

تطور الهيكل المالي في ظل إقتصاد الأسواق المالية وإقتصاد الإستدانة

دراسة تحليلية للشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز وسط

## Financial Structure Evolution in Light of Overdraft Economy and Financial Markets Economy

### An Analytical Study of the Algerian Corporation of Gas and Electricity Distribution

محمد أكلي

جامعة يحي فارس المدية، الجزائر

مخبر التنمية المحلية المستدامة

[mohamedakli2023@gmail.com](mailto:mohamedakli2023@gmail.com)

محمد بولصنام (\*)

جامعة يحي فارس المدية، الجزائر

[Boulesnam.mohamed@univ-medea.dz](mailto:Boulesnam.mohamed@univ-medea.dz)

تاريخ الاستلام: 2023/02/21 تاريخ القبول للنشر: 2023/06/02



#### ملخص:

هدفت الدراسة إلى معرفة أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي للمؤسسة، والتعرف على السلوك التمويلي للشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز وسط في ظل إقتصاد الأسواق المالية وإقتصاد الإستدانة. استخدم الباحثان المنهج الوصفي التحليلي بهدف تحليل تطور الهيكل المالي للمؤسسة المدروسة من خلال المعلومات المالية المتوفرة خلال الفترة الزمنية 2013 – 2017، ومن أجل معرفة التوليفة التي تختارها المؤسسة محل الدراسة في تحديد هيكلها المالي. توصلت الدراسة إلى أن هنالك صعوبة في إتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية في الشركة وذلك لكثرة العوامل والمتغيرات التي تأثر عليها كونها شركة حكومية. وعلى رغم الإنتقال الإسمي إلى إقتصاد الأسواق المالية، وتفعيل آليات التمويل داخل البورصة، لانزال السوق المالية الجزائرية ميدانيا شبه غائبة وغير كفوءة، في حين تبقى جل المؤسسات تابعة للقطاع المصرفي في تمويلها. الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي للمؤسسة، إقتصاد الإستدانة، إقتصاد الأسواق المالية، الشركة الوطنية لتوزيع الكهرباء والغاز وسط.

\*المؤلف المرسل.

### ***Abstract:***

This study aims to set the main financial structure theories and identify the funding behavior of the Algerian corporation of gas and electricity distribution in light of the overdraft economy and financial markets economy. Researchers use the descriptive analytical approach to analyze the financial structure development of the case study corporation between 2013 and 2017. Therefore, to determine the financial structure combination. Findings show that there is a big challenge in making strategic decisions in the Algerian Corporation of Gas and Electricity Distribution due to the public ownership nature of the corporation. Although, the nominal transition to the market economy, the Algerian financial market is still absent and inefficient. Hence, the majority of corporations are financially dependent on the banking sector.

**Keywords:** Corporate Financial Structure, Overdraft Economy, Financial Markets Economy, Algerian Corporation of Gas and Electricity Distribution.

## مقدمة:

يعد التطور المستمر الذي تشهده المؤسسات الإقتصادية سواء في شكلها القانوني، وظائفها، والبيئة التي تعمل فيها أحد أهم المتغيرات التي من شأنها إحداث تغييرات كبيرة في الهيكل التمويلي لأي مؤسسة. فبعد أن كانت المؤسسات صغيرة الحجم تستطيع تمويل نفسها بنفسها، كبر حجمها وأصبح تمويلها الذاتي لا يسد إحتياجاتها، الأمر الذي يقتضي اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية سواء تعلق الأمر بالبنوك في حالة إقتصاد الإستدانة أو التمويل المباشر من خلال إقتصاد الأسواق المالية.

إن إختيار المؤسسة للتوليفة المناسبة بين بدائل التمويل الذاتي والتمويل الخارجي هو ما تعنى به الإدارة المالية، فالمدير الجيد هو الذي يسعى إلى تخفيض التكاليف وتعظيم الأرباح من خلال عملية توظيف الأموال بمختلف مصادرها، أخذا بعين الإعتبار عديد العوامل التي من شأنها التأثير على هذه التوليفة.

