

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

المركز الجامعي نور البشير البيض



معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

تحليل أثر الرافعة المالية ودوره في تقييم الوضعية المالية
للمؤسسة الاقتصادية
دراسة حالة مؤسسة سونلغاز البيض

مذكرة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

تخصص: ادارة مالية

إشراف الأستاذ :

- بوشاكر جلول

من إعداد الطلبة :

- بخيتي عبد الحق

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا أستاذ جامعة	أ
مشرفا ومقررا أستاذ جامعة	أ
ممتحنا أستاذ جامعة	أ

السنة الجامعية: 2023/2022

إهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى:

إلى روح أمي الراحلة من دنيانا الباقية في قلبي رحمها الله.

إلى والدي العزيز حفظه الله.

إلى أختي الحبيبة و أخواي الأعزاء و جدتي رعاها الله و حفظها.

إلى الخال الأخ الصديق توفيق .

إلى خالاتي الحنونات .

إلى كل أحبتي.

إلى كل من علمني حرفا.

جزاكم الله عني خير الجزاء.

عبد الحق

شكر و تقدير

أتقدم بداية بالشكر لله سبحانه وتعالى

الذي وفقني لإنجاز هذا العمل

وامتثالاً لقول المصطفى صلى الله عليه وسلم

"من لا يشكر الناس لا يشكر الله"

فإنني أتقدم بالشكر الجزيل والتقدير العميق

للأستاذ المشرف بوشاكر جلول الذي منحنا

ثقتة ولم يبخل علينا بنصائحه وتوجيهاته القيمة

و الشكر موصول كذلك لأعضاء لجنة المناقشة

التي قبلت تحمل عبء مراجعة هذا العمل الشاق

وتصويب أفكاره وأخطائه بما تراه مناسباً

و ملائمته لهذه المذكرة

كما أشكر كل من ساعدني من قريب

أو من بعيد على إنجاز هذا العمل.



IRM	INSTITUTE OF RISK MANAGEMENT
EGA	ELECTRICITE ET GAZ
EPIC	ENTREPRISE PUBLIC A CARACTERE INDUSTRIEL ET COMMERCIAL
DFC	DIVISION FINANCE ET COMPTABILITE
DRH	DIVISION RESSOURCE HUMMAINES
DTG	DIVISION TECHNIQUE GAZ
DTE	DIVISION TECHNIQUE ELECTRICITE
SGI	SERVICE GESTION DES INVESTISEMENT
DET	DIVISION D'ETUDE ET TRAVAUX
SAG	SERVICE AFFAIRE GENERALES
DGSI	DIVISION GESTION DES SYSTEMES INFORMATIQUE
DRG	DIVISION RELATION COMMERCIELE



ملخص:

تطرقنا الدراسة في جانبها النظري إلى تحديد أساسيات رافعة مالية و الآثار الناجمة عن الرفع المالي، وكذلك التطرق إلى المردودية المالية و الاقتصادية وصولاً إلى درجة الرفع التمويلي والتشغيلي وذلك انطلاقاً من حساب الهامش على التكلفة المتغيرة. أما في الجانب التطبيقي فتوصلت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرفع المالي على مردودية مؤسسة سونلغاز بالبيض للفترة (2015-2017) حيث تبين من خلال الدراسة وجود أثر بين كل من المردودية المالية و المردودية الاقتصادية والرافعة المالية في ظل اعتماد المؤسسة على مصادر تمويل خارجية أي عند لجوئها إلى الاستدانة ..

الكلمات المفتاحية: رافعة مالية، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية.

ABSTRACT



Abstract:

The study aims theoretically, to determine the basics of financial leverage and the effects of leverage as well as the financial and the economic rentability, up to the degree of the funding and operational leverage, based on calculation of the margin on the variable cost. Practically, this study measured the impact of financial leverage on the rentability of Sonelgaz company of EL BAYADH for the period (2015-2017) and it showed that there was an effect between financial rentability, economic rentability and financial leverage under company's dependence on external finance sources when Resorting to the borrowing.

Keywords: financial leverage, financial rentability, economic rentability.



قائمة الجداول :

رقم الصفحة	العنوان	الجدول
16	الفرق بين الهيكل المالي و هيكل رأس المال	جدول رقم (01)
57	الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة سونلغاز جانب الاصول (2015-2017)	جدول رقم (02)
58	الميزانية المختصرة لمؤسسة سونلغاز جانب الخصوم (2015-2017).	جدول رقم (03)
58	بعض نسب الهيكل المالية لمؤسسة سونلغاز للفترة (2015-2017)	جدول رقم (04)
59	نسب السيولة لمؤسسة سونلغاز للفترة (2015-2017).	جدول رقم (05)
60	نسب السيولة لمؤسسة سونلغاز للفترة (2015-2017)	جدول رقم (06)
60	أثر الرافعة المالية و الرفع المالي للفترة (2015-2017)	جدول رقم (07)



قائمة الأشكال:

رقم الصفحة	العنوان	الشكل
17	محددات الهيكل التمويلي	شكل رقم (01)
29	توزيع الثروة في المؤسسة	شكل رقم (02)
32	الحالات المحكمة لأثر الرافعة المالية على مردودية الأموال الخاصة	شكل رقم (03)
37	العلاقة بين المردودية المطلوبة من طرف المساهمين و نسبة الرفع المالي حسب نظرية الإفلاس	شكل رقم (04)
39	تأثير نسبة الرفع المالي على تكلفة الوكالة	شكل رقم (05)
47	الهيكل التنظيمي العام للمؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز	شكل رقم (06)
50	الهيكل التنظيمي لوحدة التوزيع-البيض-	شكل رقم (07)
51	الهيكل التنظيمي لقسم الموارد البشرية	شكل رقم (08)



قائمة الملاحق

الرقم	العنوان
01	الميزانية المحاسبية - الأصول - لسنة 2015 لمؤسسة سونلغاز - البيض
02	الميزانية المحاسبية - الأصول - لسنة 2016 لمؤسسة سونلغاز - البيض
03	الميزانية المحاسبية - الأصول - لسنة 2017 لمؤسسة سونلغاز - البيض
04	الميزانية المحاسبية - الخصوم - لسنة 2015 لمؤسسة سونلغاز - البيض
05	الميزانية المحاسبية - الخصوم - لسنة 2016 لمؤسسة سونلغاز - البيض
06	الميزانية المحاسبية - الخصوم - لسنة 2017 لمؤسسة سونلغاز - البيض
07	جدول حساب النتائج لسنة 2015 لمؤسسة سونلغاز - البيض
08	جدول حساب النتائج لسنة 2016 لمؤسسة سونلغاز - البيض



الفهرس

ب	إهداء
ت	شكر و تقدير
I	قائمة المختصرات
II	ملخص:
III	Abstract
IV	قائمة الجداول:
V	قائمة الأشكال:
VI	قائمة الملاحق
VII	الفهرس
أ	مقدمة
1	الفصل الأول: الإطار النظري للرفع المالي
1	تمهيد:
2	المبحث الأول: مصادر التمويل و تكلفتها في المؤسسة الاقتصادية
2	المطلب الأول: التمويل في المؤسسة الاقتصادية:
3	المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية:
8	المطلب الثالث: تكلفة رأس المال:
15	المبحث الثاني: محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية
15	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي و مفهوم هيكل رأس المال:
17	المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي:
21	المطلب الثالث: الهيكل المالي الأنسب أو الأمثل:
23	المبحث الثالث: أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية:
23	المطلب الأول: مفهوم الرافعة المالية و أهميتها



27	المطلب الثاني : المرودية و أثر الرفع المالي :
33	المطلب الثالث : علاقة الرفع المالي بالمخاطر المالية:
40	خلاصة:
4	الفصل الثاني الجانب التطبيقي.....
43	المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة سونلغاز
44	المطلب الأول: نشأة وتطور المؤسسة
47	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لشركة توزيع الكهرباء والغاز
52	المطلب الثالث : مهام و اهداف مؤسسة سونلغاز
57	المبحث الثاني: تقييم الوضعية المالية لمديرية توزيع كهرباء و الغاز البيض
57	المطلب الأول : تحليل القوائم المالية:
60	المطلب الثاني : تحليل أثر الرافعة المالية لمؤسسة سونلغاز:
63	خلاصة :
118	خاتمة:.....
131	قائمة المراجع :

تمثل المؤسسة الاقتصادية النواة الأولى لأي نشاط أو اقتصاد في مختلف دول العالم ، باعتبارها مقياس يستند إليه في معرفة معدل نمو اقتصاديات البلدان . و هذا راجع إلى جملة من المواصفات التي تجعلها كذلك، من بينها أنها مركز لاتخاذ القرارات الإستراتيجية و المالية و المتعلقة بالموارد المتاحة بهدف بناء قيمة مضافة تكون مرتبطة بأهداف المؤسسة.

تعتبر المؤسسة الاقتصادية هي وحدة متكاملة الأقطاب تقوم بوظائف متنوعة منها: المالية، التمويل و الإنتاج، التسويق... الخ، و ذلك للوصول إلى الأهداف المسطرة من قبل القائمين عليها لتحقيق الإرباح و عقلنة الإنتاج إضافة إلى أهداف اجتماعية ، اقتصادية و مالية .

إن استمرار عمر المؤسسة الاقتصادية يرجع إلى عملية التمويل، حيث تسعى المؤسسة للحصول على الأموال من اجل تلبية حاجياتها المالية و ذلك لسد النقص أو العجز في إمكانياتها، أو من اجل توسيع نشاطها . و ذلك إما عن طريق اللجوء إلى التمويل الداخلي أو التمويل الذاتي حيث تعتمد فيه المؤسسة على الأموال المملوكة (الخاصة)، أو عن طريق التمويل الخارجي و هو ما يعرف بالاقتراض ، فهنا تكون المؤسسة أمام قرار صعب في اختيار الهيكل التمويلي المناسب.

حيث تعتبر الوظيفة المالية داخل المؤسسة هي المسؤول الأول عن اتخاذ قرار اختيار الهيكل التمويلي المناسب ألا و هو البحث عن التوليفة المثلى لمصادر التمويل، أموال مملوكة و أموال دين و ذلك بأقل تكلفة ممكنة ، و الموازنة بين الخطر و العائد المتوقعين نتيجة هذه العملية بشكل يعظم قيمة المؤسسة.

إن قيام المؤسسة بعملية الاستدانة عن طريق القروض ينتج عنه ما يعرف بالرافعة المالية، و هي عبارة عن مجموع الديون إلى مجموع الموجودات، التي تعتبر كمؤشر مالي تسعى من خلاله المؤسسة إلى تحقيق مردودية مالية و اقتصادية . إلا أن الاعتماد المفرط على عملية الاستدانة قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر مالية، خاصة إذا كانت تكلفة الاستدانة تفوق قيمة العائد المتوقع من استثمارتها. لذا تسعى المؤسسة دائما إلى الاختيار السليم و الأمثل للمصدر التمويلي المناسب و ذلك في ضوء اكبر عائد مطلوب و بأقل تكلفة ممكنة.

مشكلة الدراسة:

تسعى المؤسسة الى تحقيق أهدافها من خلال التطور و النمو و التوسع، و ذلك من خلال اما الاعتماد على اموالها المملوكة او بالاستدانة عن طريق القروض ، من أجل تمويل مختلف أنشطتها، و هذا قد يؤثر اما سلبا أو ايجابا على الوضعية المالية للمؤسسة . و من اجل الامام بجوانب الموضوع يمكننا طرح الاشكالية التالية:

ما مدى تأثير آلية الرافعة المالية على الوضعية المالية لمؤسسة سونلغاز - البيض - ؟



و من اجل المعالجة الدقيقة لهذه الاشكالية تم طرح الاسئلة الفرعية الاتية:

- ما هي مصادر التمويل المعتمدة من قبل المؤسسة الاقتصادية ؟
- كيف تؤثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسة ؟
- كيف يمكن للمؤسسة اختيار الهيكل التمويلي الامثل المناسب لوضعيتها المالية ؟
- كيف يستخدم الرفع المالي في تحليل الوضعية المالية لمؤسسة سونلغاز - البيض - ؟

1- فرضيات الدراسة:

على ضوء الإشكالية تم وضع الفرضية التالية:

- تستفيد و تتحكم مؤسسة سونلغاز - البيض - البيض بالية الرفع المالي لتحقيق نتائج ايجابية مرجوة منها.
- يؤثر التمويل باقتراض ايجابا على الوضعية المالية لمؤسسة سونلغاز - البيض -.
- لا تتأثر المردودية الاقتصادية بالرفع المالي في مؤسسة سونلغاز بالبيض.
- يؤثر الرفع المالي على كل من المردودية المالية والاقتصادية ايجابا.

2- أهمية الدراسة:

يشكل موضوع الدراسة أهمية بالغة من حيث الدور الكبير الذي يلعبه الاقراض في عملية تمويل المؤسسة باعتبارها عملية حيوية، و هي المحرك الاساسي لنشاط المؤسسة و تطورها و نموها . حيث تسعى المؤسسة جاهدة الى اختيار الهيكل المالي الأنسب لها من أجل تحسين وضعيتها المالية و الوصول الى مردودية عالية، لكن هذا لا يعني أن للمؤسسة نتيجة هذه العملية معرضة لجملة من المخاطر المالية.

و تبرز أهمية الدراسة في محاولة إظهار أثر الرفع المالي المتمثل في الفارق الموجود بين المردودية المالية و المردودية الاقتصادية و ذلك من خلال مجموعة من النسب تعرف بنسب الرفع المالي و من جهة اخرى تبرز أهمية الدراسة التطبيقية من خلال نمذجة تحليلية قياسية و احصائية لأثر الرفع المالي على الوضعية المالية لمؤسسة سونلغاز البيض خلال الفترة 2015-2017.

3- أهداف الدراسة:

التي يمكن حصرها فيما يلي:

- دراسة الاطار النظري للرفع المالي
- معرفة مختلف مصادر التمويل التي تلجأ اليها المؤسسة، و كيفية تقدير تكلفتها.
- ابراز كل من الهيكل المالي ، محدداته، و الهيكل المالي الأنسب.
- التعرف على أه نسب و مؤشرات الرفع المالي
- التعرف على أثر الرفع على المردودية المالية و المردودية الاقتصادية

• تحليل و قياس أثر الرفع المالي على مؤسسة سونلغاز - البيض - البيض من خلال الفترة 2015-2017

4- حدود الدراسة:

تم تحديد الدراسة فيما يلي:

❖ **الحدود الموضوعية** : سيتم التعرف على مصادر تمويل المؤسسة و تكلفة تقديرها، مفهوم كل من الهيكل المالي، الهيكل المالي الانسب، المردودية، الرفع المالي و طرق قياسه . كما نسعى الوصول الى تبيان أثر الرفع المالي على المردودية.

❖ **الحدود المكانية**: سيتم اسقاط الدراسة على مؤسسة سونلغاز - البيض -

❖ **الحدود الزمنية**: من أجل الوصول الى أهداف الدراسة تم تحليل أثر الرفع المالي على المردودية للفترة 2015-2017

5- أسباب اختيار الدراسة:

من أهم أسباب و دوافع اختيار الموضوع ما يلي:

- الميول الشخصي لدراسة المواضيع التي لها صلة بتمويل المؤسسة.
- توافق الموضوع مع تخصصنا مالية المؤسسة.
- يعتبر موضوع أثر الرفع المالي من المواضيع الحساسة و الجديرة بالاهتمام لما لها من أهمية واسعة في النشاط الاقتصادي

• محاولة استخدام بعض النماذج الاحصائية في تحديد أثر الرافعة المالية، و ذلك من خلال الجانب التطبيقي للدراسة.

6- منهجية الدراسة:

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، و هو المنهج المتبع في العلوم الاجتماعية و السلوكية، حيث ان الاعتماد على هذا المنهج في الجانب النظري للدراسة و ذلك من أجل وصف و تحليل و تحديد عناصر موضوع الدراسة ، حيث تم وصف متغيرات الدراسة (الرفع المالي و المردودية) ، و تحليل كل منهما تحليلا وصفيا.

7- هيكل الدراسة:

تم تقسيم الدراسة الى فصلين و كل فصل الى ثلاث مباحث، و كل بحث الى ثلاث مطالب. الفصل الاول تحت عنوان "الاطار النظري للرفع المالي" تناولنا من خلاله مصادر التمويل و تكلفتها في المؤسسة الاقتصادية مبرزين مفهوم التمويل و أهميته في المؤسسة، مختلف مصادر التمويل، و تقدير تكلفتها ثم انتقلنا الى محددات الهيكل المالي من خلال مفهوم الهيكل المالي و محدداته و الهيكل المالي الامثل . و المبحث الأخير خصص الى ابراز أثر الرفع المالي على المردودية من خلال تحديد مفهوم الرفع المالي و أهميته.

اما الفصل الثاني و الذي خصصناه للدراسة التطبيقية تحت عنوان "الاطار التطبيقي للرفع المالي"، حيث قسمناه الى ثلاث مباحث حيث تناولنا في المبحث الاول تقديم مؤسسة سونلغاز البيض الهيكل التنظيمي الخاص بها، اضافة الى اهدافها و افاقها المستقبلية ، اما المبحث الثاني تناولنا فيه تطور متغيرات الدراسة للفترة 2015-2017 لمؤسسة سونلغاز البيض و في الاخير، تعرضنا الى اجراء دراسة تحليلية وصفية لأثر الرفع المالي على المردودية من 2015-2017 لمؤسسة سونلغاز البيض

8- الدراسات السابقة: هناك بعض الدراسات التي تناولت بعض من جوانب الدراسة نذكر منها:
➤ دراسة هيثم يعقوب اسحاق عبد الله: 2015 رسالة دكتوراه بعنوان: "الرافعة المالية و أثرها على القيمة السوقية لشركات المساهمة" دراسة ميدانية لعينة من شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية في الفترة 2004-2013، جامعة السودان للعلوم و التكنولوجيا، كلية الدراسات العليا و البحث العلمي -السودان - و قد تناولت الدراسة أثر الرافعة المالية على القيمة السوقية لشركات المساهمة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، حيث تبين ان الشركات عينة الدراسة في تزايد مستمر لاستخدام الرافعة المالية و ذلك و في ظل غياب القرارات التمويلية المثلى. حيث تكمن أهمية هذه الدراسة في البحث عن الجوانب الايجابية و السلبية لاستخدام الرافعة المالية في هذه الشركات ، كما هدفت كذلك الى دراسة أثر الرافعة المالية على الهيكل المالي و على القيمة السوقية للشركات.

أما من الجانب التطبيقي فقد تم التوصل الى ان الاعتماد المتزايد للرافعة المالية يؤدي الى زيادة الابعاء و المخاطر الالية التي تؤثر سلبا على الهيكل المالي للمؤسسة.

➤ دراسة انفال حدة خبيزة 2011-2012 مذكرة ماجستير بعنوان تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية" دراسة حالة مؤسسة الطاحن الكبرى للجنوب من 2008-2010 بسكرة : تهدف هذه الدراسة الى تحليل الهيكل المالي و أثره على استراتيجية المؤسسة حيث تم تحليل الهيكل المالي للمؤسسة عينة الدراسة و ذلك من خلال تحليل نسب الهيكل المالي و مؤشرات الرفع المالي، و تم توضيح أهم الخيارات الاستراتيجية التي اتخذتها مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب خلال سنوات الدراسة من 2008-2010 ، حيث خلصت الدراسة الى أنه يمكن بناء الخيار الاستراتيجي مع الأخذ بعين الاعتبار شكل الهيكل المالي المعتمد في التمويل . كما يمكن أيضا اختيار هيكل رأس المال على ضوء الخيار الاستراتيجي الذي تعتمد عليه المؤسسة و كنمط للتسيير الاستراتيجي.

➤ دراسة بسام محمد الاغا 2005 مذكرة لنيل شهادة الماجستير بعنوان " أثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار" دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العاملة بفلسطين (الجامعة الاسلامية غزة) تهدف الدراسة الى تحليل العلاقة بين الرافعة المالية و تكلفة التمويل و أثرها على معدل العائد على الاستثمار ، حيث تم تسليط الضوء على خمسة عشر شركة

مساهمة عامة متنوعة النشاط (تجاري ، صناعي ، خدمي) في فلسطين ، و خلصت الدراسة الى وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل و تكلفة هذه المصادر، كما أثبتت الدراسة غياب الرؤية الواضحة لدى متخذي القرار التمويلي في تحديد معايير اختيار مصادر التمويل ، كما تم التوصل الى مجموعة من التوصيات التي تتعلق بتحديد الاطار العملي لاتخاذ القرارات المالية بصدد تحديد المزيج الأمثل للهيكل التمويلي و الذي يحقق أفضل عائد متوقع على مجموعة الاستثمارات.

➤ مساهمة الدراسة:

ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة ان كلاهما يشترك في نقاط و جوانب معينة ، و قد تختلف في نقاط و جوانب اخرى ، خاصة في الجانب الميداني، حيث تميزت دراستنا عن الدراسات السابقة بالاعتماد على اسلوب التحليل الاحصائي القياسي الكمي في تحديد مؤشرات و نسب الرفع المالي و أثره على المردودية المالية.

كذلك ان الاحصائيات و النتائج التوصل إليها تعتبر حديثة (من سنة 2021-2022) إلى سنة بالإضافة الى انها دراسة شاملة لجميع جوانب الموضوع محل الدراسة.

9- صعوبات الدراسة:

تكمن صعوبات هذه الدراسة في الحصول على البيانات و المعطيات و القوائم المالية من المؤسسة محل الدراسة و ذلك لعدم تصريحها بالقيم المتعلقة بالنشاط بالإضافة الى عدم دقة ومصداقية هذه القوائم الى حد ما و انعدام الدراسات التي تعالج صلب الموضوع.

الفصل الأول :

الإطار النظري للرفع المالي



تمهيد :

يعتبر الهيكل التمويلي المحدد الأساسي لمستوى أداء المؤسسة لذا فان اختياره يتطلب الكثير من العناية، و يستند ذلك على مجموعة من المؤشرات و العوامل أهمها اثر الرفع المالي لأنه يتميز بتكلفته الثابتة . حيث تلجأ المؤسسة للرفع المالي لأجل تدعيم أموالها الخاصة ، و تحقيق أرباح و لكن قد يؤدي التوسع في استخدامها إلى تأثير عكسي على المؤسسة و تعريضها للمخاطر .

و بغرض الإلمام بعناصر الفصل قسمناه إلى ثلاث مباحث كما يلي:

- ❖ **المبحث الأول:** مصادر التمويل و تكلفتها في المؤسسة الاقتصادية
- ❖ **المبحث الثاني:** محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية
- ❖ **المبحث الثالث:** أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية

المبحث الأول: مصادر التمويل و تكلفتها في المؤسسة الاقتصادية

تعتمد المؤسسة عند القيام بنشاطها على مجموعة من الوظائف الحيوية من تموين، إنتاج، تسويق، موارد برية و غيرها بالاعتماد على مجموعة من الموارد المالية، و التي تقوم بتوفيرها عن طريق الوظيفة المالية.

هذه الأخيرة التي تقوم بالبحث و جلب المصادر المالية من جهات مختلفة سواء داخلية أو خارجية، لتغطية احتياجات المؤسسة سواء على المدى القصير، أو المدى الطويل ، و ذلك في ظل عناية و رقابة تضمن الاستخدام الأمثل و الأفضل لهذه الموارد المالية ، لأنه في المقابل تتحمل المؤسسة تكاليف هذه العملية.

المطلب الأول: التمويل في المؤسسة الاقتصادية:

يعتبر التمويل النواة الأساسية و الرئيسية لبناء أية مؤسسة اقتصادية، فالتمويل يعمل على إمداد المؤسسة بالأموال اللازمة ن أجل القيام بوظائفها.

