \frac{D}{CP+D} \dots\dots\dots 1$$

بضرب طرفي المعادلة في $\frac{CP+D}{CP}$ نحصل على :

$$K_0 \left(1 + \frac{D}{CP}\right) = K_{CP} + K_D \frac{D}{CP}$$

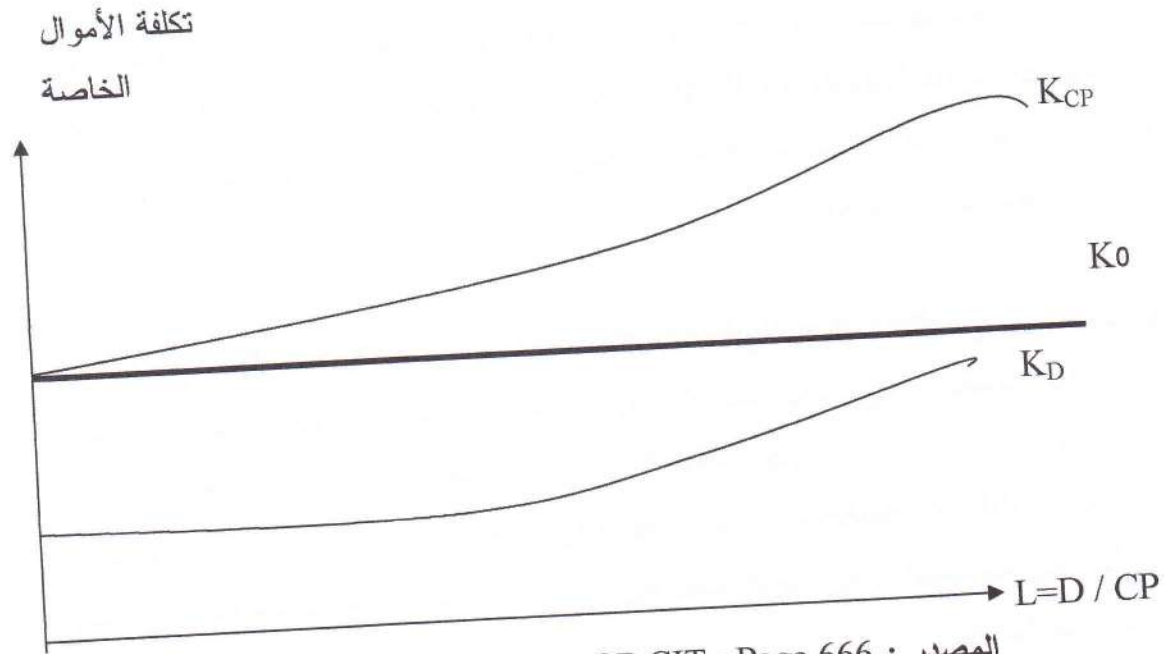
$$K_{CP} = K_0 + K_D \frac{D}{CP} - K_D \frac{D}{CP}$$

ومنه

$$K_{CP} = K_0 + (K_0 - i) \frac{D}{CP} \quad \text{بما أن } i = K_D \text{ (تكلفة الديون) فإن}$$

والنقطة الهامة فيما قدمه Modigliani et Miller في إفتراضهما الثاني هو أن تكلفة الأموال تظل ثابتة لا تتغير ولا تتأثر بمكونات هيكل رأس المال وتساوي في نفس الوقت معدل العائد على أموال الملاك في مؤسسة مماثلة تنتمي لنفس فئة الخطر ولا تعتمد على الاقتراض في هيكلها المالي¹.

الشكل (2-9) : العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الاستدانة حسب الاقتراح الثاني لـ Modigliani et Miller في غياب الضرائب .



¹ الحناوي محمد صالح *العبد جلال إبراهيم ، مرجع سبق الذكر ، ص345

نلاحظ من خلال الشكل (2-9) أنه عندما يكون KD في حالة ارتفاع فإن وتيرة الزيادة في KCP تتباطأ بالقدر الذي تظل فيه Ko ، ويعود ذلك إلى كون المساهمين يتخلصون عن جزء من المخاطر المؤسسة الذي يتحول إلى المدينين بمجرد أن يصبح مبلغ الدين كبيراً¹.

- ما نستخلصه من أطروحة Modigliani et Miller في غياب الضرائب ، أن كل من قيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال مستقلتان عن الهيكل المالي ، ومنه لا يوجد هيكل مالي أمثل يعظم قيمة المؤسسة ويدني تكلفة الأموال .

الفرع الثالث: انتقادات أطروحة Modigliani et Miller

الانتقادات الموجهة إلى تحليل كلا من Modigliani & Miller بالرغم من تعددها فإنها تتمحور حول مسألة " الواقعية " للنموذج وسوف نقدمها فيما يلي².

في المقام الأول، تم انتقاد الفرضية النظرية مجانية السوق، في حين أن هذه الفرضية تلعب دوراً أساسياً في تحليل كلا من Modiglian و Miller، لأن قبول الأطروحة مشروط بتدخل آلية الموازنة و المراجعة، التي تفترض مسبقاً وجود إمكانية إحلال مطلق بين الأوراق التي يكون لها خصائص متطابقة من حيث المخاطرة و المردودية.

- من جهة ثانية، نموذج Modigliani & Miller يفترض عدم وجود أي نوع من الضرائب، في حين أن الفوائد قابلة للتخفيض في حساب الضرائب، بينما المساهمين ليس لهم الحق إلا في الأرباح بعد الضرائب وهو ما لا يحول دون أن يكون لذلك أثار على تكلفة الدين و الأموال الخاصة، على هذا الأساس طلب من Modigliani & Miller تقديم أجوبة في حالة وجود ضرائب على الأرباح بإدخال تغييرات على نموذجهما، وهي أجوبة تجعل من أن يصل إلى نتائج متقاربة مع النتائج التي قدمتها نظرية الربح الصافي.

الاعتراض الثالث يكمن في تشبيه Modigliani & Miller لشروط الإقراض المتاح للأفراد و المؤسسات، وعليه إجراءات المراجعة لا يمكن لها أن تتم إلا في حالة توافر الشرطين التاليين:

¹ إلياس بن ساسي ، قريشي يوسف ، مرجع سبق ذكره ، ص 369

² قريشي يوسف ، مرجع سبق ذكره ، ص 139

1- إن المتعاملين في السوق المالي يجب أن يكون لهم نفس طريقة تقدير المخاطرة لمعدل مديونية معين، سواء كانت هذه المديونية مكتتبة مباشرة من قبلهم بصفتهم أفراد أو من قبل المؤسسات التي يحوزون على قسم من أسهمها.

2- من جهة أخرى، تكلفة القرض يجب أن تكون ذاتها، سواء كان الاككتاب تم من قبل مؤسسة أو أفراد معزولون.

- في حين أن تحقق هذين الشرطين يطرح في الواقع إشكالية كبيرة. ففي المقام الأول، المخاطرة المقدره ليست نفسها بالنسبة لكل الأعوان الاقتصاديين، فهي تختلف حسب ما إذا كانت المديونية فردية أو مكتتبة من قبل المؤسسة التي سيصبح مساهما فيها؛ في الحالة الثانية، المخاطرة غير مرتبطة إلا بمبلغ الأموال " الموظفة" في المؤسسة المقترضة؛

فيما يتعلق بشروط الإقراض، فمن الأكيد أن الهيئات المالية بالخصوص وكل المقرضين بوجه عام لا يقتصرون في تطبيق معدل سوق واحد عند تفاوضهم حول الاعتمادات التي يمكن أن يعطوها: فالمعدل الحقيقي يكون محل تعديل حسب شخصية و " التقل الاقتصادي" للمقترض.

من الواضح أن فرضيات Modigliani & Miller غير متسمة " بالواقعية". بالمقابل يجب الإشادة بالتناسق والتجانس الواضح في تحليلهما. فإلى يومنا هذا لم تتمكن هذه الانتقادات من أن تدحض المنطق الداخلي لتحليلهما، بمجرد قبول فرضياتهما، خاصة إمكانية المراجعة في السوق المالي، فإنه يتم التسليم بالنتائج المتوصل إليها.

المطلب الثاني : الهيكل المالي للمؤسسة في وجود الضرائب

تتاولنا وجهة نظر كلا من Modigliani & Miller في حالة عدم وجود ضرائب، و الآن نعرض لوجهة نظريهما في شأن تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة، ولكن بافتراض وجود ضرائب. ففي مقال لهما في سنة 1963 حاولا تدارك الانتقادات التي وجهت لنموذجهما، خاصة تلك المتعلقة بتجاهلهما للضريبة على ربح المؤسسة و الضريبة على دخل المستثمر الشخصي.

الفرع الأول: الاقتراح الأول

أدرك Modigliani & Miller في دراستهما عام 1963 أن إسقاط فرضية عدم وجود الضريبة على دخل الشركات من شأنه ألا يحافظ على ما توصل إليه قبل ذلك من ثبات تكلفة الأموال ومن ثم

القيمة السوقية للشركة المستخدمة للاقتراض ، و أن وجود ضريبة على دخل الشركات سوف يترتب عليه أن تنخفض تكلفة الأموال ، وترتفع القيمة السوقية للشركة المقترضة عن القيمة السوقية لشركة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر غير أنها ممولة بالكامل عن طريق الملاك وسوف ترتفع القيمة السوقية للشركة المقترضة بمقدار الوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض ¹.

من بين الميزات التي تتيحها الاستدانة، إنها تعتبر من بين التكاليف التي يمكن تخفيضها عند حساب الضريبة على الربح déductible، ومن ثم فإن خضوع ربح المؤسسة للضريبة يعني أن المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من القروض إلى جانب الأموال الخاصة تستطيع تحقيق وفورات ضريبية. ومن هذا المنطلق لا يرفض Miller & Modigliani الادعاء بأنه في حالة وجود ضريبة على أرباح الشركات، فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكل تمويلها من قروض و أموال خاصة، سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير أن هيكل تمويلها يتكون من أموال خاصة فقط. إلا أنهما يؤكدان على أن هذا الفرق بين القيمة السوقية للمؤسستين لا ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة. أما إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك، فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين على الأساس المذكور ².

فقابلية تخفيض المصاريف المالية من الوعاء الضريبي على الشركات، تمثل في وقع الأمر مساعدة une subvention من قبل الدولة للمؤسسة، ومن أجل أن تستطيع هذه الأخيرة الاستفادة منها يكفي أن تكون خاضعة للضريبة، أي محققة لربح.

فإذا كانت المؤسسة تستعمل المديونية بشكل دائم، فإنها تستفيد من وفورات ضريبية، يجب أن تلحقها بقيمة أصولها الاقتصادية. في هذه الحالة الربح بعد الضريبة يصبح $X(1-T)$

فعندما تكون هناك ضريبة على أرباح الشركات، فإن القيمة الاقتصادية لمؤسسة مستدينة يساوي إلى القيمة الاقتصادية لمؤسسة غير مستدينة زائد القيمة الحالية للوفورات الضريبية المرتبطة بالمديونية.

التحيين الذي يتم من أجله حساب قيمة المؤسسة:

$$VN = X(1-T)/R$$

' حيث R يمثل معدل التحيين بعد الأخذ في الاعتبار الأثر الضريبي.

بالنسبة للمؤسسة المستدينة؛ الربح بعد الضريبة وقبل التكاليف المالية هو: $X(1-T) + rTD$.

حيث rTD تمثل الوفورات الضريبية المحققة بفعل الاستدانة.

¹ الحناوي محمد صالح، العبد جلال إبراهيم، مرجع سبق الذكر، ص 349

² هندي منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص 660

قيمة المؤسسة المستدنية إذا هي: $VE = X(1-T)/R' + Rtd/r = VE + TD$ ¹

وقد يطرح التساؤل على أي معدل تحيين يستخدم لحساب القيمة الحالية للوفورات الضريبية المرتبطة بالمديونية، تكلفة الاستدانة، التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال أو تكلفة الأموال الخاصة؟ يرجح أن يتم التحيين بتكلفة الأموال الخاصة، لأن الوفورات الضريبية تعود في النهاية إلى المساهمين.

قيمة الوفورات الضريبية = قيمة الديون X معدل الفائدة X معدل الضريبة / تكلفة الأموال الخاصة

وفقا لهذه الأخذ في الحسبان لدور الضرائب، فإن على المؤسسة تعظيم حجم الديون في هيكلها المالي من أجل الاستفادة القصوى من ميزات الضرائب الملحقه.

الفرع الثاني : الاقتراح الثاني Proposition2 تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مستدنية.

تقتضي النظرية الثانية أن تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة المقترضة ، ينبغي أن تساوي تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مقترضة مضافا إليها مكافأة عن المخاطر المالية تتحدد على أساس : الفرق بين تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مقترضة وتكلفة الاقتراض التي يفترض Modigliani & Miller أنها ثابتة لكافة المؤسسات . كما تتحدد على أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسة، ونسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة لهيكل رأس مال المؤسسة .²
ونلخص مضمون هذا الاقتراح في المعادلة التالية:³

$$K_{CP} = K^*_{CP} + (K^*_{CP} - i) \frac{D}{CP} (1 - t)$$

حيث : K_{CP} : معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة مستدنية .

K^*_{CP} : معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة غير مستدنية

i : معدل الفائدة على الديون.

t : معدل الضريبة على أرباح الشركات .

¹ قريشي يوسف ، مرجع سبق ذكره ، ص 142

² هندي منير إبراهيم ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، مرجع سابق ذكره ص ، 237

³ زغود تبر ، مرجع سابق ذكره ، ص 79

بالتالي حسب هذه المعادلة فإن تكلفة الأموال الخاصة تزداد بارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة (علاقة طردية) و لكن بمعدل أكثر بطئا مما هو عليه في حالة غياب الضرائب و هذا هو السبب في نتيجة الاقتراح الأول الذي مؤداه أن قيمة المؤسسة ترتفع مع زيادة نسبة الاستدانة .

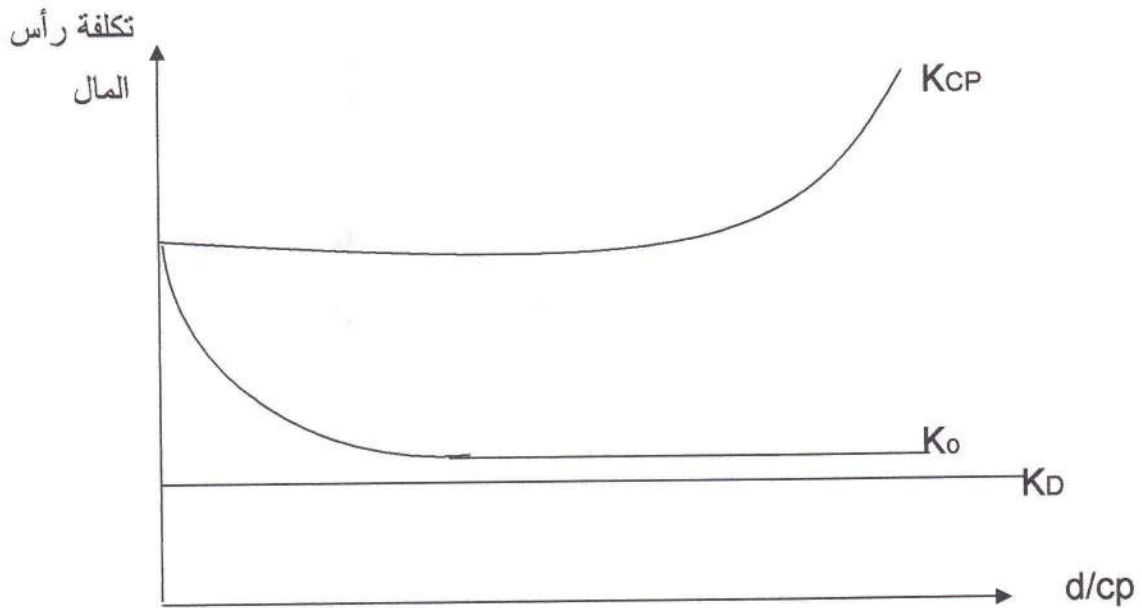
و عليه في حالة خضوع المؤسسة للضريبة على أرباح الشركات فإن ارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي (المصدر الأقل التكلفة بسبب المزايا الضريبية) سوف يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال و التي تعطى بالعلاقة التالية :

$$K_o = K_{CP} \frac{CP}{CP+D} + K_D (1 - t) \frac{D}{CP+D}$$

ويوضح الشكل التالي العلاقة بين الاستدانة و تكلفة رأس المال وفقا لنظرية Modigliani & Miller المعدل ضريبيا .