يولي الدارسون للإدارة المالية أولوية كبيرة لجانب تطور الهيكل المالي وتقييم تكلفته في الأنظمة الإقتصادية المختلفة لا سيما ما يعرف بإقتصاد السوق و إقتصاد الإستدانة، حيث تتوفر بدائل التمويل وتصبح عملية إتخاذ القرار تابعة لقانون الربح والمخاطرة .  
مشكلة الدراسة وأسئلتها:

تحاول هذه الدراسة وفي ظل تنامي حدة المافسة بين المؤسسات، في إقتصاد يتسم بالمخاطرة وإمكانية الإفلاس، إبراز الكيفية التي من خلالها تتمكن المؤسسة الإقتصادية من إختيار الهيكل التمويلي الأمثل للمحافظة على مركزها التنافسي من جهة، وتخفيض تكاليف التمويل من جهة أخرى.

ولأن المؤسسة الوطنية لتوزيع الكهرباء والغاز من أكبر المؤسسات الوطنية الناشطة في مجال الطاقة، يمكن طرح المشكلة التالية :

ما هي آلية تطور الهيكل المالي في الشركة الوطنية لتوزيع الكهرباء والغاز وسط في ظل

إقتصاد الأسواق المالية وإقتصاد الإستدانة؟

وللإجابة عن الإشكالية المطروحة يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

■ كيف تختار الشركة الوطنية لتوزيع الكهرباء والغاز وسط مصادر تمويلها في ظل

إقتصاد السوق وإقتصاد الإستدانة ؟

■ ما هي معايير التفضيل بين مصادر التمويل الداخلي والخارجي في الشركة الوطنية لتوزيع الكهرباء والغاز وسط؟  
فرضيات الدراسة:

- كإجابة عن الأسئلة المطروحة، يمكن صياغة الفرضيات التالية :
  - تحاول الشركة محل الدراسة إختيار التوليفة التمويلية الملائمة بما يتوافق مع البيئة التي تعمل فيها، وإحتراما لمبدأ الربح والمخاطرة.
  - تفاضل الشركة محل الدراسة بين المصادر التمويلية الداخلية والخارجية وفقا لتكلفة كل تمويل.
- أهمية الدراسة:

يمكن القول أن موضوع الهيكل المالي من أهم الموضوعات التي لاقى إهتماما كبيرا في الفكر الإقتصادي، كونه يفسر السلوك الذي تنتهجه المؤسسات إتجاه التمويل الداخلي والخارجي، وصولا إلى تمويل أمثل. كما أن التعرف على أهم المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة من شأنه فهم إحتياجاتها، في ظل بيئة إقتصادية تتسم بالمنافسة والتطور المستمر.

أهداف الدراسة:

- تهدف الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف كما يلي:
  - التعرف على أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي للمؤسسة.
  - إسقاط هذه النظريات على المؤسسة محل الدراسة.
  - معرفة السلوك التمويلي للمؤسسة محل الدراسة في ظل إقتصاد الأسواق المالية وإقتصاد الإستدانة.
- منهج الدراسة:

تم الإعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، الذي يعنى بوصف وتحليل كل النظريات المفسرة للهيكل المالي. بالإضافة إلى تحليل تطور الهيكل المالي للمؤسسة المدروسة من خلال المعلومات المالية المتوفرة خلال الفترة الزمنية 2013 – 2017، من أجل معرفة التوليفة التي تختارها المؤسسة محل الدراسة في تحديد هيكلها المالي.

## المبحث الأول: الإطار النظري للدراسة

في هذا الجانب سيتم إستعراض الجوانب المفاهيمية المتعلقة بالهيكل المالي، النظريات المفسرة له، وكذا كل من إقتصاد الأسواق المالية والإستدانة والتفرقة بينهما.

### المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي

تعددت المفاهيم المرتبطة بالهيكل المالي، وفي هذا السياق يمكن عرض المفاهيم التالية: يعتبر الهيكل المالي مؤشرا مهما لقياس مصادر تمويل المؤسسة، فهو لا يشمل فقط البيئة الداخلية بل ينطوي على حقوقها وإلتزاماتها من جهة وبتطورها المستقبلي من جهة أخرى (Yiheng & Chenxi Jiang, 2022, p. 1).

ويعرف على أنه هيكل مصادر التمويل أو ما يعرف بجانب الخصوم وحقوق الملكية في ميزانية أي مؤسسة (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 349).

يعبر الهيكل المالي في المؤسسة عن نسبة كل من المطلوبات وحقوق الملكية إلى مجموع مصادر التمويل، وهو ما يرسم مخاطرها وربحيتها (جليل، 2013، صفحة 39).

كما يقصد به التوليفة التي تختارها المؤسسة لتغطية إستثماراتها في ظل التغيرات المتاحة، وعليه فالهيكل المالي في المؤسسة يعد متغيرا ديناميكيا يتغير بحسب المتغيرات الداخلية والخارجية للمؤسسة (إندرواس، 2008، صفحة 401).

وبناء على ما تقدم يمكن القول أن الهيكل المالي هو رسم المؤسسة لتوليفة مصادر تمويلها الداخلية والخارجية بناء على مستجدات السوق وبما يتوافق وسياستها المستقبلية. ومن خصائص الهيكل التمويل التي تشمل تعريفه ما يلي ( عبد العزيز، 2006، صفحة 216):

- الربحية: يجب أن يعود الهيكل المالي للمؤسسة بالنفع عليها عن طريق الوصول الى أقصى عائد وبأقل تكلفة ممكنة.
- القدرة على الوفاء بالدين: حيث يجب ألا يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالالتزامات وفي نفس الوقت يجنب الملاك (حملة الأسهم العادية) أي مخاطر مالية إضافية.
- المرونة: بمعنى أن يكون قادرا على تعديل وتكييف مصادر الأموال تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة الى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة.

- **الملاءمة:** يقصد بها ملاءمة مصادر التمويل للأصول المستخدمة، فالأصول الثابتة يجب أن يتم تمويلها من الديون طويلة الأجل أو حقوق الملكية، بينما الأصول المتداولة يتم تمويلها عن طريق الديون قصيرة الأجل.
- **الرقابة:** يجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطرة ممكنة لعدم فقدان السيطرة والرقابة على الإدارة في حالة تغيير مصادر تمويلها.

### المطلب الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي

هنالك عديد النظريات التي فسرت المتغيرات المحددة للهيكل المالي للمؤسسة وفي هذا السياق يمكن عرض النظريات التالية:

#### الفرع الأول: نظرية موديجلياني و ميلر (Modigliani and Miller Theory)

تعتبر هذه النظرية بمقترحها الأول عام 1958 والثاني عام 1963 المنشأ لكل النظريات التي فسرت الهيكل المالي، ويمكن تلخيص النظرية في مقترحها الأول في كون أن إختيار الهيكل المالي لا يؤثر على أداء المؤسسة، فقيمة المؤسسة لا يمكن أن تكون تابعا لقرارات تمويل الأصول بل للأصول في حد ذاتها (Modigliani & Miller, The cost of capital corporation finance and the theory of investment , 1958).

تعتمد هذه النظرية على عدة إفتراضات منها:

- لا توجد ضرائب على الأرباح.
- لا توجد تكاليف على صفقات التبادل.
- توفر المعلومة بعدالة وفي نفس الوقت لجميع المستثمرين.
- تعظيم قيمة المؤسسة هو الهدف المشترك لجميع المؤسسات.
- نسبة الإقراض متساوية.
- كل المؤسسات ذات نفس المستوى لها نفس درجة المخاطرة.
- لا يوجد إفلاس.