1 - مفهوم التمويل:

هناك عدة تعاريف واردة في هذا الشأن نذكر منها:

- التمويل هو: تلك الوظيفة الإدارية التي تختص بعمليات التخطيط للأموال، و الحصول عليها من مصدر التمويل المناسب ، لتوفير الاحتياجات اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة، بما يساعد على تحقيق أهدافها و تحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة للفئات المؤثرة في نجاح و استمرار المؤسسة، و التي تشمل المستثمرين و العمال و المديرين و المجتمع و المستهلكين¹ .
- يعتبر تمويلا كل المصادر الضرورية لإنشاء مؤسسة أو شركة و ضمان سير نشاطها و كذا توسيعها، أي كل الموارد التي تجعل المؤسسة تنتج أكثر في ظروف أحسن مما يجعلها قادرة على تحقيق تدفقات نقدية².
- و في تعريف آخر: " يعرف التمويل بأنه الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها"³ .

و بذلك يمكن تعريف التمويل أنه عبارة عن مجموع الموارد المالية التي تتوفر عليها المؤسسة من أجل استخدامها في تنشيط دورة حياتها، سواء كان ذلك بالاعتماد على مصادرها الداخلية أو من مصادر خارجية.

¹ محمد عثمان، إسماعيل حميد، "التمويل و الإدارة المالية في منظمات الأعمال" ، دون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص 17.

² يوسف حسن يوسف ، "التمويل في المؤسسات الاقتصادية" ، دون طبعة، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر و التوزيع، مصر، 2012، ص 214.

³ طارق الحاج ، " مبادئ التمويل" ، الطبعة الأولى ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2002، ص 21.

2- أهمية التمويل:

تتمثل أهمية التمويل فيما يلي:

- ❖ تغطية جزء من تكاليف المشروع الاستثماري في الوقت المناسب¹.
- ❖ إن الهدف الأساسي للمؤسسة الاقتصادية هو ضمان بقائها في ظل القيود المفروضة عليها من المحيط و بالتالي فإن التمويل يكفل للمؤسسة البقاء من أجل المنافسة و تحقيق الأفضل لها².
- ❖ يستلزم في التمويل التجاري وجود أطراف تنظم المخاطر (المصاريف المركزية) و يضبطها وكلاء التأمين ضد العجز عن السداد و ضمان الحسابات³.
- كما تكمن أهمية التمويل كذلك فيما يلي⁴:
- ❖ توفير الأموال و الموارد المالية المجمدة سواء من داخل المؤسسة أو من خارجها.
- ❖ يساعد على انجاز المشاريع القديمة و أخرى جديدة، و التي تزيد الدخل الوطني .
- ❖ يساعد التمويل في تحقيق رغبة المؤسسة في اقتناء أو استبدال المعدات.
- ❖ يعتبر التمويل وسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من العجز المالي.
- ❖ يضمن السيولة للمؤسسة لحمايتها من خطر الإفلاس و التصفية.

المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية:

يقصد بمصادر تمويل المؤسسة تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها أو عملياتها الاستغلالية.

و التي نوضحها كما يلي:

1- التمويل الداخلي (الذاتي):

يقصد بالتمويل الداخلي الذاتي الأموال المتولدة من العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، و هو يمكن المؤسسة من تغطية الاحتياجات المالية اللازمة لسداد الديون و تنفيذ الاستثمارات و زيادة رأس المال العامل.

و بتعبير آخر تمثل الأموال الذاتية ذلك المصدر التقليدي لتمويل المؤسسة الذي يتم تغذيته إما عن علاوات الإصدار المتعلقة بحصص المساهمين أثناء إصدار الأسهم من طرف المؤسسة و التي من الممكن أن تباع بقيمة أكبر من قيمتها الاسمية، أو عن طريق تلك الموارد المالية الداخلية الناتجة عن إعادة الاستثمار الجزئي أو الكلي للأرباح المحققة و كذا مخصصات الاهتلاكات و المؤونات.

¹ رايح الولي ، رقية حساني ، "المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و مشكلات تمويلها " ، دون طبعة، ايتراك للنشر و التوزيع، الجزائر، 2007، ص 98.

² ريان محمد الشحان وآخرون ، "الادارة المالية و البنية المعاصرة " ، دون طبعة، المكتبة العصرية ، القاهرة، 2000، ص 68

³ حسن الحمودي ، " المؤسسات الاقتصادية " ، دون طبعة ، دار النهضة ، بيروت ، 1980، ص 90.

⁴ مصطفى كامل السيد " القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية " دون طبعة، المكتب الجامعي الحديث، القاهرة، 2006 ص 2.

حيث يمكن أن نكتب العلاقة التالية:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{الاهتلاكات} + \text{المؤونات} + \text{أرباح صافية غير موزعة}^1 .$$

1-1 مكونات التمويل الذاتي: يتكون التمويل الذاتي في أي مؤسسة من العناصر التالية:

أ- **ححص الاهتلاك:** يعرف الاهتلاك على انه التسجيل المحاسبي للخسارة التي تتعرض لها الاستثمارات التي تنقص قيمتها مع الزمن بهدف إظهارها بالميزانية بقيمتها الصافية . و يعوض الاهتلاك نقص القيمة الناشيء عن الاستعمال لحجزه جزء من الأرباح يعادل هذا النقص بحيث يبقى رأس المال ثابتا بقيمته الأصلية لعدم توزيع أرباح وهمية، و كذلك يخصص الاهتلاك لمواجهة خسائر واقعة، و يسجل قبل الوصول إلى نتيجة الدورة².

ب- **الأرباح المحتجزة:** عبارة عن ذلك الجزء من الأرباح الذي تقرر المؤسسة عدم توزيعه على المساهمين، و ذلك لأغراض تسديد الالتزامات أو تنفيذ بعض عمليات التوسع في المؤسسة ، و هناك علاقة عكسية بين معدل توزيع الأرباح و بين معدل الأرباح المحتجزة ، ففي الوقت الذي يكون فيه التوسع مطلوباً فان توزيع الأرباح على المساهمين مطلوب أيضا ، فكلما زاد معدل الأرباح المحتجزة انخفض معدل توزيع الأرباح ، و العكس صحيح³.

ج- **المؤونات و المخصصات:** تعرف المؤونات على انها مكون مالي من أموال المؤسسة يحتجز لغرض مواجهة خسائر محتملة أو أعباء ممكنة الحدوث في المستقبل ، حيث تبقى مجمدة داخل المؤسسة إلى حين تحقق الخطر أو العبء الذي كونت من اجله هذه المؤونات ، أو زوال الخطر المحتمل⁴.

د- **الاحتياطات:** هي عبارة عن مبالغ مالية غير مستحقة يتم تكوينها لمواجهة المخاطر المحتملة الوقوع، و تنقسم بدورها إلى قانونية و هي الحد الأدنى من الاحتياطات التي يجب على المؤسسة تكوينها و هي 5 % من صافي الأرباح على ألا تتعدى 10 % من رأس مال المؤسسة، أساسية أو نظامية و هي غير قانونية و يتم تجديدها لأغراض غير تجارية⁵.

2- التمويل الخارجي:

تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي، عندما لا تستطيع تمويل احتياجاتها المالية من مصادرها الذاتية أو الداخلية.

¹ احمد بوراس، "تمويل المنشآت الاقتصادية" ، دون طبعة، دار العلوم للنشر و التوزيع ، الجزائر، 2008، ص 27 ص 28.

² يوسف حسن يوسف مرجع سبق ذكره ، ص 230، ص 231.

³ هيثم محمود الزعبي ، " الإدارة و التحليل المالي"، الطبعة الاولى ، دار الفكر للطباعة و النشر، الاردن، 2000، ص 94.

⁴ احمد بوراس ، مرجع سبق ذكره ، ص 30.

⁵ سليم مجلخ ، "مطبوعة محاضرات في مقياس تمويل المؤسسة" ، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 200 ، ص 8.

فالتمويل الخارجي هو مجموع الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة من مصادر خارجية و هو ينقسم إلى تمويل قصير الأجل ، و تمويل متوسط و طويل الأجل .

أ- مصادر تمويل قصيرة الأجل:

و هو الحصول على الأموال المختلفة لمدة لا تزيد عن سنة و هي إما ائتمان مصرفي أي قروض لمدة سنة ، و إما ائتمان تجاري أي بضاعة كالدائنين و أوراق الدفع:

أ-1- الائتمان التجاري:

يمكن تعريف الائتمان التجاري بأنه نوع من التمويل القصير الأجل، تحصل عليه المؤسسة من الموردين، و يتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية و تعتمد المؤسسة على هذا المصدر في التمويل بدرجة أكبر من اعتمادها على الائتمان المصرفي و غيره من المصادر الأخرى قصيرة الأجل ، بل و قد يكون المصدر الوحيد -قصير الأجل- المتاح لبعض المؤسسات، و هذا يطلق على الائتمان التجاري الائتمان التلقائي نظرا لأنه عادة ما يزيد و ينقص مع التقلبات في حجم النشاط بمعنى أنه تباع بالقدر الملائم و في الوقت المناسب ، و تعد هذه واحدة من أهم مزايا الائتمان التجاري ، يضاف إليها أنه يتم دون إجراءات أو تعهدات رسمية¹ .

أ-2- الائتمان المصرفي:

هو عبارة عن الخدمات المقدمة للعملاء التي يتم بمقتضاها تزويد الأفراد و المؤسسات و المنشآت في المجتمع بالأموال اللازمة، على أن يتعهد المدين بسداد تلك الأموال وفوائدها و العمولات المستحقة عليها و المصاريف دفعة واحدة أو على أقساط في تواريخ محددة².

ب- مصادر تمويل متوسطة الأجل:

و هو حصول المؤسسة على الأموال من مصادر خارجية، و التي عادة ما تكون مدة استحقاقها تزيد عن السنة و لكن تقل عن سبع سنوات و أحيانا عشر سنوات. و ينقسم هذا النوع إلى قسمين : قروض مباشرة و التمويل بالاستئجار.

ب-1- قروض مباشرة متوسطة الأجل:

تسمى أيضا بقروض المدة و تتميز بآجالها المتوسطة، إذ أنها تستحق الدفع من سنة إلى خمس سنوات و يتم تسديدها بصورة منظرة على مدار عدد هذه السنوات و تمثل البنوك و شركات التأمين المصدر الرئيسي لهذه القروض³.

¹ منير ابراهيم هندي ، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل" ، الطبعة الثانية ، منشأة المعارف للتوزيع ، مصر ، 1998، ص7.

² عصام حسين ، "اسواق الاوراق المالية" ، الطبعة الاولى ، دار اسامة للنشر و التوزيع، عمان ، 2008، ص 72 .

³ دريد كامل آل شيب، "مقدمة في الادارة المالية المعاصرة"، دون طبعة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1996، ص 128 .

ب-2- الاستئجار:

هو عقد يتفق بموجبه طرفان هما المؤجر و المستأجر، بأن يقوم الأول بتقديم أصل معين للطرف الثاني للانتفاع به لمدة معينة على أن يقوم الطرف الثاني بدفع مبالغ بتواريخ محددة للطرف الأول¹.

و هناك نوعان من الاستئجار هما:

الاستئجار التشغيلي و هو يوفر للمؤسسة خدمة التمويل و الصيانة . و التأجير التمويلي و تلجأ إليه الشركة من أجل شراء تجهيزات جديدة محددة ، و بإمكان المؤسسة في هذه الحالة الحصول على قروض التجهيزات متوسطة الأجل بضمان التجهيزات التي تم شراؤها² .

ج- التمويل طويل الأجل :

تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من التمويل من أجل التوسع في نشاطها أو من أجل إقامة استثمارات جديدة، هذه الاستخدامات عادة ما تحتاج إلى أموال كبيرة و لمدة طويلة تزيد عن سبع سنوات ، و ينقسم بدوره إلى:

ج-1- الأسهم:

يعرف السهم بأنه صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة، و يعبر عن حصة المساهم في رأس مال الشركة ينقسم إلى أعداد مساوية من الأسهم، و يمثل كل سهم حصة متساوية من رأس المال. و ينقسم رأس مال الشركة المساهمة إلى وحدات كل منها يسمى سهما. و تحسب نسبة ملكية أي مساهم في الشركة بمقدار عدد ما يمتلكه من أسهم منسوبا إلى إجمالي عدد الأسهم التي أصدرتها لشركة، فالمساهم الذي يمتلك 10 آلاف سهم من إجمالي أسهم الشركة المتداولة و عددها مليون سهم يعتبر مالكا لنسبة 1% من أسهم الشركة (10 آلاف ÷ 1000 سهم)³.

و هناك نوعين من الأسهم: الأسهم الممتازة و الأسهم العادية.

أ- الأسهم العادية:

تعرف الأسهم العادية ن وجهة نظر المستثمر:"السهم هو عبارة عن صك يمثل نصيب صاحبه من ملكية مشروع معين بقدر قيمته الاسمية، صك يعطيه الحق في المشاركة في أرباح النشاط الاقتصادي للمروع، و كذلك في كل موجودات المشروع عند تصفيته"

من وجهة نظر المؤسسة : "هو وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل الطويل ، و عملية إصدار الأسهم بواسطة المساهمة لا يكن اعتبارها روتينية عادية نقوم بها باستمرار بل هي عملية خاصة قليلة

¹ عبد الحلیم كراجه واخرون، "الادارة و التحليل المالي"، الطبعة الثانية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الاردن، 2006، ص 65.

² سمير محمد عبد العزيز، "التأجير التمويلي"، الطبعة الأولى، دار الإشعاع الفنية للنشر و التوزيع، مصر، 2001، ص 67 .

³ محب خلة توفيق ، "الهندسة المالية" ، الطبعة الأولى ، دار الفكر الجماعي ، مصر ، 2011 ، ص 109 .

الحدوث، ففي كثير من الحالات نجد شركات المساهمة تصدر الأسهم العادية مرة واحدة في مدة حياتها . و في العادة نميز نوعين من هذه الأسهم:

✓ أسهم نقدية:

تدفع قيمتها نقداً، و تصبح قابلة للتداول بعد إنشاء المؤسسة بصفة نهائية، و صدور المرسوم الرجعي بتأسيسها .

✓ أسهم عينية: و تمثل حصة عينية كعقار، أو مصنع، أو متجر ... و تصبح قابلة للتداول و تبعد سنتين من إصدار لها¹.

ب- الأسهم الممتازة:

تعرف الأسهم الممتازة على أنها حصة في رأس مال الشركة لها نسبة أرباح ثابتة تتمتع بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية².

و نميز بين نوعين من الأسهم الممتازة :

✓ الأسهم الممتازة معتمة الأرباح: في حالة وجود ربح كافي لحامل السهم الحق في الحصول على نسبة إضافية من الأرباح.

✓ الأسهم الممتازة المجملة : يحق لحامل السهم الحصول على عائد السهم في سنوات الخسارة معمقة في سنوات الأرباح³.

2-3-2- السندات :

يمثل السند صك مستند لمديونية طويلة الأجل تصدره المؤسسات ، تعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية، كما تعتبر السندات بمثابة عقد بين المؤسسات و بين حامل السند و يترتب بموجب هذا العقد حقوق و التزامات على طرفي العقد⁴ . و هناك أنواع كثيرة للسندات نذكر منها:

أ- سندات قابلة التحويل إلى أسهم عادية:

هذا النوع من السندات يتم إصداره بقرار من الجمعية العامة العادية للمساهمين، كما انه يعطي الحق لحامله بتحويله إلى عدد معين من الأسهم خلال فترات زمنية معينة .

ب - سندات قابلة الاستدعاء:

تعطي الحق للمؤسسة المصدرة لها في رد قيمتها الاسمية و هو ما يعرف بتعويض الاستدعاء .

¹ محمد شفيق، حسن الطيب، "أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص"، الطبعة الأولى، دار النشر والتوزيع، 1997 ، ص166 .

² عبد الحليم كراجه و اخرون، مرجع سبق ذكره، ص 305.

³ معروف هشام ،"المفاضلة بين مصادر التمويل في المؤسسة " مذرة لنيل شهادة الماستر تخصص مالية و تأمينات و تسيير المخاطر ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة العربي بن مهدي ، أم البواقي ، 2013/2012، ص 45.

⁴ نور الدين خبابة ، "الإدارة المالية " ، الطبعة الاولى ، دار النهضة العربية ، لبنان ، 1997 ، ص 498.

ج- السندات المضمونة :

و هي تلك السندات التي تصدرها مؤسسة المساهمة، و لكن بضمان يقرر برهان على أموال المؤسسة.

د- السندات العادية أو ذات الاستحقاق الثابت :

و هي التي يدفع المكتتب فيها قيمتها الاسمية بالكامل على أن يحصل خلال مدة القرض على فوائد ثابتة، إضافة إلى استرداد قيمة السند عند نهاية مدة القرض.

هـ- سندات عادية ذات عائد متغير:

و هي السندات التي تصدر بقيمة اسمية محددة يدفعها المكتتب بالكامل و يحصل على فوائد متغيرة طول فترة القرض، و هذا يكون على أساس ما تحققه المؤسسة من أرباح، كما أن صاحب السند يسترد قيمتها بالكامل عند نهاية مدة القرض¹.

المطلب الثالث: تكلفة رأس المال:

تلجأ المؤسسة في تمويل استثماراتها إلى مصادر التمويل التي تضمن لها أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة، و من خلال هذا المطلب سنحاول التعرف على تكلفة هذه المصادر.

1- مفهوم تكلفة رأس المال (التمويل):

تمثل تكلفة رأس المال متوسط العائد على المدى الطويل، الذي يتوقع المستثمرين الحصول عليه من استثماراتهم، و لهذا فهو متوسط العائد الذي ينبغي أن تتوقع الشركات سداده².

كما يمكن تعريفها على أنها معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر و الذي يضمن المحافظة على قيمة المنشأة بل و تعظيمها³.

كما يمكن أن تعرف بأنها عبارة عن معدل المردودية المفروض على الأصول الاقتصادي التي يتم تمويلها عن طريق كل من الأموال الخاصة و الديون⁴.

أما رياضيا فتعرف بأنها التكلفة المتوسطة المرجحة بين تكلفة الديون و تكلفة الأموال الذاتية⁵.

و من خلال ما سبق، يمكن تعريف تكلفة رأس المال نظريا بأنها معدا العائد الأدنى الذي يجب أن يتحقق في مشاريع المؤسسة و العائد الأدنى الذي يطلبه المستثمرون، أما رياضيا فتكلفة رأس المال

¹ محمد سعيد عبد العالي ، " الإدارة المالية: الاستثمار و التمويل و التحليل المالي " ، الطبعة الأولى ، دار حامة للنشر و التوزيع، مصر ، 2008 ، ص 218.

² برايان كوبان، " هيكل رأس مال الشركات " ، ترجمة دار الفاروق للنشر، الاردن، الطبعة الاولى 2006، ص 32.

³ نور الدين خبابة ، مرجع سبق ذكره، ص 506.

⁴ pierre vernimmer, finance d'entreprise, dalloz, paris, 3^{eme} édition , 1998.p 487.

⁵ Aswath damo daran, finance d'entreprise, théorie et pratique , nouveau horizon, Belgique, 2^{eme} édition, 2007, p 572 .

تعبر عن المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة و بذلك فهي تعبر عن تكلفة مصادر التمويل.

2- العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل:

تتأثر تكلفة التمويل بمجموعة من العوامل بعضها يخضع لسيطرة المؤسسة بينما يخرج البعض الآخر عن سيطرتها إذ تعمل المؤسسة على التخفيف من حدتها و آثارها السلبية¹.

أ- المؤثرات التي لا تتحكم فيها المؤسسة:

تتمثل أهم المؤثرات التي تتحكم فيها المؤسسة في:

أ-1- **معدلات الفائدة:** عبارة عن المعدلات التي تدفع لأصحاب الديون (قروض ، سندات) و تتبع على العموم معدلات الفائدة السائدة في الاقتصاد الوطني ، حيث يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل و ذلك من جراء ارتفاع معدلات الفائدة المدفوعة لأصحاب الديون، كما يكون لها تأثير أيضا على تكلفة الأسهم العادية و الممتازة.

أ-2- **معدلات الضريبة:** تحدد عن طريق التشريعات الضريبية للدولة، مما يعني عدم قدرة المؤسسة على التحكم فيها أو تعديلها، و يكون تأثيرها على التكلفة الإجمالية واضحا لكونها تأخذ في عين الاعتبار عند احتساب تكلفة الاقتراض، كما تعطي أفضلية للتمويل بمصدر على حساب آخر في حال صدور تسريبا تقضي بتحديد معدلات منخفضة لضريبة هذا المصدر.

ب- المؤثرات الخاضعة للمؤسسة:

تتمثل المؤثرات التي تستطيع المؤسسة التحكم فيها و تعديلها حسب ما يناسب أهدافها و هي:

ب-1- **سياسة التوزيعات:** تمثل الأرباح المحتجزة الرصيد المتراكم للأرباح التي لم يتم توزيعها على المساهمين، و تبعا لذلك فعند مستوى معين من الأرباح المحققة فان ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة بشكل قد يعرض المؤسسة لنقطة الانكسار، حيث لا تكفي الأرباح المحتجزة لتمويل احتياجاتها من الموارد الإضافية اللازمة لتنفيذ الاستثمارات الجديدة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال.

ب-2- **السياسة الاستثمارية للشركة:**

عند تقدير تكلفة الأموال يتم استخدام معدلات العائد المطلوب على الأرصدة الحالية للأسهم و السندات كنقطة بدء للتقدير، و تعكس هذه المعدلات الخطر المرتبط بأصول المؤسسة الحالية، فتغير السياسة الاستثمارية للمؤسسة ينعكس على تكلفة الاستثمار.

¹ عاطف وليم اندراوس، "التمويل و الادارة المالية للمؤسسات"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006 ، ص 425-427.

ب-3- سياسة الشركة بشأن الهيكل المالي:

تخطط المؤسسة عادة لهيكل مالي أمثل، و نظرا لاختلاف تكلفة التمويل كل عنصر و درجة مخاطرته، فان المؤسسة عندما تقرر تغيير هيكلها المالي يحدث بضرورة تغيير على مستوى التكلفة.

3- تقدير تكلفة رأس المال:

بما أن تكلفة رأس المال تمثل المتوسط الحسابي المرجح لتكاليف مصادر التمويل، فانه يجب تحديد تكلفة كل عنصر من عناصر الهيكل المالية للمؤسسة، ثم حساب تكلفة رأس المال.

أ- تكلفة التمويل بالأسهم العادية:

يعتبر التمويل بالأسهم العادية من أهم مصادر التمويل في المؤسسة، غير أن هذا التمويل يكلف المؤسسة عائدا يجب أن تدفعه لحملة الأسهم و الذي يمثل لها تكلفة.

أ-1- تعريف تكلفة التمويل بالأسهم العادية:

تعرف تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية على أنها العائد الذي يطلبه حملة الأسهم لقاء امتلاكهم له، و تمثل تكلفة التمويل بأسهم عادية رياضيا بمعدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لحساب القيمة الحالية لتوزيع إرباح السهم الدورية المتوقع توزيعها في المستقبل من قبل المؤسسة¹.

أ-2- حساب تكلفة الأسهم العادية²:

يمكن حساب كلفة الأسهم العادية باستخدام إحدى الطريقتين:

- طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية.

- طريقة الأرباح المنسوبة إلى سعر السهم.

و نظرا لأن الطريقة الثانية غير دقيقة و غير واقعية يفضل استخدام الطريقة الأولى و بموجب

هذه الطريقة (طريقة الأرباح الموزعة) يتم حساب كلفة الأسهم العادية وفقا للمعادلة الآتية:

$$\text{كلفة الأسهم العادية} = \left[\frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية (1-كلفة اصدار السهم)}} \right]$$

100x[

ب- تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة:

تمثل تكلفة الأسهم الممتازة معدل العائد الذي يرغب حاملو هذه الأسهم التي أصدرتها المؤسسة في الحصول عليه.

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، " الإدارة المالية المتقدمة"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص 372.

² عبد الستار صياح، سعود العامري، " الإدارة المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، 2007، ص 227.