الشكل (2-10) العلاقة بين تكلفة رأس المال و نسبة الاستدانة حسب النظرية

Modigliani & Miller



المصدر: هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 242

خلاصة الفصل

نستخلص من خلال هذه الدراسة حول الجدل القائم حول تأثير الهيكل المالي على تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة، فيرى مؤيدي النظرية التقليدية أن تكلفة رأس المال تتخفض كلما زادت قيمة الاستدانة وانخفضت قيمة الأموال الخاصة، أي كلما زادت نسبة الديون إلى الأموال الخاصة وكلما انخفضت تكلفة رأس المال ترتفع قيمة المؤسسة، فقد خلصنا حسب هذه النظرية إلى أن الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الديون .

إلا أن Modigliani et Miller وحسب منظورهما يريان أن الهيكل المالي في ظل وجود الضريبة لا يمكن أن يكون له تأثير على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، لا يتغيران بتغير الهيكل المالي، وهو ما يختلف مع مدخل صافي الربح، ويتوافق مع مدخل ربح الاستغلال، ولقد دلا على ذلك باستخدام فكرة المراجعة .

أما في حالة وجود الضرائب على دخل المؤسسات، فقد خلصنا حسب ما يعترف به Modigliani et Miller أن قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكلها المالي من قروض، تفوق قيمة مؤسسة مماثلة ولكن يتكون هيكلها المالي من الأموال الخاصة فقط، غير أنهما يؤكدان أن الفرق بين قيمة المؤسستين لا ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية .

الفصل الثالث :

دراسة ميدانية للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز

تمهيد

بعدها تطرقنا في الفصل السابق إلى أهم المداخل المفسرة للهيكل المالي، وحتى نتمكن من إثراء دراستنا وجعلها ذات قيمة دعمناها بدراسة ميدانية لإسقاط المنظور النظري على الشركة محل الدراسة، فهذه الشركة تمثل أحد أهم الشركات الجزائرية من حيث نوع الخدمات الإستراتيجية التي تقدمها، ومن حيث احتكارها لهذا النوع من الخدمات، ألا وهي الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز - سونالغاز، سوف نقوم من خلال هذا الفصل بدراسة ميدانية لشركة سونالغاز، والتعرف على أهم المراحل والمحطات التي مرت بها الشركة، وأهم فروعها الموزعة عبر التراب الوطني .

أما في الجزء الثاني من هذا الفصل فسنبقوم بدراسة الهيكل المالي للشركة من خلال التعرف على مصادر تمويل الشركة وتتبع تغيراتها، وحساب تكلفة كل منها والتكلفة الإجمالية للهيكل المالي . ومحاولة الحكم على توليفة مصادر تمويل شركة سونالغاز من خلال تحليل النسب المالية للشركة . وفي الأخير نستخلص جملة من الاستنتاجات حول الوضعية المالية لشركة سونالغاز .

المبحث الأول : تقديم الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز

المطلب الأول : مراحل تطور الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز - سونالغاز

كانت نهاية الحرب العالمية الثانية هي الفترة التي بدأ فيها الاهتمام بالتصنيع الجديد للجزائر. كان الهدف الاستراتيجي متمثلا في تحويل المستعمرة إلى قاعدة خلفية صناعية حقيقية لفرنسا . وهكذا، تم التفكير في إقامة صناعات مثل التعدين، مع إنشاء الأفران العالية في بونة (عنابة)، وذلك من أجل استغلال منجم الحديد بالونزة، والأسمنت مع مصنعي (Pointe Pescade)، ريس حميدو حاليا بالجزائر، وزفيزف، ومجالات أخرى مثل مصانع البلاط والزجاج ومطاحن الزيتون ... وغيرها . وتبين آنذاك أن الطاقة الكهربائية والغازية أصبحت أكبر من ضرورة.

وكان المرسوم 5 جوان 1947 هو الذي أنشأ المؤسسة العمومية الوطنية "كهرباء وغاز الجزائر" (ورمزها المختصر EGA).

في ذلك الوقت، كانت هناك 16 شركة تتقاسم التنازلات عن الكهرباء في الجزائر : مجموعة لوبون Lebon والشركة الجزائرية للإضاءة والقوة (SAEF) في الوسط وفي الغرب وشركة بوربوني Bourbonnais في الشرق وكذا مصانع ليفي Lévy في قسنطينة .

تم تحويل هذه الشركات البالغ عددها 16، الحائزة على التنازلات، إلى شركة "كهرباء وغاز الجزائر" بمرسوم مؤرخ في 16 أوت 1947.

وفيما يلي سنتعرض إلى أهم المراحل التي مرت بها الشركة :¹

1- شركة "كهرباء وغاز الجزائر" والطاقة الكهربائية

بمجرد إنشاء شركة "كهرباء وغاز الجزائر" ، حددت السلطات الاستعمارية هدفا متوسط المدى، يرمي إلى تجهيز الجزائر بتجهيزات ضرورية لتموين الشبكة بالطاقة في المناطق التي يوجد فيها سكان المدن بكثافة ومناطق الصناعات الأوروبية وكذا المراكز الفلاحية الاستعمارية الكبرى. في نهاية سنة 1947، تقرر إنشاء خط قمة للتبادل البيني ذي 150 كيلو فولط، يقطع الجزائر من شرقها إلى غربها. كان على مساره أن يسلك طريق الساحل والهضاب العليا بين الأطلسين التلي والصحراوي. كان من المتوقع أن تأتي خطوط جانبية ذات 60 كيلوفولط و 90 كيلوفولط لتتصل بهذا الخط الرئيسي في انتظار إنجاز الربط البيني الأول ذي 90 كيلوفولط مع تونس والذي تحقق في عام 1956 .

¹ WWW.SONALGAZ.COM/DZ/ arabe, 15-05-2010

1962 عشية الاستقلال، كان العنصر الأوروبي يمثل 87% من مجموع المشتركين

2- شركة "كهرباء وغاز الجزائر"

والغاز، ابتداء من التنمية الصناعية الثقيلة. بالفعل، على الرغم من وفرة الحديد الخام في منطقة الونزة، لم يتمكن النعدين من الاستقرار في بونة (عنابة) بسبب عدم توفر الفحم الحجري بكميات كافية. وعلى ضوء الشروع في استغلال احتياط الصحراء، كان على الصناعات المعدنية أن تتطرق لتوفر ما قيمته مليون طن من الحديد الصلب سنويا.

لكن وجود الموارد الغازية لم يكن كافيا لإنشاء صناعة حقيقية. كان لا بد من التوصل إلى إدماج ملائم لأسعار تكلفة تنافسية. كما أن استعمال الغاز كان مرتبطا بتنظيم مسبق للنقل الذي يتطلب استثمارات يصعب جعلها ذات مردودية. بالإضافة إلى أن ظرف حرب التحرير الوطني كان يطرح مشكلا كذلك.

وعلى العموم، فحتى مع هذه الاكتشافات والآفاق التي تفتح في ميدان الغاز، فإن شركة "كهرباء وغاز الجزائر"، باعتبارها مؤسسة عمومية وطنية لديها وسائل مالية وتقنية قليلة، لا يمكنها أن تدعي أنها قادرة على التكفل بجميع المبادرات التي تتطلبها المعطيات الطاقوية الجديدة.

خلال الحقبة الاستعمارية، كان الغاز يصنع انطلاقا من الفحم الحجري وفحم الكوك، في كبريات مدن الشمال، لاسيما في مصنع الحامة. وكانت التغذية تتم انطلاقا من الشبكات المتصلة مباشرة بالمصانع الهامة.

مع التأميم الذي جرى في 1947، شرعت شركة "كهرباء وغاز الجزائر" في تدعيم وسائل إنتاجها، بالتكفل بتجديد تجهيزات 11 مصنعا تشتغل بالغاز واقعة في مستغانم، وأورليان فيل (الشلف)، وقسنطينة، وفيليب فيل (سكيدة)، وبونة (عنابة). وقامت كذلك ببناء وحدتين أخريتين في وهران/سانت هيبير والجزائر/جسر قسنطينة، وذلك من أجل تموين مدن سيدي بلعباس والبلدية. لكن اكتشاف الغاز في عام 1956 سيغير معطيات الميزان الطاقوي ويسمح بالتفكير في التنمية المحلية

3- تحدي الخلافة 1962

عند الاستقلال، كان على سونلغاز التي كانت تسمى : كهرباء وغاز الجزائر، أن تواجه الذهاب الجماعي للإطارات الفرنسيين. كان من الحتمي ضمان الاستخلاف والمساهمة بذلك في امتلاك التحكم في أداة أساسية لتحقيق السيادة الوطنية.

ينبغي أن نعلم أنه عشية استقلال الجزائر، كان مجمل تعداد موظفي EGA مكونا من حوالي 5000 عون دائمين ومؤقتين (4633 موظفا مرسما في سنة 1959).

كان القليل جدا من الجزائريين موجودين في المستويات المختلفة للمؤسسة. كان أكبر عدد منهم بين

أعداد الأعوان المؤقتين أو أنهم كانوا محصورين في مناصب العمل الثانوية وفي معظم الأحيان في الوظائف الشاقة، كما هو الأمر في مصانع الغاز.

كان هناك بعض الجزائريين في الإدارة لكن بأعداد غير كافية. بالفعل، من بين 295 مهندسا وإطارا، لم يكن هناك أي جزائري. ووصول أول مهندس لا يزال عالقا في أذهان القدماء الذين اعتبروا ذلك حدثا لا ينسى. وهكذا، فقد أحتل شخص واحد منصب مهندس، وكان ذلك في سنة 1956، كان يسمى مصطفى بن قدور. كان قد وظف في المديرية الجهوية للجزائر العاصمة.

مما لا شك فيه أن الجهد المشترك لمسؤولي الخلية الاقتصادية للهيئة التنفيذية المؤقتة آنذاك، التابعة لفدرالية عمال الكهرباء و الغاز بالاتحاد العام للعمال الجزائريين، قد مكن من ارسال شبان جزائريين حاملين لشهادات ممن تخرجوا على التو من الجامعات و المدارس الكبرى الأجنبية - وأغلبهم اطارات من منظمة الأتحاد العام للطلبة الجزائريين، وهو الفرع الجامعي لجبهة التحرير الوطني، للتكوين بالضافة الى عمال EGA، وهذا الجهد هو الذي مكن من ملء الفراغ الذي كان سيتركه الذهاب الجامعي للاطارات الأوربيين.

وهكذا تم التكفل أولا باستعادة المهمة الإدارية، مع ترقية جزائريين إلى مناصب رئيس مصلحة على مستوى الجزائر العاصمة وهران وقسنطينة.

أما المهام التقنية، فقد تبين أنها أصعب للمراقبة بالنظر لنقص التقنيين. كان لا بد من ضمان الاحتفاظ بجزء من موظفي الاستغلال، الذين كانوا فرنسيين بصفة أساسية، ثم

اللجوء إلى توظيف مهندسين جدد وأعوان التحم ووضعهم في تزاوج على المناصب إلى غاية التوصل إلى جعل المراقبة الحقيقية ممكنة من قبل الجزائريين.

4- إنشاء شركة سونلغاز 1969

لقد تم إنشاء سونلغاز وفقا للأمر رقم 69 - 59، المؤرخ في 28 جويلية 1969 (الصادر في الجريدة الرسمية رقم 63 بتاريخ 1 أوت 1969) المتضمن حل شركة "كهرباء وغاز الجزائر EGA وإنشاء الشركة الجديدة المتمثلة في الشركة الوطنية للكهرباء و الغاز .

يندرج هذا النص في إطار تدابير تأميم القطاعات الحيوية للاقتصاد الوطني وهي العملية التي انطلقت في 1966، بل قبل هذا التاريخ بالنسبة لبعض القطاعات.

لكي تستطيع سونلغاز المساهمة في بناء هياكل اقتصادية وطنية، حدد لها الأمر السالف ذكره مجال تدخل واسع جدا. ومنح لها على الخصوص احتكارا كليا لإنتاج الكهرباء و الغاز المصنعين ونقلهما

وتوزيعهما واستيرادهما وتصديرهما المادتان 4 و 7. وحولت لها جميع ممتلكات شركة "كهرباء وغاز الجزائر" سابقا.

في 1969، كانت سونلغاز قد أصبحت مؤسسة ذات حجم كبير بلغ عدد موظفيها حوالي 6000 عون. وأصبحت تمون حوالي 700000 زبون. ومنذ تنصيبها، اهتمت الشركة، بالإضافة إلى تركيب وصيانة التجهيزات المنزلية التي تشتغل بالكهرباء أو بالغاز، بترقية استعمال الغاز الطبيعي والكهرباء في القطاعات الصناعية والصناعات التقليدية والاستعمالات المنزلية.

5- ميلاد مؤسسات الأشغال 1983

لقد شرع في إنجاز الأشغال المتعلقة بالكهربة التامة للبلاد منذ منتصف السبعينات. إن تقدم وتيرة هذه الأشغال يأخذ في الحسبان عملية التوفير التدريجي لكن السريع، للوسائل الضرورية) الهيكلية والبشرية والمادية)، في انسجام كلي مع أهداف تطوير الهياكل والشبكات المستهدفة. بالفعل، تبين في وقت لاحق أن برنامج الكهرباء هذا سيؤدي إلى مضاعفة مجموع المميزات التقنية لتوزيع الكهرباء ذات التوتر المتوسط MT والتوتر الضعيف BT، بل الوصول بها إلى ثلاثة أضعاف خلال عشر سنوات. لذلك، ولكي يتم تطبيق السياسة الطاقوية للبلاد، كان على سونلغاز تطوير وسائل معتبرة للدراسات والإنجاز. كما ساهمت من جهة أخرى في تحديد الإستراتيجية الصناعية للصناعة المحلية لأهم التجهيزات الكهربائية الرئيسية (محولات، أعمدة، اسلاك ...) الضرورية لشبكات التوزيع. وبهذا الصدد، ولكي تتمكن سونلغاز من إنجاز هذا البرنامج حتى نهايته، وفرت هياكل الإنجاز المناسبة المندمجة في المؤسسة. وتطورت هذه الهياكل بسرعة لتصبح كيانات هامة جدا في مجال الأشغال مع نشاطات متميزة جدا عن هياكل سونلغاز الأخرى، إلى أن تحولت في نهاية المطاف إلى مؤسسات مستقلة.

وهكذا، فقد عرفت سونلغاز إعادة هيكلة أولى في 1983. أدت هذه الأخيرة إلى ميلاد خمس (05) مؤسسات أشغال متخصصة وكذا مؤسسة أخرى للتصنيع هي:

كهريف للكهربة

كهركيب للهياكل والمنشآت الكهربائية

إينيرغا للهندسة المدنية

التركيب للتكرير الصناعي

كاناغاز لإنجاز شبكات الغاز

و AMC لصناعة العدادات وأجهزة القياس والمراقبة.

وبفضل هذه الشركات صارت سونلغاز تتوفر حاليا على تجهيزات كهربائية وغازية تستجيب لحاجات لتنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد. وعلى ضوء إعادة الهيكلة الأخيرة التي مست سونلغاز، انتهى الأمر بالمؤسسات الخمس بالعودة لأحضان المجموعة.

6- إنشاء الفروع المحيطية 1998

لم يكن قرار ترقية بعض النشاطات المندمجة داخل سونلغاز إلى فروع اختيارا متعمدا. بل كان بديلا أملاه الظرف الاقتصادي السائد آنذاك، والمبني على قوانين المنافسة والقدرة التنافسية الجديدة. إن التأقلم مع هذه البيئة الجديدة يتطلب بالضرورة إعادة التمرکز حول مهنها القاعدية وإعادة هيكلة نشاطاتها الملحقة. وهكذا بادرت سونلغاز بطرح تفكير يتناول هذا المشكل. مكن هذا التفكير من التوصل إلى قرار إدخال تغييرات بالنسبة لطرق تسيير هذه النشاطات التي يقدر بأنها ليست إستراتيجية، وتنظيمها. أدت هذه الدراسة إلى إنشاء مؤسسات جديدة مستقلة من الناحية القانونية عن سونلغاز، مكلفة بميادين النشاطات المحيطة.

