الجمهوريـــــة الجزائريـــــة الديمقراطيـــــة الشعبيـــــة

وزارة التعليـم العالي والبحث العلمـــي

جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

التخصص: مالية المؤسسة

عنوان المذكرة

التأثير الضريبي على مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة مؤسسة سوناطراك – سكيكدة

مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر أكاديمي تخصص مالية المؤسسة

إعداد الطالبة:

* بوسنة وردة

تحت إشراف الأستاذة:

* د. قمري زينة

أعضـــاء لجنـــة المناقشـــة:

اسم ولقب الخبير	الصفة	الرتبة	الجامعة الأصلية
د. قمري زينة	مشرفا	أستاذ محاضر	جامعة 20أت 55 –سكيكدة
د. شرقرق سمير	مشرفا	أستاذ محاضر	جامعة 20أت 55 –سكيكدة
أ. بوفليسي نجمة	رئيسا	أستاذ مساعد	جامعة 20أت 55 –سكيكدة

السنة الجامعية 2014/2013

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر



بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ فَبِمَا رَحْمَةٍ مِنَ اللَّهِ لِنْتَ لَهُمْ وَلَوْ كُنْتَ فَظًّا غَلِيظَ الْقَلْبِ لانْفَضُّوا مِنْ حَوْلِكَ فَاعْفُ عَنْهُمْ وَاسْتَغْفِرْ لَهُمْ وَشَاوِرْهُمْ فِي الأمْرِ فَإِذَا عَزَمْتَ فَتَوَكَّلْ عَلَى اللَّهِ إِنَّ اللَّهَ يُحِبُّ الْمُتَوَكِّلِينَ﴾ سورة آل عمران الآية (159)

شكر و تقدير

الحمد لله رب العالمين و الصلاة و السلام على أشرف المرسلين نبينا

و رسولنا محمد صلى الله عليه وسلم و على أصحابه أجمعين

أمـــــا بـــعـــــد

أشكر الله عز و جل على توفيقي و إعانتي على إنجاز هذا البحث

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذة المشرفة**قمري زينة**

التي قبلت بالإشراف على هذا العمل و التي كانت عونا لي في إنجاز و إتمام

هذا البحث، بما قدمته من نصائح قيمة و إرشادات مهمة، فكانت لي الأثر البالغ

في إتمام هذا البحث.

فألف شكر أستاذة.

كما أتقدم بالشكر و التقدير و الإحترام إلى جميع أساتذتي، و أخص بالذكر أساتذتي بجامعة سكيكدة على رأسهم الأستاذ بلكور.

كما أتوجه بخالص الشكر و العرفان إلى أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذا البحث و تقييمه.

إلى كل هؤلاء ألف شكر و إمتنان.

قلم الجزائر | WWW.DZPEN.COM

الفهـــــرس

العنـــــــــوان	الصفحة
مقدمة	أ- د
الفصل الأول : مصادر تمويل المؤسسة وتكلفة هيكلها المالي	1
تمهيد	2
المبحث الأول: مصادر تمويل المؤسسة	3
المطلب الأول: تعريف التمويل وأهميته	3
1- تعريف التمويل	3
2- أهمية التمويل	4
المطلب الثاني: مصادر التمويل الداخلية	5
1- التمويل الذاتي	5
2- التنازل عن الاستثمارات	13
المطلب الثالث: مصادر التمويل الخارجية	13
1- مصادر التمويل قصير الأجل	14
2- مصادر التمويل الطويلة والمتوسطة الأجل	19
المبحث الثاني: تقدير تكلفة الأموال.	32
المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال والعوامل المؤثرة فيها	32
1- مفهوم تكلفة الأموال	32
2- العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال	32
المطلب الثاني: تقدير تكلفة الأموال	34
1- تكلفة المصادر الداخلية	34
2- تكلفة المصادر الخارجية	36
المطلب الثالث: تحديد التكلفة الوسيطة المرجحة والتكلفة الحدية للأموال	39
1- التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال	39
2- التكلفة الحدية للأموال	40
المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي للمؤسسة	41
المطلب الأول: القيود المتحكمة في عملية التمويل	41
1- القيود الكلاسيكية	41
2- قيود أخرى	43
المطلب الثاني: العوامل المحددة لأنواع التمويل	43

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

1- الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام	44
2- الدخل	44
3- الخطر	44
4- السيطرة والإدارة	45
5- المرونة	45
6- التوقيت	45
7- معايير المديونية للصناعة	45
المطلب الثالث: الهيكل التمويلي الأمثل ومحدداته	46
1- مفهوم الهيكل التمويلي الأمثل	46
2- محددات الهيكل التمويلي الأمثل	46
خلاصة	48
الفصل الثاني :التأثير الضريبي على الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية	49
تمهيد	50
المبحث الأول: الضرائب والمعالجة الجبائية لمصادر التمويل	51
المطلب الأول: مفهوم الضريبة وقواعدها	51
1- مفهوم الضريبة	51
2- القواعد الأساسية للضريبة	52
المطلب الثاني: أنواع الضرائب وأهدافها	53
1- أنواع الضرائب	53
2- أهداف الضريبة	54
المطلب الثالث: التأثير الضريبي على مصادر التمويل	55
1- التأثير الضريبي على مصادر التمويل الداخلي	55
2- التأثير الضريبي على مصادر التمويل الخارجي	58
المبحث الثاني: التأثير الضريبي على اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة	59
المطلب الأول:النظرية التقليدية	59
المطلب الثاني: نظرية ميلر ومودجلياني (Modigliani & Miller)	61
1-نظرية (M-M) في ظل غياب الضريبة	62
2- نظرية (M-M) في ظل وجود الضريبة:	63
المطلب الثالث: نظرية التوازن trade-off (وجود هيكل مالي أمثل)	65
1- تأثير المديونية في ظل وجود تكلفة الإفلاس	66
2- تأثير المديونية في ظل وجود تكلفة الوكالة	69

المبحث الثالث: التأثير الضريبي على بعض المؤشرات المالية	73
المطلب الأول: التأثير الضريبي على المردودية	73
1- مفهوم المردودية وأنواعها	73
2/ التأثير الضريبي على المردودية	74
المطلب الثاني: الرافعة المالية وحالتها	75
1- مفهوم الرافعة المالية	76
2- الصياغة الرياضية للرافعة المالية	76
3- حالات الرافعة المالية	77
المطلب الثالث: التأثير الجبائي على التوزان المالي	78
1- مفهوم التوازن المالي	79
2- مؤشرات التوازن المالي	79
3- التأثير الضريبي على مؤشرات التوازن المالي	81
خلاصة	84
الفصل الثالث :التأثير الضريبي على اختيار هيكل تمويل مؤسسة سوناطراك	85
تمهيد	86
المبحث الأول: ورقة فنية عن مؤسسة سوناطراك	87
المطلب الأول: لمحة تاريخية عن شركة سوناطراك	87
1- نشأتها	87
2- أهدافها	87
المطلب الثاني: تقديم المديرية الجهوية للنقل بالأنابيب	89
1- تعريف المديرية الجهوية لفرع النقل عن طريق الأنابيب- سكيكدة: تقديم عام لها.	89
2- مكانتها الاقتصادية	89
3- أهدافها	89
المطلب الثالث: دراسة تعريفية بالدائرة محل التربص	92
1- مصلحة المحاسبة العامة	92
2- مصلحة الخزينة	93
المبحث الثاني: دراسة الوضعية المالية لمؤسسة سوناطراك	94
المطلب الأول: إعداد الميزانيات المالية المختصرة	94
المطلب الثاني: قياس التوازن المالي للمؤسسة	98
1- رأس المال العامل	99
2- الاحتياج من رأس المال العامل	104

3- الخزينة الصافية	106
المطلب الثالث: التحليل بواسطة النسب	108
1- نسب التمويل	108
2- نسب المردودية	110
3- نسب القيمة المضافة	111
المبحث الثالث: التأثير الضريبي في اختيار مصادر التمويل بمؤسسة سوناطراك	113
المطلب الأول: مصادر تمويل مؤسسة سوناطراك	113
1- مصادر التمويل الداخلي	113
2- مصادر التمويل الخارجي	115
3- دراسة الهيكل التمويلي لمؤسسة سوناطراك	118
المطلب الثاني: الضرائب التي تتحملها مؤسسة سوناطراك	119
1- تطور حجم الضرائب التي تحملها مؤسسة سوناطراك	119
2- وزن كل ضريبة بالنسبة للإجمالي الضرائب	121
المطلب الثالث: التأثير الضريبي على الهيكل التمويلي للمؤسسة سوناطراك	122
1- تطور بعض مؤشرات الأداء لمؤسسة سوناطراك	122
2- أثر الرافعة المالية	123
خلاصة	125
خاتمة	126
قائمة المراجع	129
الملاحق	135
ملخص	154

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
01	أوجه التشابه و الاختلاف بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة	28
02	المدخلان الأساسيان لأمثلية الهيكل المالي	65
03	الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة سوناطراك، جانب الأصول خلال الفترة (2009-2012).	95
04	الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة سوناطراك، جانب الخصوم خلال الفترة (2009-2012).	96
05	قيم رأس المال الإجمالي للمؤسسة سوناطراك من سنة 2009-2012.	99
06	رأس المال العامل الصافي لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).	100
07	قيم رأس المال الخاص لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012)	100
08	قيم رأس المال العامل الأجنبي للمؤسسة سوناطراك للفترة الممتدة (2009-2012).	101
09	قيم أنواع رأس المال العامل لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).	101
10	قيم احتياجات رأس المال العامل لمؤسسة سوناطراك خلال الفترة (2009-2012).	105
11	قيم الخزينة لمؤسسة سوناطراك خلال الفترة (2009-2012)	106
12	نسب التمويل لمؤسسة سوناطراك للفترة الممتدة(2009- 2012).	108
13	مختلف نسب المردودية لمؤسسة سوناطراك خلال الفترة (2009-2012).	110
14	القيمة المضافة لمؤسسة سوناطراك للفترة الممتدة (2009-2012).	111
15	قيم قدرة التمويل الذاتي لمؤسسة سوناطرك خلال الفترة (2009-2012).	113
16	تطور الأموال الخاصة لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).	114
17	تطور الديون طويلة الأجل لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).	115
18	تطور الديون قصيرة الأجل لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).	116
19	نسبة الديون قصيرة وطويلة الأجل ضمن مجموع الديون للفترة (2009-2012).	117
20	الهيكل التمويلي لمؤسسة سوناطراك لفترة (2009-2012).	118
21	تطور الضرائب التي تتحملها مؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).	119
22	أهمية كل ضريبة بالنسبة لمجموع الضرائب خلال الفترة (2009-2012).	121
23	تطور بعض مؤشرات الأداء لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).	122
24	قيمة المردودية المالية بعد فرض الضريبة.	124

قلم الجزائر | WWW.DZPEN.COM

قائمـــــة الأشكـــال

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
01	العلاقة بين تكلفة الأموال و نسبة الاقتراض	60
02	العلاقة بين المؤسسة ونسبة الإقتراض	63
03	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الإقتراض	63
04	العلاقة بين العلاقة بين الإقتراض وتكلفة الأموال عند (MM) مع وجود الضرائب	64
05	العلاقة بين نسبة الاستدانة الى الأموال الخاصة و تكلفة الاموال و قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب و تكلفة الافلاس	68
06	قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب و تكلفة الافلاس و تكلفة الوكالة	71
07	الهيكل التنظيمي لشركة سوناطراك	88
08	**الهيكل التنظيمي للمديرية الجهوية لفرع النقل عن طريق الأنابيب**	90
09	تطور أصول مؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012)	97
10	تطور خصوم مؤسسة سوناطراك	97
11	تطور أنواع رأس المال العامل سوناطراك للفترة (2009-2012)	102
12	تطور احتياجات رأس المال العامل لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).	105
13	الخزينة الصافية لمؤسسة سوناطراك للفترة الممتدة(2009-2012).	107
14	منحنى بياني يمثل تطور الضرائب والرسوم لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).	120

قلم الجزائر | WWW.DZPEN.COM

مقدمة :

تتوقف فعالية أداء المؤسسة الاقتصادية على مدى قدرتها على التحكم في مختلف وظائفها، وبالأخص وظيفة التمويل لأنها تمثل دورا هاما في الحياة الاقتصادية، فهي الشريان الحيوي والقلب النابض الذي يمد القطاع الاقتصادي بمختلف وحداته ومؤسساته بالأموال اللازمة للقيام بعملية الاستثمار وتحقيق التنمية ودفع عجلة الاقتصاد نحو الأمام.

وتجدر الإشارة أن عمل المدير المالي لا يقتصر على مجرد التعرف على مصادر الأموال فقط، بل يجب عليه أن يحصل عليها بأفضل الشروط وأن يحدد ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليها أكبر عائد ممكن وأقل تكلفة، فغرض المدير المالي هنا هو التوصل إلى الهيكل المالي المثالي والذي يمكنه من تحقيق الهدف النهائي لعمله وهو تعظيم قيمة المؤسسة.

وحتى تتمكن المؤسسات الجزائرية من الاستمرار والبقاء أصبحت ملزمة بتطبيق الطرق والأدوات الضرورية في رسم وتنفيذ الإستراتيجيات الملائمة ضمن قطاع نشاطها، وبالتالي تحقيق التأقلم السريع مع متغيرات محيطها من جهة واستغلال مواردها والفرص المتاحة لها من جهة أخرى.

ومن بين العوامل المؤثرة في المؤسسة كنظام مفتوح على محيطه الخارجي، نجد السياسة الضريبية ذات التأثير والانعكاس على القرارات التمويلية ونتيجة النشاط، أو بالأحرى النتيجة المالية لأنها تحدد على أساس نمط تمويل المؤسسة ونتيجتها، فإن هذين العنصرين سوف يكونان محل التأثير الجبائي على التمويل والهيكل المالي لها.

فبالنسبة لطريقة التمويل يمكن أن تكون السياسة الجبائية أداة تحث على الاستقلالية المالية للمؤسسة، مثلما هو الشأن بالنسبة للتشريع الضريبي الجزائري عندما سمح بتطبيق طرق الاهتلاك الأخرى، بالإضافة إلى منحه لبعض التحفيزات الجبائية للمؤسسات التي تقوم بإعادة استثمار أرباحها.

كما يمكن للضريبة أن تكون أداة تحريض وتشجيع للاقتراض أو الاستدانة، وهذا من خلال الإجراءات الضريبية التي من شأنها التخفيض أو الإلغاء الكلي لأعباء الاقتراض، وبالتالي تقليص حجم الضرائب على المؤسسة والذي ينعكس إيجابا على حساب النتيجة.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

ومن المعروف أن الدولة تهدف إلى زيادة إيراداتها من خلال وضع قوانين وتشريعات لتحديد الوعاء الخاضع للضريبة، وتعتبر المؤسسات أهم مورد تعتمد عليه، وبالتالي على هذه الأخيرة ترشيد قراراتها المالية بما يتلاءم مع البيئة الجبائية.

الإشكالية:

من خلال ما سبق ذكره يمكن صياغة الإشكالية التالية:

- ما مدى تأثير الضريبة على الهيكل التمويلي لمؤسسة سوناطراك ؟

وللإجابة على الإشكالية السابقة نقوم بتجزئتها إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية؟ و ما هي العوامل المؤثرة عليها؟
- هل تختلف المعاملة الجبائية باختلاف المصدر التمويلي؟
- كيف يمكن للضريبة أن تؤثر على اختيار الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة؟
- هل تتخذ مؤسسة سوناطراك العامل الضريبي في عين الاعتبار عند القيام بعملية التمويل؟

الفرضيات:

وللإجابة على التساؤلات السابقة اعتمدنا الفرضيات التالية:

- تتنوع مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية؛
- لكل مصدر تمويلي معاملة جبائية؛
- تعتبر الضريبة عنصرا أساسيا في اتخاذ القرارات وتحديد الاختيارات المالية المثلى للمؤسسة؛
- تتخذ مؤسسة سوناطراك العامل الضريبي في عين الاعتبار عند القيام بعملية التمويل؟

مبررات الموضوع:

لقد تم اختيار هذا الموضوع لعدة أسباب نذكر منها:

- الدور الكبير الذي تلعبه الضريبة باعتبارها متغير إستراتيجي يجب مراعاته؛
- قلة البحوث التي تناولت التأثير الضريبي عل المستوى الجزئي؛
- نظرا للاهتمام الكبير الذي حظي به هذا الموضوع من أكبر الباحثين الاقتصاديين كميلر ومودجلياني.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

أهداف البحث:

- محاولة إظهار تأثير العنصر الضريبي في الهيكل التمويلي؛
- معرفة مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية، والمعالجة الجبائية لها؛
- محاولة معرفة ما إذا كانت مؤسسة سوناطراك تستعين بالعامل الضريبي في اختيار مصادر تمويلها أم لا.

حدود البحث:

بهدف إسقاط الدراسة النظرية تم دراسة حالة المؤسسة الصناعية سوناطراك وذلك للفترة الممتدة من (2009-2012).

منهج الدراسة:

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات الفرعية التي نحاول من خلالها الإجابة على إشكالية الموضوع، ومن أجل إثبات أو نفي الفرضيات السابقة تم الاعتماد على المنهجين الوصفي والتحليلي فالوصفي من أجل وصف التأثير الضريبي على مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، والتحليلي من أجل تحليل القوائم المالية بالإضافة إلى منهج دراسة حالة في الجانب التطبيقي.

الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع ومن بينها:

- دراسة نظيرة قلادي، "دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة، دراسة حالة المؤسسة الصناعية للعصير والمصبرات سيجيكو وحدة رمضان جمال"، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2011.

وقد ركزت هذه الدراسة على معرفة العلاقة بين السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة، وتوصلت الدراسة إلى أن المؤسسة الصناعية للعصير والمصبرات سيجيكو لا تأخذ العامل الجبائي كمعيار لاختيار مصادر التمويل.

- دراسة عبد القادر بوعزة، "التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة، دراسة حالة مجمع صيدال"، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، جامعة الجزائر، 2004.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

وقد ركزت هذه الدراسة على كيفية توصل المؤسسة إلى هيكل تمويلي أمثل، مع تحمل أقل تكلفة ضريبية ممكنة، وتوصل الباحث إلى أن مجموع الضرائب التي يتحملها مجمع صيدال لم تكن ذات القيمة الكبيرة والمعتبرة التي تمكنها من التأثير على القرارات التمويلية.

- دراسة عدوي هاجر، "محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء-"، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجستير، كلية علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.

وقد ركزت هذه الدراسة على دراسة محددات الهيكل المالي والمتمثلة في تكلفة الاقتراض، المردودية، هيكل الأصول، معدل النمو وحجم المؤسسة، وتوصلت إلى أن العاملين الأساسيين المحددين للهيكل التمويلي هما كل من حجم المؤسسة ومردوديتها.

تقسيم البحث:

للإجابة على إشكالية البحث تم تقسيمه إلى ثلاثة فصول ، حيث تم التعرف على مصادر تمويل المؤسسة و تكلفة هيكلها المالي، من خلال الفصل الأول والذي بدوره جزء إلى ثلاثة مباحث، فالمبحث الأول خصص لمصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، بينما الثاني تمحور حول كيفية تقدير تكلفة هذه المصادر، لنخلص إلى العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي للمؤسسة كمبحث ثالث.

أما الفصل الثاني فتمركز حول التأثير الضريبي على الهيكل التمويلي، وتم تقديم الضريبة والمعالجة الضريبية لمصادر التمويل من خلال المبحث الأول، بينما تضمن المبحث الثاني تأثير العامل الضريبي في اختيار مزيج تمويلي أمثل يسمح للمؤسسة بتدنية تكاليفها إلى أقل ما يمكن، لنخلص إلى التأثير الجبائي الذي يمس بعض المؤشرات المالية.

ومحاولة منا إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي خصص الفصل الثالث لدراسة حالة المؤسسة الصناعية سوناطراك في حدود المعطيات المقدمة وللفترة (2009-2012)، وقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، حيث تم تقديم ورقة فنية لهذه المؤسسة كمبحث الأول، أما في الثاني فقد تم دراسة وضعيتها المالية ليتم التطرق للتأثير الذي تلعبه الضريبة في خيارات المؤسسة التمويلية كمبحث ثالث.

وفي الأخير ختمنا هذا البحث بخاتمة تضمنت مجموعة من النتائج، بالإضافة إلى بعض الاقتراحات.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

تمهيد:

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

ومن خلال هذا الفصل سوف نحاول تسليط الضوء على أبرز المصادر التمويلية الداخلية والخارجية التي تلجأ إليها المؤسسة ثم إلى كيفية تقدير تكلفة تمويل أهم هذه المصادر ثم نقف بعدها على تكلفة هيكلها المالي.

وبغرض الإلمام بعناصر هذا الفصل، قسمناه إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: مصادر تمويل المؤسسة؛

المبحث الثاني: تقدير تكلفة الأموال؛

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي للمؤسسة.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المبحث الأول: مصادر تمويل المؤسسة.

يعتبر التمويل من الوظائف الأساسية للإدارة المالية، ومن الطبيعي أنه كلما زاد حجم الاستثمار زاد حجم التمويل، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أهمية التمويل، ولعل هذه الأهمية تتبع من القرارات المترتبة على التمويل، كالقرارات التي تتعلق باختيار مصادر التمويل والتركيبة التي يتكون منها هيكل التمويل.

كما تعتبر قرارات التمويل من القرارات المعقدة والحساسة التي يجب على المدير المالي دراستها دراسة جيدة ومتأنية.

المطلب الأول: تعريف التمويل وأهميته.

لقد حاز التمويل على اهتمام العديد من الباحثين، كونه القلب النابض للنشاط الاقتصادي، وقد قدمت له العديد من التعاريف.

1- تعريف التمويل:

تعتبر مشكلة التمويل أهم وأبرز المشكلات التي تواجه المؤسسات، وتعد الكيفية أو الطريقة التي تحصل بها المؤسسات على ما تحتاجه من أموال للقيام بنشاطها هي أول ما يفكر فيه كل مسير في المؤسسة، فالتمويل هو العامل المهم في قيام المؤسسة، ولكن الأهم منه هو استدامة نظام التمويل[1].

ويمكن تعريف التمويل بأنه."علاقة تبنى على تمكين شخص أو وحدة اقتصادية من استعمال موارد شخص آخر، إما بدون مقابل أو مع تأجيل المقابل"[2].

---

[1]- نظيرة قلادي، "**دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة، دراسة حالة المؤسسة الصناعية للعصير والمصبرات، سيجيكو"**« sijico » وحدة رمضان جمال"، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2011، ص3 .

[2]- موسى مبارك خالد، "**صيغ التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في ظل الأزمة المالية العالمية**"، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة 20 أوت 1955 –سكيكدة–، 2013، ص 4.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

نلاحظ أن هذا التعريف يدخل ضمنه كل عمليات نقل موارد مالية وتمكين الشخص الطالب لها من استعمالها، سواء كان هذا الاستعمال استثماريا أو استهلاكيا، كما يشير التعريف إلى إمكانية أن يكون التمويل تبرعيا أي دون مقابل.

كما يعرف أيضا بأنه "الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة"[1].

ومما سبق فيمكن تعريف التمويل بأنه العملية التي من خلالها يتم الحصول على الأموال في الوقت المناسب وبالكمية والتكلفة المناسبة.

2- أهمية التمويل: للتمويل أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسة وتتجلى أهميته فيما يلي[2]:

- حاجة المؤسسات للتمويل عند انطلاق المشروع أو تحديد تجهيزاتها وتحديثها أو توسيعها، وهذا يضمنه صندوق المؤسسة إلا أنه يتعرض للعجز أحيانا، وبذلك تحتاج لطلب قروض قصيرة الأجل لتغطية عجز صندوق المؤسسة؛

- قروض طويلة ومتوسطة الأجل تخص التجهيزات (تجهيزات أو توسيع الإنتاج أو إنشاء مؤسسة)؛

- تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها؛

- يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء أو استبدال المعدات؛

- يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي؛

- يساهم في ربط الهيئات والمؤسسات المالية والتمويل الدولي؛

- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس.

---

[1]- طارق الحاج، "**مبادئ التمويل**"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص 21.

[2]- صورية بن عزيزة، "**تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، حالة المؤسسة الصناعية للعصير والمصبرات « sijico »**"، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955-سكيكدة-، 2013، ص 46.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المطلب الثاني: مصادر التمويل الداخلية.

يقصد بالتمويل الداخلي "الأموال المتولدة من العمليات الجارية للشركة، أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية"[1].

وبالتالي فهذا النوع من التمويل يشمل الأموال التي تتولد داخل المؤسسة عند قيامها بمختلف النشاطات، فستعرض للتمويل الذاتي باعتباره مصدرا تمويليا ناتجا من النشاط العادي للمؤسسة، وإلى التنازل عن الاستثمارات كمصدر تمويلي استثنائي.

1- التمويل الذاتي: يعتبر التمويل الذاتي المورد الأساسي للتمويل الداخلي[2]، وهو مؤشر جيد لتقييم أداء المسير المالي في المؤسسة. فهو يعكس الإمكانيات الذاتية للمؤسسة ومدى قدرتها على الاعتماد على مواردها الذاتية في تمويل نشاطها واحتياجاتها دون اللجوء إلى الغير[3].

1-1- مفهوم التمويل الذاتي:

ويقصد بالتمويل الذاتي "قيمة المورد الداخلي الموجه من طرف المؤسسة إلى تمويل استثماراتها"[4].

ويعرف أيضا "بأنه مجموع الموارد الخاصة بالمؤسسة التي تمكنها من تغطية احتياجاتها المالية وتسديد ديونها وتنفيذ استثماراتها وزيادة رأسمالها"[5].

وهناك نوعين من التمويل الذاتي[6]:

---

[1]- عبد الغفار حنفي، "**الإدارة المالية- مدخل اتخاذ القرارات**"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007، ص413.

[2]- يوسف مامش، ناصر دادي عدون، "**أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي**"، دار المحمدية العامة، الطبعة الأولى، الجزائر، 2008، ص 42.

[3]- نظيرة قلادي، مرجع سبق ذكره، ص 6.

[4]- يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 42.

[5]- مصباح عائشة، "**المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومعوقات تطورها، دراسة تحليلية لبعض المؤسسات**"، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955- سكيكدة-، 2005، ص 64.

[6]- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 417.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

النوع الأول: يهدف للمحافظة على الطاقة الإنتاجية للمؤسسة حيث تخصص أمواله لتحقيق هذه الغاية ويشمل أموال الاهتلاك والاحتياطي الناتج عن ارتفاع أسعار الأصول الرأسمالية.

النوع الثاني: يهدف إلى التوسع وتنمية المؤسسة، وتخصص أمواله لتحقيق هذا الهدف، والذي يشمل الأرباح المحتجزة والاحتياطات.

ويمكن حساب التمويل الذاتي من خلال العلاقة التالية:

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي – الأرباح المحتجزة

1-1-1- **قدرة التمويل الذاتي:** تعرف قدرة التمويل الذاتي بالفائض النقدي قبل توزيع الأرباح أو الفائض النقدي الصافي الإجمالي.

وهي تقيس التدفق المتبقي من الخزينة الناتجة عن مجموع عمليات التسيير في المؤسسة والموارد الذاتية لتمويل احتياجات المؤسسة، فقدرة التمويل الذاتي تبحث عن تقييم الفائض النقدي الناتج عن نشاط المؤسسة[1].

وتعرف أيضا "بأنها القدرة المالية أو التمويلية وهي مجموع الموارد المالية الداخلية لنشاطات المؤسسة طوال ممارسة العمل كي تؤمن الحاجيات المالية المتعلقة بتقدمها وتطورها[2].

ويمكن حساب قدرة التمويل الذاتي بالطريقتين[3]:

الطريقة الأولى: حساب قدرة التمويل الذاتي انطلاقا من الفائض الخام للاستغلال: يتم حساب طاقة التمويل الذاتي حسب هذه الطريقة، كالآتي:

الفائض أو العجز الخام للاستغلال.

+ تحويل الأعباء (الخاصة بالاستغلال).

---

[1]– نظيرة قلادي، مرجع سبق ذكره، ص6.

[2] – Beatrice et francis errandguillot," **analyse financière**", gualino editeur, edition 6, paris, 2009, p 61.

[3]– يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 43.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

+ نواتج أخرى.

– أعباء أخرى.

(–+) حصص نتيجة العمليات المشتركة.

+ نواتج مالية (باستثناء المؤونات المسترجعة وتحويل الأعباء).

– أعباء مالية (باستثناء مخصصات الاهتلاكات والمؤونات المالية).

+ نواتج استثنائية (باستثناء نواتج التنازل عن الاستثمارات، حصص إعانات الاستثمار المحولة لنتيجة الاستغلال، المؤونات الاستثنائية المسترجعة (استرجاع في المؤونات الاستثنائية).

– أعباء استثنائية (باستثناء القيمة المحاسبية للاستثمارات المتنازل عليها، مخصصات الاهتلاكات والمؤونات الاستثنائية).

– مشاركة المستخدمين في نتائج التوسع.

– الضريبة على أرباح الشركات.

= قدرة التمويل الذاتي للدورة

الطريقة الثانية: حساب قدرة التمويل الذاتي انطلاقا من النتيجة المحاسبية الصافية:

يتم حساب قدرة التمويل الذاتي حسب هذه الطريقة، كالآتي:

النتيجة الصافية المحاسبية.

+ مخصصات الأعباء المحسوبة (الاهتلاكات والمؤونات).

– إعانات الاستثمار المحولة للنتيجة.

– فائض قيمة التنازل عن عناصر الأصول.

+ ناقص قيمة التنازل عن عناصر الأصول.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

= | قدرة التمويل الذاتي للدورة |

1-2- مكونات التمويل الذاتي: كما ذكرنا سابقا فالتمويل الذاتي يتكون من الاهتلاكات، المؤونات ذات الطابع الاحتياطي والأرباح المحتجزة، ومنه فالتمويل الذاتي يتكون من العناصر الأساسية التالية:

- الاهتلاكات؛

- المؤونات ذات الطابع الاحتياطي؛

- الأرباح المحتجزة.

1-2-1- الاهتلاكات.

أولا: تعريفها:

الأصل القابل للاهتلاك هو عبارة عن أصل يكون استخدامه قابل للتحديد من قبل المؤسسة، بمعنى أنه محدد في الزمن[1].

ويمكن تعريف الاهتلاك "بأنه عبارة عن المبالغ السنوية التي يتم تخصصها لتحديد الاستثمارات التي تتدهور قيمتها نتيجة الاستعمال، أو التلف الإنتاجي، أو طاقتها الإنتاجية، ويحسم مخصص الاهتلاك من نتيجة الاستغلال[2].

ثانيا: طرق الاهتلاك.

طبقا للمادة 718 من القانون التجاري الجزائري، يعتبر تسجيل الاهلاكات بصفة دورية أمر إجباريا، حتى وإن لم تحقق المؤسسة نتيجة موجبة لكي تكون الميزانية صحيحة. ومن هذا المنطلق تقوم المؤسسة بالاحتفاظ بجزء من الأرباح سنويا في صورة أقساط اهتلاكات ناتجة عن توزيع تكلفة الاستثمار على المدة المقررة للانتفاع به[3]، هذه الأقساط يتم تحديدها بواسطة عدة طرق أهمها ما يلي:

---

[1]- هوام جمعة، "**المحاسبة المعمقة، وفقا للنظام المحاسبي المالي الجديد والمعايير المحاسبية الدولية IFRS/ IAS 2010/2009**"، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2011، ص 53.

[2]- مصباح عائشة، مرجع سبق ذكره، ص 66.

[3]- يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 145.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

- طريقة الاهتلاك الخطي أو الثابت؛

- طريقة الاهتلاك المتناقص؛

- طريقة الاهتلاك المتصاعد.

أ- الاهتلاك الخطي (الثابت):

يحسب الاهتلاك حسب هذه الطريقة بأقساط سنوية ثابتة حسب معدل ثابت، يطبق على القيمة الأصلية[1].

ب- الاهتلاك المتناقص:

حسب هذه الطريقة يحسب قسط الاهتلاك على القيمة المحاسبية الصافية للاستثمار، وليس على القيمة الأصلية، وهذا انطلاقا من تطبيق معدل الاهتلاك الذي نحصل عليه عن طريق معدل الاهتلاك الخطي المطبق للمدة العادية للاستعمال هذا الأصل، ويخصص له معامل يتبع مدة استعمال هذا الأصل، وحسب التشريع الجزائري تحدد هذه المعاملات كما يلي:

- 1,5 إذا كانت مدة الاستغلال بين 03 و 04 سنوات؛

- 2,0 إذا كانت مدة الاستغلال بين 05 و06 سنوات؛

- 2,5 إذا كانت مدة الاستغلال أكثر من 06 سنوات.

ولكي تستفيد المؤسسات من الاهتلاك المتناقص يجب عليها أن تختار وجوبا هذا النوع من الاهتلاك ويجب عليها الإدلاء كتابيا بهذا الاختيار عند تقديم التصريح بنتائج السنة المالية، وهذا لا رجعة فيه[2].

جـ- الاهتلاك المتزايد (المتصاعد): تكمن هذه الطريقة في تطبيق معدل اهتلاك متزايد تدريجيا مع مرور الوقت على القيمة الأصلية للاستثمار إلى أن تنعدم تماما، وفي حقيقة الأمر هذا النوع من

[1]- حميد بوزيدة، "**التقنيات الجبائية، مع تمارين محلولة**"، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2010، ص 91.

[2]- نظيرة قلادي، مرجع سبق ذكره، ص 10.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

الاهتلاك قليل الاستعمال لأنه نادرا ما يتوافق مع أي وضعية اقتصادية، ويمكن تبرير استعماله بالنسبة للاستثمارات المتحصل عليها عن طريق الأموال المقترضة التي تسدد بدفعات ثابتة، حيث أن تسديد القروض كل سنة (الفوائد+ قسط القرض)، وتزايد قسط الاهتلاك مع الوقت تسمح للمؤسسة أن تكون لها طريقة متزنة في تسديد أموالها المقترضة، وهذا ما يسمح بتخفيف عبء تسيير خزينة المؤسسة.

يحسب قسط الاهتلاك حسب هذه الطريقة بضرب قاعدة الاهتلاك في نسبة يمثل بسطها عدد السنوات الموافقة لمدة استعمال الأصل، ويمثل مقامها مجموع أرقام مدة حياة الاستثمار، وبالتالي يتحدد قسط الاهتلاك طبقا للعلاقة التالية[1]:

$$\text{قسط الاهتلاك المتزايد} = \frac{t}{\frac{t\times(t+1)}{2}} \times I_0$$

مع العلم بأن:

T: مدة حياة الاستثمار؛

I_0: القيمة الأصلية للاستثمار؛

t: مدة استعمال الأصل.