ب-1- حساب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة:

تعتبر تكلفة الأسهم عن العائد الذي يطلبه المستثمرون مقابل الاستثمار في المشروع وبالتالي فان تكلفة الأسهم الممتازة هي عبارة عن نسبة التوزيعات التي يحصل عليها حملة هذه الأسهم إلى سعر السهم الممتاز بعد استبعاد تكاليف الإصدار¹.
و عليه تحسب كالاتي².

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = 100 \times \frac{\text{الأرباح السنوية المدفوعة للاسهم الممتازة}}{\text{ثمن بيع السهم في السوق} - \text{مصاريف و عمولة السهم سنوية}}$$

ج- تكلفة الأرباح المحتجزة:

بما أن الأرباح المحتجزة أرباحا قد تحققت، غير أن المؤسسة قد قررت احتجازها بدلا من توزيعها على المساهمين و ذلك لاستخدامها في تمويل الاستثمارات لذا فان المستثمرين يعتبرون هذه الأرباح تكلفة، و تتمثل هذه التكلفة مقدار العائد الذي كان بإمكانهم الحصول عليه لو أن المؤسسة قامت بتوزيع هذه الأرباح عليه³.

ج-1- حساب تكلفة الأرباح المحتجزة:

و نظرا لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروفات، فان تكلفة الاعتماد على هذه الأموال في التمويل تتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار و يمكن الاعتماد على طريقة لتقدير تكلفة الأموال المحتجزة و تتمثل في:

▪ نموذج كوردون للتقسيم عن طريق القسائم⁴:

نظرا لكون احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروف لإصدار فان تكلفة الاعتماد على هذا التمويل سيتم حسابها على أساس سر السهم، و ليس على أساس الناتج الصافي من بيع السهم.

▪ حساب تكلفة الأرباح المحتجزة في غياب الضريبة على التوزيعات:

في ظل غياب الضرائب على توزيعات المساهمين، تصبح الصيغة الرياضية لتكلفة الأرباح المحتجزة تحسب وفق المعادلة التالية:

$$Kr = \frac{D1}{p0} + g$$

¹ نهال فريد مصطفى، "مبادئ و اساسيات الادارة المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003، ص 279.

² عليان الشريف، رشاد العصار و اخرون " الادارة و التحليل المالي"، دار البركة للنشر والتوزيع، الاردن، 2007، ص 101.

³ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، " الادارة المالية : مدخل لاتخاذ القرارات"الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004، ص407.

⁴ سمير محمد عبد العزيز، "اقتصاديات الاستثمار و التحليل المالي"، مكتبة مطبعة الأشعة الفنية، 1997، ص 176

حيث أن:

Kr : هي تكلفة الدنيا لأرباح المحتجزة، لأن القسائم يمكن أن تحصل قيمة أعلى من معدل الفرصة للمستثمرين.

$p0$: سعر السهم السوقي

$d1$: التوزيعات في السنة الأولى.

g : معدل النمو.

▪ حساب تكلفة الأرباح المحتجزة في حضور الضريبة على التوزيعات:

يلعب الجانب الضريبي دورا أساسيا في تقدير تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة لذا نجد أن تكلفة الأرباح المحتجزة تختلف باختلاف الشرائح الضريبية الذي ينتمي إليها ملاك المؤسسة. فنجد أن تكلفة الأرباح المحتجزة ترتفع إذا كان المساهمون ينتمون إلى شرائح ضريبية منخفضة، لأنهم يخضعون لضرائب أقل على فوائدهم مما يشجعهم على تفضيل حصولهم على أرباح الشركة بدلا من إبقائها داخل المؤسسة. و يمكن التغيير رياضيا عن تكلفة الأرباح المحتجزة في حضور ضريبة الدخل وفق المعادلة التالية:

$$Kr = (1-te)Kr$$

Te : معدل الضريبة الهامشي المرجح لكل مساهمي المؤسسة.

$K'r$: تكلفة الأرباح المحتجزة بعد الضريبة على الدخل.

Kr : تكلفة الأرباح المحتجزة قبل الضريبة على الدخل.

3-4- تكلفة التمويل بالسندات:

يترتب على إصدار السندات تكلفة تتحملها المؤسسة المصدرة و تتضمن تكاليف الاستثمار، رسوم الإصدار، أجور مدير الإصدار... الخ¹.

3-5- تكلفة التمويل بالمدىونية² :

يعتبر كل من نوعية الدين و معدلات فائدة سندات المؤسسة المقررين الرئيسيين لتكلفة الدين، و هما يتأثران بعوامل مختلفة كالحجم، قطاع النشاط ، الرافعة المالية ، التدفق النقدي ، الربحية و عدد من العوامل النوعية الأخرى، حيث تتمثل تكلفة التمويل بالديون في المؤسسة في تكلفة الاقتراض بعد خصم الضرائب.

حيث أن فوائد القروض من الأعداء التي تتضمنها قائمة الدخل، فان المؤسسة تحقق من ورائها اقتصادا ضريبيا أو وفرات ضريبية تتمثل في مقدار الفائدة مضروبا في معدل الضريبة .

¹ طارق الحاج مرجع سابق ذكره ، ص 119، ص 120

² Justin petti m stralegic corporate finance- application in valuation and capital structure , john viley sans incorated ; new jersy . 2007 . p 14.

و منه يمكن صياغة تكلفة الديون رياضيا كما يلي:

$$K_d = r - (r \times t)$$

تتوقف تكلفة الأموال الخاصة بهذا المصدر على عدة اعتبارات كشروط الإصدار و السداد و كذلك معدل الفائدة الاسمي و الذي يشكل أحد العناصر الأساسية المؤثرة في التكلفة الحقيقية لهذا المصدر¹.

في العادة تصدر السندات بقيمة اسمية محددة، و قد يباع في السوق بخصم أقل في قيمته الاسمية ، و لربما يباع بعلاوة أي أعلى من قيمته الاسمية ، هذا من جانب و من الجانب الآخر فان القيمة السوقية للسند قد تختلف عن القيمة الاسمية لاعتبارات كثيرة، الأمر الذي يجعل معدل العائد المطلوب و الذي يمثل كلفة الاقتراض عن طريق السندات متباين المقدار و طريقة حسابه مختلفة أيضا.

و بالتالي سوف نقوم بحساب تكلفة السندات في كل من الحالات التالية²:

$$k = \frac{1 + [(vn - vm)/n]}{(vn + vm)/2}$$

k: تكلفة السندات.

i : الفائدة السنوية.

vm: القيمة السوقية للسند.

vn: القيمة الاسمية للسند.

n: عدد سنوات الاستحقاق للسندات.

• عندما تصدر السندات بنفس القيمة الاسمية:

$$k = \frac{i}{(vn + vm)/2}$$

• عندما تصدر السندات بعلاوة الإصدار يتم في هذه الحالة بيع السندات بقيمة اكبر من قيمتها الاسمية، و ذلك عندما يكون معدل الفائدة السائد في السوق أقل من معدل الفائدة على السندات.

$$k = \frac{i - (p/n)}{(vn + vm)/2}$$

¹ علي حنفي، "التحليل المالي و اقتصاديات الاستثمار و التمويل" دار الكتاب الحديث ، الاسكندرية، 2009 ، ص 454 .

² شرابي باية كنزة ، "العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة" ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر 3، 2013/2014 ، ص 64 ، ص 65 .

حيث p : مقدار العلاوة بيع السند التي تعتبر تعويض للمؤسسة عن فق سعر الفائدة

يتم في هذه الحالة بيع السندات بقيمة أكبر من قيمتها الاسمية ، و تنشأ عندما يكون معدل الفائدة السائد في السوق اكبر من معدل الفائدة على السندات ، لذلك يشتري المستثمر السند بأقل من قيمته الاسمية ، و يسترده في تاريخ الاستحقاق بنفس قيمته الاسمية ، و يعتبر ذلك تعويضا للمستثمر عن فرق سعر الفائدة .

$$k = \frac{i + (s/n)}{(vn + vm)/2}$$

حيث s مقدار الخصم .

و بما أن قوانين الضرائب تعتبر الفائدة على القروض من الأعباء الواجبة الخصم من الوعاء الضريبي و بالتالي فهي تحقق وفرا ضريبيا و بالتالي فان :

$$\text{التكلفة الحقيقية للسندات} = \text{التكلفة المحسوبة} \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

حيث :

r : معدل الفائدة على الدين

t : معدل الضريبة على الأرباح

$(r \times t)$: الاقتصاد الضريبي

و بتبسيط العلاقة فان تكلفة التمويل بالمديونية تصبح $kd=r(1-t)$ ¹

4- حساب تكلفة رأس المال:

بعد أن قمنا بحساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل يجب القيام بحساب التكلفة المرجحة للأموال، و المقصود بالمرجحة هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر هيكل رأس المال و بالتالي يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزن معين مقابل مصادر التمويل الأخرى.

و نظرا أيضا لأن نسبة العناصر المكونة للخليط ليست متساوية كما أن تكلفتها ليست متساوية أيضا ، فانه يصبح من الخطأ استخدام فكرة المتوسط الحسابي البسيط لتقدير تكلفة الأموال ، و يصبح استخدام المتوسط الحسابي ضرورة لا مناص منها ، و يتم ترجيح تكلفة كل عنصر من عناصر

¹ عبد الغفار الحنفي ، " الادارة المالية : مدخل اتخاذ القرارات "، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية، 2007، ص 367 .

الهيكل المالي عن طريق منحه وزنا يمثل نسبة هذا العنصر إلى مجموع العناصر المكونة لهذا الهيكل و المتمثلة في الأموال الخاصة و الديون¹.

و بالتالي يتم حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال على النحو التالي²:

$$\frac{cp}{cp + d} = kcp \quad \frac{d}{cp + d} = kcp \quad kd(1 - t)$$

حيث يمثل:

Kcpc : التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال

Cp: قيمة الأموال الخاصة.

d: قيمة الديون

Kcp: تكلفة الأموال الخاصة معدل المردودية الذي يقبل به المساهمون في رأس مال المؤسسة

Kd: تكلفة الديون

Kp(1-t): تكلفة الديون بعد الضريبة

المبحث الثاني : محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية

قبل التعمق في محددات الهيكل المالي و الهيكل المالي الأنسب ، نرى أنه لبد من العرف على مفهوم الهيكل المالي و هيكل رأس المال . حيث سوف نتناول من خلال هذا المبحث ثلاث مطالب و هي :

✓ **المطلب الأول:** مفهوم الهيكل المالي و مفهوم هيكل رأس المال.

✓ **المطلب الثاني:** محددات الهيكل المالي .

✓ **المطلب الثالث:** الهيكل المالي الأنسب أو الأمثل .

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي و مفهوم هيكل رأس المال :

- يعرف الهيكل المالي بأنه : " تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بهدف تمويل استثماراتها"³.
- و يعرف أيضا على أنه: " تلك التوليفة من الأموال الخاصة و القروض التي تستعملها المؤسسة في تمويل استثماراتها"¹.

¹ منير ابراهيم الهندي ، مرجع سبق ذكره ، ص 84.

² شرابي باية كنة ، مرجع سبق ذكره ، ص 73.

³ السمانى محمد أحمد عبد الله ، اسماعيل عثمان نجيب ، " أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي و القيمة السوقية للمنشأة" دراسة حالة الشركة القومية للاتصالات سودااتل 2007-2011 ، مجلة العلوم الاقتصادية ، جامعة السودان للعلوم و التكنولوجيا ، كلية الدراسات التجارية، المجلد 15 ، العدد 2 ، 2014 ، ص 101.

الفصل الأول: الإطار النظري للرفع المالي

و عليه يمكننا القول أن : الهيكل التمويلي هو ذلك الخليط أو المزيج من الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة من أجل تمويل أصولها سواء كانت هذه الأصول من مصادر داخلية أو خارجية طويلة أو قصيرة المدى .

و لابد ان نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال ، الأول الهيكل المالي الذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل موجوداتها المختلفة و هو ما يعبر عنه بهيكل التمويل financial structure ، و الثاني هيكل رأس المال الدائم للمؤسسة ، و الذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل و الأسهم الممتازة و حقوق الملكية ، و يستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل ، و على هذا الأساس فان هيكل رأس المال للمؤسسة ما يعد جزءا من هيكلها المالي .

يشير هيكل التمويل إلى الجانب الأيسر من الميزانية فهو يعبر عن تركيب أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الموجودات (الجانب الأيمن) من الميزانية ² .
جدول رقم (01) : الفرق بين الهيكل المالي و هيكل رأس المال³

هيكل رأس المال	الهيكل المالي
1- يتضمن فقط مصادر التمويل طويلة الأجل.	1- يتضمن كل مصادر التمويل طويلة و قصيرة الأجل .
2- يعنى فقط بالمطلوبات طويلة الأجل للمؤسسة.	2- يعنى بجانب المطلوبات الإجمالية من قائمة الميزانية.
3- يتألف من حق الملكية أو الأسهم الممتازة و الأرباح المحتجزة.	3- يتألف من جميع مصادر رأس المال.
4- أحد المحددات الرئيسية لقيمة المؤسسة.	4- سوف لا يكون أكثر أهمية عند تحديد قيمة المؤسسة.

¹ George Depallens, jean pierre jobard , gestion financière de l'entreprise , 11^{eme} ed dunod .1997 . p 811.

² جليل كاظم مدلول العارضي ، "الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية و تطبيقات عملية" ، الطبعة الأولى ، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2013 ، ص 377

³ جليل كاظم مدلول العارضي ، "الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية و تطبيقات عملية" ، الطبعة الأولى ، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2013 ، ص 378.

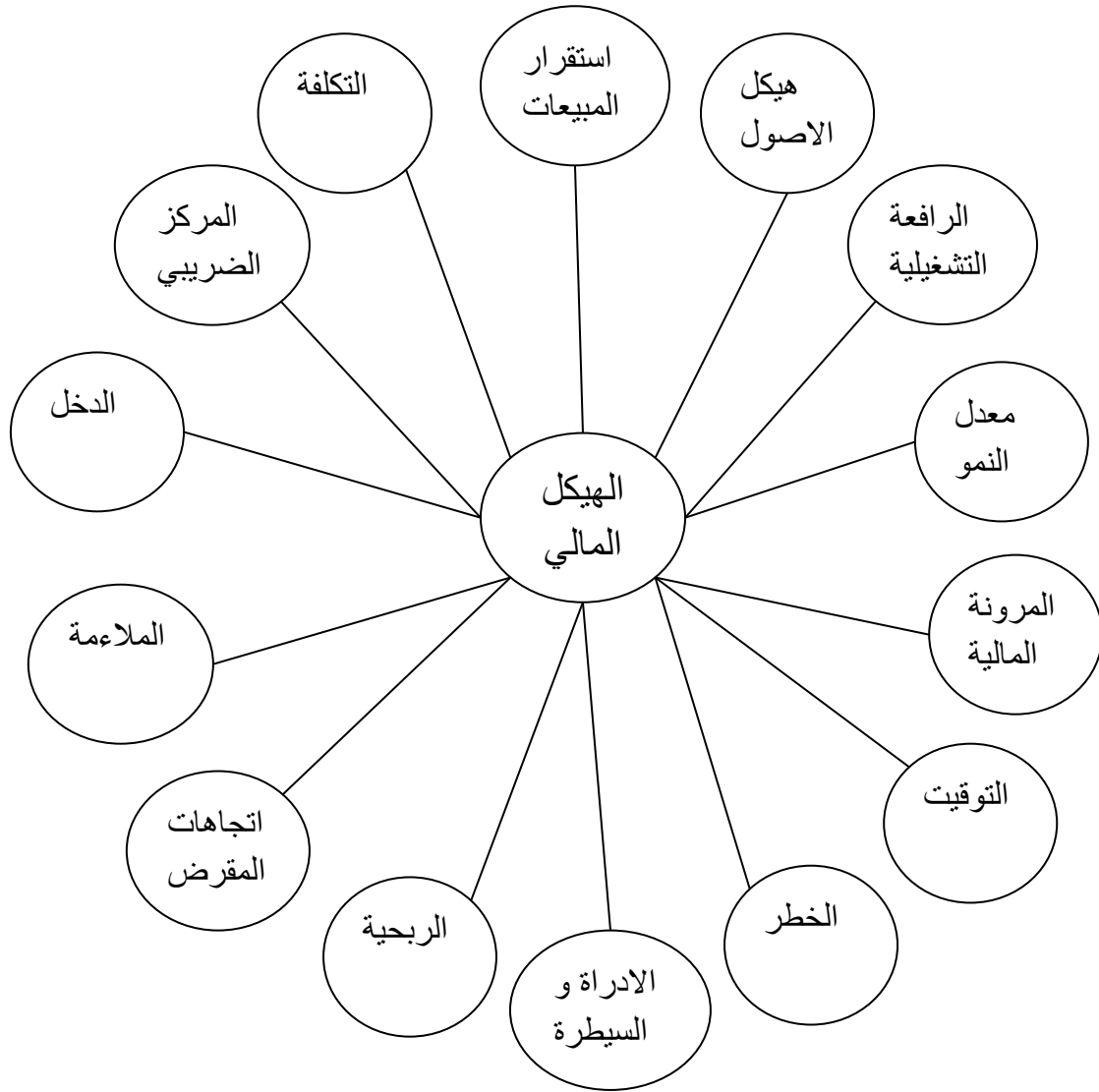
المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي:

هناك عدة اعتبارات ند تحديد أساليب تمويل الأصول ، تختلف باختلاف طبيعة نشاط المؤسسة مركزها المالي، و لمرحلة ضمن دورة الاستغلال التي تمر بها ، و كذلك الظروف السائدة في الاقتصاد.

هذه الاعتبارات مرتبطة بمجموعة من العوامل الأساسية التي تباشر تأثيرها على القرارات الخاصة بتشكيل الهيكل المالي للمؤسسة.

و من جملة محددات الهيكل المالي ما يوضحه الشكل التالي:

شكل رقم (01) محددات الهيكل التمويلي



المصدر : من إعداد الطالب

و بذلك و من خلال الشكل السابق يتضح أن محددات الهيكل التمويلي تتمثل في:

1- استقرار مبيعات المؤسسة:

تكون المؤسسة في الجانب الأيمن عند استخدامها نسبة مرتفعة من التمويل المقترض (المديونية) عندما تكون مبيعاتها تتمتع باستقرار نسبي ، و عليه فان المؤسسة التي تعمل ضمن قطاع الخدمات (الكهرباء و الماء) تكون أكثر قدرة على استخدام التمويل المقترض مقارنة بتلك المؤسسات الصناعية ، و أن السبب في التفاوت في استخدام التمويل المقترض يعود إلى استقرار الطلب في الأولى و عدم استقراره في الثانية¹.

2- هيكل الأصول:

يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصور عديدة ، فالمؤسسات التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة و خاصة في حلة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير ، تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بكثافة (المال على هذا النوع من المؤسسات هو شركات المرافق العامة) . و من ناحية أخرى فان المؤسسات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم و مخزون و التي تتوقف قيمتها على استمرار تحقيق المؤسسة للأرباح تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل و إن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل و لكن بدرجة محدودة (المثال على هذه المؤسسات هو المؤسسات التي تعمل في تجارة الجملة و التجزئة)².

3- الرافعة التشغيلية:

في حالة بقاء العوامل الأخرى ثابتة، أي بقاؤها دون تغيير، فان المؤسسة ذات الرافعة التشغيلية المتدنية تكون أكثر قدرة على استخدام التمويل المقترض مقارنة بالمؤسسات ذات الرافعة المالية التشغيلية المرتفعة ، حيث أن ارتفاع نسبة الكلف الثابتة من مجموع الكلف التشغيلية ، التي تنجم عن استخدام التكنولوجيا في عمليات الإنتاج ، يؤدي إلى ارتفاع درجة الرافعة المذكورة³.

4- معدل النمو:

مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، تعتمد المؤسسات التي تتميز بسرعة نموها على التمويل باستخدام القروض بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة بتكاليف التمويل بالدين يشجع المؤسسات على زيادة الاعتماد على الاقتراض ، بيد أنه في الوقت نفسه قد تواجه مؤسسات

¹ عدنان تايه النعيمي ، ياسين كساب الخرشة ، مرجع سبق ذكره ، ص 200.

² . محمد صالح الحناوي و اخرون،"أساسيات و مبادئ الإدارة المالية" بدون طبعة ، المكتب الجامعي الحديث ، مصر،

2007، ص 287.

³ عدنان تايه النعيمي ، ياسين كساب الخرشة ، مرجع سبق ذكره ، ص 200.

النمو السريع في اعتمادها المتزايد على الاقتراض مخاطر أكبر بشكل قد يقلل من رغبتها في اللجوء الى الاقتراض¹.

5- المرونة المالية:

و المقصود بها قدرة المؤسسة في الحصول على قروض بشروط ملائمة و أسعار مناسبة و بأسعار فائدة معقولة في ظل الظروف المختلفة لأنه من المعروف ان المقرض يبحث دائما عن المؤسسة (المقترض) ذات المركز المالي القوي لضمان حقوقه و خاصة في الظروف الاقتصادية الرديئة و عليه فعندما تكون العوامل الأخرى مشجعة على استخدام الدين ، و المرونة المالية غير متوفرة، فهذا يعني أن تركيبة رأس المال تكون ذات نسبة منخفضة من التمويل المقترض².

6- التوقيت:

إن هذا العامل يرتبط ارتباطا وثيقا بالمرونة ، و يعني التوقيت هو اختيار المؤسسة للوقت المناسب للحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة و عن طريق الإقراض أو أموال الملكية ، و تحقق المؤسسة و فورات كبيرة عن طريق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض و التمويل خلال الدورات التجارية³.

7- الخطر أو المخاطر المالية :

ترتبط هذه المخاطر بقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها، حيث أنه كلما زادت المخاطر المالية (عدم قدرتها على السداد) التي تواجهها المؤسسة قل اعتمادها على التمويل باستخدام الاقتراض⁴.

8- الإدارة و السيطرة:

يؤثر التمويل بالاقتراض على مركز و قدرة الإدارة في الرقابة ما يمكنه من التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، فالإدارة إذا كانت في حالة سيطرة تصويتية في المؤسسة و لا يسمح لها بشراء أي أسهم ، فسوف تفضل استخدام القروض في تمويل الاستثمارات الجديدة لأن إصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على المؤسسة، و في حالة اتسم الوضع المالي للمؤسسة بالضعف فسوف تصدر أسهم جديدة خوفا من مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها و من ثم التعرض للإفلاس، الأمر الذي قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر الاستحواذ و الاستيلاء عليها من المستثمرين الآخرين ، و بالتالي فان لمعيار السيطرة تأثيرا على شكل الهيكل المالي التمويلي للمؤسسة⁵.

¹ بوربيعة غنية، "محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة" ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة ، جامعة الجزائر 3، 2011-2012 ص 113.

² عدنان تايه النعيمي ، أرشد فؤاد التميمي ، مرجع سبق ذكره ، ص 408.

³ عبد الحليم كراجة و اخرون ،"الإدارة و التحليل المالي : أسس- مفاهيم - تطبيقات" دون طبعة ، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان ، 2012، ص 114.

⁴ شرابي باية كنزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 08

⁵ سليم ملخ ، وليد بشيشي ، "محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية" ، مجلة دراسات اقتصادية ، جامعة 08 ماي 1945 ، قالمة ، العدد 1 ، جوان 2019، ص 123.

9- الربحية:

يرصد البعض في الواقع العملي أن المؤسسات التي تتسم بارتفاع معدلات عوائدها على الاستثمار تميل إلى استخدام أقل لمصادر الاقتراض، ورغم أنه ليس هناك تبرير نظري لهذه الحقيقة إلا أن التفسيرات العلمية لذلك هو أن المؤسسات التي تحقق مستويات أرباح مرتفعة جدا كشركة مايكروسوفت لا تحتاج اللجوء إلى التمويل عن طريق الاقتراض في هذه المرحلة .

اذ تمكنها الأرباح المرتفعة جدا من أن تخلق مصادر ذاتية التمويل ، متمثلة في تدعيم أرصدة أرباحها المحتجزة ، تستخدم في تمويل أنشطتها المتنامية¹ .

