

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة 08 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



M/330.331

2013/94

مذكرة لنيل شهادة الماستر

فرع علوم مالية

تخصص: مالية المؤسسات

عنوان المذكرة:

هيكل رأس المال الأمثل لشركات متعددة الجنسيات

- دراسة حالة سونا طراك -

2010 - 2009

تحت إشراف الأستاذ :

الواعر هشام

من إعداد الطلبة :

- تونسي سميرة

- دخان سهام

السنة الجامعية: 2012-2013

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

" وَقُلْ أَعْمَلُوا فَسِرَى اللَّهِ

عَمَلِكُمْ وَرَسُولِهِ وَالْمُؤْمِنُونَ "

صدق الله العظيم

التشكرات

يقول عماد الدين الأصفهاني:

إنني رأيت أنه لا يكتب أحد كتاباً في يومه إلا وقال
في تحفه:

"لو خير هذا المكان لكان أحسن، ولو زيد هذا
لكان يستحسن، ولو قدم هذا لكان أفضل، ولو ترك
هذا لكان أجمل، وهذا من أعظم العبر وهو دليل
على النقص من جملة البشر"

بعد بسم الله الرحمن الرحيم والحمد لله على نعمه أجمعين والصحة
والعافية على إتمام هذه الدراسة لتكون درجة على سلم المعارف
والعلوم.

نتوجه بالشكر الجزيل لكافة الأساتذة الكرام لما كان لهم الفضل في
سنوات الدراسة في جامعة 8 ماي 1945 وكثير الشكر إلى الأستاذ
المشرف *الواعر هشم* والذي لم يبخل علينا بكل جهده وإلى كل
من ساعدنا في إنجاز هذه المذكرة.

إهداء

أهدي ثمرة جهدي

إلى زوجي الحبيب.....

أبي العزيز.....

أمي الغالية.....

إخوتي وأخواتي الأعزاء.....

جميع من أحببتهم وأحبوني

تونس سميرة

إهداء

أهدي ثمرة جهدي

إلى أمي الغالية.....

أبي العزيز رحمه الله.....

زوجي الحبيب.....

إخوتي وأخواتي الأعزاء.....

جميع من أحببتهم وأحبوني

سهام د خان

الفهرس العام

I الفهرس العام .

VII فهرس الأشكال و الجداول

المقدمة أ-ج

1 الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي هيكل رأس المال الأمثل.

2 مقدمة الفصل الأول

3 المبحث الأول : هيكل التمويل و الرفع المالي

3 المطلب الأول : مصادر التمويل

3 1- مصادر تمويل قصيرة الأجل

3 1-1 إئتمان مصرفي

5 1-2 إئتمان تجاري

6 2- مصادر تمويل متوسطة الأجل

7 1-2 تمويل بالإستحجار

7 2-2 بيع بالإستحجار

7 2-3 لإستحجار المالي

7 3- مصادر تمويل طويلة الأجل

8 1-3 إئتمادات

9 2-3 الأسهم

10 4- التمويل الذاتي

10	المطلب الثاني :تكلفة التمويل
10	1-تكلفة الديون قصيرة الأجل
10	2-تكلفة الديون طويلة الأجل
11	3-تكلفة التمويل الذاتي
11	3-1تكلفة الأرباح المحتجزة
13	3-2تكلفة أقساط الإهلاك
13	4-التكلفة المرجحة لرأس المال
14	المطلب الثالث : أهمية التمويل بالديون (ظاهرة الرفع المالي)
14	1-تعريف الرافعة المالية
15	2-قياس الرافعة المالية
16	3-حدود الرفع المالي
18	المبحث الثاني :هيكل رأس مال المؤسسة
18	المطلب الأول :مفهوم هيكل رأس المال
18	المطلب الثاني : أمنلية هيكل رأس المال
19	1-تعريف هيكل رأس المال الأمثل
20	2-مدخل مودجيان و ميلر في دراسة هيكل رأس المال
20	2-1المرحلة الأولى (modigliani_miller1958)
21	2-2المرحلة الثانية (modigliani_miller1963)
28	المطلب الثالث :تأثير المديونية في ظل تكلفة الإفلاس

30	..... خاتمة الفصل الأول
31	..... الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات و خصوصيات تسييرها المالي
32	..... مقدمة الفصل الثاني
33	..... المبحث الأول: ماهية شركات متعددة الجنسيات و قرارها المالية الدولية طويلة الأجل
33	..... المطلب الأول: ماهية الشركات متعددة الجنسيات
33	..... 1- مفهوم شركات متعددة الجنسيات
33	..... 2- نشأة الشركات متعددة الجنسيات
34	..... 3- خصائص شركات متعددة الجنسيات
35	..... المطلب الثاني: الفروع المختلفة للفروع الأجنبية
35	..... 1- فروع تجارية
35	..... 2- فروع إنتاج
36	..... 3- فروع مالية
36	..... 4- فروع خدمات
37	..... المطلب الثالث : التدفقات النقدية للإستثمارات الخارجية
37	..... 1- تقييم مصروفات الإستثمار للفروع الخارجية
38	..... 2- تقييم التدفقات النقدية قبل الضريبة لمشروع خارجي (أجنبي).
38	..... المطلب الرابع: معايير إختيار الإستثمارات الخارجية و قرارات التمويل
38	..... 1- معيار فترة الإسترداد
40	..... 2- معيار الربحية المحاسبية

41	3- معيار العائد الداخلي
43	4- معيار صافي القيمة الحالية
45	المبحث الثاني : العوامل المؤثرة في هيكل رأس مال الشركات متعددة الجنسيات
45	المطلب الأول : وفرة رأس المال
45	1- مصادر تمويل شركات متعددة الجنسيات
46	1-1 تمويل داخلي
46	1-1-1 سياسات ترحيل الأموال
47	1-1-2 آلية أسعار التحويل
48	2-1 تمويل خارجي
49	1-2-1 تمويل خارجي محلي
50	2-2-1 تمويل خارجي دولي
51	المطلب الثاني : التنوع الدولي لتدفقات النقدية
52	المطلب الثالث : مخاطر الصرف و متطلبات المستثمرين الأجانب
52	1- مخاطر الصرف و تكاليف الاقتراض
55	2- متطلبات المستثمرين ودليين
56	دائمة الفصل الثاني
57	الفصل الثالث : دراسة حالة سوناپراك
58	مقدمة الفصل الثالث
58	المبحث الأول : تقديم شركة سوناپراك

58	المطلب الأول: تعريف شركة سوناطراك
59	المطلب الثاني: طبيعة نشاط الشركة
59	1- مهامها
62	2- هيكل شركة سوناطراك
63	3- نشاطات شركة سوناطراك
65	المطلب الثالث: أهداف شركة سوناطراك و هيكلها التنظيمي
65	1- أهداف شركة سوناطراك
66	2- الهيكل التنظيمي
70	البحث الثاني: الهيكل المالي لشركة سوناطراك
70	المطلب الأول: مصادر تمويل شركة سوناطراك
71	المطلب الثاني: صورة هيكل رأس مال الشركة
73	المطلب الثالث: تأثير نشاط الشركة على تشكيل هيكل رأس المال
73	1- أسباب الإعتماد على التمويل الذاتي
74	2- تفسير أهمية الأموال الخاصة عموما في هيكل رأس المال
74	3- تفسير ضعف الإئتماد طوية المدى في الشركة
75	خاتمة الفصل الثالث
77	الخاتمة العامة
80	قائمة المراجع

الملاحق

فهرس الجداول و الأشكال

فهرس الجداول

الصفحة	إسم الجدول	الرقم
54	تكاليف السندات بالعملة الاجنبية	(1)

قائمة الأشكال

الصفحة	إسم الشكل	الرقم
22	العلاقة بين نسبة الإقتراض وتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة (مدخل صافي ربح العمليات)	(1)
25	تأثير الإستدانة مع تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظل MetM	(2)
29	العلاقة بين نسبة الإستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب و تكلفة الإفلاس	(3)
49	مصادر الداخلية للتمويل	(4)
52	مصادر خارجية للتمويل	(5)

المقدمة العامة

أهمية البحث :

إن تزايد النزعة لدى الشركات و المستثمرين و غيرهم عبر الحدود إلى آفاق استثمارية جديدة لتحقيق العديد من الاهداف المالية اضافة اعباء جديدة على الوظيفة المالية و نقل بها من المستوى المحلي إلى المستوى الدولي لتدخل في اطار جديد .

و قد انعكس ذلك على الهيكل المالي للمؤسسة مما يستدعي باضرورة إلى اجراء تعديلات على النظرية التقليدية و التي خلصت إلى وجود هيكل مالي امثل عند ادق نقطة لتكلفة التمويل اين تصل إلى اعلى قيمة سوقية للمؤسسة و برهانهم في ذلك أن تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الإئستدانة . و من ثم ظهرت النظرية الحديثة لمودجلياني و ميلر و مفادها أن في غياب الضرائب لا يوجد هيكل مالي أمثل و في حضور الضرائب قد يوجد هيكل مالي أمثل .

و لقد زادت أهمية التمويل خلال العقدین الأخيرین ، حيث أصبح بقاء المؤسسة و إستمرارها في ميدان الأعمال مرهون بقدره الإدارة المالية على أداء وظائفها بكفاءة خاصة في الحصول على الأموال و استثمارها و كيفية تسييرها تسيير أمثل بغية تحقيق أكبر عائد بأقل خطر ممكن على هذه الإستثمارات من خلال تشكيلة مناسبة من مصادر التمويل التي تجعل تكلفة الأموال في أدنى حد لها .

و تتمثل الشركات متعددة الجنسيات في مجموعة من الشركات ذات جنسيات و مستقلة من الناحية القانونية و تقوم بإدارتها شركة أم و شركة قابضة و تمثل مجموعات متعددة الجنسيات الأكثر نشاطا في التجارة الدولية . و في إطار إتخاذ القرار الإستثماري فإنه يتعين بشكل واسع تعريف الأسس الإقتصادية و المالية و إعداد حساب نتيجة تقديرية و ميزانية تقديرية فضلا عن تحليل التدفقات النقدية .

و لا يمكن أن تنفذ المشروعات الإستثمارية إلا إذا تمكنت الشركة من توقع معدل عائد مقبول نع الأخذ في الحسبان درجة المخاطرة ، و من الأفضل أن تتضمن التدفقات النقدية تكاليف التغطية ضمن مخاطر الصرف و المخاطر السياسية .

اشكالية الدراسة :

على ضوء ما تقدم يمكن حصر إشكالية البحث و رسم معاناه الأساسية في التساؤل الجوهري التالي :

"مامدى تأثير ممارسة النشاط على المستوى الدولي على هيكل رأس مال الشركة ؟"

و بناء على هذا السؤال يمكننا إستنتاج الأسئلة الفرعية التالية :

- ماهي مختلف مصادر تمويل المؤسسات ؟
- ماهي مضامين النظرية التقليدية لهيكل رأس المال الأمثل ؟
- ماهي طبيعة الشركات الناشطة على المستوى الدولي التي تؤثر في صورة هيكل رأس المال المؤسسة الدولية ؟

ومن أجل الوصول إلى حل للإشكالية يمكن صياغة الفرضيات التالية :

الفرضية الأولى : توجد مصادر تمويل داخلية و مصادر تمويل خارجية للمؤسسة .

الفرضية الثانية : حسب مضامين النظرية التقليدية إن وجود هيكل مالي أمثل يتحقق عند أعلى نقطة

للتكلفة أين تصل إلى أعلى قيمة سوقية للمؤسسة .

الفرضية الثالثة : تتسم الشركات الناشطة على المستوى الدولي بأنها متعددة الجنسيات .

الفرضية الرابعة : و تعتبر وفرة رأس المال و التنوع الدولي لتدفقات النقدية و مخاطر الصرف على تكلفة الاقتراض و متطلبات المستثمرين الدوليين من أهم المتغيرات التي تؤثر على صورة هيكل رأس المال للشركات متعددة الجنسيات .

أهداف البحث :

يرجع سبب إختيار هذا الموضوع نظرا للتأثير الكبير للهيكلي المالي على قيمة المؤسسة و الذي يؤدي في كثير من الاحيان إلى تعثر المؤسسات الاقتصادية و خاصة العمومية و كذا دراسة و تقييم تركيبة هيكلها التمويلي و كذا إبراز أهمية وجود دراسة تحتم بالإختيار الأمثل للهيكلي المالي للمؤسسة الاقتصادية لدى المسيرين .

منهج الدراسة :

و لمحاولة الإجابة على مجمل التساؤلات المطروحة تم إتباع المنهج التحليلي الوصفي لعرض و تحليل مختلف المعلومات المتعلقة بالموضوع .

و للقيام بهذا البحث فقد تمت الدراسة ضمن ثلاث فصول ، ينصب الفصل الأول من البحث على استعراض أهم مصادر تمويل المتاحة أمام المؤسسة و هذا في المبحث الأول أما المبحث الثاني فيتعلق بالهيكل المالي الامثل و مختلف النظريات المنفسرة له .

أما الفصل الثاني فينصب في المبحث الأول على دراسة الشركات متعددة الجنسيات أما المبحث الثاني فقد خصص لدراسة العوامل المؤثرة في هيكل رأس مال الشركات متعددة الجنسيات . و بغرض تبيان الواقع إتبعنا انقسم النظري بقسم تطبيقي من خلال دراسة هيكل رأس المال لشركة سونا طراك .

التوثيق العلمي :

لأجل حصر جوانب الموضوع و إثراء الدراسة تم الاعتماد على عدة أدوات في جمع المعلومات و البيانات و المتمثلة في :

البحث المكتبي ، و ذلك بغرض الإحاطة بالجوانب النظرية لموضوع من خلال تشكيلة من الكتب باللغتين العربية و الفرنسية و التي تناولت جانب من جوانب الموضوع بصفة كلية أو جزئية ، او بصفة مباشرة أو غير مباشرة ، بالإضافة الى معاينة بعض المجالات المتخصصة و الرسائل العلمية .

صعوبات البحث :

أثناء إعداد البحث في جانبه التطبيقي ، واجهنا صعوبات تمثلت في النقص في المعلومات و المراجع بخصوص الهيكل المالي لشركة سونا طراك .

الفصل الأول

الإطار النظري التقليدي لهيكل

رأس المال الأمثل

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي لهيكل رأس المال الأمثل .

مقدمة الفصل الأول :

* إن الاهتمام بهيكل التمويل هو من صميم التخطيط المالي للمشروع، حيث 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، وبالتالي تؤكد أهم هذه القرارات هو التوصل إلى هيكل التمويل الأمثل.

ويتوقف اختيار هيكل التمويل على ما يسمى بالرفع المالي، فمصدر التمويل الذي يتسم بارتفاع تكلفته تتعرض بسببه المنشأة لمخاطر أكبر، ولما كانت التكلفة هي الوجه الآخر للعائد، فإن اختيار هيكل التمويل يصبح محصلة لتأثيره على القيمة السوقية للمنشأة، *للجنة*

المبحث الأول : هيكل التمويل والرفع المالي

إن أي مؤسسة تقوم بالبحث عن المصادر الملائمة للحصول على الأموال اللازمة ، وبالخصوص مصادر التمويل فإن هذه الأخيرة تتخذ تصنيفات عديدة تختلف باختلاف الهدف المنتظر من التصنيف ، فهناك من يعتمد على معيار الملكية وبذلك تقسم مصادر التمويل إلى أموال خاصة وديون ، ويمكن تقسيمها إلى مصادر تمويل داخلية ومصادر تمويل خارجية بالإضافة إلى تصنيفات أخرى .

المطلب الأول : مصادر التمويل .

- نعالج في هذا المطلب مصادر التمويل قصيرة الأجل وطويلة الأجل بالإضافة إلى التمويل متوسط الأجل وكذلك التمويل الذاتي .

أولا : مصادر التمويل قصيرة الأجل .

- تنقسم مصادر التمويل قصير الأجل إلى نوعين أساسيين الأول الائتمان المصرفي والثاني الائتمان التجاري .

أ- الائتمان المصرفي :

- يعد هذا النوع من الائتمان من الوسائل العامة في التمويل قصير الأجل ويتميز هذا النوع من الائتمان بأنه :

1- أقل تكلفة من الائتمان التجاري في حالات عدم الاستفادة من الخصم النقدي .

2- يمكن اعتباره مصدرا مصدرا لتمويل الأصول الثابتة أيضا .

3- هو أكثر مرونة من الائتمان التجاري لأن المصرف يدفع القرض على شكل نقد بينما الائتمان التجاري يتم الحصول على بضاعة⁽¹⁾ .

(1) - منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1998 ، ص 13 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي لهيكل رأس المال الأمثل .

وتنقسم القروض المصرفية قصيرة الأجل إلى نوعين رئيسيين هما :

القروض غير المكفولة بضمان والقروض المكفولة بضمان .

* القروض غير المكفولة بضمان :

- يتم الاتفاق بين البنك والمؤسسة على فتح اعتماد للمؤسسة يسمح لها أن تقترض كلما احتاجت إلى أموال وبلدة زمنية محددة بشرط ألا تزيد الكمية المقترضة عن مبلغ معين في أي وقت خلال هذه الفترة .

* القروض المكفولة بضمان :

في بعض الحالات يقوم البنك بطلب ضمانات معينة تلتزم الشركة بتفديتها قبل حصوله على القرض ، ويمكن للشركات استخدام أنواع مختلفة من الضمانات مثل : الأراضي ، المباني والمعدات ، وكذلك المخزون وحسابات الذمم ... إلخ⁽¹⁾ .

ويحرص البنك على طلب ضمانات معينة للقروض في حالة المؤسسات ذات المركز المالي الضعيف أو في حالة المؤسسات التي تكون نسب الاقتراض لديها مرتفعة⁽²⁾ .

(1) - A, BENHALIMA, Pratique des techniques bancaires, édition D'AHLEB ,1997, p:40.

(2) - علي حباس ، الإدارة المالية في منظمات الأعمال ، الطبعة الأولى ، دار مكتبة الرائد العلمية للنشر ، الأردن ، 2002 ، ص 274 ، 275 .

ب- الائتمان التجاري :

- يعرف الائتمان التجاري بأنه الائتمان قصير الاجل الذي يمنحه المورد إلى المشتري عند ما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع لغرض إعادة بيعها ويحتاج المشتري إلى الائتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأسماله العامل لمقابلة الحاجات الحارية وعدم مقدرة على الحصول على القروض المصرفية وغيرها من القروض القصيرة ذات التكلفة المنخفضة . ومن ناحية أخرى فإن رغبة الدائنين التجاريين في منح هذا النوع من الائتمان تتوقف على مجموعتين من العوامل :

الأولى العوامل الشخصية مثل مركز البائع المالي ومدى رغبته في التخلص من المخزون السلعي وتقدير البائع لإحطار الائتمان ، والمجموعة الثانية من العوامل هي تلك الناشئة عن حالة التجارة والمنافسة مثل الفترة الزمنية التي يشتري لتسويق السلعة وطبيعة السلع المباعة وحالة المنافسة وموقع العملاء والحالة التجارية . ويتخذ الائتمان التجاري شكل الحساب الجاري (الحساب المفتوح) أو شكل الكميالة أو السند الاذني وجميع هذه الأشكال تمكن المشتري من أن يحصل من البائع على ما يحتاج إليه من البضائع بصفة عاجلة مقابل وعد منه بسداد قيمتها في تاريخ أجل⁽¹⁾ .

(1) - محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية والتمويل ،الدار الجامعية للنشر،مصر ،1999 ،ص 293 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي هيكل رأس المال الأمثل .

ثانيا : مصادر التمويل متوسط الأجل .

- التمويل متوسط الأجل هو ذلك النوع من القروض الذي يتم سداده في فترة تزيد عن السنة ولكن تقل عن عشرة سنوات ، كما أن هذا النوع ينقسم إلى قسمين : قروض مباشرة والتمويل بالاستئجار .

* قروض مباشرة متوسطة الأجل .

عادة يتم سداد هذا القرض بصورة منظمة على مدار عدد من السنوات تمثل القروض ويطلق على أقساط السداد في هذه الحالة مدفوعات الاهتلاك . وبالإضافة إلى ذلك فعادة ما يكون القرض مضمون بأصل معين أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى . ولاشك أن هناك بعض الاستثناءات من هذه القواعد في بعض الأحيان .