1-2-2- المؤونات: ذات الطابع الاحتياطي: حسب المخطط المحاسبي الوطني فإن المؤونات توجد لمواجهة حدوث حدث أو خطر محتمل بأنشطة المؤسسة، كما نصت المادة 718 من القانون التجاري الجزائري، على أنه حتى في غياب أو عدم كفاية الأرباح يجب القيام بالاهتلاكات والمؤونات اللازمة، حتى تكون الميزانية مطابقة للواقع، وتطبيقا لمبدأ الحيطة والحذر تقوم المؤسسات بتكوين مخصصات تتمثل في قيمة المخزون والحقوق، مؤونات الأخطار والتكاليف، ومن بين الحالات التي تقوم المؤسسة فيها بتكوين المؤونات والمخصصات هي حالة احتمال أو ترقب حدوث أخطار محدقة بالمؤسسة، مما يترتب عليها تكاليف باهظة عند وقوعها، ويمكن التمييز بين ثلاثة مجموعات كبيرة للمؤونات وهي[2]:

[1]- يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص ص 153-154.

[2]- صورية بن عزيزة، مرجع سبق ذكره، ص 51.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

- مؤونات تدهور قيم الاستثمارات غير القابلة للاهتلاك مثل: المصاريف الإعدادية والقيم المعنوية وتشمل أيضا عناصر المخزون؛

- مؤونات قيم الحقوق من زبائن، أوراق مالية وتجارية...؛

- مؤونات الأعباء والخسائر من أخطار وضمانات.

وتكوين هذه المؤونات يتقيد بعدة شروط منها[1]:

- يجب أن تكون الخسارة أو العبء محدد بدقة؛

- يجب أن يكون وقوع الخسارة أو العبء محتملا؛

- يجب ارتباط مصدر الخسارة أو العبء بالدورة الجارية؛

- يجب أن تكون الخسارة أو العبء محل المؤونة قابلة للخصم.

1-2-3- الأرباح المحتجزة:

تعتبر مصدرا ذاتيا ذا أهمية كبيرة خاصة في المؤسسة الناجحة إذا ما اتبعت سياسة توزيع متوازنة بين عائدات مناسبة لأصحاب المشروع، وفي نفس الوقت توفر موارد ذاتية للمؤسسة تساعدها على النمو والتطور وتحسين وضعها المالي[2].

وتفضل المؤسسات تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة، وذلك لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم)، أو تجنب الأعباء الثابتة التي تترتب على بيع الأوراق المالية (في حالة إصدار سندات)[3].

1-3- مزايا وعيوب التمويل الذاتي: إن عملية التمويل الذاتي توفر للمؤسسة عدة مزايا، كما أنها لا تخلو من العيوب.

---

[1]- يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص ص 174-175.

[2]- أيمن الشنطي، عامر شقر، "**مقدمة في الإدارة والتحليل المالي**"، دار البداية، الطبعة الأولى، الأردن، ص 77.

[3]- الحناوي محمد صالح، مصطفى نيهال فريد، العبد جلال إبراهيم، "**الإدارة المالية، التحليل المالي للمشروعات الجديدة**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 427.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

1-3-1- مزايا التمويل الذاتي: من بين مزايا التمويل الذاتي نذكر ما يلي[1]:

- يجنب التمويل الذاتي للمؤسسة من الوقوع في أزمات السيولة الطارئة؛

- يمنح للإدارة المؤسسة حرية في اتخاذ قراراتها دون تدخل المؤسسات المالية، إضافة إلى عدم تحملها للأعباء تعاقدية كالفوائد أو سداد أقساط القروض، وذلك على غرار لو أنها اقترضت من البنوك أو المؤسسات المالية؛

- استفادة المؤسسة من التخفيضات الجبائية باعتبار أن الاهتلاك يمثل الجانب الأوفر من التمويل الذاتي، وبما أنها معفاة من الضريبة فإن ذلك يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي للمؤسسة بما يساوي قيمة الاهتلاكات المسموح خصمها ضريبيا؛

- زيادة قدرة المؤسسة التمويلية التي تدعم إمكانية المؤسسة على زيادة طاقتها الإنتاجية ودعم مركزها المالي، فتصبح أكثر قدرة على إيجاد موقع ثابت في سوق المناقشة وقابليتها على التطور المستمر.

1-3-2- عيوب التمويل الذاتي: فكما لتمويل الذاتي مزايا فله عيوب أيضا، ومن بينها ما يلي[2]:

- قد يؤدي عدم خضوع التمويل الذاتي للرقابة، إلى تجميد جزء هام من رأس المال وعدم الاستفادة منه أو استثماره في مشاريع غير مربحة؛

- عادة ما يكون حجم التمويل الذاتي غير كاف لتمويل الاستثمارات المقررة، وتلبية احتياجات التمويل، وبذلك فإن الاعتماد الكلي عليه يسمح بعملية الزيادة في رأس المال بشكل بطيء، مما يؤدي إلى عدم الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة والمربحة، بسبب هذا النوع من التمويل، لتوفير الاحتياجات المالية اللازمة للمؤسسة؛

- الاستعمال الدائم للتمويل الذاتي عن طريق حجز الأرباح قد يؤدي إلى عدم رضا المساهمين فهدف المساهمين هو استقبال العوائد؛

---

[1]- صورية بن عزيزة، مرجع سبق ذكره، ص ص 52-53.

[2]- يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 48.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

- يظهر التمويل الذاتي وكأن تكلفته معدومة، غير أن هذه التكلفة في حقيقة الأمر ليست معدومة، وهذا ما قد يؤثر على قرارات المؤسسة التي يخطأ فيها متخذ القرار في تقدير تكلفة التمويل الذاتي عند إهماله إياها.

2- التنازل عن الاستثمارات:

إن التنازل عن الاستثمار يمكنه أن ينتج نتيجة التجديد العادي للاستثمارات، وذلك في كل مرة تسمح ظروف المؤسسة بذلك، نتيجة بيع الاستثمارات يتم تجديدها كما أن المؤسسة قد تتخلى عن بعض الاستثمارات التي ترى أنها لم تعد ضرورية في نشاطها، ويمكن للمؤسسة أيضا أن تتنازل عن مصانع وحتى عن فروع بأكملها في حالة ما إذا أصبحت هامشية مقارنة بالنشاطات المسطرة التي تمارسها[1].

المطلب الثالث: مصادر التمويل الخارجية.

تلجأ المؤسسات لمصادر تمويل خارجية من أجل تمويل استثماراتها عندما تكون مصادر التمويل الذاتية غير كافية لمواجهة احتياجاتها أو لأنها لا ترغب في استعمال المزيد منها لأسباب تتعلق بالربحية أو التوقيت.

وتعرف مصادر التمويل الخارجية "بأنها تلك الأموال التي يحصل عليها المشروع من مصادر خارجية بموجب شروط لابد من تنفيذها"، وتتحدد هذه الشروط في السوق المالي في ضوء توفر الأموال وعوائد الفرص البديلة المتاحة بعد تقييم قدرة المستفيد على التسديد، ويعد التمويل الخارجي مكملا للتمويل الداخلي في أغلب الأحيان، إذ من المفروض أن يتم منح الأولوية في الحصول على الأموال إلى مصادر التمويل الداخلية، وخاصة بالنسبة للمشاريع حديثة التأسيس[2].

هناك العديد من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسة والتي تنقسم إلى:

---

[1]- مليكة زعيب، نعيمة غلاب، "**تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته**"، الملتقى الدولي حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات –دراسة حالة الجزائر والدول النامية"، بسكرة، 22/21 نوفمبر 2006، ص 03.

[2]- دريد كامل آل شبيب، "**مبادئ الإدارة المالية**"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 118.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

1- مصادر التمويل قصير الأجل:

الائتمان قصير الأجل يتم استخدامه من قبل المؤسسة لتمويل الأصول المتداولة، ويعرف الائتمان قصير الأجل بأنه ذلك الالتزام (الخصم) الواجب السداد خلال مدة لا تزيد عن السنة الواحدة[1].

ومن بين أهم مصادر التمويل قصير الأجل الائتمان التجاري والائتمان المصرفي.

1-1- الائتمان التجاري:

يمكن تعريف الائتمان التجاري trade credit بأنه نوع من التمويل قصير الأجل تحل عليه المؤسسة من الموردين، ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تنجز فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية[2].

ويعرف أيضا: "بأنه عبارة عن ائتمان قصير يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم المشتري بشراء البضاعة لإعادة بيعها[3].

1-1-1- أشكال الائتمان التجاري: يتخذ الائتمان التجاري عدة أشكال أهمها ما يلي[4]:

أ- **الحساب الجاري:** أهم أشكال الائتمان وأكثرها تفضيلا من المدينين لأنه لا يضع وثيقة بيد الدائن تسهل اتخاذ الإجراءات القانونية ضد المقترض في حالة مواجهته لأية صعوبات؛

ب- **الشيكات المؤجلة:** هي وسيلة غير مفضلة للمدينين لخطورتها ولعدم إلزامية الأجل الوارد فيها؛

جـ- **الكمبيالات:** تعتبر الأقل تفضيلا من المدينين في الائتمان التجاري لكنها أكثر تفضيلا من الدائنين.

---

[1]- عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، "**أساسيات في الإدارة المالية**"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، ص

[2]- منير إبراهيم هندي، "**الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر**"، المكتب العربي الحديث، الطبعة السادسة، الإسكندرية، 2007، ص 528.

[3]- أيمن الشنطي، عامر شقر، مرجع سبق ذكره، ص 58.

[4]- نفس المرجع سابق، ص 60.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

1-1-2- تكلفة الائتمان التجاري:

أما بالنسبة للتكلفة هذا النوع من التمويل فإنها تعتمد على شروط الموردين، ففي غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري في حكم التمويل المجاني، غير أنه قد ينقلب إلى تمويل مكلف للغاية إذ لم تحسن المؤسسة استخدامه.

فعدم قيام المؤسسة بسداد مستحقات الموردين في الوقت المناسب، قد يترتب عليه الإساءة إلى سمعتها في السوق، بشكل قد يصعب معه الحصول على احتياجاتها بشروط معقولة، وهذا الأمر إذا طال أمده قد يفقد المؤسسة مركزها التنافسي بل وقد يخرجها كلية من السوق، أما إذا كان الموردون يقدمون خصما نقديا لعملائهم، فإن تكلفة الائتمان التجاري سوف تتوقف على ما إذا كانت المؤسسة تستفيد من الخصم أم لا، بعبارة أكثر تحديد يعتبر الائتمان التجاري مجاني في حالة قيام المنشأة بسداد قيمة الفواتير خلال فترة الخصم، بينما يعتبر غير مجاني إذا تم السداد بعد انقضاء فترة الخصم[1].

ويعرف الخصم النقدي "على أنه عبارة عن تخفيض في سعر المبيعات إذا تم الدفع خلال فترة زمنية معينة، إذ يزيد الخصم النقدي كلما قلت فترة الدفع، فالعلاقة عكسية.

ويحسب الخصم النقدي وفق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة عدم الاستفادة من الخصم} = \frac{\text{الخصم}}{1 - \text{نسبة الخصم}} \times \frac{360 \text{ يوم}}{\text{فترة الاستحقاق النهائي} - \text{فترة الاستفادة من الخصم}}$$

ويعبر عن الخصم النقدي بالصياغة التالية مثلا: "10/2 صافي 30" وهذا يعني أنه إذا تم الدفع خلال 10 أيام من تاريخ فاتورة المبيعات، فيمنح المشتري خصم مقداره 2% وإذا لم يستفيد المشتري من الخصم فيجب عليه تسديد مجمل قيمة المبيعات خلال 30 يوم بعد تاريخ الفاتورة[2].

[1]- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 529.

[2]- طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 34.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

1-2- الائتمان المصرفي:

يقصد بالائتمان المصرفي banking loans في هذا الصدد القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري، وذلك من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه كمصدر لتمويل قصير الأجل[1].

1-2-1- أشكال الائتمان المصرفي: يتخذ الائتمان المصرفي عدة أشكال أهمها ما يلي[2]:

- الخصم؛

- تسهيلات الصندوق؛

- السحب على المكشوف.

ويعتبر اختيار البنك من الأمور الرئيسية التي تواجه المؤسسة التي تفكر في استخدام الائتمان المصرفي، ومن القواعد العامة الذي يستحسن على المؤسسة استخدامها في حالة اختيار البنك ما يلي[3]:

- لابد أن يتناسب حجم البنك مع حجم المؤسسة التي تعتزم الحصول على القروض، ويرجع ذلك بصفة أساسية إلى أن هناك قيود اقتصادية وقانونية على مقدار القروض التي يمكن لأي بنك أن يمنحها لعميل واحد؛ المدينة أو أوراق القبض أو أوراق مالية أو بضائع والقاعدة هنا أن البنوك لا تمنح عملائها القروض المطلوبة بالقيمة الكاملة للضمان المقدم بل تحتفظ بنسبة من قيمة الضمان[4].

---

[1]- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 529.

[2]- نظيرة قلادي، مرجع سبق ذكره، ص 31.

[3]- محمد صالح الحناوي، "**الإدارة المالية والتمويل**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1988، ص 388.

[4]- نفس المرجع السابق، ، ص 389.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

1-2-2- تكلفة الائتمان المصرفي:

تتلخص تكلفة الائتمان المصرفي بالفوائد والعمولات التي تدفعها المؤسسة لقاء الحصول عليه وتخالف هذه التكلفة من دولة لأخرى حسب تعليمات البنك المركزي[1].

عادة ما تضع البنوك شروط الائتمان بشكل قد يجعله صعب المنال (غير متاح) للمؤسسات صغيرة الحجم، والمؤسسات التي في بداية عهدها بالنشاط الذي تتعامل فيه، والمؤسسات التي لا تتميز بمركز مالي قوي، فقد تطلب توقيع طرف ثالث كضمان للتعاقد، أو تطلب سداد الفائدة مقدما أو سداد قيمة القرض على دفعات. هذا بالإضافة إلى شروط أخرى أساسية –قد تطلب من كافة المؤسسات– كشرط احتفاظ المؤسسة برصيد معوض. وبالطبع توثر هذه الشروط على تكلفة الأموال التي تحصل عليها المؤسسة، والتي عادة ما تكون في صورة نسبة مئوية من قيمة القرض، ويمكن أن نطلق على هذه التكلفة بالتكلفة الاسمية، تمييزا لها عن التكلفة الفعلية التي تتوقف على شروط الاتفاق بين البنك والمؤسسة.

كما تتوقف على معدل الضريبة التي تخضع له أرباح المؤسسة[2].

– على المؤسسة أن تختار البنك الذي يتبع سياسات تتماشى مع حاجياته وظروفه حيث أنه من المعروف أن البنوك تختلف فيما بينها فيما يتعلق بسياساتها وشروط في منح الائتمان؛

– يلاحظ أن البنك في حالة درايته وخبرته بعمليات المؤسسة يكون قادرا على مدها بالمشورة المالية، ولكن من ناحية، نجد أنه من غير المرغوب فيه أن يتم التعامل مع بنك له اتصال وثيق بالمشروعات المتنافسة، حتى لا تتسرب المعلومات عن المؤسسة للمؤسسات المنافسة؛

– يجب على المؤسسات أن تتجنب التعامل مع البنوك التي لا تتمتع بعلاقات طيبة مع البنوك الأخرى أو مع البنك المركزي؛

– ينبغي التعامل مع البنوك القوية ذات المركز المالي السليم والإدارة الواعية الرشيدة.

---

[1]– طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 50.

[2]– منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 530.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

ويمكن تصنيف القروض المصرفية إلى نوعين، فهناك قروض غير مكفولة بضمان معين وقروض مكفولة بضمان معين، فالقروض غير مكفولة بضمان معين، "وهي تلك القروض التي يمنحها البنك للمؤسسة دون أن تقدم الأخيرة ضمانات عينية، وهذا لا يعني بأن القرض غير مضمون بالمطلق، بل أن الضمانة الأساسية تتعلق بثقة البنك بالعميل وحسن تعامله المالي، ونادرا ما يستخدم هذا النوع من القروض[1].

أما القروض المكفولة بضمان، وهذا الضمان إما أن يكون شخص آخر أو أصل معين كالحسابات ومنه فالتكلفة الحقيقية للائتمان المصرفي "كمصدر تمويل" يمكن الحصول عليها من خلال المعادلة التالية[2]:

التكلفة الحقيقية للائتمان المصرفي= سعر الفائدة المصرفي + تكلفة شروط الاقتراض كنسبة

ويمكننا الحصول على سعر الفائدة الفعلي كالتالي[3]:

$$\text{سعر الفائدة الفعلي} = \frac{\text{قيمة الفوائد المدفوعة}}{\text{القيمة الحقيقية للقرض – خضم الرصيد المجمد}}$$

1-3- الفرق بين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي:

يمكن التمييز بين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي من حيث الأوجه التالية[4]:

أ- من حيث التكلفة:

تبين مما سبق ارتفاع تكلفة الائتمان التجاري في حالة عدم الاستفادة من الخصم، عن الائتمان المصرفي.

---

[1]- طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص ص 44-45.

[2]- نظيرة قلادي، مرجع سبق ذكره، ص 31.

[3]- نفس المرجع السابق، ص 31.

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

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

ب- من حيث السهولة واليسر:

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

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

ج- من حيث المرونة:

تفسر المرونة بإمكانية المقترض من الحصول على أموال نقدية تمكنه من تمويل عملياته الجارية من شراء بضاعة، وسداد أثمان بضاعة للحصول على الخصم النقدي أو دفع مصاريف تشغيلية، وهذا ممكن في حالة الائتمان المصرفي.

أما الائتمان التجاري فيتم على شكل تقديم بضاعة، فالمرونة هنا أقل ولكنها تتحقق لأنه يمكن للمدين استخدام أصوله (ومنها البضاعة) في الحصول على قروض أخرى، وتتحقق المرونة في الائتمان التجاري في أنه لا يتطلب تقديم ضمانات في الغالب.

د- من حيث الضمانات:

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

2- مصادر التمويل الطويلة والمتوسطة الأجل:

هذا النوع من مصادر التمويل يتمثل أساسا في القروض الممنوحة من قبل البنوك أو الهيئات المالية المتخصصة، ويمكن أن تكون في شكل مساعدات من الدولة.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

2-1- القروض متوسطة الأجل:

القروض تمثل عقد بواسطته تستقبل المؤسسة في تاريخ معين قدر من المال، وتلتزم بالدفعة في المستقبل[1].

وتمثل القروض متوسطة الأجل نوع من القروض التي يلزم صاحب المشروع عند الحصول عليها بسداد كل من أصل القرض والفائدة المستحقة في تاريخ معين، وتخضع عملية الاقتراض في هذه الحالة لشروط الاتفاق ما بين صاحب المشروع وما بين المقرض، وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وأسلوب السداد.

وعادة تتراوح فترة الاقتراض ما بين ثلاثة إلى خمسة عشر عام وتحصل المشروعات على هذا النوع من القروض من المؤسسات المالية المختلفة، كالبنوك أو مؤسسات التأمين أو بعض الهيئات العامة[2].

عادة يتم سداد هذه القروض بصورة منتظمة على مدار من السنوات ويطلق على أقساط السداد في في هذه الحالة مدفوعات الإهلاك وبالإضافة إلى ذلك فعادة ما يكون القرض مضمون بأصل معين أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى، ولا شك أن هناك بعض الاستثناءات من هذه القواعد في بعض الأحيان[3].

2-2- القروض طويلة الأجل:

هي قروض تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين، وقد يصل تاريخ استحقاقها إلى ثلاثين عاما، ومن أهم الخصائص المميزة للقرض أنه يتم الاتفاق على شروطه (معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الرهونات، ...) بالتفاوض بين المقرض والمقترض، وعلى الرغم من أن تكلفة هذا النوع من التمويل تتمثل في نسبة محدودة من قيمة القرض (سعر الفائدة)، إلا أن المقرض قد يصر على عدم ثبات هذه النسبة خاصة إذا كانت معدلات الفائدة في السوق متجهة نحو

---

[1] – zvi bodie et robert merton, "**finance, nouveaux, horizons**", 3e édition, paris, 2011, p 467.

[2] – نهال فريد مصطفى، "**مبادئ وأساسيات الإدارة المالية**"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 263.

[3] – محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 391.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

الارتفاع، أما بالنسبة لسداد قيمة القرض فقد يتم مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه، أو قد يتم على أقساط متساوية في تواريخ معلومة[1].

2-3- المساعدات المالية:

خلال مدة حياتها تستطيع المؤسسات الاستفادة من الإعانات المالية من قبل الدولة، الهيئات العامة ومؤسسات أخرى.

هذه الإعانات يمكن أن تقدم في أشكال مختلفة، مثلا إعانات، إعفاءات من بعض الأعباء، تأجيل الدفعات، الديون الضريبية، القروض المسددة تحت شروط خاصة، التخلي عن الديون... إلخ.

فتحصيل الإعانة يغني المؤسسة التي تستفيد منها، وبالتالي يجب تسجيل هذه الإعانة في النتيجة[2].

2-4- التمويل عن طريق الاستئجار:

يعد التأجير التمويلي ذروة التطوير القانوني للصيغ الاقتصادية والتمويلية، التي تحقق للمشروع الحصول على المعدات والأصول الرأسمالية اللازمة له[3].

2-4-1- مفهوم التمويل بالاستئجار:

تشير عملية الاستئجار إلى اتفاق بين مؤسستين بحيث تقوم المؤسسة المستأجرة باستخدام أحد الأصول المملوكة للمؤسسة الأخرى وذلك لمدة سنة أو أكثر في مقابل التزامها بدفع مبلغ معين، ووفقا لهذا الأسلوب تستطيع المؤسسة المستأجرة أن تستفيد من خدمات الأصل الذي تحتاج إليه لفترة زمنية معينة دون الحاجة إلى شرائه، ولقد انتشر أسلوب الاستئجار انتشارا كبيرا في ميدان الأعمال[4].

---

[1]- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 543.

[2]- هوام جمعة، مرجع سبق ذكره، ص 113.

[3]- حسين مصطفى هلالي، "**التخطيط الإستراتيجي لتطوير اداء المؤسسات- التنظيم والإدارة، الارتقاء بالكفاءات القايدية**"، دار السحاب للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، 2009، ص 36.

[4]- الحناوي محمد صالح، مصطفى نيهال فريد، العبد جلال إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص 312.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

2-4-2- أشكال التمويل بالاستئجار: تتعدد أشكال التمويل بالإيجار وأهمها ما يلي[1]:

أولا: البيع ثم استئجار الأصل:

إذا كانت المؤسسة تمتلك قطعة أرض أو مباني أو جهاز معين، فإنه يمكنها من بيع هذا الأصل وفي نفس الوقت تستأجره بناء على اتفاق بين مشتري الأصل والبائع لذات الأصل الذي يرغب في استئجاره.

ثانيا: الاستئجار التشغيلي:

أو ما يسمى باستئجار الخدمة حيث يشمل هذا النوع من الاستئجار التمويل وخدمات الصيانة.

ثالثا: الاستئجار التمويلي:

هذا النوع من الاستئجار لا يشمل خدمات الصيانة كما أنه لا يمكن إلغائه قبل المدة المتفق عليها.

مزايا التمويل بالإيجار: للتمويل بالإيجار مزايا عديدة أبرزها ما يلي[2]:

- يمكنها من حيازة الأصول الرأسمالية اللازمة لنشاطها دون حاجة إلى تجميد جزء كبير من أموالها إذا هي ما قامت بشرائها، مما يتيح لها سيولة أكبر تستخدمها في أوجه أخرى؛

- عدم تأثر المؤسسات التي تلجأ إليه بعوامل التضخم قصيرة الأجل حيث يتم الاتفاق بشروط محددة ثابتة لمدة طويلة؛

- طبيعة هذا النوع من التمويل تعطي نوعا من التسهيلات لا تتأثر بالعوامل المتغيرة لأنواع التسهيلات الأخرى، وعليه فإنه يقال أن التأكد من التدفقات النقدية الداخلية للمشروع يزيل أي قلق من نتائج تغير العوامل المؤثرة في أنواع التسهيلات الأخرى؛

- يقدم التأجير التمويلي تمويلا كاملا لقيمة الأصول الرأسمالية من آلات ومعدات أي بنسبة 100% وهو ما لا يتوافر عادة في أي من أساليب التمويل الأخرى، وبذلك تتحقق للمستأجر ميزتان:

[1]- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص ص 648-650.

[2]- حسين مصطفى هلالي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 37.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

* الأولى: سرعة الحصول على الأصول المطلوبة للتشغيل؛

* الثانية: تخفيف الأعباء على الموارد المالية للعميل المستأجر، وتوفيرها للاستخدامات الأخرى بالمؤسسة مما يعني إمكان تحقيق المزيد من الاستثمارات.

– تقديم تمويل ذي تكلفة مناسبة، تقل في حالات كثيرة عن تكلفة أساليب التمويل الأخرى وذلك نظرا لوجود مزايا يتمتع بها المؤجر تؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل، ومن ثم تخفيض قيمة الإيجار الذي يتحمله المستأجر.

– باستخدام أسلوب التمويل بالتأجير التمويلي يصبح العميل المستأجر في غنى عن الالتجاء إلى أساليب التباطؤ في استهلاك الأصول الرأسمالية التي تلجأ إليها بعض المؤسسات أحيانا لضمان أن تكون إجمالي الاستهلاكات أقل من الأرباح المحققة، بما يسمح باستفادتها من خصمها من الأرباح الخاضعة للضريبة وخاصة خلال السنوات الأولى حيث يمكن أن تفوق الاستهلاكات الأرباح المحققة، وبالطبع في ظل استئجار العميل للأصول الرأسمالية تنتقل مهمة حساب استهلاكها إلى المالك وهو المؤجر والذي تكون دائما أرباحه مرتفعة.

عيوب التمويل بالإيجار:

غير أن المزايا السابقة لا تمنع من خلو هذا المصدر التمويلي من بعض العيوب التي تتلخص أهمها في النقاط التالية[1]:

– في حالة ما إذا أراد المستأجر إلغاء عقد الإيجار قبل انتماء المدة المحددة عندما يكون بحاجة إلى الأصل الموجز، فيجب عليه أن يستمر في تسديد أقساط الإيجار إلى غاية انقضاء مدة العقد؛

– قد يؤدي ضياع أو تلف الأصل المستأجر نتيجة سوء استعماله أو عدم التزام المؤسسة المستأجرة بالدفع عند حلول الآجال المحددة إلى تحمل المؤسسة المستأجرة للأعباء مالية إضافية أخرى قد لا تأخذ في الحسبان من قبل المؤجر؛

– ارتفاع معدلات الفائدة المطبقة عليه، مقارنة بأسعار الفائدة على القروض التقليدية.

[1]– يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص ص 58–59.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

2-5- الأسهم:

يتكون رأس مال المؤسسات المساهمة من عدد من الحصص المتساوية يسمى كل منها سهما، والسهم عبارة عن صك يؤكد لحامله ملكية حصة في رأس مال المؤسسة تعادل المبلغ الذي دفعه، وهذا الصك يبين حق حامله في الاشتراك في توجيه سياسة المؤسسة من خلال الآراء التي يطرحها في الاجتماعات التي تعقد للمساهمين، أو من خلال حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة[1]، وتتمثل أنواع الأسهم أساسا في الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

2-5-1- الأسهم العادية:

وتمثل أداة الملكية في المؤسسة المساهمة العامة، وهي عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس المال في إحدى المؤسسات ويتمثل السهم حصة الشريك في المؤسسة الذي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء أكانت حصة نقدية أم حصة عينية[2].

ويمثل السند مستند ملكية له قيمة اسمية، قيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس.

أما القيمة الدفترية فتمثل في قيمة حقوق الملكية، التي لا تتضمن الأسهم الممتازة، مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.

---

[1]- محمد سعيد عبد الهادي، "**الإدارة المالية- الاستثمار والتمويل، التحليل المالي والأسواق المالية الدولية**"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص 218.

[2]- فيصل محمود الشواورة، "**الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعلمية، مع مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية بالتطبيق على بورصة عمان**"، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص ص 78-79.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

ويتمتع حامل السهم العادي ببعض الحقوق، من أهمها الحق في التصويت في الجمعية العامة إذا ما مكان المستثمر يمتلك الحد الأدنى من الأسهم بالبيع أو بأي طريق آخر والحق في الحصول على الأرباح إذا ما قررت الجمعية العمومية توزيعها[1].

تتمتع الأسهم العادية بعدة مزايا وخصائص أهمها ما يلي[2]:

- تعد الأسهم العادية رأسمال المؤسسات المساهمة؛

- تعتبر الوسيلة الرئيسية والأساسية للتمويل طويل الأجل؛

- تصدر المؤسسة الأسهم العادية مرة واحدة خلال مدة حياتها؛

- لا تحمل الأسهم العادية المؤسسة أعباء كبيرة كما هو الحال في الممتازة؛

- تتميز الأسهم العادية بأنها الأقل تكلفة؛

- لن يحصل أصحاب الأسهم العادية على أية عوائد إذا خسرت المؤسسة أو لم توزع أرباحا وزعت جزء بسيطا من الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة؛

- زيادة الأسهم العادية يقوي مركز المؤسسة المالي؛

- تتميز الأسهم العادية بسرعة تداولها في السوق المالي.

كما أنه للأسهم العادية عيوب من أهمها ما يلي[3]:

- يؤدي التوسع في إصدارها إلى زيادة قاعدة المالكين وبالتالي تؤثر على سلطة المالكين المسيطرين حاليا؛

- توسيع قاعدة توزيع الأرباح وبالتالي تدني العوائد نتيجة للانخفاض الأرباح المحتجزة للإعادة الاستثمار؛

---

[1]- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 534.

[2]- هيتم محمد الزغبي، "**الإدارة والتحليل المالي**"، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2000، ص 88.

[3]- أيمن الشنطي، عامر شقر، مرجع سبق ذكره، ص ص 70-71.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

- قد تكون كلفة إصدارها عالية من ناحية الإجراءات؛

- الأرباح الموزعة تخضع للضريبة الأمر الذي يزيد من كلفتها مقارنة مع الدين.

2-5-2- الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز أيضا مستند ملكية، ويسمى أيضا سهم الأولوية أو سهم الأفضلية، والسهم الممتاز (مثله مثل السهم العادي، له قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية، غير أن القيمة الدفترية، تتمثل في القيمة الاسمية وعلاوة الإصدار للسهم الممتاز، مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، أي ليس لها نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة، وهو يشبه السهم العادي من حيث القيمة الاسمية، التي تحدد عند إصداره، ويحصل حملة الأسهم الممتازة على قسط ربح ثابت يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم.

كما يعتبر السهم الممتاز سهما ذا طبيعة مزدوجة يجمع بين خصائص السهم العادي وخصائص السندات[1].

ويتمتع صاحب السهم الممتاز بعدة حقوق من بينها ما يلي[2]:

- الحصول على شهادة باسمه وبأنه مساهم وبعدد الأسهم، وبأنه يمتلكها وتثبت له جميع حقوقه؛

- حق الاشتراك في الأرباح؛

- حق الاشتراك في موجودات المؤسسة في حالة تصفيتها؛

- حق نقل الملكية أو بيع الأسهم في السوق المالي؛

- الحق في الاكتتاب إذا أصدرت المؤسسة أسهما جديدة أو سندات؛

- ليس لجملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت؛

- ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في الدخول في مجلس الإدارة.

---

[1]- يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 52.

[2]- هيتم محمد الزغبي، مرجع سبق ذكره، ص 93.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

وتتمثل أهم المزايا المترتبة عن استخدام هذا المصدر من قبل المؤسسة في[1]:

- لا يؤدي عدم دفع عوائدها إلى إفلاس المؤسسة كما هو الحال في فوائد الإسناد؛

- عوائدها مقتصرة على نسبة معينة؛

- ليس لها أصوات (إلا في حالات معينة)، لذلك لا يؤثر إصدار مثل هذه الأسهم في سيطرة الإدارة القائمة؛

- إعطاء المؤسسة ميزة استبدالها واستدعائها بوسائل دين أقل كلفة إذا انخفضت أسعار الفوائد؛

- تزيد هامش الأمان للمقرضين وتوسع قاعدة الاقتراض وتحسن الصورة الائتمانية للمؤسسة المصدرة؛

- تقلل احتمالات تأثر المؤسسة بالأوضاع الاقتصادية السلبية.

كما أن الأسهم الممتازة لا تخلوا من عيوب وهي كالآتي[2]:

- إن معدل عائدها أعلى من العائد الخاص بالسندات.

- إن التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة لا تعطي أي إعفاء ضريبي كما في حالة التمويل بالقروض.

* ويمكن تلخيص أهم نقاط التشابه والاختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة في الجدول التالي:

[1]- أيمن الشنطي، عامر شقر، مرجع سبق ذكره، ص 76.

[2]- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 628.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

الجدول رقم 01: أوجه التشابه والاختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

أوجه التشابه	أوجه الاختلاف
- كلاهما يمثل حق ملكية. - يستحق العائد بعد الأخذ في الحسبان كل الأعباء اللازمة. - الحصول على عائد يتوقف على تحقيق المؤسسة للأرباح (العائد غير مضمون). - ليس لحاملها الحق في المطالبة بتوزيع الأرباح إلا عند إقرار المؤسسة بتوزيعها.	لحملة الأسهم الممتازة الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة وفي الحصول على نصيبهم عند التصفية. - غالب لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق الدائم في التصويت.

المصدر: يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 52.

2-6- السندات:

هناك مجموعة من التعريفات للسندات لكن معظمها يؤكد أن السند ورقة مالية تصدرها المؤسسات المساهمة أو المنظمات الحكومية وتعبر عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت أو متغير، وتلتزم المؤسسة التي أصدرت السند بدفع قيمته عند الاستحقاق، بالإضافة إلى أن دفع الفوائد يكون سنويا أو كل ستة أشهر أو حسب ما يتفق عليه.

يتبين أن السند ما هو إلا وثيقة مديونية طويلة الأجل تصدره المؤسسات يعطي حامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق[1].

وللسندات مجموعة من الخصائص أبرزها ما يلي[2]:

- السندات تمثل التزاما على المؤسسات المصدرة لها ولحامل السند الأولوية في الحصول على القيمة الاسمية لسنده إذا تم تصفية المؤسسة قبل موعد استحقاقه؛

[1]- أسعد حميد العلي، "**الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية**"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص 255.

[2]- أسامة الحارس، فوز الدين أبو جاموس، "**محاسبة الشركات**"، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2004، ص 134.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

- للسندات فترة استحقاق محددة بشروط الإصدار الواردة في عقد إصدار هذه السندات؛

- قابلية السندات للتداول، خاصة إذا كانت السندات لحاملها؛

- السندات أداة استثمار، لأن حامل السند يحصل على فائدة ثابتة طيلة مدة الإصدار؛

- لحملة السندات الحق في حضور اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين المصدرة لها بصفة مراقب.

وللسندات مجموعة من الأنواع ومن أهمها الآتي[1]:

أولا: السندات العادية.