10 - اتجاهات المقرض:

يلاحظ في غالبية الأحوال أن المؤسسة تناقش هيكلها المالي مع المقرض المحتمل و تعطي وزنا كبيرا لرأيه ، و كثيرا ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الإقراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحه في المؤسسة، فالهيكل المالي إذا لا يتوقف على اتجاهات إدارة المؤسسة أو ظروفها الداخلية فقط، بل إن طرفا خارجيا - هو المقرض - يلعب دورا هاما في تحديد هذا الهيكل².

11 - الملائمة:

إن المقصود بهذا العامل هو الملائمة بين أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول التي ستقوم هذه الأموال بتحويلها، أي من الأموال التي تحصل عليها المؤسسة يجب أن تكون مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة و متماشية مع طبيعتها ، فالأموال طويلة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل مثل الاحتياجات الموسمية³.

12 - الدخل أو المتاجرة بحقوق الملكية :

إن المدير المالي يستطيع تحسين العائد المتحقق على أموال أصحاب المشروع عن طريق الاقتراض بكلفة أقل من العائد المحقق على الموجودات ، حيث يطلق على هذه العملية اصطلاح " المتاجرة بالملكية أو الرفع المالي " فالمتاجرة بالملكية هي الاستعانة برؤوس أموال الغير لمساعدة رؤوس أموال أصحاب المشروع في تمويل الاحتياجات اللازمة⁴.

13 - المركز الضريبي:

أحد الأسباب التي تدفع المؤسسة للتمويل من خلال القروض هو أن مدفوعات فوائد هذه القروض تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم وصولا للدخل الخاضع للضريبة، حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة و عليه كلما زادت رغبتها في الاعتماد على

¹ عاطف وليم اندروس ، مرجع سبق ذكره ، ص 405.

² عبد الغفار حنفي،رسمية زكي قرياقص ،"أساسيات التمويل و الإدارة المالية :مدخل اتخاذ القرار" دون طبعة ، الدار الجامعية، مصر،2004، ص 154.

³ عبد الحليم كراجه و آخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص 109 ،ص 110.

⁴ عبد الحليم كراجه و آخرون ، المرجع نفسه ، ص 111 .

المديونية في التمويل ، و بالمقابل في بعض الحالات قد لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبة بسبب تمتعها بالإعفاء الضريبي أو بسبب تكبدها خسائر رأسمالية أدت إلى انخفاض ربحيتها.

14- التكلفة:

لا ينبغي على المؤسسة أن تعتمد على المصدر التمويلي (خاصة المديونية) إلا إذا تحققت من أن العائد يفوق التكلفة المترتبة عليه ، لأن هذه التكلفة تمثل أعلى عائد يتوقع الحصول عليه من استثمار ذلك المصدر¹.

المطلب الثالث : الهيكل المالي الأنسب أو الأمثل:

يمثل الهيكل المالي جميع أنواع و أشكال التمويل سواء ملكية أو اقتراض، من مصادر طويلة، متوسطة أو قصيرة الأجل.

حيث يقع على عاتق المؤسسة الاختيار السليم و الأمثل للمصدر التمويلي المناسب و ذلك في ضوء أكبر عائد مطلوب و بأقل تكلفة ممكنة.

1- مفهوم الهيكل المالي الأمثل :

يعرف الهيكل المالي الأمثل بأنه ذلك المزيج من التمويل الممتهك (E) و المقترض (D) الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حد ممكن و إذا ما نجحت المؤسسة في تحقيق ذلك تمكنت من تعظيم ثروة المالكين².

و كذلك تؤثر طريقة التمويل في المؤسسة على ربحيتها، و بالتالي لابد من اختيار هيكل التمويل المناسب ، أي الخليط المتجانس من مصادر التمويل ، و الذي من خلاله تتمكن الإدارة من تعظيم مستوى ربحيتها و بالتالي تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد³.

1- اختيار الهيكل المالي الأمثل :

تختار المؤسسة الهيكل المالي في ضوء العديد من الاعتبارات ، و مع تغير هذه الاعتبارات يتغير هيكلها المالي ، غير أنه يجب أن يكون لمدى إدارة المشروع دائماً تصور محدد لهيكلها المالي

¹ انفال حدة خبيزة ، " تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية: دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى الجنوب . بسكرة" مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علون التسيير ، جامعة محمد

خيضر ، بسكرة 2012/2011 ، ص 10

² محمد علي ابراهيم الغامري ، "الإدارة المالية المتقدمة " الطبعة الاولى ، دار اثناء للنشر و التوزيع، الاردن ، 2010، ص 161.

³ حمزة محمود الزبيدي ، "الإدارة المالية المتقدمة " ، الطبعة الثانية ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ، الاردن 2008 ، ص 582.

في ضوء هذه التغيرات ، فإذا كانت النسبة الفعلية للأموال المقترضة بداخل الهيكل المالي للمؤسسة أقل من النسبة المستهدفة فإن التمويل الإضافي يتم من خلال أموال الملكية¹ .

و تحدد قدرة الاستدانة المؤسسة بنسب الهيكل و قدرة التسديد ، فإذا كانت هذه النسبة ضعيفة فانه على المؤسسة أن تبحث عن وسيلة أخرى غير الاستدانة و لكل مؤسسة يوجد حجم أقصى للاستدانة و الذي بعده تصبح الأخطار كبيرة و على ذلك يصبح التوازن المالي للمؤسسة محدد بسبب أي ظرف أو حادث تتعرض له.

و من الأهمية أن يشتمل الهيكل المالي على مزيج تمويلي متناسق من الناحية المالية مع حجم الاستثمارات في الأصول، و هنا يرى البعض أن الاعتماد على مصادر التمويل الذاتية بشكل كبير ، و على الديون بشكل محدود يضمن الأمان المالي للمؤسسة ، إل أنه لا يساعد على تحقيق مستوى رفيع من الربحية. و إن الحالة المعاكسة قد تؤدي إلى زيادة الربحية ، مع عدم تحقيق الأمان نتيجة زيادة درجة المخاطر المالية² .

و حتى يمكن تحقيق الأمان و الحد من المخاطر المالية، يجب تحقيق معدل عائد على الأصول المستثمرة في الأصول يفوق معدل الفائدة التي يتم دفعها للدائنين ، و إلا وقعت المؤسسة في دائرة الفشل المالي، إن اختيار مصدر التمويل لا يجب أن يؤخذ تبعاً لقيود التوازن المالي فقط لكن يجب أن يأخذ في الحسبان هدف المردودية ، و ذلك أن مصادر التمويل لها تأثيرات جد مختلفة على المردودية .

هنا يجب على المدبر المالي أن يهتم بتأثير مصادر التمويل المستخدمة على قيمة المؤسسة على المدى الطويل و المتوسط، و هذا يتطلب اختيار المؤسسة لهيكل مالي مناسب ، و الذي يوضع العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها المؤسسة في تمويل موجوداتها ، و نسبة كل عنصر فيه ، مع الأخذ بعين الاعتبار الموازنة بين العائد و المخاطر الناجمين عن الهيكل المستهدف ، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مصدر التمويل منخفضة التكلفة و متوازنة مع العائد الذي يحققه ، و المتمثل في زيادة الربحية ، و بالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

و لتحقيق هذا الهدف يجب المفاضلة بين الهياكل التمويلية البديلة و الاختيار بينهما، و هذا ما يقتضي قياس العائد و المخاطرة في ظل كل هيكل و العمل على تحقيق التوازن بينهما ، مل هذا يؤدي بالمؤسسة اذا كان اختيارها مناسب إلى تعظيم قيمتها في السوق³ .

¹ عاطف وليم اندراوس ، مرجع سبق ذكره ، ص 410.

² بوربيعة غنية ، مرجع سبق ذكره ، ص 121-122

³ بوربيعة غنية ، المرجع نفسه ، ص 121-122

و بصفة عامة تتطوي سياسة أي مؤسسة بخصوص الهيكل المالي على تحقيق موازنة بين الخطر و العائد، فتزايد الاعتماد على الاقتراض في تمويل أنشطة المؤسسة يرفع من درجة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة و من ثم جملة الأسهم.

فيما يؤدي من ناحية أخرى الى ارتفاع معدلات العائد المتوقعة ، و تؤدي مستويات الخطر الأعلى الى انخفاض أسعار أسهم المؤسسة ، غير أن معدل العائد المتوقع الأعلى قد يرتفع هذا السعر ، و تأسيسا على ما سبق فان الهيكل المالي الأمثل يجب أن يحقق الموازنة بين العائد و الخطر بشكل يعظم من قيمة سهم المؤسسة.

المبحث الثالث: أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية:

يعتبر الربط بين الرافعة المالية و علاقتها بنتائج الأداء المالي للمؤسسات ذو أهمية بالغة لأن تحليل الرفع المالي يمكن من معرفة ما إذا كانت المؤسسة قادرة على تحقيق أرباح تغطي تكاليف الإقراض ، لذلك سنتطرق في هذا المبحث إلى تعريف الرافعة المالية و أهميتها و نسب قياسها و تبين تأثيرها على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية .

المطلب الأول : مفهوم الرافعة المالية و أهميتها

1- مفهوم الرفع المالي :

يعرف الرفع المالي بأنه مدى أو نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام أموال الغير (الإقراض) في عمليات المؤسسة من أجل تمويل الاحتياجات المالية في المؤسسة¹. الرفع المالي هو الاستعانة بأموال الآخرين لتحقيق أرباح إضافية يستفيد منها ملاك الشركة، لذا فهو يعتمد على الاقتراض لتمويل عمليات المؤسسة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك². و يعرف أيضا بأنه اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية لسد احتياجاتها المالية و بالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في حالة متدنية أو مدفوعة ، أما إذا كانت المؤسسة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الاحتياجات ، فان التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين³.

¹ اشقر عامر، ايمن الشنطي ، " الإدارة و التحليل المالي " دون طبعة ، دار البداية ، عمان 2004 ، ص 229
² بداح محمد السبيعي ، " العلاقة بين الرفع المالي و العائد على الاستثمار من شركات المساهمة العامة الكويتية" رسالة مقدمة للحصول على شهادة الماجستير، تخصص محاسبة، قسم محاسبة ، جامعة الشرق الأوسط ، الكويت 2012، ص15.
³ بسام محمد الأغا، "أثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار" ، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، غزة، 2012 ، ص80.

إن يمكن أن نستخلص بأن الرفع المالي هو مدى الاعتماد على الاقتراض الثابت الكلفة لتمويل عمليات المؤسسة.

2- أهمية أثر الرافعة المالية:

إلى أمد غير بعيد من القرن الماضي و بالضبط خلال سنة 1960 اعتمدت في المؤسسات إستراتيجية التسرب، مفاده تحقيق أعلى نمو، و تتسم هذه الأخيرة بخاصيتين¹ :

- الحث على تقوية الاستثمار من أجل رفع حجم وسائل الصناعة.
- هامش ربحي صغير لاكتساب ميزة تنافسية في السوق و تحقيق أعلى معدل دوران وسائل الإنتاج، تسعى هذه الإستراتيجية لتحقيق هامش ربحي صغير مقابل توسيع قاعدة الاستثمارات و بالتالي مردودية اقتصادية قليلة ، مما يجعل المؤسسة في حاجة إلى التمويل الذاتي متجهة إلى الاستدانة البنكية للرفع من مردودية الأموال الخاصة من خلال ميكانيزم أثر الرافعة المالية تحت شرط انخفاض القيمة الحقيقية لتكلفة الاستدانة أو كونها سالبة ، خصوصا في أوقات التضخم.
- و في مطلع الثمانينات ، إبان العمل بالقيمة الحقيقية للنقود (بعد إزالة أثر التضخم) تمكنت عدة مؤسسات من رفع مردودية أموالها الخاصة بفضل تخفيض الاستدانة ، و هذا لن يأتي إلا من خلال تحقيق مردودية اقتصادية كبيرة ، و هو التوجه الذي تبنته مؤسسة Peugeot خلال العقد الماضيين من الزمن ، و عليه فالرافعة تبين و تحدد مصدر الأموال الخاصة و تقيس الأداء العملي (performance opérationnelle) و يساعد أيضا التوجه على تبني الهيكل المالي الأنسب.

3- مزايا و عيوب الرفع المالي:

للرفع المالي مجموعة من المزايا و العيوب سنحاول ذكرهم في النقاط التالية²:

أ- مزايا الرفع المالي:

يحقق الرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أعلى من تكلفة الاقتراض المميزات

التالية:

- تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض و مردود الاستثمار .
- المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا وصول لهم في الإدارة.
- عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة (عدا ما يدفع في شكل فوائد للمقرضين).
- الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للتنزيل من الضريبة .
- في فترات التضخم يتم اقتراض الأموال ذات قوة شرائية عالية و إعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل .

¹ دادان عبد الغني، " قراءة في الاداء المالي و القيمة في المؤسسات الاقتصادية " مجلة الباحث، عدد 4 ، 2006 ، ص 45

² مفلح محمد عقل ، " الادارة المالية و التحليل المالي " مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع ، 2006 ، ص 400 - 401

• الاقتراض بحكمة يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، و هذا أمر هي بحاجة إليه دائما خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من الاقتراض.

ب- عيوب الرفع المالي:

في مقابل هذه المجموعة من الميزات هناك مجموعة أخرى من السلبيات إذا ما تم الرفع المالي في ظل عائد على الموجودات أقل من تكلفة الاقتراض، و هي كما يلي:

- انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من تكلفة الاقتراض .
- احتمال تدخل الدائنين و سيطرته على المؤسسة .
- في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة .
- قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إيذاء سمعة المؤسسة الانتمائية و الحد من قدرتها على الاقتراض .

4- نسب الرفع المالي :

تهتم الإدارة المالية في معرفة أثر استخدام المديونية في هيكل تمويل الاستثمارات ، لذلك تلجأ إلى هذه المجموعة من النسب لتحقيق ثلاث غايات هي :

- ✓ تعزيز نظرة الدائنين إلى حق الملكية ، أو الأموال التي يوفرها الملاك ، من أنها توفر لهم حد الأمان لتسديد ما بذمة الشركة عند الاستحقاق .
- ✓ عندما يزداد تمويل الشركة بالمديونية فان الملاك يستطيعون السيطرة على الإدارة باستثمارات قليلة .

✓ إذا ما حققت شركة الأعمال أرباح تفوق كلفة المديونية ممثلة بالفوائد فان العائد على حق الملكية (أو ربحية السهم الواحد) سوف يزداد ، و لذلك فان نسب المديونية تتحكم فيها رغبتين متعارضتين ،رغبة الملاك الذين يفضلون زيادة اعتماد الإدارة المالية على مصادر التمويل المقترضة ، أملا في زيادة الأرباح على حق الملكية، و ورغبة المقرضين الذين يميلون إلى نسبة إقراض أقل خوفا من تعرض الإدارة المالية في الشركة إلى احتمالات عدم تسديد قروضهم أو فوائد تلك القروض¹.

أ- نسبة القروض إلى مجموع الأصول :

يتم حساب هذه النسبة بقسمة مجموع القروض (مجموع الخصوم المتداولة و غير المتداولة) على مجموع الأصول. و يطلق على هذه النسبة أحيانا نسبة الاقتراض، و تعطى هذه النسبة مؤشرا للمدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في تمويل أصولها بأموال الغير.

و تحسب وفق العلاقة الآتية :

¹ حمزة محمود الزبيدي ،"أساسيات الادارة المالية " دون طبعة ،مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ، عمان 2001 ، ص 92.

نسبة الاقتراض = مجموع القروض / مجموع الأصول¹.

ب- معدل تغطية الفائدة :

يتم حساب هذه النسبة بقسمة الإيراد قبل الفائدة و الضريبة (إجمالي الدخل) على مجموع الفوائد .

و تقيس هذه النسبة المدى الذي يمكن أن تخفضه الإيرادات قبل أن يفقد المشروع قدرته على مقابلة الفائدة المستحقة. و تحسب وفق العلاقة التالية :

معدل تغطية الفائدة = إجمالي الدخل / الفوائد.

= (الربح قبل الضريبة + الفوائد) / الفوائد².

ج- نسبة الاقتراض (الديون) إلى حقوق الملكية :

و تقيس هذه النسبة مدى مساهمة الدائنين في تمويل الأصول مقارنة مع حقوق الملكية و عادة ما يفضل الدائنون أن تكون هذه النسبة غير مرتفعة لأن انخفاضها يمل وقاية يتمتع بها الدائنون في حالة التصفية. و تحسب كما يلي:

نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية = الاقتراض (مجموع الالتزامات للغير) / حقوق الملكية³.

د- معدل تغطية الأعباء الثابتة:

تكمل هذه النسبة معدل تغطية الفائدة، حيث أنها تأخذ في الاعتبار المشاكل التي يمكن أن يتعرض لها المشروع في حالة فشله في سداد أقساط الإيجار أو عجزه عن الوفاء بمدفوعات الفائدة أو توقفه على دفع مرتبات العاملين... الخ . و تحسب كما يلي:

معدل تغطية الأعباء الثابتة = صافي الربح قبل الفائدة / الأعباء الثابتة⁴.

هـ- درجة الرفع المالي:

تعرف درجة الرفع المالي بأنها التغير النسبي في ربحية السهم نتيجة للتغيير في الأرباح التشغيلية أو الأرباح قبل الفوائد و الضرائب ، و بما أن ربحية السهم الواحد ثابتة نسبيا خلال فترة

¹ منير ابراهيم هندي، " الادارة المالية : مدخل تحليل معاصر " طبعة الثالثة منقحة، المكتب العربي الحديث، مصر ، 1990 ، ص 59 / ص 60.

² عبد العزيز النجار ، "أساسيات الادارة المالية " ، دون طبعة ، الناشر المكتب العربي الحديث ، مصر ، 2007 ، ص 44.

¹ مؤيد عبد الرحمان الدوري ، حسين محمد سلامة " أساسيات الادارة المالية " الطبعة الاولى، دار الياض للنشر و التوزيع ، الاردن ، 2013 ، ص 122.

⁴ سمير محمد عبد العزيز ، " اقتصاديات الاستثمار و التمويل و التحليل المالي " دون طبعة ، مكتبة الاشعاع للطباعة و النشر و التوزيع ، القاهرة ، 1998 ، ص 242.

التقييم فان العلاقة التي تقيسها درجة الرفع المالي هي بين صافي الدخل من جهة و الأرباح قبل الفوائد و الضرائب من جهة أخرى ، و تحسب درجة الرافعة المالية بالعلاقة التالية¹:

درجة الرفع المالي = التغير النسبي في الأرباح بالأسهم / التغير النسبي قبل الفوائد والضريبة .
= الأرباح قبل الفوائد و الضريبة / (الأرباح قبل الفوائد و الضريبة - الفوائد)

تكون الرافعة المالية مرغوبة عندما يزداد عائد الأصول عن تكلفة القرض، و كلما ارتفعت الرافعة المالية ارتفع العائد على حقوق الملكية.

تكون الرافعة المالية غير مرغوبة إذا ما كان عائد الأصول أقل من تكلفة القرض، و عليه فالرافعة المالية غير مرغوبة في الحالات الاقتصادية السيئة.

المطلب الثاني : المردودية و أثر الرفع المالي :

تعتبر المردودية أداة لقياس الفاعلية الاقتصادية للنشاط، و ذلك لكونها معيارا لاتخاذ القرارات المالية هذه الأخيرة التي تتطلب دراسة جيدة، خاصة عند تحديد مصادر التمويل سواء التمويل بحقوق الملكية أو التمويل بالاقتراف الذي ينتج عنه ما يسمى بالرفع المالي، هذا الأخير لديه تأثير كبير على مردودية المؤسسة و هو ما يعرف بأثر الاستدانة أو الرفع المالي .

1- مفهوم و حساب أثر الرفع المالي :

من أجل حساب أثر الرفع المالي و تحديد مفهومه نجري الفرق بين المردودية الاقتصادية و المردودية المالية.

أ- مفهوم المردودية الاقتصادية:

تسمح المردودية بتقدير النتيجة المتحصل عليها فيما يتعلق بالأصول الاقتصادية و رأس المال المستثمر، و بمعنى آخر الغرض من قياس المردودية الاقتصادية يتجلى في المقارنة بين التكاليف في عمليات الاستثمار و الاستغلال².

هي العلاقة بين النتيجة الاقتصادية التي تحققها المؤسسة و مجموع الأموال التي استعملتها ، قد يعبر عن النتيجة الاقتصادية بالفائض الإجمالي للاستغلال أو نتيجة الاستغلال. أما الأموال المستخدمة في تحقيق هذه النتيجة فيعبر عنها عادة بأصول المؤسسة ، إلا أن البعض يستخدم

¹ عدنان تايه النعيمي ، راشد فؤاد التميمي ، "التحليل و التخطيط المالي : اتجاهات معاصرة"، اليازوري للنشر و التوزيع ، دون طبعة ، عمان ، 2008 ، ص 340 / ص 341.

² ميلودة ميلي، "أثر الرفع المالي على مردودية الاموال الخاصة و درجة المخاطرة" مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير ، تخصص مالية المؤسسة ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2012 / 2013 ، ص 03.

الأصول الثابتة مضافا إليها احتياج رأس المال العامل للتعبير عن الأموال المستعملة لتحقيق النتيجة الاقتصادية¹.

و عليه يمكننا القول أن المردودية الاقتصادية هي عبارة عن العلاقة أو النسبة بين النتيجة التي حققتها المؤسسة و الأموال التي استخدمتها في ذلك .
و تحسب وفق العلاقة التالية:

معدل المردودية الاقتصادية (Re) = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصول الاقتصادية.

$$Re = Rexp (1-t) / AE$$

ب- مفهوم المردودية المالية:

في إطار اقتصاد السوق ، على المؤسسة تحقيق مردودية مرتفعة حتى تستطيع أن تمنح المساهمين أرباحا كافية تمكنهم من تعويض المخاطر المحتملة التي يمكن أن يتعرضوا لها نتيجة مساهمتهم في رأس مال المؤسسة².

و تعرف كذلك بمردودية الأموال الخاصة ، تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة و تدخل في مكوناتها كافة العناصر و التدفقات المالية ، حيث تأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج و الأموال الخاصة من الميزانية³.

و عليه يمكننا القول أن المردودية المالية تهدف إلى مقارنة الربح الصافي المحقق من حجم الأموال الخاصة الذي خصص لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة .
و تحسب وفق العلاقة التالية:

مردودية الأموال الخاصة (المالية) = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة .

$$Rcp = Rnet / Cp$$

و اعتمادا على التعريف المقدم لكلا المفهومين السابقين يمكن تعريف أثر الرافعة المالية على أنها الفرق بين المردودية المالية و المردودية الاقتصادية بعد الضريبة ، فهي تقيس تأثير القرارات المالية على المردودية الاقتصادية بمدى تأثير المردودية المالية بذلك¹.

¹ عادل عشي ، " الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس تقييم " مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، 2001-2002 ، ص 83.

² مليكة زغيب ، ميلود بوشنيقر " التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد " الطبعة الثانية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2010 ، ص 88.

³ الياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، " التسيير المالي : دروس و تطبيقات " الجزء الاول ، الطبعة الثانية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، 2011 ، ص 283.