في أول جانفي 1998، رأت تسعة فروع النور. ويتعلق الأمر بما يلي :

- فرع مكلف بصيانة التجهيزات الصناعية ، MEI
- ثلاثة فروع مكلفة بتصليح المحولات (TRANSFO الوسط، الشرق والغرب)
- فرع مكلف بأشغال الطباعة SAT Info :
- أربعة فروع مكلفة بصيانة وخدمات العربات (MPV : الجزائر، قسنطينة، وهران، وورقلة)

7- جوان 2002 سونلغاز شركة ذات أسهم

استقلالية أكبر في التسيير

بموجب المرسوم الرئاسي رقم 195-02 المؤرخ في أول يونيو سنة 2002 ، المتضمن القانون الأساسي للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز المسماة -سونلغاز - شركة مساهمة- تحولت سونلغاز من مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري إلى شركة مساهمة تحوز الدولة رأسمالها. وهذا الانتقال تمليه ضرورة قيام سونلغاز بتكييف نفسها للتلائم مع القواعد الجديدة لتسيير القطاع التي أوجبها القانون ولاسيما انفتاح الأعمال والأنشطة وولوج باب المنافسة، وإمكانية اللجوء إلى التساهمية الخاصة. ومن ناحية أخرى فإن هذا القانون الأساسي الجديد يخول المؤسسة استقلالية أكبر ويسمح لها بأن تمارس مسؤولياتها كاملة.

إن تحديد هدفها الاجتماعي ليفتح لها آفاقا جديدة، فزيادة على أنشطتها المعتادة من إنتاج الكهرباء ونقل وتوزيع الكهرباء والغاز، توفرت لسونلغاز إمكانية العمل والتدخل في العلية تجاه قطاع المحروقات والقيام على العموم بممارسة أعمال خارج الجزائر.

وعلى صعيد تسييرها. يشرف على تسيير سونلغاز شركة مساهمة جمعية عامة ومجلس إدارة ويديرها رئيس مدير عام.

في هذا الإطار نجد أربعة (04) أنواع من المهام هي:

- مهمة تسمح بممارسة احتكار إنتاج الطاقة الكهربائية ونقلها وتوزيعها وكذا التوزيع العمومي للغاز.
- مهمة صيانة المنشآت والتجهيزات المرتبطة بهذه النشاطات وتجديدها.
- مهام ذات طابع تجاري (مساعدة الزبون، بيع وتركيب الآلات، أخذ مساهمات، إنشاء فروع وغير ذلك).
- مهام الدراسات الهندسية والتطوير (في الجزائر وفي الخارج).

المطلب الثاني: فروع الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز .

بدأت عملية تحويل سونلغاز في جانفي 2004 مع إنشاء ثلاث شركات "مهن قاعدية". وهكذا فإن الوحدات المسؤولة عن إنتاج الكهرباء و نقلها وعن نقل الغاز قد شيدت كفروع تضمن إنجاز هذه النشاطات. ويتعلق الأمر بما يلي:

الفرع الاول : فروع المهن القاعدية

- الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء SPE
- الشركة الجزائرية لتسيير شبكة نقل الكهرباء GRTE
- الشركة الجزائرية لتسيير شبكة نقل الغاز GRTG

في سنة 2005 ، تم إنشاء فرعين جديدين (المهن المحيطة) أي:

- الشركة المدنية لطب العمل SMT

- مركز البحث وتطوير الكهرباء والغاز . CREDEG

خلال هذه السنة ذاتها، عرفت بعض الفروع المحيطة التي أنشئت في 1998 إعادة هيكلة.

- أدمجت الشركات الأربع لصيانة وخدمات السيارات لتكوّن شركة وحيدة هي شركة: صيانة وخدمات السيارات . MPV

- وكذلك الأمر بالنسبة لشركات صيانة المحولات الثلاث التي تم جمعها في شركة وحيدة هي: شركة خدمات المحولات الكهربائية. SKMK

وهكذا اكتمل شكل قطب فروع (المهن المحيطة) مع الفروع التي كانت موجودة سابقا وهي:

- شركة النقل والشحن الاستثنائي للتجهيزات الصناعية والكهربائية TRANSMEX التي أنشئت في

1993.

- شركة الوقاية والعمل الأمني SPAS التي أنشئت في 1996 والتي تضمن حماية أكثر من 800 موقع لمجمع سونلغاز عبر جميع أنحاء التراب الوطني .
- صندوق الخدمات الاجتماعية والثقافية FOSC ، وهي شركة مدنية مكلفة بقطاع الخدمات الاجتماعية لفائدة عمال جميع فروع مجمع سونلغاز، أنشئت في 1997.
- نزل المزارعين HMP، الذي تم اقتناؤه في 1997
- شركة صيانة التجهيزات الصناعية MEI ، أنشئت في 1998.
- وكذا الشركة الجزائرية لتقنيات الإعلام SAT Info ، أنشئت بدورها في 1998
- وأخيرا، إنشاء المتجر الجزائري للعتاد الكهربائي والغازي CAMEG ، في 2003 ، وهو فرع مهمته الرئيسية تسويق العتاد الكهربائي والغازي عبر شبكة توزيع تغطي مجموع أنحاء التراب الوطني.
- في 2006 ، تم إنشاء خمس شركات "مهن قاعدية" أخرى. فرع أول: مسير منظومة الكهرباء OS ، مكلف بإدارة نظام إنتاج/نقل الكهرباء.

تم إنشاء أربعة فروع تضمن مهنة توزيع الكهرباء والغاز، هي:

- الشركة الجزائرية لتوزيع كهرباء وغاز الجزائر SDA
 - الشركة الجزائرية لتوزيع كهرباء وغاز الوسط SDC
 - الشركة الجزائرية لتوزيع كهرباء وغاز الشرق SDE
 - الشركة الجزائرية لتوزيع كهرباء وغاز الغرب SDO
- تضاف هذه الشركات الخمس لكل من الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء SPE ، والشركة الجزائرية لتسيير شبكة نقل الكهرباء GRTE ، والشركة الجزائرية لتسيير شبكة نقل الغاز GRTG ، لتكون قطب (المهن القاعدية)

يتضمن هذا القطب الأخير كذلك :

- شركة كهرباء ترقية SKT
 - شركة كهرباء كدية الدروش SKD
 - شركة كهرباء البروقية SKB
 - شركة كهرباء سكيكدة SKS
- هذه الشركات الأربع هي محطات إنتاج الكهرباء أنشئت بمساهمة سونا طراك.
- خلال هذه السنة ذاتها، 2006 ، وفي سياق دعم تنظيم سونلغاز على شكل مجمع وإنجاز برنامج تطوير هام للمجمع،

الفرع الثاني: فروع الأشغال

من أجل تنفيذ السياسة الطاقوية للبلاد، كان على سونلغاز أن تطور في سنوات السبعينات وسائل إنجاز مطابقة لأهداف تطوير المنشآت والشبكات المستهدفة. وهكذا، فقد اقتنت هياكل إنجاز ملائمة، مندمجة داخل المؤسسة.

عرفت هذه الأخيرة تطورا سريعا لتتحول إلى وحدات أشغال هامة ذات نشاطات مميزة عن هياكل سونلغاز الأخرى. وتحولت في الأخير إلى مؤسسات مستقلة على ضوء إعادة هيكلة سونلغاز التي تمت في 1984.

وكنتيجة لتعزيز تنظيم سونلغاز على شكل مجمع صناعي وإنجاز برنامج هام لتطوير المجمع، عادت مؤسسات الإنجاز هذه، منذ جانفي 2006.

وهي:

- شركة أشغال الكهربية KAHRIF

- شركة الأشغال والتركيب الكهربائي KAHRAKIB

- شركة إنجاز القنوات KANAGHAZ

- شركة إنجاز المنشآت الأساسية INERGA.

- شركة التركيب الصناعي ETTERKIB.

إلى أحضان مجمع سونلغاز، بقرار للسلطات العمومية، بعد أن كانت عبارة عن هياكل إنجاز مندمجة في المؤسسة، ثم رقيت إلى مؤسسات مستقلة على ضوء إعادة الهيكلة التي تمت في 1983 في جانفي 2007، جاء دور مراكز الانتقاء والتكوين التابعة لسونلغاز لترقى إلى فرع هو:

معهد التكوين في الكهرباء والغاز IFEG.

وتم توقيع إنهاء عملية إعادة هيكلة مجمع سونلغاز مع إنشاء شركة هندسة الكهرباء والغاز CEEG في شهر جانفي 2009، الأمر الذي جعل عدد فروع قطب "الأشغال" يبلغ ستة فروع. في هذا التاريخ ذاته، تم إنشاء شركتين أخريين، هما: الجزائرية لتكنولوجيا الإعلام ELIT وشركة الممتلكات العقارية للصناعات الكهربائية والغازية. SOPIEG. أصبحت سونلغاز اليوم مجمعا صناعيا يتكون من 39 شركة.

الفرع الثالث: فروع المساهمة مباشرة هي:

- الشركة الجزائرية للطاقة. Algerian Energy Compagny AEC

- الشركة الجزائرية للطاقة والاتصالات. Algerian Energy Telecom Company AETC

- الطاقة الجديدة الجزائر. New Energy Algeria NEAL

- شركة الخدمات الهندسية الجزائرية Algerian Engineering Service Compagny

ALGESCO.

- الشركة الجزائرية الفرنسية للهندسة والإنجاز Société Algéro-Française d'Ingénierie et de Réalisations SAFIR .

- شركة كهرباء حجرة النوس. Shariket Kahraba Hadjret ennous SKH .

هذا، دون حساب المساهمات غير المباشرة مثل (كهرباء)، وأخذ مساهمة من خلال فرع AEC. وقد التحق فرع أخير بالمجمع في جوان 2009 ، هو (إنارة الرويبة)

الفرع الرابع : الفروع المحيطة

من أجل الوصول إلى تحكم أفضل في هذه المهن القاعدية، قامت سونلغاز بإخراج نشاطاتها المحيطة وكلفت بها فروعاً تتحكم في رأسمالها كلياً. تتشغل هذه الفروع وعددها أربعة عشر (14)، بصفة أساسية، في مجال صيانة تجهيزات الطاقة، النقل والتفريغ الاستثنائي، توزيع التجهيزات الكهربائية والغازية، البحث والتطوير، التكوين وكذا إنجاز جميع الأشغال المرتبطة بالنشر، وبخدمات صيانة العربات، ونشاطات متعددة أخرى.

المطلب الثالث: عملية تسيير شركة سونالغاز - الجزائر

الفرع الاول :الجمعية العامة

تتألف الجمعية العامة لسونلغاز من ممثلي الدولة أي:

- الوزير المكلف بالطاقة
- الوزير المكلف بالمالية
- الوزير المكلف بمساهمات الدولة
- ممثل رئاسة الجمهورية
- ممثل الهيئة المكلفة بالتخطيط

تجتمع الجمعية العامة التي يرأسها الوزير المكلف بالطاقة مرة واحدة في السنة على الأقل للفصل فيما يلي :

- البرامج العامة للأنشطة
- تقارير مدققي الحسابات
- حصيلة الشركة وحسابات النتائج
- تخصيص النتائج
- فتح رأسمال الشركة ورفعته وخفضه

- إنشاء شركات وأخذ أسهم فيها سواء داخل الجزائر أم خارجها
- اقتراحات تعديل القانون الأساسي
- نقل مقر الشركة وتحويله
- يشارك الرئيس المدير العام لسونلغاز في أشغال الجمعية العامة.

الفرع الثاني: مجلس الإدارة

يتألف مجلس إدارة سونلغاز من الأعضاء الآتية:

- ممثل الوزارة المكلفة بالطاقة
- ممثل الوزارة المكلفة بالمالية
- ممثل الوزارة المكلفة بالتجارة
- ممثل الوزارة المكلفة بمساهمات الدولة
- ممثلة الوزارة المكلفة بالجماعات المحلية
- ممثل الوزارة المكلفة بالبيئة
- ممثلين للعمال
- الرئيس المدير العام لسونلغاز
- الرئيس المدير العام لفرع نقل الكهرباء التابع لسونلغاز
- الرئيس المدير العام لفرع نقل الغاز التابع لسونلغاز
- رئيس مدير عام لفروع الإنتاج التابعة لسونلغاز
- رئيس مدير عام لفروع التوزيع التابعة لسونلغاز

يسهر مجلس الإدارة على أن تمارس سونلغاز الأعمال التي تساعد على تحقيق هدفها ومشروعها الإجتماعي ضمن الاحترام الدقيق للقوانين والتنظيمات المعمول بها. ويجتمع تحت رئاسة الرئيس المدير العام لسونلغاز أربع مرات في السنة على الأقل لدرس وإقرار ما يأتي على الخصوص. مشروع البرامج العامة للأنشطة:

- الميزانية
- مشاريع حصيلة الشركة وحسابات النتائج
- مشاريع عقود الشراكة
- المساهمات المصرفية والمالية
- مشاريع فتح رأسمالها

- مشاريع إنشاء شركات وحياسة أسهم سواء في الجزائر أم في الخارج
- التنظيم العام، الإتفاقية الجماعية والنظام الداخلي للشرك
- مرتبات الإطارات المسيرة

الفرع الثالث: لجان شركة سونالغاز - الجزائر

1- اللجنة التنفيذية

اللجنة التنفيذية هي الهيئة العليا للمساعدة على اتخاذ القرار والقيادة وهذه اللجنة التي يرأسها الرئيس المدير العام لسونلغاز تتألف من إطارات مسيرة مسؤولة عن المهام والوظائف الإستراتيجية على مستوى المديرية العامة للمجمع ومن المتصرفين المنتدبين المكلفين بأقطاب النشاطات الأساسية والأشغال والمهن التابعة

تجتمع اللجنة التنفيذية كل خمسة عشر يوما للقيام بما يأتي:

- دراسة وإقرار التوجيهات الإستراتيجية والسياسات العامة المتعلقة بالمهام والأنشطة التي تمارسها المديرية العامة والمديرية التنفيذية في الشركة الأم والتي تطبق على الشركات المتفرعة عنها؛
- الموافقة على الميزانيات والمخططات والحصائل المتوسطة والقصيرة المدى الخاصة بالمديرية العامة و المديرية التنفيذية لسونلغاز؛
- المصادقة والتقييم وضبط التنظيمات العامة (السوق ، الموارد البشرية، المالية والمحاسبة ...) المطبقة على شركات المجمع؛
- بحث وإقرار الدراسات العامة أو ذات الطابع الخاص والصيغة الإستراتيجية؛
- دراسة الملفات التي تتكفل بها الهياكل التابعة للشركة الأم؛
- دراسة الملفات قبل عرضها على مجلس الإدارة و / أو الجمعية العامة لسونلغاز

2- لجنة تنسيق المجمع

تتولى لجنة تنسيق المجمع التنسيق العام للأنشطة التي يقوم بها مجموع الشركات المتفرعة عن المجمع. وتعد إجتماعا كل ثلاثة أشهر على الأقل لمعالجة مجموع الأنشطة الثلاثية والتوجيهات الكبرى الخاصة بالمالية والميزانية والاستثمارات.