والتي تكون كلفتها محددة بسعر الفائدة الثابت وضرورة إن تلتزم المؤسسة بتسديد قيمة السند بتاريخ الاستحقاق المحددة في شروط الإصدار إضافة إلى الفوائد.

ثانيا: السندات المضمونة.

وهي السندات المضمونة برهن بعض الموجودات في المؤسسة، ولا يحق للمؤسسة المالكة التصرف بهذه الموجودات المرهونة إلى بعد إطفاء قيمة السندات.

ثالثا: السندات ذات الدخل.

هذا النوع من السندات لا يحقق لحاملها الحصول على قيمة الفوائد، إلا إذا حققت المؤسسة الأرباح الكافية لتسديد الفوائد، وعادة ما تكون أسعار الفائدة لهذا النوع من السندات مرتفعة مقارنة بالسندات العادية لغرض ترغيب المستثمر بشرائها.

رابعا: السندات متقاسمة الأرباح.

وهذه الميزة لغرض تشجيع المستثمرين للاكتتاب بالسندات كونها تمنح للمستثمرين في هذا النوع من السندات امتيازا إضافيا، فإضافة إلى الفائدة الثابتة فإنه يشارك حاملي الأسهم العادية بنسبة من الأرباح التي تحققها المؤسسة، تحدد هذه النسبة في شروط الإصدار.

[1]- دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 129-130.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

خامسا: السندات القابلة للاستبدال.

تتمتع هذه السندات بميزة حق استبدالها بأسهم عادية وعلى أساس رغبة حامليها، ويتم تحديد طريقة الاستبدال ونسبتها وموعدها بشروط الإصدار، وتتمتع مثل هذه السندات بمرونة فحاملها يحصل على فوائد ثابتة في فترات الركود، ويمكنه الحصول على حصة من الأرباح في فترات الرواج بعد استبدال السندات بأسهم عادية.

سادسا: السندات القابلة للاستدعاء.

وهي تلك السندات التي تمنح الحق للمؤسسة باستدعائها بعد مرور فترة محددة من إصدارها، ويكون ذلك من خلال شراء السندات نقدا من أسواق التداول أو باستدعاء هذه السندات لقاء علاوة إضافية تمنح إلى حاملها بالإضافة إلى قيمة السند الأصلية.

أما الأسباب التي تدعو إلى استدعاء السندات فأهمها[1]:

- انخفاض سعر الفائدة السائد في السوق؛
- وجود أموال فائضة لدى الجهة المصدرة لا حاجة لها بها؛
- تغيير تركيبة هيكل رأس المال.

* السندات عادة لا تكون قابلة للاستدعاء إلا بعد عدة سنوات (بصفة عامة من 5 إلى 10 سنوات) بعد إصدارها، ويعرف هذا بأنه الاستدعاء المؤجل ويقال أن للسندات حماية استدعاء[2].

وتعتبر السندات من مصادر التمويل طويلة الأجل الرئيسية للمؤسسات ويرجع ذلك إلى ما تحققه من مزايا منها[3]:

- يساعد استخدام السندات على تحقيق ما يعرف بالرفع المالي أو المتاجرة بالملكية؛

---

[1]- سليمان أبو صبحا، "**الإدارة المالية**"، الشركة العربية المتخذة للتسويق والتوريدات بالتعاون مع جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، 2008، ص 218.

[2]- أوجين بريجهام وآخرون، "**الإدارة المالية، النظرية والتطبيق العلمي (الكتاب الأول)**"، دار المريخ للنشر، الرياض، 2009، ص 342.

[3]- الحناوي محمد الصالح، مصطفى نهال فريد العبد جلال إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص 333.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

- ينطوي إصدار السندات على حصول المؤسسة على بعض المزايا الضريبية لأن الفائدة على السندات تعتبر من أنواع التكاليف التي تستطيع من الإيرادات قبل حساب الأرباح الخاضعة للضريبة وذلك على عكس عائد الأسهم الذي يعتبر توزيعا للأرباح؛

- إن استخدام السندات في التمويل يمكن من الحصول على الأموال اللازمة للاستثمار دون أن يترتب على ذلك تدخل الغير في الإدارة والسيطرة على المشروع.

* كما أن للتمويل السندي مجموعة من العيوب نوجزها فيما يأتي[1]:

- السندات عادة يكون لها تاريخ استحقاق محدد، وعلى المدير المالي للمؤسسة تكوين احتياطي لتسديدها في ميعادها؛

- الخطر الذي يتعرض له المكتب نتيجة التقلبات في أسعار الفائدة؛

- يمنح عقد القرض السندي الحق للمقترض في فرض مجموعة من القيود على المؤسسة منها حق عدم حصول المؤسسة على قروض جديدة؛

- حق بيع وشراء الأصول الثابتة ومنع إجراء توزيعات أو التخفيض من نسبتها؛

- تترتب على السندات تكلفة مرتفعة نتيجة تسديد الفوائد؛

- يعتبر القرض السندي متاحا فقط للمؤسسات الكبرى، بينما المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تجد صعوبة في الحصول عليه.

مما سبق يتضح لنا أن المؤسسة يمكنها اللجوء إلى مصادر مختلفة للتمويل سواء مصادر داخلية أو خارجية، ولكن يجب على المؤسسة مراعاة مجموعة من الخصائص وعلى رأسها التكلفة وهذا ما سنحاول التعرف عليه في المبحث الموالي.

[1]- نظيرة قلادي، مرجع سبق ذكره، ص 22.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المبحث الثاني: تقدير تكلفة الأموال.

يقتضي تقدير تكلفة المصفوفة التمويلية للمؤسسة الوقوف على تكلفة المصادر التمويلية التي يتضمنها هيكلها المالي، ذلك لأن تقدير تكلفة كل مصدر على حدى يعد بمثابة الممهد لتقدير تكلفة هذه المصفوفة وفي هذا الإطار، سيعالج هذا المبحث كيفية تقدير تكلفة أهم مصادر تمويل المؤسسة الداخلية منها والخارجية.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال والعوامل المؤثرة فيها.

1- مفهوم تكلفة الأموال:

تعرف كلفة الأموال على "أنها أدنى معدل عائد مطلوب على الاستثمار"، كما أنها معيار للأداء المالي، أي هي مقياس لحسن استخدام الأموال، وكذلك "تمثل معدل خصم المشروعات الاستثمارية".

من بين الموضوعات الأساسية التي تعنى بها الإدارة المالية هي كلفة التمويل وذلك بقبول تلك المشروعات التي تكون عوائدها أكبر من تكلفة تمويلها، لأنها بمثابة الحد الأدنى العائد المطلوب على الاستثمار[1].

على أثر ما ذكر سابقا، فتكلفة الأموال تتمثل في تكلفة كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال في المؤسسة، أي مصادر التمويل طويل الأجل، أما مصادر التمويل قصير الأجل فلا يركز عليها لأنها تزيد وتنقص وفقا لزيادة أو نقص الطلب، كما أنها مؤقتة بطبعها ومتقلبة.

2- العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال:

تتمثل تكلفة الأموال في تكلفة الخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال والذي عادة ما يتضمن الاقتراض طويل الأجل، وحقوق الملكية التي تتكون من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة، ويمكن أن يضاف إليها الأسهم الممتازة، وتتأثر تكلفة كل عنصر من هذه العناصر بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة لهيكل رأس المال، وبعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حدى كما تتأثر تكلفة

[1]- محمد العامري، "**الإدارة المالية الحديثة**"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2013، ص 341.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

الأموال كذلك بالقرار المحدد للخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه، وفيما يلي نعرض هذه العوامل الثلاثة بشيء من التفصيل[1].

2-1- العوامل العامة:

إن المستثمرين الذين يمولون المؤسسة بالأموال يتوقعون الحصول على عائد يكفي لتعوضهم عن حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق منافع حاضرة، نظرا لتوجيه هذه الأموال إلى مجال الاستثمار، وأيضا هؤلاء المستثمرون يتوقعون الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم. فالجزء الأول من العائد والمتمثل في تعويض المستثمر عن عنصر الزمن، يعتبر جزء من تكلفة أي مصدر تمويلي وهو متوقف عن الحالة الاقتصادية العامة، فكلما زاد الطلب على الأموال أو ارتفع معدل التضخم زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر والعكس صحيح، بينما الجزء الثاني من العائد يطلق عليه بدل المخاطرة وهو العائد الذي يطالب به المستثمرون لتعويضهم عن المخاطر المتعلقة بظروف عمل المؤسسة والمتمثلة في مخاطر التشغيل والمخاطر المالية[2].

2-2- العوامل الخاصة بكل عنصر:

نظرا للخصائص المميزة لكل مصدر وأيضا للحقوق التي يتمتع بها فإن درجة المخاطر التي يتعرض لها تكون أيضا مختلفة ومتفاوتة فالمقرضين أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم، حيث لهم الحق في الحصول على العوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح أو عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم في حالة تصفية المؤسسة أو إفلاسها، أما حملة الأسهم فإنهم أكثر تعرضا للمخاطر من المقترضين، غير أنه يجب التمييز بين كل من حملة الأسهم الممتازة والدائنين إلا أنهم أقل تعرضا لهذه المخاطر بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية، فحملة الأسهم الممتازة لهم الأولوية على حملة الأسهم العادية سواء فيما يتعلق بحصولهم على نصيبهم من الأرباح أو حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية، أما حملة الأسهم العادية فيتحملون العبء الأكبر من المخاطر، ونظرا لأن التكلفة التي تتحملها المؤسسة تتوقف على درجة المخاطر التي تتعرض لها

[1]- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 556.

[2]- نظيرة قلادي، مرجع سبق ذكره، ص 33.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

مصادر التمويل المختلفة، يترتب على ذلك أن الاقتراض قد يكون أقل مصادر التمويل تكلفة بينما تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة أما الأسهم الممتازة فتقع في مكان وسط.

2-3- العوامل المرتبطة بقرار المؤسسة بشأن هيكل التمويل.

فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا للقرار الذي يحدد العناصر المكونة لهذا الهيكل وأيضا نسبة كل عنصر فيه، فقد تقرر المؤسسة مثلا الاعتماد على الاقتراض والأسهم العادية فقط، في تمويلها لاستثماراتها أو قد تحدد نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل هذا الخليط وكل هذا يؤثر على تكلفة الأموال[1].

المطلب الثاني: تقدير تكلفة الأموال.

يقتضى تقدير تكلفة الأموال الوقوف على تكلفة كل عنصر من العناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال، نقصد بذلك تكلفة التمويل من المصادر الداخلية والخارجية، مع التركيز على المصادر الطويلة الأجل.

1- تكلفة المصادر الداخلية:

تمت الإشارة سابقا بأن التمويل الذاتي والتنازل عن عناصر الأصول الثابتة يعتبران من أهم عناصر التمويل الداخلي للمؤسسة، ويتم تقدير تكلفة هذين الموردين كما يلي:

1-1- تكلفة التمويل الذاتي:

ويضم التمويل الذاتي الأرباح المحتجزة ومخصصات الاهتلاكات وكذا مخصصات المؤونات ذات الطابع الاحتياطي وإن هذا المورد يتخذ مظهرا مجانيا، أي يبدو وكأنه معدوم التكلفة نتيجة عدم تحمل المؤسسة لفوائد تدفعها عليه[2].

[1]- محمد صالح الحناوي، رسمية ذكي قرياقص،" **الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص ص 2873-274.

[2]- يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 61.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

إلا أنه في حقيقة الأمر لديه تكلفة وهي تكلفة الفرصة البديلة أو التكلفة الحدية للمصادر الأخرى[1]، التي تبرز أثناء تخصيص الأموال، لأن المؤسسة لها إمكانية تحقيق عن طريق استثمار مقدار التمويل الذاتي في استثمارات أخرى بديلة خارج المؤسسة تمثل فرصة ضائعة عليها مثل: استثمارها في المؤسسات المالية أو في الأصول المالية، وتجدر الإشارة إلى أن التمويل الذاتي يتميز بأنه يتكون من جزء معفى من الضريبة على أرباح الشركات، كالاهتلاكات وغيرها من المخصصات المعفاة والتي يخصمها من الوعاء الضريبي تشكل جزء من التمويل الذاتي للمؤسسة، وفي نفس الوقت تحقق وفرا ضريبيا يعادل نسبة هذه المخصصات المعفاة من الضريبة إلى قيمة التمويل الذاتي قبل الضريبة، مضروبة في معدل الضريبة على أرباح الشركات، هذا من جهة ومن جهة أخرى وباعتبار أن المؤسسة خاضعة للضريبة على أرباح الشركات، فإن تكلفة التمويل الذاتي تناظر في هذه الحالة تكلفة الفرصة البديلة بعد خصم الضريبة على أرباح الشركات، وإدراج الوفرات الضريبية المترتبة عن التمويل الذاتي عن طريق مخصصات الاهتلاكات المعفاة من الضريبة، وبالتالي يمكن صياغة تكلفة التمويل الذاتي على النحو الموالي:

تكلفة التمويل الذاتي= معدل عائد الفرصة البديلةx [% الوفر الضريبي+ 1 – معدل الضريبة على أرباح الشركات].

ويتم مقارنة المعدل المتحصل عليه من الصيغة أعلاه، مع نظيره المتمثل في معدل استحداث القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية المتوقعة، بحيث يجب أن يكون معدل الاستحداث هذا مساويا على الأقل لتكلفة التمويل الذاتي، وإلا فالأجدر استثمار قيمة التمويل الذاتي خارج المؤسسة[2].

1-2- تكلفة الأموال الناتجة عن الأصول الثابتة:

تتمثل تكلفة الأموال المتأتية من التنازل عن الأصول الثابتة في معدل الاستحداث الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية المتوقعة مساوية لصافي قيمة التنازل عن الأصل الثابت،ويمكن حساب هذه التكلفة وفق العلاقة التالية[3]:

[1]- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 426.

[2]- مامش يوسف، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص ص 61-62.

[3]- نفس المرجع السابق، ص ص 62-63.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

$$VC = \sum_{t=0}^{n} \frac{CF_t}{(1+K)^t} + \frac{VR}{(1+K)^n}$$

حيث أن:

VC: قيمة التنازل عن الأصل الثابت؛

CF_t: التدفقات النقدية الصافية المتوقعة في حالة الاستثمار في الفترة؛

VR: القيمة المتبقية في آخر مدة التوظيف (n) إن وجدت؛

K: معدل الاستحداث (تكلفة الأموال الناجمة عن التنازل عن عناصر الأصول الثابتة).

2- تكلفة المصادر الخارجية:

وتتمثل أساسا في تكلفة التمويل بالمديونية طويل الأجل (قروض والسندات)، بالإضافة إلى تكلفة التمويل بالأسهم، أما بالنسبة لتكلفة الديون قصيرة الأجل فقد تم التطرق إليها سابقا.

2-1- تكلفة الاقتراض طويل الأجل:

تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض، حيث أن فوائد القروض من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل فإن المؤسسة من ورائها تحقق وفورات الضريبة[1].

وتحسب تكلفة الاقتراض انطلاقا من المعادلة التالية[2]:

$$K_e = F/E$$

حيث:

K_e: تكلفة القرض (دون إدخال الضريبة)؛

F: نفقات الفوائد المترتبة عن القرض؛

E: المبلغ المقترض ويمثل أصل القرض.

إن أي عملية اقتراض سواء كانت في صورة سندات تصدرها المؤسسة أو في صورة قرض تتعاقد عليه، يترتب عليها من جانب تدفقات داخلة تحصل عليها المؤسسة تتمثل في قيمة بيع السند أو قيمة

[1]- محمد صالح الحناوي، رسمية ذكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 275.

[2]- نظيرة قلادي، مرجع سبق ذكره، ص 37.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

التعاقد على القروض، وأيضا يترتب عليها من جانب آخر تدفقات خارجة تتمثل في الفوائد التي تدفع سنويا بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الاستحقاق.

ولذا لحساب تكلفة الاقتراض يمكننا الاستعانة بفكرة العائد الداخلي والذي يتمثل في حساب سعر الفائدة (أو معدل الخصم)، الذي يمكنه جعل القيمة الحالية للمدفوعات السنوية وأيضا الدفعة النهائية المتمثلة في سداد قيمة القرض عند الاستحقاق تعادل المتحصلات الحالية من الأموال المقترضة[1].

ويمكن صياغة هذه الفكرة في المعادلة التالية[2]:

$$M = \sum_{a=0}^{n} \frac{R}{(1+K)^t} + \frac{V}{(1-K)^n}$$

حيث:

M: صافي المتحصلات من الأموال المقترضة أو السند؛

K: تكلفة الاقتراض؛

R: التدفقات النقدية الخارجة أي الفوائد الدورية خلال فترة القرض؛

V: قيمة القرض الذي ينبغي سداده في تاريخ الاستحقاق.

يمكن إيجاد تكلفة القرض (K) بطريقة التجربة والخطأ المتبعة في أسلوب معدل العائد الداخلي.

2-2- تكلفة إصدار الأسهم:

يعتبر إصدار الأسهم من أهم المصادر المالية التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل استثماراتها، غير أن استغلال هذه الموارد لا يكون مجانا، بل يقابله دفع أقساط مالية للمساهمين في نهاية كل دورة

[1]- محمد صالح الحناوي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 275.

[2]- محمد صالح الحناوي، "**الإدارة المالية، التحليل المالي، مشروعات الأعمال**"، الكتب الجامعي الحديث، 2008، ص ص 291-292.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

مالية تحقق فيها أرباح، وبالتالي تتمثل تكلفة هذه الموارد في معدل المردودية المطلوب الحصول عليه من قبل المساهمين[1].

2-2-1- تكلفة الأسهم العادية:

يمكن حساب معدل العائد المطلوب على الأسهم العادية باستخدام معدل النمو الثابت[2]:

$$P = \frac{D_1}{(r-g)}$$

حيث تمثل:

P: قيمة السهم؛

D_1: التوزيعات المتوقعة على السهم في نهاية السنة الأولى؛

R: العائد المطلوب؛

G: معدل النمو المتوقع للتوزيعات.

من هذه المعادلة يمكن اشتقاق معدل العائد المطلوب كالتالي:

$$r = \frac{D_1}{P} + g$$

إذا أخذنا في الاعتبار عمولة إصدار الأسهم العادية التي تتحملها المؤسسة، فإن المعادلة السابقة تصبح كالتالي:

$$r = \frac{D_1}{P(1-f)} + g$$

حيث تمثل:

F: عمولة الإصدار كنسبة من سعر السهم.

---

[1]- مامش يوسف، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 63.

[2]- فايز تيم، "**مبادئ الإدارة المالية**"، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2011، ص 292.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

2-2-2- تكلفة الأسهم الممتازة:

عند إصدار الأسهم الممتازة تؤخذ في عين الاعتبار عادة تكلفة إصدار تلك الأسهم لأنها تكون عادة كبيرة نسبيا، وذلك بعكس تكاليف إصدار الأسهم العادية وتكون عادة منخفضة فتهمل، كما يراعي هنا أيضا أن التوزيعات تكون عادة بمعدل ثابت ولا تحقق للمؤسسة أية ميزة ضريبية.

لذا تحدد تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة وفق النموذج التالي:

$$KP = \frac{DP}{Pnet}$$

وذلك حيث:

Kp: تكلفة التمويل من إصدار الأسهم الممتازة؛

DP: توزيعات السهم الممتاز؛

Pnet: سعر بيع أو إصدار السهم الممتاز مطروحا منه تكلفة الإصدار.

المطلب الثالث: تحديد التكلفة الوسيطة المرجحة والتكلفة الحدية للأموال.

بعد أن تعرضنا لكيفية حساب تكلفة أهم المصادر التمويلية (الداخلية والخارجية) سنتعرف الآن على كيفية تحديد التكلفة الوسيطة المرجحة والتكلفة الحدية للأموال.

1- التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال:

توجد طرق عديدة لحساب تكلفة رأس المال أو معدل الخصم أو الرسملة للاستثمار معين، ومن أكثرها شيوعا طريقة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال[1]. ومن المعروف أن أغلب المؤسسات تمتلك هيكل أمثل لرأس المال، أو ما يطلق عليه بالمزيج التمويلي، الذي يتكون من المديونية، الأسهم الممتازة، وحقوق الملكية، التي تشكل بدورها من التمويل الممتلك الخارجي (إصدار أسهم عادية جديدة) والتمويل الممتلك الداخلي (أرباح محتجزة) مما يؤدي إلى تعظيم قيمة السهم في السوق[2].

---

[1]- طارق عبد العال حماد، "**التقييم وإعادة هيكلة الشركات، تحديد قيمة المنشأة**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 298.

[2]- عدنان تايه النعيمي وآخرون، "**الإدارة المالية، النظرية والتطبيق**"، دار السيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2007، ص ص ص421-422.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

ويوضح الهيكل المالي المثالي أو المستهدف مصادر التمويل التي سوف يتم الاعتماد عليها والوزن النسبي لكل منها وفي ضوء هذه النسب يمكن تقدير التكلفة الوسيطة المرجحة وفق العلاقة التالية:

$$K = \sum_{i=1}^{n} K_i P_i$$

حيث أن:

K: التكلفة الوسيطة المرجحة للأموال؛

K_i: التكلفة الخاصة بمصدر التمويل؛

P_i: الوزن النسبي لمصدر التمويل.

وتحسب تكلفة المزيج الفعلي للهيكل المالي إما على أساس القيمة الدفترية لعناصر هذا الهيكل كما تظهر في قائمة المركز المالي أو على أساس القيمة السوقية لهذه العناصر للتوصل إلى الأوزان النسبية لكل منها، ونظرا لصعوبة تقدير القيمة السوقية فإن معظم المؤسسات تستخدم عادة القيمة الدفترية.

2- التكلفة الحدية للأموال:

إن القاعدة الأساسية التي يجب الالتزام بها في التمويل هي أن المنشأة تستخدم أقل مصادر التمويل تكلفة مع المحافظة على نسب التمويل المستهدفة من كل هذه المصادر، فإن استنفدت المؤسسة مصادر التمويل الأقل تكلفة واضطرت إلى استخدام مصادر تمويل بتكلفة أكبر، فمن الطبيعي أن تزداد تكلفة رأس المال، وقد يحدث أحيانا أن تكون تكلفة أحد المصادر ثابتة حتى مستوى معين من التمويل ثم تزداد بعد ذلك.

في هذه الحالة تسمى العلاقة بين كمية التمويل والتكلفة المرجحة لرأس المال بالتكلفة الحدية المرجحة لرأس المال وقد استخدمنا الحدية هنا لأن تكلفة رأس المال المحسوبة تبين التكلفة المرجحة لكل دينار إضافي من التمويل، وهي المعيار المناسب لاتخاذ القرارات الاستثمارية[1].

مما ذكر سابقا، يتضح لنا أن تكلفة الأموال تعد عاملا فعالا يجب مراعاته عند اختيار المؤسسة لمزيجها التمويلي، لكون هذه التكلفة تتباين من عنصر تمويلي لآخر، بالإضافة إلى وجود عوامل أخرى يجب على المدير المالي مراعاتها سيتم التطرق إليها في المبحث الموالي.

[1]- فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 296.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي للمؤسسة.

بعد أن تطرقنا لأهم مصادر التمويل وتكلفتها سنتناول في هذا المبحث أهم القيود المتحكمة في عملية اختيار تشكيلة المزيج التمويلي، بالإضافة إلى أهم العوامل المؤثرة في عملية اختيار مصادر التمويل ثم نقف بعد ذلك عند الهيكل التمويلي الأمثل ومحدداته.

المطلب الأول: القيود المتحكمة في عملية التمويل.

يخضع متخذ القرارات التمويلية إلى مجموعة من القيود التي لا يمكن تجاهلها عند اختيار مورد مالي معين، لأن ذلك يحدث آثار سلبية تؤثر على تحقيق أهداف أخرى، فاتخاذ قرار تمويلي دون النظر إلى قيد المردودية مثلا من شأنه أن يضخم المصاريف المالية وينعكس ذلك على نتائج المؤسسة، لذا لابد من حصر كل القيود والتقيد بها من أجل سياسة تمويلية خالية من العيوب.

1- القيود الكلاسيكية:

هي من أسس التحليل المالي الكلاسيكي ورغم أن هذا التحليل تم تجاوزه إلا أن مجموعة من قواعده ظلت ثابتة، وتمثل أساسا للكثير من القرارات المالية.

1-1- قاعدة التوازن المالي الأدنى:

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

[1]- إلياس بن ساس، يوسف قريشي، "**التسيير المالي، دروس وتطبيقات**"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2006، ص 301.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

1-2- قاعدة الاستدانة العظمى: وهذه القاعدة تنص على أن مجموع الديون المالية (باستثناء الاعتمادات البنكية الجارية)، يجب ألا يفوق الأموال الخاصة، ويمكننا أن نعبر عن هذه القاعدة باستخدام نسبة الاستقلالية المالية والتي يمكن أن تأخذ عدة أشكال كما يلي:

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة/الديون

فالالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أكبر من الواحد.

الاستقلالية المالية = الديون المالية/الأموال الخاصة

فالالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أقل من الواحد.

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة/الموارد الدائمة

للتقيد بقاعدة الاستدانة العظمى لابد ألا تتعدى النسبة أعلاه النصف قبل اتخاذ قرار التمويل وبعده.

فالهدف من قاعدة الاستدانة العظمى هو جعل المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية، أي تكون ديونها أقل من أموالها الخاصة، وقرار التمويل هنا يصبح متعلق بالاستقلالية المالية، فإذا كان مصدر التمويل يحقق للمؤسسة استقلالية مالية فسيتم اختياره، أما إذا كان لا يحقق ذلك فتتخلى عنه المؤسسة وتختار مصدر آخر.

1-3- قاعدة القدرة على السداد:

هذه القاعدة تنص على أن الديون المالية يجب ألا تفوق ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة المقدرة تستخدم النسبة التالية لمساعدة متخذ القرار المالي على مراقبة والتقيد بهذه القاعدة[1]:

القدرة على السداد = الديون المالية/القدرة على التمويل الذاتي

ونقصد بها مراقبة القدرة على السداد، أي أن تكون النسبة أعلاه أقل من ثلاثة، وتعبر هذه النسبة عن مدة السداد المتوسطة بين المؤسسة ودائنيها والتي تقل عن ثلاث سنوات، ولو أن المؤسسة لم

[1]- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 302-303.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

تلتزم بهذه القاعدة واستمرت في الاستدانة بغض النظر عن مستوى القدرة التمويلية الذاتية فسيزيد احتمال عدم القدرة على السداد، وبالتالي التوقف عن دفع الديون في آجال استحقاقها وارتفاع احتمال الإفلاس.

وتشكل نسبة القدرة على السداد أساسا للمراقبة الخارجية وذلك في حالة طلب المؤسسة لقرض، ففي هذه الحالة يقوم المقرض بدراسة مالية للمؤسسة الطالبة للقرض قبل منحها إياه، وبالتالي فإذا كان لهذه المؤسسة القدرة على سداد ديونها فسيمنحها القرض وأما إذا لم يكن لديها القدرة على سداد ديونها فسيمتنع عن منحها هذا القرض.

1-4- قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي:

هذه القاعدة تنص على أنه يجب على المؤسسة أن تمول في حدود الثلث من استثمارتها ذاتيا والباقي يغطي عن طريق الاستدانة.

وهدف هذه القاعدة هو تنويع مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية، فإذا مولت مؤسسة مشروعا استثماريا باستخدام الديون فقط، فهذا يؤدي إلى احتمال زيادة مصاريف الاستدانة مقارنة بمردودية المشروع وأما إذا استعملت المؤسسة مواردها الذاتية فقط في تمويل مشروعها فقد تفقد فرصتها في الاستفادة من الوفورات الضريبية المحققة نتيجة الاستدانة[1].

2- قيود أخرى:

إلى جانب القيود المالية المذكورة سابقا، توجد مجموعة من القيود الأخرى تفرض على المسؤول المالي مسار محدد لعملية التمويل، ومنها الطبيعة القانونية للمؤسسة، الحجم، حالة سوق المال ...إلخ[2].

المطلب الثاني: العوامل المحددة لأنواع التمويل.

تختلف الهياكل المالية للمؤسسات في مكوناتها فبعضها يعتمد على الأموال الذاتية لتلبية احتياجاته المالية وبعضها على الأموال المقترضة وبعضها يختار أمرا وسطا بينهما.

[1]- صورية بن عزيزة، مرجع سبق ذكره، ص ص 48-49.

[2]- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 304.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

فهذا يضعنا أمام تساؤل حول الأسباب التي تؤدي إلى وجود مثل هذه الاختلافات في تركيبة الجانب الأيسر في ميزانيات مؤسسات الأعمال، فمن حيث طبيعة المصدر فإن هذه الاختلافات هي لوجود عدة عوامل منها (ظروف المؤسسة نفسها، الحالة الاقتصادية، وتوفر الأنواع المختلفة للأموال وطبيعة نشاط المؤسسة، وتركيبة الموجودات)، أما العوامل التي يتحدد في ضوئها أنواع الأموال المناسبة للمصدر فهي:

1- الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام:

فالقاعدة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل، والموجودات المتداولة من مصادر قصيرة الأجل، وعملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية للإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة لاقتناء هذه الأصول.

2- الدخل:

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

3- الخطر:

وينظر له من منظورين:

- خطر التشغيل؛

- خطر التمويل.

* فخطر التشغيل: يرتبط بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية ويجب على المؤسسة أن تزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على الاقتراض.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

* أما خطر التمويل: فيقع بسبب زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة أعباء خدمة الدين[1].

4- السيطرة والإدارة:

إن رغبة الملاك الباقين في الاحتفاظ بسيطرتهم على المؤسسة من العوامل التي تلعب دورا في تخطيط أنواع الأموال المستخدمة، وفي العادة أن الدائنين لا يتدخلون في إدارة المؤسسة عندما تكون الأمور طبيعية، لهذا السبب نجد أن المالكين المسيطرين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار الأسهم العادية لأن الدائنين العاديين والممتازين لا يهددون هذه السيطرة بصورة مباشرة لأنهم لا يملكون الحق في التدخل في الإدارة.

5- المرونة:

وهي قدرة المؤسسة على تعديل مصادر الأموال بالزيادة أو النقص تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة للأموال وعليه نجد أن القروض القصيرة الأجل تسمح بالتعديلات في مصادر الأموال حتى تتمشى والتقلبات الموسمية في الأصول المتداولة.

6- التوقيت:

إن هذا العامل يرتبط ارتباطا وثيقا بالمرونة، ويعني التوقيت اختيار المؤسسة للوقت المناسب للحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة وعن طريق الاقتراض أو أموال الملكية، وتحقق المؤسسة وفورات كبيرة عن طريق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض.

7- معايير المديونية للصناعة:

هناك مستويات متعارف عليها لنسبة إجمالي الديون إلى صافي حقوق المساهمين لمختلف أنواع الصناعات، ويجب أن لا تزيد المؤسسة في حجم مديونيتها عن هذه النسبة وإلا سيؤثر ذلك على سلامة موقعها المالي[2].

---

[1]- أيمن الشنطي، عامر شقر، مرجع سبق ذكره، ص ص 93-94.

[2]- عبد الحليم كراجة وآخرون، "**الإدارة والتحليل المالي- أسس، مفاهيم، تطبيقات**"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2006، ص ص 112-114.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المطلب الثالث: الهيكل التمويلي الأمثل ومحدداته.

إن أي مؤسسة تسعى جاهدة للحصول على هيكل تمويلي مثالي وهذا الأخير تحكمه عدة محددات وسوف نحاول في هذا المطلب التعرض لمفهومه ومحدداته.

1- مفهوم الهيكل التمويلي الأمثل:

يتمثل الهدف من تحديد الهيكل الأمثل لرأس المال المستثمر في تحديد تركيبة رأس المال المستثمر التي جعل التكلفة المتوسطة أو المرجحة للأموال عند حدها الأدنى وذلك ضمن الظروف أو المعطيات المتوفرة[1].

وهيكل رأس المال الأمثل هو جزء من هيكل التمويل وهو ذلك المزيج من القروض وحقوق الملكية الذي يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد والمخاطرة بطريقة تؤدي إلى تعظيم قيمة الأسهم السوقية، ويكون عنده المعدل الموزون لكلفة رأس المال في أدنى مستوى له، إذا فسياسة هيكل رأس المال يجب أن تضمن الموازنة بين المخاطرة ومزايا العائد[2].

2- محددات الهيكل التمويلي الأمثل:

يتحدد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة بمجموعة من العوامل، حيث لا يمكن تقديم نموذج تمويلي أمثل يتناول بصورة كافية كل العوامل التي تؤثر على قرارات المسير المالي للمؤسسة، إذ أن هذه العوامل على درجة عالية من التعقيد والتنوع ولا تتبع دائما نظرية محددة وهذا نظرا لأن أسواق رأس المال أصبحت تتميز بظروف المخاطرة العالية.

سنتطرق على وجه التحديد للأهم العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسة على النحو التالي[3]:

---

[1]- محمد مطر، "**الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني- الأساليب والأدوات والاستخدامات العلمية**"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2006، ص 311.

[2]- جليل كاظم مدلول العارضي، "**الإدارة المالية المتقدمة- مفاهيم نظرية وتطبيقات علمية**"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2013، ص 376.

[3]- بوعزة عبد القادر،"**التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة**"، المدرسة العليا للتجارة، جامعة الجزائر، 2003، ص ص 90-91.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

2-1- الربحية:

من خلال الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للدفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة، يجب أن يحقق الهيكل المالي للمؤسسة ربحية معتبرة لها.

2-2- القدرة على الوفاء بالديون:

يحدد على العامل الحد الأقصى الذي يمكن أن تتحمله المؤسسة من القروض، والذي يجب أن تتجاوزه حتى لا تهدد قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه تسديد هذه القروض، وفي نفس الوقت يجنب الملاك أو حملة الأسهم العادية بالمؤسسة، أية مخاطر حالية إضافية.

2-3- المرونة:

يجب على المؤسسة تحديد الهيكل المالي الأمثل، الذي يعمل على تعظيم قيمتها، وبأقل المخاطر الممكنة، حيث لا يتحقق ذلك إلا من خلال التوازن بين كل تلك العوامل المؤثرة في الهيكل المالي بطريقة مناسبة، وبالتالي فإن التخطيط السليم للهيكل المالي الأمثل هو الذي يأخذ في الاعتبار مصالح كلا من المساهمين في المؤسسة، العمال، الموظفين والدائنين.

وتتفاوت أهمية العناصر السابقة من مؤسسة لأخرى، وهناك مؤسسات تولي أهمية كبيرة للربحية وأخرى للقدرة على الوفاء بالديون كما أنه قد تتغير الأهمية النسبية لهذه العوامل تبعا لتغير ظروف المؤسسة، ولذلك يجب أن يكون هيكلها التمويلي أكثر مرونة.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

خلاصة:

لقد رأينا في هذا الفصل أن المؤسسة تلجأ سعيا منها لتمويل نشاطها إلى مصادر تمويلية شتى، منها ما هو داخلي متولد من نشاطها سواء العادي أو الاستثنائي (التمويل الذاتي والتنازل عن الاستثمارات)، ومنها ما هو خارجي، هذا الأخير يمكن أن يتمثل في صورة مصادر تمويلية قصيرة (أهمها الائتمان التجاري والائتمان المصرفي)، متوسطة وطويلة الأجل (وأبرزها القروض المصرفية والقرض الإيجاري، القروض المصرفية والسندات، الأسهم العادية والممتازة).