1- مبدأ أثر الرفع المالي :

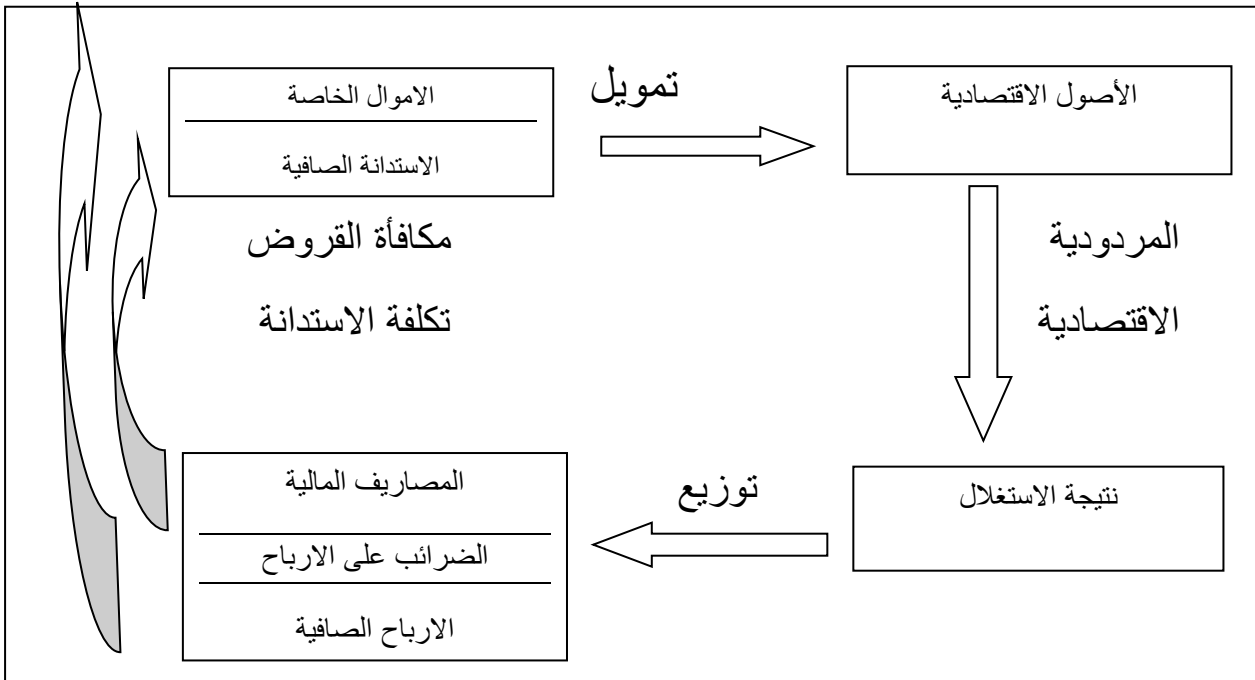
يقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط ، فهو نتاج المرونة المكافئة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة (أي الديون)، فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين ، حيث نكون أمام حالة أثر رفعة مالية إيجابي .

أما في الحالة العكسية أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تتخفف مردودية المساهمين و يصبح أثر الرافعة المالي سلبي² .

إذا يمكننا تفسير أثر الرافعة المالية بمعدل مردودية الأموال الخاصة بدل معدل مردودية الأصول الاقتصادية و تكلفة الدين .

بهدف التبسيط سوف نعتبر في منهجيتنا أن الاموال المستخدمة في مجملها تأخذ إما شكل الأموال الخاصة أو شكل الاستدانة ، هذه الاموال هي أموال مستثمرة في شكل أصول ينتظر منها توليد نتائج ، كما هو مبين في الشكل التالي:

شكل رقم (02) توزيع الثروة في المؤسسة



المصدر: الياس بن ساسي، يوسف قريشي، الجزء الأول، مرجع سبق ذكره ، ص 285.

¹ الياس بن ساسي ، يوسف قريشي، " التسيير المالي : الإدارة المالية - اجوبة - تمارين و حلول "، الجزء الثاني ، الطبعة الثانية ، دار وائل للنشر و التوزيع ، عمان ، 2011 ، ص 216.

² الياس بن ساسي ،، يوسف قريشي ، الجزء الأول ، مرجع سبق ذكره ، ص 284 ، ص 285.

فمجموع الأموال المقدمة من قبل المقرضين و المساهمين يمول جميع الاستخدامات أي الأصول الاقتصادية ، هذه الاستخدامات تولد نتائج توزع بدورها على التكاليف المالية (مكافأة المقرضين) و النتيجة قبل الضريبة التي تعود الى المساهمين.

في نهاية الأمر عندما نقارن بين مردودية الأموال الخاصة و المردودية الاقتصادية (قبل الضريبة من أجل التجانس) نجد أن الفرق يعود إلى أثر الهيكل المالي ، و منه يمكننا أن نعرف الفرق بين مردودية الأموال الخاصة و المردودية الاقتصادية بعد الضريبة بأنه أثر رافعة الاستدانة أو بعبارة أخرى أثر الرافعة المالية.

2- الصيغة الرياضية لأثر الرافعة المالية :

للضريبة أثر واضح في حساب أثر الرافعة المالية حيث أن اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي و هذا لأن الفوائد تطرح من الأرباح قبل حساب الضرائب ، فالمؤسسات التي تدفع معدل مرتفع تفضل مثلا التمويل بالاقتراض بدلا من التمويل عن طريق الأموال الخاصة ، لأن الوفر الضريبي لهذه المؤسسة سيكون أكبر .

نعتبر خلال تحليلنا أن أي نتيجة هي بعد الضريبة (نتيجة الاستغلال، النتيجة المالية و النتيجة الصافية) مع الإشارة إلى أن التحليل سيظل نفسه إذا اعتبرنا أن كل النتائج هي قبل الضريبة¹.

يمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية انطلاقا من المعطيات التالية²:

Re : نتيجة الاستغلال ، Rnet : النتيجة الصافية ، Re : المردودية الاقتصادية.

Rcp : مردودية الأموال الخاصة ، Cp : الأموال الخاصة ، D : الاستدانة.

I : تكلفة الاستدانة ، IS : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

لدينا ما يلي: تحدد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الاستغلال .

$$Rnet = (Re - I.D) (1 - IS)$$

و بقسمة طرفي المعادلة السابقة على الأموال الخاصة Cp نجد :

$$= \frac{(Re-i.D)(1-IS)}{Cp} Rcp = \frac{Rnet}{Cp}$$

$$= \frac{(Re - i.D)(1 - IS)}{Cp + D} \cdot \frac{Cp + D}{Cp}$$

$$= \left[Re \cdot \frac{Cp}{Cp} + Re \cdot \frac{D}{Cp} - i \cdot \frac{D}{Cp} \right] \cdot (1 - IS)$$

¹ ميلودة ميلي ، مرجع سبق ذكره ، ص 15.

² الياس بن ساسي ، يوسف قرشي ، الجزء الاول ، مرجع سبق ذكره ، ص 286 ، ص 288.

و بالتالي يمكن صياغة أثر الرافعة المالية رياضيا كالتالي :

$$R_{cp} = [Re + (Re - i) \frac{D}{Cp}]. (1 - IS)$$

حيث :

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

D/Cp: الرافعة المالية و تقيس تركيبة الهيكل المالي .

(Re-i)D/Cp: أثر الرافعة المالية

فيكون لدينا: مردودية الأموال الخاصة = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية.

و عليه : أثر الرافعة المالية = المردودية المالية (أموال خاصة) - المردودية الاقتصادية.

3- حالات أثر الرافعة المالية :

يتجلى الهدف من حساب الرفع المالي في دراسة أثر الاستدانة على المردودية المالية ، حيث قد يكون للاستدانة أثر ايجابي على المردودية المالية . كما لا يمكن أن يصل الأثر السلبي له ، هذا يختلف من مؤسسة الى اخرى ، و يتم توضيح ذلك من خلال الحالات التالية :

أ- حالة المؤسسة عديمة الاستدانة :

و هذا يعني أن المؤسسة تقوم بتمويل نشاطها بأموالها الخاصة دون اللجوء الى الاستدانة الخارجية ، و في هذه الحالة صياغة أثر الرافعة المالية تكتب بالشكل التالي :

$$R_{cp} = Re . (1-IS) \longrightarrow D = 0$$

و يتبين في هذه الحالة أنه لا يوجد أثر للرافعة المالية ، حيث تتساوى مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الارباح.

ب- حالة المؤسسة المستدينة :

تعد الاستدانة من أهم مصادر التمويل ، كما أنها تساهم في تحسين مستويات المردودية المالية ، الأمر الذي يؤدي الى تحقيق نمو للقدرة على التمويل الذاتي ، لكن من الضروري مراقبة مستويات الاستدانة . و هذا ما نحاول تحقيقه من خلال دراسة أثر الرافعة المالية، هنا يجب التمييز بين ثلاث حالات يمكن أن تقع فيها المؤسسة¹:

¹ درغوم عبد الرحمان ، " دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية "مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية و المحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2016/2015 ، ص 09.

ب-1- حالة المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الفائدة ($Re > i$) :

$$(Re-i) > 0 \implies R_{cp} - Re = (D / C_p) \cdot (Re - i) > 0$$

أي أن زيادة اللجوء الى الاستدانة يؤدي الى زيادة مردودية الأموال الخاصة .

ب-2- حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة ($Re < i$) :

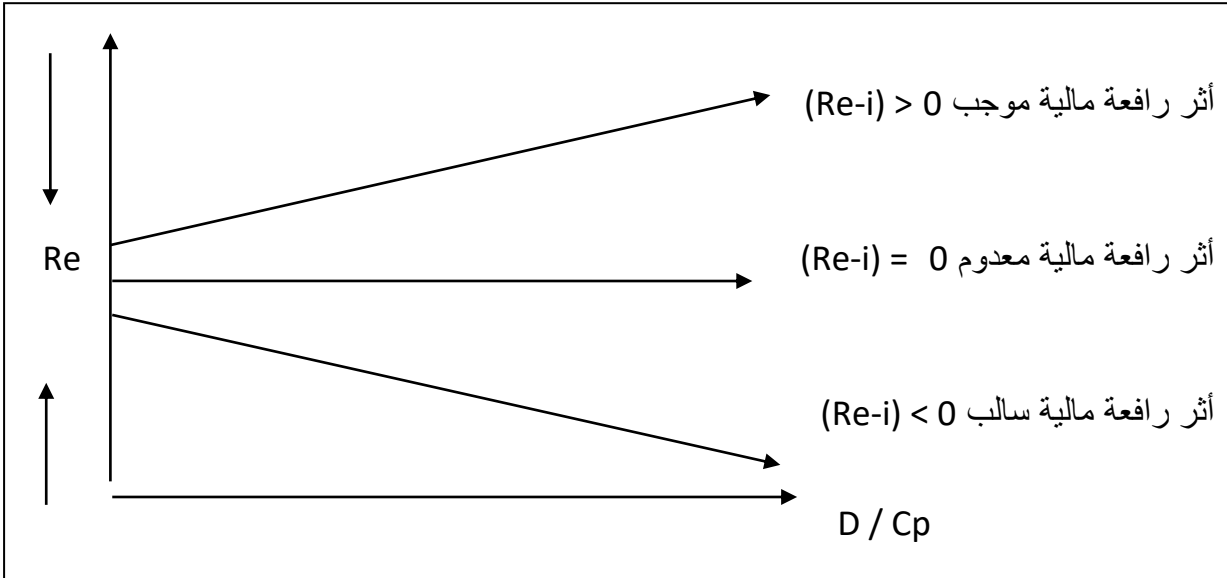
$$(Re-i) < 0 \implies R_{cp} - Re = (D / C_p) \cdot (Re - i) < 0$$

أي أن مردودية الأموال الخاصة تتخفض بزيادة اللجوء الى الاستدانة و ذلك بسبب ارتفاع المصاريف المالية .

4-3- حالة المردودية الاقتصادية تساوي معدل الفائدة ($Re = i$) :

هذه الوضعية تؤدي إلى تحديد أثر الرافعة المالية ، و حينها تتوحد دلالة كل من الأموال الخاصة و المردودية الاقتصادية بعد الضريبة . و هي نفس حالة انعدام الاستدانة¹.

شكل رقم (03) الحالات المحكمة لأثر الرافعة المالية على مردودية الأموال الخاصة



المصدر: ميلودي ميلي ، مرجع سبق ذكره، ص 53.

¹ صويلح سلوى ، " أثر الرافعة المالية في تشخيص الخطر المالي للمؤسسة الاقتصادية " مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، تخصص ادارة مالية ، جامعة الصديق بن يحي ، جيجل ، 2018/2017 ، ص 48 ، ص 49.

المطلب الثالث : علاقة الرفع المالي بالمخاطر المالية:

ترتبط المخاطر المالية باختيار المؤسسة للمزيج الذي يكون هيكلها المالي، فقد ينجم عن الرفع المالي ارتفاع في درجة المخاطرة التي يتعرض لها المساهمون و المؤسسة معا. لذلك تسعى المؤسسة الى تعظيم قيمتها عن طريق الموازنة بين العائد المتوقع و المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد.

1- الرفع المالي و علاقته بالمخاطر المالية :

قبل التطرق إلى أثر الرافعة المالية و علاقتها بالمخاطر المالية سنقوم أولاً بعرض معنى المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة. يقصد بها تلك المخاطر التي تتعرض لها جملة الأصول المالية ، تظهر في المؤسسة عادة عند اعتمادها على مصادر التمويل المختلفة (قروض ، أسهم ...) ، مصدر هذه المخاطر المالية الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية و تكون هذه المخاطر في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة (الرافعة المالية) حيث أن المؤسسة المالية تكون في وضع مالي لا تستطيع فيه مقابلة التزاماتها من أصولها الجارية¹. و تعرف أيضا على أنها احتمال الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة².

فقد عرفت إدارة المخاطر من طرف معهد إدارة المخاطر (IRM) على أنها : " الجزء الأساسي في الإدارة الإستراتيجية لأي مؤسسة ، فهي عبارة عن الإجراءات التي تتبعها المؤسسات لمواجهة الأخطار المتعلقة بأنشطتها ، بهدف تحقيق المزايا المستدامة من كل نشاط³. مما سبق نستخلص أن المخاطرة المالية هي تلك المخاطر الإضافية التي تتحملها المؤسسة نتيجة اعتمادها على القروض و ما ينجم عن هذا الأخير من تكاليف الإقراض و عدم القدرة على السداد.

أ- العلاقة بين الرفع المالي و المخاطرة المالية :

كلما اعتمدت المؤسسة على مصادر ذات تكلفة ثابتة (الاستدانة) في تمويل أصولها كلما تأثرت المردودية المالية و درجة المخاطرة ، أي وجود علاقة طردية بين المخاطر التي تتعرض لها

¹ حطاطش عبد السلام ، شوار حمزة ، " تحليل أثر معيار الرفع المالي لبازل على التحكم في المخاطر المالية بين المصارف التقليدية المصارف الإسلامية " مجلة تنمية الموارد البشرية، العدد 2 ،المجلد 7 ، الجزائر ، 2016 ، ص 208.

² عزمي سلام أسامة ، " ادارة الخطر و التأمين " ، دار حامة للنشر والتوزيع ، الاردن ، ص 20.

³ سعاد شكري معمر ،فضيلة زاوي " دور ادارة المخاطر المالية و الانذار المبكر في التنبؤ بالفشل المالي للمؤسسة" ، مجلة محاسبة التدقيق المالي ، العدد الثاني، المجلد 02 ، الجزائر 2020 ، ص 73.

المردودية المالية و الاعتماد على الاستدانة في التمويل ، فكلما زادت المؤسسة من استخدام الاستدانة زادت تقلبات المردودية المالية و العكس صحيح .
لذا سنقوم بقياس الخطر المالي بالاعتماد على الانحراف المعياري و معامل الاختلاف .

أ-1- الانحراف المعياري:

يقيس الانحراف المعياري درجة الانحراف في المردودية المالية عن وسطها الحسابي ، أي أنه كلما كانت درجة الانحراف المعياري صغيرة دل ذلك على انخفاض درجة المخاطرة ، و العكس عند ارتفاع درجة الانحراف المعياري ، و توضح المعادلة التالية كيفية قياس المخاطرة باستخدام هذا المقياس :

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n p_i (x_i - E(x))^2}$$

حيث:

δ : الانحراف المعياري

X_i : قيمة التدفق (الحاد) المرتبط بالحالة الاقتصادية أي العائد المحتمل للسهم،

$E(x)$: القيمة المتوقعة أو المتوسطة (الوسط الحسابي) للفوائد أي القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة

P_i : احتمال تحقق الظروف الاقتصادية أي احتمال العائد

بما أن الانحراف المعياري يقيس التذبذب (التغير) في العوائد التي نستطيع من خلالها تحديد الخطر ، فكلما كان الانحراف المعياري أعلى كانت المخاطرة المالية أكبر و العكس أي في حالة اعتماد المؤسسة على قروض و استدانة أكثر كلما زادت عوائد الأصل الاستثماري المتوقع و زاد الانحراف المعياري ، و بالتالي ترتفع المخاطرة المالية و نستنتج من ذلك أن استعمال الرافعة المالية يؤدي الى زيادة المخاطر المالية¹ .

¹ سلمان عادل، "دراسة العلاقات بين العائد و المخاطرة على ادوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي: دراسة حالة ماليزيا" مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر ، بسكرة، 2013/2014 ، ص 187.

أ-2- معامل الاختلاف :

يكون الانحراف المعياري مناسب للمخاطرة عند المقارنة بين رقمين تكون المردودية المتوقعة بينهما متساوية ، و لكن عند اختلافهما يكون معامل الاختلاف هو المناسب حيث يقيس درجة المخاطرة لوحدته من العائد ، و يحسب بالطريقة التالية¹ :

$$Cv = \frac{\delta i}{2E(x)}$$

حيث:

Cv: معامل الاختلاف

δi: الانحراف المعياري للسهم

E(x): المردودية المتوقعة للسهم

Cv>1: مخاطر منخفضة

Cv<1: مخاطر مرتفعة

و بالرجوع الى العلاقة الخاصة بالرفع المالي:

$$Rcp = Re + (Re - i) \frac{D}{Cp}$$

و بادخال التباين على طرفي المعادلة و اعتبار تكلفة الاستدانة (i) ثابتة، و منه تشتتتها معدوم سوف نحصل على ما يلي:

$$\delta (Rcp) = \delta(Re) + \delta(Re \cdot \frac{D}{Cp})$$

يبدو من هذه المعادلة الأخيرة أن الخطر المالي الإجمالي عبارة عن للمجموع الجبري لكل من خطأ الاستغلال (تشتت المردودية الاقتصادية) و الخطر المالي (تشتت المردودية الاقتصادية المرتبط بالاستدانة)².

و منه نستنتج أن المؤسسة عليها المفاضلة بين المردودية المالية و الخطر المالي لأن مصادر التمويل التي تعتمد على الرافعة المالية تكون مردوديتها أعلى و يقابلها مخاطر أعلى.

¹ قرميظ حمزة " أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الاوراق المالية"، مذكرة لنيل شهادة ماستر اكاديمي في مالية الكمية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقة 2014/2015 ، ص 09.

² بوقرن نهار ، زدارة فتية ، " أثر التمويل بالرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة" تخصص مالية المؤسسة ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 ، قالمة ، 2012/2013 ، ص 51.

ب- التكاليف الناجمة عن الإفراط في استخدام الرفع المالي:

كما عرفنا سابقا أن المؤسسة الاقتصادية التي تعتمد في تمويلها على الاستدانة يعطي لها آثار إيجابية كرفع في المردودية المالية ، و لكن الإفراط في الاستدانة عن الحد المعقول ينجر عنه تكاليف إضافية ، و هي أثر سلبي للرافعة المالية ، و عليه سنتطرق لذكر تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة .

ب-1- تكلفة الإفلاس :

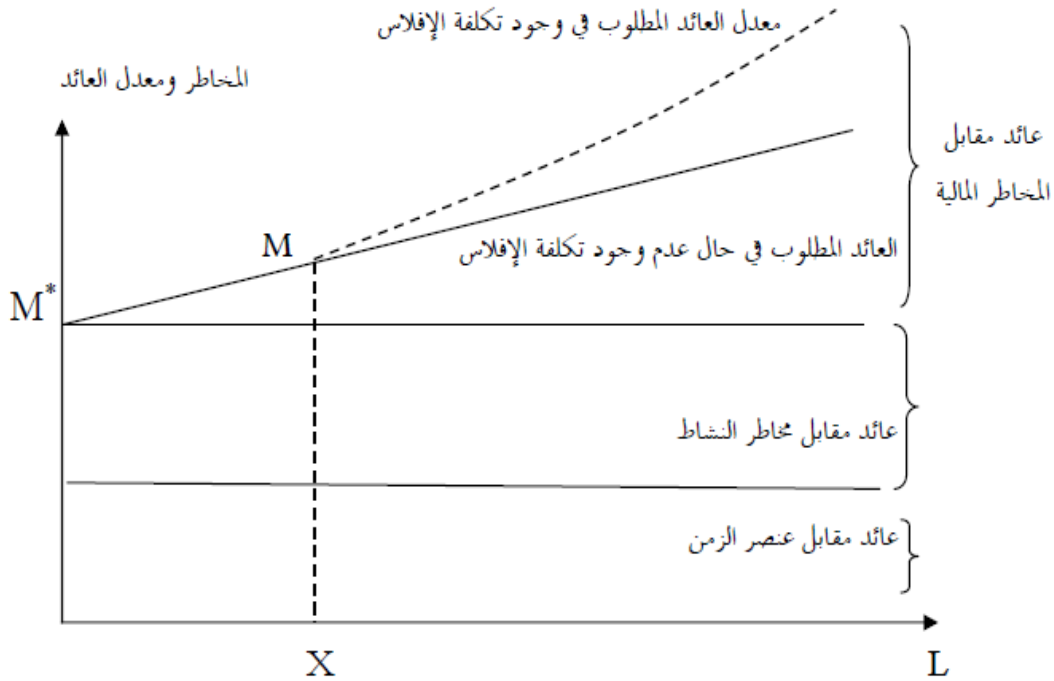
يمكن تعريف الإفلاس على أنه الوضعية التشريعية المتعلقة بإعلان التصفية لأصول المؤسسة، بسبب عدم قدرتها على تسوية التزاماتها تجاه المقرضين، و يعرف أيضا على أنه العجز و من ثم هو عدم قدرة المؤسسة على إنتاج فوائض توزع على المساهمين¹.

أما تكاليف الإفلاس فهي إجمالي التكاليف التي تتحملها المؤسسة قبل و بعد إعلان التصفية و التي تقوم بالتأثير السلبي على قيمة المؤسسة، كونها ترتبط بمعدل العائد على حقوق الملكية ، و هذا الأخير يرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة، فانخفاض النتيجة بسبب ارتفاع تكاليف الإفلاس هو السبب الرئيسي في انخفاض قيمة المؤسسة، في هذه الحالة ، إذا فان مختلف نتائج التخوفات من احتمال تحقق الإفلاس و التكاليف المرتبطة بالتصفية يطلق عليها تسمية تكاليف الإفلاس². و يمكن تمثيل العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة و نسبة الاستدانة من خلال الشكل أدناه:

¹ Louret p . structure des capital : l'arbitrage entre le gain fiscal et les couts de faillite . cigare 94/01 , grenoble , 1994 . p 12.

² Josée st pierre , la gestion financière des PME :théories et pratique , presse de l'université de Québec , 1999 , p 239

شكل رقم (04) العلاقة بين المردودية المطلوبة من طرف المساهمين و نسبة الرفع المالي حسب نظرية الإفلاس.¹



المصدر سمية لزغم ، " أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة" مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية و المحاسبية ، تخصص مالية المؤسسة ، قسم علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2012/2011، ص 65.

يظهر من خلال الشكل أن العائد الذي يطلبه المساهمون في حالة اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة فقط سوف يكون في النقطة (M) إلى أن تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة X أين يصبح معدل العائد المطلوب (M) ، أما إذا تجاوزت نسبة الإقراض النقطة X فسيرفع المقرضون من تكلفة الديون ، هذا ما يؤدي إلى نقل المخاطر من المقرضين إلى المساهمين و النتيجة ترتفع المردودية المطلوبة من قبل المساهمين ، بنسبة أكبر مما كانت ستكون عليه في حالة عدم وجود تكلفة الإفلاس .

¹ سمية لزغم ، " أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة" مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية و المحاسبية ، تخصص مالية المؤسسة ، قسم علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2012/2011، ص 65.

ب-2- تكلفة الوكالة:

عرف الوكالة كل من Jensen و Meckling على أنها حق بموجبه يلزم الشخص أو مجموعة من الأشخاص ، شخصا آخر (العون) بتنفيذ لصالحه وظائفها مهما كان نوعها ، مما ينشئ نيابة في سلطة اتخاذ القرار لدى العون ، أما بالنسبة لـ Charreaux فعرفها على أنها كل اتفاق ينتج عن عقد بين طرفين¹ .