وتمثل البنوك وشركات التأمين المصدر الرئيسي لهذه القروض وإن كانت قروض البنوك عادة تتراوح بين سنة واحدة وخمس سنوات فقط في حين أن قروض شركات التأمين يمكن اعتبارها قروض طويلة الأجل وعلى كل فكتيرا ما تتعاون أحد البنوك مع شركة تأمين لتقديم قرض كبير يعجز عن تقديمه أيا منها فقط لإحدى الشركات على أساس أن يتم السداد أولا للبنك بعد ذلك لشركة التأمين⁽¹⁾ .

(1) - محمد صالح الحناوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 294 ، 295 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي هيكل رأس المال الأمثل .

التمويل بالاستئجار (Lease financing) .

- كهدف ((استخدام)) المباني والمعدات . وبالتالي فهدفها ليس ((امتلاك)) هذه التسهيلات ، وإن كان الامتلاك في معظم الأحيان يحقق لها هذا الهدف ، وقد ظهر في السنين الأخيرة في معظم الدول اتجاه استئجار هذه التسهيلات بدلا من شرائها . وبعد أن كان الاستئجار قاصرا على الأراضي والمباني فقد أصبح يشمل جميع الأصول الثابتة تقريبا .

ونظريا فإن الاستئجار يشبه الاقتراض إلى حد كبير وبالتالي فيترتب عليه ((رفعا ماليا)) مثله في ذلك مثل الاقتراض ، ويتخذ الاستئجار أشكالا عديدة أهمها : البيع ثم الاستئجار ، والاستئجار المالي .

- البيع ثم الاستئجار :

وفي هذا النوع تقوم منشأة تمتلك أراضي أو مباني أو معدات من نوع معين ببيعها إلى منشأة مالية ، وتقوم في نفس الوقت باستئجار الأصل المباع لمدة محددة وبشروط خاصة . وإذا كان الأمر متعلق بأراضي أو مباني المقرض في هذه الحالة يكون عادة شركة تأمين ، أما إذا كان الأمر متعلقا بمعدات وآلات فإن المنشأة المالية قد تكون شركة تأمين أو بنك أو أحد شركات التمويل المتخصصة .

ويلاحظ في هذا النوع أن البائع (المستأجر) يتلقى فورا قيمة الأصل من المشتري (المؤجر)

وفي نفس الوقت يستمر البائع في استخدام الأصل .

ويجرى عقدين البائع والمشتري ويتم إعداد جدول للسداد يتخذ صورة دفعا سنوية متساوية تكفي لتغطية قيمة الأصول وتزويد المؤجر بعائد مناسب على استثماره (المبلغ المدفوع في شراء الأصل) . وعلى كل فعملية حساب القسط وسداد المبلغ هي نفسها العملية التي تم شرحها في الجزء السابق عند مناقشة القروض المباشرة⁽¹⁾ .

- الاستئجار المالي :

وهو لا يتضمن خدمات صيانة ، ولا يمكن إلغاؤه ، ولا بد فيه من سداد قيمة الأصل بالكامل .

(1) - عبد العزيز النجار ، أساسيات الإدارة المالية ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، 2007 ، ص 479 ، 480 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي هيكل رأس المال الأمثل .

ثالثا : مصادر التمويل طويل الأجل .

- تبلغ فترة استحقاق الديون طويلة الأجل ما يزيد على الحد الأدنى لها وهو خمسة سنوات ، وفي ما يلي أنواع التمويل طويل الأجل .

* السندات (Bands) :

يعتبر السند قرضا طويل الأجل ، يحمل سعر فائدة ثابت توافق بموجبه الشركة التي أصدرته بدفع الفائدة المستحقة عليه مالمك السند في تواريخ محددة بالإضافة إلى التزامها بدفع قيمة السند في تاريخ استحقاقه .

وتصدر السندات بفترات استحقاق تتراوح بين 5 إلى 10 سنوات ، ويتم إصدار السند عن طريق الإعلان عنه والدعاية له ، ويعرض على الجمهور ، ويبيع إلى عدة مستثمرين مختلفين أفراد أو شركات⁽¹⁾ .

ويعتبر السند من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالية ، ولذلك يتخذ السند القيم التالية :

- القيمة الأساسية : وهو سعر الإصدار الذي يكون موحدًا .

- القيمة السوقية : تعتبر قيمة السند أثناء التداول في السوق المالي ، ارتفاعا أو هبوطا بحسب التغير في أسعار الفائدة المصرفية و الأسهم .

- أنواع السندات :

توجد أنواع عديدة للسندات سنقتصر الذكر للبعض منها فيما يلي :

- سندات الرهن :

وتسمى كذلك بسندات الضمان وهي تكون مدعومة بوجودات ثابتة تقدمها الشركة كضمان لحملة السندات لتلتزم بموجبه بدفع القيمة الاسمية بالإضافة للفوائد المستحقة في مواعيد استحقاقها ، أو في حالة تعرض الشركة للإفلاس أو التصفية تلجئ إلى بيع موجوداتها المرهونة للوفاء بالتزاماتها إنجاح حملة الأسهم⁽²⁾ .

(1) - عبد المعطي حسناف ، إدارة المشروعات العامة ، مطابع القيس التجارية ، الكويت ، 1990 ، ص 212-220 .

(2) - علي عباس ، الإدارة المالية في منظمات الأعمال ، مرجع سبق ذكره ، ص 278 ، 279 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي هيكل رأس المال الأمثل .

- سندات الدخل :

وهذا السند مشروط بتحقيق الشركة للأرباح، فإذا حققت الشركة الربح فإن حامل السند يحصل على فائدة أعلى من سعر الفائدة الثابت على السندات الأخرى⁽¹⁾ .

- سندات المشاركة : تعطي الحق لحاملتها المشاركة بأرباح الجهة المصدرة لها بجانب الفائدة⁽²⁾

* الأسهم :

السهم هو صك ملكية أي أنه يمثل خامنه جزءا من رأس مال مشروع معين و بالتالي فإنه يخول له الحق في المشاركة في عائد هذا المشروع . فإن حقق المشروع أرباحا يكون عائد السهم كما موجبا وإذا أصيب المشروع بخسارة فإن عائد السهم يكون كما سالب⁽³⁾

وهناك نوعين من الأسهم :

- الأسهم العادية :

تمثل الأسهم العادية رأس المال الأصلي الذي تم لتأسيس المشروع .موجبه وغالبا ما يكون هذا المشروع شركة مساهمة ، يحصل حامل السهم العادي على الأرباح في حال تحققها .

- الأسهم الممتازة :

تلجأ الشركات لتمويل عن طريق الأسهم الممتازة في عدة حالات :

- إذا كانت تكلفتها أقل من تكلفة الأسهم العادية .
- عندما لا يمكن المساهمة من طرح السندات أو الحصول على قروض من المؤسسات المالية المختلفة .

(1) - نفس المرجع ، ص 28 .

(2) - ارشد فؤاد الشيمي ، أسامة عزيبي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية : تحليل وإدارة ، دار المسيرة ، الأردن ، 2004 ، ص 68 .

(3) - نعمة الله نجيب إبراهيم ، عبد النعيم مبارك ، التحليل الاقتصادي ، دار الجامعة ، مصر ، 1998 ، ص 325 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي لهيكل رأس المال الأمثل .

- رابعا : التمويل الذاتي .

- يشير هذا المصدر من التمويل إلى جملة المصادر التي تستطيع المنشأة بنفسها إيجادها . وغالبا ما تكون هذه المصادر من أموال الملاك على شكل أرباح محتجزة لم يتم توزيعها بالإضافة إلى منخصصات الاستهلاك و المعونات .

المطلب الثاني : تكلفة التمويل .

تعرف تكلفة التمويل بأنها التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل و التي تستخدم كمعيار لقبول أو رفض المشاريع الاستثمارية .

وبناء على ذلك يمكن اعتبار الحديث عن تكلفة الأموال هو تكلفة مزيج من أموال الملكية، وأموال الاقتراض، ويرجع ذلك أن المقدار المعين من الأموال الذي تستخدمه المنظمة لتمويل استثماراتها الرأسمالية المقترحة يأتي عادة من مصادر مختلفة، وبالتالي فإن تكلفة كل نوع من هذه الأنواع يختلف عن تكلفة غيره، ولذا فمن الخطأ والخطر أخذ تكلفة كل نوع واعتباره تكلفة للأموال المستثمرة في المنظمة⁽¹⁾ .

- وعليه سنتعرض لبعض أنواع تكلفة التمويل

أولاً : تكلفة الديون قصيرة الأجل .

- عند حساب تكلفة الديون يجب الأخذ بعين الحسبان تعديل سعر الفائدة على الدين سواء كان قصير أو طويل الأجل ، الديون قصيرة الأجل التي تحمل سعر فائدة، فمن الطبيعي أن تقوم الشركة بمقارنة الفائدة التي تدفعها بالأموال المتحققة والمتوفرة للاستعمال، فكثيرا ما تقوم البنوك بطرح الفائدة مقدما من مبلغ الدين، وروفع الباقي إلى الاقتراض، وعندما يقوم البنك بهذا الإجراء فإن سعر الفائدة الحقيقي يصبح أكبر من سعر الفائدة المعلن ويعود ذلك إلى أن البنك يقوم بحصم القيمة المستقبلية مقدما من مبلغ الدين، بينما يدفع للمقترض القيمة الحالية.

ثانيا : تكلفة الدين طويل الأجل⁽²⁾ :

- تستخدم تكلفة الدين بعد خصم الضريبة لحساب الكلفة المرجحة لرأس المال، وهي تمثل سعر

(1) - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مصدر سبق ذكره، ص 75 .

(2) - علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص 171 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي هيكل رأس المال الأمثل .

الفائدة على الدين الجديد (ك ' د) ناقص الوفرات الضريبية الناتجة عن إمكانية خصم الفوائد ، مضروبة بـ (1 - ق) ، حيث أن (ت) المعدل الخدي للضريبة بالنسبة للشركة ويمكن التعبير عما سبق بالمعادلة التالية :

تكلفة الدين بعد خصم الضريبة - سعر الفائدة - الوفرات الضريبية

$$Kd(T)-Kd$$

$$Kd(1-t)$$

مثال :

إذا كان بإمكان الشركة الصناعية الوطنية الحصول على دين بفائدة 10% ، وكان المعدل الخدي للضريبة الحكومية هو 40% ، فما هي تكلفة الدين بعد دفع الضريبة الحكومية ؟

الحل :

$$Kd=(1-t).$$

تكلفة الدين بعد دفع الضريبة = ك (1 - ت)

$$Kd = (1 - 0.4) \times 10\%$$

$$Kd = 0.6 \times 10\%$$

$$Kd = 6\%$$

- إن السبب الذي يدعوا الشركة إلى استخدام تكلفة الدين بعد خصم الضريبة ، هو أن زيادة قيمة السهم تعتمد على التدفقات النقدية بعد خصم الضريبة ، وبما أن الفوائد تدفقات قابلة للخصم ، فإذا تولد وفرات ضريبية تخفض التكلفة الصافية للدين حيث تصبح تكلفة الدين بعد خصم الضريبة أقل من تكلفة الدين قبل خصم الضريبة⁽¹⁾ .

ثالثاً : تكلفة التمويل الذاتي .

يعتبر التمويل الذاتي بمثابة مصدر تمويل إضافي يلعب دوراً تمويئياً مماثلاً للأسهم والديون .

ويتوقف تحديد تكلفة التمويل الذاتي على تحديد تكلفة كل من الأرباح المحتجزة وأقساط الإهلاك.

(1) - نفس المرجع ، ص 171 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي لهيكل رأس المال الأمثل .

أ- تكلفة الأرباح المحتجزة :

الأرباح المحتجزة تمثل أرباحاً تحقق غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلاً من توزيعها على حملة الأسهم وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مختلفة، غير أن هذا الادعاء غير صحيح لأن هذه الأرباح المحتجزة تمثل تكلفة من وجهة نظر حملة هذه الأسهم، وتتمثل هذه التكلفة في مقدار العائد الذي كان يمكنهم الحصول عليه لو أن المؤسسة وزعت هذه الأرباح وقام حملة الأسهم باستخدامها في استثمارات بديلة⁽¹⁾.

وتحسب تكلفة الأرباح المحتجزة حسب طريقة القيمة الحالية بالمعادلة :

$$K_R = \frac{D(1-T)}{P_0}$$

حيث :

K_R : تكلفة الأرباح المحتجزة .

(1) - دريد درغام، أساسيات الإدارة المالية الحديثة، دار الرضا للنشر، الأردن، 2000، ص 118 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي هيكل رأس المال الأمثل .

ب- تكلفة أقساط الإهلاك :

اختلفت الآراء فيما يتعلق بتكلفة مخصصات الإهلاك فهناك من يرى بأن هدف هذه المخصصات إعادة التكوين التدريجي للأصول الثابتة والحفاظ على الطاقة الإنتاجية والإدارية للمؤسسة وعليه فلا تكلفة لها لأنها تدخل في تكلفة حقوق الملكية القائمة، وهناك من يرى بأن تكلفة هذه المخصصات ترتبط بمجال استخدامها فإذا استخدمت في أداء القروض فإن تكلفتها تعادل تكلفة هذه القروض ، كما أن هناك من يرى بأن أقساط الإهلاك تعني تحويل الأصول الثابتة إلى نقدية حاضرة وتكلفتها تعادل تكلفة الفرصة البديلة⁽¹⁾.

رابعاً : التكلفة المرححة لرأس المال .

- يمكن إيجاد التكلفة المرححة لرأس المال عن طريق إيجاد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل وحده ، ثم ضرب هذه التكلفة في نسبة هذا المصدر إلى مجموع المصادر ، ثم يتم جمع تكلفة كل العناصر التي تساوي مجموعها التكلفة المرححة لرأس المال .

مثال :

- ظهرت المعلومات التالية عن مصادر التمويل لإحدى الشركات .

مصادر التمويل	النسبة إلى مجموع رأس المال	تكلفة المصدر قبل الضريبة
مديونية	30%	10%
الأسهم الممتازة	10%	12%
الأسهم العادية	35%	15%
الأرباح المحجوزة	25%	13%

(1) - عبد الغفار حنفي ، أساسيات الإدارة المالية ، الأدار الجامعية الجديدة للنشر ، مصر ، ص 127 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي هيكل رأس المال الأمثل .

نسبة الضريبة هي 40% ، فما هي الكلفة المرجحة لرأس المال .

الحل :

في البداية نجد تكلفة المديونية بعد الضريبة

$$- 10\% (1 - 40\%) = 6\%$$

$$\text{التكلفة المرجحة} = 6\% \times 30\% + 12\% \times 10\% + 15\% \times 35\% + 13\% \times 25\% = 11.5\%$$

المطلب الثالث : أهمية التمويل بالديون (ظاهرة الرفع المالي) .

يمكن تعريف الرافعة المالية بأنها " استخدام أموال الغير (الافتراض) بتكاليف ثابتة (فوائد ثابتة) على أمل زيادة الأرباح ، فإن كانت الأموال مقترضة تكون الفوائد المدبنة هي نقطة الارتكاز للرافعة المالية ، وإن كانت الأموال آتية من بيع الأسهم فالتكاليف الثابتة (الفوائد) هي أرباح الأسهم قبل دفع الضرائب" (1) .

- بمعنى آخر إذا كانت مردودية أصول المؤسسة تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقترضين ، يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين وبالتالي يكون هناك أثر الرافعة إيجابي ، أما في الحالة إذا كانت هذه المردودية غير كافية لتغطية التكاليف فتتخفف مردودية المساهمين ويصبح هنا أثر الرافعة سلبي . إذا أثر الرافعة يفسر معدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصول الاقتصادية وتكلفة الدين (2) .

(1) - علي عيسى ، الإدارة المالية في منظمات الأعمال ، مرجع سبق ذكره ، ص 235 .

(2) - FRANK J. FABOZZI , PAMELA P. PETERSON , Financial Management and Analysis , Second edition , Weley finance , United State , 2003 , p:591 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي هيكل رأس المال الأمثل .

- قياس الرافعة المالية :

يمكن قياس الرافعة المالية بالدرجات بالمعادلة التالية :

$$\text{درجة الرافعة المالية} = \frac{\text{الفوائد قبل الأرباح}}{\text{الفوائد دفع بعد الأرباح}}$$

مثال:

- حققت الشركة الصناعية الوطنية أرباحا إجمالية قبل دفع الفوائد والضرائب مقدارها 183,8 م وبعد دفع الفوائد والضرائب أصبحت أرباحها الصافية 113,48 أحسب درجة الرافعة المالية لهذه الشركة.

الحل :

$$\text{درجة الرافعة المالية} = \frac{283,8}{113,48} = 2,5 \text{ درجة}$$

(1) - علي عباس ، مرجع سبق ذكره ، ص 235 ، 236 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي ليكل رأس المال الأمثل .

* حدود الرفع المالي :

1- هيكل الأصول :

يشير سكوت وما يور ومجلوف إلى أن المنشأة التي تمتلك أصولاً يمكن تقديمها كضمان للمقرضين ، يكون لديها الدافع لأنها تعتمد بشكل أكبر على القروض . ذلك ألها لو عمدت إلى إصدار أسهم وقت أن تكون فيه أسعار الأسهم مرتفعة ، فإن المستثمر يحتفد ، وقد يكون اعتفاده خاطئاً بسبب نقص ما لديه من معلومات عن المنشأة بأن القيمة السوقية للأسهم مغالى فيها ، ومن ثم فقد يجمعون عن شرائها ، مما يؤدي في النهاية إلى هبوطها

2- الشريحة الضريبية :

تحتل فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة ، ومن ثم يتولد عنها وفرة ضريبية تترك أثراً إيجابياً على قيمة المنشأة ونظراً للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة وبين الوفرة الضريبية ، فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المنشأة التي تخضع للضريبة على الدخل بمعدل مرتفع إلى الاعتماد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة .

3- طبيعة القرض :

إذا كانت القروض في صورة سندات قابلة للتحويل إل أسهم قبل تاريخ الاستحقاق أو من النوع الذي يمكن استدعاؤه فيما بعد فإن تكلفة الوكالة تنخفض وتخفض معها تكلفة الاقتراض ، بشكل يحتمل أن يشجع على الاعتماد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة في التمويل⁽¹⁾ .

4- الربحية : فكلما زادت الأرباح قل اعتماد المنشأة على الدين ، وذلك لقدرة على التمويل الداخلي .

5- درجة استقرار المبيعات : فكلما زادت نسبة الأسعار أمكن المنشأة من الاعتماد على الدين وذلك لقدرة على التخطيط لسداد القوائد وأصل الدين .

6- سيولة الشركة : ويمكن قياس هذه الأخيرة من خلال نسبة السيولة التي يتم حسابها بقسمة الأصول المتداولة على مجموع الأصول .

7- مخاطر الشركة : فهناك الإدارة المتحفظة في سياسة الدين وهناك الإدارة صاحبة الجرأة في أخذ الدين⁽¹⁾ .

(1) - منير إبراهيم هندي ، "الإدارة المالية" ، مدخل تحليلي معاصر ، الطبعة الثالثة ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، 1997 ، ص 55 ، 56 .

8- حجم المنشأة : تكشف الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين حجم المنشأة وبين مخاطر الإفلاس ، فالمنشأة الكبيرة التي عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنوع ، تتعرض لتلك المخاطر بدرجة أقل ، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة .

(1) - بسام محمد الأخفا ، أثر الرافعة المالية وكافة التمويل على معدل العائد على الاستثمار " رسالة ماجستير ، بالجامعة الإسلامية ، فلسطين ، 2005 ، ص 90 ، 94 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي هيكل رأس المال الأمثل .

المبحث الثاني : هيكل رأس المال للمؤسسة .

يعتبر موضوع الهيكل المالي من بين أهم القضايا التي نالت اهتمامات البحث العلمي في مجال الإدارة المالية ، حيث ظهرت عدة نظريات حول أمثلة اختيار الهيكل المالي للمؤسسة وتفسير سلوك التمويل لها .

المطلب الأول : مفهوم هيكل رأس المال .

توجد عدة تعاريف هيكل رأس المال منها :

هيكل رأس المال : ويقصد به التمويل الدائم للمنشأة الذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل و الأسهم الممتازة وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل .

وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال المنشأة ما يعتبر جزءا من الهيكل المالي ويعبر عن كيفية قيام المنشأة بتمويل أصولها المختلفة⁽¹⁾ .

* هيكل رأس المال مصطلح يطلق على الطريقة التي تمويل الشركة بما أصولها من خلال مزيج من حقوق الملكية والمديونية ، ويتم وصف هيكل رأس المال بحساب نسبة كل من حقوق الملكية و المديونية إلى رأس المال ويمكن وصفه أيضا بحساب معدل الرفع المالي للشركة⁽²⁾ .