غير أن هذه المصادر ليست مجانية، إذ لكل مصدر تمويلي تكلفة مالية خاصة به، وتتمثل تكلفة هيكل رأس مال المؤسسة في التكلفة الوسيطة المرجحة، والتي تتخذ عن طريق ترجيح التكلفة الخاصة بكل مصدر تمويلي بدلالة نسبته في هيكل رأس مال، وتبرز أهمية تكلفة الأموال هاته في كونها تعد الحد الأدنى لمعدل المردودية الذي يجب أن تحققه المؤسسة لمكافأة المستثمرين (الدائنين والمساهمين)، وبالتالي فهي تعتبر عنصرا يتبوأ مكانة هامة وأساسية في عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بتمويل هيكل رأس مال المؤسسة، أي القرارات ذات الصلة بالتمويل بواسطة الزيادة في نسبة الأموال المقترضة من أجل تحسين المردودية المالية للمؤسسة.

وإلى جانب تكلفة الأموال هناك عوامل أخرى تؤثر على الهيكل التمويلي للمؤسسة، ممثلة في مجموعة من القيود المتحكمة في اختيار مصادر التمويل بالإضافة إلى مجموعة من العوامل في نوعية التمويل، فاتخاذ المؤسسة لهذه العوامل يمكنها من الحصول على هيكل تمويلي أمثل يوازن بين العائد والمخاطرة، وهذا الأخير تعتريه مجموعة من المحددات والمتمثلة في الربحية، القدرة على الوفاء بالديون، المرونة وهناك معايير يجب على المدير المالي مراعاتها عند اختيار الهيكل التمويلي ومن أبرزها الضرائب فلهذه الأخيرة تأثير كبير على الهيكل وهذا ما سنحاول معرفته في الفصل الموالي.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

تمهيد:

تعتبر الضريبة أداة حديثة من الأدوات المالية التي تستعملها الدولة للتدخل في الحياة الاقتصادية وتوجيهها، وتحتل الدراسات الخاصة بالضرائب مكان الصدارة في الدراسات المالية، ولا تأتي هذه الأهمية من كونها فقط أهم الإيرادات العامة للدولة، بل أيضا لما تثيره الدراسات الضريبية من مشاكل اقتصادية وقانونية واجتماعية بل وسياسية هذا من ناحية، ولما ينتج عنها من آثار اقتصادية تلعب دورا بارزا في الاقتصاديات الدولية من ناحية أخرى، وتوثر الضرائب على المستوى الجزئي ويتجلى ذلك من خلال تأثيرها على القرارات المالية للمؤسسة ومردوديتها، ولقد أثار هذا الموضوع جدلا كبيرا بين المفكرين، وفي هذا الفصل سنحاول استعراض وزن المتغير الضريبي في المصفوفة التمويلية للمؤسسة، وهذا عبر تناول أهم النظريات والأطروحات التي تناولتها الأدبيات المالية، فيما يتعلق بتأثير الضريبة على تكلفة الأموال وعلاقة ذلك بالهيكل التمويلي.

ومن أجل الإلمام بالعناصر السابقة قمنا بتقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث وهي كالتالي:

- الضرائب والمعالجة الضريبية للمصادر؛
- التأثير الضريبي على اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة؛
- التأثير الضريبي على بعض المؤشرات المالية.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المبحث الأول: الضرائب والمعالجة الجبائية لمصادر التمويل.

تحتل الدراسات الخاصة بالضرائب مكان الصدارة في الدراسات المالية ضمن نطاق علم المالية العامة. ولا تأتي أهمية الضرائب من كونها أهم الإيرادات العامة للدولة فحسب، وإنما أيضا لما تثيره الدراسات الضريبية من مشاكل اقتصادية وقانونية واجتماعية بل وسياسية أيضا هذا من ناحية، ولما ينتج عنها من آثار اقتصادية وسنحاول في هذا المبحث التعرف على مفهوم الضريبة، قواعدها أنواعها والأهداف التي تسعى لتحقيقها بالإضافة إلى كيفية المعالجة الجبائية لمختلف مصادر التمويل.

المطلب الأول: مفهوم الضريبة وقواعدها.

1- مفهوم الضريبة:

تتعدد التعريفات التي أوردها الكتاب للضريبة فمنهم من عرفها بأنها "فريضة مالية نقدية تستأديها الدولة جبرا من الأفراد بدون مقابل بهدف تمويل نفقاتها العامة وتحقيق الأهداف التابعة من مضمون فلسفتها السياسية:[1].

وتعرف الضريبة أيضا: "بأنها فريضة مالية تفرضها الدولة وفق قانون أو تشريع معين وتحصل من المكلفين دون مقابل مباشر، لتتمكن الدولة من القيام بالخدمات العامة لتحقيق الأهداف التي تسعى الدولة إليها.

ويرى البعض تعريف الضريبة بأنها فريضة تستأديها الدولة من الممول تبعا لمقدرته على الدفع[2].

مما سبق نخلص إلى أن الضريبة هي عبارة عن مبلغ نقدي تدفع جبرا دون مقابل من خلال التعاريف السابقة للضريبة يمكن تحديد خصائص الضريبة بما يأتي[3]:

- الضريبة مبلغ من المال؛

- الضريبة فريضة إجبارية؛

---

[1]- عادل فليح العلي، "**المالية العامة والتشريع المالي والضريبي**"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2007، ص91.

[2]- عبدالناصر نور، نائل حسن عدس، عليان الشريف، "**الضرائب ومحاسبتها**"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الثانية، عمان، 2008، ص13.

[3]- عادل فليح العلي، مرجع سبق ذكره، ص ص 92-93.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

- الضريبة ذات أهداف.

أما السياسة الضريبية فتعرف :بأنها مجموعة البرامج المتكاملة التي تخططها وتنفذها الدولة مستخدمة كافة مصادرها الضريبية الفعلية والمحتملة، للإحداث آثار اقتصادية واجتماعية وسياسية مرغوبة، وتجنب آثار غير مرغوبة للمساهمة في تحقيق أهداف المجتمع[1].

2- القواعد الأساسية للضريبة:

حتى يكون النظام الضريبي نظاما عادلا وسليما، لابد أن يأخذ الاعتبار مجموعة من المبادئ والقواعد الأساسية، وتتمثل فيما يلي[2]:

2-1- قاعدة العدالة:

والمقصود هنا توزيع الأعباء الضريبية بين أفراد المجتمع وفقا لمقدرتهم التكليفية أي كل حسب الدخل الذي يتمتع به مع ضرورة إعفاء أصحاب الدخول المنخفضة من أداء الضريبة، وتتحقق هذه العدالة بأن تكون الضريبة عامة بحيث تشمل كافة الأموال والأفراد بدون استثناء وإن يكون عبء الضريبة واحد بالنسبة لجميع المكلفين.

2-2- قاعدة اليقين:

ويقصد بها أن تكون الضريبة محددة على سبيل اليقين دون غموض ذلك أنه من الأهمية معرفة المكلف بالدفع الضريبة الالتزاماته من حيث، سعر الضريبة، وعائها، ميعاد دفعها، طريقة تحصيلها وكل ما يتعلق بها من إجراءات إدارية مما يؤدي ذلك إلى زيادة الحصيلة الضريبية ويمنع من ظاهرة التهرب الضريبي.

---

[1]- سعيد عبد العزيز عثمان، "**النظم الضريبية- مدخل تحليلي مقارن**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص13.

[2]- محمد طاقة، هدى العزاوي، "**اقتصاديات المالية العامة**"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الثانية، عمان، 2010، ص ص90-91.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

2-3- قاعدة الملائمة:

أي اختيار مواعيد وأساليب ملائمة ومناسبة لجباية الضريبة تتفق وطبيعة الضريبة من ناحية وظروف المكلفين والأنشطة الخاضعة لها من ناحية أخرى، فمن الملائم أن يدفع التاجر الضريبة المستحقة على أرباحه عند انتهاء السنة المالية لنشاطه وتحديد صافي حساباته، ومن غير الملائم أن يجبر الفلاح على دفع الضريبة قبل أن ينضج محصوله الزراعي ويصبح جاهزا للبيع، أي يعتبر الوقت الذي يحصل فيه دافع الضريبة على دخله أكثر الأوقات ملائمة لدفع الضريبة.

2-4- قاعدة الاقتصاد:

إن هذه القاعدة تؤكد على ضرورة عدم التبذير والإسراف بتكاليف جباية الضرائب. أي ضرورة اختيار إجراءات وأساليب الجباية التي تتطلب أقل التكاليف حتى لا تستنفذ هذه التكاليف جانبا مهما من حصيلة الضريبة.

المطلب الثاني: أنواع الضرائب وأهدافها.

رغم تعدد أنواع الضرائب إلا أن هدفها يبقى وحيد.

1- أنواع الضرائب:

تقسم الضرائب إلى نوعين وهما كالتالي:

1-1- الضرائب المباشرة:

وهي الضرائب التي تفرض على قيمة ما يحققه المكلف أو يمتلكه من رأس المال.

ويتحملها الشخص المكلف نفسه ولا يستطيع نقل عبء هذه الضريبة إلى غيره[1] وهي نوعان:

1-1-1- الضريبة على الدخل:

وتقدر على أساس ما يحققه المكلف من عناصر خاضعة للضريبة خلال فترة زمنية سواء كانت شهرا أو سنة، وهذه الضريبة إما أن تكون ضريبة نوعية مثل الضريبة على العقارات[2] أو تكون ضريبة عامة على مجموع عناصر دخل المكلف على اختلاف أنواعها ومصادرها.

---

[1]- عبد الناصر نور، نائل حسن عدس، عليان الشريف، "**الضرائب ومحاسبتها**"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الثانية، عمان، 2008، ص17.

[2]- محمد البنا، "**اقتصاديات المالية العامة- مدخل حديث**"، الدار الجامعية، 2009، ص183.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

1-1-2- الضريبة على رأس المال:

وتفرض هذه الضريبة على رأس المال وعلى الثروة والتي يمتلكها الفرد منتجة كانت أو غير منتجة، وتتميز بأنها تفرض على كل ما يملكه المكلف من أموال ثابتة أو منقولة في لحظة زمنية معينة[1].

1-2- الضرائب غير المباشرة:

وهي الضريبة التي يدفعها المكلف ويستطيع نقل عبئها إلى شخص آخر مثل الضرائب على السلع، كالتبغ والسكر...إذ يمكن للدولة رفع حصيلتها عن طريق رفع معدلها[2] وهي[3]:

1-2-1- الضرائب على التداول: وهي الضريبة التي تفرض عند حصول واقعة انتقال شيء من ملكية شخص إلى شخص آخر ومن أمثلة ذلك رسم التسجيل في حالة انتقال ملكية عقار.

1-2-2- الضرائب على الاستهلاك: وتفرض على أنواع معينة من السلع المستهلكة أو على كافة السلع المستهلكة بغرض تحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية أو مالية وتشمل على الضرائب الجمركية والضرائب على الإنتاج.

1-2-3- الضريبة على المبيعات:

وهي ضريبة غير مباشرة تفرض على السلع الصناعية المستوردة والمصنعة محليا، وعلى مجموعة من الخدمات، وتستوفي في المرحلة الأولى من تطبيقها من المستورد مباشرة ومن الصانع عند البيع ومن يؤدي الخدمات عند تقديمها.

2- أهداف الضريبة :

للضريبة ثلاث أهداف رئيسية وهي[4]:

- الهدف المالي؛
- الهدف الاقتصادي؛
- الهدف الاجتماعي.

---

[1]- عبد الناصر نور، نائل حسن عدس، عليان الشريف، مرجع سبق ذكره، ص17.

[2]- بن اعماره منصور، "**الرسم على القيمة المضافة**"، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2010، ص 36.

[3]- عبد الناصر نور، نائل حسن عدس، عليان الشريف، مرجع سبق ذكره، ص

[4]- علي محمد خليل، سليمان أحمد الوزي، "**المالية العامة**"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص ص 175-179.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

2-1- الهدف المالي:

يعتبر الهدف المالي هو الهدف الوحيد للضريبة وفقا للفكر المالي التقليدي، حيث أن ما تحققه الضريبة من أهداف اقتصادية واجتماعية لم تكن أهدافا مقصودة بحد ذاتها، ويراد بالضريبة تغطية النفقات العامة، وقد نادى الكتاب المعاصرون بضرورة الاقتصاد في النفقات الجبائية من أجل أن تكون الحصيلة الضريبية التي تذهب إلى خزينة الدولة أكبر ما يمكن.

2-2- الهدف الاقتصادي:

إن الضريبة وفقا للفكر المالي المعاصر يمكن أن تكون ضريبة هادفة ترمي إلى تحقيق الأهداف الاقتصادية في التخصيص والتوزيع والاستقرار والنمو.

وذلك من خلال التأثير على الدخل والادخار والاستثمار والإنتاج.

2-3- الهدف الاجتماعي:

حيث يمكن استخدام الضريبة لتحقيق أهداف اجتماعية كإعادة توزيع الدخل والثروة، وذلك بعدم احتكار الثروات بأيدي القلة من أفراد المجتمع ومعالجة أزمات السكن وتطوير الريف ومحاربة بعض الظواهر غير المرغوب فيها، أي أن الضريبة تستخدم في:

- إعادة توزيع الدخل؛
- تطوير المجتمع؛
- معالجة أزمات المجتمع.

ومما سبق يتضح أنه مهما اختلفت نوع الضريبة فإن الدولة تسعى من ورائها لتحقيق عدة أهداف، تنصب هذه الأخيرة في قالب واحد، وهو المحافظة على التوازن الاقتصادي وتحقيق النفع العام.

المطلب الثالث: التأثير الضريبي على مصادر التمويل.

بالإضافة إلى تكلفة التمويل التي تتحملها المؤسسة عن مصادر تمويلها، الخاصة أو الخارجية كديون مختلفة، كما رأينا في الفصل السابق، فإن هذه المصادر تتأثر أيضا بالضريبة التي تتحملها المؤسسات على أرباحها وعلى الأرباح التي يتحصل عليها المستثمرين.

1- التأثير الضريبي على مصادر التمويل الداخلي:

كما ذكرنا سابقا، بان التمويل الداخلي ينقسم إلى تمويل ذاتي وتمويل ناتج عن التنازل عن الاستثمارات.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

1-1- التمويل الذاتي:

يعامل التمويل الذاتي معاملة ضريبية خاصة، فالجزء الأكبر منه معفى من الضريبة المباشرة على الأرباح وهو ما يميز هذا المورد عن الموارد الخارجية، حيث يخصم الاهتلاك من الربح لتحديد الوعاء الضريبي، مما يجعله أقل تكلفة ومن ناحية أخرى تخضع التوزيعات لضريبة القيم المنقولة، وهذا ما يوضح وجود ازدواج ضريبي يتمثل في الضريبة على الأرباح، ثم الضريبة على التوزيعات، مما يؤدي إلى فقدان جزء كبير من التوزيعات، ومن مصلحة المساهم في ظل هذه الظروف إعادة استثمارها وذلك لأن الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل بكثير من الضريبة على إيرادات القيم المنقولة[1].

ولقد أعطى المشرع الجزائري للمؤسسات الحق في نقل الخسائر المتتالية، حيث لا يجب أن يتجاوز هذا النقل الخمسة سنوات.

أما بالنسبة للمؤونات كما ذكرنا آنفا، بأنها تكلفة غير أكيدة بالرغم من كونها متوقعة الحدوث، فإن تحققت أصبحت تكلفة نهائية تطرح من نتيجة السنة المالية، وإن لم تتحقق فإن تلك المؤونة تتحول إلى إيرادات تضاف إلى النتيجة.

إن المؤونات التي تساهم في التمويل الذاتي، هي تلك التي لها طابع احتياطي أي غير المحققة، وهي خاضعة للضريبة، حيث كلما كانت الضريبة كبيرة كلما نقصت قيمة المؤونة، وبالتالي تقلص من حجم التويل الذاتي[2].

1-2- التأثير الضريبي عن الاستثمارات وعلى إعادة تقييمها:

كما تمت الإشارة سابقا بأن المؤسسة قد تلجأ إلى التنازل عن بعض الاستثمارات من أجل تمويل مشاريعها، ومن أجل معرفة نتيجة التنازل تقوم المؤسسة بالمقارنة بين ثمن البيع والقيمة المحاسبية الصافية، فعندما يكون الفرق موجب يعني أن هناك فائض قيمة، وإذا كان العكس فهناك ناقص قيمة وسوف نعالج فوائض القيمة بالإضافة إلى إعادة تقييم الاستثمارات جبائيا.

1-2-1- التأثير الضريبي على فوائض القيمة الناتجة عن التنازلات:

يميز قانون الضرائب المباشرة بين نوعين من فوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن الاستثمارات وهي[3]:

---

[1]- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 423.

[2]- بوعزة عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص76.

[3]- يوسف هامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص ص 186-187.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

1-2-1-1- فائض القيمة الناتج عن التنازل عن الاستثمارات قصيرة الأجل:

هو الفائض الناتج عن التنازل عن عناصر الاستثمارات التي مدة حيازتها أو إنجازها أقل أو تساوي ثلاث (03) سنوات.

1-2-1-2- فائض القيمة الناتج عن التنازل عن الاستثمارات طويلة المدى:

هو ذلك الفائض الناتج من التنازل عن عناصر الاستثمارات التي مدة حياتها أو إنجازها أكثر من 03 سنوات.

ولقد ميز المشرع الجزائري بين حالة إعادة استثمار هذه الفرائض وبين حالة عدم إعادة استثمارها.

* حالة عدم إعادة استثمار فوائض القيمة الناتجة عن التنازلات:

طبقا لقانون الضرائب المباشرة فإن معدلات إخضاع فوائض القيمة المحققة غير الموجهة للإعادة الاستثمار تختلف بحسب ما إذا كان الفائض طويل أو قصير المدى وبالتالي:

- فنجد فائض القيمة قصير المدى يدمج في النتيجة الجبائية للمؤسسة بنسبة 70%، أي النسبة غير الخاضعة للضريبة هي 30%؛

- أما بالنسبة لفائض القيمة طويل المدى يدمج في النتيجة الجبائية للمؤسسة بنسبة 35%، أي النسبة غير الخاضعة للضريبة هي 65%.

* حالة إعادة استثمار فوائض القيمة الناتجة عن التنازلات في حالة ما إذا المؤسسة قامت بإعادة استثمار فوائض القيمة فإنها تعفى كليا من الضريبة على أرباح الشركات.

1-2-1- التأثير الضريبي على إعادة تقسيم الاستثمارات:

نقصد بإعادة تقييم الاستثمارات تلك العملية التي تعمل على تصحيح أرصدة حسابات الاهتلاك المحسوبة على أساس التكلفة التاريخية، لأن السوق يعرف دائما تغيرات، فبموجب هذه العملية تقوم المؤسسة بإعادة النظر في قيم استثماراتها وبالتالي إعادة النظر في أقساط اهتلاكها، وتحقق إعادة تقييم الاستثمارات امتياز ضريبي للمؤسسة المتمثل في منح المؤسسة معونة استثمارية تعادل مقدار الضريبة المستحقة على الفرق بين قيمة أقساط الاهتلاك المحسوبة على أساس التكلفة التاريخية، وأقساط الاهتلاك المحسوبة على أساس القيمة المعاد تقييمها[1].

[1]- جمال لعشيشي، "**محاسبة المؤسسة والجباية- وفق النظام المحاسبي الجديد**"، الجزائر، 2010، ص81.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

2- التأثير الضريبي على مصادر التمويل الخارجي:

تتمثل مصادر التمويل الخارجي في الأسهم والسندات، والديون بأنواعها، بالإضافة إلى التمويل عن طريق قرض الإيجار.

2-1- التأثير الضريبي على الأسهم والسندات:

تعتبر التوزيعات الخاصة بالأسهم مصاريف لا يمكن للمؤسسة خصمها قبل فرض الضريبة، فالأسهم سواء عادية أو ممتازة، لا تحقق للمؤسسة أي وفورات ضريبية[1].

على خلاف السندات التي تعتبر فائدتها من النفقات التي يجب تحميلها قبل دفع الضريبة[2]، وبالتالي فالتمويل عن طريق السندات يحقق وفورات ضريبية.

2-2- التأثير الضريبي على الديون:

تختلف تكلفة القروض عن تكلفة الأسهم في شيء هام للغاية وهو الأثر الضريبي، فمدفوعات الفائدة على القروض تعتبر نفقات خاضعة للضريبة،

وبالتالي تعمل على تخفيض وعاء الإيرادات الخاضع للضريبة على عكس توزيعات الأسهم وبالتالي التمويل عن الإقراض.

يحقق للمؤسسة مزايا ضريبية، ولذلك عند حساب تكلفة الاقتراض يجب الأخذ بعين الاعتبار المتغير الضريبي والعلاقة التالية توضح ذلك[3]:

تكلفة الاقتراض بعد الضرائب= (التكلفة قبل الضرائب) (1- معدل الضريبة)

2-3- التأثير الضريبي على قرض الإيجار:

يحقق هذا النوع من التمويل مزايا ضريبية لكل من المؤجر والمستأجر، وذلك لأن أقساط الاستئجار تعتبر مثلها مثل الفائدة على القروض، تخصم من الإيرادات قبل سداد الضريبة، مما يسمح بتحقيق وفورات ضريبية.

[1]- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص423.

[2]- دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص128.

[3]- الحناوي محمد صالح، مصطفى نيهال فريد، العبد جلال إبراهيم، مرجع بسبق ذكره، ص196.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المبحث الثاني: التأثير الضريبي على اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة.

إن من أكثر المواضيع التي يتم بحثها ومناقشتها ضمن مفهوم الإدارة المالية، هو تحديد المزيج المناسب من الديون والأموال الخاصة أي تحديد هيكل التمويل لدى المؤسسة، حيث أن مواضيع تحديد هيكل التمويل (ديون+ أموال خاصة) ومدى ارتباط هيكل التمويل بالقيمة السوقية للمؤسسة، تعتبر من المواضيع الأكثر جدلا وتعقيدا لدى المهتمين بالإدارة المالية، وهو لا يزال موضوع خلاف بين المهتمين بالفكر المالي؛ حيث توجد أكثر من نظرية تحاول تفسير العلاقة بين هيكل التمويل والقيمة السوقية للمؤسسة، ومن بينها ما يلي:

-النظرية التقليدية؛

- نظرية Modigliani & Miller (M-M)؛

-نظرية التوازن.

المطلب الأول:النظرية التقليدية

يطلق مؤيدي هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية والاستنتاجية[1].

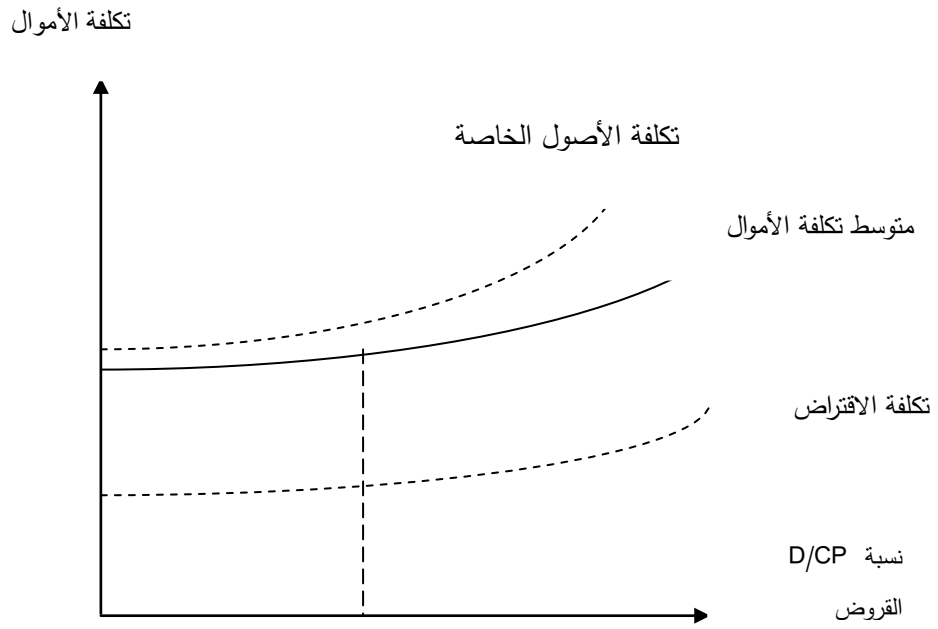
ويفترض المدخل التقليدي وجود هيكل تمويلي مثالي أي وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها الأموال إلى حدها الأدنى، وبالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى. كذلك يفترض هذا المدخل أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون يزداد مع زيادة نسبة الاقتراض، وذلك بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه.

وإذا كانت نسبة الاقتراض ترتبط بعلاقة طردية مع كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة الأموال الخاصة، فكيف تتحدد نسبة الاقتراض المثالية؟ إن الفكرة التي يقوم عليها المدخل التقليدي تشير ضمنيا إلى أن تكلفة الأموال تنخفض تدريجيا مع زيادة الأموال المقترضة، إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى حد معين، بعده تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع، ويطلق على نسبة الاقتراض التي يتحول عندها اتجاه تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض المثالية، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

[1]- االزبيدي حمزة، "**الإدارة المالية المتقدمة**"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص778.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

الشكل رقم 01: العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض.



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص632.

من خلال الشكل السابق يتضح أن تكلفة الأموال تنخفض مع زيادة نسبة الاقتراض إلى أن تصل إلى النقطة « A »، بعدها تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع. وتفسير ذلك أن الاقتراض على الرغم من أن تكلفته ترتفع تدريجيا إلا أنه يظل مصدرا أقل تكلفة من الأسهم العادية، ومن ثم فإن زيادة الاعتماد عليه تسهم في تخفيض تكلفة الأموال.

أما بعد النقطة « A » فيحدث العكس، فعلى الرغم من أن زيادة نسبة الاقتراض لا زالت تسهم في تخفيض تكلفة الأموال، باعتبارها مصدر تمويل منخفض نسبيا إلا أن تكلفة الأموال الخاصة تأخذ في الارتفاع بمعدلات كبيرة، وبالتالي الزيادة في الاقتراض لا يؤدي إلى تخفيض في تكلفة الأموال، وذلك بسبب الارتفاع الكبير في تكلفة الأموال الخاصة، يعني أن الوفورات المترتبة على القروض لا تكفي لتغطية تكلفة الأموال الخاصة[1].

وما يلاحظ على المدخل التقليدي أنه أهمل عدة متغيرات توثر بشكل مباشر على وظيفة التمويل، وعلى سبيل المثال الضريبة وتأثيرها على المردودية.

[1]– منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص 631-633.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المطلب الثاني: نظرية ميلر ومودجلياني (Modigliani & Miller).

تم نشر نظرية ميلر ومودجلياني عام 1958، والتي حازا بموجبها على جائزة نوبل للاقتصاد، وهذه النظرية كانت ولا تزال موضوع جدل ونقاش بين المهتمين في الإدارة المالية، حيث برهنت هذه النظرية تحت مجموعة من الافتراضات أن قيمة المؤسسة تزداد بشكل مستمر كلما زادت نسبة الدين وذلك بسبب إمكانية تحقيق وفر ضريبي، بسبب أن الفوائد المدفوعة على الدين تسجل نفقات مقبولة ضريبيا، وبالتالي تؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال، وبالتالي تحقيق قيمة أعلى للسهم في السوق، وقد أكدت هذه النظرية أنه في غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بهيكل التمويل، أي بتغيرات الرافعة المالية ولذلك أكدت النظرية على عدم وجود هيكل تمويلي أمثل[1].

ولقد قدم مودجلياني وميلر أطروحتهما من خلال نموذجين كما يلي:

- النموذج الأول سنة 1958، وفي هذا النموذج اعتبر عدم وجود أثر للضريبة على الهيكل التمويلي للمؤسسة؛

- النموذج الثاني سنة 1963، وفيه تم إدخال العامل الضريبي كعنصر محدد للهيكل التمويلي للمؤسسة، وذلك للميزة الضريبية التي توفرها السياسة الضريبية، والمتمثلة في عدم إخضاع فوائد الديون للضريبة.

ويقوم نموذج مودجلياني وميلر على مجموعة من الافتراضات أهمها ما يلي[2]:

- توفر كافة المعلومات عن السوق ومجانية الحصول عليها؛
- يتميز المستثمر بعقلانية؛
- عدم وجود ضرائب على دخول الأفراد؛
- يستطيع المستثمرون الاقتراض بنفس الشروط ومعدل الفائدة الذي يستطيع الشركاء الاقتراض به؛
- للمستثمرين حرية بيع وشراء الأوراق المالية مهما صغرت كميتها وبدون تكلفة المعلومات؛
- لا توجد كلفة الإصدار بالنسبة للقروض في السوق أو بالنسبة لتكاليف رأس المال؛

[1]- محمد قاسم خضاونة، "**أساسيات الإدارة المالية**"، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص201.

[2]- zvi bodie et robert merton, op. cit, pp470-471.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

- إمكانية تقسيم المؤسسات إلى مجموعات متجانسة إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص الخطر، وبالتالي فإن المؤسسات التي تعمل في نفس الصناعة تكون لديها شريحة متجانسة من حيث الخطر.

1-نظرية (M-M) في ظل غياب الضريبة:

يسمى أحيانا هذا الاقتراح بنموذج الدائرة، وذلك لأن اقتراح (M-M) يصور مؤسستين متماثلتين، في كل شيء ما عدا هيكل التمويل، وبالتالي فهم ينظرون إلى هيكل التمويل كنموذج دائرة، وتشير نظرية (M-M) إلى أن القيمة السوقية لأي مؤسسة مستقلة تماما عن هيكل التمويل فيها[1]، وأن القيمة السوقية للمؤسسة تتحدد بقدرة الأصول على توليد الأرباح ومعدل الخصم الذي تخصم به هذه الأرباح، وهو معدل خصم يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة[2].

يلاحظ من الاقتراح الأول لنظرية (M-M)، أن القيمة السوقية للمؤسسة، تتحدد من خلال قرارات الاستثمار ومدى فاعلية وكفاءة هذه القرارات، وليس بكيفية تمويل تلك الاستثمارات أي أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن هيكل التمويل وهذه العلاقة توضح ذلك[3]:

$$V_L = V_U = \frac{EBIT}{WACC} = \frac{EBIT}{Ks}$$

حيث:

VL: قيمة المؤسسة التي تستخدم الديون لتمويل عملياتها؛

Vu: قيمة المؤسسة التي لا تستخدم الديون لتمويل عملياتها؛

EBIT: العوائد قبل الفوائد والضريبة؛

WACC: الوزن المرجح لكلفة رأس المال؛

Ks: العائد المطلوب على الاستثمار.

وهكذا فإن القرارات المالية الخاصة بهيكل رأس المال لا يصبح لها أي تأثير على تعظيم قيمة المؤسسة، مما يعني عدم وجود هيكل رأس مال أمثل.

---

[1]- zvi bodie et roberton, IBID, p471.

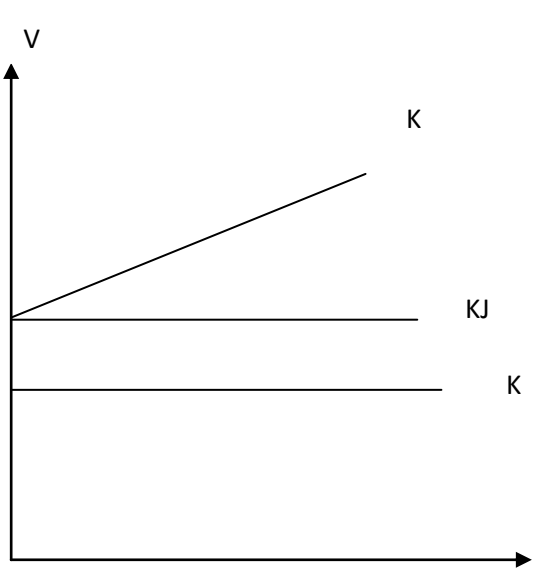
[2]- محمد صالح الحناوي، "**الإدارة المالية- مدخل القيمة واتخاذ القرارات-**"، الدار الجامعية، مصر، 2007،ص337.

[3]- محمد قاسم خضاونة، مرجع سبق ذكره، ص2004.

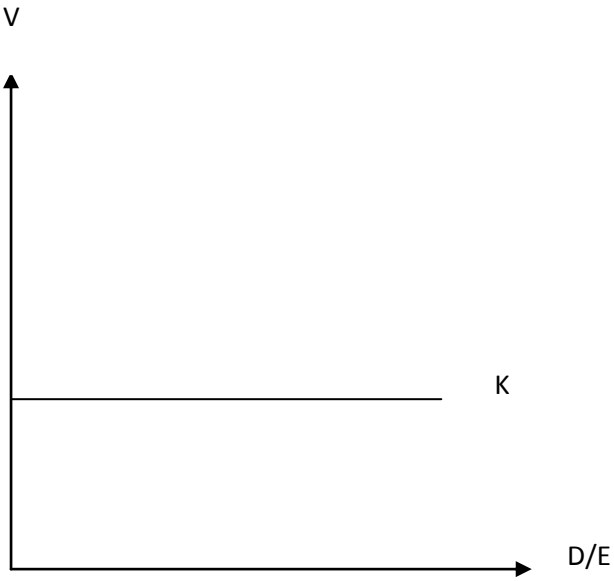
WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

ويمكن توضيح ما سلف ذكره بيانيا في الشكلين التاليين:

الشكل رقم 02: يوضح العلاقة بين المؤسسة و نسبة الاقتراض



الشكل رقم 03: العلاقة بين تكلفة الأموال و نسبة الاقتراض



المصدر: يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص95.

المصدر: نفس المرجع،ص95.

حيث أن:

V: قيمة المؤسسة؛

DIE: نسبة الاقتراض؛

K: معدل العائد على الأموال الخاصة؛

Kj: معدل الرسملة.

2- نظرية (M-M) في ظل وجود الضريبة:

يتضمن هذا المقترح أن معدل العائد المطلوب، من قبل ملاك مؤسسة ذات رفع مالي تعتمد على:

1- كلفة العائد المطلوب من مؤسسة لا تعتمد على الديون وتنتمي إلى نفس شريحة الخطر؛

2- كلفة التمويل؛

3- نسبة القروض إلى حقوق الملكية (الرافعة).