أما ما توصلت إليه النظرية في شقها الثاني، أن أخذ الضرائب بعين الإعتبار يجعل من الشركات التي تعتمد على الإقتراض ذات قيمة سوقية أكبر من تلك التي تعتمد على التمويل الذاتي (Modigliani & Miller, 1963).

### الفرع الثاني: نظرية تكاليف الوكالة (Agency Costs Theory)

وبناء على هذه النظرية يمكن تقسيم تكاليف الوكالة إلى قسمين أساسيين هما: تكاليف الملكية، وتكاليف الديون. ويقصد بتكاليف الوكالة المتعلقة بالملكية الصراع الإيجابي بين مسيري المؤسسة ومساهمها. أما تكاليف الوكالة الخاصة بالديون فهي التعارض بين الدائنين والمساهمين. وتشير النظرية بأن مسيري المؤسسة الذين لديهم ديون كبيرة يستثمرون في مشاريع مربحة من أجل خلق تدفقات نقدية تغطي فوائد هذه الديون، وهو ما سيعود بالإيجاب على قيمة المؤسسة (Jensen & Meckling, 1976).

### الفرع الثالث: نظرية أولويات التمويل (Pecking Order Theory)

يعود أصل النظرية إلى دونالدسون عام 1961 والذي أكد من خلال عينة لشركات أمريكية بأن الإدارة تفضل التمويل الداخلي على التمويل بالقروض بسبب عبئ التكاليف في هذه الأخيرة. (Donaldson, 1961)

وفي عام 1984 جدد مايورس و ماجلوف هذه النظرية بالتركيز على مكونات التمويل الداخلي والخارجي، إذ بينت النظرية أن تفضيل مسيري المؤسسة التمويل الداخلي كخيار أول ومن ثم التمويل بالدين وصولاً إلى التمويل عن طريق الأسهم (Myers & Majluf, 1984).

### الفرع الرابع: نظرية الإشارة (Signaling Theory)

قام روس عام 1977 باستحداث نظرية الإشارة والتي تقول بأن مسيري المؤسسة يستطيعون وبناء على المعلومات الداخلية إرسال إشارات للسوق من أجل تحديد هيكل رأس المال. ويعود أساساً لاختلاف نظرة المسيرين إلى التفاوت في طبيعة وحجم المعلومات. الأمر الذي يجعل من الصعب تمييز المؤسسات ذات العائد والأداء الكبير. عادة ما يكون اختيار المسير الديون إشارة إيجابية على أن المؤسسة واثقة من تحقيق عوائد مستقبلية (Ross, 1977).

### الفرع الخامس: نظرية توقيت السوق (Market Timing Theory)

هي النظرية التي جاء بها كل من بايكر و ويرجلر عام 2002. وتشرح كيف لمسيري المؤسسة أن يتخذوا قرارات التمويل عن طريق الملكية أو الإستدانة وهي تتناقض والنظريات السابقة في أن توقيت السوق هو المحدد الأول للهيكلة المالي في المؤسسة. فبعض المؤسسات تعتمد على

هيكل مالي محدد في فترة ما قد يختلف عن الهيكل المالي المعتمد في فترات لاحقة (Baker & Wurgler, 2002).

من خلال النظريات المفسرة للهيكل المالي، والتي تم عرضها آنفا، يمكن القول أن الهيكل المالي في المؤسسة، محدداته، وإختلافاته حسب بيئة عمل كل مؤسسة هو صلب المواضيع البحثية في الإدارة المالية. وتختلف هذه النظريات من خلال التغيرات الموجودة في وجهات النظر والذي يعود سببه الأساس إلى المكونات المأخوذة بعين الإعتبار في كل نظرية.