* يعبر مفهوم رأس المال عن حق ملكية و المديونية المستخدم لتمويل مشروعات الشركة⁽³⁾ .

(1) - الحناوي محمد صالح ، إبراهيم إسماعيل ، الفكر الحديث في التمويل ، الطبعة الرابعة ، المكتب الحديث ، الإسكندرية ، 2003 ، ص 203 .

(2) - www.or.WIKI pedia .org .14:00,12/12/2013.

(3) - أسامة عبد الخالق الأنصاري ، الإدارة المالية ، دون دار نشر ، القاهرة ، دون سنة نشر ، ص 384 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي لهيكل رأس المال الأمثل .

المطلب الثاني : أمثلية هيكل رأس المال .

نقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأصول الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن ، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة⁽¹⁾ . ومن ثم نطرح السؤال التالي : هل يوجد هيكل مالي أمثل ؟
قبل الإجابة عن هذا السؤال نعرف أولا ما هو هيكل رأس المال الأمثل :

1- تعريف هيكل رأس المال الأمثل : هناك عدة تعاريف هيكل رأس المال الأمثل :

1- يقصد بهيكل رأس المال الأمثل (والذي هو جزء من هيكل التمويل) ذلك المزيج من لقروض وحقوق الملكية الذي يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد والمخاطرة بطريقة تؤدي إلى تعظيم قيمة السهم السوقية⁽²⁾ .
إذن فسياسة هيكل التمويل يجب أن تضمن نقطة الموازنة بين المخاطرة ومزايا العائد فاستخدام المزيد من القروض يزيد المخاطرة التي يتعرض لها حملة الأسهم ومع ذلك فإن الاستخدام المتزايد من الديون غالبا ، ما يصاحبه توقع عال لمعدل العائد على حقوق الملكية كذلك فإن المخاطرة العالية المتوقعة للأسهم يزيد من أسعارها⁽³⁾ .

2- هو ذلك الهيكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة الأموال (تكلفة رأس المال) إلى أقل حد ممكن⁽⁴⁾ .

ولمعرفة إن كان هناك هيكل رأس مال أمثل أم لا فإن الاقتصاديان مدقلياني وميلر يبيبان على هذا السؤال .

(1) - Josett Peyard ,Grotion Financière Internationale ,Vuibeat 5^{ème} édition ,paris ,1999, p:332.

(2) - حنفي عبد الغفار ،التمويل والإدارة المالية ،الطبعة الأولى ،دار الجامعة الجديدة ،الاسكندرية ،2002 ،ص 90 .

(3) -Brighan,Eugence and Ehrhard ,Sinnical Mangment ,12nded ,Mishé Rucle Pubfisher ,2005 ,p :424 .

(4) - حنفي عبد الغفار ،مرجع سبق ذكره ،ص 91 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي لهيكل رأس المال الأمثل .

2- مدخل مدقيليني وميلر في دراسة هيكل رأس المال :

يعرف مدقيليني و ميلر (Met M) بأهما مؤسسا الإدارة المالية بمفردهما الحديث . ولقد قدم هذان الباحثان تحليلا منطقيا لإثبات أن تكلفة الأموال لا تتأثر بتغير نسبة الاقتراض ، وهو ما يتفق مع مدخل صافي ربح العمليات⁽¹⁾ .

ويجيبان على هذا التساؤل (حول أمثلية الهيكل المالي) بـ " لا " ، أي لا يجد هيكل مالي أمثل ، حيث يريان بأن " تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي " ، ففي ظل سوق مالية كفي ، وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل ، وقد بينت النظرية على ما يسمى بالمراجعة أو التحكيم .

انتقادات النظرية : في الواقع أن هذه النظرية استندت إلى جملة من الفروض غير واقعية وهي⁽²⁾ :

- تصف سوق رأس المال بالكمال (سوق كفاء) ، مما يعني عدم وجود عملات وساطة

(المعلومات المتاحة للجميع دون عمولة) .

- عدم وجود ضرائب ، عدم وجود تكلفة للصفقات ، وأن المستثمرين يمكنهم الاقتراض بنفس معدل

الفائدة .

- التوقعات متماثلة بالنسبة للمستثمرين .

- عدم وجود خطر الإفلاس .

- يمكن للأفراد والمؤسسات الاقتراض و الاقتراض بدون حدود و بمعدل دون خطر .

- توزع المؤسسات كن أرباحها ، وذلك بهدف تجنب التفاعل بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال

* تطور فكر M.M حول هيكل رأس المال الأمثل .

وتميز في هذا النموذج مرحلتين :

(1) - منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، مرجع سبق نكره ، ص 177 .

(2) . JEAN B.JAC QUETIME D ,Gestion financier ,Manul applications ,DUNOD ,9^{ème} édition , paris ,2000,p 157 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي لهيكل رأس المال الأمثل .

1- المرحلة الأولى (Modigliani – Miller 1958) هو غياب الضرائب وفي وجود سوق مالي بحت ، لهيكل مالي حيادي في تحديد قيمة المؤسسة ، الأثر الإيجابي الرافعة المالية يتم امتصاصه بواسطة الأثر السلبي المرتبط بزيادة المخاطر المالية .

2- المرحلة الثانية (Modigliani – Miller 1963) مع الأخذ في الاعتبار أثر الضريبة بفعل خاصية قابلية التخفيض الضريبي للمصارف المالية ، يكون للديون دائما أثر إيجابي على قيمة المؤسسة مهما كان مستوى هذه الديون ، هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة هو ذلك الهيكل الذي نحصل عليه عند الوضعية غير العقلانية لمؤسسة بدون أموال خاصة⁽¹⁾ .

1-2- الهيكل المالي لمؤسسة في غياب الضرائب :

لقد اعتبر كل من مودغلياني وميلر أنه في غياب الضرائب فإن مدخل صافي ربح العمليات هو المدخل المقبول . يفترض مدخل صافي ربح العمليات أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة مهما كانت نسبة المديونية في المؤسسة وذلك رغم افتراضه أيضا أن تكلفة الاستدانة ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاستدانة بينما تكلفه الأموال الخاصة المتمثلة في المردودية التي يطلبها المساهمون .

سترفع مع كل زيادة في نسبة الاستدانة ، ويستند هذا المدخل على أن زيادة الاقتراض وما يصاحبها من زيادة المخاطر المالية يؤدي إلى مطالبة أصحاب الأسهم بزيادة معدل العائد المطلوب مما يؤدي إلى زيادة تكلفه الأموال الخاصة ومن ناحية أخرى فإن زيادة تكلفه الأموال الخاصة يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاستدانة نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر التمويل ذات تكلفة منخفضة نسبيا ، لذا فمن المتوقع أن تتبل تكلفه الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة المديونية⁽²⁾ .

(1) – عدوي هاجر، محددات الهيكل المالي لمؤسسة اقتصادية (رسالة ماجستير) ، تخصص إدارة مالية ، جامعة منتوري ، 2010 – 2011 ، ص 75 .

(2) – منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر ، الكتاب العربي الحديث ، الطبعة الخامسة ، الإسكندرية ، 2003 ، ص 644 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي لهيكل رأس المال الأمثل .

وإذا سلمنا بهذا الافتراض فإن القيمة الكلية للمؤسسة يمكن الحصول عليها بمخصم صافي ربح العمليات بمعدل ثابت وهو تكلفة الأموال الكلية، ثم يطرح قيمة الافتراض من القيمة الكلية للمؤسسة يمكننا الحصول على قيمة الأموال الخاصة. وعليه فإنه يمكن حساب تكلفتها باستخدام المعادلة التالية :

$$K_{cp} = Div/cp = Y - I/cp$$

وإذا ما ارتفع حجم الاقتراض في الهيكل المالي، فإن القيمة الكلية للمؤسسة ستظل كما هي بينما قيمة أموال الملكية ستتناقص وبالتالي تكلفة الأموال الخاصة أو معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين سيرتفع⁽¹⁾.

ويمكن تلخيص العلاقة بين حجم الاقتراض وتكلفة مصادر التمويل حسب هذا المدخل على النحو التالي:

شكل رقم (1) : العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الاموال وقيمة المؤسسة (مدخل صافي ربح العمليات) .



المصدر : C. VALHEN, FINANCE: évaluation de l'entreprise et le capital, vuibert, Germain, : paris, 1981, p:16.

يظهر هذا البيان وجود علاقة طردية بين نسبة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، ومنه فإن ثبات تكلفة الاقتراض يؤدي في النهاية إلى ثبات تكلفة الأموال بسبب أن ارتفاع تكلفة الأموال نتيجة ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة سوف يقابلها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على القروض ذات التكلفة الأقل، وتحت فرضية ثبات القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات من سنة لأخرى، فإن قيمة المؤسسة سوف تفضل هي الأخرى، نابعه غير متأثرة بتراكبه هيكليها المالي، ومن ثم فإنه لا يوجد هيكل أمثل للتمويل الذي يادي التكلفة الإجمالية لهذا الخبز ويعظم قيمة المؤسسة .

(1) - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، رسومية زكي قرياقص، الإدارة المالية، الأدار الجامعية، الإسكندرية بص

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي هيكل رأس المال الأمثل .

* إن الانتقادات التي وجهت إلى هذا النموذج من حيث افتراض عدم وجود ضرائب وهذا ما لا يمكن قبوله في وجود فوائد قابلة للتخفيض في حساب الضرائب في حين أن المساهمين ليس لهم الحق إلا في الإرباح بعد الضرائب

2-2- الهيكل المالي للمؤسسة مع وجود الضرائب :

تناولنا وجهة نظر كل من جيلباني وميلر في عالم لا توجد فيه ضرائب ، والآن نعرض وجهة نظرهما في شأن تأثير الافتراض على قيمة المؤسسة ولكن على فرض وجود ضرائب ، ففي مقال لهما سنة 1963 حاولا استدراك الانتقادات التي وجهت لنموذجهما على ربح المؤسسة والضريبة على دخل المستثمر الشخصي .

ففي مقالتهما الثانية المشار إليها أدرك مود جيلباني وميلر أن إسقاط فرضية عدم وجود ضريبة على دخل المؤسسات من شأنه ألا يحافظ على ما توصل إليه قبل ذلك من ثبات تكلفة الأموال ومن ثم القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للاقتراض وإنما توصلوا إلى أن الأخذ بعين الاعتبار الضريبة على أرباح الشركات ونقط في اقتصاد تكون فيه المصاريف المالية التي تدفعها المؤسسات قابلة للتخفيض الضريبي ولا كـن التوزيعات التي تؤول إلى حملة الأسهم لا تحصل على هذا الإعفاء ، يقود إلى تفضيل الاستدانة مقارنة بالأموال الخاصة⁽¹⁾ .

ومن بين المميزات التي تتيحها الاستدانة ، أن فوائد القروض تعتبر من بين التكاليف التي يمكن تخفيضها عند حساب الضريبة على الربح ، ومن ثم فإن خضوع ربح المؤسسة للضريبة يعني أن المؤسسة التي يكون هيكلها من قروض تستطيع تحقيق وفورات ضريبية . ومن هذا المنطلق أدرك مود جيلباني وميلر أن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكل تمويلها من قروض وأموال خاصة سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير أن هيكل تمويلها يتكون من أموال خاصة فقط ، إلا أنهما يؤكدان على أن هذا الفرق بين القيمة السوقية للمؤسستين لا ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية

للفورات الضريبية المحققة ، أما إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين⁽²⁾ .

فعندما تكون هناك ضريبة على أرباح الشركات ، فإن القيمة السوقية لمؤسسه مستدينه يساوي إلى القيمة الحالية للفورات الضريبية المرتبطة بالمديونية وذلك وفقا للمعادلة التالية :

$$VE = VN + TD$$

(1) – MONTHER BELLALAH, FINANCE MODERNE D'ENTREPRISE, 2 edition, Econcemica, Paris, 2003, p: 62.

(2) – منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، مرجع سبق ذكره ، ص 244 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي هيكل رأس المال الأمثل .

حيث أن :

VE: القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة .

VN: القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة .

TD: القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض .

وتحدد قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على القروض في تمويلها على الشكل الآتي :

$$VN = RE (1 - T) / Kcp^*$$

حيث :

RE: الربح قبل الضرائب والفوائد.

T: معدل الضريبة على ربح المؤسسة .

Kcp*: معدل الرسملة بعد الضريبة لمؤسسة غير مدانة .

وبما أن الوفرات الضريبية تقدر بقيمة الفائدة مضروبة في معدل الضريبة على دخل المؤسسة ، فإنه يمكن حساب

القيمة الحالية للوفورات الضريبية وفقا للمعادلة التالية⁽¹⁾ :

$$TD = Kd . D.T / Kd$$

حيث :

D: القيمة السوقية للقروض .

Kd: تكلفة الاقتراض .

وعليه حسب هذا المنطق ، فإن الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي تكون فيه نسبة الاستدانة أكبر ما يمكن و التي تتولد عنها الحجم الأكبر من الوفرات الضريبية .

أما بالنسبة للتكلفة المتوسطة المرجحة للأموال في ظل حضور دخل المؤسسة للضريبة فتكون على الشكل التالي :

(1) - عدوي هاجر ، محددات الهيكل المالي لمؤسسة اقتصادية ، مرجع سبق ذكره ، ص 83 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي لهيكل رأس المال الأمثل .

$$K_0 = [K_{cp} \cdot cp / D + cp] + [K_d(1-T) \cdot D / D + cp]$$

حيث أن :

K_{cp} تمثل تكلفة الأموال الخاصة بعد الضريبة لمؤسسة مستدينة والتي تعطي صيغة تحديدها على الشكل الآتي :

$$K_{cp} = K_{cp}^* [1 - TD / D + cp] \dots \dots (I)$$

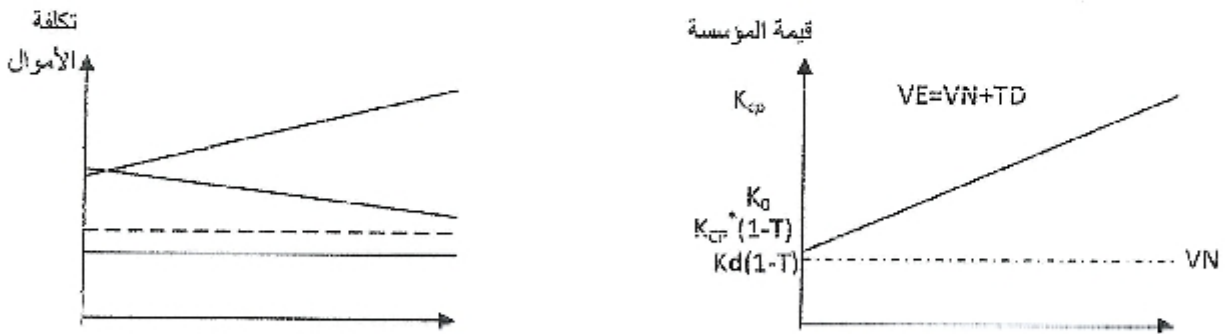
وحسب هذه الصيغة فإن قيمة معدل التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال لها على علاقة عكسية مع نسبة القروض ضمن هيكل المالي للمؤسسة ، فكلما زادت هذه النسبة كالم انخفاضت معه قيمة المقدار $[1 - TD / D + cp]$ ومن ثم إنخفاض K_0 بالتبعية .

كما أن أدنى قيمة للتكلفة المتوسطة المرجحة تتحقق عند الاعتماد بالكامل على القروض في التمويل

$$K_0 = K_{cp}^* (1-T) \quad : \text{على الشكل (1)}^{(1)}$$

ويمكن تمثيل العلاقة بين نسبة الاستدانة وتكلفة الأموال في ضل مدخل M et M الأخذ بعين الاعتبار الضريبة على دخل المؤسسة على الشكل الآتي :

شكل رقم (2) : تأثير الاستدانة على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ضل M et M .



RODNEY BOLHIME corporate finance capital structure (the classic Modigliani Miller المصدر MODEL) EMBA 807, p:4,5 in <http://www.rdboenME.com/MBA cf/cha p15,p6>.

من خلال الشكل يتضح أنه بإستطاعة المؤسسة تخفيض معدل التكلفة المرجحة للأموال برفع نسبة القروض لإلى الأموال الخاصة إلى أن تصل هذه التكلفة إلى القيمة $K_{cp}^* (1-T)$ عند التمويل بالكامل بالقروض وعندها تحقق المؤسسة الهيكل المالي المثالي .

(1) - نفس المرجع ، ص ، ص ، 83 ، 84 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي لهيكل رأس المال الأمثل .

ولكن بعد هذه الدراسة بسنوات ، قام ميلر سنة 1977 بدراسة منفردة حيث أدخل في التحليل أثر الضرائب على الدخل الشخصي ، وأوضحت الدراسة أن أخذ هذه الضريبة في الاعتبار يمكنه أن يخفض بل ويقضي تماما على الزيادة في قيمة المؤسسة الناتجة عن الوفرات الضريبية ، لأن الوفرة الضريبية الناشئة من الضرائب التي تدفعها المؤسسة سوف يتلاشى بواسطة الضرائب التي يدفعها حملة الأسهم⁽¹⁾ .

و السندات وبالتالي عدم وجود هيكل مالي أمثل وثبات التكلفة الكلية للأموال بغض النظر عن نسبة الاقتراض .

وتحدد القيمة الحالية للوفرات الضريبية حسب ميلر بالصيغة التالية :

$$G=[1-(1-T)(1-Ts)/(1-Td)] D \dots\dots II$$

حيث :

T:معدل الضريبة على دخل المؤسسة .

Ts:معدل الضريبة على دخل الملاك .

Td:معدل الضريبة على دخل المقرضين .

ولقد خلص ميلر من هذه المعادلة إلى استنتاجات محددة تتفق تماما مع أعماله السابقة مع مود جيليان وتتمثل هذه الاستنتاجات في الآتي :

إذا كانت المؤسسة تعمل في عالم لا تفرض فيه الضرائب لكل من T، Ts، Td تساوي الصفر ، فإن القيمة الحالية للوفرات الضريبية سوف تساوي صفر ، ومن ثم تتساوى القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة فقط مع القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تتكون هيكلها المالي من قروض وأموال خاصة ، وهذا الاستنتاج يتفق مع ما توصل إليه مود جيليان سنة 1958 .

أما في حالة حضور دخل المؤسسة للضريبة وعدم حضور الدخل الشخصي للمستثمرين للضريبة (كل من Td، Ts تساوي الصفر) فإنه وفقا للمعادنة (II) سوف تتمثل القيمة الحالية للوفرات الضريبية في القيمة T.D وهو ما يتفق مع ما وصل إليه مود جيليان وميلر سنة 1963⁽²⁾ .

(1) - محمد صالح الحناوي ، بهال فريد مصطفى ، رسمية زكي قرياقص ، الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 455 .

(2) - منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، مرجع سبق ذكره ، ص 270 - 272 .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي هيكل رأس المال الأمثل .

في حين إذا كان معدل الضريبة على الدخل الشخصي للملاك أقل من معدل الضريبة على الدخل الشخصي للمقرضين بسبب انخفاض الضريبة على الأرباح الرأسمالية للأسهم ، فإن صافي الدخل للمقرضين ينبغي أن يكون كبيرا لتعويضهم عن ارتفاع الضريبة على دخولهم وإلا لن يقدم أحد على شراء السندات .

معنى إذا كانت ميزة الاقتراض أن فوائد القروض تحقق وفورات ضريبية ، فإن الفوائد ذاتها ينبغي أن تكون مرتفعة لتعويض المستثمرين في السندات عن ارتفاع معدل الضريبة على دخلهم ، وهذا يعني أن ما تحققه المؤسسة من وفورات من ناحية يضيع ولو جزئيا من ناحية أخرى .

غير أنه في ضل الضريبة التصاعدية قد تستطيع المؤسسة تحقيق وفورات ضريبية طالما أن القيمة $(1-Td)$ مع القيمة $(1-T)$ ، وحينئذ تكون الوفورات الضريبية مساوية للصفر ولن يترتب عن زيادة نسبة الاقتراض أي تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة وهو ما دفع ميلر إلى استبعاد فكرة الهيكل المالي المثالي للمؤسسة¹ .