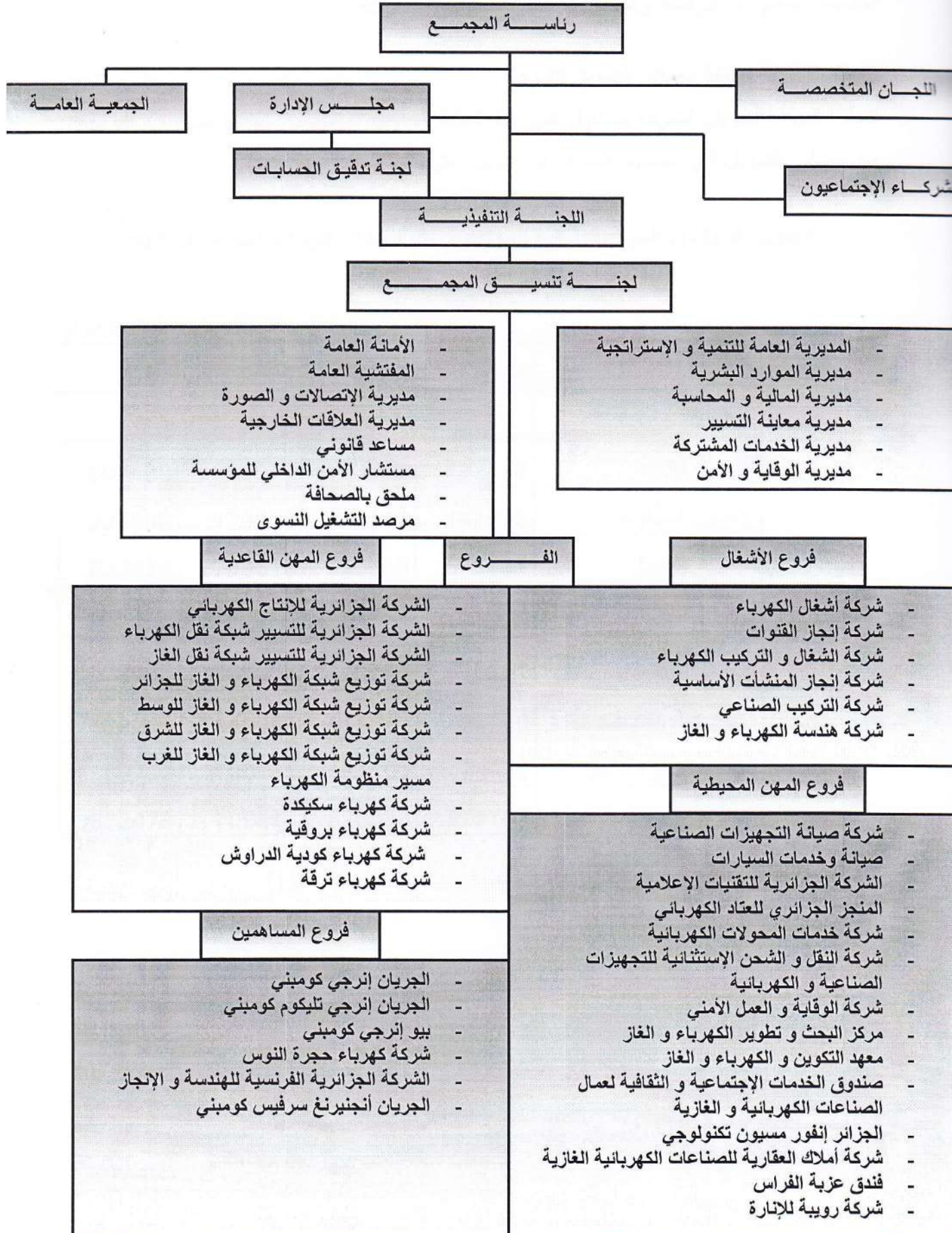
وهذه اللجنة التي يرأسها الرئيس المدير العام لسونلغاز تتألف من أعضاء اللجنة التنفيذية ومن جميع الرؤساء المديرين العامين للشركات المتفرعة عن سونلغاز.

لجنة تدقيق الحسابات

إرادة وعزم على إضفاء الشفافية في عمليات التسيير لجنة ضبط الحسابات هي هيئة مستقلة مهمتها الرئيسية إبداء الرأي في نوعية التسيير لدى سونلغاز بصرف النظر عن رأي الرئيس المدير العام للمجمع. وإنشاء هذه اللجنة تعبير عن عزيمة سونلغاز وإصرارها على أن تكون مجمعا شفافا في عملياتها التسييرية وفي القرارات التي تتخذها. والهدف المنشود هو عرض حسابات تسيير على مجلس الإدارة تكون يطبعها مسار سمته الرقابة وحسن الإدارة.

هذه اللجنة المتألفة من أربعة أعضاء يعينهم مجلس الإدارة ، تتأكد من مدى ملاءمة ودوام العمل بالطرق المحاسبية المعتمدة لإعداد الحسابات المثبتة أو الاجتماعية. وتدرس كذلك حسابات الشركات المثبتة السداسية و السنوية، وكذلك التقديرات والميزانيات الخاصة بالمجمع. بهذه الصفة ، فهي تتأكد من أنها تمت بما يوافق الإجراءات الداخلية المحددة لجمع ومراقبة المعلومات المالية الضامنة لموثوقية تلك الحسابات . ومن ناحية أخرى فإن هذه اللجنة تدرس مخطط الضبط والمراجعة للحسابات الداخلية للمجمع وكذلك نمط سير مديرية الضبط

الهيكل التنظيمي للشركة



المبحث الثاني : دراسة وتحليل الهيكل التمويلي للشركة

المطلب الأول : توليفة مصادر التمويل للشركة

لتحليل الهيكل التمويلي للشركة سنتناول الميزانية المالية المختصرة التي من خلالها نصل إلى التوليفة من مصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركة في تمويل احتياجاتها المالية وهي كالآتي :

الجدول رقم (1-3): الميزانية المالية المختصرة للشركة خلال فترة الدراسة 2004-2007

الوحدة: مليون دينار جزائري

2007	2006	2005	2004	
				هيكل الأصول
607480	539042	483917	432178	الأصول الثابتة
224996	170268	136143	147609	الأصول المتداولة
832476	709310	620060	579787	مجموع الأصول
				هيكل الخصوم
520483	469088	440888	418111	الأموال الخاصة
229241	140081	115072	89740	الديون الطويلة والمتوسطة
82752	100141	64100	71936	الديون القصيرة الأجل
832476	709310	620060	579787	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى الملحق رقم (1)

الفرع الأول : دراسة نسب هيكل الخصوم

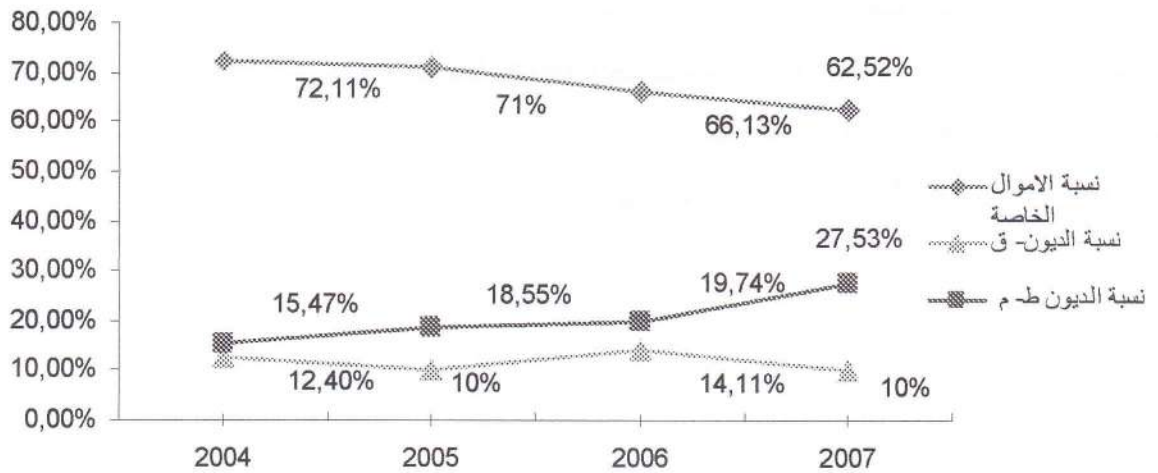
للتعرف على المصادر التي تعتمد عليها الشركة في تمويل استثماراتها يجدر بنا دراسة نسبة مساهمة هذه المصادر في بناء الهيكل التمويلي للشركة

الجدول رقم (2-3) : نسب هيكل الأصول والخصوم للشركة خلال فترة الدراسة 2004-2007

2007	2006	2005	2004	
				نسب هيكل الأصول
73%	76%	78%	74,54%	نسبة الأصول الثابتة
27%	24%	22%	25,45%	نسبة الأصول المتداولة
				نسب هيكل الخصوم
62,52%	66,13%	71%	72,11%	نسبة الأموال الخاصة
27,53%	19,74%	18,55%	15,47%	نسبة الديون الطويلة ومتوسطة الأجل
10%	14,11%	10,33%	12,40%	نسبة الديون القصيرة

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم (1)

الشكل رقم (1-3) : منحني يبين تغيرات نسب الهيكل التمويلي للشركة خلال فترة الدراسة 2007-2004



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Exel

نلاحظ من خلال الشكل أن نسبة الأصول الثابتة تمثل النسبة الأكبر من هيكل الأصول وهي كالتالي:
 74.5% ، 78% ، 76% ، 73% خلال سنوات الدراسة على التوالي
 أما الأصول الثابتة تمثل النسب التالية 25.45%، 22% ، 24%، 27% على التوالي خلال نفس
 الفترة

. والنسب التي تهمنا هي نسب هيكل الخصوم لأنها موضوع دراستنا هذه .
 من خلال الجدول نلاحظ أنه خلال سنوات الدراسة كانت الأموال الخاصة تمثل النسب
 التالية: 72.11%، 71%، 66.13%، 62.52% على التوالي. كما نلاحظ أن هذه النسب متناقصة ،
 إلا أنها تمثل النسب المرتفعة في الهيكل التمويلي للشركة.
 أما الديون الطويلة والمتوسطة الأجل تمثل النسب التالية من الهيكل التمويلي للشركة خلال نفس الفترة
 15.47%، 18.55%، 19.74%، 27.53% على التوالي ، كما نلاحظ أن هذه النسب في تزايد خلال
 هذه الفترة ، فمن سنة 2004 إلى سنة 2007 ارتفعت إلى الضعف تقريبا إلا أنها تمثل النسب
 المنخفضة في هيكل التمويل.

نلاحظ أن الديون قصيرة الأجل تمثل النسب الأقل في الهيكل التمويلي فسجلت النسب التالية :
 12.4% ، 10.33% ، 14.11% ، 10% ، إلا أن تغيراتها متذبذبة خلال فترة الدراسة

يرجع ارتفاع نسب التمويل الخاص إلى اعتماد الشركة عليها بنسب أعلى في تمويل استثماراتها إلا
 أن سبب انخفاضها خلال فترة الدراسة ، راجع إلى الرفع من نسبة المصادر الخارجية في التمويل .
 ويعود انخفاض نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل إلى عدم اعتماد الشركة في تمويلها
 للاستثمارات بصورة كبيرة على المصادر الخارجية ، إلا أن سبب ارتفاع هذه النسب يعود إلى أن
 الشركة رفعت من نسبة المصادر الخارجية في التمويل
 أما الديون قصيرة الأجل سجلت نسب منخفضة لعدم اعتماد الشركة عليها ولضخامة حجم الاستثمارات
 فالشركة لا تلجأ إلى هذا النوع من التمويل .
 - ومنه فالشركة مستقلة ماليا في تمويل استثماراتها

الفرع الثاني : دراسة مكونات الهيكل التمويلي للشركة

1 - تحليل الأموال الخاصة

تعتبر الأموال الخاصة جزء أساسي لتمويل احتياجات المؤسسة، ومن خلال الميزانية الحاسبية للشركة فالأموال الخاصة تمثل النسبة الأكبر في هيكلها التمويلي وفيما يلي سنقوم بدراسة تطوراتها كما يلي:

الجدول رقم (3-3) : تطور الأموال الخاصة

الوحدة : ألف دينار جزائري

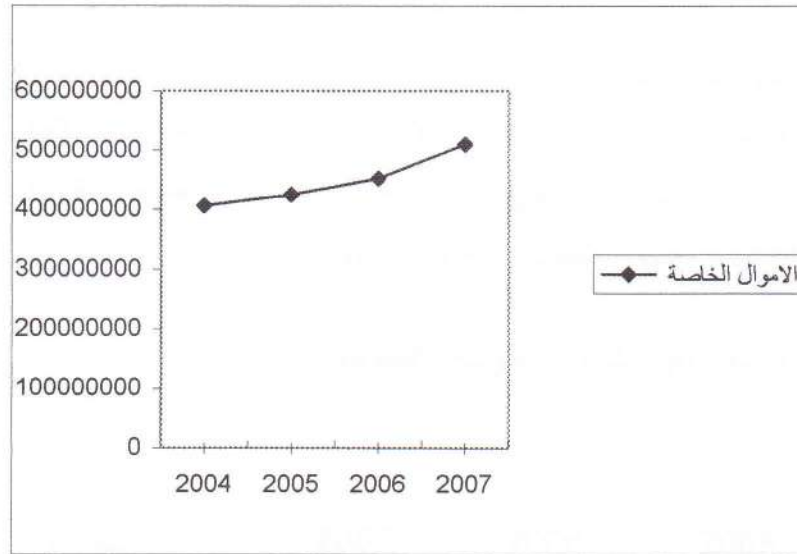
2007	2006	2005	2004	الأموال الخاصة
150000000	150000000	150000000	150000000	رأس مال الشركة
37889222	37866957	36149162	36149162	إحتياطات
135883126	95483126	144067678	130641993	إعانات الاستثمار
525050	1000185	33053204	76453532	فرق إعادة التقييم
0	0	-361580	0	نتائج قيد التحصيل
12436620	11781115	14470350	13491611	مؤونات للخسائر والتكاليف
173659771	157032115	48248991	0	أموال خاصة أخرى
510393789	453163498	425627805	406736298	مجموع الأموال الخاصة

المصدر : من إعداد الطالب استنادا للملحق رقم (1) .

حسب الجدول رقم (3-3) الأموال الخاصة تتكون من : رأس مال الشركة ، الإحتياطات ، إعانات الاستثمار فرق إعادة التقييم ، نتائج قيد التحصيل ، مؤونات الخسائر والتكاليف ، أموال خاصة أخرى

ويمكن توضيح تطور الأموال الخاصة بالشكل البياني التالي :

الشكل رقم (3-2) : منحى تطور الأموال الخاصة



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Excel

نلاحظ أن الأموال الخاصة عرفت ارتفاعا خلال فترة الدراسة، فكانت مقاديرها متزايدة، من خلال هذه الأرقام سجلت الأموال الخاصة نمو بنسبة 5% خلال سنة 2005 مقارنة بسنة 2004 كما استمرت بالتزايد خلال سنة 2006 مقارنة بسنة 2005 بنسبة نمو 6% غير أن في سنة 2007 سجلت نسبة نمو مرتفعة مقارنة بسنة 2006 تقدر بـ 13% يرجع ارتفاع قيمة الأموال الخاصة من سنة 2004 إلى سنة 2005 إلى الزيادة في الأموال الخاصة الأخرى، والزيادة في مؤونات الخسائر والزيادة في إعانات الاستثمار، بالرغم من أن نتائج قيد التخصيص سجلت تراجعا.

أما في سنة 2006 سجلت الأموال الخاصة ارتفاعا ويعود سبب ذلك إلى الزيادة في الأموال الخاصة الأخرى بما يعادل نسبة 225% مقارنة بسنة 2005، والزيادة في الإحتياطات بما يعادل نسبة 5% مقارنة بسنة 2005، بالرغم من تسجيل انخفاض في قيمة كل من مؤونات الخسائر و التكاليف وقيمة فرق إعادة التقييم، وإعانات الاستثمار

أما خلال سنة 2007 ارتفعت الأموال الخاصة بنسبة (13%)، ويرجع ذلك إلى زيادة إعانات الاستثمار المقدمة من طرف الدولة لدعم عدة برامج تنموية .