تنشأ تكاليف الوكالة بإنشاء نظام للرقابة و تحفيز الموكل لكي يعمل بما يتماشى و أهداف المالك ، أي أن تكاليف الوكالة تنشأ بسبب لجوء المالك إلى وضع نظام للرقابة على سلوك الإدارة بهدف التخفيف من حدة الصراع القائم بينهما و الصراع القائم بين المالك و الدائنين .

و هناك نوعين من تكاليف الوكالة:

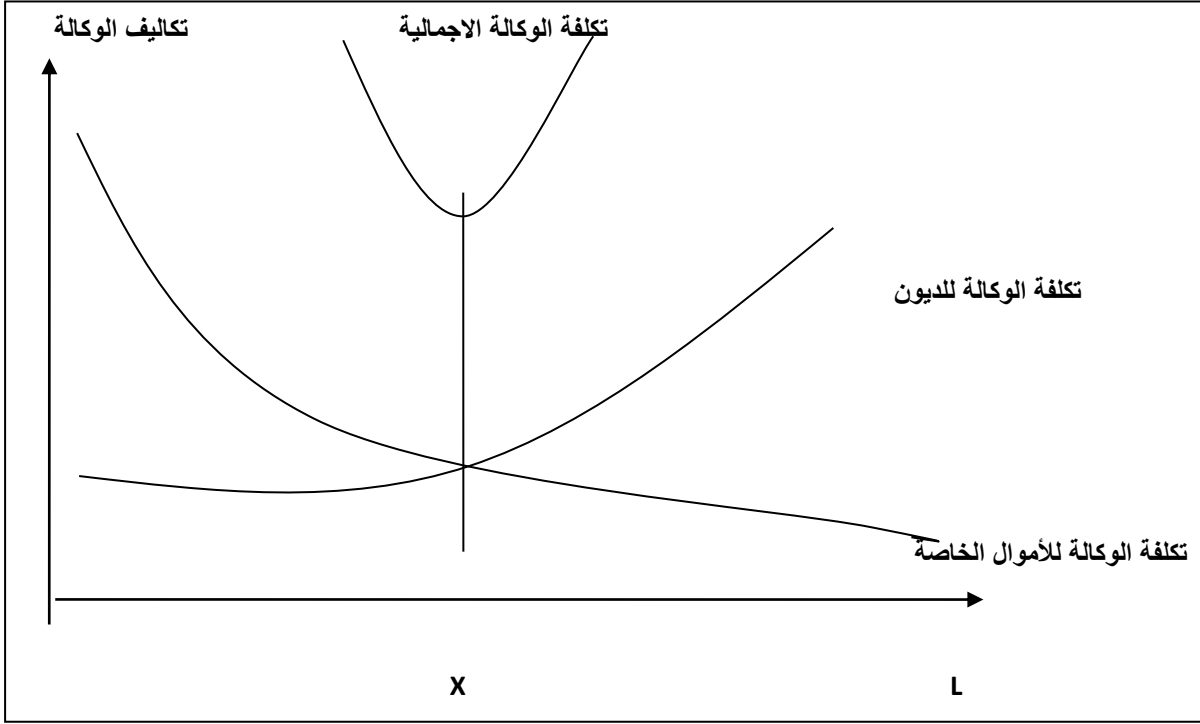
• تكاليف وكالة الديون: ناجمة عن تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين، و قد تتمثل في الخسائر الناجمة عن تأثير القرارات الاستثمارية للمؤسسة، التكاليف التي يتحملها الدائنون للرقابة على قرارات الإدارة، أو تكاليف الإفلاس و إعادة التنظيم .

• تكاليف وكالة الأموال الخاصة: عن تعارض المصالح بين المساهمين و المسيرين، بحيث يتحملها المساهمون من أجل ردع تصرفات المسيرين، و الحد من انحرافات التسيير، مثلا تحويل الموارد للمنافع الشخصية على حساب مصلحة الملاك .

و سواء نجمت تكلفة الوكالة عن تعارض المساهمين و المسيرين ، أو عن تعارض بين المساهمين و المقرضين ، فان العديد من الدراسات قد أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد مع زيادة نسبة الرفع المالي في المؤسسة .

¹ Benjamin c ivensteina , les nouvelles théories de l'entreprises, librairie générale française , paris , 1995.

شكل رقم (05) تأثير نسبة الرفع المالي على تكلفة الوكالة¹



المصدر : سمية لزعم ، مرجع سبق ذكره ، ص 80

يتضح من خلال الشكل أن الزيادة من اعتماد المؤسسة على الاستدانة (الرفع المالي) يؤدي إلى رفع تكلفة الوكالة و العكس صحيح فكلما قل اعتماد المؤسسة على الرفع المالي أدى إلى خفض تكلفة الوكالة، ويعود السبب في ذلك إلى اللجوء إلى قرارات أكثر حرص و صرامة في حال كان التمويل بالقروض مرتفع و يعود السبب أيضا لسياسات التي يعمل بها الدائنين لمواجهة مخاطر عدم التسديد ، فكلما كانت القروض كبيرة أدى بهم الى رفع معدل الفائدة و بالتالي ترتفع تكلفة الوكالة .

و من خلال ما سبق يتضح وجود علاقة طردية بين تكلفة الوكالة و نسبة الرفع المالي .

يمكن استخلاص أن نسبة الرفع المالي في المؤسسة يجب أن تكون عند نقطة استدانة مثلى لتجنب تكاليف إضافية كتكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة لذلك وجب تحقيق التوازن بين الإيرادات التي يحققها الرفع المالي و تكاليفه .

¹ سمية لزعم ، مرجع سبق ذكره ، ص 80.

خلاصة:

يتطلب نشاط المؤسسة الاقتصادية استخدام تشكيلة من مصادر التمويل قد تكون داخلية و تتمثل في التمويل الذاتي أو خارجية طويلة أجل و متوسطة و قصيرة أجل .

و في ظل التدخلات الكبيرة بين مختلف القرارات التي تتخذها المؤسسة ، خاصة منها قرارات الاستثمار و علاقتها بقرارات التمويل ، فان الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل يساعد المؤسسة من أجل تحقيق أهدافها الإستراتيجية و خاصة ما يتعلق بتنظيم قيمتها .

و باعتبار المفاضلة بين مصادر التمويل من طرف المؤسسة يرتكز على عدة معايير من بينها التكلفة ، و بما أن التكلفة هي الوجه الآخر للعائد فان تكلفة الأموال تختلف باختلاف طبيعة و نسبة كل مصدر ضمن الهيكل المالي .

كما أن للرفع المالي تأثير واضح على الهيكل المالي من خلال تعظيم العوائد في حالة المردود الاقتصادي يفوق تكلفة الإقراض و تنظيم المخاطرة أيضا و تخفيض التكلفة الوسطية المرجحة.

و لكن يبقى استخدام الرفع المالي أداة ذو وجهين فالإفراط منه يؤدي إلى تحميل المؤسسة مخاطر مالية إضافية و تنجم عنه تكاليف إضافية، لذلك يفضل استخدامه بنسب معقولة تحقق أكبر عائد بأقل تكلفة و بمخاطر مقبولة.

الفصل الثاني:
الجانب التطبيقي



تمهيد :

تطور فكر المدراء ومسيري المؤسسات من كيفية الحصول على الأموال الضرورية لاستمرار نشاط المؤسسة وتسديد التزاماتها إلى الكيفية التي يمكن تحصيل تلك الموارد المالية بأقل تكلفة ممكنة من أجل تحقيق أكبر ربح ممكن، وعليه تركزت هذه الدراسة على الرفع المالي الذي يمثل أهم مصادر التمويل الخارجي للمؤسسة في ظل عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية لاستمرارية نشاط المؤسسة . حيث حاولنا من خلال هذه الدراسة معالجة موضوع أثر الرفع المالي على مردودية مؤسسة سونلغاز بالبيض للفترة (2015-2017) ، للتوصل للنتائج المرجوة.

المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة سونلغاز

الشركة الوطنية للكهرباء والغاز سونلغاز هي شركة عمومية اقتصادية جزائرية ذات طبيعة تجارية مجال نشاطها إنتاج ونقل الطاقة وتوزيعها، ومن خلال هذا المبحث سنقوم بتقديم عام لمديرية توزيع الكهرباء و الغاز بالبيض ، وسنتعرف أكثر على نشأتها و مهامها ، و أهدافها و هيكلها التنظيمي

المطلب الأول: نشأة وتطور المؤسسة

1/ تعريف:

- إن سونلغاز هو المتعامل التاريخي في ميدان التموين بالطاقة الكهربائية والغازية في الجزائر، مساهمته في تجسيد السياسة الوطنية للطاقة من خلال البرامج المهمة الخاصة بالربط بالطاقة الكهربائية وتلك الخاصة بالربط بقنوات الغاز والتي سمحت برفع نسبة التغطية من الكهرباء إلى 99% ونسبة انتشار الغاز إلى حدود 59%.
- نشاطه الأساسي هو: إنتاج الطاقة الكهربائية ونقلها وتوزيعها ونقل الغاز وتوزيعه.
- سنة 1947: في بداية القرن العشرين كانت هناك 16 مؤسسة، ذكر منها المؤرخ Daniel Lefeuve ، 15 تتقاسم الامتيازات الطاقوية في الجزائر، وبموجب المرسوم الصادر في 05 جوان 1947 تم تأسيس شركة "EGA" كهرباء وغاز الجزائر " Electricité et Gaz d'Algérie" والتاريخ الفعلي لبداية نشاطها كان في 16 أوت 1947.
- سنة 1969: تم في 28 جويلية 1969 عن طريق المرسوم 59-69 الصادر في الجريدة الرسمية بتاريخ 01 أوت 1969 تأسيس سونلغاز " Société National de l'Electricité et du Gaz".
- سنة 1983: تمت أول إعادة هيكلة شهدتها المؤسسة بإنشاء فروع خاصة بالأشغال وهي:
 - كهريف KAHIRIF: للإنارة وإيصال الكهرباء الريفية.
 - كهركيب KAKIRIB: للتركيبات والمنشآت الكهربائية.
 - قناغاز KANAGHAZ: لإنشاء شبكة لنقل الغاز.
 - إينرغا INERGA: للهندسة المدنية.
 - التركيب ETTERKIB: للتركيب الصناعي.



سنة 1991: تحولت سونلغاز إلى مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري (EPIC (Entreprise Publique à Caractère Industriel et Commercial)) وذلك بموجب المرسوم التنفيذي رقم 91-475 المؤرخ في 14 ديسمبر 1991 وفي القانون رقم 95-280 الصادر في 17 سبتمبر 1995 يؤكد طبيعة المؤسسة الموضوعة تحت وصاية وزارة الطاقة والمناجم، مع العلم أنها تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية.

سنة 2002: تم تحويل نظامها الأساسي إلى شركة ذات أسهم بموجب القانون رقم 01-02 الصادر في 2002/02/05 وهذا ما يسمح لها بتوسعة نشاطها في مجالات مختلفة وحتى خارج حدود البلاد.

سنة 2004: أصبحت سونلغاز مجمع شركات (holding de sociétés) منها من تمارس المهن الأساسية المتعلقة بنشاط المؤسسة وهي: SPE شركة إنتاج الكهرباء، GRTE شركة تسيير شبكة نقل الكهرباء، GRTG شركة تسيير شبكة نقل الغاز، أربع شركات لتوزيع الكهرباء و الغاز الخاص بالشرق والوسط والغرب والعاصمة وما جاورها، وهي على التوالي SDE، SDE، SDO، SDA.

سنة 2017: لقد أقر المخطط التنظيمي الجديد بإنشاء الشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز المسماة اختصارا (SDE) شركة ذات أسهم كنتيجة لضم شركات التوزيع للشرق والوسط والغرب من جهة وإلحاق شركة التوزيع للجزائر (SDA) من جهة أخرى، وكان ذلك في 2017/05/22 برأس مال يفوق 64 مليار دينار جزائري، يتواجد مقرها الاجتماعي بـ 20 نهج محمد بوضياف بالبلدية تسهر على تسيير 52 مديرية توزيع متفرقة على 48 ولاية.

للإشارة فإنه قد تم نقل مقر الشركة الوطنية لتوزيع الكهرباء والغاز إلى العاصمة الجزائر بعمارة 500 مكتب، الطريق الوطني رقم 38، جسر قسنطينة، كما تم تغيير اسمها من SDC إلى SADEG في نوفمبر 2019 وضم فرع SDA فلم يصبح شركة تابعة بل صار منطقة توزيع مثل مناطق التوزيع الأخرى المنضوية تحت لواء SADEG. (معلومات مأخوذة من شركة توزيع الكهرباء و الغاز للغرب، مديرية التوزيع -ولاية البيض-)

2/ خصائص و مميزات مؤسسة سونلغاز :

الإحتكار : تمتعت مؤسسة "سونلغاز" بالإحتكار التام لسوق الكهرباء و توزيع الغاز و هذا ما يدعم مكانتها من جهة، و في نفس الوقت حملها مسؤولية كبيرة لتطبيق سياسة الدولة الطاقوية و إرضاء المواطنين

الحجم : كبر حجم نشاط المؤسسة تعدد نشاطها و المتمثل في مراحل الإنتاجية على مستوى العديد من وحدات الإنتاج و التوزيع عبر عدة مستويات.

-تعدد نظم التسيير : تعدد النشاطات و توسعها أدى إلى تعدد النظم التسييرية و نظم الاستغلال و تعدد مستويات العامل و تنوع تخصصاتهم.

-تغير الطابع القانوني : عرفت عدة تغيرات في الطابع القانوني و هي :

التحول الاول من نظام المؤسسة الوطنية قبل سنة (1969) إلى الشركة الوطنية للكهرباء و الغاز .

التحول الثاني من شركة وطنية للكهرباء و الغاز إلى مؤسسة وطنية ذات طابع صناعي و تجاري ابتداءً من سنة (1991).

التحول الثالث هو تحول المؤسسة إلى شركة ذات أسهم و تم في سنة (2002) و هو ما فتح احتمالات المنافسة خاصة مع صدور قانون الطاقة الجديد الذي أشار إلى تعدد المتعاملين في الميدان و كذا إنشاء سوق داخلية للطاقة في حدود سنة (2007).

هذه التحولات حررت مبادرة تسيير مؤسسة "سونلغاز" و قلصت في كل مرة التدخلات المركزية و بالتالي عن تقليص دور الدولة و الحد من تدخلها خاصة في ميدان الاستثمار. (معلومات مأخوذة من المؤسسة-مرجع سبق ذكره)

3/ تعريف بوحدة الكهرباء والغاز بالبيض -ميدان الدراسة- :

تعد مديرية التوزيع بالبيض مديرية ذات طابع تجاري واقتصادي متخصصة في توزيع الكهرباء والغاز عبر كامل مناطق الولاية كانت اول انطلاقة لها في 2005/07/01، يبلغ عدد عمالها 325 عامل يسهرون على راحة وخدمة الزبائن الذي بلغ عددهم 73813 زبون في الكهرباء و 52441 زبون في الغاز و 02 مقاطعات كهرباء و 03 مقاطعات غاز و 03 وكالات تجارية البيض - بوقطب - لالبيض سيدي الشيخ .

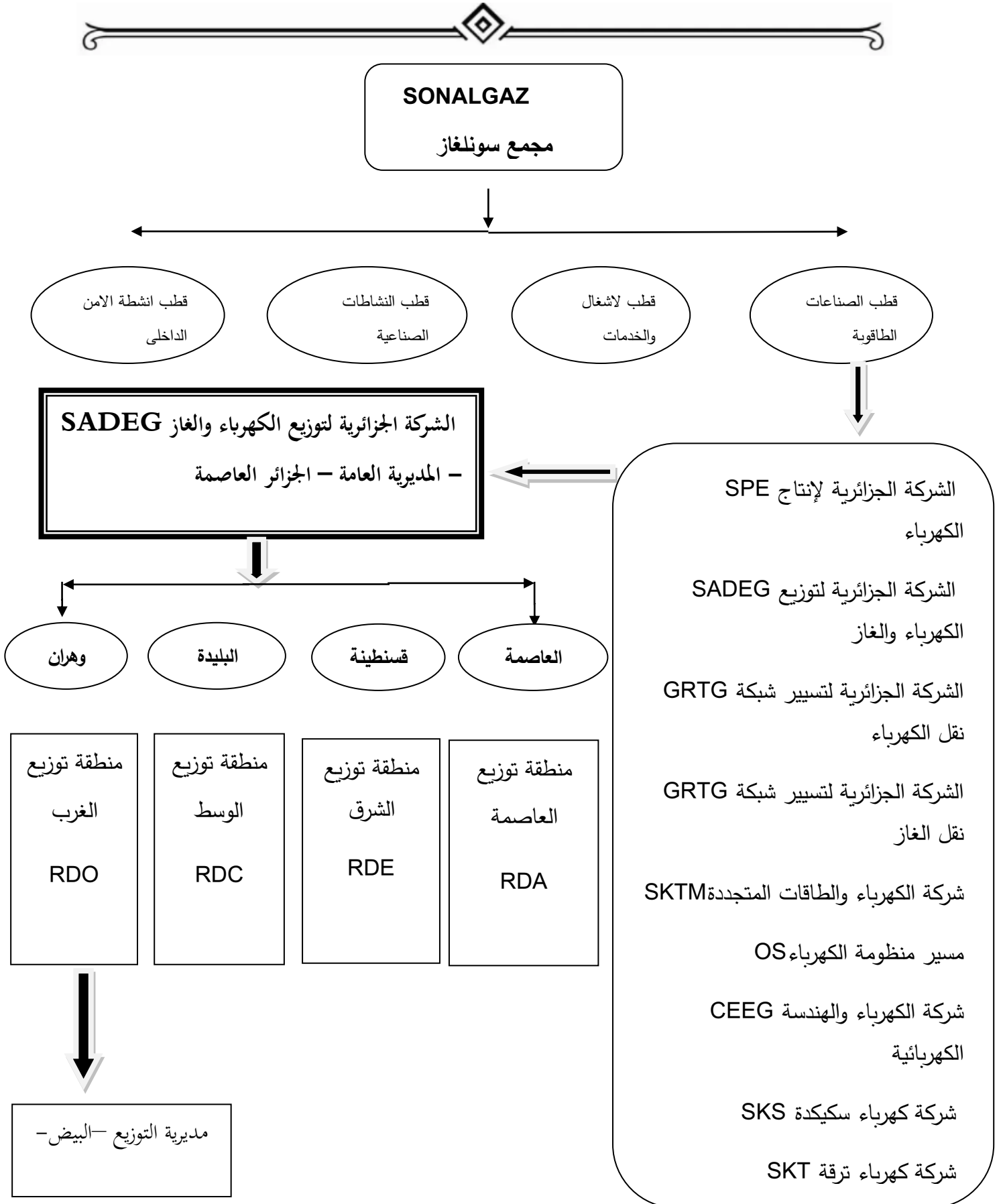


وهي تسير شبكة كهربائية طولها يصل الى 1974 كم توتر منخفض و 2803 كم توتر متوسط وشبكة للغاز تفوق 986 كم و بتعداد إجمالي للعمال يصل إلى 322 عامل .(معلومات مأخوذة من شركة توزيع الكهرباء و الغاز للغرب، مديرية التوزيع -ولاية البيض- .)

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لشركة توزيع الكهرباء والغاز

الشكل رقم 06: الهيكل التنظيمي العام للمؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز

الفصل الثاني : دراسة حالة شركة سونلغاز فرع البيض



المصدر : قسم الموارد البشرية 2023 (مديرية توزيع الكهرباء و الغاز - ولاية البيض -، مرجع السابق.)



ثانيا: الهيكل التنظيمي لوحدة التوزيع-البيض-

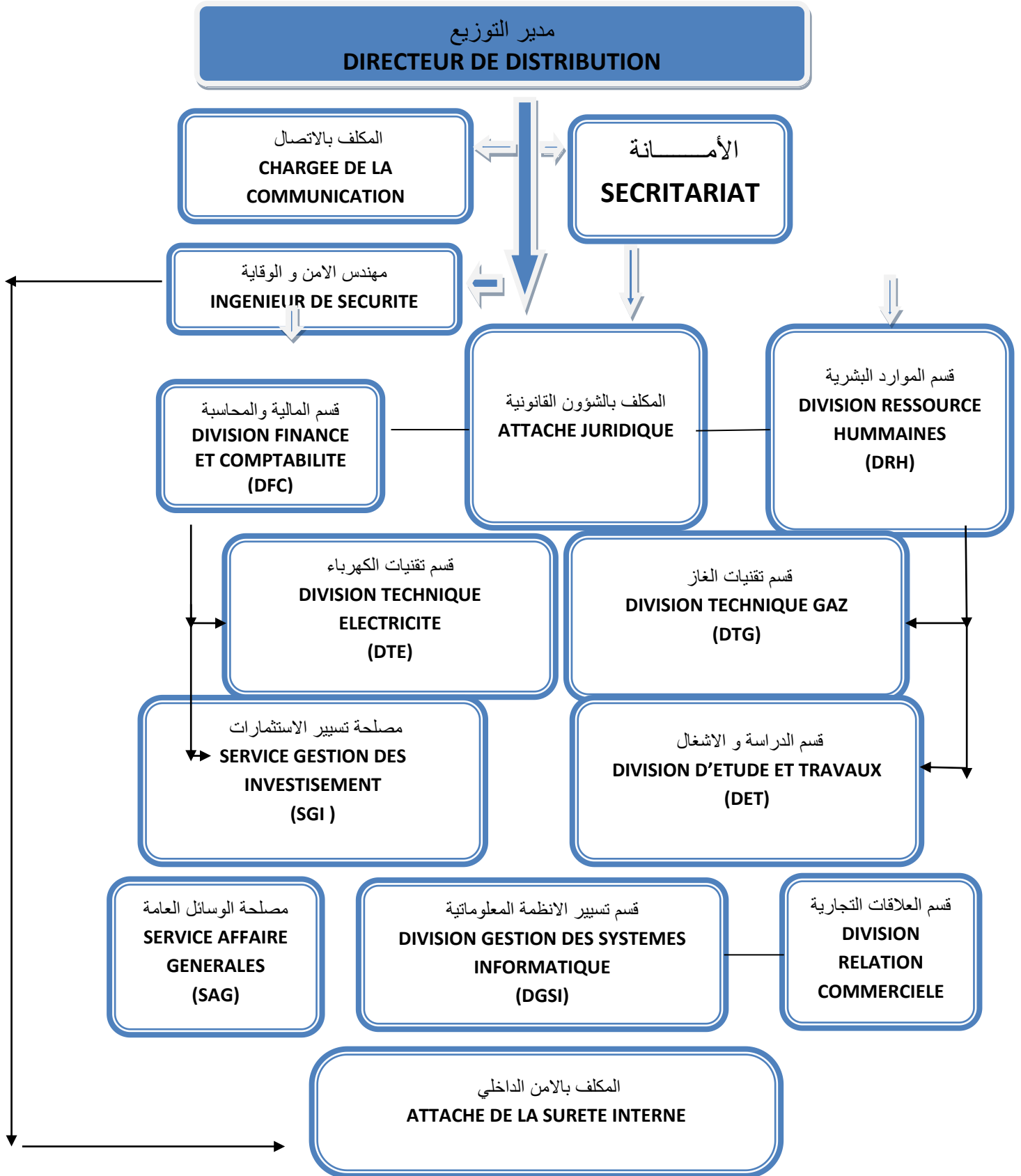
تنقسم مؤسسة شركة توزيع الكهرباء و الغاز - البيض - الى سبعة أقسام رئيسية هي:

- ✓ قسم العلاقات التجارية.
- ✓ قسم الدراسات والأشغال - كهرباء وغاز -
- ✓ قسم تقنيات الغاز.
- ✓ قسم تقنيات الكهرباء.
- ✓ قسم تسيير وبرمجة الاعلام الآلي.
- ✓ قسم المالية والمحاسبة.
- ✓ قسم الموارد البشرية.