كخلاصة لما سبق نلاحظ أن هناك جدل كبير حول تأثير هيكل التمويل على تكلفة الأموال ، وبينما يعتقد المفكرون التقليديون في وجود هيكل تمويل مثالي تنخفض عنده تكلفة الأموال وتصل فيه قيمة المؤسسة إلى أقصىها ، نجد أن مود جيليان وميلر يرفضان هذا الادعاء ذلك ألحما يعتقدان أن هيكل التمويل في ظل عدم وجود ضرائب لا يمكن أن يكون له تأثير على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة والتي تم التذليل عليها باستخدام فكرة المراجعة .

أما في ظل وجود ضريبة على دخل المؤسسة فيعترف مود جيليان وميلر بأن قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكل تمويلها ديون تفوق قيمة المؤسسة ماثلة ولكن يتكون هيكل تمويلها من أموال خاصة فقط ، غير ألحما نصران على أن الفرق بين قيمة المؤسسة لا ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية .

وعند افتراض أن الدخل المستثمر يخضع أيضا لضريبة شخصية على الدخل ، وأن معدل الضريبة الشخصية على دخله من الأسهم العادية ، فقد وجد ميلر أن مزايا الاقتراض قد انخفضت في ظل التوازن ، ولا تعتبر الضريبة الشخصية على دخل المستثمر هي المتغير الوحيد الذي يربط تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة .

(1) - نفس المرجع والصفحة .

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي هيكل رأس المال الأمثل .

المطلب الثالث :تأثير المديونية في ضل تكلفة الإفلاس .

لقد استبعد مودجيلياني وميلر من تحليلهما مخاطر الإفلاس المترتبة عن الاستدانة ،إذ تعرض المؤسسة التي يتكون هيكل تمويلها من أموال خاصة وقروض لمخاطر الإفلاس ،وهي مخاطر لا تعرض لها المؤسسة غير أن هيكل تمويلها يتكون من أموال خاصة فقط ،ويرجع هذا على أن فشل المؤسسة في سداد قيمة القروض والفوائد في تواريخ الاستحقاق يعطي الحق للمقرضين لاتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة .

إن العلاقة الموجودة بين مخاطر الإفلاس ونسبة الاستدانة هي علاقة طردية ،تكون هذه العلاقة في شكل خطي عندما تكون نسبة الاقتراض في مستوياتها الدنيا وتستمر العلاقة على هذا النحو إلى أن تصل نسبة الاقتراض .وزيادة هذه المخاطر يترتب عليها زيادة في معدن العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة ،الأمر الذي يعني ارتفاع تكلفة الأموال وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة ،ويتم ذلك كما يلي :

يترتب مع الإفلاس تحمل المؤسسة لتكاليف بعضها مباشرة وأخرى غير مباشرة .

وتمثل التكاليف المباشرة في المصروفات الإدارية والقانونية وكذا الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بقيمة أقل من قيمتها الدفترية ،أما التكاليف غير المباشرة فتتمثل في انخفاض أرباح المؤسسة لعدة أسباب كارتفاع حجم الفوائد نتيجة لزيادة الأموال المقرضة أو نتيجة لارتفاع معدن الفائدة ،الذي يطلبه المقرضون⁽¹⁾ .ويصف بريجهام وجابنسكي أن مخاطر الإفلاس تزداد وتزداد معها التكاليف المصاحبة لها كلما زادت نسبة الأموال المقرضة⁽²⁾ .

فإذا اعتبرنا أن $Va(F)$ هي القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس فإن قيمة

المؤسسة المقرضة تتخذ الصيغة التالية⁽³⁾ :

$$VE=VN+TD-Va(F)$$

أي أن زيادة نسبة الاقتراض ،سوف تترك أثراً مفضلاً على تكلفة الأموال ،ومن ثم على القيمة السوقية للمؤسسة — نظراً 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

(1) - منير إبراهيم هندي ،الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ،مرجع سبق ذكره ،ص 246 .

(2) - Jacques TEULIE ,PAIRICK TOPSACLIAN. opcit ,p:440.

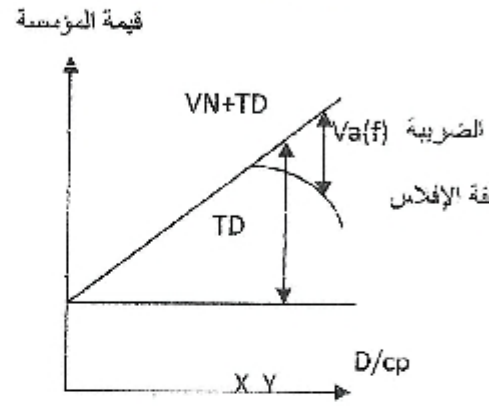
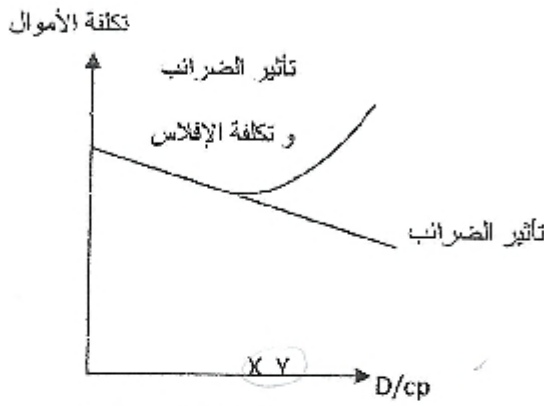
(3) -Ipid,p:440.

الفصل الأول : الإطار النظري التقليدي هيكل رأس المال الأمثل .

الاقتراض بعد نقطة معينة إلى ظهور تكلفة الإفلاس مما يؤدي إلى زيادة تكلفة 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 :

العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة

الإفلاس .
بما أنك ؟



المصدر : منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، ص 253 - 255 .

ويتضح من الشكل انه إذا تجاهلنا تأثير تكلفة الإفلاس وأبرزنا فقط تأثير الضريبة ، فسوف تفسر زيادة نسبة الاستدانة عن انخفاض في تكلفة الأموال بسبب الوفرة الضريبية . أم إذا أخذنا في الاعتبار تأثير كل من الضريبة وتكلفة الإفلاس فسوف تأخذ تكلفة الأموال اتجاه آخر ، ففي البداية تأخذ تكلفة الأموال في الانخفاض المستمر حتى 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 خفضت 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 إلى أن وصلت نسبة الاستدانة إلى النقطة Y ، وعند هذه النقطة بدأت تكلفة الإفلاس في الازدياد وفاقت قيمتها قيمة الفرات الضريبية الأمر الذي أدى إلى اتجاه تكلفة الأموال نحو الارتفاع .

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

خاتمة الفصل الأول :

يمتد موضوع اختيار الهيكل المالي للمؤسسة إلى أبعد مما سبق، حيث أنه في ظل تطور الأسواق المالية وبصفة خاصة بورصات الأوراق المالية وظهور سيناريوهات عدة وأشكال حديثة للتعامل في تلك الأوراق ، لا سيما اكتشاف وتطور ما يعرف باسم الأسواق المشتقة والأسواق الآجلة، أصبح لهذا الموضوع علاقة وطيدة بما يسمى باختيارات الشراء والبيع.

ومن ثم أصبحت الرؤى السابقة حول أمثلية الهيكل المالي تاريخية، يرجع إليها عند استعراض التطور والتسلسل التاريخي لهذا الموضوع . فيمكن القول أن الهيكل المالي هو معقدة نتيجة لعدة تسويات ، لذلك توجد العديد من العوامل لاختيار المؤسسة هيكلها المالي طالما لا يوجد هيكل مالي أمثل، وهي:

- محاولة الاحتفاظ بمرونة مالية بمعنى عدم كون المؤسسة بحيرة باختيار معين مستقبلا جراء قرار اتخذته سلفا ؛
- الأخذ في الحسبان الخصائص الاقتصادية للقطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة ومدى تطوره ؛
- وضعية المساهمين فيما يتعلق بعنصر المحاطرة (التفاضل/التشاؤم) ؛
- التحسب لوجود فرص أو قيود ؛
- أهداف وإستراتيجية المؤسسة.

الفصل الثاني

الشركات متعددة الجنسيات
وخصوصيات تسييرها المالي

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

مقدمة الفصل الثاني:

يعرف الهيكل المالي أحيانا بالخطة المالية. ويرجع ذلك إلى طبيعة تكوين مصادر التمويل طويلة الأجل مثل السندات، والقرض طويلة الأجل. وقد توجه بعض الشركات إلى عدم تخطيط هيكلها المالي، وإنما يتكون ذلك بناء على قرارات مالية التي يتخذها المدير المالي، دون أي تخطيط مسبق. وقد تنجح هذه الشركات في المدى القصير في تفادي بعض المشاكل التي تواجهها ولكت ستواجه المنشأة على المدى الطويل صعوبات كبيرة في الحصول على أموال التمويل أنشطتها. وفي ظل الهيكل المالي غير المخطط سوف تفشل هذه الشركات أيضا في استخدام الأمثل لأموالها. يستخلص من هذا أنه يجب على المشروع أن يخطط هيكله المالي وذلك حتى يتمكن من استخدام أمواله أفضل ما يمكن ويكون قادرا على التكيف بسهولة مع الضر وف المتغيرة.

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

المبحث الأول: ماهية الشركات الشركات متعددة الجنسيات وقراراتها المالية الدولية طويلة الأجل .

تمثل الشركات متعددة الجنسيات في مجموعة من الشركات ذات جنسيات مختلفة ومستقلة من الناحية القانونية، وتقوم بإدارتها شركة أم أو شركة قابضة وتمثل المجموعات متعددة الجنسيات العوامل الأكثر نشاطاً في التجارة الدولية .

المطلب الأول : ماهية الشركات متعددة الجنسيات .

1- مفهوم الشركات متعددة الجنسيات : هناك عدة تعاريف للشركات متعددة الجنسيات نذكر منها :

تمثل الشركات متعددة الجنسيات أحد أشكال الشركات الدولية بسبب تطورهما واتساع عملها حول العالم ، ولديها نظرة عالمية عميقة في إدارتها وفي عملية اتخاذ قراراتها .

فقد عرفت الشركات متعددة الجنسيات بأنها الشركات التي تمتلك وتتحكم في أنشطة اقتصادية موزعة على بلدان متعددة ، وتشارك في الأنشطة الدولية المختلفة وتقوم بالتصنيع في العديد من الدول، ولديها ارتباطات والتزامات مالية كبيرة وتحصل على إيراداتها الإجمالية من العمليات الدولية .

تعرف الشركات متعددة الجنسيات بأنها مجموعة من الشركات مختلفة الجنسيات ترتبط بعضها ببعض الآخر من خلال ما يمتلكه من أسهم أو شكل من أشكال السيطرة الإدارية أو عقد اتفاق معين مكونة بذلك وحدة اقتصادية متكاملة ذات أسس اقتصادية⁽¹⁾ .

وتعرف كذلك بأنها الشركة التي تمتلك أو تتحكم في أنشطة اقتصادية في أكثر من قطر⁽²⁾ .

وتعرف أيضا بأنها شركة ملكيتها تخضع لسيطرة جنسيات متعددة كما يتولى إدارتها أشخاص من جنسيات متعددة ويمارس نشاطها في بلاد أجنبية متعددة على الرغم من استراتيجياتها وسياساتها وعملها تصمم في مركزها الرئيسي الذي يوجد في الدولة الأم، إلا أن نشاطها يتجاوز الحدود الوطنية والإقليمية لهذه الدولة وتتوسع في نشاطها إلى دول أخرى تسمى الدول المضيفة⁽³⁾ .

(1) - سعود جايد العمري، الإدارة المالية في الشركات متعددة الجنسيات ، الطبعة الأولى ، دار المناهج للنشر والتوزيع

، الأردن ، 2007 ، ص 15 .

(2) - أحمد عبد الرحمن أحمد ، مدخل إلى إدارة الأعمال الدولية، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر، الرياض، 2001، ص

19.

(3) - www.nokiagate.com, 10/03/2013 .

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

2- نشأة الشركات متعددة الجنسيات :

نشأت الشركات متعددة الجنسيات العاملة في حوض البحر الأبيض المتوسط بما فيها إيطاليا نشأت في القرن الرابع عشر ، بينما نشأت الشركات البريطانية بين القرن السابع عشر والثامن عشر .

وفي القرن التاسع عشر قام بعض الصناعيين من أوروبا واليابان و الولايات المتحدة الأمريكية بإنشاء مشروعات متعددة الجنسيات في بعض البلدان في مجال الصناعة والتوزيع .

ويمكن القول بأن الشركات متعددة الجنسيات هي الاداة الأولى في توسيع نطاق الأعمال الدولية (تجارية كانت أم صناعية)⁽¹⁾.

3- خصائص الشركات متعددة الجنسيات : تتميز الشركات متعددة الجنسيات بعدد من الصفات والخصائص انفردت بها عن غيرها من الشركات وهي كما يلي⁽²⁾ :

1- ضخامة و كبر حجم الشركات : تعتبر هذه السمة من أهم الخصائص التي تتميز بها تلك الشركات والتي تميزت بها تلك الشركات والتي تمثل كيانات اقتصادية عملاقة ومن المؤشرات التي تدل على هذه الصفة هو ضخامة حجم رأس المال وحجم استثماراتها وتنوع انتاجها وأرقام المبيعات والايادات

التي تحققها إضافة إلى الشبكات التسويقية الكبيرة التي تمتلكها ويبقى أهم مقياس متبع للتعبير عن سمة الضخامة وكبر هذه الشركات العملاقة هو المقياس الخاص برقم المبيعات أو يطلق عليه "رقم الأعمال"

2- انتشار الرقعة الجغرافية لنشاطها - الأسواق - هي كبر مساحة السوق التي تغطيها إضافة إلى امتدادها الجغرافي خارج حدود الدولة الأم بسبب امتلاكها الإمكانيات المادية والبشرية الشاملة في مجال التسويق كما أن هذه الشركات تمتلك فروع تابعة لها منتشرة في كافة أنحاء العالم وقد ساعد هذا الانتشار الواسع والكبير لنشاط هذه الشركات هو التقدم التقني والتكنولوجي .

3- ازدياد درجة تنوع الأنشطة الاقتصادية : وهو النوع الكبير في أنشطتها الاقتصادية فسياساتها الإنتاجية تقوم على وجود منتجات متنوعة ومتعددة ويعود سبب هذا التنوع إلى رغبة إدارة تلك الشركات في تقليل احتمالات الخسارة التي قد تقع فيها تلك الشركات .

(1) - شوقي ناجي جواد، إدارة الأعمال الدولية، الطبعة الأولى، الاهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص33.

(2) - أحمد عباس عبد الله، دور الشركات متعددة الجنسيات في الاقتصاد العالمي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 29، 2012، ص 58.

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

4- إقامة التحالفات التكتلات و الإستراتيجية : حيث تسعى هذه الشركات إلى إقامة تحالفات إستراتيجية فيما بينها

من أجل تحقيق مصالحها الاقتصادية المشتركة وتعزيز قدراتها التنافسية والتسويقية في العالم إن هذه التحالفات هي نتاج المنافسة والتي صارت سمة أساسية للأسواق المفتوحة وثرة الاتصالات والمعلومات .

5- التفوق والتطور التكنولوجي : يعد التطور التكنولوجي العمود الفقري للشركات المتعددة الجنسيات التي تعتبر المصدر الرئيسي لنقل المعرفة الفنية والإدارية والتنظيمية ،وعليه فقد تمتعت الشركات متعددة الجنسيات بتكنولوجيا متطورة بالمقارنة مع شركات وطنية التي تعمل في أسواق الدول المضيفة ويقاس المستوى التكنولوجي بنفقات وتكاليف البحث والتطوير لذلك فقد لعبت الشركات متعددة الجنسيات دورا مهما في توجيه السوق العالمية للتكنولوجيا⁽¹⁾ .

6- تنوع إنتاجها وأنشطتها بين مجالات عديدة توزيعا للمخاطر وتحقيقا لأكبر قدر من الأرباح⁽²⁾ .

المطلب الثاني : الأنواع المختلفة للفروع الخارجية .

هناك أربعة أنواع من الفروع يتعين التفرقة بينها هي :

1- الفروع التجارية :

تمثل غالبا الفروع التجارية الخطوة الأولى للاستثمار في الخارج وتشمل هذه الفروع فروع البيع التي تلعب دورا هاما في تصدير المنتجات المصنعة من قبل مركز رئيسي وتؤمن غالبا المساعدة الفنية ، وتمنح الشركة بشكل عام امتيازاتها في عقود توزيع استثنائية بالنسبة لمنتجاتها ، وأن تأسيس فرع تجاري في البلد يساعد بشكل أفضل في معرفة المنتجات الملائمة للطلبات والطلبات المحلية .

والشكل الشائع هو أن الشركة تنشأ فرع بالاشتراك مع الموزع المحلي (شركة تسويق محلية) وذلك بهدف دعم وتقوية مركزها التجاري داخل البلد المضيف .

(1) - نفس المرجع ، ص 59-60 .

(2) - صلاح الدين حسن السيسى، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم، الطبعة الأولى، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة، ص 11 .

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

2- فروع الإنتاج :

تشمل فروع الإنتاج الشركات الصناعية التي تعتمد بشكل محدود على الشركة الأم مثل براءات الاختراع والعلامات التجارية ،مشتريات منتجات نصف مصنعة ،والتكنولوجيا .وتختلف درجة التصنيع في الفرع تبعاً لاختلاف البلدان واختلاف طبيعة النشاط وتبدأ عموماً الشركة الأم بتأسيس معمل تركيب أو تجميع قبل إنشاء معمل تصنيع بعض قطع الغيار ،وتخرج الاستثمارات الكبيرة من إطارها الخفي في نهاية العملية وذلك لارتفاع المخاطر .

3- الفروع المالية :

تمثل الفروع المالية حلقة وسيطة بين الشركة الأم والفروع الأجنبية (الخارجية) يطلق عليها تسمية الشركات القابضة أو المؤسسات المالية ويمكن التمييز بين أصناف متعددة هي :

أ- شركات تدبير المساهمات المحتفظ بها في الفروع لنفس المبدأ أو نفس المنطقة الجغرافية .

ب- في إطار اتخاذ القرار المالي فإنه يتعين بشكل واسع تعريف الأسس الاقتصادية والمالية للمشروع وإعداد حساب نتيجة تقديري (كشف دخل تقديري) وميزانية تقديرية فضلاً عن تحليل التدفقات النقدية.

ج- شركات براءات الاختراع التي تمتلك براءات الاختراع والإجراءات والعلامات التجارية والتي تستلم مبالغ مقابل استعمال هذه البراءات والعلامات التجارية .

د- مؤسسات التمويل التي تخدم محور رئيسي عند الإصدارات في السوق المالية الدولية .

وتستخدم أحياناً هذه الشركات القابضة في إدارة النقدية الدولية وتقع هذه الشركات في البلدان التي ليس فيها على المبادلات وأسعار الصرف وفيها نظم ضريبية متساهلة مثل سويسرا ،هون كونغ ،بنما ،وغيرها... وتمتاز هذه الشركات بمزايا عديدة من بينها الاستقلالية شبه التامة ،والمرونة المالية الكبيرة فيما يتعلق بتحويلات الدخل أو الموجودات من بلد لآخر وتخفيض الخطر السياسي .

4- فروع الخدمات .

تلعب فروع الخدمات دوراً مهماً في عقود المساعدة الفنية وهندسة المعلومات والمهارات والتدريب والتأهيل وتقوم هذه الفروع بإدارة العقود في الخارج .

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

في إطار اتخاذ القرار المالي فإنه يتعين بشكل واسع تعريف الأسس الاقتصادية والمالية للمشروع وإعداد حساب نتيجة تقديري (كشف دخل تقديري) وميزانية تقديرية فضلاً عن تحليل التدفقات النقدية⁽¹⁾.

المطلب الثالث : التدفقات النقدية للاستثمارات الخارجية .

- إن هذه التدفقات تشمل مفردات عديدة ومتنوعة وتمثل فيما يلي :

أولاً : تقييم مصروفات الاستثمار للفروع الخارجية :

- إن تقييم مصروفات الاستثمار للفروع الخارجية ليس بالأمر البسيط ويختلف باختلاف نشاطات الفروع الخارجية وأهدافها ، حيث إذا كان هدف الفرع الخارجي استغلال الموارد الأولية فإن الشركة الأم تجهز الموارد الأولية والخبرات الفنية في مجال حفر الآبار و استغلال المناجم (براءة الاختراع) .

- أما إذا كان هدف الفرع الأجنبي تصنيع المنتجات فإن الشركة تقوم بتحويل رأس المال ، إما من أجل تكوين فرع خارجي وإما من أجل شراء شركة قائمة ، كما تقوم الشركة بتحويل التكنولوجيا ، تحويل الأشخاص المؤهلين أو مصروفات تكوين العاملين ، تحويل السلع .