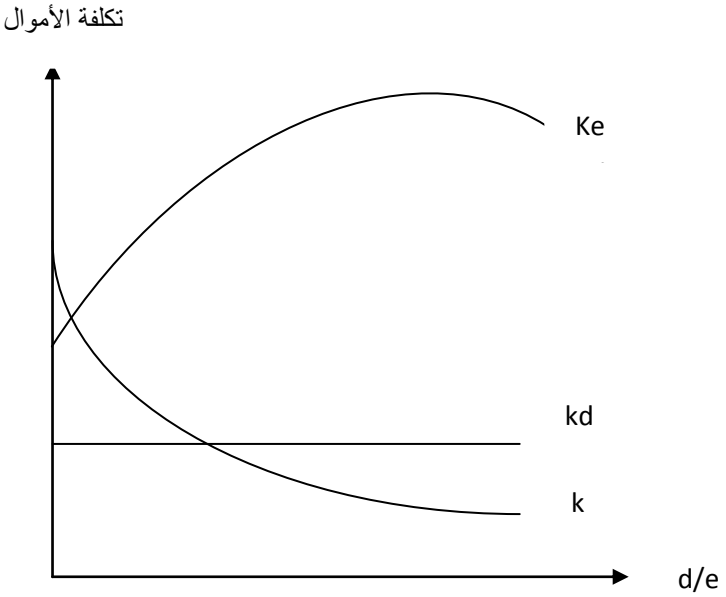
وعليه فإن مضمون الاقتراح الثاني لنظرية (M-M) أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك في مؤسسة تعتمد على القروض في هيكل التمويل، يساوي معدل العائد المطلوب من قبل مؤسسة مماثلة،

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

وتنتمي لنفس شريحة الخطر ولكنها لا تعتمد على القروض في هيكل تمويلها إضافة إلى بدل مخاطرة بالفرق بين كلفة التمويل المرجحة للمؤسسة وكلفة التمويل مضروبا في نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة[1].

والشكل التالي يوضح أثر الضريبة على تكلفة رأس المال:

الشكل رقم 04: العلاقة بين الاقتراض وتكلفة الأموال عند (MM) مع وجود الضرائب.



المصدر: يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص103.

حيث أن:

Ke: تكلفة الأموال الخاصة؛

K: تكلفة الأموال؛

Kd: تكلفة الديون؛

d/e: نسبة الاقتراض.

كما يلاحظ من الشكل السابق، إنه لا توجد قيمة دنيا لتكلفة الأموال (K)، حيث أنه ابتداء من مستوى معين لنسبة الاقتراض، فإن أي زيادة في الاقتراض تؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال (K) ولكن بقدر جد ضئيل.

[1]– محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص204.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

يمكننا إيجاز المدخلين السابقين حول أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة في الجدول الموالي:

الجدول رقم 02: المدخلان الأساسيان لأمثلية الهيكل المالي.

المدخل		النتيجة
الكلاسيكي		يوجد هيكل مالي أمثل يجعل رأس المال أدنى ما يمكن، وبالتالي يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة
مودجلياني و ميلر	عدم وجود ضريبة	قيمة المؤسسة التي تعتمد على الاستدانة تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على الاستدانة
	وجود ضريبة	لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، لكن يمكن وضع حد أدنى للاستدانة

المصدر: فروم محمد الصالح، "النمو والآداء المالي والإستراتيجي للمؤسسة –دراسة حالة مؤسسة تحويل الخشب والحديد– عنابة"، كلية علوم التسيير والعلوم الاقتصادية، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2007، ص 139.

نلاحظ مما سبق أن هناك جدل حول تأثير هيكل التمويل على تكلفة الأموال. فالنظرية التقليدية تقر بوجود هيكل تمويلي أمثل، تنخفض عنده تكلفة الأموال إلى أدنى مستوياتها، أما نظرية ميلر ومودجلياني فإنها تنفي وجود علاقة أو تأثير بين الهيكل التمويلي وقيمة المؤسسة في ظل عدم وجود الضرائب، أما في حالة وجود هذه الأخيرة فإنه يوجد تأثير.

المطلب الثالث: نظرية التوازن trade–off (وجود هيكل مالي أمثل):

تنطلق هذه النظرية من أعمال Myers سنة 1984، وقد عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها:

* المرحلة الأولى أو ما يعرف بـ trade– off statique حيث تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس le cout de faillite على نموذج M M وخلصت إلى تحديد مديونية أمثل، في هذه الحالة ارتفاع المديونية يؤدي إلى إحداث أثر سلبي على قيمة المؤسسة والمتمثل في تكلفة الإفلاس.

* المرحلة الثانية والتي عرفت تعديلا في هذا النموذج بالأخذ في الاعتبار تكلفة الوكالة Le cout d'agence، وهذا كاستجابة إلى الانتقادات الشهيرة التي وجهت للمرحلة السابقة. فعلاقة الوكالة تقود إلى صنفان من التكاليف: تكاليف وكالة الأموال الخاصة، أي النفقات التي يقوم بها المساهمين من

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

أجل تأمين الانحرافات التي قد يقع فيها المدراء تكاليف وكالة الديون أو النفقات التي يقوم بها المدينين من أجل ردع المساهمين (بما فيهم المدراء).

فاللجوء إلى الاستدانة هو وسيلة ردع من السوق المالي للمدراء، أي لتخفيض تكاليف وكالة الأموال الخاصة والرفع من قيمة المؤسسة، في نفس الوقت هذه المديونية تولد تكاليف وكالة الديون التي تخفض من قيمة المؤسسة، في نهاية المطاف قيمة المؤسسة تتوقف على حصيلة هذين الأثرين المتناقضين للمديونية[1].

1- تأثير المديونية في ظل وجود تكلفة الإفلاس:

تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكل تمويلها من أموال خاصة وديون لمخاطر الإفلاس، وهي مخاطر لا تتعرض لها مؤسسة مماثلة إلا أن هيكل تمويلها يتكون من أموال خاصة فقط، ويرجع هذا إلى عجز المؤسسة على تسديد قيمة القرض والفوائد المترتبة عليه في تواريخ الاستحقاق، مما يعطي الحق للدائنين باتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة، فإنها لا تلتزم تجاه الملاك برد قيمة الأسهم التي يمتلكونها أو إجراءات توزيعها حتى لو تحققت الأرباح، من ثم لا تكون عرضة لمثل هذه الأخطار.

إن العلاقة الموجودة بين مخاطر الإفلاس ونسبة الاستدانة هي علاقة طردية، هذه العلاقة هي في شكل خطي عندما تكون نسبة الاقتراض عند مستوياتها الدنيا، فإن مخاطر الإفلاس تزداد مع الزيادة في نسبة الاقتراض، وتستمر العلاقة على هذا النحو إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى نقطة معينة، بعدها تبدأ مخاطر الإفلاس في الزيادة بمعدل أكبر من معدل الزيادة في نسبة الاقتراض، وكقاعدة عامة كلما زادت مخاطر الإفلاس زادت آثارها العكسية على كل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، فزيادة مخاطر الإفلاس يترتب عليها زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة، الأمر الذي يعني ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية، ويتم ذلك كالآتي:

يترتب على الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الإفلاس، ولا يقتصر مفهوم هذه التكاليف على المصروفات الإدارية والقانونية التي تصاحب عملية الإفلاس، بل يمتد ليشمل الانخفاض في قيمة الأصول، إذ من المتوقع أن تكون متحصلات بيع أصول المؤسسة

[1]- يوسف قريشي، "**سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة ميدانية**"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، جامعة الجزائر، 2005، ص ص 145-146.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

أقل من القيمة الدفترية لها، ليس هذا فقط بل أن مفهوم تكلفة الإفلاس يتضمن أيضا الخسائر أو الهبوط المحتمل في الأرباح نتيجة لانخفاض كفاءة عمليات المؤسسة قبل وقوع الإفلاس[1].

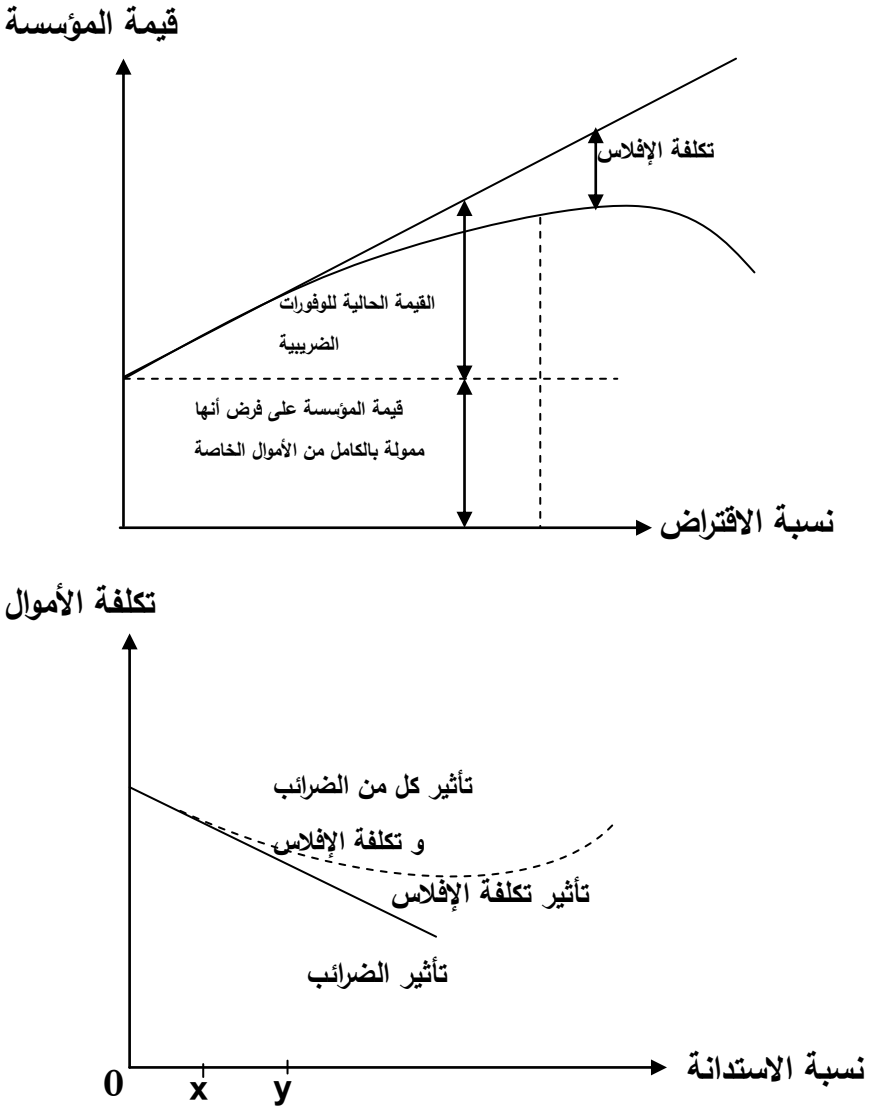
أي أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثرين متضادين على تكلفة الأموال، ومن ثم على القيمة السوقية للمؤسسة نظرا للعلاقة العكسية الموجودة بينهما فمن ناحية تسهم زيادة نسبة الاقتراض في تخفيض تكلفة الأموال بسبب الوفورات الضريبية لفوائد القروض، ومن ناحية أخرى يترتب على زيادة نسبة الاقتراض بعد نقطة معينة إلى ظهور تكلفة الإفلاس مما يؤدي إلى زيادة الأموال وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

وعليه تتحدد نسبة الاقتراض المثالية في هذه الحالة بالنقطة التي تكون عندها تكلفة الأموال في حدها الأدنى، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

[1]– منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص647.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

الشكل رقم 05: العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس.



المصدر: المرجع السابق، ص ص650-652.

ويتضح من الشكل أنه إذا تجاهلنا تأثير تكلفة الإفلاس وأبرزها تأثير الضريبة، فسوف تسفر زيادة نسبة الاستدانة عن انخفاض في تكلفة الأموال بسبب الوفورات الضريبية، أما إذا أخذنا في الاعتبار تأثير كل من الضريبة وتكلفة الإفلاس فسوف تأخذ تكلفة الأموال اتجاها آخر، ففي البداية تأخذ الأموال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة x، بعدها تستمر تكلفة الأموال

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

في الانخفاض ولكن بمعدل أقل من ذوي قبل، وعندها تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة y تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع.

وتفسير ذلك أنه عندما كانت نسبة الاقتراض أقل من x لم تكن هناك تكلفة الإفلاس، ومن ثم فإن تكلفة الأموال خضعت فقط لتأثير الضريبة مما ترتب عليه انخفاض في تلك التكلفة.

ولقد بدأت تكلفة الإفلاس في الظهور بعد النقطة x إلا أن حجم هذه التكاليف كان أقل من الوفورات الضريبية الأمر الذي أدى إلى استمرار انخفاض تكلفة الأموال وإن كان ذلك بمعدل أقل إلى أن وصلت نسبة الاستدانة إلى النقطة y، وعند هذه النقطة بدأت تكلفة الإفلاس في الازدياد وفاقت قيمتها قيمة الوفورات الضريبية الأمر الذي أدى إلى اتجاه تكلفة الأموال نحو الارتفاع[1].

وعليه يمكن القول بأن النسبة المثالية للاقتراض في ظل وجود تكلفة الإفلاس تتحدد بالنقطة y والتي عندها كانت تكلفة الأموال في حدها الأدنى وتبلغ عندها القيمة السوقية للمؤسسة حدها الأقصى.

2- تأثير المديونية في ظل وجود تكلفة الوكالة:

إن إسقاط فرضية غياب التضارب بين مصالح الأعوان التي لهم علاقة بحياة المؤسسة مسيرين، مساهمين، مدينين خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يعود إلى النظرية التي تسمى بالوكالة، هدف هذه الأخيرة هو تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل، معتمدة في ذلك على المبدأ النيو كلاسيكي الذي مؤداه أن كل عون اقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل العامة.

حيث أدخل jensen et meckling في سنة 1976 على التخمين الأكاظيمي المتعلق بنظرية المشروع عامل تعدد الأهداف لشركاء المؤسسة التي قد تكون متناقصة في أغلب الأحيان (خاصة بالنسبة للملاك، المدراء والمقرضين)، وانعكاس ذلك على مسألة اختيار الهيكل المالي حيث تقترض هذه النظرية وجود مصالح خاصة بمدراء المؤسسة تدفعهم إلى سلوك يكون مغاير في حالة ما إذا كانوا مساهمين.

[1]- عدوى هاجر، "**محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء**"، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص89.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

تقترح هذه النظرية تفسير للسلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة، مثل المدراء، الملاك والمساهمين، المقرضين والدائنين بشكل عام، ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل وترتكز هذه النظرية على فرضيتين:

- ليس بضرورة أن تكون أهداف المدراء والملاك متطابقة ثم أن المتعاملين ليسوا متساوون في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها.

- نظرية الوكالة، هي نظرية تحاول البحث على تصور العقود المثلى بين الأطراف، وتفسير سلوك هؤلاء وأولئك بمجرد أن تكون هناك علاقة وكالة.

وعلاقة الوكالة هي عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه، فيما يتعلق بالمؤسسة، هذه العلاقة توجد بين الملاك أو المساهين أو أي مقرض أموال آخر، والمدراء والمسيرين حيث يتم التنازل عن جزء من سلطاتهم والموكل والوكيل يحاولا تعظيم منفعتهما مما يجعل من علاقتهما مصدرا للتناقض[1].

فعلاقة الوكالة ينجم عليها نوعان من النزاعات، الأول بين المساهمين والمسيرين، والثاني بين المساهمين والدائنين.

2-1- التضارب بين مصالح المساهمين والمسيرين:

ويحدث هذا النوع من النزاعات عندما لا يكون المساهمين هم نفسهم المسيرين، أسباب النزاعات في المصالح، يمكن أن تكون على شكل محاولة المسيرين تحويل التدفقات النقدية الحرة إلى صالحهم، ويقصد بالتدفقات النقدية الحرة "السيولة الجاهزة بعد تمويل الاستثمارات"، بمعنى السيولة المالية الفائضة أو الزائدة.

ويمكن أن يقوم المسيرين باستثمار هذه السيولة الجاهزة، في مشاريع لا تعظم قيمة المؤسسة، يمكن أن نذكر مثلا: استثمارات قيمتها الحالية سالبة، والطريقة الجيدة لإنقاص هذا المشكل هو إثقال المؤسسة بالديون، لأن هذه الأخيرة تحتم على المسيرين توزيع السيولة الفائضة على شكل دفع فوائد الديون، وتعويض رأس المال وكذلك استعمال الديون للإعادة شراء الأسهم، ربما يكون وسيلة لخلق

[1]- يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص ص152-153.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

الأسعار بالنسبة لمساهمين بإنقاص قيمة أو مبلغ السيولة المالية الزائدة، فالديون لها دور تهذيبي للمسيرين[1].

2-2- التضارب بين مصالح المساهمين والدائنين الماليين:

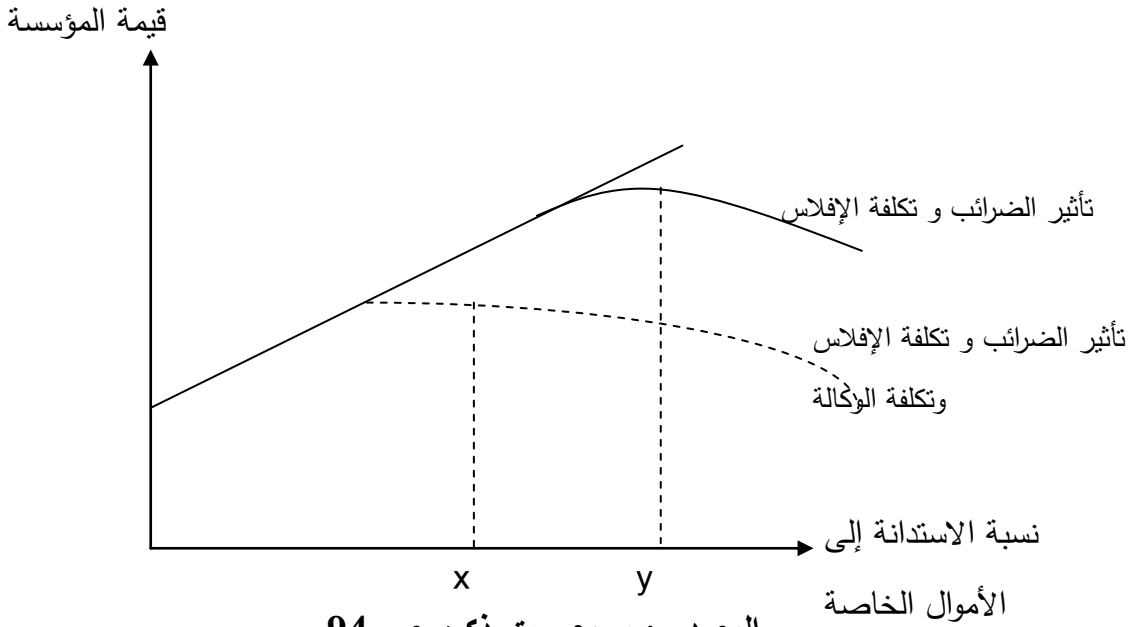
إن العلاقة بين ملاك المؤسسة ودائنيها هي علاقة وكالة قد تتعارض في إطارها مصالح الطرفين وتنجر عنها ما يسمى بتكاليف الوكالة للقروض، ومصدر الصراع بين الملاك والدائنين قد يكون بسبب أن المسيرين الذين يعملون لصالح المساهمين لديهم استعداد لاختيار استثمار نوعا ما خطير من أجل رفع ثروة المساهمين، وهذا يضرر بالدائنين الماليين.

وقد يكون بسبب إقدام المؤسسة على رفع قيمة القسائم التي يتم تمويلها بإيرادات إصدار قروض جديدة أو بالأموال ناتجة عن تخفيض حجم المشاريع وهذا يضر الدائنين.

- في المؤسسات التي ترتفع فيها نسبة الاستدانة، المسيرين يرفضون إظهار القيمة الحقيقية للأصول المؤسسة، وهذا يؤدي إلى انخفاض قيمتها[2].

وسوف يترتب على ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم 06: قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.



المصدر : مرجع سبق ذكره، ص 94.

[1]- zvi bodie et robert merton, op. cit, pp479-480.

[2]- IBID, P480.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

يشير الشكل إلى أن النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة قد انخفضت من y إلى xعلى أن يراعي أنه عند النقطة x تتعادل الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع مجموع تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، وقبل أن تبلغ نسبة الاقتراض هذه النقطة تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف أما بعدها فيحدث العكس.

بالأخذ في الاعتبار الضرائب والمخاطر المرتبطة بالإفلاس وتضارب المصالح بين مختلف الأعوان المعنيين بحياة المؤسسة مهد إلى ظهور تحاليل متباينة لهيكل التمويل سميت في مجملها نماذج trade– off.

وتقتضي نظرية العلاقة التوازنية بأن القرار المحدد لنسبة الاقتراض هو محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة الذي تحدثه الوفورات الضريبية والتأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة ومن ثم فإن قيمة المؤسسة سوف تتبع قيمة وإشارة الفرق بين الأثرين المتضادين الناجمين عن الاقتراض[1].

ومما سبق ذكره نستنتج أن للضريبة دور فعال في تشكيلة المزيج التمويلي للمؤسسة، وذلك عن طريق اختيار المؤسسة للمصدر الأقل تكلفة من وجهة الضريبة، ولكون هذه الأخيرة تؤثر على الهيكل التمويلي، فهي توثر أيضا على المردودية وعلى التوازن المالي للمؤسسة، وهذا ما سنحاول معالجته في المبحث الموالي.

[1]– عدوى هاجر، مرجع سبق ذكره، ص95.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المبحث الثالث: التأثير الضريبي على بعض المؤشرات المالية.

للضريبة دور فعال ومهم في الاقتصاد، فهي تعتبر أداة من أدوات الساسة المالية للدولة وتأثير الضريبة لا يكون فقط على المستوى الكلي، بل يتعداه إلى المستوى الجزئي، فالضريبة توثر على إيرادات المؤسسة وعلى توازنها المالي، وتؤثر أيضا على المردودية، وهذا ما سنحاول معالجته في هذا البحث.

المطلب الأول: التأثير الضريبي على المردودية.

تعد المردودية مؤشر من المؤشرات التي تستطيع من خلالها المؤسسة معرفة مدى فعاليتها المالية، خاصة وان الغاية الأولى للمؤسسة تكمن في كونها غاية مالية بحتة، بحيث أنها تسعى من خلال شتى الإستراتيجيات المتبناة إلى تعظيم ثروة المساهمين الذين يطمحون دائما إلى تحسين مردودية رؤوس أموالهم المستثمرة في المؤسسة، هذا ما يسمح لها من تعزيز قوتها التمويلية، أي قدرتها على توفير اللازمة لتمويل نشاطاتها من جهة، ومن أجل الرفع من قيمتها في السوق من ناحية أخرى.

1- مفهوم المردودية وأنواعها:

1-1- مفهوم المردودية:

تعرف المردودية على أنها ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها، حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية.

1-2-أنواع المردودية:

للمردودية ثلاثة أنواع وهي:

1-2-1- المردودية الاقتصادية:

تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية.

تقاس المردودية بمعدل المردودية الاقتصادية[1]:

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

[1]- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص267.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

أي تقيس مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال.

1-2-2- المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة):

تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية، حيث نأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية[1].

ويمكن حساب المردودية الخاصة : $(Rcp) = \text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}$

حيث تحدد العلاقة أعلاه مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة عن استعادة ورفع حجم الأموال الخاصة، ويمكن تعريف مردودية الأموال الخاصة على أنها معدل المردودية الاقتصادية عند استدانة معدومة.

1-2-3- المردودية التجارية:

تسمح بتقييم الأداء البيعي أو التجاري للمؤسسة، وتعتبر معيار لتقييم الأداء في المؤسسة التجارية وحجم المبيعات هو المقياس المعبر عن نشاط المؤسسة، وتحسب المردودية التجارية وفق العلاقة التالية :

المردودية التجارية = النتيجة الصافية / المبيعات

2/ التأثير الضريبي على المردودية:

إن للسياسة الجبائية تأثير على مردودية المؤسسة، وذلك من خلال التأثير على قرار الاستثمار، قرار التمويل، النتيجة الصافية، سياسة توزيع الأرباح، وسنحاول التطرق باختصار لكل عنصر كما يلي[2]:

2-1- قرار الاستثمار:

توثر الضريبة على الاستثمار من خلال الامتيازات الضريبية التي تمنحها بهدف تشجيع الاستثمار، فهذه الامتيازات تشجع المؤسسة على زيادة استثماراتها.

2-2- قرار التمويل:

لقد تعرضنا في الفصل السابق للتأثير الذي تحدثه الضريبة في اتخاذ قرار التمويل، وهذا التأثير يساهم في الرفع من مردودية المؤسسة وذلك عن طريق مساعدتها في تحقيق الهيكل التمويلي الأمثل.

---

[1]- نفس المرجع السابق، ص268.

[2]- Necib Redjem, **"methods d'analyse financière"**, edition dar el-ouloum, annaba, algérie, 2005, p101.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

2-3- النتيجة الصافية:

تتوقف المردودية المالية على النتيجة الصافية، فهذه الأخيرة تعبر عن النتيجة المتبقية بعد الضريبة على الربح، ويمكن التعبير عليها من خلال العلاقة التالية:

$$RN = RB - RB.t$$

$$RN = RB\ (1 - t)$$

حيث تمثل:

RN: النتيجة الصافية؛

RB: النتيجة الإجمالية؛

t: معدل الضريبة.

ومن خلال ما سبق يتضح لنا أن تأثير الضريبة على المردودية المالية للمؤسسة من خلال:

- تخفيض معدلات الضريبة على الأرباح؛
- عدم إخضاع الأرباح كليا أو جزئيا.

2-4- سياسة توزيع الأرباح:

إن المساهمين يربطون رغبتهم في توزيع الأرباح بمدى تطبيق تقنية الرصيد الجبائي، فعندما لا تطبق هذه التقنية يفضل المساهمين إبقاء الأرباح تحت تصرف المؤسسة وعدم توزيعها، أما عند تطبيقها فإنهم يفضلون توزيع الأرباح لكونها لا تخضع للضريبة مرة ثانية.

وبصفة عامة فالتأثير الضريبي على مردودية المؤسسة يكون بطريقة غير مباشرة من خلال الآثار المترتبة على قرار الاستثمار والوفورات الضريبية المحققة وانعكاساتها على المؤسسة.

المطلب الثاني: الرافعة المالية وحالتها.

إن الاهتمام بالهيكل التمويلي هو من صميم التخطيط المالي للمشروع، إذ تسعى المؤسسات بشكل عام والمشاريع الاقتصادية بشكل خاص للحصول على الأموال اللازمة لتوفير مستلزماتها بأقل تكلفة ممكنة، وفي الوقت المناسب الأمر الذي يساعدها على تحقيق الكفاية الإنتاجية، كما يعطيها الرؤية الواضحة في التعامل والتفاوض مع القنوات المالية المختلفة، وهنا تظهر كفاءة الإدارة المالية في اتخاذ القرارات المناسبة التي تجنب المشروع الوقوع في صعوبات مالية غير متوقعة، وبالتأكيد أهم هذه

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

القرارات هو التوصل إلى هيكل رأس المال الأمثل ويتوقف اختيار هيكل التمويل الأمثل على ما يسمى بالرافعة المالية.

1- مفهوم الرافعة المالية:

"يقصد بالرافعة المالية هو اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدنية أو المدفوعة"، أما إذا كانت المؤسسة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا أي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، تمثل الرافعة المالية نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات، أو إلى إجمالي قيمة المؤسسة أو هي درجة اعتماد المؤسسة في تمويل موجوداتها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء أكانت قروض، سندات أم أسهم ممتازة، مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك، كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها، وتسمى أيضا بالمتاجرة بالملكية، وتعني قيام المؤسسة باستعمال أموال الغير من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن للمالكين وأصحاب المؤسسة[1].

2- الصياغة الرياضية للرافعة المالية:

تقيس الرافعة المالية الالتزامات الطويلة والقصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات، إلا أن البعض قد اعتبر أن الرافعة المالية تقتصر على تأثير الديون أو الالتزامات طويلة الأجل فقط.

ويمكن حساب درجة الرفع المالي وفق طريقتين[2]:

ويتم حساب هذه الدرجة وفق الطريقة الأولى وفق العلاقة التالية:

$$\text{درجة الرافعة المالية} = \frac{\text{نسبة التغير في الأرباح للسهم الواحد}}{\text{نسبة التغير في الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}$$

ونرمز لها كالتالي:

$$DELL = \frac{\Delta\, EPS/EPS}{\Delta\, EBITE/BIT}$$

[1]- جليل كاظم مدلول ألعارضي، "**الإدارة المالية المتقدمة –مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية**"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2013، ص ص 401-402.

[2]- عدنان تايه النعيمي، أرشد فواد التهيمي، "**التحليل والتخطيط المالي- اتجاهات معاصرة-**"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص352.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

أما الطريقة الثانية فالتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{درجة الرافعة المالية} = \frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب} - \text{الفوائد}}$$

ونرمز لها كالتالي:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

3- حالات الرافعة المالية:

هناك حالتان للرافعة المالية وهما كالتالي[1]:

3-1- حالة المؤسسة عديمة الاستدانة:

في هذه الحالة لا يوجد أثر للرافعة المالية، لأن المؤسسة قامت بالتمويل احتياجاتها المالية بواسطة التمويل الذاتي ولم تعتمد على القروض، وبالتالي تتساوى مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح وهذا ما توضحه العلاقة التالية:

$$D = 0 \Longrightarrow Rcp = Re.(1 - IS)$$

حيث تمثل:

D: الديون؛

Rcp: مردودية الأموال الخاصة؛

Re: المردودية الاقتصادية؛

IS: معدل الضريبة على أرباح الشركات.

3-2- حالة المؤسسة المستدينة:

تعد الاستدانة أهم مصادر التمويل، كما أنها تساهم في تحسين مستويات المردودية الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق نمو للقدرة على التمويل الذاتي، والتي تعتبر أهم وسائل التمويل.

ونميز ثلاث حالات للأثر الرافعة المالية وهي كالتالي:

[1]- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره،، ص ص 274-276.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

3-2-1- حالة المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الفائدة (Re>i):

عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة، تكون أثر الرافعة المالية موجب:

$$(Re - i) > 0 \Longrightarrow Rcp - Re = (Re - i).D \,/\, CP > 0$$

ومنه يمكن تحسين مردودية الأموال الخاصة بزيادة الرافعة المالية D/CPأي زيادة اللجوء إلى الاستدانة، يؤدي إلى زيادة المردودية الأموال الخاصة.

3-2-2- حالة المردودية الاقتصادية تساوي معدل الفائدة (Re=i):

هذه الوضعية تؤدي إلى تحييد أثر الرافعة المالية، وحينها تتوحد دلالة كل من مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية، وهي نفس حالة انعدام الاستدانة.

3-2-3- حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة (Re<i):

عند تحقق هذه الحالة، يكون أثر الرافعة المالية السالبة:

$$(Re - i) < 0 \Longrightarrow Rcp - Re = (Re - i).D \,/\, CP < 0$$

وتنخفض مردودية الأموال الخاصة بالزيادة اللجوء إلى الاستدانة، وذلك بسبب ارتفاع المصاريف المالية.

إذن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المؤسسة، فكلما ازداد اعتماد المؤسسة على المصادر الخارجية في التمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح الرفع المالي فعالا إذا استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة، بينما إذا لم تنجح المؤسسة في استثمار الأموال المقترضة فإنها ستتعرض لمخاطرة أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها تستخدم الرفع المالي.

المطلب الثالث: التأثير الجبائي على التوزان المالي:

على المسير المالي أن يوازن بين هدفين أساسين وهما هدف السيولة وهدف الربحية، وأن احتفاظ المؤسسة بسيولة كافية لمواجهة التزامات المؤسسة يؤدي إلى تدنية المخاطر التي تعترض المؤسسة

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

ومساهميها، ومن جهة ثانية ينبغي على المسير المالي القيام بكل ما في وسعه لتحقيق أرباح لتنمية إيرادات المساهمين في المؤسسة وذلك عن طريق توجيه السيولة النقدية المتوفرة إلى التوظيفات قصيرة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل، وأن استمرار حياة المؤسسة يستلزم التوفيق بين هذين الهدفين المتناقضين.

1- مفهوم التوازن المالي:

يقصد بالتوازن المالي أن تمول الأصول الثابتة بالموارد المالية الدائمة، وتمويل الأصول المتداولة عن طريق الديون القصيرة الأجل، بعبارة أخرى يجب أن يتساوى حجم الأصول الثابتة مع الأموال الدائمة، وحجم الأصول المتداولة مع الديون قصيرة الأجل[1].

2- مؤشرات التوازن المالي: هناك عدة مؤشرات يستند عليها المسير المالي لإبراز مدى توازن المؤسسة وأهمها ما يلي:

2-1- رأس المال العامل:

يعبر رأس المال العامل عن الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، ويمثل قيمة هامة جدا تعكس مقدار السيولة التشغيلية المتاحة للمنظمة لتلبية احتياجاتها[2].

ويتم حساب رأس المال العامل الذي يرمز له اختصارا: ر م ع كما يلي[3]:

ر م ع= الأموال الدائمة – الأصول الثابتة

أو :

ر م ع= الأصول المتداولة– الديون قصيرة الأجل

ويمكن تقسيم رأس المال العامل إلى أربعة أنواع وهم كالآتي:

---

[1]– زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، "**التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد**"، ديوان المطبوعات الجامعية، 2010، ص47.

[2]– سيارن ولش، "**أهم النسب والمؤشرات في عالم المال والأعمال**"، ترجمة وإعداد محمود فتوح لإشباع للنشر والتوزيع، سوريا، ص41.

[3]– مليكة زغيب، بوشنقير ميلود، مرجع سبق ذكره، ص ص 59-50.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

- رأس المال العامل الإجمالي؛

- رأس المال العامل الصافي؛

- رأس المال العامل الخاص؛

- رأس المال العامل الأجنبي.

2-2- الاحتياج من رأس المال العامل:

يمكن تعريف الاحتياجات من رأس المال العامل على أنها ر م ع الأمثل، أي ذلك الجزء من الأموال الدائمة الممول بجزء من الأصول المتداولة والذي يضمن للمؤسسة توازنها المالي الضروري، وتظهر هذه الاحتياجات عند مقارنة الأصول المتداولة مع الموارد المالية قصيرة الأجل، ويمكن حساب هذه الاحتياجات بالعلاقة التالية:

إ ر م ع: (الأصول المتداولة- النقدية) - (ديون قصيرة الأجل- السلفات المصرفية)

حيث إ. ر. م. ع: هي الاحتياجات من رأس المال العامل.

2-3- الخزينة:

يعتبر تسيير الخزينة المحور الأساسي في تسيير السيولة، ويظهر التضارب بوضوح بين السيولة والربحية، فزيادة قيمة الخزينة تزيد من مقدرة المؤسسة على تسديد المستحقات بسرعة، ويتبدد معها مشكل وفاء المؤسسة بالتزاماتها نحو دائنيها.