بالإضافة إلى هذه الأقسام هناك مصلحة خاصة متخصصة في الوسائل العامة وذلك كما يظهر في الشكل الموالي:

الفصل الثاني : دراسة حالة شركة سونلغاز فرع البيض

الشكل رقم 07 : الهيكل التنظيمي لوحدة التوزيع-البيض-



المصدر: قسم الموارد البشرية 2023 (مديرية توزيع الكهرباء و الغاز-ولاية البيض-، مرجع السابق).

ثالثا الهيكل التنظيمي لقسم المحاسبة والمالية:

مصلحة المحاسبة والاستغلال

مصلحة المالية

مصلحة الموازنة ومراقبة
التسيير

مصلحة المراقبة والتفتيش

المصدر: (وثائق متعامل بها في مؤسسة شركة توزيع الكهرباء و الغاز-ولاية البيض-)

الشكل رقم 08 : الهيكل التنظيمي لقسم الموارد البشرية

مصلحة تسيير الموارد البشرية

مصلحة التكوين

مصلحة تنمية الموارد البشرية

المصدر: قسم الموارد البشرية 2023 (وثائق متعامل بها في مؤسسة شركة توزيع الكهرباء و الغاز-ولاية البيض-)

المطلب الثالث : مهام و اهداف مؤسسة سونلغاز

تقوم مؤسسة سونلغاز بوظائف أساسية تتمثل في إنتاج الكهرباء و نقلها و توزيعها و استيرادها و تصديرها و نقل و توزيع الغاز الطبيعي إلى كافة أنحاء التراب الوطني. فهي تقوم بوظائف تجارية و أخرى تقنية تتمثل في بيع الطاقة و تسيير الزبائن و المشتركين في شبكتها كما أنها تقوم بتهيئة و إنجاز منشآت الإنتاج و النقل و التوزيع.(معلومات مأخوذة من المؤسسة-مرجع سبق ذكره)

1/مهام مؤسسة السونلغاز:

1- الإنتاج:

إن طبيعة الكهرباء كمنتوج غير قابل للتخزين أجبر مؤسسة سونلغاز على اندماج كامل لكل نشاطاتها من الإنتاج إلى غاية الاستهلاك النهائي، الإنتاج هو عملية تحويل الطاقة الحرارية أو المائية إلى طاقة ميكانيكية، ثم إلى طاقة كهربائية ويشمل الإنتاج على الفروع الآتية:
الفرع الديزل: يتكون من 183 مولدا بطاقة تتراوح بين 0,35 ميغاواط و 8 ميغاواط للمولد الواحد.
الفرع المائي: يتكون من 34 مولدا بطاقة تتراوح من 1 ميغاواط إلى 5 ميغاواط للمولد الواحد.
الفرع الحراري الغازي: يتكون من 36 مولدا، حيث طاقة كل مولد تتراوح من 20 ميغاواط و 210 ميغاواط.

الفرع الحراري البخاري: يتكون من 20 مولدا بطاقة تتراوح من 50 ميغاواط و 196 ميغاواط.

2- النقل: يخص نشاط النقل كل من نقل الكهرباء والغاز فنقل الكهرباء يتم عبر خطوط الضغط العالي 220 KV و 400 KV بالإضافة إلى الخطوط ذات الضغط المتوسط 60 KV. أما فيما يخص نقل الغاز فتقوم مؤسسة سونلغاز بتزويد السوق بالكميات اللازمة من غاز مؤسسة سونطراك، حيث أنشأت سونلغاز شبكة هامة لنقل الغاز سواء كان الضغط العالي الموجه للمشاركين الصناعيين، أو المتوسط أو المنخفض.

3- التوزيع: تقوم مؤسسة سونلغاز بتوزيع كل من الكهرباء والغاز بخطوط وكابلات ذات ضغط منخفض ومتوسط تلبية لاحتياجات زبائنها الصغار بالطاقة الكهربائية والغازية.

تزود سونلغاز فيما يخص توزيع الكهرباء شركائها الصناعيين بشبكات ذات ضغط مرتفع في حين أن الزبائن الصناعيين ذوي الأهمية المتوسطة تزودهم بشبكات الضغط المتوسط، أما العائلات والحرفيين فتزودهم بضغط منخفض.

4- في حين تلبى سونلغاز عند توزيع الغاز احتياجات ثلاثة أنواع من زبائنها تتمثل في الزبائن الصناعيين الذين يتم تغذيتهم بشبكات الضغط المرتفع، الزبائن الصناعيين ذوي الأهمية المتوسطة والذين تتم تغذيتهم بشبكات الضغط المتوسط، العائلات والحرفيين الذين تتم تغذيتهم بضغط منخفض.(نفس المرجع السابق)

2/ مهام قسم المحاسبة والمالية DFC:

يعتبر هذا القسم هام جدا وحساس حيث يقوم بمهام عديدة ومتنوعة ومن بينها طريقة تسيير ميزانية المؤسسة وكذا الدور المنوط بها فيما يخص الرقابة على جميع الوثائق المحاسبية ويتكون القسم من أربعة مصالح هي:

1- مصلحة المحاسبة والاستغلال: تقوم هذه المصلحة بـ:

- التسجيل لكل العمليات التي تقوم بها المؤسسة والتأكد من صحتها ومن بين هذه العمليات: الصندوق، الأجور، الفواتير المبيعات، المشتريات.
- مسك الدفاتر المحاسبية.
- مسك جباية المؤسسة.
- إعداد القوائم المالية للمؤسسة.

2- مصلحة المالية:

- هي المسؤولة عن تسديد ديون الموردين وكل الديون الأخرى.
- مسك الحسابات البنكية والبريدية للمؤسسة.
- إعداد المقاربة البنكية والمتابعة اليومية مع البنك و بريد الجزائر.
- هي المسؤولة عن العلاقات مع المؤسسات المالية.
- المتابعة اليومية التدفقات النقدية لمختلف حسابات الخزينة.

3- مصلحة الموازنة ومراقبة التسيير:

- إعداد الموازنة التقديرية السنوية للمؤسسة.
- متابعة ومراقبة الأهداف المسطرة.

4- مصلحة المراقبة والتفتيش: وهي مصلحة حديثة النشأة انطلقت سنة 2018 هدفها:

- حماية الأصول والمركز المالي الشركة.
- السهر على متابعة تنفيذ الإجراءات الخاصة بكل مصالح الشركة.
- تحسين أداء المسيرين بتقليل المخاطر الناجمة عن سوء التسيير وعدم تنفيذ الإجراءات والقوانين الداخلية.
- هذه المصلحة الأخيرة موجودة على مستوى مديرية البيض.

3/ مهام قسم الموارد البشرية DRH:

يمتلك قسم الموارد البشرية في مؤسسة "سونلغاز" أهمية بالغة و يعمل على تلبية متطلبات و تحديات المؤسسة عن طريق الأفراد كوسيلة لذلك، كما أن هذا القسم يقوم بتسيير مستخدمي المراكز (الموارد البشرية) و ذلك بتدبير إجراءات الأجور مع تطوير و تنمية الحياة المهنية الخاصة بالعمال من التكوين كما تهتم بمتابعة المسار المهني للمستخدمين و معالجة الرواتب و تحرير شهادات العمل زيادة على ذلك تقوم بـ:

- تحضير، توجيه و مراقبة هيئة المستخدمين (توظيف، تكوين، ترقية).
 - ضمان تنسيق و رقابة الأنشطة في الإدارات و تسيير المستخدمين (توظيف استقبال، تنصيب، تكوين، ترقية، تحويل
- يتضمن قسم الموارد البشرية مصلحتين الأولى مصلحة تسيير الموارد البشرية ثانيا مصلحة التكوين، بالإضافة إلى مصلحة نشاط تنمية الموارد البشرية و سنتطرق فيما يأتي إلى معرفة مهام كل منها:

1- مصلحة تسيير الموارد البشرية:

تعمل هذه المصلحة على:

- ضمان تحضير و استغلال الأجور في إطار عناصر المتغيرات ووثائق الأجور و معالجة الشكاوي في هيئة أجور المستخدمين.
- الحرص على وحدوية التطبيق للوائح و مراقبة تنفيذها خضوعها للهرم الوظيفي في تطبيق اللوائح التنظيمية.
- ضمان العلاقات مع المركز الخاصة بطلب العمل.
- ضمان العلاقات مع الهيئات الخارجية (الضمان الاجتماعي، التقاعد، التعاقدية).
- إعداد الميزانية و العقود الإدارية و الجداول المتعلقة بالموارد البشرية.
- القيام بإحصاء مستخدمي المديرية الجهوية مع تحضير تقرير عمل المصلحة.

2/ مصلحة التكوين:

يعتبر التكوين كوسيلة غير محدودة كما أنها عملية تتميز بالديمومة كونها تعمل على مواكبة التطوير التكنولوجي.

و تهتم مؤسسة "سونلغاز" بجانب التكوين بشكل كبير و تمنحه أهمية على المستوى الداخلي الخارجي. وهناك ثلاثة أنواع من التكوين و تم تقسيمها بناءً على العامل الزمني بالدرجة الأولى ثم على أساس الهدف منها.



- تكوين متخصص (طويل المدى) من 03 أشهر إلى 06 أشهر، يمكن الهدف منه الحصول على معلومات في تخصص معين من أجل شغل منصب معين، كما يمكن أن يكون مؤهلاً للحصول على ترقيته.

-تكوين تحسين (قصير المدى) من أسبوع إلى ثلاث أسابيع، يهدف إلى تدعيم الرصيد المعلوماتية للموظف مما يؤدي إلى تحسي أدائه الوظيفي اليومي.

-التكوين بالوسائل الخاصة (قصير جداً) قد يدوم من يوم إلى يومين أو حتى ساعات و ينشطها إطار مؤهل من داخل المؤسسة، يهدف إلى توضيح وظائف دقيقة و بسيطة و يتم في أحد قاعات المؤسسة و الاعتماد على وسائلها الخاصة.

مراحل سيرورة عملية التكوين:

عادة ما يتم إعداد عملية التكوين بسنة مسبقاً إذ تقوم المؤسسة بدراسة وضعية الموظفين و عليه تقوم بوضع تعليمة تأمر بوضع جداول يتم فيها تدوين أسماء الموظفين و إبراز النقائص التي يواجهونها كون المشرف على دراسة بكيفية تكييفها أو تصنيفها.

و بواسطة بطاقة التقييم التي يترتب عنها وضع مخطط تكون ... إلخ و هو يشمل كل الإطارات و المتحكمين و المنفذين و يوجه كل موظف حسب نتائج بطاقة تقييم و عدد الموظفين في كل مصلحة.

تتم عملية التكوين وفق ثلاث مراحل و هي:

1-مرحلة إعداد مخطط تكويني.

2-مرحلة الشروع في تنفيذ مخطط تكويني.

3-مرحلة التقييم (بعد التكوين).

ملاحظة: المستفيدون من التكوين لا ينقطعون عن أعمالهم، إلا بعد قضاء سنة في المؤسسة الأصلية بعد التكوين.

3/ مصلحة نشاط تنمية الموارد البشرية:

تهتم مصلحة نشاط تنمية المورد البشرية بالمسار المهني للعامل منذ بداية علاقة العمل إلي نهاية العمل بالإضافة إلى إنشاء خطط التوظيف الداخلي و التعريف بالاحتياجات الخاصة بالتوظيف و تحضيرات عناصر المناصب قيد الدراسة، إلى جانب ذلك تشارك في تنفيذ مختلف خطط الموارد البشرية و مساهمتها في توافق الموارد البشرية.



2/أهداف المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز :

- ✓ تطوير كل شكل من أشكال التعاون المشترك في الجزائر أو خارجها مع شركات جزائرية أو أجنبية.
- ✓ إنشاء فروع وأخذ مساهمات وحيازة وهذا من أجل توسيع مجال نشاطها
- ✓ المساهمة في التنمية المحلية بتغطية كامل التراب الوطني بالطاقة.
- ✓ دعم الاقتصاد الوطني من خلال تطوير شبكة الكهرباء والغاز باعتبار الطاقة الكهربائية عامل مهم ورئيسي للتنمية وتطوير الاستثمار الصناعي وكذا الفلاحي والزراعي ومختلف المجالات.
- ✓ المساهمة في محاربة النزوح الريفي وهذا بتوفير الكهرباء الريفية وكذا ربط الريف بشبكة الغاز.



المبحث الثاني: تقييم الوضعية المالية لمديرية توزيع كهرباء و الغاز البيض

تقاس الوضعية المالية لاي مؤسسة بمدى قدرتها على مواجهة التزاماتها بتاريخ استحقاقها من جهة ، و بمدى امكانية خلق عوائد المالية تساعد في تطوير نشاطها و توسيعه من جهة أخرى ، ما يضمن لها البقاء و الاستمرار و ذلك باستخدام المعلومات المتحصل عليها من نشاط المؤسسة و هذا ما سنقوم به تطبيقا على مؤسسة سونلغاز ، من خلال تحليل الوضعية المالية المؤسسة و ذلك بالاعتماد على أهم النسب و المؤشرات المالية، إضافة الى استخدام المعلومات المحاسبية و المالية المتاحة خلال فترة الدراسة (2015-2017).

المطلب الأول : تحليل القوائم المالية:

يهدف الحصول على الميزانية المالية لمؤسسة سونلغاز (2015-2017) ، ننطلق من الميزانية المحاسبية ، و تبعا لمبدأ ترتيب عناصر الاصول حسب درجة السيولة ، و كذا ترتيب عناصر الخصوم حسب درجة الاستحقاق، بالإضافة الى الاعتماد على المعلومات المستمدة من المؤسسة يمكن وضع الميزانية المالية المختصرة التالية:

جدول رقم (02) : الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة سونلغاز جانب الاصول (2015-2017).

2017	2016	2015	الأصول
7092283646.71	5759346981.39	3735578468.2	- الاستخدامات الثابتة
774087717.44	1187991973.13	970699585.04	- الأصول المتداولة
675386655.22	1037787116.80	182164738.77	- الاستغلال
-	-	-	- خارج الاستغلال
98701062.22	150204836.37	90734846.27	- خزينة الأصول
7866371364.15	6947338954.52	4717403053.24	مجموع الأصول

المصدر : إعداد الطالب بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.



جدول رقم (03) : الميزانية المختصرة لمؤسسة سونلغاز جانب الخصوم (2015-2017).

2017	2016	2015	الخصوم
6452581791.70	4806295107.50	3592715035.6	- الموارد الثابتة
4607480287.78	3276111907.68	2147372075.26	- الموارد الخاصة
1845101449.97	1530183199.79	1445342960.37	- الديون المالية
1413789632.50	2141043847.05	1124698017.61	- الخصوم المتداولة
793001422.02	1116642571.50	202519603.70	- الاستغلال
620788210.48	987838648.04	922178413.91	- خارج الاستغلال
-	36562632.51	-	خزينة الخصوم
7866371364.15	6947398954.52	4717413053.24	مجموع الخصوم

المصدر : إعداد الطالب بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

1- نسبة هيكله الخصوم:

سنتعرض من خلال الجدول الموالي لأهم نسب الهيكله المالية للمؤسسة (2015-2017) و التي تأتي على النحو التالي:

جدول رقم (04) : بعض نسب الهيكله المالية لمؤسسة سونلغاز للفترة (2015-2017).

2017	2016	2015	العلاقة	البيان
0.90	0.83	0.95	الموارد الثابتة/ الاستخدامات الثابتة	نسبة تمويل الاستخدامات الثابتة
0.40	0.47	0.67	الاستدانة المالية/التمويل الخاص	نسبة الاستدانة المالية
0.58	0.47	0.45	الموارد الخاصة / مجموع الخصوم	نسبة الاستقلالية المالية
0.23	0.22	0.30	مجموع الديون / مجموع الاصول	النسبة القابلة للتسديد

المصدر : إعداد الطالب بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة تمويل الاستخدامات الثابتة أصغر من الواحد فتدل على أن الموارد الثابتة غير كافية لتمويل الاستخدامات الثابتة أي جزء منها مول بالخصوم المتداولة، بالإضافة إلى نسبة الاستدانة المالية التي تعبر عن مقارنة الأموال الاستدانة مع الموارد الخاصة فنلاحظ في سنة 2015 أن كلما كانت الاستدانة المالية كبيرة مقارنة مع الموارد الخاصة فإنها تحد من حرية المؤسسة المالية في استغلال تدفقاتها النقدية في تطوير الاستثمارات و تقلل كذلك من فرص

الفصل الثاني : دراسة حالة شركة سونلغاز فرع البيض

الاقتراض أما السنة 2016 و 2017 نلاحظ أنها في انخفاض مما يدل على أن المؤسسة سونلغاز تتمتع بتحرر مالي مقبول.

بالنسبة للاستقلالية المالية للمؤسسة خلال الفترة المدروسة نجد نسبتها لسنة 2015 و 2016 تتراوح بين 45% و 47% فهي ضعيفة مقارنة بالنسبة المعيارية التي تقدر بـ 50% مما يدل على أن المؤسسة بحاجة الى مصادر تمويل لتمويل استثماراتها أما السنة 2017 تقدر بنسبة 58% فهي مقبولة.

بالنسبة للقابلية للتسديد تعبر عن الضمان الذي تمنحه المؤسسة لدائنيها مما يزيد من ثقتهم التي تمنح فكلما كانت هذه النسبة صغيرة زاد من ارتياح الدائنين اتجاه المؤسسة، و لكن مؤسسة سونلغاز خلال الفترة المدروسة نلاحظ أن نسبة قابلية السداد منخفضة خلال السنوات الثلاث بالنسبة للمعيارية 50%.

2- نسب السيولة

من اجل توضيح صورة الوضعية المالية للمؤسسة خلال فترة الدراسة تقوم بدراسة نسبة سيولة أصولها المتداولة خلال هذه الفترة و الجدول التالي يوضح ثلاثة انواع النسب السيولة، نسب السيولة العامة، نسب السيولة المختصرة، نسب السيولة الحالية.

جدول رقم (05) : نسب السيولة لمؤسسة سونلغاز للفترة (2015-2017).

البيان	العلاقة	2015	2016	2017
نسبة السيولة العامة	الاصول المتداولة / الديون قصيرة الاجل	1.05	1.2	1.24
نسبة السيولة المختصرة	الاصول المتداولة - المخزونات / الديون قصيرة الاجل	1.04	1.19	1.23
نسبة السيولة الحالية	القيم الجاهزة / الديون قصيرة الاجل	0.09	0.18	0.15

المصدر : إعداد الطالب بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من الجدول أن نسبة المردودية الاقتصادية تراوحت بين انخفاض و ارتفاع حيث سنة 2015 بلغت 0.18 و انخفضت سنة 2016 بنسبة 0.009 و في سنة 2017 بنسبة 0.14 و هذا

الفصل الثاني : دراسة حالة شركة سونلغاز فرع البيض

بسبب انخفاض نتيجة الاستغلال بقيمة 8097365221.71 دج ما بين سنة 2015 و 2016 و ارتفعت بقيمة 1110207471 دج ما بين سنة 2016 و 2017 و هذا نتيجة ارتفاع في تكوين نتيجة الاستغلال.

المردودية المالية : و تحسب كما يلي:

جدول رقم (06) : نسب السيولة لمؤسسة سونلغاز للفترة (2015-2017).

2017	2016	2015	البيان
1173679042.21	63471571.22	873208092.93	النتيجة الصافية
4607480287.78	3276111907.68	2147372075.26	الاموال الخاصة
0.25	0.01	0.40	المردودية المالية

المصدر : إعداد الطالب بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ أن المردودية المالية في سنة 2015 قدرت ب 0.40 و في سنة 2016 انخفضت 0.01 و ارتفعت في سنة 2017 بنسبة 0.25 و ذلك راجع الى زيادة النتيجة الصافية.

المطلب الثاني : تحليل أثر الرافعة المالية لمؤسسة سونلغاز:

نقدم في الجدول التالي العناصر لحساب أثر الرافعة المالية و الرفع المالي للمؤسسة للسنوات التالية:

جدول رقم (07) : أثر الرافعة المالية و الرفع المالي للفترة (2015-2017).

2017	2016	2015	البيان
1845101443.78	1530183199.79	1445342960.37	الاستدانة الصافية
4607480287.78	3276111907.68	2147372075.26	أموال خاصة
0.40	0.46	0.67	الرفع المالي
0.25	0.01	0.40	المردودية المالية
0.14	0.09	0.18	المردودية الاقتصادية
0.11	0.08-	0.22	أثر الرفع المالي
0.40	0.46	0.67	معدل أثر الرفع المالي

التعليق :

رغم الأهمية البالغة التي تحضى بها أثر الرافعة المالية من طرف الباحثين و المسيرين ، إلا أنها معرضة للكثير من الانتقادات.

و من خلال هذا الجدول نستنتج أنها بلغت نسبة أثر الرافعة المالية سنة 2015 بنسبة 0.22 و هي تمثل أعلى نسبة لها خلال سنوات الدراسة الثلاث لأنها انخفضت الى نسبة -0.08 و نسبة 0.11 خلال سنة 2016 و 2017 .

حساب أثر الرفع المالي لمؤسسة سونلغاز البيض خلال سنة 2015:

أثر الرفع المالي = المردودية المالية - المردودية الاقتصادية.

$$\text{أثر الرفع المالي} = 0.40 - 0.18$$

أثر الرفع المالي = 0.22 كما تظهر النتيجة في الجدول السابق

حساب معدل أثر الرفع المالي لمؤسسة سونلغاز البيض خلال سنة 2015:

معدل أثر الرفع المالي = $\frac{\text{الديون المالية}}{\text{الأموال الخاصة}}$

$$= \frac{1445342960.37}{2147372075.26}$$

$$= 0.67$$

كما تظهر النتيجة في الجدول السابق

حساب أثر الرفع المالي لمؤسسة سونلغاز البيض خلال سنة 2016:

أثر الرفع المالي = المردودية المالية - المردودية الاقتصادية.

$$\text{أثر الرفع المالي} = 0.09 - 0.01$$

أثر الرفع المالي = -0.08 كما تظهر النتيجة في الجدول السابق

حساب معدل أثر الرفع المالي لمؤسسة سونلغاز البيض خلال سنة 2016:

معدل أثر الرفع المالي = $\frac{\text{الديون المالية}}{\text{الأموال الخاصة}}$

$$1530183199.79 =$$

$$3276111907.68$$

$$0.46 = \text{كما تظهر النتيجة في الجدول السابق}$$

حساب أثر الرفع المالي لمؤسسة سونلغاز البيض خلال سنة 2017:

أثر الرفع المالي = المردودية المالية - المردودية الاقتصادية.

$$\text{أثر الرفع المالي} = 0.14 - 0.25$$

$$\text{أثر الرفع المالي} = 0.11 - \text{كما تظهر النتيجة في الجدول السابق}$$

حساب معدل أثر الرفع المالي لمؤسسة سونلغاز البيض خلال سنة 2017:

معدل أثر الرفع المالي = $\frac{\text{الديون المالية}}{\text{الأموال الخاصة}}$

$$1845101449.97 =$$

$$4607480287.78$$

$$0.40 = \text{كما تظهر النتيجة في الجدول السابق}$$

من خلال هذه النتائج نفسر أن في سنة 2015 كانت النسبة موجبة فهي تلعب دورا ايجابيا ، أي أن مديونية المؤسسة أثرت بالايجاب في مردودية المؤسسة و نسبة سالبة في سنة 2016 راجع الى كون المردودية المالية انخفضت بشكل كبير و هذا بسبب انخفاض نتيجة الاستغلال و عدم قدرة المؤسسة على تغطية المصاريف المالية ، و بالتالي فان تكلفة الاستدانة أكبر من المردودية الاقتصادية ، انخفاض المردودية الاقتصادية و اثر الرافعة المالية خلال السنتين 2016 و 2017 أدى الى انخفاض مردودية الاموال الخاصة و بالتالي انخفاض العائد على حقوق المساهمين.