أما إذا كانت القيمة السوقية للاستثمار أعلى من القيمة المحاسبية الصافية فإنه ينتج فائض قيمة يخضع إلى الضريبة ، وتكون قيمة الاستثمار بالنسبة للشركة الأم من القيمة المحاسبية للسلع ، والضريبة على فائض القيمة ومصروفات النقل والتأمين⁽²⁾ .

وفي حالة إذا كانت القيمة السوقية للاستثمار أقل من القيمة المحاسبية الصافية فإنه ينتج نقص (عجز) في القيمة وفي هذه الحالة يمكن أن تلجأ الشركة الأم إلى تقديم المساعدة بغية تنفيذ المشروع .

ثانياً : تقييم التدفقات النقدية قبل الضريبة لمشروع خارجي (أجنبي) .

- يتعين أن يتم تقييم المشروع على مستويين هما مستوى الفرع الخارجي (الأجنبي) ومستوى الشركة الأم .

* التقييم على مستوى الفرع الخارجي (الأجنبي) .

- يتم الاعساب بالعبء النقدية للبلد المضيف حتى لو كان الفرع الأجنبي يشكل وحدة مستقلة عن الشركة الأم ، فعلى سبيل المثال الأقساط والفوائد على القروض الممنوحة إلى الشركة الأم تعد مصروفات

(1) - المرجع نفسه، ص 113 .

(2) - سعود جابيد العمري، مرجع سبق ذكره، ص 85، 87، 88 .

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصائصها المالي .

بالنسبة للفرع الخارجي، وتتكون التدفقات النقدية للفرع الأجنبي بصورة رئيسية من أرباح التشغيل و الاستثمارات .

* التقييم على مستوى الشركة الأم :

- يجرى الاحتساب بالعملة النقدية للشركة الأم أو بالعملة النقدية الأساسي. ويتعين الأخذ في الحسبان العناصر المباشرة والتي تتمثل في التدفقات النقدية خلال فترة الاستثمار الحصص الربحية المستلمة من الفرع الأجنبي، والفوائد على القروض، والمدفوعات عن براءات الاختراع وغيرها .

كما يأخذ في الحسبان العناصر غير المباشرة والتي يصعب تقييمها أو قياسها كمياً، ولكن في الوقت نفسه يجب أخذها في الحسبان وعدم إهمالها عند التقييم. وتتمثل هذه العناصر في المعرفة التامة للسوق المفضلة، والعادات والتقاليد الأجنبية التي يمكن أن تكون مفيدة في تنفيذ استثمارات أخرى⁽¹⁾ .

المطلب الرابع : معايير اختيار الاستثمارات الخارجية وقرارات التمويل .

- يتم دراسة معايير اختيار الاستثمارات من وجهة نظر الشركة الأم وذلك بالتحليل المتعاقب لكل من معيار فترة الاسترداد، ومعدل الربحية المحاسبية، ومعدل العائد الداخلي وصافي القيمة الحالية.

أولاً : معيار فترة الاسترداد⁽²⁾ .

- تعرف فترة الاسترداد بأنه الفترة التي يمكن في نهايتها استعادة مبلغ الاستثمار المبدئي، و لا تعترض عملية اتخاذ الاستثمار بموجب هذا المعيار أية مشكلة أو صعوبة. إذ تقوم الشركة الأم بالاستثمار في الخارج إذا كان زمن استعادة الاستثمار المبدئي أقل من المدة التي حددها مقدماً الشركة بناء على مخاطرة البلد المضيف .

* تصنيف معيار فترة الاسترداد .

1- إذا كانت التدفقات النقدية، المحولة إلى، العملة النقدية للشركة الأم المتخذة كعملة أساس

بمبالغ متساوية فإن فترة الاسترداد تحسب كما يلي :

فترة الاسترداد = $\frac{\text{إجمالي الاستثمار المبدئي}}{\text{التدفق النقدي السنوي}}$

(1) - المرجع السابق، ص 89، 90 .

(2) - نفس المرجع السابق، ص 936، 94 .

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

2- إذا كانت التدفقات النقدية مختلفة من سنة لأخرى فإنه يتعين أن تحسب التدفقات النقدية بصيغة متراكمة لغرض التوصل إلى السنة التي يسترد فيها رأس المال المبدئي، وتحتسب فترة الاسترداد تبعاً للمعادلة التالية :

فترة الاسترداد :

$$\text{عدد السنوات التي تغطي الاستثمار المبدئي} = \frac{\text{الاستثمار المبدئي} + \text{الحصيلة النقدية السنوات السابقة}}{\text{الحصيلة النقدية للسنوات اللاحقة} + \text{الحصيلة النقدية السنوات السابقة}}$$

مثال :

- تعتبر الشركة العالمية في الأردن القيام بتنفيذ مشروعين استثماريين (أ،ب) المنفصلين عن بعضهما وفيما يلي جدولاً يتضمن خواص هذين المشروعين .

خواص المشروعين (أ،ب) .

(مقاسه بعملة الشركة الأم) (المبلغ بالآلاف) .

المشروع (ب)	المشروع (أ)	
75000	75000	الاستثمار المبدئي
		التدفق النقدي :
22000	30000	السنة (1)
24000	30000	السنة (2)
26000	30000	السنة (3)
35000	30000	السنة (3)

- وقد افترضت الشركة أن الحد الأقصى لاستعادة رأس المال المستثمر هو ثلاث سنوات ، كما افترضت الشركة أن القيمة المتبقية للاستثمار هي صفر⁽¹⁾ .

(1) - نفس المرجع، ص 94 .

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصائصها المالية .

- فكيف يتم احتساب فترة الاسترداد لكل من المشروعين الاستثماريين، وأي منهما أفضل ؟

الحل :

$$\text{المشروع (أ)} = \frac{75000}{30000} = 2.5 \text{ سنة .}$$

$$\text{المشروع (ب)} = 3 \text{ سنة} + \frac{3000}{35000}$$

$$= 3 \text{ سنة} + (12 \times 0,086 \text{ شهر}) = 3 \text{ سنوات} + \text{شهر واحد .}$$

- ونجدد الإشارة إلى أنه تم احتساب المبلغ المتبقي من المبلغ المبدئي والمبلغ (3000) أنف دينار في السنة الرابعة كما يلي [75000 - (22000 + 24000 + 26000)] . وبناء على المعطيات السابقة تم اختيار المشروع (أ) وذلك لأن مدة الاسترداد فيه أقل من ثلاثة سنوات وعليه فهو أقل مخاطرة .

* تقييم معيار فترة الاسترداد :

يستخدم معيار فترة الاسترداد بشكل واسع في قرارات الاستثمار الخارجية (الدولية) ،على الرغم من لانتقادات اللاحقة الموجهة إليه ،وذلك لأسباب ثلاثة رئيسية هي :

1- يمتاز معيار فترة الاسترداد بالبساطة .

2- يحتوي ضمناً على خاصية عدم التأكد المستقبلي .

3- يكون معيار فترة الاسترداد أكثر قبولا حينما تكون الشركة بحاجة إلى استخدامات أو احتياجات نقدية⁽¹⁾ .

ثانياً: معيار معدل الربحية المحاسبية :

- هناك العديد من المعدلات الربحية المحاسبية يمكن أن تحتسب بالنسبة للاستثمار الخارجي (الدولي) ،فالتم كذا لتبين المسموحات الاستثمارية التي يكون فيها معدل الربحية أعلى من المعدل الأدنى المحدد متقدماً من قبلها . ويحتسب هذا المعدل تبعاً للمعادلة الآتية :

$$\text{معدل الربحية المحاسبية} = \frac{\text{التدفق النقدي سنوي} \times 100}{\text{الاستثمار المبدئي}} = \dots \%$$

بالنسبة للمشروع (أ) في المثال (2) السبق يحتسب معدل الربحية المحاسبية كما يلي :

(1) - نفس المرجع، ص 95 .

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

$$40\% = 100 \times \frac{30000}{75000}$$

وعندما تكون التدفقات النقدية السنوية غير متساوية أي تتغير من سنة لأخرى فإن معدل الربحية يتغير كل سنة ويصبح غير مفيد من الناحية العملية وذلك لصعوبة اعتماده كأساس موضوعي للتقييم والمقارنة .

* تقييم معدل الربحية المحاسبية :

1 لا يستخدم هذا المعيار عندما تختلف التدفقات النقدية السنوية من سنة لأخرى خلال فترة حياة المشروع الاستثماري .

2- لا يأخذ هذا المعيار بنظر الاعتبار امتداد قيمة الإيرادات على مدار الزمن في المستقبل .

3- يواجه هذا المعيار مشكلة معرفة المعدل الأدنى الممكن اعتماده ، وفي الحياة العملية ستخدم عادة معدل عائد يرتبط بالمخاطرة .

ثالثا : معدل العائد الداخلي .

يجوب هذا المعيار يكون المشروع الاستثماري مفيدا إذا كان معدل عائده الداخلي أعلى من معدل عائد محدد مسبقا أو أعلى كلفة رأس المال يتم ترتيب المشروعات تبعا لتناقص معدل العائد الداخلي ، ويجري ترتيب الاستثمارات حسب أسبقيتها التي تستند إلى معدل العائد الداخلي المرتفع .

ويوجد أكثر من أسلوب يستخدم في عملية احتساب معدل العائد الداخلي .

ففي أخذ المشروعات الاستثماريين (أ،ب) في المثال رقم(2) فإن معدل العائد الداخلي يحسب كما يلي (1) :

بالسبة للمشروع (أ).

$$\sum_{t=1}^4 \frac{30000}{(1+r)^t} = 1$$

أو بتعبير آخر .

$$\sum \frac{1}{(1+r)^t} \times 30000 = 75000$$

(1) - نفس المرجع، ص 97، 98 .

الفصل الثاني :الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

وبما أن معدل العائد الداخلي هو المطلوب البحث عنه في المعادلة فغنه يمكن احتساب المعامل الذي من خلاله

$$2.5 = \frac{75000}{30000}$$

وبالبحث في قائمة جداول القيمة الحالية في الملحق (1) عن أقرب رقم للرقم (2.5) ضمن صف الأرباح سنوات بجده بين الرقم (2.589) الذي يقع تحت المعدل (20%) والرقم (2.404) الذي يقع تحت المعدل (24%)، وبذلك نلاحظ أن معدل العائد الداخلي يكون أعلى من 20% وفي حساب التداخل الخطي البسيط يمكن التوصل إلى معدل العائد الداخلي بنسبة (21.9%) وكما يأتي :

$$\%21.9 = [100 \times \frac{2.500-2.589}{2.404-2.589} \times 0.04] + 20\%$$

بالنسبة للمشروع (ب) :

حيث أن (م) يمثل معدل الفائدة أو معدل الخصم المعتمد، ويمكن احتساب معدل العائد الداخلي بالطريقة ذاتها، غير أنه يمكن احتساب معدل العائد الداخلي من خلال احتساب متوسط التدفق النقدي السنوي (متوسط الإيراد السنوي) كما يلي :

$$26750 = 107000 \div 4 \text{ سنوات}$$

ثم يتم قسمة الاستثمار المبدئي على متوسط التدفق النقدي السنوي لاستخراج رقم يمكن من خلاله البحث عن معدل العائد الداخلي في جداول القيمة الحالية :

$$2.804 = 26750 \div 75000$$

- و بالبحث عن الرقم (2.804) في جداول القيمة الحالية (الملحق 1) بجده بين الرقم (2.914) الذي يقع ضمن عمود المعدل (14%) والرقم (2.795) الذي يقع ضمن عمود المعدل (16%)، وفي حساب التداخل الخطي البسيط يمكن التوصل إلى معدل العائد الداخلي (15.9%)

$$[100 \times (2.798 - 2.914) \div (2.804 - 2.914) \times 0.02] + 14$$

$$\%15.9 = \%1.9 + \%14 =$$

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

فإذا كانت تكلفة رأس المال أو معدل الخصم المستخدم من قبل مجموعة الشركات متعددة الجنسيات على سبيل المثال هو (12٪) فإن كلا من المشروعين الاستثماريين يمكن أن يكون مقبولا وحسب تفضيل احدهما على الآخر .

وفي حالة وجود مخاطرة في البلد الأجنبي المضيف فإن الشركة تحدد بشكل عام معدل عائد داخلي أدنى على ضوء الخطر المحدق . وتتم مقارنة معدل العائد الداخلي لكل مشروع استثماري بهذا المعدل الداخلي الأدنى . كذلك في حالة أخذ المشروعين الاستثماريين (أ،ب) السابقين ، فإن الشركة إذا حددت على سبيل المثال معدل عائد داخلي أدنى ونسبة (20٪) فإن الاستثمار (أ) وحده هو الذي يؤخذ في هذا البلد⁽¹⁾ .

رابعا : معيار صافي القيمة الحالية .

يتمثل صافي القيمة الحالية في الفرق بين مجموع التدفقات النقدية الحالية (المخصومة) الناجمة عن استثمار معين ومبلغ الاستثمار المبدئي (I) .

$$Npv = -I + \sum_{t=1}^n \frac{Cft}{(1+r)^t}$$

حيث أن (I) يمثل تكلفة رأس المال للشركة (معدل الخصم) الذي يفترض أن تكون معروفة ومحددة ، أي يمكن التعبير عن المعادلة أعلاه بالصيغة الآتية :

صافي القيمة الحالية = (-) الاستثمار المبدئي + القيمة الحالية للتدفقات النقدية خلال عمر الاستثمار .

* علاقة قرار الاستثمار بالقرار التمويلي .

تهدف القرارات المالية إلى تحضيم القيمة السوقية للمؤسسة ، فالتوظيف الجهد بين قرارات الاستثمار والتسويل وتوزيع الأرباح يساهم في تحقيق أرباح الرائدة المالية .

وتربط القرارات السابقة مع بعضها البعض ارتباطا وثيقا ، فقرار الاستثمار هو القرار الذي يهدف إلى تحديد مبلغ الأموال التي تستثمر ، وكذا اختبار نوع الأصول التي تكون موضوع هذه الاستثمارات ، ويترتب عن قرار الاستثمار أخطار على المؤسسة ، بسبب أن الآثار والنتائج المستقبلية للمشاريع الاستثمارية لا تكون معروفة بدقة .

(1) - نفس المرجع السابق، ص 102، 103 .

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

أما فيما يخص قرار التمويل، فهو يبحث في الكيفية التي تحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات، فهل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة، هذا القرار مرتبط ارتباطاً وثيقاً بقرار الاستثمار لأنه ستكون هناك مقارنة بين معدل مردودية المشروع الاستثماري وتكلفة تمويله .

وبما أن الموارد المالية للمؤسسة محدودة فيجب عليها أن تختار المشاريع الاستثمارية التي تضمن لها مردودية مرتفعة مع تكلفة منخفضة وتقلص من أخطار الإفلاس .

ويتطلب قرار توزيع الأرباح بالجزء من الأرباح الذي سيوزع على المساهمين، و الجزء الذي سيعاد استثماره، هذا القرار ينتج عن القرارين السابقين، وكلما كان قرار الاستثمار وقرار التمويل حديثين كلما أمكن المؤسسة توقع ارتفاع أرباحها بانتظام .

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال الشركات متعددة الجنسيات

يجب على نظرية هيكل رأس المال الامثل ان تأخذ في الحسبان بالأربع عناصر التالية في حالة

ش.م.ج

- ❖ وفرة رأس المال
- ❖ التنوع الدولي للتدفقات النقدية
- ❖ خطر الصرف أو تكلفة الإقراض
- ❖ إشرطات المستثمر الأجنبي

المطلب الأول: وفرة رأس المال (مصادر التمويل)

إن توافر رأس المال في سياق دولي لكل المؤسسات المتعددة الجنسيات يجنص من تكلفة الأموال الخاصة و الديون , بحيث يصبح لديهم القدرة على الإقراض بمبالغ كبيرة من المال وذلك للحفاظ على نسبة الدين مستقرا عندما تكون لديها إحتياجات تمويلية كبيرة.

ومن جانبها فإن الشركات المحلية ليس لدينا أي خيار سوى الإقراض على المدى القصير و المتوسط من البنوك أو تمويل نفسها⁽¹⁾

ونعرض فيمايلي مجموع مصادر تمويل الشركات متعددة الجنسيات

مصادر تمويل شركات متعددة الجنسية :

لإختيار هيكل التمويل المناسب يجب على الشركات متعددة الجنسية أن تختار من المصادر المتاحة ولا يمكن تصنيفها إلى فئتين داخلية و خارجية⁽²⁾ .

(1) - michael moffet, gestion et finance international , Pearson éducation , 10^e édition ,France, 2004, p:332-333 .

(2) - عبد القادر زبّان : استراتيجية التمويل في الشركات متعددة الجنسية ، عن موقع www.algerianexpert.maktoobblog.com تاريخ الزيارة : 2013/03/25 .

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

1. التمويل الداخلي:

يعتبر هذا النوع من التمويل الشكل الأول لتمويل الشركات والمسمى أيضا بالتمويل الذاتي. ففي تاريخ الرأسمالية، عندما كانت الصناعة البريطانية مسيطرة على الإنتاج العالمي، لم تكن بحاجة إلى وجود رؤوس الأموال

الخارجية، حيث كانت أرباحها تكفي لتمويلها شبه كلياً. كما أن هذه الأرباح كانت تمثل ثلثي الأموال المعاد استثمارها محلياً بين 1960 و1967، وذلك قبل دفع أرباح الأسهم.

غير أن هذه النسبة تختلف من شركة لأخرى، بحيث قد تمثل ثلاثة أرباع المصادر المالية الإجمالية للشركة، بينما ثلثي هذه الأرباح يعاد استثمارها من طرف الفروع، والتي تسمى بالتمويل الداخلي، حيث تمد ثلاثة أخماس حاجات استثمار الشركات تقريباً.

غير أن المعيار الذي يسمح بحساب التمويل الداخلي يتكون من ثلاثة عوامل وهي: معدل النمو، المردودية، وسياسات ترحيل الأموال⁽¹⁾

فقدرة الفروع على التمويل داخلياً لحاجاتها للإستثمارية، تنخفض بارتفاع معدل نموها، إلا إذا كانت نسبة الأرباح مرتفعة كفاية، أو تكون أرباح الأسهم متواضعة نسبياً، أو الإثنين معاً. إلا أن رهابة المسيرين تكون أكثر وضوحاً في حالة سياسات الترحيل للأرباح

1-1 سياسات ترحيل الأموال

ترتبط سياسات ترحيل الأموال بتدخل عوامل متعددة، والتي تحدد الطريقة التي تلجأ إليها الفروع من أجل توصيل أرباحها إلى الشركة الأم. ولعل من أهم هذه العوامل نذكر منها:

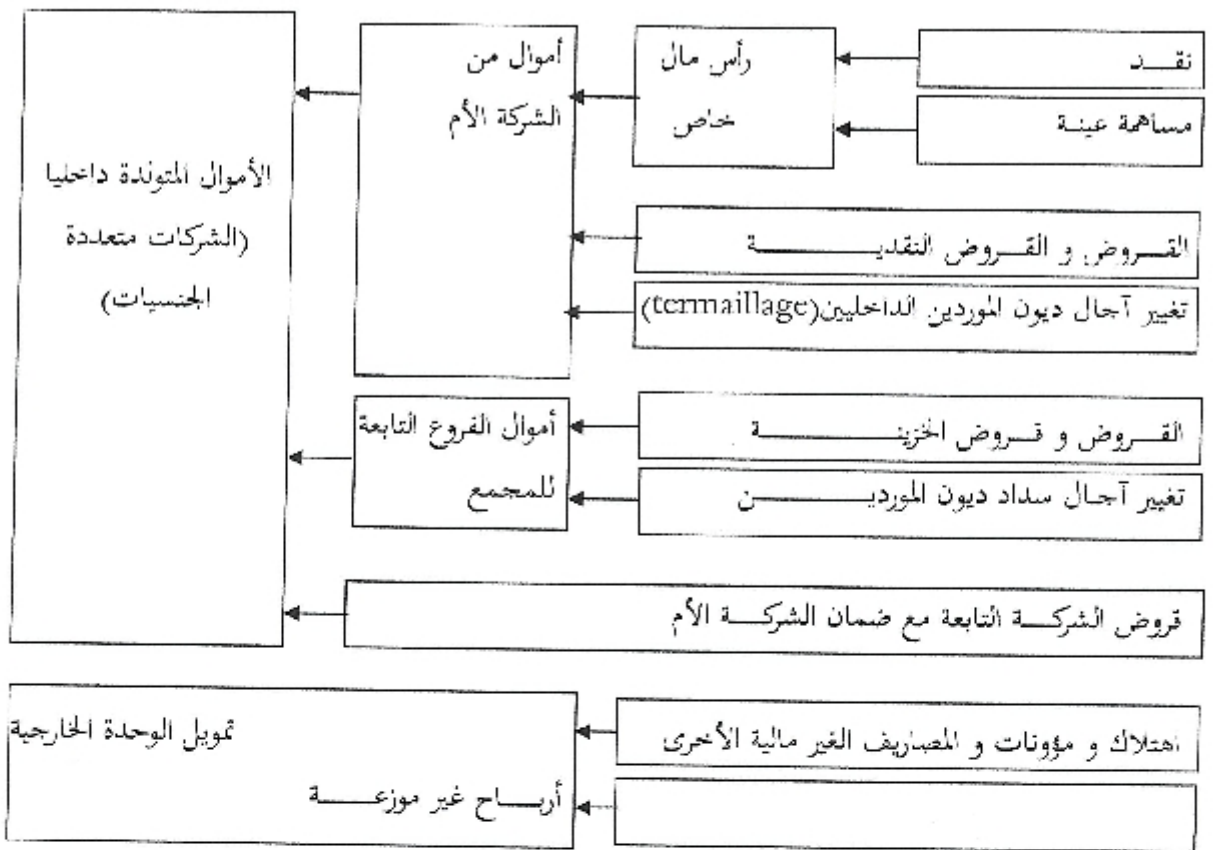
(1) نفس المرجع .