إن احتفاظ المؤسسة بخزينة أكثر من اللازم، يجعل من السيولة جامدة غير مستخدمة في دورة الاستغلال، ولذلك كلما كانت الخزينة تقترب من الصفر بقيمة موجبة، واكتفت المؤسسة بالسيولة اللازمة فقط كان مفضلا، حيث توفق بين توظيف السيولة الجاهزة في دورة الاستغلال وتسديد المستحقات التي انقضى أجلها.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

تحسب الخزينة لإحدى العلاقتين التاليين[1]:

الخزينة= القيم الجاهزة– السلفات المصرفية

الخزينة= رأس المال العامل– احتياجات رأس المال العامل

3-التأثير الضريبي على مؤشرات التوازن المالي.

إن اهتمام بدراسة العامل الضريبي وتأثيره على مؤشرات التوازن المالي، يعتبر أمرا ضروريا يجب على المسير المالي مراعاته، من أجل التوصل إلى اتخاذ قرارات سليمة بشأن الوضعية المالية للمؤسسة.

3-1- التأثير الضريبي على رأس المال العامل:

لا يظهر التأثير الضريبي مباشرة على رأس المال العامل، ولكن يمكن ملاحظته من خلال العناصر المكونة للرأس المال العامل وكذا من خلال العوامل المؤثرة في حجمه.

بالنظر إلى مفهوم رأس المال العامل من أعلى الميزانية المالية للمؤسسة، وذلك بطرح الأصول الثابتة من مجموع الأموال الدائمة، حيث تتكون هذه الأخيرة من الأموال الخاصة إضافة إلى مجموع الديون، بينما تحتوي الأموال الخاصة على جزء هام من التمويل الذاتي، الذي يعفى من الضريبة، فإن الديون التي تترتب عليها وفورات ضريبية يمكن استنتاج التأثير الضريبي عليها من خلال الاستثمارات التي تظهر بقيم صافية في الميزانية بعد طرح الاهتلاكات، وبما أن المشرع الضريبي يعتبر هذه الأخيرة من بين التكاليف القابلة للخصم مع النتيجة الخاضعة للضريبة، فإنها تشكل امتيازا ضريبيا لصالح المؤسسة، يساعدها على إعادة تجديد استثماراتها المهتلكة، وفي نفس الوقت تساعد على تخفيض الوعاء الضريبي لها.

[1]– مبارك لسلوس، "**التسيير المالي، تحليل نظري مدعم بأمثلة محلولة وتمارين**"، ديوان المطبوعات الجماعية، 2001، ص 35.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

3-2- التأثير الضريبي على احتياجات رأس المال العامل:

يمكن دراسة التأثير الضريبي على احتياجات من خلال ضريبة الرسم على قيمة المضافة (tva)، والتي تتوسط المؤسسة عملية تحصيلها ما بين إدارة الضرائب والمستهلك النهائي، حيث لا تتحملها بشكل كلي بينما يتحمل هذا الأخير الجزء الأكبر منها.

تدفع المؤسسة قيمة على القيمة المضافة، في شكل تسبيق إلى إدارة الضرائب عند شراء المواد الأولية أو البضائع، على أن يسترجع هذا التسبيق بعد عملية تصريف المنتجات.

في الواقع وحسب ما يجري به التعامل حاليا لدى الإدارات الضريبية، فإنه لا يمكن للمؤسسة استرجاع قيمة الرسم على القيمة المضافة المدفوعة على مشتريات الشهر الحالي في شكل تسبيق، إلا بعد مرور 25 يوما من الشهر الموالي، الذي تتم فيه عملية تصريف المنتجات، وهذا ما يعرف بقاعدة التفاوت الشهري.

خلال فترة انتظار المؤسسة لاسترجاع تسبيقاتها من الرسم على القيمة المضافة تتأثر احتياجات رأس المال العامل بهذا الرسم من خلال العلاقة التالية[1]:

الاحتياجات من رأس المال العامل = مدة تسبيق المؤسسة للدولة – مدة تسبيق الدولة للمؤسسة

3-3- التأثير الضريبي على خزينة الدولة:

تتأثر خزينة المؤسسة بالضرائب التي تتحملها المؤسسة ويتجلى هذا التأثير من خلال العناصر التالية[2]:

3-3-1- مبلغ الضريبة:

إن مبلغ الضريبة متوقف على الوعاء الضريبي والمعدل الضريبي، فعند ارتفاعها تصبح المطالبة بإخراج مبالغ كبيرة من خزينتها، وهذا يؤثر على توازنها وعلى هامش سيولتها، أما إذا استفادت من تخفيضات أو كان معدل الضريبة منخفض، فهذا سوف يؤدي إلى زيادة السيولة في الخزينة.

---

[1]- عبد القادر بوعزة، مرجع سبق ذكره، ص ص142-144.

[2]- نظيرة قلادي، مرجع سبق ذكره، ص ص 106-107.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

3-3-2- طريقة التسديد:

تؤثر طريقة دفع الضريبة على خزينة المؤسسة، إذ يمكن أن تدفع الضريبة بصفة إجمالية أو على شكل أقساط مؤقتة حيث تسمح طريقة الدفع الأخيرة بتحقيق عبء ارتفاع الضريبة على خزينة المؤسسة، من خلال التباعد بين فترات التسديد، مما يسمح بتوفير المبالغ اللازمة في أوقات دفعها.

3-3-3- إمكانية لجوء المؤسسة لقروض قصيرة:

تلجأ المؤسسة لقروض قصيرة الأجل عند دفع الضرائب، وذلك من أجل تفادي ضغط السيولة، ولكن هذا الإجراء متاح للمؤسسات الكبيرة فقط، وتتحمل هذه المؤسسات تكاليف إضافية، وتجدر الإشارة أن تراكم حجم الضرائب المستحقة وثقلها، يمكن أن يؤدي للإفلاس المؤسسة.

مما سبق نستنتج أن الضريبة توثر على توازن المؤسسة المالي ولذلك يجب على المسير المالي أن يأخذ في الحسبان كل الضرائب التي تتحملها المؤسسة بالإضافة إلى معرفة نوعها وكيفية تسديدها لكي يضمن وضعية مالية جيدة.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

خلاصة:

تتأثر نتيجة المؤسسة بعدة جوانب وعوامل أثناء القيام بنشاطها، منها ما هو مرتبط بالوسائل والطرق المطبقة من طرف المسيرين والمسؤولين، ومنها ما هو مرتبط بظروف محيطها الخارجي المتمثل سواء في السوق والمنافسة ومختلف المعطيات الاقتصادية والاجتماعية والتكنولوجية، وأيضا النظام الضريبي وما يفرضه من نسب وإجراءات توثر مباشرة على نتائج وقرارات المؤسسة.

ولقد رأينا التأثير الجبائي على مصادر التمويل الداخلية والخارجية حيث قمنا بعرض أهم النظريات التي تحدثت في هذا الشأن، فالمؤسسات تفضل التمويل بالديون لأن هذه الأخيرة تخفض من التكلفة الكلية للأموال، وهذا راجع للميزة التي تستفيد منها المؤسسة نتيجة الوفورات الضريبية التي تحققها، باعتبار الفوائد على القروض تكاليف قابلة للخصم من الوعاء الضريبي، وهو ما يجعل للاستدانة أثر إيجابي على قيمة المؤسسة، ولكن يجب أن تكون نسبة الاستدانة مناسبة للقدرات المؤسسة، وإلا أدى ذلك إلى ظهور تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس، وتوثر الضريبة أيضا على مردودية المؤسسة وعلى توازنها المالي، لذلك يجب عليها أخذ المتغير الضريبي في الاعتبار قبل اتخاذ أي قرار، وذلك بهدف أن تضمن وتحافظ على وضعيتها المالية.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

تمهيد:

بعد أن تم تقديم محاور الدراسة النظرية، من دراسة وتحليل الأنواع المختلفة من مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، الداخلية والخارجية والعوامل المؤثرة عليها والذي كان موضوع الفصل الأول من هذا البحث، أما في الفصل الثاني فتطرقنا إلى تأثير الضرائب على الهيكل التمويلي للمؤسسة، أي تمت مناقشة مفهوم تكلفة الهيكل المالي، بالإضافة إلى ذلك تعرفنا على المعاملة الضريبية لمختلف مصادر التمويل وأيضا تم التطرق إلى أهم الأطروحات التي تناولت الأثر الضريبي على الهيكل التمويلي للمؤسسة، ما في الفصل الثالث فسنحاول إسقاط أهم النقاط التي تعرضنا لها في الجانب النظري على الجانب التطبيقي ولذلك اخترنا مؤسسة سوناطراك ولتعذر التنقل إليها ولبعد المسافة، قمنا بالتربص في فرعها الموجود في سكيكدة والمتمثل في المديرية الجهوية للنقل عبر الأنابيب، والذي قام بتزويدنا بكل المعلومات التي تخص المؤسسة الأم "سوناطراك" والذي مقرها الجزائر العاصمة، وسنحاول دراسة الأثر الضريبي على الهيكل التمويلي لهذه المؤسسة وذلك للفترة (2009-2012).

وبغرض الإلمام بحيثيات هذا الفصل قسمناه إلى ثلاث مباحث:

- المبحث الأول: ورقة فنية عن مؤسسة سوناطراك؛
- المبحث الثاني: دراسة الوضعية المالية للمؤسسة؛
- المبحث الثالث: الأثر الضريبي على هيكل تمويل مؤسسة سوناطراك.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المبحث الأول: ورقة فنية عن مؤسسة سوناطراك

لقد قسمنا هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب والمتمثلة أساسا في لمحة تاريخية عن شركة سوناطراك كالمطلب أول، أما المطلب الثاني فخصص للمديرية الجهوية لفرع النقل عن طريق الأنابيب–سكيكدة، أما المطلب الأخير فخصص للدائرة المالية محل التربص.

المطلب الأول: لمحة تاريخية عن شركة سوناطراك

من أجل إعطاء لمحة عن مؤسسة سوناطراك قمنا بالتركيز على النقاط التالية:

1- نشأتها: أنشأت سوناطراك أو شركة الوطنية لنقل المحروقات بمرسوم وزراي رقم63-491 بتاريخ 31 ديسمبر 1963المؤرخ في 22 سبتمبر1966. لتشمل الاكتشاف والانتاج وزيادة عن النقل والتوزيع وبعد التأمينات التاريخية في 24 فيفري1971، أصبحت تقوم سوناطراك بإبرام عقد احتياطي الغاز، كما أصبحت تقوم100 % بنقله وتشارك بـ 77% من إنتاج البترول ومشتقاته، حيث لم يكن هناك تواجد للشركات الأجنبية، ماعدا في ميداني الاكتشاف والإنتاج بمساهمة جد بطيئة أي ضئيلة، في هذا السياق عملت هذه الأخيرة على تطوير شركاتها الإنتاجية، وقدرتها التجارية وإنشاء مركبات للغاز في كل من أرزيو بالغرب وسكيكدة شرقا.

وفي سنة 1981 خضعت لإعادة هيكلة حوالي 14 مؤسسة وطنية هذا الاختصار عن تطور سوناطراك من الناحية الهيكلية، أما من الناحية التسييرية فإنها تعتبر إحدى شركات القانون الخاص، حيث تخضع للقانون التجاري وهي شركة ذات الطابع العمومي.

2- أهدافها:

* البحث والتنقيب عن حقول الغاز والبترول؛
* استغلال حقول البترول؛
* تسويق أكبر ممكنة من الغاز والبترول وتحقيق أرباح من وراء هذه العملية؛
* تحديد شبكة النقل والتسويق للقيام بوظيفة التسويق على أحسن وجه.

ويعتبر قسم النقل من أهم النشاطات لدى الشركة، وهذا لبعد منابع البترول عن أماكن التصدير والتسويق ويعتبر أول ميدان اعتمدت عليه الشركة حيث يتفرع قسم النقل إلى 7مديريات وتسمى بمديريات الاستغلال وهي:

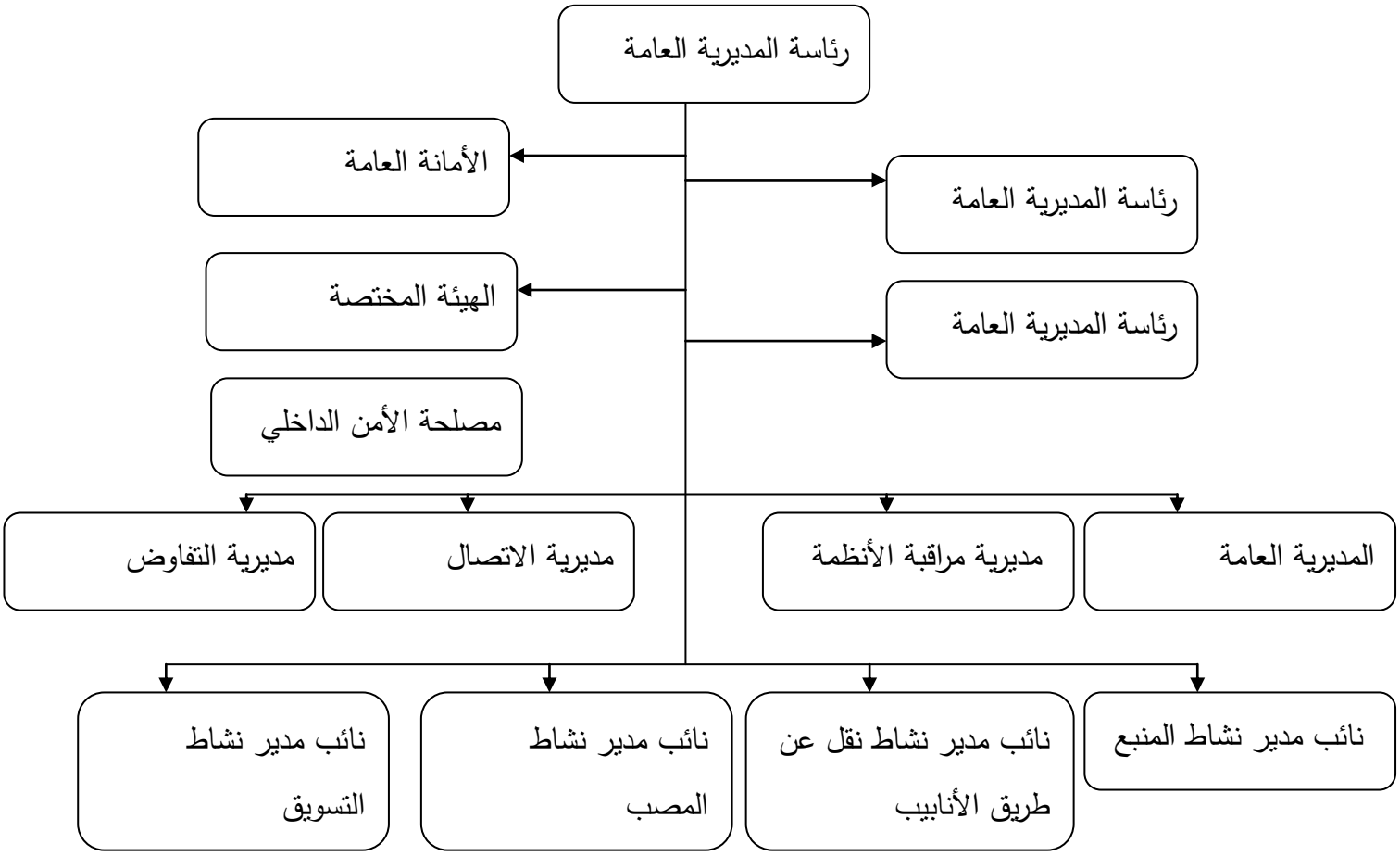
- المديرية الجهوية لنقل المحروقات للشرق المتواجدة بسكيكدة؛
- المديرية الجهوية لنقل المحروقات للغرب المتواجدة بأرزيو؛

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المديرية الجهوية لنقل المحروقات للجنوب بحوض الصحراء بحاسي مسعود؛

- المديرية الجهوية لنقل الغاز الطبيعي نحو ايطاليا؛
- المديرية الجهوية لنقل الغاز الطبيعي نحو اسبانيا؛
- المديرية الجهوية لنقل المحروقات للوسط المتواجدة ببجاية؛
- المديرية الجهوية لنقل المحروقات للجنوب الشرقي بعين أمناس.

الشكل رقم 07: الهيكل التنظيمي لشركة سوناطراك.



المصدر: الدائرة المالية.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المطلب الثاني: تقديم المديرية الجهوية للنقل بالأنابيب

تعتبر المديرية الجهوية للنقل بالأنابيب من أهم فروع مؤسسة سوناطراك وفيما يلي:

1- تعريف المديرية الجهوية لفرع النقل عن طريق الأنابيب- سكيكدة: تقديم عام لها.

تأسست المديرية الجهوية لنقل المحروقات بسكيكدة سنة1971 وهي تقع في المنطقة الصناعية بالجهة الشرقية لمدينة لسكيكدة، ويتمثل نشاطها في نقل المحروقات السائلة والغازية عن طريق الأنابيب انطلاقا من حقول الإنتاج الموجودة بحاسي الرمل وحاسي مسعود على مراكز الاستغلال والتمويل الكائنة في شرق البلاد وكذلك نقل الغاز وتوزيعه إلى الأسواق التونسية والايطالية، وكذا نقل البترول والغاز إلى أوروبا عبر مينائين بتروليين بالإضافة إلى صيانة المنشئات النقل على شبكة نقل المحروقات.

2- مكانتها الاقتصادية:

إن فرع نقل المحروقات عبر الأنابيب الذي هو أحد الفروع المكونة لشركة سوناطراك، والذي تنبثق منه المديرية الجهوية لناحية الشرق حيث تعتبر القلب النابض لكل المنطقة الصناعية بمدينة سكيكدة وتمدها بكمية معتبرة من الغاز والبترول وتوزعها على مختلف المركبات المزروعة فيها كل حسب مجال عمله مثل الغازGL1K والبترول أوالميناء للتصدير...الخ، بهذه العملية تكون قد قامت بخدمة النظام العام لتوزيع المحروقات.

3- أهدافها:

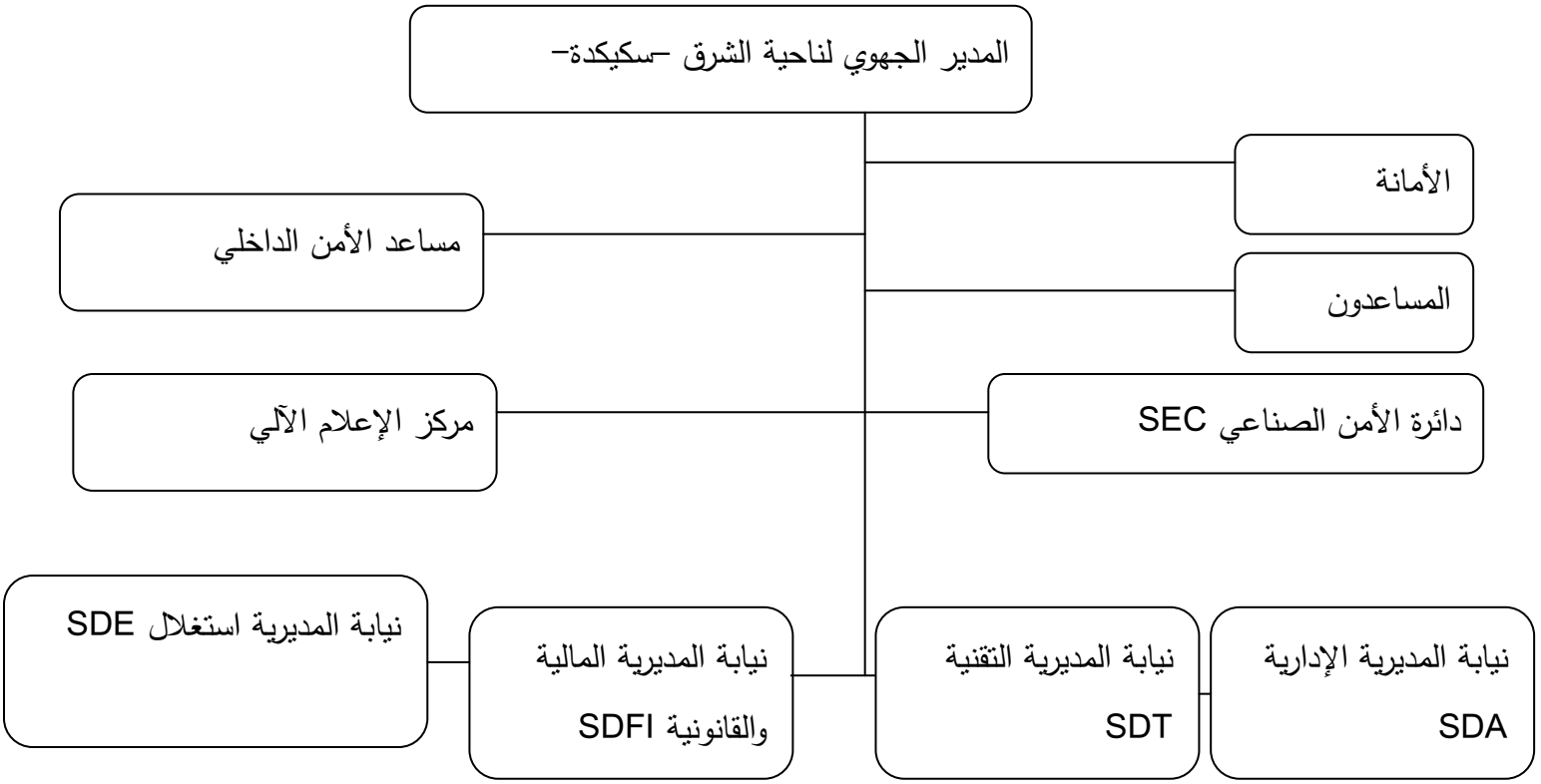
للوحدة أهداف مستقبلية والمتمثلة في:

- نقل المحروقات السائلة والغازية عبر الأنابيب من حقول الإنتاج نحو مركبات التحويل والتمييع وموانئ الشمال الشرقي الجزائري.
- الاستغلال الشرقي الجزائري؛
- صيانة منشئات المحروقات؛
- تسيير واستغلال محطة الضغط والضخ للحفاظ على قدرة الضخ والضغط المسطرة لها.

وسيتم عرض الهيكل التنظيمي للمديرية الجهوية لفرع النقل عن طريق الأنابيب فيما يلي:

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

الشكل رقم 08 : الهيكل التنظيمي للمديرية الجهوية لفرع النقل عن طريق الأنابيب



المصدر: الدائرة المالية.

وفيما يلي: شرح الهيكل التنظيمي للمديرية الجهوية لفرع النقل عن طريق الأنابيب

– المدير الجهوي تفوض له صلاحية اتخاذ القرارات، ومن أهم أعماله كذلك التنسيق بين مختلف الدوائر والمصالح لضمان السير الحسن للمديرية.

– **المساعدون:** هم عبارة عن إطار سامية مختصين في المحروقات خاصة الجانب التقني.

– **مساعد الأمن الداخلي:** خلية مختصة من أجل حماية المنشآت الخارجية (قنوات الأنابيب) من الصحراء إلى الشرق.

– **دائرة الأمن الصناعيsec:** تهتم بتوفير الأمن داخل المؤسسة وعند التقدم للقيام بالمهام.

– **مركز الإعلام الآلي:** تهتم باختراع وتطوير البرامج مع وضع نظام معلوماتي وهذا لتسهيل المهام للمستعمل، كما أنّه يهتم بتصليح الحواسب الخاصة في حالة العطل، ويعتمد على شبكة الأنترنيت في اتصالاته.

* **نيابة المديريات:** وهي أربع مديرات.

1- نيابة المديرية الإدارية: وتنقسم إلى:

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

* **دائرة الموارد البشرية والاتصال:** تقوم بتسيير رأس المال البشري للمؤسسة وكذا السهر على احترام القوانين والأنظمة وتشمل:

- مصلحة التكوين؛
- مصلحة التسيير التقديري للمستخدمين.

* **دائرة الوسائل العامة:** وتتخلص مهمتها في السهر على المحافظة العامة والإمداد باللوازم المكتبية ومواد التنظيف لصالح المستودعات الخاصة بالمديرية وتنظيم النشاطات الثقافية والاجتماعية وتشمل:

- مصلحة الداخلية؛
- مصلحة الإطعام والإسكان؛
- مصلحة العناية بالمبنى.

* **دائرة الإدارية والخدمات الصناعية ADM SOC:** وتشمل:

- مصلحة العلاقات الصناعية؛
- مصلحة الأجور المستخدمين؛
- مصلحة الخدمات الاجتماعية.

2- نيابة المديرية التقنية SDT: ويتمثل دورها في الصيانة والمحافظة على مكتسبات المديرية وإنجاز البرامج لنقل المحروقات وتشمل:

- دائرة الصيانة؛
- دائرة الأشغال الجديدة؛
- دائرة النقل والتموين؛
- دائرة حماية المنشآت.

3- نيابة المديرية المالية والقانونية: وتنقسم إلى:

- دائرة الميزانية؛
- دائرة قانونية؛
- دائرة مالية.

4- نيابة المديرية استغلال SDE: وتنقسم إلى:

- دائرة استغلال الغاز ؛
- دائرة استغلال البترول.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

ومن أجل التعرف أكثر على سوناطراك سنقوم بدراسة وتحليل وضعيتها المالية، وذلك للفترة الممتدة (2009-2012)، وهذا ما سيكون موضوع المبحث الموالي.

المطلب الثالث: دراسة تعريفية بالدائرة محل التربص:

تعد الدائرة المالية القاعدة التي يرتكز عليها في تبيان التكاليف، والإيرادات باستعمال عدة تقنيات، المتمثلة في المحاسبة التحليلية، المحاسبة العامة، التحليل المالي، الجباية، وتتمثل مهام الدائرة المالية فيما يلي:

- وضع كل الإجراءات التنظيمية للوظيفة المالية؛
- السهر على المتابعة الدقيقة للمحاسبة العامة والتحليلية؛
- السهر على إدخال واستعمال المعلومات مع احترام القواعد والقوانين الخاصة بالمالية؛
- المشاركة في جميع اللجان واجتماعات العمل؛
- تقييد جميع العمليات المحاسبية التي تتم على مستوى المديرية بالاعتماد على المخطط الوطني المحاسبي؛
- متابعة البرنامج السنوي المخطط؛
- مراقبة ومتابعة نظم التسيير ؛
- المراقبة والربط بين مختلف نشاطات مصالح الدائرة والمتمثلة في:

1- مصلحة المحاسبة العامة.

ومهمتها تسجيل العمليات المحاسبية طبقا للمخطط الوطني المحاسبي، وتبعا كذلك للإجراءات المتفق عليها

- الاحتفاظ بجميع الوثائق المحاسبية؛
- إعداد الميزانية والجداول الملحقة والجرد.

وتنقسم هذه المصلحة إلى أربعة فروع:

فرع المركزية، فرع الاستثمارات، فرع العمليات المختلفةو فرع الموردون.

1-1- فرع الاستثمارات:

يهتم هذا النوع بكل ما يخص الاستثمارات وبتسجيل ومتابعة الاهتلاكات ومختلف عمليات شراء الاستثمارات وكذلك إعداد ملف الاستثمارات الخردة مع وضع القيمة الأصلية والقيمة الباقية وإرساله إلى لجنة مختصة.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

1-2- فرع العمليات المختلفة:

يقوم بإعداد سندات قيد بين الوحدات وكذلك تسجيل الرواتب والأجور في سند قيد العمليات المختلفة، ويقوم بتحليل الحسابات الخاصة بالضمان الاجتماعي والضرائب وتسجيل الدفع الجزافي والاشتراكات أرباب العمل في سند العمليات المختلفة وكذلك تسجيل كل العمليات التي لا تسجلها الفروع الأخرى.

1-3- فرع الموردون:

يستقبل ويعالج كل الفواتير الواردة من الموردين سواء المحليين أو الأجانب، وكذلك إعداد الفواتير للعملاء من أجل تسديد الخدمة المقدمة لهم.

1-4- فرع المركزية:

يهتم بالتسجيل المحاسبي لعمليات التخزين من دخول وخروج السلع من المخازن.

2- مصلحة الخزينة:

تمثل الأموال التي هي في حوزة الشركة وتستطيع التصرف فيها في أي وقت وهذه المصلحة مهمتها تسديد التزامات الشركة نحو الموردين والدائنون والتحصيل من العملاء وهذه المصلحة مقسمة إلى فرعين حسب الهيكل التنظيمي هما فرع البنك وفرع الصندوق.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المبحث الثاني: دراسة الوضعية المالية لمؤسسة سوناطراك.

إن الوضعية المالية لأي مؤسسة التي تحدد لها اختياراتها المتعلقة بمصادر التمويل، ونسبة كل مصدر داخل الهيكل المالي، وتمكننا أيضا من معرفة احتياجاتها المالية، سواء المتعلقة بدورة الاستغلال أو بدورة الاستثمار، وسنقوم بدراسة وتحليل الوضعية المالية لمؤسسة سوناطراك عن طريق مؤشرات التوازن المالي وبعض النسب المالية، وهذا بعد أن نقوم بإعداد الميزانيات المالية المختصرة للفترة الممتدة من (2009-2012)، لكونها الفترة التي تنصب عليها دراستنا.

المطلب الأول: إعداد الميزانيات المالية المختصرة.

انطلاقا من الميزانيات المالية المقدمة من طرف المديرية الجهوية لنقل عن طريق الأنابيب – سكيكدة، والتي تخص مؤسسة سوناطراك، قمنا بإعداد الميزانيات المالية المختصرة، وهذا من خلال إعداد جدولين، الأول يوضح هيكل الأصول للمؤسسة سوناطراك للفترة الممتدة من (2009-2012)، أما الجدول الثاني فيوضح هيكل الخصوم للمؤسسة سوناطراك لنفس الفترة.

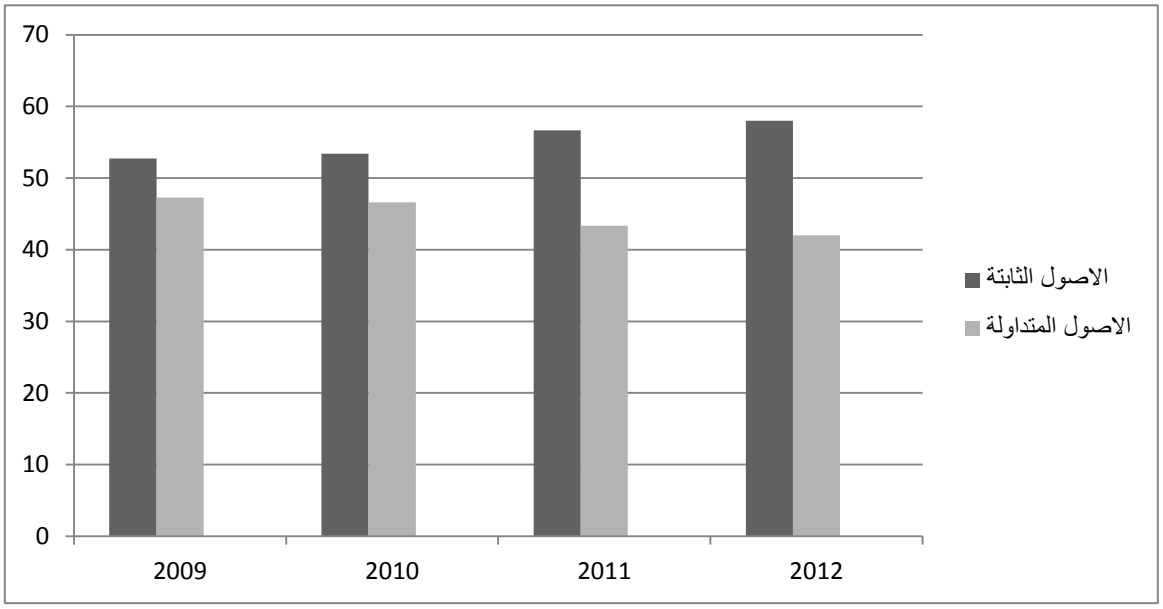
WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

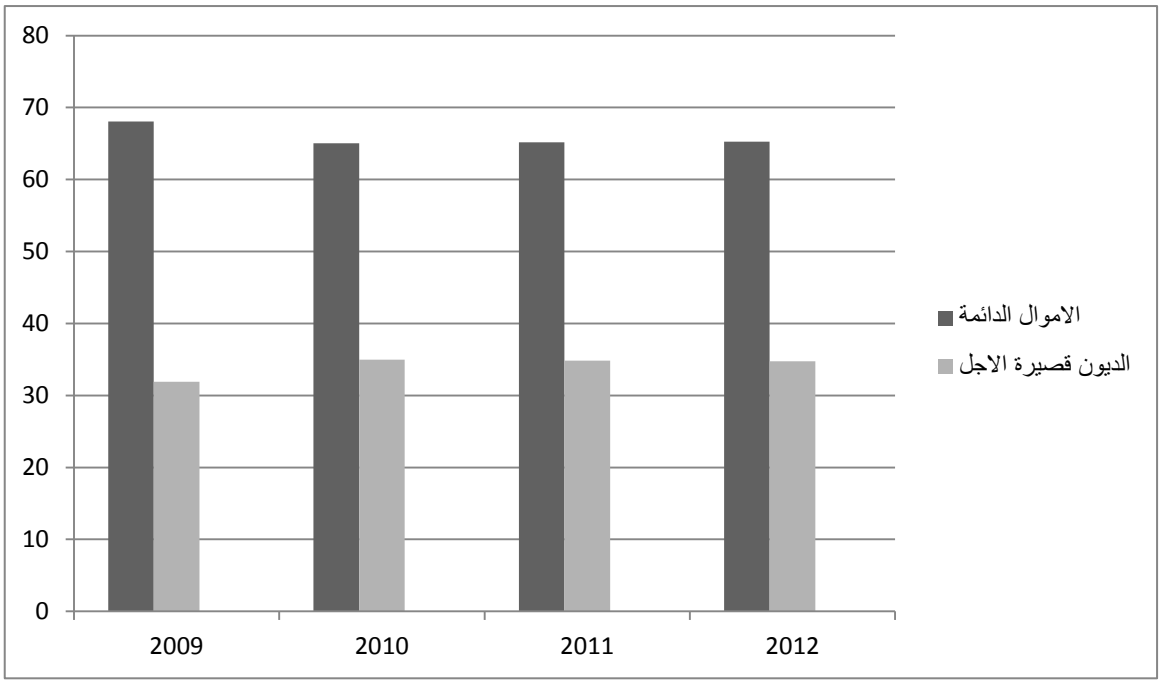
ولتسهيل ملاحظة تطور عناصر أصول وخصوم المؤسسة، يمكننا تمثيل معطيات الجدولين السابقين بالشكلين التاليين:

الشكل رقم (09): تطور أصول مؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على جدول للأصول

الشكل رقم (10): يبين تطور خصوم مؤسسة سوناطراك.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على جدول الخصوم

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

يظهر من خلال الميزانية المالية المختصرة والتمثيل البياني لها في الشكلين السابقين، أن للمؤسسة قدرات معتبرة على تمويل أصولها الثابتة بواسطة الأموال الدائمة التي تمتلكها، وهذا من أعلى الميزانية وبالنسبة لجميع السنوات (2009-2012)، حيث يترجم ذلك برأس المال العامل الذي سوف نتطرق إليه فيما بعد، أما من أسفل الميزانية فيتبين لنا إمكانية المؤسسة على تغطية أصولها المتداولة بواسطة الديون قصيرة الأجل وبالنسبة لجميع سنوات الفترة المدروسة.