### المطلب الثالث: الفرق بين إقتصاد الأسواق المالية وإقتصاد الإستدانة

يمكن تعريف إقتصاد الاستدانة بأنه نظام مالي تلجأ إليه الوحدات الاقتصادية في تمويل نشاطها الإقتصادي عن طريق اللجوء إلى الإقتراض من الجهاز المصرفي، وذلك بسبب ضعف إدخاراتها الخاصة في حين يكون اللجوء إلى الأسواق المالية ضعيفا وثانويا (Diatkine, 1996, p. 93). أما إقتصاد الأسواق المالية فيعبر عن سوق الإصدار الأولي، والسوق الثانوي المعروف بالبورصة (مصيطفى و بن بوزيان، 2015، صفحة 20).

ويمكن التفريق بين الإقتصاديين في الجدول التالي:

### الجدول (01) الفرق بين إقتصاد الأسواق المالية وإقتصاد الإستدانة

إقتصاد الأسواق المالية	إقتصاد الإستدانة	معايير التفرقة
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ تمويل مباشر</li> <li>✓ الأهمية الإقتصادية للأسواق المالية مبنية على أهمية الإدخار كمولد للإستثمار</li> <li>✓ معدلات الفائدة مرنة ويحكمها قانون العرض والطلب</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ تمويل غير مباشر</li> <li>✓ إعتبار السوق المالي مكملا للسوق البنكي</li> <li>✓ الإستثمار مولد للإدخار</li> <li>✓ التحديد الإداري لمعدلات الفائدة</li> </ul>	المميزات
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ الإقتراض المباشر من الجمهور</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ القابلية لمواجهة الأزمات مقارنة بالبورصة</li> </ul>	الإيجابيات

<p>✓ يرفع من التمويل الداخلي للمؤسسات عن طريق فتح رأس المال</p>		
<p>✓ يتأثر كثيرا بالأزمات</p>	<p>✓ الرفع من الإستدانة مما يقلل من الإستقلالية المالية ✓ تمويل تضخمي ✓ نقص المرونة في منح القروض</p>	<p>السلبيات</p>

المصدر: خالفي وهيبية، مقارنة بين التمويل في إقتصاديات الإستدانة وإقتصاديات الأسواق المالية (مع الإشارة إلى حالة الجزائر)، مجلة الحقوق والعلوم السياسية – دراسات إقتصادية -، العدد 22، المجلد 01، ص 192.

### المبحث الثاني: الدراسة التحليلية لتطور الهيكل المالي للشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز وسط

من خلال هذا المبحث سوف يتم تقديم الشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز وسط، ومن ثم إستعراض تطور هيكلها المالي من خلال تحليل القوائم المالية المتاحة بين سنتي 2013 و 2017.

#### المطلب الأول: تقديم الشركة محل الدراسة

شهدت سنة 2017 هيكلية جديدة في شركة سونلغاز، سمحت بتطوير وتحسين كفاءة شركات المجمع، وكذا تجميع خبراتها وتنسيق معارفها، لذلك فإن مهن التوزيع تندرج ضمن كيان واحد تحت تسمية الشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز (SDC). إذ تعتبر الشركة ذات أسهم تابعة لمجمع سونلغاز، حيث أنشئت الشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز للوسط كشركة ذات أسهم بتاريخ 2017/04/04، وتم في هذا التاريخ دمج شركة التوزيع ناحية الغرب RDO وناحية الشرق RDE مع ناحية الوسط RDC برأس مال يفوق 64 مليار دينار جزائري يتواجد مقرها الإجتماعي بـ 20 نهج محمد بوضياف بالبلدية. تتكون الشركة محل الدراسة من 15 مديرية (البلدية، تيزي وزو، المدية، البويرة، الجلفة، غرداية،

الأغواط، الوادي، تمنراست، بسكرة، ورقلة 1، ورقلة 2، إليزي، تيبازة، بومرداس (الشركة-الجزائرية-لتوزيع-الكهرباء-والغاز، 2022).