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

- ❖ الجباية على مختلف أنواع المدفوعات
 - ❖ سلوك مسيري الشركة الأم تجاه الأخطار
 - ❖ الحاجات المالية من أجل إعادة الإستثمار للفرع, خاصة في بداية تطور الفروع.
 - ❖ حاجات الشركة الأم إلى رؤوس الأموال
 - ❖ درجة إستقلالية الفرع أو وجود مساهمة بالأقلية في الفرع
 - ❖ قوانين ترحيل الأرباح المطبقة على الشركة الأم في البلد الأصلي
- 1-2 آية أسعار لتحويل:

تعتبر هذه الآلية عن التحكم في الأسعار, إما بالتخفيض أو بالرفع التعسفي, وذلك من أجل التهرب من الضريبة على أرباح الشركات وعلى الأرباح المحولة إلى الشركة الأم. كما تعتبر أداة فعالة لتحويل الأرباح نحو الفروع غير الإنتاجية الخاضعة لضريبة منخفضة, والمتوطنة مثلاً حيث تطبق تشريعات خاصة في هذا المجال كالجناح الجبائية, كما أن هذه الآلية تسمح بالتقليل من الحقوق الجمركية, وذلك بتخفيض أسعار الواردات مثلاً, مما تعطي للشركات متعددة الجنسية الوسيلة الفعالة لتخطي عدة عقبات في سبيل تحقيق أهدافها.

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .



الشكل (1) : المصادر الداخلية

المصدر : Michael moffet, Gestion et finance internationale, opcit, p.328.

يبين هذا الشكل (1) مخطط مصادر داخلية لتمويل الشركة التابعة، حيث في كثير من الأحيان يتم استخدام رأس مال الشركة الأم للتقليل من المخاطر التي يواجهونها. كما أن القرض بشكل عام هو الأسلوب المفضل للتمويل.

الفصل الثاني :الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

2- التمويل الخارجي

بعد تحديد مفهوم التمويل الداخلي و أساليبه ، نصل الى الشطر الثاني من هذه الاستراتيجية ، و المتمثل في التمويل الخارجي و الذي ينقسم الى تمويل خارجي محلي و تمويل خارجي دولي.

فالتمويل الخارجي المحلي يتمثل في الهيئات المالية الموجودة في بلد توطين الفرع ، بينما التمويل الخارجي الدولي يتمثل في الهيئات المالية الدولية التي تلجأ إليها الشركات متعددة الجنسية من أجل تمويل فروعها المنتشرة في العالم.

2-1 التمويل الخارجي المحلي :

يعتبر التمويل الخارجي المحلي المصدر الثاني المهم بعد الأرباح لرؤوس الأموال الموظفة من طرف الفروع في الخارج، بحيث يمثل المحيط المالي الأول الذي يلجأ إليه الفرع من أجل طلب قروض أو طرح الأسهم أو السندات. فبينما بعض الفروع الأكثر أهمية أو القديمة في البلد، وذات أسماء مشهورة تلجأ إلى القروض طويلة الأجل وذلك لحجمها ولثقة المتكونة بعد سنوات من التعامل مع البنوك والهيئات الأخرى. إلا أن هذا المصدر لا يفتح أمام الفروع الأصغر حجماً نسبياً والجديدة، ولذلك تلجأ إلى القروض قصيرة الأجل، بإعتبارها غير معروفة، حتى وإن كانت الشركة الأم مشهورة كما أن السلطات المحلية تتبع سياسات تمييزية بين الشركات خروفاً على ميزان مدفوعاتها وعلى الرأس المال الإستثماري. ولهذا تلجأ إلى مجموعة من المعونات المباشرة للإستثمار كالإعفاءات، والقروض الجبائية وإمتيازات أخرى، لتحفز الشركات على الإستثمار في مناطق معينة في البلد من أجل تفعيل التنمية الجهوية. خير أن هذه المناطق تخفي على مخاطر كبير للشركات الأجنبية، حتى وإن كانت التحفيزات تبدو جذابة للمشروع. ونظراً لنقص المعرفة الدقيقة بالظروف المحلية بالنسبة للمستثمرين الأجنب، يجعل من الصعوبة الحكم على تافرض الممنوحة موضوعياً، مثل مشكلة أئيد العاملة والمسافات البعيدة عن الأسواق والتي ترفع من عبء التكاليف.

في الأخير يجب التنويه إلى أن التمويل الخارجي المحلي يكون أكثر أهمية في البلدان الغنية برؤوس الأموال.⁽¹⁾

(1) عبد القادر زيان ، مرجع سبق ذكره .

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

2-2 التمويل الخارجي الدولي:

يمثل هذا المصدر المرحلة الثالثة في عملية بحث الشركات متعددة الجنسية عن الأموال من أجل إقامة مشاريع استثمارية. وتمثل مصادر هذا النوع من التمويل فيما يلي: الأسواق المالية عديمة الجنسية، والأسواق المالية لبعض الدول، و المنظمات الدولية.

1 - الأسواق المالية عديمة الجنسية (سوق السندات الأوروبية)

يمكن للشركات متعددة الجنسيات الإقراض مباشرة بتقديم قيم منقولة عنها، والتي تمثل ديون عليها، أما الحالة الشائعة فتتمثل في الإقراض بواسطة فروعها المتوطنة في الخارج، وبخاصة الشركات القابضة المالية الكائن مقرها في لكسمبورغ تمنح إعفاءات جبائية محفزة لتحويلات أرباح الأسهم. ففي هذه الحالة يمكن أن تقترح الفروع، إما سندات من نوع تقليدي أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم في الشركة الأم.

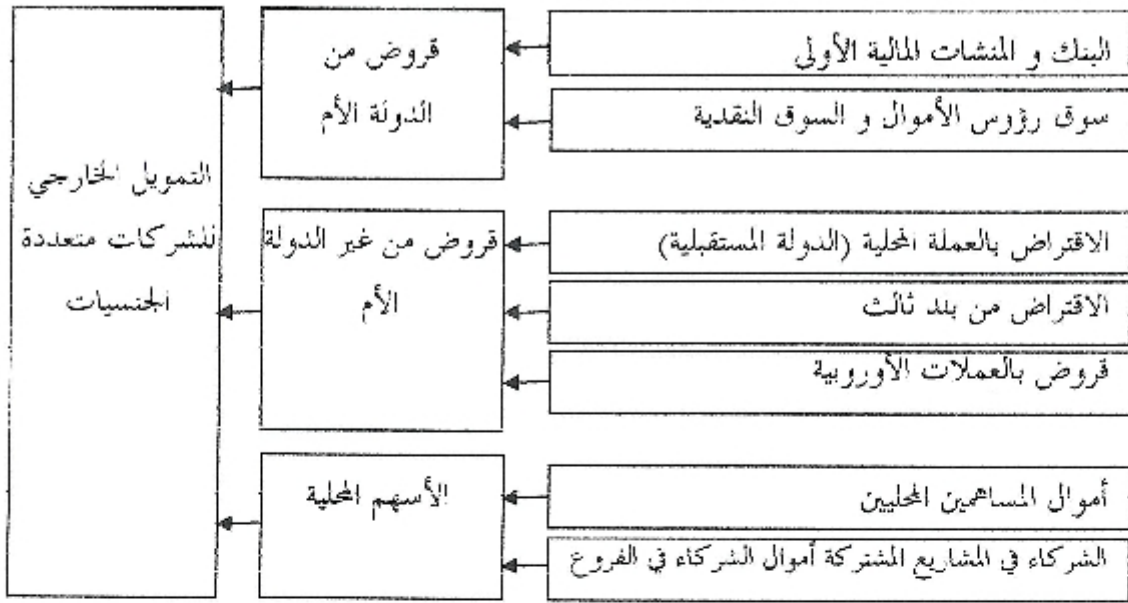
2- الأسواق المالية لبعض الدول

تعتبر هذه الأسواق المكان التقليدي لإقراضات الشركات متعددة الجنسية، باعتبارها تمنح فوائد أكبر، وحيث تكون معدلات رأس المال منخفضة عما هي مطبقة في الفرع، فتتمثل هذه الأسواق في بعض الأسواق الوطنية الأوروبية، حيث تسود حرية نسبية للإكتتاب في القروض الأجنبية، مثل فرانكفورت و جنيف و زوريخ و أمستردام.

3- المنظمات الدولية

تمثل المنظمات الدولية مصدر هام للتمويل لدول العالم الثالث، بحيث يوجد لدى الهيئات الأممية ما كان يعرف بالبرنامج BP (Bankers Program) وبرنامج البنكيين (Industry Coopirative Pprogramme) التعاوني للصناعة ICP مثلاً. وعندما تطلب هذه البلدان إنجاز مشاريع تنمية من المنظمات الدولية التابعين لمنظمة FAO تقوم هذه الأخيرة بتحرير قروض للشركات متعددة الجنسية من أجل إنجاز هذه المشاريع في دول العالم الثالث، مع إعطاء الضمانات الكافية لتفادي الأخطار السياسية للتأميمات والصادرات.

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .



الشكل (2) : المصادر الخارجية للتمويل

المصدر: Michael moffet, Gestion et finance international, opcit, p328.

يمثل الشكل (2) منظر عام في هذه المصادر الخارجية، وهي تنقسم إلى ثلاث مجموعات:

- المقرضين للقروض القريبة من الشركة الأم وهي مؤشر على تجربة المقرضين و ثقتهم في الشركة الأم .
- القروض بالعملة المحلية مثيرة للاهتمام لإحدى الشركات التابعة التي تحقق عوائد في نفس العملة ، كما أنها توفر تحولا طبيعيا ضد مخاطر العملة على ذلك الوصول إلى أسواق رأس المال المحلية.

المطلب الثاني: التنوع الدولي للتدفقات النقدية

تتحمل الشركات متعددة الجنسيات بسبب إستدانة أكبر من الشركات الوطنية، بما أن تدفقاتها النقدية متنوعة المصادر، فأي مؤسسة تستطيع بسهولة تغطية مصاريفها المالية كلما تكنت من تحقيق إستقرار في تدفقاتها النقدية. وبالتالي فإن الشركة متعددة الجنسية تتصرف هنا مثل المستثمر الذي يودع أوراقه المالية.

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

المطلب الثالث: مخاطر الصرف وتطلبات المستثمرين الدوليين.

أولاً: مخاطر الصرف وتكاليف الاقتراض.

إن الشركات متعددة الجنسيات لحصولها على قرض بالعملة الأجنبية تدفع تكلفة تساوي التكلفة الفعلية لتسديد أصل الدين بعد الظرائب بعملتها المحلية. وهذا مامعناه تسديد الديون بالعملة الصعبة مدعومة بربح أو خسارة سعر الصرف مثلاً مؤسسة أمريكية تفترض CHF 1500,000 فرنك سويسري على كدة عام بنسبة 15% والفرنك السويسري يتحول من 1,50 دولار إلى 1,44 دولار.

ماهي تكلفة هذا الترض بالدولار.

● حصيلة الاقتراض الأولى في حالة 1.50CHF/USD في السنة هي 1000000 وستقوم الشركة

بتعرض البنك بـ _____ :

$$1500000 \times 1,05 = 1575000 \text{ CHF}$$

ويدفع هنا:

$$1093750 \text{ USD} = \frac{1575000}{1,44 \text{ CHF / USD}}$$

وعليه التكلفة الحقيقية للإقراض هي:

$$(1093750 / 1000000) - 1,09375$$

$$\Delta -1,09375 = 0,09375 \times 100 = 9,375\%$$

وعليه

1,09375

وبالتالي فهذا المعدل هو أعلى من سعر الفائدة على القرض. (1)

(1) michal moffet ,la gestion et finance international ,opcit,p323.

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

وحساب تكلفة الاقتراض بالعملات الأجنبية بعد الضرائب نستخدم الصيغة التالية:

$$K_D^{USD}(1-t) = ([1 + K_D^{CHF}] \times [1 - D^{CHF/USD}] - 1) \times 100 \times (1-t)$$

$$K_D^{CHF} = 5\%$$

$$\Delta^{CHF} = (1,50 - 1,44) / 1,44 \times 100 = +4,1667\%$$

$$t = 34\% \quad (1)$$

والجدول الأول (01) يوضح بأن الشركات متعددة الجنسيات اكتشفت بأن الإلتزامات بالعملة الصعبة يمكن أن تعرضك لأرباح أو خسائر الصرف وبالتالي فهذا الجدول بين بعض المخلفات المترتبة على الإلتزامات بالعملة الصعبة للمؤسسات في مختلف الدول من سنة 1989 إلى 1990 حيث أن:

- العمود الثالث (3) بين التكلفة المتوقعة بالعملة الصعبة.
- والعمود الرابع (4) بين أنه بعد 10 سنوات التكلفة المترتبة كانت مختلفة جدا والفرق بين التكلفة المتوقعة والتكلفة الحقيقية. نلاحظها في العمود رقم 5، مع الملاحظة بأن إختلاف سعر الصرف لعب على الإتجاهين بطريقة سلبية وإيجابية.
- والحالة الأكثر تدهور هي حالة القرض التركيحي حيث أنها تحملت تكلفة إضافية قدرها 73,86% وذلك بسبب إنخفاض قيمة الليرة التركية⁽²⁾

(1) - Ibid ,p323.

(2) -Ibid. , p324.

الفصل الثاني: الشركات متعددة الجنسيات وخصوصيات تسييرها المالي .

خاتمة الفصل الثاني :

يلخص مما تقدم في هذا الفصل بأن المكونات الأساسية لتكلفة رأس المال للشركات متعددة الجنسيات ، فضلا عن تحديد هيكلها المالي الامثل . غير أن هنالك العديد من المشكلات مازالت مطروحة إذ أن تقييم خطر الفروع الأجنبية يعد أكثر صعوبة من تقييم الخطر في السوق المحلية .

ثم إن هنالك تساؤلات مهمة تطرح مفادها هل يأخذ هيكل التمويل الامثل بنظر الاعتبار تقييم المخاطرة من قبل المستثمرين المحليين حينما تسجل الشركة في السوق المحلية ، و هل يمكن قياسه المستوى المرتفع من المخاطرة بنتائج المرشحة اللازمة للتنوع الدولي ؟ و أخيرا مازالت المشكلة قائمة بخصوص توقع تأثير أسعار الصرف على القرارات المالية الدولية .

الفصل الثالث

دراسة حالة سونا طراك

مقدمة الفصل الثالث:

اهتمت الدولة الجزائرية منذ الاستقلال بقطاع المحروقات لما يكتسبه من أهمية . ف جاء إنشاء الشركة الوطنية لنقل و تسويق المنتجات الهيدروكربونية سونا طراك . و كان ذلك بموجب المرسوم الرئاسي -63- 941 المؤرخ في 31 ديسمبر 1963 ، وقد واجهت هذه الشركة عند إنشائها ظروفًا خاصة تميزت بضعف المؤسسات الوطنية الحديثة النشأة، و أمام هذا الوضع كان استمرار الشركة ضرورة مشكوك في تحقيقها لذلك كان على مؤسسيها رفع عدة تحديات لضمان بقائها ، هذا ما جعل نشاطها يقتصر في بداية الأمر على نقل و تسويق المحروقات ثم تطور نشاطها إلى أن أصبحت تتكفل بتنفيذ جميع العمليات و كذلك معالجة و تحويل المحروقات دون أن ننسى عملية النقل و التسويق و بذلك تم إنشاء عدة مؤسسات فعلى سبيل الذكر و ليس الحصر لدينا مؤسسة ENIP و هي المؤسسة الوطنية للبتروكيمياء ، و كذلك ENPC و هي المؤسسة الوطنية للبلاستيك و المطاط و كذلك ENAFOR و هي المؤسسة الوطنية للتنقيبالخ .

و لهذا و بسبب الأهمية البالغة لهذه المؤسسة في سير و نجاح الاقتصاد الجزائري قمنا باختيارها و كمحاولة للكشف عن العوامل التي تؤثر على هيكل رأس مال الشركة .

المبحث الأول : تقديم شركة سونا طراك :

سوف نتعرض في هذا البحث، إلى تقديم شركة سونا طراك، و تعريفها لأن الجزائر أرادت أن تلعب دور حقيقي في استغلال ثرواتها الطبيعية، و هذا بعد الحصول على استقلالها .
و لم تظهر أهمية شركة سونا طراك إلا بعد تأميم المحروقات في 24 فبراير 1971 و منذ ذلك التاريخ تعمل سونا طراك على تعزيز عملية استرجاع كل الثروات البترولية، و الغازية التي توجد في باطن التراب الوطني، حيث أن في 1975 كانت تتحكم في 83 %، و 17% كانت في حوزة الشركة الفرنسية "total"، و لم تسير سونا طراك 100% من منتج البترول و الغاز في الجزائر، إلا في سنة 1981، أين تم إعادة هيكلتها و تكوين 17 مؤسسة مستقلة عن الشركة الأم

المطلب الاول: التعريف بشركة سونا طراك

الشركة الوطنية لنقل و تسويق المحروقات المعروفة باسم " سونا طراك" أنشئت تحت المرسوم رقم 63 - 491 في 31 ديسمبر 1963، الذي كلفها بمهام محددة تلخص في نقل و تسويق المحروقات، ثم جاء مرسوم -296 66 المؤرخ في 22 سبتمبر 1966، ليوسع مهام الشركة إلى عدة ميادين منها: البحث عن المحروقات و إنتاجها و تحويلها و تسويقها، و رغم كل هذا التعديل بقيت المؤسسة باسمها القديم، و عملت بكل جهدها على تطوير فروع المحروقات فتفرعت عنها 17 مؤسسة جديدة منها: ENTP المؤسسة الوطنية للبلاستيك، و EGZIZ المؤسسة الوطنية لتسيير منطقة سكيكدة الصناعية ، NAFTAL ، ASMIDAL ،..... الخ.
أدى هذا التقسيم إلى تقليص عدد الموظفين إلى 3000 عامل، ليترفع من جديد في 1963 إلى 36000 موظف .

و التنظيم الجديد لسونا طراك كان بين سنة 1984 و 1986 اعتمادا على توجيهات المخطط الرباعي، و في 21 جانفي 1998 و بعد موافقة المجلس الوطني للطاقة يرسم أن سونا طراك هي تسمية للشركة الوطنية للبحث و إنتاجها و نقلها و تحويلها و تسويقها، و التي يوجد مقرها بمدينة الجزائر.(1)

(1) سونا طراك: مجلة رقم 10 حويلية 1988، ص 35.

كما تعرف ايضا :

هي الشركة الوطنية للبحث عن المحروقات و نقلها و تحويلها و تسويقها ذات رأس مال قدره 245 مليار دينار جزائري موزعة على 245 سهم ، كل سهم 1 مليون دينار جزائري و هو غير قابل للتصرف فيه بعدما كانت المؤسسة الوطنية لنقل و تسويق المحروقات سونا طراك برأس مال يقدر بـ 40 مليون دينار جزائري (ملك الدولة) عند نشأتها .