وما يلاحظ من خلال الجدول السابق والممثل لهيكل أصول مؤسسة سوناطراك، أن القيم الثابتة سجلت ارتفاعا مستمرا على طول فترة الدراسة، وهذا بسبب اقتناء المؤسسة لتثبيثات جديدة من أجل العملية الإنتاجية، أما بالنسبة للأصول المتداولة فقد عرفت انخفاضا طول فترة الدراسة إلا أن هذا الانخفاض طفيف، حيث بلغت النسب التالية: 47.27%، 46.61%، 43.32%، 41.99%، ويرجع هذا الانخفاض إلى التغير في حسابات المخزون، الزبائن، الموردون والخزينة.

أما بالنسبة لعناصر الخصوم، فإننا نلاحظ أنه بالإضافة إلى الأموال الخاصة فإنه توجد ديون طويلة الأجل وديون قصيرة الأجل، وقد لجأت المؤسسة للديون الطويلة من أجل تمويل الاستثمارات، حيث أن الأموال الدائمة بلغت أقصاها في سنة 2009 بنسبة 68.08% وبعد ذلك انخفضت إلى 65.03% في سنة 2010 لتبقى شبه مستقرة خلال السنتين المواليتين حيث كانت لنسب الأموال الدائمة كالتالي: 65.18% و65.27%.

وللمؤسسة ديون قصيرة الأجل كما ذكرنا سابقا، وقد لجأت إليها من أجل تمويل دورة الاستغلال، حيث قدرت هذه الأخيرة في سنة 2009 بـ 34.97%، أما في سنتي 2011 و2012، فعرفت زيادة طفيفة لتكون نسبتها على التوالي كما يلي: 34.82، 34.73.

المطلب الثاني: قياس التوازن المالي للمؤسسة

بهدف دراسة وتحليل الوضعية المالية لمؤسسة سوناطراك سنقوم بقياس المؤشرات المالية للتوازن والمتمثلة أساسا في رأس المال العامل، الاحتياج من رأس المال العامل والخزينة الصافية.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

1- رأس المال العامل: يتم هنا حساب رأس المال العامل بالكل أنواعه.

1-1- رأس المال العامل الإجمالي:

ويحسب رأس المال العامل الإجمالي وفق العلاقة التالية:

رأس المال العامل= مجموع الأصول المتداولة

والجدول الموالي يوضح قيم رأس المال العامل الإجمالي للمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).

جدول رقم (05): قيم رأس المال الإجمالي للمؤسسة سوناطراك من سنة 2009-2012.

الوحدة: مليون دج

السنوات / البيان	2009	2010	2011	2012
رأس المال العامل الإجمالي	2560510	3087402	3224094	3386000
نسبة التغير	-	0.21	0.04	0.05

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة.

1-2- رأس المال العامل الصافي:

ويحسب وفق العلاقة التالية:

ر م عص= الأموال الدائمة – الأصول الثابتة

حيث ر م ع ص هو رأس المال العامل الصافي وهو موضح في الجدول الموالي:

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

جدول رقم (06): رأس المال العامل الصافي لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).

الوحدة: مليون دج

السنوات / البيان	2009	2010	2011	2012
الأصول الدائمة (1)	3688186	4308217	4850835	5263000
الأصول الثابتة (2)	2856553	3537088	4217722	4678000
رأس المال العامل الصافي(1)-(2)	831633	771129	633113	585000
نسبة التغير	-	0.07	0.18	0.08

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة.

1-3- رأس المال الخاص:

ويحسب وفق العلاقة التالية:

رأس المال الخاص= الأموال الخاصة – الأصول الثابتة

والجدول الموالي يوضح رأس المال الخاص للمؤسسة سوناطراك للفترة الممتدة من (2009-2012).

جدول رقم (07): قيم رأس المال الخاص لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012)

الوحدة: مليون د ج.

السنوات / البيان	2009	2010	2011	2012
الأصول الدائمة (1)	3592752	4204923	4740306	5138000
الأصول الثابتة (2)	2856553	3537088	4217722	4678000
رأس المال العامل الصافي(1)-(2)	736199	667835	522584	460000
نسبة التغير	-	(0.09)	(0.22)	(0.12)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

1-4- رأس المال العامل الأجنبي:

ويحسب وفق العلاقة التالية:

ر م ع الأجنبي= ر م ع ص – ر م ع الخاص

وهو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (08): قيم رأس المال العامل الأجنبي للمؤسسة سوناطراك للفترة الممتدة (2009-2012).

الوحدة: مليون د ج

السنوات / البيان	2009	2010	2011	2012
ر م ع ص	831633	771129	633113	585000
ر م ع الخاص	736199	667835	5225.84	460000
ر م ع الأجنبي	95434	103294	110529	125000
نسبة التغير	-	0.08	0.07	0.13

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة وعلى النتائج السابقة لرأس المال العامل الصافي

ويمكن تلخيص أنواع رأس المال العامل في الجدول التالي:

جدول رقم (09): قيم أنواع رأس المال العامل لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).

الوحدة: مليون د ج

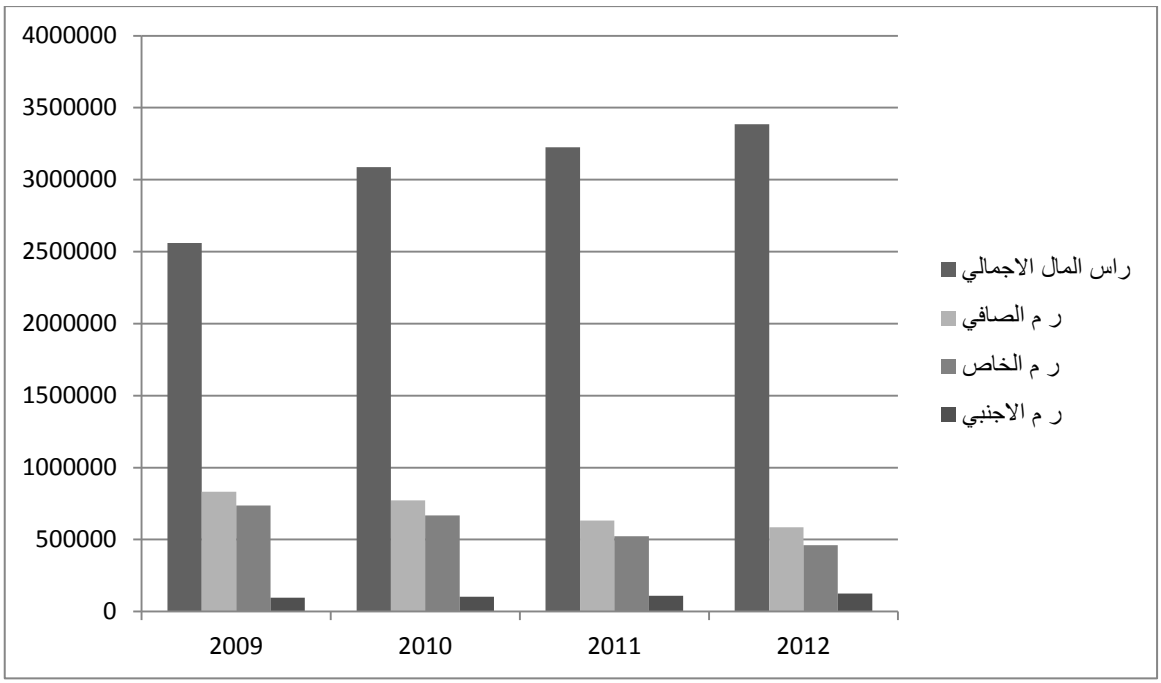
السنوات / البيان	2009	2010	2011	2012
رأس المال الإجمالي	2560510	3087402	3224094	3386000
رأس المال الصافي	831633	771129	633113	585000
رأس المال الخاص	736199	667835	522584	460000
رأس المال الأجنبي	95434	103294	110529	125000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول السابقة.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

والشكل الموالي يترجم معطيات الجدول.

الشكل رقم (11): تطور أنواع رأس المال العامل سوناطراك للفترة (2009-2012)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

من خلال النتائج المتوصل إليها عن طريق حساب أنواع رأس المال العامل، والتمثيل البياني المرافق له، خلال السنوات الأربعة لاحظنا وجود ما يلي:

- ر م ع الإجمالي:

نلاحظ أن رأس المال العامل الإجمالي حقق قيم موجبة خلال السنوات الأربعة، وتميز بارتفاع على طول فترة الدراسة، إلا أن نسبة الارتفاع كانت متغيرة من سنة لأخرى، حيث ارتفعت من سنة 2009 إلى 2010 بـ 21%، أما من سنة 2010 إلى 2011 فكانت نسبة الارتفاع 4%، وقدرت نسبة الارتفاع في سنة 2012 بـ 5%، وهذا التغير في نسبة ارتفاع رأس المال العامل الإجمالي، يرجع إلى التغير في الحسابات التالية: المخزون الجاري، الزبائن، المدينون الآخرون والخزينة.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

- ر م ع الصافي:

نلاحظ أن رأس المال العامل الصافي موجب خلال كل سنوات الدراسة، حيث أن الأصول الثابتة ممولة كليا بالأموال الدائمة، أي أن للمؤسسة قدرة تمويلية لا بأس بها.

وهذا يعني أن المؤسسة تحقق توازن مالي على المدى الطويل ونلاحظ أي نسبة التغير في رأس المال العامل الصافي، كانت سالبة، حيث قدرت على طول فترة الدراسة بـ (0.07)، (0.18)، (0.08)، وهذا يفسر بأن نسبة الزيادة في الأصول الثابتة تفوق نسبة الزيادة في الأموال الدائمة وهذا ما أدى بالرأس المال العامل الصافي للانخفاض من سنة للأخرى، إلا أنه يبقى مؤشر جيد يبين قدرات المؤسسة التمويلية.

- ر م ع الخاص:

تتمتع المؤسسة بوجود رأس مال عامل خاص موجب على طول فترة الدراسة. وهذا بسبب ارتفاع الأموال الخاصة.

حيث في سنة 2010 ارتفع رأس المال الاجتماعي من 500000 م دج إلى 1000000 م دج، بالإضافة إلى ارتفاع العلاوات والاحتياطات سنة 2009، بالإضافة إلى حسابات أخرى للأموال الخاصة، أما 2011 و2012 فكانت الزيادة في حساب العلاوات والاحتياطات خاصة، ونلاحظ أيضا أن نسبة التغير في رأس المال العامل الخاص سالبة، وهذا ما يترجم التناقص التدريجي في قيم رأس المال العامل (الخاص) ويفسر ذلك بأن الزيادة في نسبة الأصول الثابتة تفوق نسبة الزيادة في الأموال الخاصة، وبصفة عامة نستطيع القول أن المؤسسة قادرة على تمويل أصولها الثابتة دون اللجوء إلى الديون، إلا أننا نجد أن للمؤسسة ديون طويلة الأجل، تستخدمها في تمويل الأصول المتداولة وهنا نجد خلل في توازنها المالي، حيث أن المؤسسة تحمل نفسها تكلفة أكبر من اللازم، فيمكنها أن تزيد في ديونها القصيرة الأجل وتقلص في الديون طويلة الأجل، لأنها تعتبر أموال مجمدة فهي تتحمل تكلفة وهي تكلفة الفرصة البديلة.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

- ر م ع الأجنبي:

نلاحظ أن رأس المال العامل الأجنبي كان موجب على طول فترة الدراسة، ونسبة التغير في رأس المال العامل الأجنبي موجبة أيضا، وهذا ما يترجم بالارتفاع في قيمته من سنة لأخرى، وهذا دليل على أن المؤسسة تعتمد على الديون لتمويل احتياجاتها خاصة القصيرة.

2- الاحتياج من رأس المال العامل:

يمكن حساب احتياجات رأس المال العامل انطلاقا من العلاقة التالية:

$$\text{إ ر م ع} = (\text{الأصول المتداولة} - \text{خزينة الأصول}) - (\text{د ق أ} - \text{خزينة الخصوم})$$

حيث:

- إ ر م ع: هي الاحتياجات من رأس المال العامل؛

- الأصول المتداولة- خزينة الأصول = الاحتياجات الدورية للاستغلال؛

- ديون قصيرة الأجل – خزينة الخصوم= الموارد الدورية للاستغلال.

وبالتالي فإن:

$$\text{احتياجات رأس المال العامل} = \text{الاحتياجات الدورية} - \text{الموارد الدورية}$$

وبالاعتماد على المعطيات المستخلصة من الميزانية المالية لمؤسسة سوناطراك، نستطيع تحديد احتياجاته من رأس المال العامل وذلك من خلال الجدول التالي:

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

جدول رقم (10): قيم احتياجات رأس المال العامل لمؤسسة سوناطراك خلال الفترة (2009-2012).

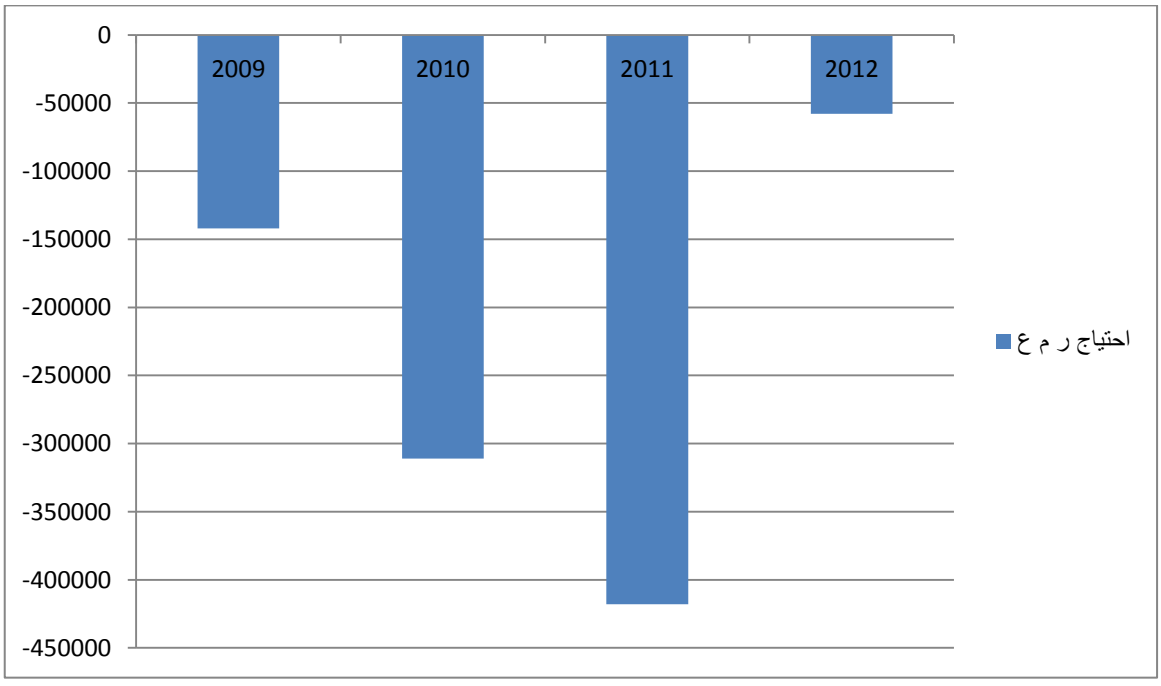
الوحدة: مليون دج

السنوات / البيان	2009	2010	2011	2012
الاحتياجات الدورية (1)	1584973	2005160	2158617	2743000
الموارد الدورية (2)	1726908	2316274	2576621	2801000
احتياجات رأس المال العامل= (1)-(2)	(141935)	(311114)	(418004)	(58000)
نسبة التغير	-	1.19	0.34	(0.86)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة.

ولتسهيل عملية الملاحظة تمثل المعطيات السابقة في الشكل التالي:

شكل رقم (12): تطور احتياجات رأس المال العامل لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول السابق

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

من خلال النتائج المتوصل إليها عن طريق حسابنا للاحتياج من رأس المال العامل والتمثيل البياني الموافق وجدنا ما يلي:

أن الاحتياج من رأس المال العامل سجل بقيم سالبة، خلال السنوات الأربعة (2009- 2012)، ويرجع ذلك لكون موارد الدورة أكبر من احتياجاتها، وهذا يدل على أن الديون قصيرة الأجل كانت كافية لتغطية احتياجات الدورة، وما يلاحظ أيضا أن قيم الاحتياج من رأس المال العامل كانت في تناقص على طول فترة الدراسة، حيث قدرت نسب التغير في الاحتياج للفترة الممتدة(2009-2012) على التوالي كالتالي:1.19، 0.34، (0.86)، وبذلك شهدت أكبر انخفاض للاحتياج سنة2012، ولذلك يجب على المؤسسة إعادة النظر في السياسة المتبعة مع الزبائن والموردون، فعليها تقليص المدة الممنوحة للديون الزبائن، ومن جهة أخرى محاولة زيادة المدة الممنوحة للمؤسسة من طرف الموردين، وذلك من أجل المحافظة على التوازن المالي في المدى القصير.

3- الخزينة الصافية: وتحسب وفق العلاقة التالية:

الخزينة الصافية = رأس المال العامل – الاحتياج من رأس العامل

تظهر وضعية خزينة المؤسسة في الجدول الموالي

جدول رقم(11): قيم الخزينة لمؤسسة سوناطراك خلال الفترة (2009-2012)

الوحدة: مليون دج

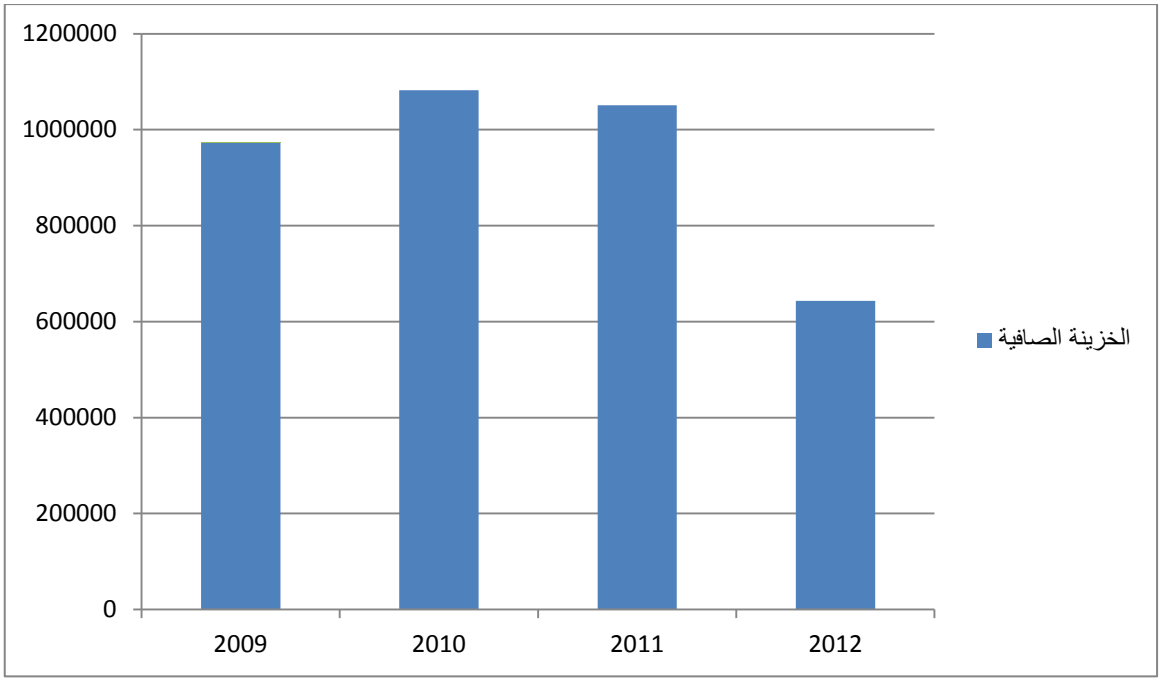
السنوات / البيان	2009	2010	2011	2012
رأس المال العامل(1)	831633	771129	633113	585000
احتياج من رأس المال العامل(2)	(141935)	(311114)	(418004)	(58000)
الخزينة الصافي(1)-(2)	973568	1082243	1051117	643000
نسبة التغير	-	0.11	(0.03)	(0.39)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدولين السابقين للرأس المال والاحتياج للرأس المال

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

والشكل الموالي يجسد معطيات الجدول السابق.

شكل رقم(13): الخزينة الصافية لمؤسسة سوناطراك للفترة الممتدة(2009-2012).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

بناء على النتائج المتوصل إليها من حساب الخزينة الصافية والتمثيل البياني المرافق لها وجدنا أن:

الخزينة الصافية للمؤسسة تظهر بقيم موجبة، وهذا خلال السنوات الأربعة، وبذلك يمكننا القول أن المؤسسة تحقق توازن مالي على المدى القصير بين رأس ما لها العامل واحتياجاتها من رأس المال العامل من جهة أخرى، كما يلاحظ أيضا أنه من الرغم من إيجابية الخزينة إلى أن قيمتها في تناقص مستمر، حيث قدرت نسب التغير في الخزينة للفترة الممتدة (2009-2012) على التوالي كما يلي 0.11، (0.03)، (0.39).

وما يمكن التوصل إليه بخصوص الوضعية المالية لمؤسسة سوناطراك، من خلال المؤشرات السابقة، والدالة على وضعية التوازن المالي، أن مؤسسة سوناطراك تشهد وضعية مالية متوازنة طول فترة الدارسة (2009-2012).

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المطلب الثالث: التحليل بواسطة النسب

سنستعين بالنسب المالية من أجل تحليل الوضعية المالية لمؤسسة سوناطراك، والمتمثلة أساسا"في:

- نسب التمويل؛
- نسب المردودية؛
- نسب القيمة المضافة.

1- نسب التمويل:

وأهم النسب التي اعتمدناها من أجل تحليل الوضعية المالية للمؤسسة مجسدة في الجدول التالي:

جدول رقم(12): نسب التمويل لمؤسسة سوناطراك للفترة الممتدة(2009- 2012).

البيان	العلاقة	2009	2010	2011	2012
نسبة التمويل الدائم	الأموال الدائمة / الأصول الثابتة	1.29	1.22	1.15	1.13
نسبة التمويل الخاص	الأموال الخاصة / الأصول الثابتة	1.26	1.19	1.12	1.10
نسبة الاستقلالية	الأموال الخاصة / مجموع الديون	1.97	1.74	1.75	1.76
نسبة المديونية	مجموع الديون / مجموع الأصول	0.34	0.37	0.36	0.36
نسبة السيولة العامة	الأصول المتداولة / الديون القصيرة الأجل	1.48	1.33	1.24	1.21
نسبة السيولة الفوري	القيم الجاهزة / الديون قصيرة الأجل	0.56	0.47	0.41	1.11
نسبة رأس المال الدائم	رقم الأعمالHT / الأموال الدائمة	0.96	1.03	1.13	1.11
نسبة رأس المال الخاص	رقم الأعمالHT / الأموال الخاصة	0.98	1.06	1.15	1.13

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة سوناطراك.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

من خلال الجدول السابق، نلاحظ أن نسب التمويل الدائم أكبر من الواحد الصحيح، وهذا على طول فترة الدراسة (2009-2012)، مما يدل على وجود هامش أمان يسمح للمؤسسة بتغطية احتياجاتها من رأس المال العامل، ويلاحظ أيضا أن نسب التمويل الدائم في تراجع مستمر على طول الفترة الممتدة بين 2009-2012، وهذا راجع إلى الزيادة في الأصول الثابتة التي فاقت الزيادة في الأموال الدائمة.

أما بالنسبة للتمويل الخاص فإن نسبه أيضا فاقت الواحد الصحيح خلال السنوات الأربعة، وبالتالي فإن المؤسسة تستطيع تغطية أصولها الثابتة بواسطة أموالها الخاصة دون اللجوء للاقتراض، والفائض منه يستخدم لتمويل الأصول المتداولة، وهذا عامل إيجابي بالنسبة للمؤسسة.

أما بالنسبة لنسب الاستقلالية المالية فسجلت نسبها أكبر من الواحد على طول الفترة، مما يشير إلى الإمكانيات الخاصة للمؤسسة، التي تمكنها من تغطية ديونها عن طريق أموالها الخاصة، وهذا ما يعكس استقلالية المؤسسة ماليا. وتظهر نسب المديونية أقل من 0.05، وهي نسبة حسنة وجد مقبولة، وتعبر عن نسبة الضمان التي تمنحها المؤسسة لدائنها، بما يزيد ثقتهم في المؤسسة.

وبالنظر إلى نسب السيولة العامة، فإننا نجدها على طول الفترة الممتدة بين (2009-2012) أكبر من 1، وهذا ما يبين قدرة المؤسسة على تسديد ديونها القصيرة الأجل بواسطة أصولها المتداولة، كما نلاحظ أن نسبة السيولة العامة في تراجع مستمر، وهذا راجع إلى ارتفاع قيمة الديون القصيرة الأجل من سنة للأخرى.

أما بخصوص نسبة السيولة الفورية، فقد سجلت كلها أكبر من النسبة المثلى والتي تقدر بـ 0.2، ولكون هذه النسبة تقيس قدرة المؤسسة على سداد الالتزامات قصيرة الأجل دون اللجوء لبيع المخزون السلعي، وبما أن هذه النسب مرتفعة عن 0.20، فهذا يدل على أن المؤسسة لها القدرة على تسديد ديونها قصيرة الأجل عن طريق القيم الجاهزة.

أما بالنسبة لكل من نسب رأس المال الدائم ونسب رأس المال الخاص، فقد شهدت ارتفاع على طول فترة الدراسة، ما عدا سنة 2012، حيث انخفض بنسبة قليلة ويرجع هذا الانخفاض إلى أن الزيادة في الأموال الخاصة والديون، كانت أكبر من الزيادة في المبيعات.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

وبعد دراستنا لنسب التمويل لمؤسسة سوناطراك للفترة الممتدة (2009-2012)، سنقوم بقياس مردوديتها لنفس الفترة.

2- نسب المردودية:

بهدف تقدير مردودية المؤسسة، فإنه لابد من حساب نسبة المردودية التجارية، الاقتصادية والمالية، وذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (13): مختلف نسب المردودية لمؤسسة سوناطراك خلال الفترة (2009-2012).

السنوات / البيان	العلاقة	2009	2010	2011	2012
المردودية التجارية	نتيجة الدورة الصافية/ رقم الأعمال خارج الرسم	0.08	0.16	0.13	0.10
المردودية الاقتصادية	النتيجة الصافية/ مجموع الأصول	0.05	0.11	0.09	0.07
المردودية المالية	النتيجة لصافية/ الأموال الخاصة	0.08	0.17	0.15	0.11

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية وجدول حسابات النتائج.

تعبر نتيجة المردودية التجارية عن الربح المحقق من كل دينار من المبيعات الصافية، ويلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن نسب المردودية كانت موجبة، أما نسبها فكانت متذبذبة على طول فترة الدراسة، وهذا راجع إلى التغير في التكاليف التي تتحملها سوناطراك، حيث أنه كلما ارتفعت هذه الأخيرة انخفضت المردودية.

أما بالنسبة للمردودية الاقتصادية فهي تقيس الفعالية في استخدام الأصول الموضوعة تحت تصرف المؤسسة، والملاحظ من الجدول السابق أن أكبر معدل المردودية الاقتصادية قدر بـ 11%، وذلك في سنة 2010، إلا أن نلاحظ أنه من المفروض أن تحقق نسب أكبر من النسب السابقة، وهذا بالمقارنة مع استثماراته الضخمة المتاحة له، ولكن تبقى المصاريف والأعباء التي تتحملها المؤسسة أكبر عقبة له.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

وتعبر نتيجة المردودية المالية مقدار الربح الصافي الذي يعود على المستثمرين عن كل دينار مستثمر في رأس مال المؤسسة، وما يلاحظ من الجدول أعلاه أن أكبر قيمة شهدتها المؤسسة كانت في سنة 2011، حيث قدر بـ 17%، وهو معدل لا بأس به، وهذا راجع إلى ارتفاع النتيجة الصافية، أما باقي السنوات فيلاحظ أن المردودية المالية في انخفاض، ولذلك على المؤسسة إعادة النظر في سياستها المنتهجة ونعني بذلك السياسة التجارية والإنتاجية والتمويلية.

3- نسب القيمة المضافة:

بعد تقديرنا لنسب التمويل ونسب المردودية، سنقوم بحساب أهم نسب القيمة المضافة والمتمثلة في نسب إنتاجية العمل، نسبة إنتاجية الاستثمار، نسبة الامتيازات الضريبية ونسبة مردودية القروض، وهذا ما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (14): نسب القيمة المضافة لمؤسسة سوناطراك للفترة الممتدة (2009-2012).

البيان	العلاقة	2009	2010	2011	2012
نسبة إنتاجية العمل	مصاريف المستخدمين/ القيمة المضافة	0.03	0.03	0.03	0.03
نسبة إنتاجية الاستثمار	مجموع الاهتلاكات/ القيمة المضافة	0.13	0.09	0.08	0.08
نسبة الامتيازات الضريبية	ضرائب ورسوم/ القيمة المضافة	0.55	0.52	0.53	0.53
نسبة مردودية القروض	مصاريف مالية/ القيمة المضافة	0.19	0.16	0.16	0.17

المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد على جدول حسابات النتائج.

من خلال النتائج المسجلة في الجدول أعلاه، يتضح لنا بأن جميع النسب شبه مستقرة، هذا على طول فترة الدراسة ولا يعني ذلك بأن القيمة المضافة لم تتزايد، ولكن التكاليف أيضا ارتفعت، وبمقارنة نسب العمل مع إنتاجية الاستثمار، يتضح لنا بأن المؤسسة تعتمد على الآلات والمعدات أكبر من اعتمادها على اليد العاملة.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

ورغم أن نسب إنتاجية العمل ثابتة إلى أنه لا يعني بأنه ليس هناك تطور في هذا الحساب حيث ارتفع بصورة كبيرة في سنة 2010، وهذا راجع إلى زيادة في الأجر بـ25% وتوحيد إعادة نسب إعادة التقييم في الأجور الوظيفية للتشجيع النشاط، ومنح مكافآت بصفة استثنائية للعمال الذين لم يحصلوا على ترقية من أكثر من 5 سنوات، ولكن الزيادة في مصاريف العمال رافقه الزيادة في القيمة المضافة، وبالتالي لم تتغير نسبتها.

أما فيما يخص الامتيازات الضريبية فكانت نسبتها مرتفعة على طول فترة الدراسة، وتتكون الضرائب والرسوم أساسا من الجباية البترولية، والتي ترتفع مباشرة بارتفاع سعر البرميل من البترول.

وبالنسبة لمردودية القرض فيلاحظ أن النسبة انخفضت سنة 2010 حيث قدرت بـ16% بعد أن كانت 19% سنة 2009، ثم استقرت في سنة 2011 بنفس النسبة أما سنة 2012 فقد ارتفعت حيث قدرت ب17% وقدرت التكاليف المالية 748.30 مليار دج، ويتكون أساسا من المكافآت الاجتماعية ومصاريف متعلقة بتحديد الثقة، والديون المحررة بالعملة الصعبة، فمثلا المكافآت الاجتماعية ارتفعت بنسبة 6.8% في سنة 2012 مقارنة 2011، حيث بلغت في 2012 686 مليار دج بعد أن كانت 642 مليار دج في سنة 2011 وهي مرتبطة بارتفاع سعر البرميل... ورغم أن المصاريف المالية ارتفعت إلا أنها لم تخلق مشكلة كبيرة، وذلك بفضل التزايد المستمر في القيمة المضافة.

وفي الأخير يمكن القول عن الوضعية المالية لمؤسسة سوناطراك، على أنها وضعية مالية لا بأس بها، وأن للمؤسسة قدرات تمويلية لا يستهان بها، وكما لاحظنا سابقا أن للمؤسسة قدرة على تمويل استثماراتها بالأموال الخاصة دون اللجوء إلى الديون طويلة الأجل، فهل المؤسسة لجأت إلى هذه الديون بهدف الاستفادة من الوفورات الضريبية؟ هذا ما سنحاول معرفته في المبحث الموالي.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المبحث الثالث: التأثير الضريبي في اختيار مصادر التمويل بمؤسسة سوناطراك.

من خلال هذا المبحث سنحاول تحديد الهيكل التمويلي لمؤسسة سوناطراك، وإظهار مختلف المصادر التمويلية التي تعتمد عليها المؤسسة، وكما أننا سنتطرق إلى أهم الضرائب التي تتحملها، وهذا من أجل معرفة التأثير الضريبي على هيكلها التمويلي.

المطلب الأول: مصادر تمويل مؤسسة سوناطراك.

تتكون مصادر تمويل مؤسسة سوناطراك من مصادر داخلية وخارجية، وهذا ما يتم التطرق إليه بشيء من التفضيل.

1- مصادر التمويل الداخلي:

كما ذكرنا في الفصل النظري أن أهم مورد داخلي هو التمويل الذاتي، ولذلك سنقوم بحساب قدرة التمويل الذاتي لمؤسسة سوناطراك للفترة الممتدة (2009-2012).

1-1- قدرة التمويل الذاتي: يمكننا حساب قيم قدرة التمويل الذاتي لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012) من خلال الجدول الموالي:

جدول (15): قيم قدرة التمويل الذاتي لمؤسسة سوناطرك خلال الفترة (2009-2012).

الوحدة مليون دج

السنوات / البيان	2009	2010	2011	2012
نتيجة الدورة الصافية	284277	705492	687660	578000
مخصصات الإهتلاك	313403	301605	339250	364000
قدرة التمويل الذاتي	597680	1007097	1026910	942000
نسبة التغير %	-	68.5	1.96	8.27

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير المالية لمؤسسة سوناطراك.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

يتبين لنا من خلال النتائج المتحصل عليها في الجدول السابق، أن قيم قدرة التمويل الذاتي على طول فترة الممتدة (2009-2012) كانت موجبة وهذا يدل على قدرة المؤسسة على تمويل جزء من مشاريعها ذاتيا، وهذا يعتبر مؤشر جيد لها، ونلاحظ أيضا أن قيم قدرة التمويل الذاتي كانت في ارتفاع حتى سنة 2011، حيث لوحظ انخفاض سنة 2012، وهذا راجع للانخفاض الذي حدث في نتيجة المؤسسة، ويرجع هذا الانخفاض أساسا إلى زيادة التكاليف الذي شهدتها المؤسسة لسنة 2012، أما بالنسبة للمخصصات الاهتلاك فكانت مرتفعة على طول فترة الدراسة، وهذا يدل على زيادة استثمارات سوناطراك واقتنائها للمعدات، والتجهيزات الجديدة.