تقسم هذه الإعانات على أربعة برامج هي كالتالي :

- برنامج دعم ولايات الجنوب العشرة بقيمة (10000000)
 برنامج خاص بالجزائر العاصمة بقيمة (4000000)
 برنامج تنمية متنوعة بقيمة (30000000)

2- الديون الطويلة ومتوسطة الأجل

تتمثل الديون الطويلة ومتوسطة الأجل في ديون الاستثمار باستثناء القروض الأخرى والضمانات المحجوزة للموردين والكفالات المقبوضة فهي تستحق خلال سنة ، إذا سيتم استثناءها .ويمكن تقديم الجدول التالي ليوضح لنا تطور الديون الطويلة والمتوسطة الأجل كما يلي :

الجدول رقم (3-4) :تطور الديون الطويلة والمتوسطة الأجل

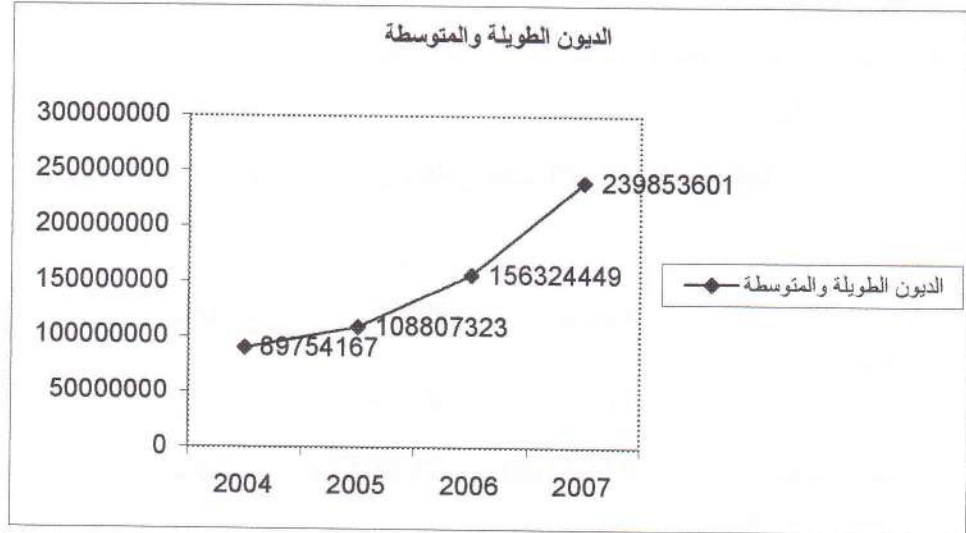
الوحدة :ألف دينار جزائري

معدل النمو	معدل النمو	معدل النمو	2007	2006	2005	2004	
			القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	
2006/2007	2005/2006	2004/2005					
0%	25%	130%	57553050	57553050	45903050	20000000	قروض السندات
109%	52%	-1%	166156383	79644356	52471150	52802016	قروض بنكية
-16%	83%	-38%	16144168	19127043	10433123	16952151	إعتماد الإستثمارات
53%	44%	21%	239853601	156324449	108807323	89754167	مجموع الديون ط و.م.الأجل

المصدر :من إعداد الطالب استنادا للملحق رقم (1).

يوضح الجدول رقم (3-4) العناصر المكونة للديون الطويلة والمتوسطة الأجل خلال فترة الدراسة والمتمثلة فيما يلي : قروض السندات ،قروض بنكية و إعتمادات الاستثمار .

الشكل رقم (3-3) : منحى تطور الديون الطويلة و متوسطة الأجل



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Excel

من خلال الشكل رقم (3-3) فقد سجل مجموع الديون الطويلة والمتوسطة الأجل في سنة 2004 قيمة (89754167) ثم ارتفعت خلال سنة 2005 بنسبة 21 %، ثم واصلت ارتفاعها خلال سنة 2006 بما يعادل نسبة نمو 44% مقارنة بسنة 2005 ، وخلال سنة 2007 سجلت الديون الطويلة والمتوسطة الأجل أعلى مستوى لها خلال فترة الدراسة لترتفع بنسبة نمو 53% مقارنة بسنة 2006 .

يرجع الارتفاع الذي سجل خلال سنة 2005 مقارنة بسنة 2004 إلى زيادة القروض السندية التي طرحتها الشركة بنسبة نمو تقدر بـ 130% ، ويعود ذلك لتمويل الاستثمارات التي سجلت نمو يقدر بـ 9% .

أما استمرار ارتفاع الديون الطويلة والمتوسطة الأجل خلال سنة 2006 فيعود ذلك إلى زيادة كل من قيمة قروض السندات المقدرة بنسبة نمو 25% كما سجلت القروض البنكية ارتفاعا بمعدل نمو 52% في إطار سياسة الاقتراض من الخزينة العامة بالتعاقد مع البنك الوطني الجزائري BNA و إتمادات الاستثمار بنسبة نمو 109% و يرجع ذلك لتمويل الاستثمارات التي سجلت نمو يقدر بـ 11% خلال سنة 2006 .

أما خلال سنة 2007 فالديون طويلة و متوسطة الأجل زيادتها تتمثل في القروض البنكية التي ارتفعت بنسبة نمو تقدر بـ 109% مقارنة بسنة 2006 هذا الارتفاع المستحق على المنقولات المقدرة بـ (75000000) على مستوى الخزينة تم لتمويل استثمارات المجمع .

3- الديون قصيرة الأجل

تعتمد الشركة في تمويل بعض احتياجاتها بواسطة الديون القصيرة الأجل التي سوف نتطرق لدراسة تغيراته حسب الجدول التالي :

الجدول رقم (3-5): تطور الديون قصيرة الأجل

الوحدة : ألف دينار جزائري

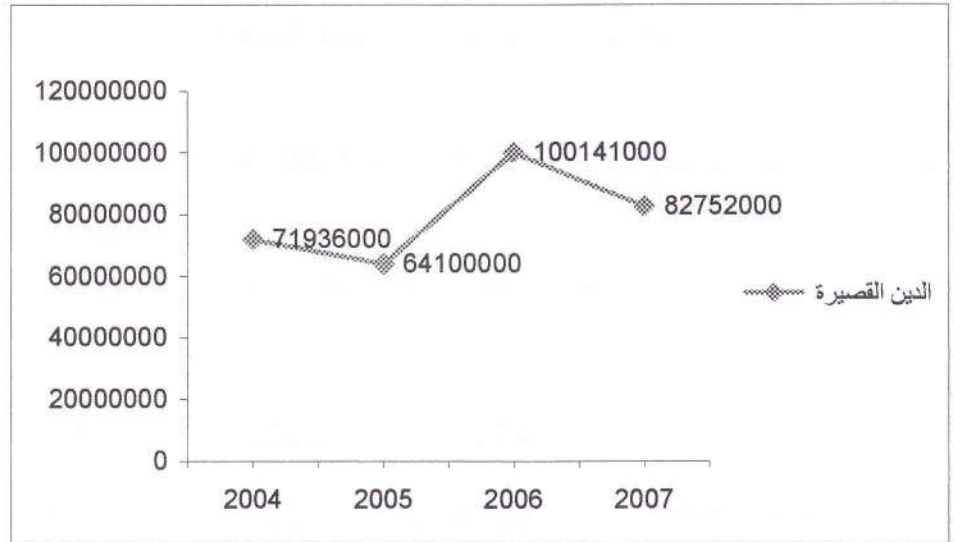
2007	2006	2005	2004	
115704	7694549	384529	293167	حسابات دائنة للأصول
10698097	9672642	5370622	11602915	ديون المخزون
3061269	2967278	3989294	3617642	إحتجازات على الحساب
2849446	6692494	4785543	5035252	ديون تجاه الشركات الحليفة
10744283	13096319	11259855	8557252	ديون الاستغلال
23499914	21964152	20970122	14949156	تسبيقات تجارية
8235	0	0	2168734	ديون مالية
14261811	17251684	20288244	22137872	قروض أخرى
5140644	3317746	2388227	2758891	ضمانات محجوزة
1760119	1241267	927971	800393	كفالات مقبوضة
82752000	100141000	64100000	71936000	مجموع القروض القصيرة

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم(1)

يوضع الجدول رقم (3-5) العناصر المكونة للديون قصيرة الأجل خلال فترة الدراسة والمتمثلة فيما يلي: ديون المخزون، إحتجازات الحساب، ديون تجاه الشركاء والشركات الحليفة، ديون الاستغلال

تسيقات تجارية ، ديون مالية ، حسابات دائنة للأصول ، وديون الاستثمار قصيرة الأجل والمتمثلة في :
القروض الأخرى ، الضمانات المحجوزة للموردين والكفالات المقبوضة .
والشكل التالي يبين لنا اتجاه الديون قصيرة الأجل :

الشكل رقم (4-3) : منحنى تطور الديون قصيرة الأجل



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Excel

ونلاحظ من خلال الشكل البياني أن قيمة الديون قصيرة الأجل خلال سنة 2004 تقدر بنسبة 12.4% من هيكل التمويل ، ثم انخفضت قيمتها بنسبة 10.33% خلال سنة 2005 ، لترتفع خلال سنة 2006 لتمثل نسبة 14.11% من الهيكل التمويلي ، لتعاود الانخفاض خلال سنة 2007 فتصل إلى نسبة 10% .

يرجع التذبذب في مستوى الديون قصيرة الأجل بين النسبتين 10% و 14.11% من هيكل التمويل خلال فترة الدراسة إلى اعتماد الشركة في تمويل واقتناء استثماراتها بشكل كبير على الديون طويلة الأجل نظرا لضخامة حجم استثمار الشركة .

المطلب الثاني : دراسة تكلفة الأموال بالنسبة للشركة

الفرع الأول : تكلفة الأموال الخاصة :

لحساب تكلفة الأموال الخاصة الناتجة عن قسمة النتيجة الصافية نستخرجها من جدول حسابات النتائج على مجموع الأموال الخاصة نتحصل عليها من خلال الميزانية . وتحسب تكلفة الأموال الخاصة بالعلاقة التالية :

$$\text{تكلفة الأموال الخاصة} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

والجدول التالي يبين لنا تغيرات تكلفة الأموال الخاصة خلال فترة الدراسة 2004-2007

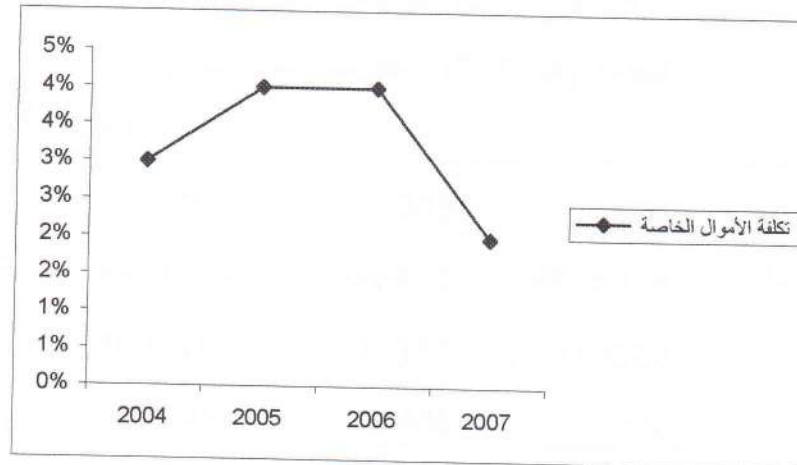
الجدول رقم (3-6) : تغيرات تكلفة الأموال الخاصة

الوحدة : ألف دينار جزائري

2007	2006	2005	2004	
10088989	15924286	15260683	11374789	النتيجة الصافية
510393789	453163498	425627805	406736298	الأموال الخاصة
2%	4%	4%	3%	تكلفة الأموال الخاصة

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم (1) و (2)

الشكل رقم (3-5) : منحنى تغيرات تكلفة الأموال الخاصة



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Excel

نلاحظ من خلال الشكل أنه في سنة 2004 سجلت تكلفة الأموال الخاصة نسبة 3% ، وارتفعت في سنة 2005 إلى 4% وحافظت على هذه النسبة خلال سنة 2006 ، أما في سنة 2007 انخفضت نسبة تكلفة الأموال الخاصة إلى نصف ما كانت عليه خلال سنة 2006 (أي سجلت نسبة 2%).

يرجع ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة خلال سنة 2005 بنسبة 1% إلى الزيادة في الأموال الخاصة والزيادة في النتيجة الصافية إلا أن الزيادة في الأموال الخاصة أقل من الزيادة في النتيجة الصافية وهذا ما جعل التكلفة ترتفع.

أما ثبات تكلفة الأموال الخاصة خلال سنة 2006 رجع إلى أن الزيادة في قيمة النتيجة الصافية تساوي قيمة الزيادة في الأموال الصافية .

وفي سنة 2007 انخفضت تكلفة الأموال الخاصة إلى النصف مقارنة بسنة 2006 لتسجل نسبة 2% وهذا راجع إلى أن الزيادة في قيمة الأموال الخاصة تساوي ضعف الزيادة التي سجلتها النتيجة الصافية. . كما أن الإعانات المقدمة من طرف الدولة تمثل نسبة معتبرة من الأموال الخاصة وهي عديمة التكلفة كما أن رأس مال الشركة ثابت خلال هذه السنة وهو مملوك بنسبة 100% من طرف الدولة أي لا توجد تكلفة على رأس المال مثل تكلفة الأسهم .

الفرع الثاني : تكلفة الديون

يتولد عن التمويل بواسطة الديون تكلفة تتحملها الشركة ، وتحسب تكلفة الديون من خلال قسمة المصاريف المالية التي نستخرجها من جدول حسابات النتائج على الديون المالية التي نستخرجها من الميزانية . والعلاقة التالية توضح كيفية حساب تكلفة الديون :

$$\text{تكلفة الديون} = \frac{\text{المصاريف المالية}}{\text{الديون المالية}}$$

والجدول التالي يوضح تغيرات تكلفة الديون خلال فترة الدراسة 2004-2007

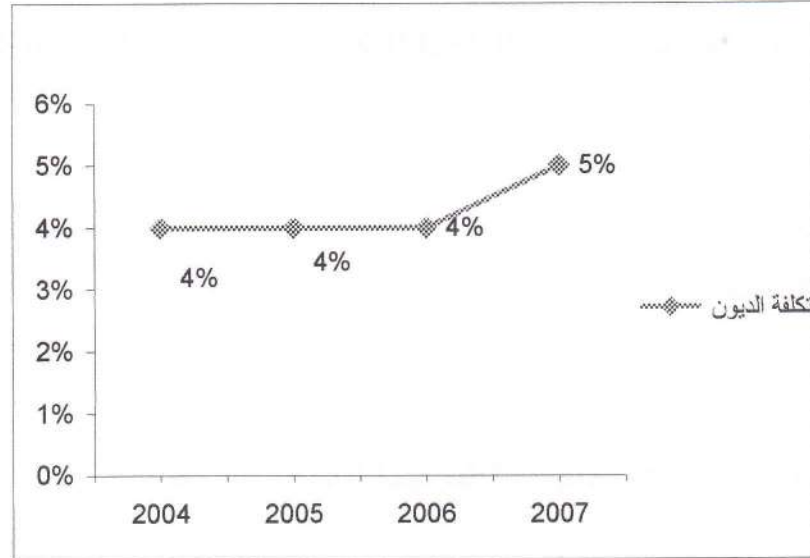
الجدول رقم (3-7) : تغيرات تكلفة الديون

الوحدة : ألف دينار جزائري

2007	2006	2005	2004	
12451298	6981814	5696475	4815928	المصاريف المالية
263989561	192522190	137581837	122949000	الديون المالية
5%	4%	4%	4%	تكلفة الديون

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على الملحقين رقم (1) و(2)

الشكل رقم (3-6) : منحنى تغيرات تكلفة الديون



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Excel

نلاحظ من خلال الشكل أن تكلفة الديون تبقى ثابتة خلال السنوات 2004-2005-2006 لتسجل نسبة 4%، إلا أن هذه النسبة ترتفع إلى نسبة 5% خلال سنة 2007 .

يعود ثبات تكلفة الديون خلال الفترة 2004-2006 إلى أن الشركة تقترض بوتيرة ثابتة نسبيا ، أما الارتفاع الذي سجلناه خلال سنة 2007 يعود لارتفاع نسبة القروض البنكية طويلة الأجل لتمويل استثمارات الشركة، كما أن طرح سندات ساهم في رفع تكلفة الديون

الفرع الثالث : التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال

التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال تعبر عن تكلفة المزيج التمويلي المتمثل في الأموال الخاصة والديون

ويمكن حساب هذه التكلفة بالطريقة التالية : $K0 = Kd \times D/D+CP + Kcp \times CP/D+CP$

CP: الأموال الخاصة .

K0: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال .

D: الديون .

Kd: تكلفة الاموال الخاصة .