و كتجربة أولى قامت بما سونا طراك لتؤكد شهادة ميلادها بشروعها في إنشاء و تشغيل أنبوب النقل الذي يرتبط بين أرزيو و حوض الحمراء اليبانغ طوله 805 كلم طولا ، و قد مثل بمثابة حرق إتفاقية إفيان بالنسبة لفرنسا ، و قد أدى هذا إلى إجراء مفاوضات في 29 جويلية 1968 بإتفاق جزائري فرنسي يقتضي تسوية المسائل المتعلقة بالتنظيم الصناعي بالجزائر.⁽¹⁾

المطلب الثاني : طبيعة نشاط سونا طراك

أولا : مهامها

في السنوات الأولى من نشأتها، كان هدف سونا طراك يتلخص في نقل و تسويق المحروقات، فمحدودية نشاطها هذا ناتج عن نقص الخبرة في ميدان البحث و التنقيب و الإنتاج من جهة، و لصعوبة التحكم في المؤسسات الأجنبية المستغمة للبتروول من جهة أخرى. فعلى هذا الأساس قررت الحكومة توسيع نشاط سونا طراك اثر مرسوم 22 سبتمبر 1966 أين تعود للشركة :

- كل عمليات البحث و التنقيب الصناعي و التجاري للأحواض .
- بناء كل وسائل نقل المحروقات .
- توزيع و بيع المحروقات و مختلف المواد المشتقة منها يتم في الجزائر قبل الخارج .
- معالجة و تحويل المحروقات على أرض الوطن و إقامة صناعة بتر و كيمياوية
- المشاركة في كل عملية صناعية تجارية مالية أو عقارية كانت مرتبطة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة⁽²⁾

(1) نفس المرجع و الصفحة .

(2) إقايدي علي ، مذكرة تطبيقية (المحاسبة العامة) ، قسم الاستكشاف ، 1997، ص 14:12 .

فبهذا القرار الحكومي أصبح حضور سونا طراك يتزايد في كل مراحل النشاط البترولي 2 كان إنتاج البترول لا يتجاوز 26,5 مليون طن سنة 1964-1965 ثم ارتفع إلى 33,8 مليون طن سنة 1966، عندما بدأ أنبوب حقل اخمراء أرزيو يمارس عمله، كما بلغ إنتاجه سنة 1968 بـ 43 مليون طن في حين بلغ إنتاج الغاز 2,4 مليار متر مكعب 3. بعد إعادة الهيكلة سنة 1981 ركزت سونا طراك على المهام الاستراتيجية لقطاع المحروقات، و التي كانت تتركز حول محاور ذات النشاطات التالية :

● نشاطات الاستكشاف و البحث عن المحروقات .

● نشاطات التنمية و استغلال حقوق GISEMENTS المحروقات.

● نشاطات نقل المحروقات عبر الأنابيب .

● تمبيع و تحويل الغاز .

و في سنة 1991 الإنتاج الخام لكل المواد وصل إلى 160,4 مليون طن معادل للبترول، كما قد بلغ الإنتاج الصافي للمحروقات 105,8 مليون طن معادل للبترول و تم تصدير 84,2 مليون طن معادل للبترول .

بالطريقة التالية: 47,49 مليون طن معادل للبترول من المحروقات السائلة و 36,3 مليون طن معادل للبترول من المحروقات الغازية .

كما كان نصيب الغاز الطبيعي المبيع بـ 21,71 من صادرات المحروقات ووصل إنتاجه إلى 31,9 مليون متر مكعب أي ما يعادل 19 مليار متر مكعب من الغاز الطبيعي 1. كما تميزت سنة 1997 بتسجيل عدة نتائج إيجابية تنحس في حفر 50 بئر، و إنجاز 7 اكتشافات من بينها 6 للبترول و 1 للغاز و توجهه مستمر لنمو إنتاج المحروقات بمواده المختلفة و خاصة غازات البترول المبيعة و الغاز الطبيعي و تم تزويد السوق الوطني في حدود 18,4 مليون طن معادل للبترول، كما ارتفعت المبيعات في السوق الداخلي إلى 16 مليار دينار، و أما الصادرات، فقد بلغت مستوى قياسي يقدر بـ 104 مليون طن معادل للبترول، أي بزيادة التقارب 10% مقارنة بسنة 1996. و بهذا تكون سونا طراك قد حققت رقم أعمال يقدر بـ 831 مليار دينار بزيادة نسبتها 10% مقارنة بسنة 1996 (4)

(4) نفس المرجع و الصفحة .

وكان أيضا لظهور عدة نشاطات جديدة الفضل في خلق مناصب شغل سمحت بتوظيف ما يقارب 12000 شخص من بينهم أكثر من 50% مهندسين وإطارات جامعية وإما في سنة 1998 فكانت سنة صعبة بسبب تواصل انخفاض أسعار البترول الخام خلال الأشهر الأخيرة الشيء الذي انعكس سلبا على إيرادات و فوائد سونا طراك التي و موقعها أساسيا في الاقتصاد الوطني و لهذا اتخذت عدة إجراءات لمواجهة خلل السوق أو بالأحرى مواجهة خلل السوق بدهنية وواقعية و على هذا الأساس أصبحت سونا طراك تهدف حاليا إلى :

- التنقيب عن المحروقات و البحث عنها و استغلالها .
- تحويل المحروقات و تكريرها .
- تطوير شبكات نقل المحروقات و تخزينها و شحنها و استغلال هذه الشبكات و تسيرها .
- تجميع الغاز الطبيعي و معالجته و تقويم المحروقات الغازية .
- تسويق المحروقات .
- إنشاء مختلف أشكال الأعمال المشتركة في الجزائر أو في الخارج مع شركات أجنبية أو جزائرية ، و اكتساب و حيازة كل حصة أسهم و الاشتراك في الرأسمال؛ و في كل القيم المنقولة الأخرى في شركة موجودة أو سيتم إنشائها في الجزائر أو في الخارج .
- تمويل البلاد بالمحروقات على الأمدين المتوسط و البعيد .
- دراسة كل الأشكال و المصادر الأخرى للطاقة و ترقيتها و تقويتها .
- تطوير كل نشاط له علاقة مباشرة أو غير مباشرة بصناعة المحروقات و كل عمل يمكن أن يترتب عنه فائدة لسونا طراك.

و هكذا بعد أكثر من 30 سنة من نشاط سونا طراك، نجدها قد حققت العديد من مهامها و ذلك بالعمل على تطوير اقتصاد البلاد و التخلص من التبعية الأجنبية ، فاستطاعت أن تفرض وجودها في الأسواق الأجنبية و ذلك بمساعدة مختلف فروعها المتواجدة في مختلف أنحاء العالم، و ان تعرف إسرار في التنمية حيث ارتفعت نسبة إنتاجها بـ 50%، و هي تشغل المرتبة الأولى عالميا فيما يخص تصدير الكثافات و المرتبة الثانية في تصدير غاز البر و بان المميع .

ثانيا : هيكله شركة سونا طراك

في عام 1981 قررت سونا طراك إعادة الهيكلة نتج عنها 18 مؤسسة مستقلة عن الشركة الأم، و هذه المؤسسات هي :

4 مؤسسات صناعية.

3 مؤسسات تجارية .

11 مؤسسة خدمية .

و هذه المؤسسات هي :

ENTP المؤسسة الوطنية للصناعة البتر و كيمياوية

ENPC المؤسسة الوطنية للمطاط و البلاستيك

ENAFOR المؤسسة الوطنية للحفر

SMIDAL المؤسسة الوطنية للأسمدة الكيماوية

ENSP المؤسسة الوطنية لخدمة الآبار

ENCGP المؤسسة الوطنية للهندسة المدنية و المعمارية

EAGED المؤسسة الوطنية للجيوفيزياء

ENTP المؤسسة الوطنية لخدمة الآبار

ENAC المؤسسة الوطنية لنقل عن طريق الأنابيب

ENGTP المؤسسة الوطنية للأشغال البترولية الكبرى

NAFTEC المؤسسة الوطنية لتكرير البترول

ENEP المؤسسة الوطنية للهندسة البترولية

SONALGAZ

المؤسسة الوطنية الغاز و الكهرباء

CERHYD

مركز البحث لتقييم الطاقة ومشتقاتها

IAP

المعهد الجزائري للبتترول

APRUE

وكالة ترقية و عقلانية استعمال الطاقة

ثالثا : نشاطات شركة سونا طراك

تقوم شركة سونا طراك بعدة نشاطات مسيرة اداريا من طرف مديرين عامين مساعدين ، و يمكن عرض هاته النشاطات على النحو التالي :

1 - نشاط الاستكشاف : تتمثل النشاطات الأساسية المتعلقة بقسم الاستكشاف فيما يلي :

- بحث و مراقبة الأعمال في ميدان الخروقات .

- البحث المتعلق بالخروقات يتم على أساس دراسة جيولوجية و جيوفيزيائية بهدف تحديد مكان الحفر بدقة

- أعمال البحث في الميدان تتم تحت وكالة هيكل آخر لكن الإشراف و مراقبة هذه الأعمال مؤمنة من طرف مهندسين و تقنيين جيولوجيين و جيوفيزيائيين لقسم الاستكشاف .

2 - نشاط الحفر: يتم تحديد أماكن تجمع و تواجد الخروقات من طرف القسم الأول الذي يقوم بتقديم

تقرير من أجل القيام بمسلمات الحفر التي تكون تحت إشراف قسم الحفر من أجل الشروع في العمل ميدانيا.

و يتضمن نشاطها الأساسي معرفة المكان المشار إليه عن طريق التقارير المقدمة من طرف قسم الاستكشاف حيث يوجد تجمع للمخروقات .

3 - نشاط النقل : يتم نقل الخروقات عبر قنوات أو أنابيب برا و بحرا ، و حاليا قسم النقل هو المسؤول

عن إرسال و نقل الخروقات مستعملا عدة وسائل من أجل تحقيق هذه العملية ،

و تتمثل العملية الأساسية لهذا القسم في تموين السوق الوطنية و تسويق الخروقات السائلة

و الغازية إلى السوق الخارجية إما عبر قنوات أو مسالك أرضية .

4 - نشاط الإنتاج : يتمثل هذا النشاط في استغلال مناجم الغاز ، و تحسين معدل الإنتاج ، بالإضافة إلى أنها تهتم بصنع مشتقات المحروقات .

كما أنها تسعى على التوظيف الجيد للهيكل القاعدية و معدلات الإنتاج و تضمن الصيرورة الحسنة و المتابعة الجيدة لتحسين معامل التكرير و مصانع التحويل إلى سوائل L iquification

5 - نشاط التسويق : يمثل هذا القسم احتكار سوق المحروقات السائلة و الغازية وباقي المنتجات المكررة ، و يجب عليها أن تضمن تموين السوق الوطنية و تسويق المحروقات على المستوى الخارجي .

طورت سونا طراك تجارها نحو كل من أوروبا و الولايات المتحدة الأمريكية

المطلب الثالث: أهداف شركة سونا طراك وهيكلها التنظيمي

1_ أهداف شركة سونا طراك :

- تقوية الدعم للقواعد الصناعية لتحقيق التكامل الوطني .

- تلبية الحاجيات المتزايدة الوطنية .

- لكي يكون أكثر قرابة من المواطن الزبون النهائي ، عليها المشاركة في الإنجازات الصناعية و التجارية في الخارج .

- تنويع منتجاتها .

- التحكم و التوزيع في نشاطاتها مع الإستعمال الأمثل للوسائل و التقنيات بهدف الترقية و التحسين الدائم لشهرتها و صورة علامتها .

*أما من أهداف سونا طراك على المستوى الدولي :

- أن تكون القائد في الميدان الخاص بالغاز الطبيعي المميع . GAZ NATUREL LIQIFEGNL

- الحصول على حصة في السوق العالمي لكل منتج على حدى على مستوى مختلف البلدان المستهلكة .

- التنقيب على المحروقات و استغلالها

- تطوير شبكات نقل المحروقات، تخزين ، شحن، استغلال و تسيير هذه الشبكات ؛

- تجميع الغاز الطبيعي و معالجته ؛

- تحويل و تكرير المحروقات و تسويقها ؛

- تنمية مخ — تلف النشاطات المش — تركة في الجزائر و في الخارج مع ش — ركات جزائرية و أجنبية، و

الاشتراك في رأس المال و في القيم المنقولة الأخرى

- تمويل البلاد بالمخروقات على المدى المتوسط و البعيد ؛

- دراسة كل نشاط له علاقة مباشرة بصناعة المخروقات و كل عمل يترتب عنه فائدة على مجمع سونا طراك .

2- الهيكل التنظيمي :

المخطط التنظيمي و العملي للبنان الأكبر لسونا طراك :

أ - المديرية العامة .

ب - الهيئة العملية .

ج - الهيئات الوظيفية .

أ - المديرية العامة: هي منظمة كإيلي :

- رئيس المدير العام حاضر في محارن وظيفائه في الهيئة التنفيذية من خلال مرسوم أو مادة 11.3 لقوانين سونا طراك .
- رئيس المدير العام حاضر بسكرتار عام مكلف بإحضار أو إعطاء دعم ضروري في مواصلة و ترابط الإدارة المجمع .
- متكون من مجلس الامتحان و التوجيه CEO مهمته إعطاء دعم للأشغال الأعضاء الاجتماعية لسونا طراك .
- مدير الرئيس العام يخلف بقرار و من خلال سادة المجالس .
- مصلحة التأمين الداخلي للمؤسسة .

-الهيئات العملية الهيئات العملية مرتبطة و منظمة في إطار نشاطات كل نشاط يمارس مهمته و يطور محفظة أعماله على المستويات المحلي و الانساني .

1-1 نشاط "AMONT" "AMT" : هذا النشاط موضوع تحت سلطة نائب الرئيس المكلف بإعداد و تحضير و تطبيق السياسات الاستراتيجية التطور و الاستثمار و الاستغلال لل AMONT .

1-2 نشاط Amont مخصص للهيئات العملية الموحدة تتكون من الميادين العملية التالية :

● الاستكشاف.

المعالجة و المراقبة .

● العمليات.

● الأعمال الدولية.

● البحث و تطوير المحروقات و التكنولوجيا الحديثة.

● بتر و ليوم طاقة و تطور.

● الإنتاج.

● الطاقة و البناء.

● الشراكة.

● أعمال الثقب و انقب.

1 نائب رئيس AMONT مكلف بتطوير المجالات التالية:

● النشاطات الدولية

● فروع المشاركة الوطنية و الدولية

● منظمة المعلومات.

2 - نشاط النقل عن طريق الأنابيب TRC

2- 1 نشاط النقل عن طريق الأنابيب موضوع تحت سلطة نائب الرئيس المكلف بإعداد و تطبيق

السياسات و الاستراتيجيات الخاصة بنقل المحروقات.

2 - 2 نشاط النقل عن طريق الأنابيب مخصص للمهيات العملية الموحدة الذي يتكون من الميادين التالية:

● استغلال منشآت نقل المحروقات و الوضع المينائي

● الإمداد

● الدراسات و التطوير

2 - 3 نائب رئيس النقل عن طريق الأنابيب مكلف بالتطوير أيضا:

● النشاطات الدولية.

- فروع المشاركة اقليمية و الدولية .

- المنظمة للمعلومة.

3- نشاط " AVAL " : " AVAL "

3- 1 نشاط AVAL موضوع تحت سلطة نائب الرئيس المكلف بإعداد و تحضير تطبيق السياسات و

إستراتيجيات التطوير و الاستغلال ل AVAL البترولي و الغازي .

3 - 2 نشاط AVAL مخصص للمهيات العملية الموحدة متكون من المبادئ العملية التالية ٥

تميع الغاز الطبيعي

- انفصال للغاز الطبيعي المميع GPL .

- تنقية و تصفية البترول .

- البتر و كيمياء.

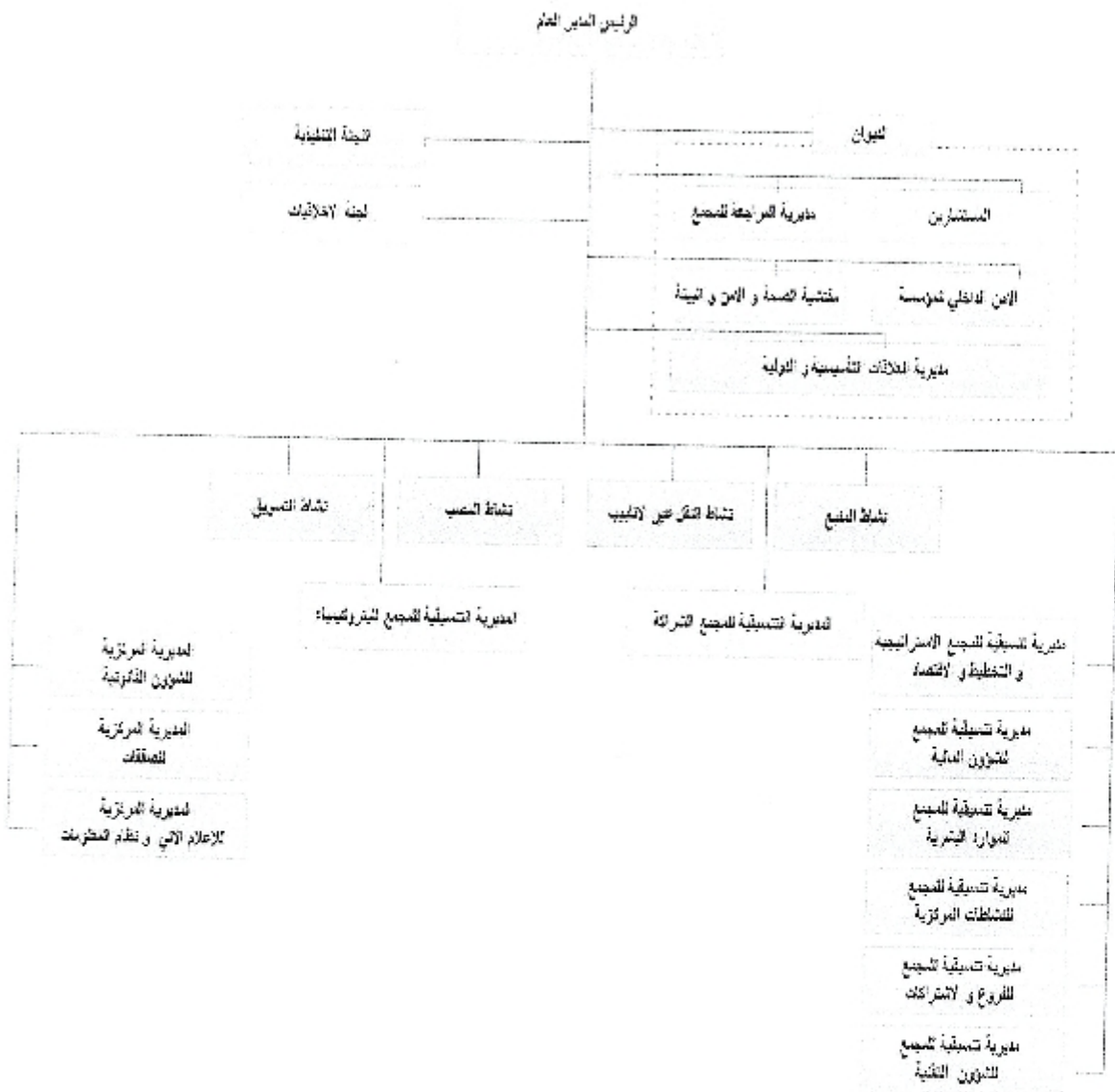
- دراسات التطوير و التكنولوجيا الحديثة.

3 - 3 نائب رئيس AVAL مكلف أيضا بالتطوير أو التنمية ل :

- النشاطات الدولية.

- فرع المشاركة الدولية و المحلية.

- منظمة المعلومات.



الشكل (6): الهيكل التنظيمي الجديد لسنة 2011.

المصدر : www.sonatrach.com, 18:45, 06/05/2013

المبحث الثاني : الهيكل المالي لشركة سونا طراك

المطلب الاول : مصادر تمويل شركة سونا طراك

ان شركة سونا طراك في الحقيقة تعتمد على مصادر تمويل داخلية و خارجية كغيرها من الشركات .

❖ و بالنظر الى القوائم المالية لسنتي 2009 و 2010 نجد ان شركة سونا طراك تعتمد على التمويل

الذاتي بنسب كبيرة مقارنة بالمصادر التمويل الاخرى باعتباره الوسيلة الداخلية التي تستخدمها

الشركة في تمويل نشاطها ة اعطائها التوازنات المالية اللازمة و خاصة عندما يتعلق الامر بتطوير

الشركة و توسيع رقعة نشاطها و نمو رأسمالها .