1-2- الأموال الخاصة:

المؤسسة قدرات تمويلية خاصة لا بأس بها، وهذا ما يوضحه الجدول الموالي.

جدول رقم (16): تطور الأموال الخاصة لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).

الوحدة: مليون دج

السنوات / البيان	2009	2010	2011	2012
رأس مال تم إصداره	500000	1000000	1000000	1000000
علاوات واحتياطات	2834798	2525753	3080441	3646000
نتيجة صافية	284277	705492	687660	578000
ترحيل من جديد	26323	26323	27795	86000
مجموع الأموال الخاصة	3592752	4204922	4740306	5138000
نسبة التغير %	17.04	12.73	8.39	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن قيم الأموال الخاصة للمؤسسة كانت في ارتفاع على طول فترة الدراسة، إلا أن نسب الارتفاع تنخفض، ولقد شهدت الأموال الخاصة أكبر نسبة ارتفاع في سنة

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

2010، وهذا راجع إلى زيادة رأس المال الاجتماعي إلى الضعف، بالإضافة إلى ارتفاع النتيجة الصافية، أما في سنتي 2011 و2012 فلوحظ انخفاض نسبة إرتفاع الأموال الخاصة مقارنة سنة 2010، وهذا يفسر بالانخفاض الحاصل في النتيجة الصافية بالإضافة إلى زيادة حساب الترحيل من جديد وهو حساب سالب ويتضمن هذا الحساب أساسا عمليات إعادة المعالجة المنفذة خلال العبور إلى SCFعلى رأس المال الصافي ويضم:

* خروج المصاريف التمهيدية وخروج الأسعار الجارية للإنجاز المتحف الجيولوجي CRD، بالإضافة إلى فقدان القيمة على الآبار غير مشغلة تجاريا والتأمينات، وتضم أيضا فرق التحويل الناتج عن تحيين الديون وسنداتها بالعملة الصعبة.

وفي الأخير يمكن القول أن للمؤسسة رأس مال خاص لا بأس به، يساعدها في تمويل جزء كبير من استثماراتها.

2- مصادر التمويل الخارجي:

لمؤسسة سوناطراك مصادر خارجية تمويلية متمثلة أساسا في الديون قصيرة وطويلة الأجل.

2-1- الديون طويلة الأجل:

الجدول الموالي يبين تطور الديون طويلة الأجل للمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).

جدول رقم (17): تطور الديون طويلة الأجل لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).

الوحدة: مليون دج

السنوات / البيان	2009	2010	2011	2012
منتوجات وأعباء مؤجلة	23	-	-	116000
مؤونات الأعباء	74026	86001	100025	-
قروض وديون مالية	15333	13152	7623	6000
مشاركات وقيم ملحقة	6052	4141	2881	-
ديون أخرى غير جارية	-	-	-	3000
مجموع الديون طويلة الأجل	95434	103294	110529	125000
نسبة التغير %	-	8.24	7	13.09

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

نلاحظ من نتائج الجدول السابق أن مجموع الديون على طول فترة الدراسة متنوعة ومتزايد ونسبة الارتفاع تختلف من سنة إلى سنة، وقد شهدت المؤسسة أكبر ارتفاع لديونها خلال هذه السنة، وسبب الانخفاض الذي شوهد في 2011 راجع إلى تسديد المؤسسة لجزء من القروض، وتبقى الديون طويلة الأجل مصدرا مهما للمؤسسة لا يمكنها الاستغناء عنه من أجل تمويل استثماراتها.

2-2- الديون قصيرة الأجل:

الجدول الموالي يبين تطور الديون قصيرة الأجل لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).

جدول رقم (18): تطور الديون قصيرة الأجل لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).

الوحدة: مليون دج

السنوات / البيان	2009	2010	2011	2012
الموردون والحسابات الملحقة	213300	296638	305068	248000
الزبائن والحسابات الملحقة	1082	364	583	4000
المستخدمون والحسابات الملحقة	14953	14757	18672	20000
الهيئات الاجتماعية والحسابات الملحقة.	4236	4891	6156	7000
الدولة والجماعات العمومية	185310	412962	432157	395000
المجمع والشركاء	1303426	1583019	1810347	2125000
مختلف الدائنين ومختلف المدنيين	1085	3618	3638	2000
الحسابات الانتقالية أو الانتظارية	1640	-	-	-
الأعباء والمنتوجات المعاينة مسبقا	1847	25	1	-
خزينة الخصوم	1968	-	14360	-
مجموع الديون قصيرة الأجل	1728876	2316274	2590981	2801000
نسبة التغير %	-	33.98	11.85	8.11

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

بغرض تمويل احتياجات دورة الاستغلال تعددت وتنوعت الديون القصيرة الأجل الخاصة بالمؤسسة، فكما يظهر من خلال الجدول السابق أن الديون تكونت من ديون الموردون، الزبائن، الدولة، المستخدمون... ونلاحظ أن نسبة ارتفاع هذه الديون في انخفاض مستمر، وهذا راجع أساسا للانخفاض الأعباء والمنتوجات المعاينة مسبقا بالإضافة إلى خزينة الخصوم.

2-3- نسبة قصيرة وطويلة الأجل:

لمعرفة أي من الديون تعتمد عليها المؤسسة بالنسبة أكبر، سنقوم بحساب نسبة كل نوع من الديون إلى مجموع الديون.

الجدول رقم 19: نسبة الديون قصيرة وطويلة الأجل ضمن مجموع الديون للفترة (2009-2012).

الوحدة مليون دج

البيان	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%
الديون قصيرة الأجل.	95434	5.23	103294	4.27	110529	4.09	125000	4.27
الديون طويلة الأجل	1728876	94.77	2316274	95.73	2590981	95.91	2801000	95.73
مجموع الديون	1824310	100	2419568	100	2701510	100	2926000	100

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة سوناطراك.

يتضح من الجدول أعلاه، أن مؤسسة سوناطراك تعتمد بقوة على الديون طويلة الأجل مقارنة بالديون قصيرة الأجل، ويلاحظ أيضا أن النسب كانت متقاربة على طول فترة الدراسة، حيث تراوحت نسبة الديون طويلة الأجل بين 94.77 و95.91، أما بالنسبة للديون قصيرة الأجل فكانت نبتها بين 4.09 و5.23.

وسبب اعتماد سوناطراك على الديون طويلة الأجل بالنسبة كبيرة هو من أجل تمويل استثماراتها الضخمة.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

3- دراسة الهيكل التمويلي لمؤسسة سوناطراك

سنحاول عرض وتحليل مكونات الهيكل التمويلي للمؤسسة، وهذا من أجل معرفة القدرة التمويلية للمؤسسة من أجل حصر جميع مصادره وموارده التمويلية المستعملة في تمويل احتياجات دورتي الاستغلال والاستثمار للفترة (2009-2012) كما يلي:

جدول رقم (20): الهيكل التمويلي لمؤسسة سوناطراك لفترة (2009-2012).

الوحدة: مليون دج

البيان	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%
الأموال الخاصة	3592752	66.32	4204923	63.48	4740306	63.70	5138000	63.72
الديون	1824310	33.68	2419568	36.52	2701510	36.30	2926000	36.28
مجموع الموارد التمويلية	5417063	100	6624490	100	7441816	100	8064000	100
نسبة التغير	-		22.29		12.34		8.36	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة سوناطراك.

نلاحظ من خلال نتائج الجدول السابق، أن مصادر تمويل مؤسسة سوناطراك، كانت متنوعة على طول فترة الدراسة حيث يتكون هيكلها المالي من الأموال الخاصة بالإضافة إلى الديون القصيرة وطويلة الأجل، ونلاحظ أيضا أن الأموال الخاصة بلغت أكبر نسبة لها في سنة 2009 حيث قدرت بـ 66.32%، لتنخفض سنة 2010 لتقدر بـ 63.48%.

وبعد ذلك تعود للارتفاع خلال سنتي 2011و 2012، وهذا يدل على القدرات التمويلية الخاصة التي تمتلكها مؤسسة سوناطراك.

أما بالنسبة للديون فقدر أكبر ارتفاع لها بـ 36.53% وهذا سنة 2010 ولقد انخفضت هذه الأخيرة خلال سنتي 2011 و2012 بسبب تسديد المؤسسة لجزء من ديونها.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

ويمكن القول أن المؤسسة تعتمد بالنسبة كبيرة في تمويل مشاريعها على الأموال الخاصة، وهذا ما يجعلها تتمتع بالاستقلالية المالية.

المطلب الثاني: الضرائب التي تتحملها مؤسسة سوناطراك.

تتعدد وتنوع الضرائب التي تتحملها مؤسسة سوناطراك، وتعد الجباية البترولية أهم الضرائب المفروضة على المؤسسة، وسنحاول معرفة تطور الضرائب التي تتحملها المؤسسة، بالإضافة إلى أهمية كل ضريبة.

1- تطور حجم الضرائب التي تحملها مؤسسة سوناطراك.

يمكن إظهار تطور حجم الضرائب التي تحملها المؤسسة للفترة (2009-2012) من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (21): تطور الضرائب التي تتحملها مؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).

الوحدة: مليون دج

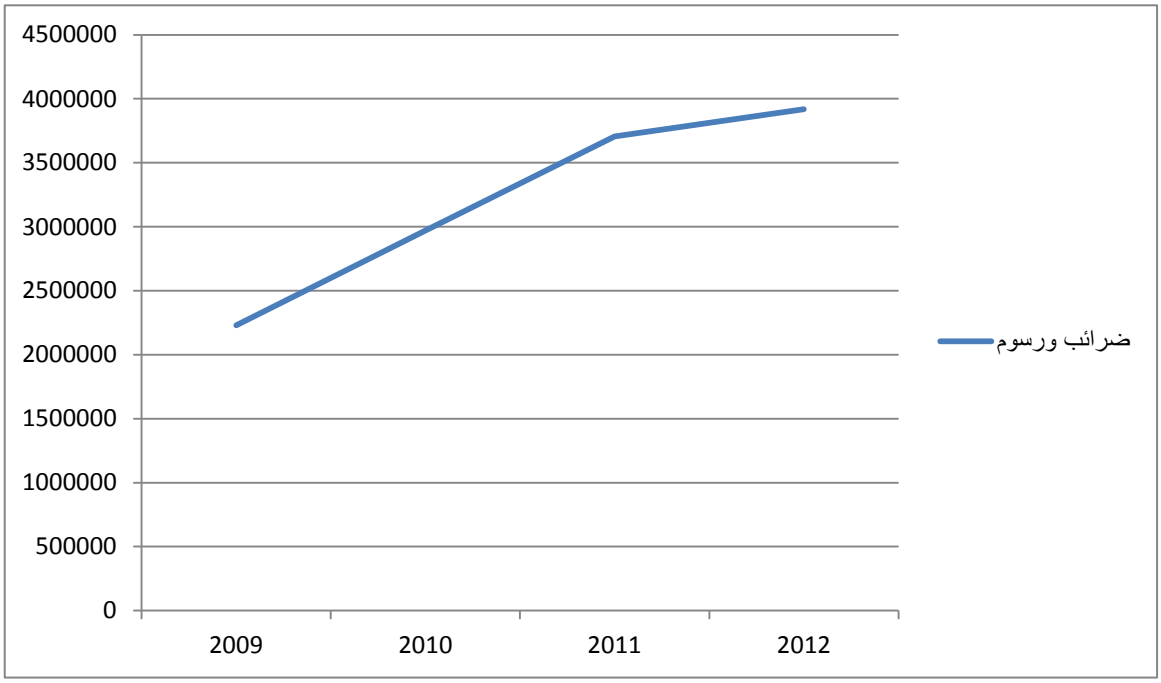
السنوات / البيان	2009	2010	2011	2012
- رسم على العائدات البترولية trp	1360000	1747000	2246000	2357000
- ضريبة على عائدات الشركاء IRA	155000	191000	244000	303000
- إتاوات على إنتاج المحروقات	617000	769000	962000	1011000
- ضريبة على أرباح الشركات IBS	87000	253000	240000	242000
- ضرائب ورسوم أخرى	10000	10000	14000	6000
مجموع الضرائب والرسوم	2229000	2970000	3706000	3919000
نسبة التغير	-	33.24	24.78	5.75

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير المالية لنشاط المؤسسة.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

ولتسهيل عملية الملاحظة تقوم بالتمثيل معطيات الجدول السابق في المنحنى البياني التالي:

شكل رقم (14): منحنى بياني يمثل تطور الضرائب والرسوم لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على جدول حسابات النتائج.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن مجموع الضرائب والرسوم كان في ارتفاع على طول فترة الدراسة، وبالنظر إلى كل الضريبة على حدى يلاحظ أن الضريبة البترولية كانت في تزايد مستمر، وهذا راجع إلى الزيادة في رقم الأعمال وفي ارتفاع سعر البرميل، التي شهدتها المؤسسة للفترة (2009-2012)، ونفس الشيء بالنسبة للضرائب الأخرى ما عدا الضريبة على أرباح الشركات والضرائب الأخرى، فيلاحظ على هذين الضريبتين أنهما متذبذبين على طول الفترة المدروسة، حيث شهدت الضريبة على أرباح الشركات أكبر نسبة ارتفاع لها سنة 2010، وذلك يرجع إلى السببين السابقين وهما ارتفاع رقم الأعمال بالموازاة مع ارتفاع سعر البرميل، بالإضافة إلى انخفاض المصاريف خارج الضريبة البترولية، فمن المعروف أنه كلما زادت التكاليف غير الضريبية قل الوعاء الخاضع للضريبة، وبالتالي قلت الحصيلة الضريبية.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

2- وزن كل ضريبة بالنسبة لإجمالي الضرائب:

وحتى نتمكن من معرفة وزن كل ضريبة وأهميتها بالنسبة للإجمالي الضرائب، سنقوم بحساب كل وزن ضريبة للإجمالي الضرائب وندرجها في الجدول الموالي:

جدول رقم (22): أهمية كل ضريبة بالنسبة لمجموع الضرائب خلال الفترة (2009-2012).

السنوات / البيان	2009	2010	2011	2012
- رسم على العائدات البترولية trp	%61.01	%58.82	%60.60	%60.14
- ضريبة على عائدات الشركاء IRA	%6.95	%6.43	%6.58	%7.73
- إتاوات على إنتاج المحروقات	%27.68	%25.89	%25.96	%25.80
- ضريبة على أرباح الشركات IBS	%3.90	%8.52	%6.48	%6.18
- ضرائب ورسوم أخرى	%0.45	%0.34	%0.38	%0.15
مجموع الضرائب والرسوم	%100	%100	%100	%100

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول السابق

نلاحظ من خلال نتائج الجدول السابق أن الرسم على العائدات البترولية يحتل أكبر النسب من مجموع الضرائب التي تتحملها المؤسسة، حيث تراوحت نسبتها على طول فترة الدراسة بين 58.82%و60.60%، وبعد ذلك تأتي الإتاوات على إنتاج المحروقات والمتراوحة نسبتها بين 25.80 و27.68، ثم تأتي بعدها على الترتيب: ضريبة على عائدات الشركاء، ضريبة على أرباح الشركات، وضرائب ورسوم أخرى.

ويمكن القول من خلال ما سبق أن الجباية البترولية هي الضريبة الأكثر أهمية بالنسبة لمؤسسة سوناطراك.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

المطلب الثالث: التأثير الضريبي على الهيكل التمويلي للمؤسسة سوناطراك.

بهدف معرفة التأثير الضريبي على الهيكل التمويلي للمؤسسة سوناطراك، سيتم عرض تطور بعض المؤشرات الأداء، ثم بعد ذلك يتم حساب أثر الرفع المالي.

1- تطور بعض مؤشرات الأداء لمؤسسة سوناطراك:

في الجدول الموالي بعض المؤشرات التي تساعد على معرفة أداء المؤسسة.

جدول رقم(23): تطور بعض مؤشرات الأداء لمؤسسة سوناطراك للفترة (2009-2012).

الوحدة: مليون دج

السنوات / البيان	2009	2010	2011	2012
رقم الأعمال	3532771	4457411	5495061	583000
إنتاج السنة المالية	3765777	4777246	6000654	6470000
القيمة المضافة	2501058	3388551	4259072	4493000
إجمالي فائض الاستغلال	1042446	1536070	1877758	1954000
نتيجة عملياتية	780048	1440678	1569453	1449000
نتيجة عملياتية قبل الضرائب	371798	958358	927904	781000
النتيجة المالية الصافية	284277	705492	687660	578000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على جدول حسابات النتائج

نلاحظ من الجدول أعلاه، أن كل من رقم الأعمال، إنتاج السنة المالية، القيمة المضافة وإجمالي فائض الاستغلال في تطور على طول فترة الدراسة.

الزيادة في إنتاج السنة المالية راجع إلى ارتفاع في الكمية المباعة من جهة وإلى إرتفاع سعر البراميل من جهة أخرى، بالإضافة إلى زيادة الإنتاج المثبت للمؤسسة وارتفاع في المخزون من المنتجات.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

أما بالنسبة للقيمة المضافة فهذا الارتفاع ناتج عن الارتفاع في الإنتاج الذي فاق الارتفاع في الاستهلاكات.

وبخصوص التطور الذي مس إجمالي فائض الاستغلال، وهذا يفسر بالزيادة في القيمة المضافة التي فاقت الزيادة في الأعباء الخاصة بمصاريف المستخدمين ومصاريف الضرائب والرسوم.

ويلاحظ أيضا من خلال الجدول السابق أن كل من: نتيجة عملياتية، نتيجة عملياتية قبل الضرائب والنتيجة المالية الصافية في تذبذب بين الارتفاع والانخفاض، وهذا راجع أساسا إلى التغيرات التي تحدث في الأعباء سواء الضريبية (الضريبة، الاهتلاكات، الأعباء المالية ..) فكلما ارتفعت هذه التكاليف كلما قلت النتيجة الصافية.

ويمكن القول عن أداء المؤسسة بأنه أداء لا بأس به ولكن نلاحظ أن نتيجة المؤسسة الصافية في تناقص مستمر على طول فترة الدراسة، وهذا راجع إلى التكاليف الكبيرة التي تتحملها المؤسسة.

2- أثر الرافعة المالية:

يتم حساب أثر الرافعة المالية وفق العلاقة التالية:

$$Rf = Re + (Re - i)\frac{D}{cp}(1 - t)$$

حيث:

Rf: معدل المردودية المالية؛

Re: معدل المردودية الاقتصادية؛

I: معدل القروض؛

D: الديون؛

CP: الأموال الخاصة؛

T: معدل الضريبة.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

والجدول الموالي يوضح قيمة المردودية المالية بعد فرض الضريبة.

جدول رقم (24): قيمة المردودية المالية بعد فرض الضريبة.

الوحدة: مليون دج

السنوات / البيان	2009	2010	2011	2012
الأموال الخاصة	359252	4204923	4740306	5138000
الديون	1824311	2419567	2701510	2926000
الفوائد	470453	533777	694359	749000
معدل القروض %	25.79	22.06	25.70	25.60
المردودية الاقتصادية %	5.25	10.65	9.24	7.17
معدل الضريبة على أرباح الشركات %	25	25	25	25
المردودية المالية%	(3.92)	3.02	(0.14)	(3.34)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات وجدول حسابات النتائج.

من خلال الجدول أعلاه يظهر أن أثر الرافعة المالي كان موجب في سنة 2010 وذلك راجع لانخفاض تكلفة الديون، أما باقي السنوات فكان سالب، لأن الاستدانة خفضت المردودية المالية، ولتجاوز ذلك لابد من تصحيح المردودية الاقتصادية وتخفيض تكاليف الديون بالتقليل منها.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

خلاصة:

من خلال هذا الفصل التطبيقي تمت دراسة الأثر الضريبي على اختيار هيكل مؤسسة سوناطراك، وذلك من خلال تقديم ورقة فنية عن مؤسسة سوناطراك كمبحث أول، وتم التطرق في المبحث الثاني إلى دراسة الوضعية المالية للمؤسسة لدورتي الاستغلال والاستثمار من خلال التقارير المالية للفترة (2009-2012)، حيث تبين لنا بأن للمؤسسة قدرات تمويلية لا بأس بها حيث أن أصولها الثابتة ممولة كليا بالأموال الدائمة، ومن أجل دراسة الوضعية المالية لمؤسسة سوناطراك تم الاستعانة بالمؤشرات التوازن المالي وبعض النسب الهيكلية، وتم التوصل إلى أن المؤسسة مستقرة ومتوازنة ماليا.

وبخصوص المبحث الثالث الذي ينصب مباشرة في موضوع بحثنا قد تم التطرق من خلاله إلى دراسة وتحليل تأثير الضريبة على الهيكل التمويلي للمؤسسة، من خلال عرض وتحليل مختلف مصادرها التمويلية، ثم بعد ذلك تم عرض أهم أنواع الضرائب التي تحملتها لنفس الفترة المدروسة، وأخيرا تم عرض بعض مؤشرات الأداء للمؤسسة، بهدف معرفة وتقييم أداءها وتحليل أثر الرفع المالي الذي تحققه الاستدانة في ظل وجود الضرائب.

وقد تبين لنا أن زيادة حجم الضرائب أو انخفاضها يؤثر بصورة مباشرة على المردودية المالية للمؤسسة، وبالتالي فإنه يؤثر على كل من النتيجة والقرارات التمويلية.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

خاتمة:

من أجل معالجة الإشكالية المطروحة والمتمثلة في ما مدى تأثير الضريبة على الهيكل التمويلي لمؤسسة سوناطراك؟ ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول، حيث تم التطرق في الفصل الأول إلى مصادر التمويل بنوعيها سواء الداخلية أو الخارجية، بالإضافة إلى تقدير تكلفة الأموال باعتبارها الأساس الذي يعتمد عليه في اختيار المصدر التمويلي، وكما حاولنا تحديد بعض العوامل التي تؤثر على الهيكل التمويلي للمؤسسة.

أما الفصل الثاني فقد خصص للتعرف على التأثير الضريبي على الهيكل التمويلي، حيث تم تعريف الضريبة وتقديم الأنواع المختلفة لها، بالإضافة إلى عرض مختصر للمعاملة الجبائية لمختلف مصادر التمويل حيث كلما كان المسير المالي على دراية بهذه الأخيرة كلما كانت قراراته التمويلي رشيدة، ويعني ذلك اختياره للمصدر الذي يكون أقل تكلفة جبائية ويحقق له أكبر الوفورات الضريبية، وبهدف إبراز موقع الضريبة في الهيكل التمويلي للمؤسسة تم عرض مختلف النظريات و الأطروحات التي حاولت معرفة التأثير الضريبي على هيكل التمويل الأمثل ومن أهمها النظرية التقليدية ونظرية ميلر ومودجلياني، بالإضافة إلى ذلك تم التعرض إلى التأثير الذي تحدثه الضريبة على مؤشرات التوازن المالي والمتمثلة في رأس المال العامل، الاحتياج من رأس المال العامل والخزينة الصافية.

أما في الفصل التطبيقي فقد تعرضنا فيه لدراسة التأثير الذي تحدثه الضريبة على القرارات التمويلية لمؤسسة سوناطراك، وقد تم فيه تحليل الوضعية المالية بهدف معرفة القدرات المالية للمؤسسة، ومن خلال تحليلنا للقوائم المالية تعرفنا على مصادر تمويلها المتنوعة، بالإضافة إلى الضرائب والرسوم التي تتحملها، وتم قياس مردوديتها المالية.

ومن خلال الدراسة التي قمنا بها في الجانبين النظري والتطبيقي توصلنا إلى مجموعة من النتائج من أهمها:

- تتنوع وتتعدد مصادر تمويل المؤسسات فمنها ما هو داخلي متمثل في التمويل الذاتي والتنازل عن الاستثمارات ومنها ماهو خارجي متمثل في الديون قصيرة وطويلة الأجل وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى؛

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

- لكل مصدر تمويل معاملة جبائية خاصة به، حيث نجد مثلا المعاملة الجبائية للسندات تختلف عن المعاملة الجبائية للقروض، ويتجلى هذا الاختلاف في كون فوائد القروض قابلة للتخفيض جبائيا على عكس فوائد السندات وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية؛
- تعتبر التكلفة الضريبية من بين العوامل التي تؤثر في تحديد السياسة المالية للمؤسسة إلى جانب تكلفة رأس المال، والتحكم في هذه التكلفة وتدنيتها يؤدي إلى ترشيد الاختيارات التمويلية من أجل الحصول على مزيج تمويلي أمثل وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة؛
- تحقق المصادر الخارجية كالديون وفورات ضريبية، مما يشجع المؤسسات على اعتماد هذا النوع من التمويل؛
- يعتبر التمويل الذاتي أحسن مصدر تمويلي من وجهة التكلفة، إلا أنه غير كافي لتغطية المشاريع الاستثمارية نظرا لضخامتها؛
- للضريبة تأثير على مؤشرات التوازن المالي والمتمثلة في رأس المال العامل، والاحتياج من رأس المال العامل بالإضافة إلى الخزينة الصافية.
- للضريبة تأثير على المردودية المالية للمؤسسة، وذلك من خلال القرارات التمويلية التي تتبعها؛
- وبعد دراستنا للتأثير الضريبي على مؤسسة سوناطراك توصلنا إلى أن المؤسسة لا تأخذ المتغير الضريبي في عين الاعتبار عند القيام بعملية التمويل، وهذا ما ينفي الفرضية الرابعة؛
- إن ارتفاع الديون في الهيكل المالي يؤدي إلى تحقيق الأثر السلبي للرافعة المالية وهذا ما تبين لنا عند حساب المردودية المالية لمؤسسة سوناطراك.

من خلال ما تقدم من نتائج نقترح التوصيات التالية:

- لابد أن يكون المدير المالي على دراية بالقوانين والتشريعات الجبائية، من أجل تكييف قراراته التمويلية بما يتلاءم مع البيئة الضريبية؛
- يجب على المؤسسة عدم الإفراط في الاستدانة لتجنب خطر الإفلاس؛
- يجب على المؤسسة توظيف أشخاص ذووا كفاءة في مجال التشريع الجبائي، بهدف تقديم استشارات، من أجل توليف القرارات التمويلية مع النصوص والقوانين الضريبية؛
- يجب على المؤسسة المفاضلة بين مصادر التمويل بناء على التكلفة و العائد؛
- يجب على المسير المالي الحصول على أكبر الوفورات الضريبية من خلال ترشيد قراراته التمويلية؛
- يجب على المؤسسة تنويع مصادرها التمويلية بغية تقليل الأخطار.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

قائمة المراجع

الكتب:

1. أسامة الحارس، فوز الدين أبو جاموس، "محاسبة الشركات"، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2004.
2. أسعد حميد العلي، "الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010.
3. إلياس بن ساس، يوسف قريشي، "التسيير المالي، دروس وتطبيقات"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2006.
4. أوجين بريجهام وآخرون، "الإدارة المالية، النظرية والتطبيق العلمي (الكتاب الأول)"، دار المريخ للنشر، الرياض، 2009.
5. أيمن الشنطي، عامر شقر، "مقدمة في الإدارة والتحليل المالي"، دار البداية، الطبعة الأولى، الأردن.
6. بن اعماره منصور، "الرسم على القيمة المضافة، دار هوامة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2010.
7. بوعزة عبد القادر،"التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة"، المدرسة العليا للتجارة، جامعة الجزائر، 2003.
8. جليل كاظم مدلول العارضي، "الإدارة المالية المتقدمة- مفاهيم نظرية وتطبيقات تعلمية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2013.
9. جليل كاظم مدلول ألعارضي، "الإدارة المالية المتقدمة –مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2013.
10. جمال لعشيشي، "محاسبة المؤسسة والجباية- وفق النظام المحاسبي الجديد"، الجزائر، 2010.
11. حسين مصطفى هلالي، "التخطيط الإستراتيجي لتطوير اداء المؤسسات- التنظيم والإدارة، الارتقاء بالكفاءات القيادية"، دار السحاب للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، 2009.
12. حميد بوزيدة، "التقنيات الجبائية، مع تمارين محلولة"، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2010.

13. الحناوي محمد صالح، مصطفى نيهال فريد، العبد جلال إبراهيم، "الإدارة المالية، التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
14. دريد كامل آل شبيب، "مبادئ الإدارة المالية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
15. الزبيدي حمزة، "الإدارة المالية المتقدمة"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
16. زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، "التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد"، ديوان المطبوعات الجامعية، 2010.
17. سعيد عبد العزيز عثمان، :النظم الضريبية- مدخل تحليلي مقارن"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
18. سليمان أبو صبحا، "الإدارة المالية"، الشركة العربية المتخذة للتسويق والتوريدات بالتعاون مع جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، 2008.
19. سيارن ولش، "أهم النسب والمؤشرات في عالم المال والأعمال"، ترجمة وإعداد محمود فتوح لإشباع للنشر والتوزيع، سوريا.
20. طارق الحاج، "مبادئ التمويل"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
21. طارق عبد العال حماد، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، تحديد قيمة المنشأة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
22. عادل فليح العلي، "المالية العامة والتشريع المالي والضريبي"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2007.
23. عبد الحليم كراجة وآخرون، "الإدارة والتحليل المالي- أسس، مفاهيم، تطبيقات"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2006.
24. عبد الغفار حنفي، "الإدارة المالية- مدخل اتخاذ القرارات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007.
25. عبد الناصر نور، نائل حسن عدس، عليان الشريف، "الضرائب ومحاسبتها"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الثانية، عمان، 2008.
26. عبدالناصر نور، نائل حسن عدس، عليان الشريف، "الضرائب ومحاسبتها"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الثانية، عمان، 2008.

27. عدنان تايه النعيمي وآخرون، "الإدارة المالية، النظرية والتطبيق"، دار السيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2007.
28. عدنان تايه النعيمي، أرشد فواد التهيمي، "التحليل والتخطيط المالي- اتجاهات معاصرة-"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
29. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، "أساسيات في الإدارة المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن.
30. علي محمد خليل، سليمان أحمد الوزي، "المالية العامة"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
31. فايز تيم، "مبادئ الإدارة المالية"، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2011.
32. فيصل محمود الشواورة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعلمية، مع مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية بالتطبيق على بورصة عمان"، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2008.
33. مبارك لسلوس، "التسيير المالي، تحليل نظري مدعم بأمثلة محلولة وتمارين"، ديوان المطبوعات الجماعية، 2001.
34. محمد البنا، "اقتصاديات المالية العامة- مدخل حديث"، الدار الجامعية، 2009.
35. محمد العامري، "الإدارة المالية الحديثة"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2013.
36. محمد سعيد عبد الهادي، "الإدارة المالية- الاستثمار والتمويل، التحليل المالي والأسواق المالية الدولية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008.
37. محمد صالح الحناوي، "الإدارة المالية- مدخل القيمة واتخاذ القرارات-"، الدار الجامعية، مصر، 2007.
38. محمد صالح الحناوي، "الإدارة المالية والتمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1988.
39. محمد صالح الحناوي، "الإدارة المالية، التحليل المالي، مشروعات الأعمال"، الكتب الجامعي الحديث، 2008.
40. محمد صالح الحناوي، رسمية ذكي قرياقص،" الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية.

41. محمد طاقة، هدى العزاوي، "اقتصاديات المالية العامة"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الثانية، عمان، 2010.
42. محمد قاسم خضاونة، "أساسيات الإدارة المالية"، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010.
43. محمد مطر، "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني- الأساليب والأدوات والاستخدامات العلمية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2006.
44. منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الطبعة السادسة، الإسكندرية، 2007.
45. نهال فريد مصطفى، "مبادئ وأساسيات الإدارة المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
46. هوام جمعة، "المحاسبة المعمقة، وفقا للنظام المحاسبي المالي الجديد والمعايير المحاسبية الدولية IAS/ IFRS 2010/2009، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2011.
47. هيتم محمد الزغبي، "الإدارة والتحليل المالي"، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2000.
48. يوسف مامش، ناصر دادي عدون، "أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي"، دار المحمدية العامة، الطبعة الأولى، الجزائر، 2008.

المذكرات:

1. صورية بن عزيزة، "تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، حالة المؤسسة الصناعية للعصير والمصبرات« sijico »، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955-سكيكدة-، 2013.
2. عدوى هاجر، "محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء"، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.

3. مصباح عائشة، "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومعوقات تطورها، دراسة تحليلية لبعض المؤسسات"، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955- سكيكدة-، 2005.
4. موسى مبارك خالد، "ضيغ التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في ظل الأزمة المالية العالمية"، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة 20 أوت 1955 –سكيكدة-، 2013.
5. نظيرة قلادي، "دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة، دراسة حالة المؤسسة الصناعية للعصير والمصبرات« sijico » وحدة رمضان جمال"، كلية العلوم الاقتصادية وعلقم التسيير.
6. يوسف قريشي، "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة ميدانية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، جامعة الجزائر، 2005.

ملتقيات:

1. مليكة زعيب، نعيمة غلاب، "تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته"، الملتقى الدولي حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات –دراسة حالة الجزائر والدول النامية"، بسكرة، 22/21 نوفمبر 2006.

المراجع باللغة الفرنسية:

1. Beatrice et franciserrandguillot, " analyse financière", gualinoediteur, edition 6, paris, 2009.
2. NecibRedjem, "methods d'analyse financière", edition dar el-ouloum, annaba, algérie, 2005.
3. zvibodie et robert merton," finance, nouveaux", horizons, 3e édition, paris, 2011.

ملخص:

يتأثر الهيكل التمويلي للمؤسسة بمجموعة من العوامل ومن أهمها الضرائب التي تتحملها، حيث يعتبر هذا العامل خارج عن نطاق المؤسسة، فهذه الأخيرة لا يمكنها التحكم فيه، ولكن يمكنها ترشيد قراراتها التمويلية بما يتلائم مع التشريعات الضريبية، ويعني ذلك أن تقوم باختيار المصادر الأقل تكلفة من جهة، والتي تحقق لها أكبر الوفرات الضريبية من جهة أخرى.

ويهدف هذا البحث إلى معرفة التأثير الضريبي على مصادر تمويل مؤسسة سوناطراك –الجزائر– وذلك بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للمؤسسة للفترة (2009–2012) فوجدنا أن هذه المؤسسة لا تتخذ العامل الضريبي كمعيار لاختيار مصادر تمويلها.

الكلمات المفتاحية: مصادر التمويل، الهيكل المالي، الضرائب، المؤشرات المالية.

Résume

Les impôts que l'Enterprise subit sont l'un des factures qui influent sur sa structure financière. Comme l'entreprise ne peut ni maitriser ce facture, elle peut rationnaliser ses désistions de financement en choisiront les financements les moins couteux et qui sont conformes à la législation fiscale.

Cette étude vise à mettre en exergue l'incidence fiscale sur les sources de financement de la SONATRACH, en se basant sur ses rapports financiers panant la période 2009/2012

Les résultats ont montré que la SONATRACH ne prend pas en compte la facture fiscal dans les choix des ses sources de financement.

Les mots clés : source de financement – structure financière - Impôt –indices financiers.