Kcp: تكلفة الديون

والجدول التالي يوضح تغيرات التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال خلال فترة الدراسة 2004-2007

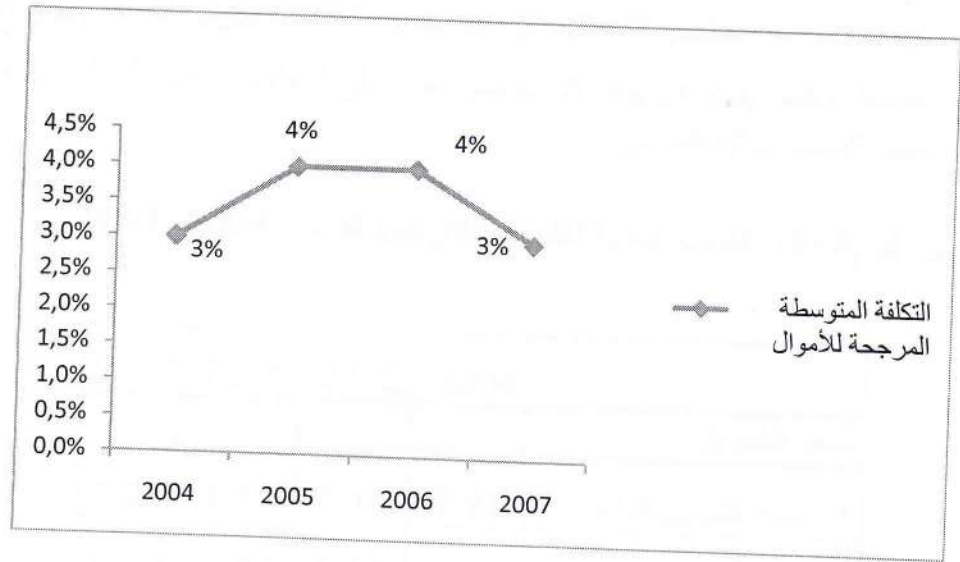
الجدول رقم (3-8) : تغيرات التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال

الوحدة : ألف دينار جزائري

2007	2006	2005	2004	
510393789	453163498	425627805	406736298	الأموال الخاصة
263989561	192522190	137581837	122949000	الديون
2%	4%	4%	3%	تكلفة الأموال الخاصة
5%	4%	4%	4%	تكلفة الديون
3%	4%	4%	3%	تكلفة المتوسطة المرجحة للأموال

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم (1) و(2)

الشكل رقم (3-7) : منحني تغيرات تكلفة الأموال (التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال)



المصدر : مخرجات برنامج Exel بالاعتماد على الملحق رقم (1) و (2)

نلاحظ من خلال الشكل أن تكلفة الأموال سجلت نسبة 3% خلال سنة 2004 ، ثم ارتفعت خلال سنة 2005 لتسجل نسبة 4% وتبقى محافظة على هذه النسبة خلال سنة 2006 ، ثم تنخفض نسبة الأموال خلال سنة 2007 لتسجل نسبة 3%

ارتفاع التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال خلال الفترة 2005-2006 راجع إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة ، لأن تكلفة الديون تبقى ثابتة خلال هذه الفترة ، أما خلال سنة 2007 سجلت تكلفة الأموال انخفاض ، ويرجع ذلك إلى انخفاض تكلفة الأموال الخاصة بالرغم من أن تكلفة الديون سجلت ارتفاعا

كما أن الإعانات المقدمة من طرف الدولة تمثل نسبة معتبرة من الأموال الخاصة وهي عديمة التكلفة كما أن رأس مال الشركة ثابت خلال فترة الدراسة وهو مملوك بنسبة 100% من طرف الدولة أي لا توجد تكلفة على رأس المال مثل تكلفة الأسهم .

كل هذه العوامل جعلت التكلفة المتوسطة المرجحة تتأثر بتغيرات تكلفة الأموال الخاصة الأقل تكلفة حيث رفعت في هيكلها التمويلي من نسبة الأموال الخاصة ، وهذا ما يتوافق مع آراء مؤيدي نظرية الربح الصافي التي تشير إلى أنه في حالة الاختلاف في تكلفة مصادر التمويل ، فإن السلوك العقلاني يقتضي على الشركة زيادة نسبة المصدر الأقل تكلفة في هيكلها التمويلي .

المطلب الثالث: دراسة: وضعية الهيكل التمويلي للشركة باستعمال النسب المالية : لمعرفة فعالية كل عنصر من عناصر التمويل ودوره في تكوين الهيكل التمويلي للشركة ومدى تفاعل هذه العناصر مع بعضها ،وكيف يمكن أن يؤثر كل عنصر على باقي العناصر وعلى الهيكل التمويلي لذلك يجب حساب بعض النسب المالية كما يلي :

جدول رقم (3-9): النسب المالية للشركة خلال فترة الدراسة 2004-2007

2007	2006	2005	2004	
				نسب التمويل
1.23	1.13	1.15	1.17	1- نسبة التمويل الدائم
0.85	0.87	0.91	0.96	نسبة التمويل الخاص
0.37	0.26	0.02	0.2	نسبة التمويل الأجنبي
0.51	0.39	0.31	0.21	نسبة الاستقلالية المالية
				2- نسب السيولة
2.71	2.71	2.12	2	نسبة السيولة العامة
0.75	0.25	0.17	0.51	نسبة السيولة الحالية
				3- نسب المردودية
0.02	0.04	0.04	0.03	المردودية المالية
0.01	0.03	0.03	0.03	المردودية الإقتصادية

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم (1) و(2)

الفرع الأول: نسب التمويل

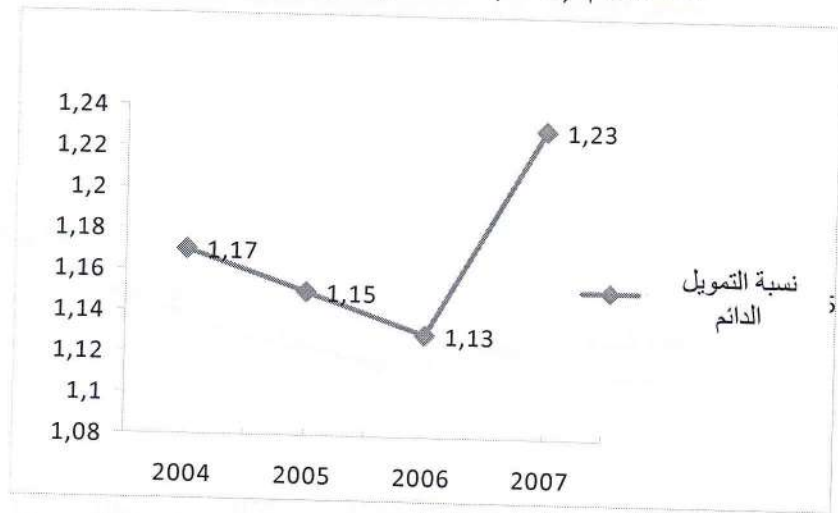
1- نسبة التمويل الدائم

يتم حساب نسبة التمويل الدائم بالعلاقة التالية:

نسبة التمويل الدائم = الأموال الدائمة / الأصول الثابتة .

والمنحنى التالي يوضح تغيرات نسبة التمويل الدائم

الشكل رقم (3-8) : منحنى تغيرات نسبة التمويل الدائم



المصدر : مخرجات برنامج Exel بالاعتماد على الملحق رقم (1) و (2)

تعبر هذه النسبة عن مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة، ومن خلال الجدول رقم (8) والنسب المحققة خلال سنوات الدراسة على التوالي يبين لنا أن الشركة حققت فائضا بقيمة: 1.17، 1.15، 1.13، 1.23 ومنه التثبيبات تم تمويلها إجمالا بواسطة الأموال الدائمة المترجمة بواسطة رأس المال العامل الإيجابي .

وللحكم على مدى إيجابية هذه النسب يجب أن نحلل مكونات الأموال الدائمة التي تتكون من (الأموال الخاصة والديون) بالنسبة للأصول الثابتة .

من الملاحظ خلال سنوات الدراسة أن الأموال الخاصة تمثل: 72.11%، 66.1%، 71%،

62.52%، على الترتيب إلى مجموع الخصوم .

أما الأصول الثابتة فهي تمثل: 74.54%، 78%، 76%، 73% على الترتيب إلى مجموع الأصول .

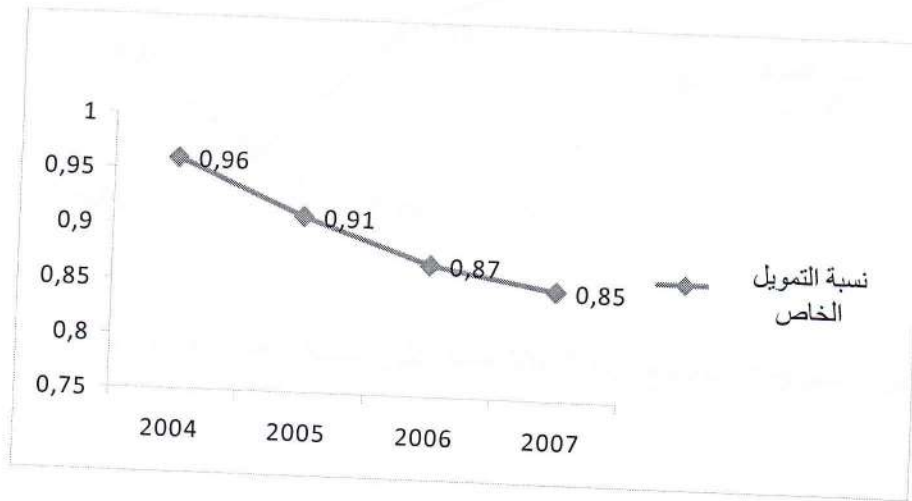
- النسب المتحصل عليها أكبر من الواحد ،هذا ما يؤكد أن للمؤسسة هامش أمان مالي يسمح لها بتلبية الاحتياجات المتأتية من دورة الاستغلال .
- النسب المتحصل عليها خلال فترة الدراسة تعتبر مثالية وعلى الشركة العمل على المحافظة عليها .

2- نسبة التمويل الخاص

يتم حساب نسبة التمويل الخاص بالعلاقة التالية:

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

الشكل رقم (3-9): منحنى تغيرات نسبة التمويل الخاص



المصدر : مخرجات برنامج Excel بالاعتماد على الملحق رقم (1) و (2)

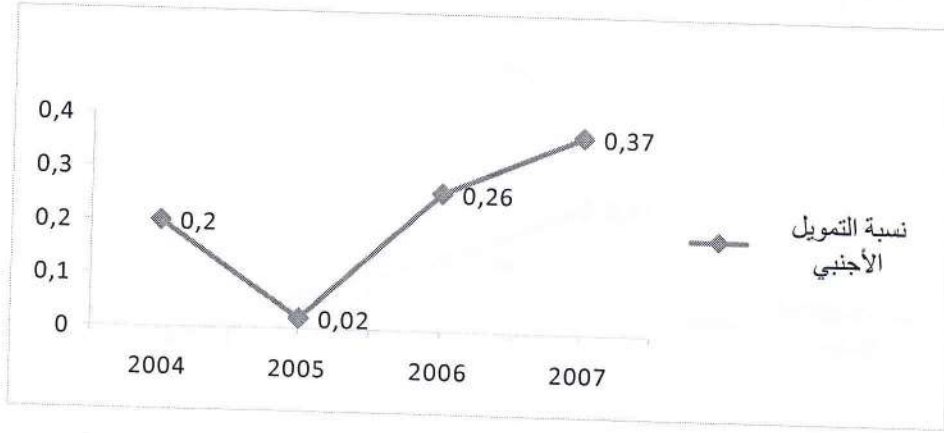
هي نسبة مكملة للنسبة الأولى، وتعطينا مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بواسطة أموالها الخاصة ومن خلال دراستنا لنسبة التمويل الخاص، ومن الجدول رقم(9) نلاحظ أن الأموال الخاصة لم تغط كل الأصول الثابتة، وهذا ما يبرر وجود رأسمال عامل خاص سالب، حيث تمثل النسب 0.91 %، 0.96 %، 0.87 %، 0.85 % للسنوات: 2004- 2005- 2006- 2007 على الترتيب ومنه فإن الشركة تعتمد في تغطية نسبة صغيرة لأصولها الثابتة بواسطة الديون الطويلة الأجل إذ أن تكلفة الديون مرتفعة مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة .

- نسبة التمويل الأجنبي

يتم حساب نسبة التمويل الأجنبي بالعلاقة التالية:

نسبة التمويل الأجنبي = الديون الطويلة والمتوسطة الأجل / الأصول الثابتة .

الشكل رقم (3-10): منحنى تغيرات نسبة لتمويل الأجنبي



المصدر : مخرجات برنامج Exel بالاعتماد على الملحق رقم (1) و (2)

يتضح من الشكل أن نسب التمويل الأجنبي خلال فترة الدراسة كانت كالآتي: 0.20 ، 0.02 ، 0.26 ، 0.37 وهذا ما يبين أن الديون الطويلة والمتوسطة الأجل غطت نسبة 20.76% من الأصول الثابتة خلال سنة 2004، كما أن في سنة 2006 بلغت نسبة تغطية الديون الطويلة والمتوسطة الأجل أدنى مستوى لها لتصل إلى نسبة 2% ، لترتفع خلال سنتي 2006-2007 لتسجل نسبة 26% ، 37% من قيمة الأصول .

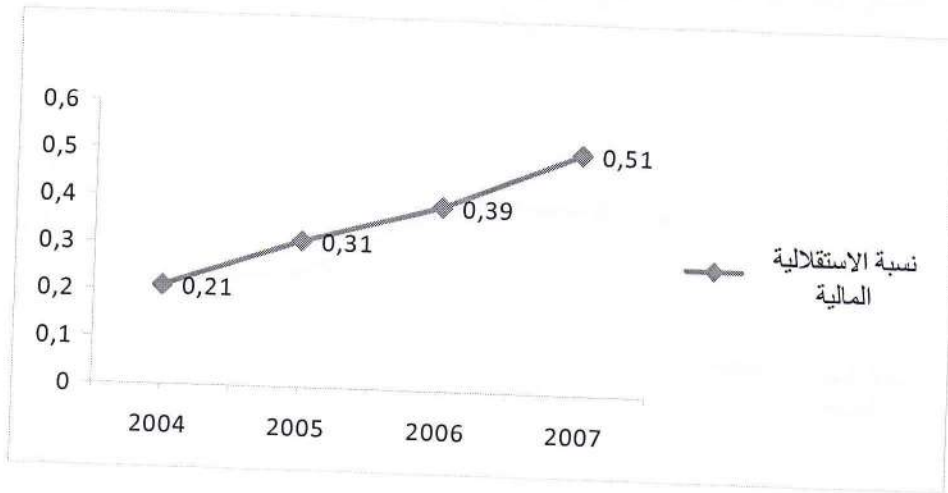
وهذا ما يفسر ارتفاع نسبة ديون الاستثمار خلال هذه الفترة .

4- نسبة الاستقلالية المالية

يتم حساب نسبة الاستقلالية المالية بالعلاقة التالية :

نسبة الاستقلالية المالية = ديون الاستثمار / الأموال الخاصة

الشكل رقم (3-11) :منحنى تغيرات نسبة الاستقلالية المالية



المصدر : مخرجات برنامج Exel بالاعتماد على الملحق رقم (1) و (2)

من خلال الشكل نلاحظ أنه خلال فترة 2004-2005-2006، سجلت نسب الاستقلالية المالية النسب التالية: 0.21، 0.31، 0.39، على التوالي. هذه النسب أقل من النسبة القانونية (0.5) ومنه فالاستثمار مستقل ماليا خلال هذه الفترة، أما خلال سنة 2007 سجلت نسبة 0.51 وهذا ناتج عن ارتفاع نسبة ديون الاستثمار.

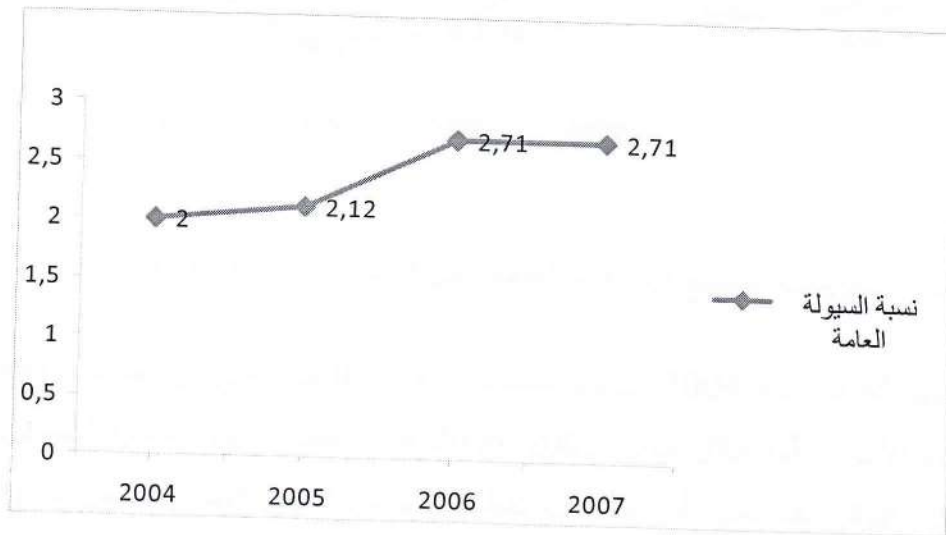
الفرع الثاني: نسب السيولة

1- نسبة السيولة العامة

يتم حساب نسبة السيولة العامة بالعلاقة التالية :

نسبة السيولة العامة = الأصول المتداولة / الديون قصيرة الأجل .