❖ بالإضافة الى مصدر ثاني هو القروض قصيرة الاجل ، حيث تحتل أهمية بالغة ضمن الهيكل المالي

لشركة سونا طراك و ذلك لكونه عادة ما يستخدم لمواجهة النفقات المتعلقة أساسا بالتشغيل العادي

للطاقات الانتاجية للمنشأة و ذلك بغرض تحقيق توازن مالي .

حيث نجد عدد من البنوك الدولية الرئيسية عرضت على سونا طراك تمويل عدد من المشاريع الخاصة بها خاصة

بعد كشف عن استثمارات للشركة تتجاوز 30 مليار دولار .

وتأتي هذه القروض في وقت لمحت فيه سونا طراك في تسديد مسبق حوالي 2 مليار دولار متأتية من اوم أ و

اليابان و سويسرا و الاتحاد الاوروبي و يرتقب أن تقوم الشركة بتسديدها خلال هذه السنة .

و في الوقت الذي قرر مسؤولو سونا طراك اعتماد التمويل الذاتي في العديد من المشاريع الهامة أو التركيز المالي

في مشاريع الشراكة فإن اللجوء الى البنوك و اورد أيضا في عدد من المشاريع : خاصة و أن موقع سونا طراك

أفضل بكثير حاليا مع نسبة ديون هامشية مقارنة برقم الاعمال الذي جعل سونا طراك تصنف سنة 2006

كأكبر و أهم شركة في افريقيا من بين أكثر من 500 شركة .⁽¹⁾

و ترغب سونا طراك في توظيف استثمارات ضخمة تتجاوز 30 مليار دولار في مجالات الاستكشاف و الانتاج

و الليترو كيمياء إلى غاية 2010 ولكن أيضا تسخير موارد مالية تقدر ما بين مليار وملياري دولار للخارج

لدعم مشاريعها في البيرو واليمن والنيجر وعدد من الدول العربية و الإفريقية فقد باشرت سونا طراك اتصالات

مع شركة إينرجيا البرتغالية يرتقب أن يتوج باتفاق يسمح للشركة الجزائرية بالحصول على حصة في الشركة

⁽¹⁾ - www.argaam.com تاريخ الزيارة: 05\08\2013 على 18:45

البرتغالية تصل 5% . علما بأن سونا طراك تمتلك نسبة تتراوح ما بين 5 و 7% في رأسمال مجموعة أناداركو الأمريكي، فضلا عن أسهم في ديوك زينرجي الأمريكية.

وموازاة مع ذلك تتفاوض سونا طراك أيضا عبر فرعها الدولي لتوسيع استثماراتها في مالي وعند من الدول الإفريقية مثل التشاد وهذه العمليات وغيرها على الصعيد الدولي خاصة تلك التي تخص السوق الأمريكي، حيث ينتظر أن ترم سونا طراك أيضا اتفاقات شراكة لأخذ حصص في مركبات إعادة تحويل الغاز في الولايات المتحدة يحتاج إلى مصاحبة وقبول. وقد يدفع ذلك الشركة الجزائرية إلى اللجوء إلى البنوك وعدم الاكتفاء على التمويل الذاتي.

المطلب الثاني : صورة هيكل رأس مال الشركة

لدراسة الهيكل المالي لشركة سونا طراك يجب النظر إلى مصادر التمويل الداخلية للمؤسسة و التي تعتمد عليها في تمويل مشاريعها و نشاطها و كذلك يجب النظر إلى مصادر التمويل الخارجية للمؤسسة و التي تعتمد عليها في تمويل مشاريعها و نشاطها و خاصة الديون قصيرة الأجل .

أولا : حساب نسبة التمويل الذاتي

انطلاقا من المعلومات المالية المتحصل عليها في التقارير المالية للشركة لسنتي 2009 و 2010 قمنا بحساب

نسبة التمويل لكل سنة و هو ما سنوضحه في الجدول التالي :

الاحتياطات + نتيجة صافية

نسبة التمويل الذاتي =

الاموال الخاصة

نسبة التمويل الذاتي	الاموال الخاصة	الاحتياطات + النتيجة الصفافية	السنوات
%86	3592752	3083075	2009
%77	4204923	3231245	2010

ملاحظة : نلاحظ بأن نسبة التمويل الذاتي مرتفعة .

ثانيا : حساب نسبة الديون

مجموع الديون المالية

نسبة الديون = $\frac{\text{مجموع الديون المالية}}{\text{الأموال الدائمة (الأموال الخاصة + الديون المالية)}}$

الأموال الدائمة (الأموال الخاصة + الديون المالية)

نسبة الديون	الاموال الدائمة	مجموع الديون المالية	السنوات
%0.43	3608085	15333	2009
%0.31	4218075	13152	2010

ملاحظة : نلاحظ أن نسبة الديون التي تعتمد عليها شركة سونا طراك منخفضة .

المطلب الثالث : تأثير نشاط الشركة على تشكيل هيكل رأس المال

يمكن القول بأن الاعتماد في شركة سونا طراك على التمويل الذاتي لتمويل نشاط المؤسسة له عدة أسباب ومن بينها مايلي :

أولا : أسباب الاعتماد الموسع على التمويل الذاتي

إن المؤسسة تعتمد الى حد بعيد على التمويل الذاتي و هذا راجع الى عدة أسباب و نأخذ الأسباب المتعلقة

بطبيعة نشاط الشركة و يمكن أن نجد من بينها مايلي :

- تساع السوق الدولي اندي نحضي به سونا طراك و بالتالي لها قدرة كبيرة لتصريف منتحاتها و بالتالي رفع رقم الأعمال مما يؤدي بالضرورة الى تحقيق أرباح كبيرة و تعضيها و هذا يؤدي إلى زيارة الاحتياطات و بالتالي تعتمد المؤسسة بشكل كبيرة على التمويل الذاتي .
- ارتفاع أسعار المحروقات على المستوى العالمي مما يؤدي إلى زيادة هوامش الربح و هذا ينجم عنه ارتفاع نسبة الاحتياطات مما يؤدي بالضرورة إلى رفع نسبة القدرة على التمويل الذاتي .

ثانيا : تفسير أهمية الأموال الخاصة عموما في هيكل رأس المال

إن الأموال الخاصة تنسم بأن لها تكاليف ضئيلة كما أن المخاطر المالية التي قد تتعرض لها قليلة و بالتالي فإن الأموال الخاصة تعتبر عنصر فعال في بناء هيكل رأس المال .

ثالثا : تفسير ضعف أهمية الاستدانة طويلة المدى في الشركة

تفسر ضعف أهمية الاستدانة طويلة المدى تحمل المؤسسة تكاليف مرتفعة كما أن المخاطر المالية التي قد تكون كبيرة مما يدفع بالمؤسسة إلى التقليل قدر الإمكان من الاستدانة .

- ان مؤسسة سونا طراك لديها قدرات كبيرة على التمويل الذاتي إلى درجة أنها قد تستغني عن البحث عن الاقتراض من البنوك أو من الأسواق المالية .

خاتمة الفصل الثالث :

خلصنا من خلال تحليل الوضعية المالية لشركة سونا طراك أنّها لا تعاني من اختلال مالي كما أنّ لها طاقة تمويل داخلية معتبرة تعتمد عليها في تغطية احتياجات دورة الاستثمار والاستغلال ، وهو ما يفسر انخفاض نسبة المديونية ضمن الهيكل المالي للشركة وهو عامل ايجابي لتقليص الأعباء المالية و المحافظة على طاقتها للاستدانة تمكنها من استعمالها عند الحاجة لكن هذا لا يمنع من رفع إقراضه للاستفادة من أثر الرافعة المالية

الخاتمة العامة

يعتبر موضوع الهيكل المالي من بين أهم القضايا التي نالت إهتمامات البحث العلمي في مجال الإدارة المالية ، حيث ظهرت عدة نظريات حول أمثلية إختيار الهيكل المالي للمؤسسة و تفسير السلوك التمويلي لها ، إذ كشفت دراسة المداخل المختلفة للهيكل المالي عن تدعيم مفهوم المدخل التقليدي فيما يتعلق بأن القيمة السوقية للمؤسسة يمكن أن تزداد و كذلك يمكن تخفيض متوسط التكلفة الكلية للأموال بتحديد المزيج المناسب من أموال الملكية و الإقتراض ، و عند إستخدام الرفع المالي عند حد معقول فإنه يمكن أن يتواجد الهيكل المالي الأمثل و لقد تدعم هذا المفهوم بالأراء التصحيحية لمودجلياني و ميلر سنة 1963 بعد اسقاط فرض عدم وجود ضرائب على الدخل و السماح بخصم فوائد القروض للأغراض الضريبية .

غير أن اطروحة مودجلياني و ميلر تجاهلت متغيرات أخرى في تحديد الهيكل المالي الأمثل و هي تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة .

و لمعرفة هيكل رأس المال الأمثل لشركات متعددة الجنسيات حاولنا من خلال دراستنا النظرية و التطبيقية تحديد العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسة إقتصادية بصفة عامة و مؤسسة سونا طراك بصفة خاصة .

نتائج الدراسة :

بناء على الأهداف المتوخات من هذه الدراسة و محاولة الإجابة على الإشكالية توصلنا إلى النتائج التالية :

- نلاحظ أن هناك جدل كبير حول تأثير هيكل التمويل على تكلفة الأموال ، فبينما يعتقد المفكرون التقليديون في وجود هيكل تمويل مثالي تنخفض عنده تكلفة الأموال و تصل فيه قيمة المؤسسة إلى أقصاها ، نجد أن مود جيليانى و ميلر يرفضان هذا الادعاء ذلك ألما يعتقدان أن هيكل التمويل في ظل عدم وجود ضرائب لا يمكن أن يكون له تأثير على تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة والتي تم التذليل عليها باستخدام فكرة المراجعة .
- أما في ظل وجود ضريبة على دخل المؤسسة فيعترف مود جيليانى و ميلر بأن قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكل تمويلها ديون تفوق قيمة المؤسسة مماثلة ولكن يتكون هيكل تمويلها من أموال خاصة فقط ، غير ألما يصران على أن الفرق بين قيمة المؤسستين لا ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفرات الضريبية .

- أما في حالة المؤسسة الدولية نجد أن لها مجموعة من العوامل التي تؤثر على هيكلها المالي و المتمثلة في وفرة رأس المال وتنوع دولي للتدفقات النقدية و مخاطر الصرف و متطلبات المستثمرين الدوليين .
- لشركة سونا طراك قدرة تمويل داخلية معتبرة يعتمد عليها في تغطية إحتياجات دورة الإستثمار نذالك تأخذ مصادر التمويل الذاتي أكبر قسط من هيكل رأس مال الشركة .
- يعتمد الهيكل التمويلي لسونا طراك بالدرجة الأولى على الاموال الخاصة و بصفة ضئيلة على الديون

آفاق بحث جديدة :

- على ضوء ما توصلنا إليه من نتائج ، نقترح على الباحثين المهتمين بالهيكل المالي للمؤسسات و خاصة المتعلق بالشركات الدولية البحث و التوسع في مزايا تنوع مصادر التمويل المتاحة أمام الشركات الدولية أكثر من غيرها من الشركات المحلية .

قائمة المراجع

قائمة المراجع :

1- باللغة العربية :

1-1 الكتب :

1. أحمد عبد الرحمان أحمد ، مدخل إلى إدارة الأعمال الدولية ، الطبعة الثانية ، دار المريخ للنشر ، الرياض ، 2001.
2. أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام ، الإستثمار بالأوراق المالية :تحليل وإدارة ، دار المسيرة ، الاردن ، 2004.
3. أسامة عبد الخالق الأنصاري ، الإدارة المالية ،دون دار نشر ، القاهرة ،دون سنة نشر.
4. الحناوي محمد صالح ، إبراهيم إسماعيل ، الفكر الحديث في التمويل ، الطبعة الرابعة ، المكتب الحديث ، الاسكندرية ، 2003.
5. حنفي عبد الغفار ، التمويل و الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، 2002.
6. دريد درغام ، أساسيات الإدارة المالية الحديثة ، دار الرضا للنشر :الأردن ، 2000.
7. شوقي ناجي حواد ، إدارة الأعمال الدولية ، الطبعة الأولى ، الأهلية للنشر و التوزيع ، عمان ، 2002.
8. صلاح الدين حسن السيسي ، الشركات متعددة الجنسيات و حكم العالم ، الطبعة الاولى ،عالم الكتب للنشر و التوزيع ، القاهرة ، بدون سنة نشر .
9. عبد العزيز النجار ، أساسيات الإدارة المالية ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، 2007 .
10. عبد الغفار حنفي ، أساسيات الإدارة المالية ،الدار الجامعية الجديدة للنشر ،مصر ، بدون سنة .
11. عبد الحظي عساف ، إدارة المشروعات العامة ، مطابع ألتس التجارية ، الكويت ، 1990.
12. علي عباس ، الإدارة المالية في منظمات الأعمال ، الطبعة الأولى ، دار مكتبة التراث العلمية للنشر ،الأردن ، 2002 .
13. محمد صالح الحناوي ، إدارة المالية و التمويل ، الدار الجامعية للنشر ، شارع زكريا ،مصر 1999.
14. محمد صالح الحناوي ، مهال فريد مصطفى ، الإدارة المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، بدون سنة نشر .

15. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.

16. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1997.

17. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، الكتاب العربي الحديث، الطبعة الخامسة، الإسكندرية، 2003.

18. نعمة الله نجيب إبراهيم، عبد النعيم مبارك، التحليل الاقتصادي، الدار الجامعية، مصر، 1998.

1-2 الرسائل الجامعية :

1. بسام محمد الأغا، "أثر الرافعة المالية وكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2005.

2. عدوي هاجر، محددات الهيكل المالي لمؤسسة اقتصادية، رسالة ماجستير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، 2010 - 2011.

1-3 المجلات :

1. أحمد عباس عبد الله، دور الشركات متعددة الجنسيات في الاقتصاد العالمي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 29، 2012.

1-4 الدراسات :

1. عبد القادر زيان، إستراتيجية التمويل في الشركات متعددة الجنسية، عن موقع

WWW.algerianexpert.maktoobblog.com

1-5 مواقع الانترنت :

www.sonatrach.com .

www.nokiagate.com.

www.or.WIKIpedia.org .

www.ARGAA M.com.

1. A, BENHALIMA, Pratique des techniques bancaires, édition D'AHLEB ,1997,.
2. Brighan,Eugence :and Ehrlard ,Sinncial Mangment ,12nded ,Mishe Rucle Publisher ,2005.
3. FRANK J .FABOZZI ,PAMELA P.PETERSON ,Financcailal Management and Analysis ,Second edition ,Weley finance ,United State ,2003.
4. JEAN B.JAC QUETIME D ,Gestion financier ,Manul applications ,DUNOD ,9^{me} édition , paris ,2000.
5. Josett Peyard ,Grotion Financière Internationale ,Vuibeat 5^{me} édition ,paris ,1999.
6. MONTHER BELLALAH,FINANCE MODERNE D'ENTERPRISE ,2 edition ,Econcemica ,Paris ,2003.
7. michael moffet, gestion et finance international , Pearson éducation , 10^e édition ,France, 2004 .
8. RODNEY BOEHME corporaite finance :capital structure(the classic Modigliani Miller MODEL)EMBA 807,p:4,5 in http://www.rdboenME.com/MBA_cf/cha.

الملاحق

Compte de résultats 2010

TABEAU DES COMPTES DE RESULTATS

Unité : Millions de Dinars

		2010	2009
Chiffre d'affaires	note 1	4 457 411	3 532 771
Variation stocks produits finis et en-cours		25 063	-13 763
Production immobilisée	note 2	272 796	246 770
Subvention d'équilibre	note 3	21 975	
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		4 777 246	3 765 777
Achats consommés	note 4	134 919	138 517
Services extérieurs et autres services extérieurs	note 4	1 253 776	1 126 203
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE		1 388 695	1 254 719
III - VALEUR AJOUTEE		3 388 551	2 501 058
Charges de personnel	note 5	91 635	85 475
Impôts, taxes et versements assimilés	note 6	1 760 845	1 373 132
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 536 070	1 042 446
Autres produits opérationnels	note 7	219 861	75 048
Autres charges opérationnelles		44 431	84 040
Dotations aux amortissements et provisions	note 8	301 605	313 403
Reprises sur pertes de valeur et provisions		30 753	53 196
V - RESULTAT OPERATIONNEL		-1 440 678	780 048
Produits financiers	note 9	51 457	62 202
Charges financières	note 10	533 777	470 453
VI - RESULTAT FINANCIER		-482 320	-438 250
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS		958 358	371 798
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	note 11	252 805	87 520
Impôts différés sur résultats ordinaires		77	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		5 079 347	3 963 124
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		4 373 871	3 676 747
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		705 476	284 277
Éléments extraordinaires (produits)		15	
Éléments extraordinaires (charges)			
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		15	
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		705 492	284 277

BILAN ACTIF

Unité : Millions de Dinars

		2011	2010
Actifs courants			
Stock et En Cours	note 14		
Stocks de marchandises		2	2
Matières premières et fournitures		3 880	700
Autres Approvisionnements		280 786	178 770
Encours de production de biens		-	13
Encours de production de services		-	-
Stocks de produits		93 916	39 159
Stocks provenant d'immobilisations		-	-
Stocks à l'extérieur		1 765	1 446
Total Stock et En-Cours		380 350	249 598
Créances et emplois assimilés	note 15		
Fournisseurs et comptes rattachés		141 789	183 325
Clients et comptes rattachés		605 219	363 346
Personnel et comptes rattachés		210	160
Organismes sociaux et cptes rattachés		691	593
Etat, Collectivités Publiques, Organismes		70 795	55 739
Groupe et Associés		787 614	702 263
Débiteurs et Créiteurs Divers		15 962	16 958
Comptes transitoires ou d'attente		-	9 064
Charges et produits constatés d'avance		2 530	3 895
Total Créances et Emplois Assimilés		1 674 810	1 335 371
DISPONIBILITES et Assimilées			
Valeurs mobilières de placement		29 940	90 358
Banques, Etab. Financiers & Assimilés		1 036 566	875 747
Instruments financiers Dérivés		1 376	-
Caisse		4	3
Régies d'Avances et Accréditifs		14 366	9 420
Total Disponibilités et Assimilés		1 082 242	975 528
Total actifs courants		3 087 402	2 560 510
TOTAL GENERAL ACTIF		6 624 490	5 417 063

BILAN PASSIF

Unité : Millions de Dinars

		2018	2017
Capitaux propres			
Capital émis		1 000 000	500 000
Capital non appelé		-	-
Primes et Réserves		2 525 753	2 834 758
Ecart de Réévaluation		-	-
Résultat net	note 11	705 492	284 277
Report à nouveau	note 16	-26 323	-26 323
Total		4 204 923	3 592 752
Passifs non courants			
Produits et charges différés			23
Provisions pour charges	note 17	86 001	74 026
Emprunts et dettes financières		13 152	15 333
Dettes rattachées à des participations			
Participations et créances rattachées		4 141	6 052
Total passifs non courants		103 294	95 434
Passifs courants	note 18		
Comptes de tiers			
Fournisseurs et comptes rattachés		296 638	213 300
Clients et comptes rattachés		364	1 082
Personnel et comptes rattachés		14 757	14 983
Organismes sociaux et comptes rattachés		4 891	4 235
Etat, Collectivités Publiques, Organismes		412 962	185 310
Groupes et Associés		1 583 015	1 202 126
Débiteurs Divers et Crédeurs Divers		3 618	1 585
Comptes transitoires ou d'attente		-	1 640
Charges et produits constatés d'avance		25	1 847
Total Comptes de tiers		2 315 274	1 726 909
Tresorerie passive			1 968
Total passifs courants		2 315 274	1 728 876
TOTAL GENERAL PASSIF		6 624 490	5 417 063

Bilan au 31 décembre 2010

BILAN ACTIF		Unité : Millions de Dinars	
		2010	2009
Actifs non courants			
Immobilisations Incorporelles		1 920	2 797
Immobilisations Corporelles	note 12	166 578	158 830
Immobilisations en Concession		10	.
Equip. Fixes & Compl. de Production	note 12	1 122 330	1 016 668
Immobilisations en-cours	note 12	1 859 113	1 344 650
Participations et créances rattachées	note 13	365 437	315 656
Autres immobilisations financières	note 13	15 151	12 327
Produits et charges différés		5 549	5 626
Total actifs non courants		3 537 088	2 856 553