خلاصة :

تعتبر مؤسسة سونلغاز وحدة اقتصادية من بين أهم المؤسسات التي تنشط على التراب الوطني أين تمت فيها الدراسة الحالية أثر الرافعة المالية على الاداء المالي حيث قمنا باسقاط ما تطرقنا اليه في الجانب النظري على الدراسة التطبيقية ، فقط ركزنا على حساب النسب المالية و كذا حساب سياسات التمويل المتمثلة في قدرة التمويل الذاتي و مخطط التمويل، و في الاخير قمنا بحساب أثر الرافعة المالية، أين حققت انخفاض من خلال سنوات ثلاثة مما يدل على انخفاض المردودية الاقتصادية و المالية ، قمنا بحساب الرفع المالي معبر عنه بالاستدانة الصافية التي حققت أكبر قيمة سنة 2015 بالاضافة الى معرفة مدى لجوئها للاستدانة و ذلك من أجل تحسين مردوديتها.

خاتمة:

تطور فكر المسيرين الماليين بحيث لم يعد يركز على كيفية التدبير والحصول على الأموال الضرورية لاستمرار نشاط المؤسسة فقط بل تطور وارتقى إلى الاهتمام بالطرق و الكيفيات التي تمكن من الحصول على هذه الموارد المالية بأقل التكاليف الممكنة وبالتالي تصبح المؤسسة أقل قدرة على تحقيق الأداء المالي الأحسن، بحيث حاولنا من خلال هذه الدراسة البحث في كيفية تأثير الرفع المالي على الأداء المالي بدراسة حالة مؤسسة سونلغاز البيض و توصلنا الى النتائج التالية:

نتائج اختبار الفرضيات :

من خلال ما توصلنا اليه في الدراسة يمكن اثبات أو نفي الفرضيات :

الفرضية الأولى: نصت على أن المؤسسة تستفيد و تتحكم بألية الرفع المالي لتحقيق نتائج ايجابية مرجوة و الدراسة أكدت نسبية الفرضية .

الفرضية الثانية : نصت على تأثير التمويل باقتراض ايجابا على الوضعية المالية لمؤسسة سونلغاز - البيض - و الدراسة أكدت صحة الفرضية.

الفرضية الثالثة : نصت على أنه لا تتأثر المردودية الاقتصادية بالرفع المالي في مؤسسة سونلغاز بالبيض و الدراسة أكدت صحة الفرضية.

الفرضية الثالثة : نصت على أنه يؤثر الرفع المالي على كل من المردودية المالية والاقتصادية ايجابا و الدراسة أكدت صحة الفرضية.

نتائج الدراسة:

من خلال الدراسة الميدانية التي قمنا بها في مديرية توزيع الكهرباء و الغاز لولاية البيض توصلنا الى النتائج التالية :

- وجود علاقة بين الرفاعة المالية والأداء المالي للمؤسسة.

- التعرف على هيكل رأس المال وعن علاقة كلفة رأس المال بهيكل رأس المال وصولاً إلى الهيكل الأمثل لرأس المال.

- حققت المؤسسة قدرة تمويل ذاتي في سنة 2015 اكبر قيمة بالنسبة لباقي السنوات الأخرى وذلك راجع لارتفاع إجمالي فائض الاستغلال.

خاتمة

- حققت المؤسسة انحراف سنوي سالب في كل السنوات وهذا دليل على أن المؤسسة لم تعتمد على سياسة مالية محكمة وبالرغم من لجوئها إلى الاستدانة إلا أنها لم تغطي احتياجاتها المالية.

- كان للرافعة المالية خلال سنة 2015 و2017 أثر ايجابي مما يؤدي إلى ارتفاع مردودية المؤسسة وبالتالي الرفع من مردودية المساهمين.

كان أثر الرافعة المالية سالب في سنة 2016 وذلك بسبب أن تكلفة الاستدانة خلال هذه السنة كانت أكبر من المردودية الاقتصادية وبالتالي يؤدي إلى عدم قدرة المؤسسة على تغطية مصاريفها و على انخفاض العائد حقوق المساهمين.

الاقتراحات:

- يجب على المؤسسة قبل اللجوء إلى الاستدانة القيام بدراسة معمقة من أجل الوقوف على ايجابيات و سلبيات الاستدانة، وكذلك على المسير أخذ بعين الاعتبار تكلفة مصادر التمويل من شأن تحقيق هيكل أمثل.

- على المؤسسة رفع من رأسمالها عن طريق مصادر

- ضرورة مراقبة و متابعة الوضعية المالية للمؤسسة

أفاق الدراسة:

وفي الختام لا يزال موضوع أثر الرافعة المالية على الأداء المالي أمامه الكثير من البحث و العمل والتغيير لذلك نتمنى أن تكون الدراسة نقطة بداية في سبيل إثراء مكتبة العلوم والمعرفة من خلاله تصبح مفتاح مواضيع أخرى.

- اثر الرافعة المالية على قرار التمويل للمؤسسة الاقتصادية.

- أثر الرافعة المالية على معدل العائد



قائمة المراجع :

- احمد بوراس، "تمويل المنشآت الاقتصادية" ، دون طبعة، دار العلوم للنشر و التوزيع ، الجزائر، 2008.
- حسن الحمودي ، " المؤسسات الاقتصادية" ، دون طبعة ، دار النهضة ، بيروت ، 1980.
- رايح الولي ، رقية حساني ، "المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و مشكلات تمويلها" ، دون طبعة، ايتراك للنشر و التوزيع، الجزائر، 2007.
- ريان محمد الشحان و آخرون ، "الادارة المالية و البنية المعاصرة" ، دون طبعة، المكتبة العصرية ، القاهرة، 2000.
- سليم مجلخ ،"مطبوعة محاضرات في مقياس تمويل المؤسسة" ، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 200.
- طارق الحاج ، " مبادئ التمويل" ، الطبعة الاولى ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2002.
- عصام حسين ،"اسواق الاوراق المالية" ، الطبعة الاولى ،دار اسامة للنشر و التوزيع،عمان ، 2008.
- محمد عثمان، إسماعيل حميد، "التمويل و الإدارة المالية في منظمات الأعمال" ، دون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995.
- مصطفى كامل السيد "القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية" دون طبعة، المكتب الجامعي الحديث، القاهرة، 2006 .
- منير ابراهيم هندي ، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل" ، الطبعة الثانية ، منشأة المعارف للتوزيع ، مصر ، 1998.
- هيثم محمود الزعبي ،" الادارة و التحليل المالي"، الطبعة الاولى ، دار الفكر للطباعة و النشر، الاردن، 2000.
- يوسف حسن يوسف ، "التمويل في المؤسسات الاقتصادية" ، دون طبعة، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر و التوزيع، مصر، 2012.
- Justin petti m stralegic corporate finance– application in valuation and capital structure , john viley sans incorated ; new jersy . 2007 .

الملحق 01 : الميزانية المحاسبية - الأصول - لسنة 2015 لمؤسسة سونلغاز
البيض

SOCIETE

SOCIETE **EXERCICE** 2015

DE DIST DE L'ELECT ET DU GAZ DE L'OUEST

CENTRE DD EL BAYADH **DATE**

BILAN ACTIF

Définitif

ACTIF	note	brut 2015	amort 2012	2015	2014
ACTIF NON COURANT					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles					
Frais de développements immobilisables					
Logiciels informatiques et assimilés					
Autres immobilisations incorporelles					
Immobilisations corporelles					
Terrains		9 203 765,62		9 203 765,62	9 203 765,62
Agencements et aménagements de terrains		6 885 169,70	1 832 319,75	5 052 849,95	5 206 039,82
Constructions (Batiments et ouvrages)		20 016 884,89	7 644 603,56	12 372 281,33	12 877 539,37
Installations techniques, matériel et outillage		5 076 676 518,33	2 784 839 275,05	2 291 837 243,28	2 088 936 789,07
Autres immobilisations corporelles		667 730 577,30	421 637 574,06	246 093 003,24	253 370 750,04
Immobilisations en concession					
Immobilisations en cours		1 182 154 324,78		1 182 154 324,78	838 449 059,77
Immobilisations financières					
Titres mises en équivalence - entreprises					
Titres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants					
TOTAL ACTIF NON COURANT		6 962 667 240,62	3 215 953 772,42	3 746 713 468,20	3 208 043 943,69
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		7 581 522,80		7 581 522,80	11 623 185,20
Créances et emplois assimilés					
Clients		866 647 326,19	91 323 787,72	775 323 538,47	660 629 789,43

Créances sur sociétés du groupe et associés	0,00		0,00	0,00
Autres débiteurs	54 725 872,26	39 062,09	54 686 810,17	36 429 152,36
Impôts	42 372 867,33		42 372 867,33	26 793 222,81
Autres actifs courants	0,00		0,00	0,00
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	91 229 085,36	494 239,09	90 734 846,27	36 202 644,17
Compte transitoire**	0,00		0,00	0,00
TOTAL ACTIF COURANT	1 062 556 673,94	91 857 088,90	970 699 585,04	771 677 993,97
TOTAL GENERAL ACTIF	8 025 223 914,56	3 307 810 861,32	4 717 413 053,24	3 979 721 937,66

الملحق 02 : الميزانية المحاسبية - الأصول - لسنة 2016 لمؤسسة سونلغاز
البيض

SOCIETE SOCIETE DE DIST DE L'ELECT ET DU GAZ DE L'OUEST

EXERCICE 2016

CENTRE DD EL BAYADH

DATE

BILAN ACTIF

Définitif

ACTIF	note	brut 2016	amort 2013	2016	2015
ACTIF NON COURANT					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles					
Frais de développements immobilisables					
Logiciels informatiques et assimilés					
Autres immobilisations incorporelles					
Immobilisations corporelles					
Terrains		9 203 765,62		9 203 765,62	9 203 765,62
Agencements et aménagements de terrains		6 885 169,70	1 985 509,62	4 899 660,08	5 052 849,95
Constructions (Batiments et ouvrages)		29 231 477,32	9 992 780,09	19 238 697,23	12 372 281,33
Installations techniques, matériel et outillage		6 069 515 477,90	3 046 902 482,72	3 022 612 995,18	2 291 837 243,28
Autres immobilisations corporelles		1 014 825 553,13	480 446 868,76	534 378 684,37	246 093 003,24
Immobilisations en concession					
Immobilisations en cours		2 169 013 178,91		2 169 013 178,91	1 182 154 324,78
Immobilisations financières					
Titres mises en équivalence - entreprises					
Titres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants					
TOTAL ACTIF NON COURANT		9 298 874 622,58	3 539 327 641,19	5 759 346 981,39	3 746 713 468,20
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		7 547 022,80		7 547 022,80	7 581 522,80
Créances et emplois assimilés					
Clients		884 230 512,84	22 736 379,91	861 494 132,93	775 323 538,47
Créances sur sociétés du groupe et associés		0,00		0,00	0,00
Autres débiteurs		79 966 016,56	39 062,09	79 926 954,47	54 686 810,17
Impôts		88 819 026,56		88 819 026,56	42 372 867,33
Autres actifs courants		0,00		0,00	0,00

Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		147 697 226,04	- 1 158 472,10	148 855 698,14	90 734 846,27
Compte transitoire**		1 349 138,23		1 349 138,23	0,00
TOTAL ACTIF COURANT		1 209 608 943,03	21 616 969,90	1 187 991 973,13	970 699 585,04
TOTAL GENERAL ACTIF		10 508 283 565,61	3 560 944 611,09	6 947 338 954,52	4 717 413 053,24

الملحق 03: الميزانية المحاسبية - الاصول - لسنة 2017 لمؤسسة سونلغاز البيض

SOCIETE SOCETE DE DIST DE L'ELECT ET DU GAZ DE L'OUEST

EXERCICE 2017

CENTRE DD EL BAYADH

DATE

BILAN ACTIF

Définitif

ACTIF	note	brut 2017	amort 2014	2017	2016
ACTIF NON COURANT					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles					
Frais de développements immobilisables					
Logiciels informatiques et assimilés					
Autres immobilisations incorporelles					
Immobilisations corporelles					
Terrains		9 203 765,62		9 203 765,62	9 203 765,62
Agencements et aménagements de terrains		6 885 169,70	2 138 699,50	4 746 470,20	4 899 660,08
Constructions (Batiments et ouvrages)		294 113 626,03	17 638 599,58	276 475 026,45	19 238 697,23
Installations techniques, matériel et outillage		6 687 630 339,23	3 239 916 390,99	3 447 713 948,24	3 022 612 995,18
Autres immobilisations corporelles		858 209 224,60	543 501 020,41	314 708 204,19	534 378 684,37
Immobilisations en concession					
Immobilisations en cours		3 039 436 232,01		3 039 436 232,01	2 169 013 178,91
Immobilisations financières					
Titres mises en équivalence - entreprises					
Titres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants					
TOTAL ACTIF NON COURANT		10 895 478 357,19	3 803 194 710,48	7 092 283 646,71	5 759 346 981,39
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		7 547 022,80		7 547 022,80	7 547 022,80
Créances et emplois assimilés					
Clients		631 666 100,05	11 923 762,11	619 742 337,94	861 494 132,93
Créances sur sociétés du groupe et associés		0,00		0,00	0,00
Autres débiteurs		49 316 079,32	1 260 876,85	48 055 202,47	79 926 954,47
Impôts		42 092,01		42 092,01	88 819 026,56
Autres actifs courants		0,00		0,00	0,00

Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		97 442 238,18	- 1 258 824,04	98 701 062,22	148 855 698,14
Compte transitoire**		0,00		0,00	1 349 138,23
TOTAL ACTIF COURANT		786 013 532,36	11 925 814,92	774 087 717,44	1 187 991 973,13
TOTAL GENERAL ACTIF		11 681 491 889,55	3 815 120 525,40	7 866 371 364,15	6 947 338 954,52

الملحق 04 : الميزانية المحاسبية - الخصوم - لسنة 2015 لمؤسسة سونلغاز
البيض

SOCIETE SOCETE DE DIST DE L'ELECT ET DU GAZ DE L'OUEST

EXERCICE 2015

CENTRE DD EL BAYADH

DATE

BILAN PASSIF

Définitif

PASSIF	note	2015	2014
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)			
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées)			
Écart de réévaluation		86 587 180,16	86 587 180,16
Résultat net		0,00	0,00
Autres capitaux propres - Report à nouveau		- 12 960 551,30	- 27 882 619,66
compte de liaison**		2 073 745 446,40	1 597 284 280,82
TOTAL CAPITAUX PROPRES		2 147 372 075,26	1 655 988 841,32
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		70 771 694,30	24 139 459,05
Impôts (différés et provisionnés)			
Provisions et produits comptabilisés d'avance		1 374 571 266,07	1 266 511 317,43
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		1 445 342 960,37	1 290 650 776,48
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		192 314 588,95	213 714 937,37
Impôts		10 205 014,75	4 515 880,52
Dettes sur sociétés du Groupe et associés		0,00	0,00
Autres dettes		922 178 413,91	814 851 501,97
Trésorerie passif		0,00	0,00
Compte transitoire**		0,00	0,00
TOTAL PASSIFS COURANTS		1 124 698 017,61	1 033 082 319,86
TOTAL GENERAL PASSIF		4 717 413 053,24	3 979 721 937,66

الملحق 05: الميزانية المحاسبية - الخصوم - لسنة 2016 لمؤسسة سونلغاز البيض

SOCIETE SOCETE DE DIST DE L'ELECT ET DU GAZ DE L'OUEST

EXERCICE 2016

CENTRE DD EL BAYADH

DATE

BILAN PASSIF

Définitif

PASSIF	note	2016	2015
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)			
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées)			
Écart de réévaluation		86 587 180,16	86 587 180,16
Résultat net		0,00	0,00
Autres capitaux propres - Report à nouveau		253 092 114,15	- 12 960 551,30
compte de liaison**		2 936 432 613,37	2 073 745 446,40
TOTAL CAPITAUX PROPRES		3 276 111 907,68	2 147 372 075,26
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		0,00	70 771 694,30
Impôts (différés et provisionnés)			
Provisions et produits comptabilisés d'avance		1 530 183 199,79	1 374 571 266,07
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		1 530 183 199,79	1 445 342 960,37
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		1 113 543 214,91	192 314 588,95
Impôts		3 099 356,59	10 205 014,75
Dettes sur sociétés du Groupe et associés		0,00	0,00
Autres dettes		987 838 643,04	922 178 413,91
Trésorerie passif		0,00	0,00
Compte transitoire**		36 562 632,51	0,00
TOTAL PASSIFS COURANTS		2 141 043 847,05	1 124 698 017,61
TOTAL GENERAL PASSIF		6 947 338 954,52	4 717 413 053,24

الملحق 06: الميزانية المحاسبية - الخصوم - لسنة 2017 لمؤسسة سونلغاز البيض

SOCIETE		SOCETE DE DIST DE L'ELECT ET DU GAZ DE L'OUEST		EXERCICE		2015	
CENTRE		DD EL BAYADH		DATE			
COMPTES DE RESULTAT PAR NATURE				Définitif			
	note	2015	2014				
Ventes et produits annexes		1 677 370 449,02	0,00				
Variations stocks produits finis et en cours		0,00					
Subvention d'exploitation		0,00					
I - Production de l'exercice		1 677 370 449,02	0,00				
Achats consommés		- 32 142 077,21	0,00				
Prestations reçues production energie et matériel		- 988 715 702,62	0,00				
Services extérieures et autres consommations		- 141 994 995,07	0,00				
Prestations de services reçues		- 382 310 043,08	0,00				
II - Consommation de l'exercice		- 1 545 162 817,98	0,00				
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		1 503 233 376,74	0,00				
Charges de personnel		- 380 524 401,58	0,00				
Prestations reçues personnel		- 21 285,82	0,00				
Impôts, taxes et versements assimilés		- 24 429 764,00	0,00				
Prestations reçues Impôts et taxes		0,00					
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 098 279 211,16	0,00				
Autres produits opérationnels		99 232 535,04	0,00				
Autres Prestations fournies		374 851,26	0,00				
Autres charges opérationnelles		- 21 309 332,05	0,00				
Autres Prestations reçues		- 402 323,04	0,00				
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		- 304 133 348,42	0,00				
Charges d'amortissement et autres provisions reçues		- 27 770 765,85	0,00				
Reprise sur pertes de valeur et provisions		1 139 027,20	0,00				
Dotations d'amortissement et autres provisions fournies		0,00					
Prestations fournies sect. auxiliaires		0,00					
Prestations reçues sect. auxiliaires		0,00					
V - RESULTAT OPERATIONNEL		873 208 092,93	0,00				
prestations fournies frais financiers		0,00					
Prestations reçues frais financiers		0,00					
VI - RESULTAT FINANCIER		0,00					
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		873 208 092,93	0,00				
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		0,00					

Autres impôts sur les résultats		0,00	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		1 778 116 862,52	0,00
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 2 303 754 038,74	0,00
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		873 208 092,93	0,00
Eléments extraordinaires (produits)		91 262,83	0,00
Eléments extraordinaires (charges)		0,00	0,00
Produits et charges extraordinaires reçues		- 7 732 385,81	0,00
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		91 262,83	0,00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		- 533 278 299,20	0,00

الملحق 07: جدول حساب النتائج لسنة 2015 لمؤسسة سونلغاز البيض

SOCIETE		SOCETE DE DIST DE L'ELECT ET DU GAZ DE L'OUEST		EXERCICE		2016	
CENTRE		DC EL BAYADH		DATE			
COMPTÉ DE RESULTAT PAR NATURE				Définitif			
	note	2016	2015				
Ventes et produits annexes		2 869 381 253,84	1 677 370 449,02				
Variations stocks produits finis et en cours		0,00					
Subvention d'exploitation		0,00					
I - Production de l'exercice		2 869 381 253,84	1 677 370 449,02				
Achats consommés		- 2 062 328 410,77	- 32 142 077,21				
Prestations reçues production energie et matériel		0,00	- 988 715 702,62				
Services extérieures et autres consommations		- 809 329 379,59	- 141 994 995,07				
Prestations de services reçues		0,00	- 382 310 043,08				
II - Consommation de l'exercice		- 2 871 657 790,36	- 1 545 162 817,98				
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		- 2 276 536,52	1 503 233 376,74				
Charges de personnel		- 426 414 100,76	- 380 524 401,58				
Prestations reçues personnel		0,00	- 21 285,82				
Impôts, taxes et versements assimilés		- 43 410 549,00	- 24 429 764,00				
Prestations reçues Impôts et taxes		0,00					
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		- 472 101 186,28	1 098 279 211,16				
Autres produits opérationnels		64 679 603,37	99 232 535,04				
Autres Prestations fournies		0,00	374 851,26				
Autres charges opérationnelles		- 38 160 173,14	- 21 309 332,05				
Autres Prestations reçues		0,00	- 402 323,04				
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		- 261 037 228,06	- 304 133 348,42				
Charges d'amortissement et autres provisions reçues		0,00	- 27 770 765,85				
Reprise sur pertes de valeur et provisions		71 903 270,89	1 139 027,20				
Dotations d'amortissement et autres provisions fournies		0,00					
Prestations fournies sect. auxiliaires		0,00					
Prestations reçues sect. auxiliaires		0,00					
V - RESULTAT OPERATIONNEL		- 634 715 713,22	873 208 092,93				
prestations fournies frais financiers		0,00					
Prestations reçues frais financiers		0,00					
VI - RESULTAT FINANCIER		0,00					
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		- 634 715 713,22	873 208 092,93				
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		0,00					

Autres impôts sur les résultats		0,00	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		3 005 964 128,10	1 778 116 862,52
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 3 640 679 841,32	- 2 303 754 038,74
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 634 715 713,22	873 208 092,93
Eléments extraordinaires (produits)		0,00	91 262,83
Produits et charges extraordinaires reçues		0,00	- 7 732 385,81
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		0,00	91 262,83
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		- 634 715 713,22	- 533 278 299,20

الملحق 08: جدول حساب النتائج لسنة 2016 لمؤسسة سونلغاز البيض

SOCIETE		SOCETE DE DIST DE L'ELECT ET DU GAZ DE L'OUEST		EXERCICE		2017	
CENTRE		DD EL BAYADH		DATE			
COMPTES DE RESULTAT PAR NATURE				Définitif			
	note	2017	2016				
Ventes et produits annexes		3 029 812 465,99	2 869 381 253,84				
Variations stocks produits finis et en cours		0,00					
Subvention d'exploitation		0,00					
I - Production de l'exercice		3 029 812 465,99	2 869 381 253,84				
Achats consommés		- 2 622 035 997,00	- 2 062 328 410,77				
Services extérieures et autres consommations		- 912 559 175,97	- 809 329 379,59				
II - Consommation de l'exercice		- 3 534 595 172,97	- 2 871 657 790,36				
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		- 504 782 706,98	- 2 276 536,52				
Charges de personnel		- 477 996 601,35	- 426 414 100,76				
Impôts, taxes et versements assimilés		- 43 693 493,44	- 43 410 549,00				
Prestations reçues Impôts et taxes		0,00					
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		- 1 026 472 801,77	- 472 101 186,28				
Autres produits opérationnels		81 183 377,79	64 679 603,37				
Autres Prestations fournies		0,00					
Autres charges opérationnelles		- 14 580 730,06	- 38 160 173,14				
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		- 262 226 688,06	- 261 037 228,06				
Charges d'amortissement et autres provisions reçues		0,00					
Reprise sur pertes de valeur et provisions		48 417 799,89	71 903 270,89				
Dotations d'amortissement et autres provisions fournies		0,00					
Prestations fournies sect. auxiliaires		0,00					
Prestations reçues sect. auxiliaires		0,00					
V - RESULTAT OPERATIONNEL		- 1 173 679 042,21	- 634 715 713,22				
prestations fournies frais financiers		0,00					
Prestations reçues frais financiers		0,00					
VI - RESULTAT FINANCIER		0,00					
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		- 1 173 679 042,21	- 634 715 713,22				
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		0,00					
Autres impôts sur les résultats		0,00					
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		3 159 413 643,67	3 005 964 128,10				
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES		- 4 333 092 685,88	- 3 640 679 841,32				



ORDINAIRES			
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 1 173 679 042,21	- 634 715 713,22
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		- 1 173 679 042,21	- 634 715 713,22