الشكل رقم (3-12): منحنى تغيرات نسبة السيولة العامة



المصدر : مخرجات برنامج Exel بالاعتماد على الملحق رقم (1) و (2)

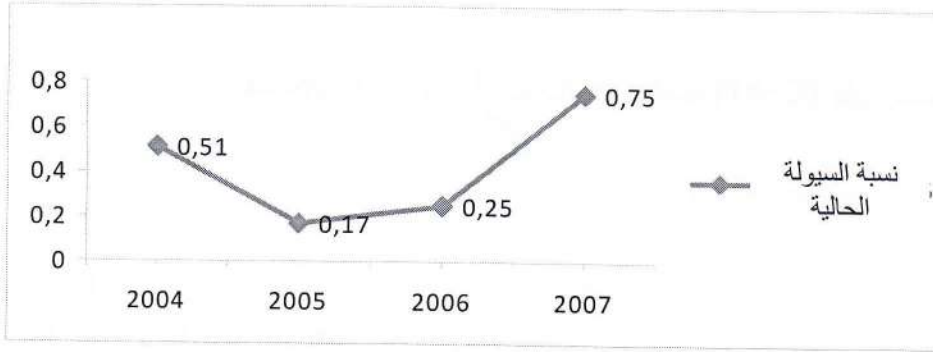
نلاحظ من خلال الشكل أن نسب السيولة العامة خلال فترة الدراسة 2004-2005 2006-2007 قد سجلت نسب متزايدة كالتالي : 2 ، 2.12 ، 2.71 ، 2.71 ، على الترتيب هذه النسب أكبر من الواحد (النسبة القانونية) أي رأس المال العامل الموجب وهذا يعكس الوضعية الجيدة للشركة. ومنه الشركة تتمتع بسيولة عالية وتستطيع مواجهة ديونها قصيرة الأجل لأن أصولها المتداولة غطت كل الديون قصيرة الأجل .

2- نسبة السيولة الحالية

يتم حساب نسبة السيولة الحالية بالعلاقة التالية :

نسبة السيولة الحالية = المتاحات / الديون قصيرة الأجل .

الشكل رقم (3-13): منحنى تغيرات نسبة السيولة الحالية



المصدر : مخرجات برنامج Exel بالاعتماد على الملحق رقم (1) و (2)

من خلال الشكل نلاحظ أنه في سنة 2004 السيولة سجلت نسبة 0.51 هذا يعني أن المتاحات تغطي نصف الديون القصيرة الأجل ، أما خلال سنتي 2005-2006 فقد سجلت السيولة الحالية النسبتين : 0.17 ، 0.25 على التوالي هذا يعني أن المتاحات تغطي جزء من الديون القصيرة الأجل ، وهي وضعية متباينة بالنسبة للسيولة الحالية للشركة ، أما خلال سنة 2007 فقد ارتفعت نسبة السيولة الحالية إلى النسبة 0.75 ، وهي تعتبر نسبة جيدة حيث السيولة الحالية تغطي نسبة $\frac{3}{4}$ من الديون القصيرة الأجل .

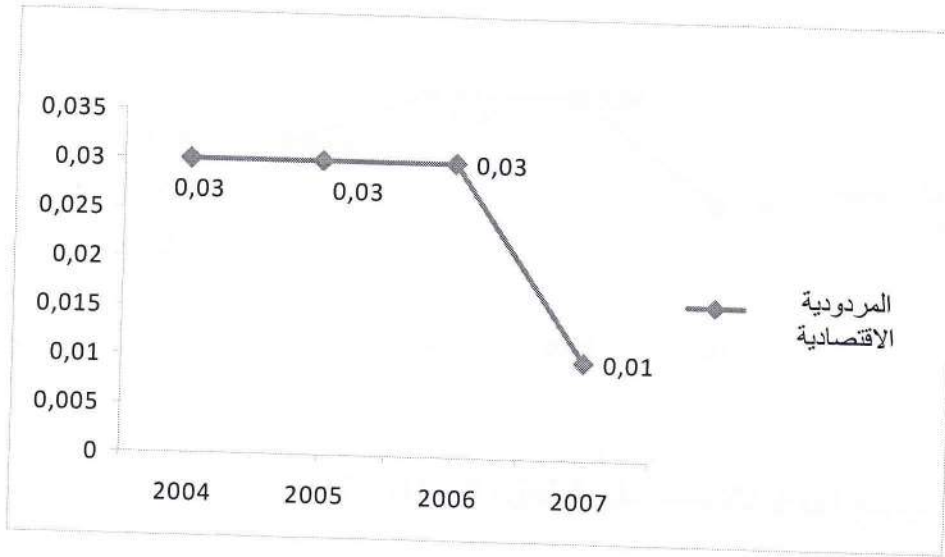
الفرع الثالث: نسب المردودية

1 نسبة المردودية الاقتصادية

يتم حساب نسبة مردودية الأصول بالعلاقة التالية:

المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال / مجموع الأصول .

الشكل رقم (3-14): منحنى تغيرات نسبة المردودية الاقتصادية



المصدر : مخرجات برنامج Exel بالاعتماد على الملحق رقم (1) و (2)

تقيس هذه النسبة مردودية مجموع عناصر الأصول للمؤسسة، فكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما كانت مردودية الأصول مرتفعة، وقد حققت المؤسسة القيم التالية:

0.03، 0.03، 0.03، 0.01 خلال السنوات 2004-2005-2006-2007 على التوالي .

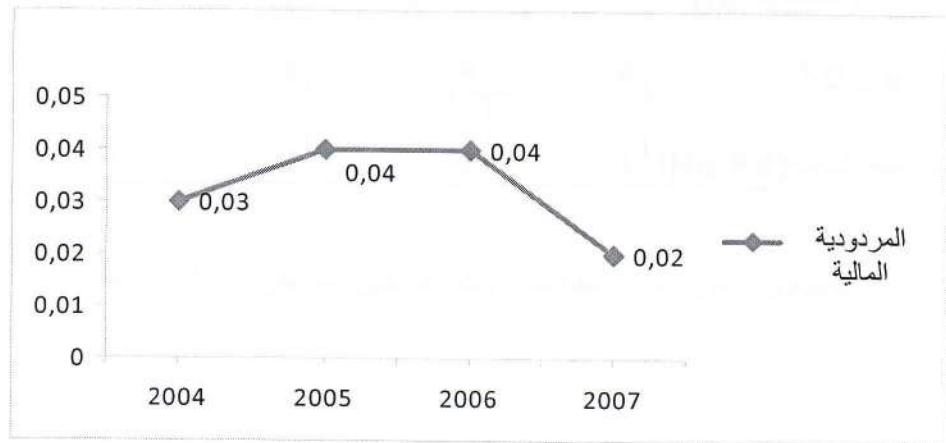
نلاحظ أن هذه النسب منخفضة بسبب انخفاض نتيجة الاستغلال ، وهذه النسبة غير مقبولة مقارنة بحجم الأصول ، ويرجع سبب ضعف مردودية الأصول إلى ضخامة حجم الاستثمارات ولأن تكاليفها تسترجع على المدى الطويل .

2- نسبة المردودية المالية

يتم حساب المردودية المالية بالعلاقة التالية :

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

الشكل رقم (3-15): منحنى تغيرات نسبة المردودية المالية



المصدر : مخرجات برنامج Exel بالاعتماد على الملحق رقم (1) و (2)

من خلال الشكل نلاحظ أن مردودية الأموال الخاصة حققت النسب التالية :
 0.03 ، 0.04 ، 0.04 ، 0.02 خلال السنوات 2004-2005-2006-2007 على الترتيب
 تعبر هذه النسب على الوضعية الغير جيدة لمردودية الأموال الخاصة إلا أنها سجلت انخفاض أكبر
 خلال سنة 2007 بسبب ارتفاع نسبة الديون في الهيكل التمويلي للشركة. ويرجع ذلك لأن الأموال التي
 استثمرت تسترجع بعد عدة سنوات نظرا لضخامة الاستثمارات ، ولتأثير الديون على مردودية الأموال
 الخاصة.

3- دراسة أثر الرافعة المالية

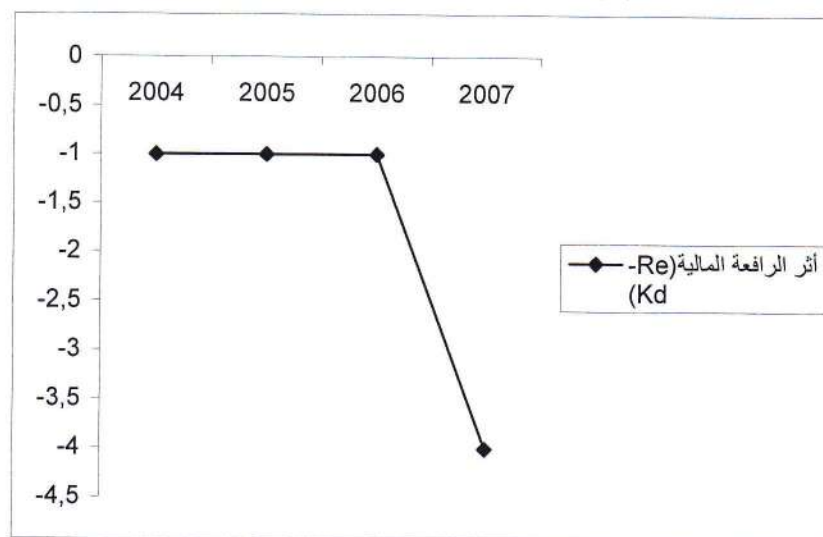
من المعروف أن أثر الرافعة يفسر مردودية الأموال الخاصة بدلالة كل من المردودية الاقتصادية وتكلفة الديون. وعليه من خلال دراستنا هذه سنتعرف على تأثير الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة من خلال مقارنة المردودية الاقتصادية بتكلفة الديون ، والجدول التالي يوضح لنا ذلك :

الجدول رقم (3-10) : أثر الرافعة المالية

2007	2006	2004	2004	
1	3	3	3	المردودية الاقتصادية Re
5	4	4	4	تكلفة الديون Kd
-4	-1	-1	-1	أثر الرافعة المالية (Re-Kd)

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم (1) و (2)

الشكل رقم (3-16) : منحنى تغيرات أثر الرافعة المالية



المصدر : مخرجات برنامج Exel بالاعتماد على الملحق رقم (1) و (2)

نلاحظ من خلال الجدول أن أثر الرافعة المالية سجل قيم سالبة كما يلي : 1- ، 1- ، 1- ، 4-
خلال فترة الدراسة 2004-2005-2006-2007 على الترتيب ، كما نلاحظ أن أثر الرافعة السالب
بقي ثابت خلال الفترة 2004-2005-2006 ويرجع ذلك إلى ثبات تكلفة الديون خلال هذه الفترة
أما خلال سنة 2007 فأثر الرافعة سجل تراجع أكبر وهذا راجع إلى زيادة تكلفة الديون ، حيث الشركة
اعتمدت على القروض البنكية بقيمة أعلى لتمويل استثماراتها خلال هذه السنة .

الإستنتاج :

كلما لجأت الشركة في تمويل نشاطها إلى الاستدانة تتخفف مردودية الأموال الخاصة .

خلاصة الفصل

تعرفنا من خلال هذا الفصل على الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز، حيث تعتبر من أهم الشركات الوطنية من خلال الخدمات الاستراتيجية التي تقدمها، وفروعها الموزعة عبر التراب الوطني، فهي شركة قديمة من الفترة الاستعمارية وتم تطويرها عبر عدة مراحل إلى أن وصلت إلى ما هي عليه.

أما في الجزء الثاني من هذه الدراسة فقد تناولنا دراسة الهيكل المالي للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز من خلال تتبع تغيرات كل مصدر من مصادر التمويل، حيث لاحظنا أن الشركة تعتمد على الأموال الخاصة بنسبة كبيرة في هيكلها المالي، وهذا ما يدل على الوضعية الجيدة للشركة واعتمادها على المصادر الداخلية في التمويل.

أما بالنسبة لارتفاع الديون طويلة الأجل خلال فترة الدراسة راجع إلى القروض الممنوحة من البنوك للشركة، كما أن طرح سندات ساهم في رفع قيمة الديون أما الديون قصيرة الأجل فإن الشركة لا تعتمد عليها بنسبة كبيرة وهذا راجع إلى طبيعة استثماراتها

حسب هذه الدراسة تكلفة الأموال الخاصة للشركة تسجل نسب أقل من تكلفة الديون لأنه حسب تحليلنا للأموال الخاصة فإن الإعانات المقدمة من طرف الدولة تمثل نسبة معتبرة من الأموال الخاصة وهي عديمة التكلفة، كما أن رأس مال الشركة ثابت خلال فترة الدراسة وهو مملوك بنسبة 100% من طرف الدولة أي لا توجد تكلفة على رأس المال مثل تكلفة الأسهم.

كل هذه العوامل جعلت التكلفة المتوسطة المرجحة تتأثر بتغيرات تكلفة الأموال الخاصة الأقل تكلفة حيث رفعت في هيكلها التمويلي من نسبة الأموال الخاصة، وهذا ما يتوافق مع آراء مؤيدي نظرية الربح الصافي التي تشير إلى أنه في حالة الاختلاف في تكلفة مصادر التمويل، فإن السلوك العقلاني يقتضي على الشركة زيادة نسبة المصدر الأقل تكلفة في هيكلها التمويلي.

إلا أنه وحسب دراسة النسب المالية للشركة تبين أن الزيادة في الديون ليس من صالح الشركة حيث أن أثر الرافعة المالية كان سالب هذا يعني أنه كلما لجأت الشركة في تمويل نشاطها إلى الاستدانة تنخفض مردودية الأموال الخاصة.

الأختام

الخاتمة

من خلال هذا البحث حاولنا تسليط الضوء على آليات التعامل مع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة ودور متخذ القرار المالي في تفعيلها، للوصول إلى الهيكل المالي المستهدف، ومعالجة إشكالية البحث التي تتمحور حول إمكانية الوصول إلى هيكل مالي أمثل، من خلال دراسة أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي، ونتائج الدراسة الميدانية للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز خلال الفترة 2004-2007.

1- نتائج البحث واختبار الفرضيات

من خلال هذه الدراسة نستخلص جملة من النتائج النظرية والتطبيقية التي من خلال قمنا بقبول أو رفض الفرضيات التي تم وضعها في مقدمة البحث والتي نلخصها فيما يلي :

أ-النتائج النظرية

1- أمام المؤسسة مصادر تمويل متعددة ومتاحة قد تكون داخلية متمثلة في التمويل الذاتي التي تتمثل مصادره في: الأرباح المحتجزة التي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، والاهتلاكات والمؤونات .ومصادر تمويل خارجية المتمثلة في (الائتمان التجاري ، الائتمان المصرفي الأوراق التجارية القروض من الموردين ، التمويل بضمان المخزون ، الأسهم العادية ، الأسهم الممتازة السندات والتمويل عن طريق الاستئجار) غير أن لكل من هذه المصادر سلبيات وإيجابيات يجب مراعاتها عند بناء الهيكل المالي للمؤسسة، وهذا ما يتوافق مع الفرضية الأولى؛

2- خلصت الدراسة إلى رفض الفرضية الثانية حيث وجدنا أن هناك عدة معايير لاختيار مصادر التمويل نذكر منها معيار مردودية رأس المال ومعيار التكلفة ، كما أن على المؤسسة التقيد بعدة قواعد وقيود ناجمة عن المحيط المالي الذي تتشط فيه؛

4- أما فيما يخص الإجابة عن الإشكالية الرئيسية للبحث، عن إمكانية الوصول إلى هيكل مالي أمثل فقد تباينت الآراء والمداخل بين مؤيد ومعارض فمن خلال هذه الدراسة بقي الجدل القائم حول تأثير الهيكل المالي على تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة كما يلي :

• فيرى مؤيدي النظرية التقليدية أن تكلفة رأس المال تتخفض كلما زادت قيمة الاستدانة وانخفضت قيمة الأموال الخاصة، أي كلما زادت نسبة الديون إلى الأموال الخاصة

وكلما انخفضت تكلفة رأس المال ترتفع قيمة المؤسسة، فقد خلصنا حسب هذه النظرية إلى أن الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الديون.

- حسب منظور Modigliani et Miller أن الهيكل المالي في ظل عدم وجود الضريبة لا يمكن أن يكون له تأثير على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة ، لا يتغيران بتغير الهيكل المالي ، وهو ما يختلف مع مدخل صافي الربح ، ويتوافق مع مدخل ربح الاستغلال ، ولقد دلا على ذلك باستخدام فكرة المراجعة .
- أما في حالة وجود الضرائب على دخل المؤسسات ، فقد خلصنا حسب ما يعترف به Modigliani et Miller أن قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكلها المالي على قروض، تفوق قيمة مؤسسة مماثلة ولكن يتكون هيكلها المالي من الأموال الخاصة فقط، غير أنهما يؤكدان أن الفرق بين قيمة المؤسستين لا ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية .

ب- النتائج التطبيقية

من خلال دراسة وتحليل الهيكل المالي للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز نستخلص جملة من النتائج يمكن عرضها كما يلي :

- 1- الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز، هي الشركة الوحيدة في الجزائر تنشط في هذا المجال، حيث تقوم بممارسة احتكار إنتاج الطاقة الكهربائية ونقلها وتوزيعها وكذا التوزيع العمومي للغاز
- 2- الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز تتمتع بالاستقلالية المالية في تمويل استثماراتها لأن الأموال الخاصة تمثل النسبة الأعلى في الهيكل المالي للشركة خلال فترة الدراسة 2004-2007 ، وعليه نرفض الفرضية الرابعة.

3- تكلفة الأموال الخاصة للشركة تسجل نسب أقل من تكلفة الديون لأنه حسب تحليلنا للأموال الخاصة فإن الإعانات المقدمة من طرف الدولة تمثل نسبة معتبرة من الأموال الخاصة وهي عديمة التكلفة، كما أن رأس مال الشركة ثابت خلال فترة الدراسة وهو مملوك بنسبة 100% من طرف الدولة أي لا توجد تكلفة على رأس المال مثل تكلفة الأسهم .

4- تتأثر التكلفة المتوسطة المرجحة للشركة بتغيرات تكلفة الأموال الخاصة الأقل تكلفة، حيث رفعت في هيكلها التمويلي من نسبة الأموال الخاصة ، وهذا ما يتوافق مع آراء مؤيدي نظرية الربح الصافي التي تشير إلى أنه في حالة الاختلاف في تكلفة مصادر التمويل ، فإن السلوك العقلاني يقتضي على الشركة زيادة نسبة المصدر الأقل تكلفة في هيكلها التمويلي.

5- نستخلص أنه كلما لجأت الشركة في تمويل نشاطها إلى الاستدانة تنخفض مردودية الأموال الخاصة .

ج- الاقتراحات والتوصيات

من خلال النتائج التي تحصلنا عليها يمكننا اقتراح بعض التوصيات التي من شأنها إفادة الشركة في حالة تجسيدها ونذكر منها :

- على الشركة أن لا تتماهى في الاعتماد على الاستدانة (القروض والسندات) في تمويل استثماراتها لان ذلك يضعف من مردودية الأموال الخاصة ؛
- على الشركة اللجوء إلى القروض الحسنة (بدون فوائد) ويمكنها الاعتماد على التمويل التأجيري كبديل عن القروض في تمويل الاستثمارات لتخفيض التكلفة أقل ما يمكن ؛
- يجب أن تفرض الشركة رقابة عن التدفقات النقدية ومجالات استخدامها لضمان الاستفادة أكثر من هذه الأموال، خاصة الإعانات المقدمة من طرف الدولة؛
- -على الشركة الاستفادة من التطور التكنولوجي في هذا المجال من خلال تحديث الخبرات، والاستفادة من التجارب الأجنبية في هذا المجال .

د- آفاق البحث

من خلال هذا البحث صادفتنا عدة مواضيع هامة لم نتمكن من التوسع أو معالجتها فيها نظرا لحدود البحث ولذلك نقترحها لتكون مواضيع بحث في المستقبل :

- من خلال دراستنا لمصادر تمويل المؤسسة وجدنا أن المحيط الاقتصادي الجزائري يعاني من نقص التمويل عن طريق سوق رأس المال وعليه نقترح دراسة موضوع " تفعيل سياسة التمويل عن طريق البورصة في الجزائر" لزيادة المتاحات من مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية" .
- من خلال دراسة الهيكل المالي للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز توصلنا إلى نتائج من خلالها يمكن تقييم الشركة ومعرفة مواضع الضعف وسبل معالجتها ، وعليه نقترح إسقاط هذه الدراسة على بعض الشركات الوطنية الاستراتيجية مثل شركة سوناطراك

أحمر اجتمع

1-المراجع باللغة العربية :

أ-الكتب

- 1.أندراوس عاطف وليم ،التمويل والإدارة المالية للمؤسسات ،دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية 2007
- 2.الزبيدي حمزة محمود ، الإدارة المالية المتقدمة ، دارالوراق للنشر ،عمان ، الأردن ،2004
- 3.الحناوي محمد صالح ،العبد جلال إبراهيم ،الإدارة المالية -مدخل القيمة واتخاذ القرارات الدارالجامعية، الاسكندرية، 2002.
- 4.إسماعيل عرباجي، اقتصاد المؤسسة: أهمية التنظيم، ديناميكية الهياكل،دار المحمدية ، الطبعة الثانية، الجزائر، 1996.
- 5.المرسی جمال الدين ، أحمد عبد الله اللوح - الإدارة المالية - مدخل اتخاذ القرارات الإسكندرية -الدار الجامعية 2007.
- 6.العمار ، رضوان وليد - أساسيات في الإدارة المالية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة الأردن عمان (1997)
- 7.السامرائي ، عدنان هاشم - الإدارة المالية ، دار زهران للنشر والتوزيع ،بغداد (1997).
- 8.الصيرفي محمد ، إدارة المال وتحليل هيكله ،دار الفكر الجامعي الإسكندرية 2007
- 9.الحناوي محمد صالح ،نهال فريد مصطفى، رسمية ذكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000
10. محمد عثمان إسماعيل عن أساسيات التمويل الإداري واتخاذ القرارات الاستثمارية القاهرة. دار النهضة العربية سنة النشر
- 11.. هندي منير إبراهيم ،الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل،ج2، منشأة المعارف،الإسكندرية، 1998
- 12.هندي منير إبراهيم ،الإدارة المالية ،مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث ،الطبعة السادسة الإسكندرية ، 2003 .
- 13.هندي منير إبراهيم ، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ، الطبعة 2، منشأة المعارف ، الإسكندرية(مصر) 2005 .
- 14.مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ، 2004 .
- 15.محمد الزين خاف ربي، تقنيات المحاسبة، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، دار ابن رشد للنشر والتوزيع، الجزائر سنة النشر
- 16..حنفي عبد الغفار ، أساسيات التمويل و الإدارة المالية ، دار الجامعة الجديدة ،2002
17. حنفي عبد الغفار ،الإدارة المالية المعاصرة ،مدخل اتخاذ القرارات، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية.

18. زياد سليم رمضان ، أساسيات في الإدارة المالية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان 1996 .
19. كراجة عبد الحليم ، الأخرس عاطف ، د. شقير حقائق - الإدارة المالية بين النظرية و التطبيق، دار الأمل للنشر والتوزيع بالأردن (أربد) 1990 .
20. عباس علي الإدارة المالية مؤسسة زهران للطباعة والنشر والتوزيع بالأردن ، (1994)
21. عقل، مفلح، مقدمة في الإدارة المالية، عمان، البنك العربي، 1995 .
22. قريشي يوسف، بن ساسي إلياس ، الإدارة المالية - دروس وتطبيقات ، دار وائل للنشر ، الطبعة الأولى ، 2006 . مكان النشر
23. ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، الجزائر دار المحمدية العامة ج1، 1988 .
24. محمد الزين خاف ربي، تقنيات المحاسبة الجزء الثاني الطبعة الأولى، دار ابن رشد للنشر و التوزيع، الجزائر 2001 / 2002، ص234 .

ب- الرسائل والأطروحات

25. قريشي يوسف، محددات سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، جامعة الجزائر، 2005
26. سويسي الهواري ، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر أطروحة دكتوراه، غير منشورة جامعة الجزائر، 2009 .
27. زغود تبر ، محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية ، مذكرة ماجستير ، تخصص مالية المؤسسة ، غير منشورة ، جامعة ورقلة، 2009 .
28. الخولي جمال بدير علي ، محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة ، رسالة ماجستير ، غير منشورة جامعة عين شمس مصر ، 1995

ج- المواقع الالكترونية:

www.SONALGAZ.COM/DZ/ ARABE, 15-05-2010

29. Myers, S. C., & N. Majluf, Corporate financing & Investment decisions when firms have information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics* (vol. 13), 1984
- 30- Titman, & R. Wessels. The determinants of capital structure choice. *Journal of finance* (March 1984) المجلة المالية
31. Modigliani, F., & M. Miller, The cost of capital, Corporation finance, & the theory of investment. *American economic review*, (June), 1958
32. Patrik vizavona " gestion financière " , Paris , 8 édition , 1992
33. Vernimmen pierre ; Finance d'entreprise , 5eme édition, DALLOZ , Paris 2002
34. Barreau. Jet Delahaye. J ; Gestion financière manuel & application, 9 eme edition DUNOD, paris 2000
35. Pierre Canso, La gestion financière de l'entreprise, 7 éme édition, Dunod, 1985.
36. Pierre Canso, La gestion financière de l'entreprise, 11 éme édition, Dunod, 1985.
37. Khemici Chiha, Finance d'Entreprise (Approch strategique) –Edition Homa . Aljer , 2009
38. J. pilverdier Latreyte, Finance d'entreprise, 1993 → كتاب النشر
39. Elie Cohen ; gestion financière de l'entreprise et développement financier; édition UREF, Paris 1991.

الملاحق

الملحق رقم (1): الميزانيات المحاسبية للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز، خلال فترة الدراسة
2004-2007.

الوحدة : ألف دينار جزائري .

الأصول

2007	2006	2005	2004	
720239	941702	613877	465269	مصاريف إعدادية
1358161	1301786	451532	361140	قيم معنوية
798743	674684	665728	643422	أراضي
986020083	901090362	841911266	775572213	تجهيزات إنتاج
6574503	6766900	6573223	6551077	تجهيزات اجتماعية
180340144	157486629	132398646	125994580	استثمارات قيد التنفيذ
1175811873	1068262063	982614272	909587701	إجمالي الاستثمارات
720239-	906442-	494952-	360393-	استهلاك المصاريف الإعدادية
735006-	547606-	354485-	248756-	
603398233-	-562970834	526786513-	-490466559	استهلاك تجهيزات الإنتاج
2946824-	3077440-	2954395-	2775180-	استهلاك تجهيزات اجتماعية
607800302-	500759741	452023927	415736813	الاستثمارات الصافية
49690	137395	123767	125529	البضائع
19590590	18283382	15698296	12278788	مواد و لوازم
0	0	0	0	أشغال قيد الإنتاج
8	8	23	23	فضلات ومهمات
19640288	18420785	15822086	12404340	إجمالي المخزون
2320487-	1848511-	377539-	211675-	مؤونات تدني قيمة المخزون
19640288	18420785	15822086	12404340	المخزون الصافي
55821485	35907991	43856729	31656923	حقوق الاستثمارات
93497	556612	21109	139091	حقوق على المخزونات

الملاحق

14290148	28853440	16478748	15876425	حقوق على الشركاء والشركات الحليفة
57309111	41211218	30691924	20624450	تسبيقات على الحساب
11613192	15437882	8955416	12147456	تسبيقات الاستغلال
66725034	61336993	56323550	44603911	حقوق الزبائن
63978799	26942220	13243386	38552079	أموال جاهزة
67815	397145	6483	26914	حسابات مدينة للخصوم
269899117	210643501	169577345	163627249	إجمالي الحقوق
22754587-	18665151-	16985601-	11770197-	مؤونات تدني قيمة الحقوق.
247144530	191978350	152591744	151857052	حقوق صافية
832475902	709310365	620060218	579786530	إجمالي الأصول

الملاحق

الوحدة : ألف دينار جزائري

2007	2006	2005	2004	الخصوم
150000000	150000000	150000000	150000000	رأس مال الشركة
37889222	37866957	36149162	36149162	الاحتياطيات
135 883126	95483126	144067678	130641993	إعانات الاستثمارات
525050	1000185	33053204	76453532	فرق إعادة التقييم
0	0	361580-	0	نتائج قيد التحصيل
12436620	11781115	14470350	13491611	مؤونات للخسائر والتكاليف
173659771	157032115	48248991	0	أموال خاصة أخرى
510393789	453163498	425627805	406736298	مجموع الأموال الخاصة
261016176	178135147	132411765	115451324	ديون الاستثمار
10698097	9672642	5370622	11602915	ديون المخزون
3061269	2967278	3989294	3617642	ديون على الحساب
2849446	6692494	4785543	5035252	ديون تجاه الشركاء والشركات الحليفة
10744283	13096319	11259855	8557252	ديون الاستغلال
23499914	21964152	20970122	14949156	تسبيقات تجارية
8235	0	0	2168734	ديون مالية.
115704	7694549	384529	293167	حسابات دائنة للأصول.
311973124	240222581	179171730	161675442	مجموع الديون .
10088989	15924286	15260683	11374789	نتيجة الربح
832475902	709310365	620060218	579786530	مجموع الخصوم

المصدر :مديرية المالية والمحاسبة بالشركة الجزائرية للكهرباء والغاز -الجزائر

الملحق رقم (2) : جدول حسابات النتائج للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز خلال فترة الدراسة 2004-2007

الوحدة : ألف دينار جزائري.

2007		2006		2005		2004		المسئول
دائن	مدين	دائن	مدين	دائن	مدين	دائن	مدين	القيم
94725				176		7613		مبيعات بضائع
	82656						1225	بضائع مستهلكة
							6388	الهامش الإجمالي
12069				176		6388		الهامش الإجمالي
118825805		109982180		96673316		84607545		إنتاج مباع
								إنتاج مخزون
								إنتاج المؤسسة
6489104		3148632		1516561		1739085		لحاجتها الخاصة
6931318		4461650		3931324		3640427		أدآت مقممة
10649439		6662385		7167030		5500365		تحويل تكاليف الإنتاج
	38985740		29494850		21155968		14337192	مواد ولوازم مستهلكة
	19234781		16668616		15243142		14068115	خدمات
142907735	58220521	124254847	46163466	109288407	36399110	95493810	28405308	المجموع
	84687214		78091381		72889297		67088502	القيمة المضافة

84687214		78091381		72889297		67088502		القيمة المضافة
2728346								مدخولات مالية
210629		1317339		2061628		667446		نواتج متنوعة
842518		102930		201680		1377734		تحويل تكاليف الاستغلال
	16801233		14198030		13338271		13737437	مصاريف المستخدمين
	2317307		3165257		3068137		2818064	الضرائب والرسوم
	12451298		6981814		5696475		4815928	مصاريف مالية
	1443000		1129090		1027836		1043125	مصاريف متنوعة
	44047645		34950346		32258806		28597710	مصاريف الاستهلاك والمورونات
88468770	77065483	79511650	60424537	75152605	55389525	69133683	51012264	المجموع
	11403287		19087113		19763080		18121419	نتيجة الاستغلال
41161745		35317919		30476710		27526820		نواتج خارج الاستغلال
	42476043		35639894		31873481		31089093	تكاليف خارج الاستغلال
41161745	42476043	35317919	35639894	30476710	31873481	27526820	31089093	المجموع
1314298		321975		1396771		3562273		نتيجة خارج الاستغلال
11403287		19087113		19763080		18121419		نتيجة الاستغلال
	1314298		321975		1396771		3562273	نتيجة خارج الاستغلال
	10088989		18765137		18366309		14559146	النتيجة الإجمالية للسنة المالية

						ضرائب على أرباح الشركات
		2840851		3105626		3184356
	10088989	15924286		15260683		11374789
						نتيجة السنة المالية

المصدر : مديرية المالية والمحاسبة بالشركة الجزائرية للكهرباء والغاز - الجزائر