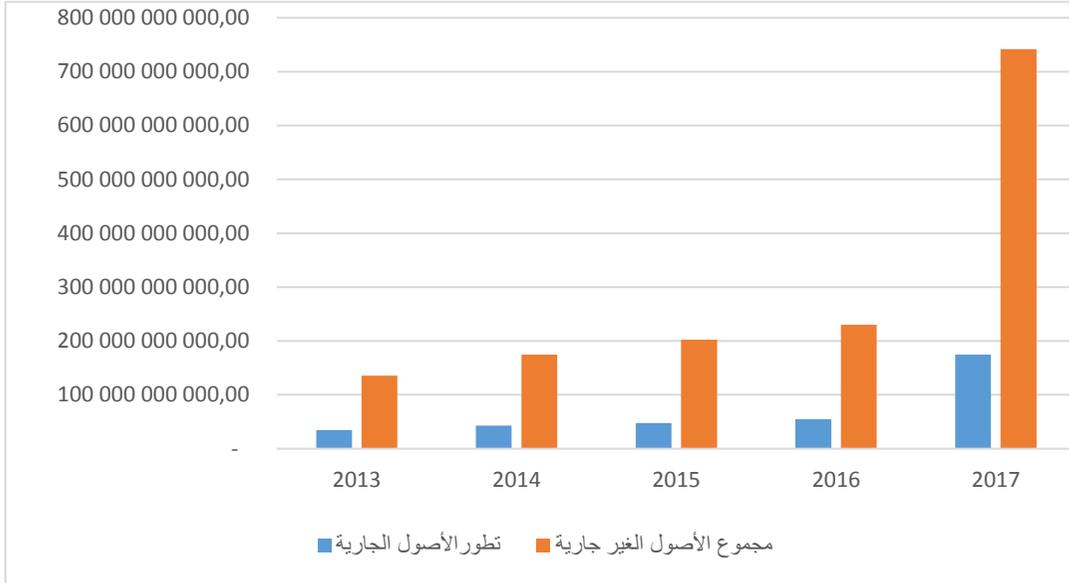
### المطلب الثاني: تحليل الهيكل المالي للمؤسسة محل الدراسة

من خلال عرض بعض القوائم المالية الخاصة بالشركة (الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج) المبينة في الملاحق تم ملاحظة ما يلي:

#### الفرع الأول: بالنسبة لأصول الشركة

- الأصول غير الجارية: يلاحظ نموها بنسبة 80% من مجموع الأصول وهي في تطور مستمر خلال السنوات الخمسة الأخيرة قيد الدراسة، نظرا لطبيعة استثمارات الشركة وإستراتيجيتها المتمثلة في إنجاز الشبكات الكهربائية والغازية، لربط وتزويد مختلف الزبائن بالطاقة وضمان استغلالها، إذ قامت الشركة في هذه الفترة ببناء وعصرنة الوكالات التجارية وكذا تجديد حضائر السيارات.
- الأصول الجارية: وهي الأصول التي ترتقب الشركة إمكانية إنجازها أو بيعها أو استهلاكها في دائرة الإستغلال. فتأخذ حصة الزبائن أكثر من 60% من الأصول الجارية لطبيعة النشاط التجاري للشركة (بيع الكهرباء والغاز) المبينة في الشكل رقم 1، كما نلاحظ قلة المخزون لأن السلعة المباعة (الكهرباء والغاز) لا تخزن والمخزون الذي يظهر في الأصول الجارية يعبر عن مخزونات أخرى (عدادات الكهرباء والغاز، لوازم مكتب ورق أقلام، زيت وعجلات السيارات...إلخ)، كذلك نلاحظ الإرتفاع المستمر للمدينين الآخرين والمدينين التابعين لشركة المجمع. والارتفاع المحقق في الخزينة نتيجة الزيادة في المقبوضات من بيع الكهرباء والغاز.

## الشكل رقم 01: تطور الأصول الجارية والغير الجارية (2013-2017)



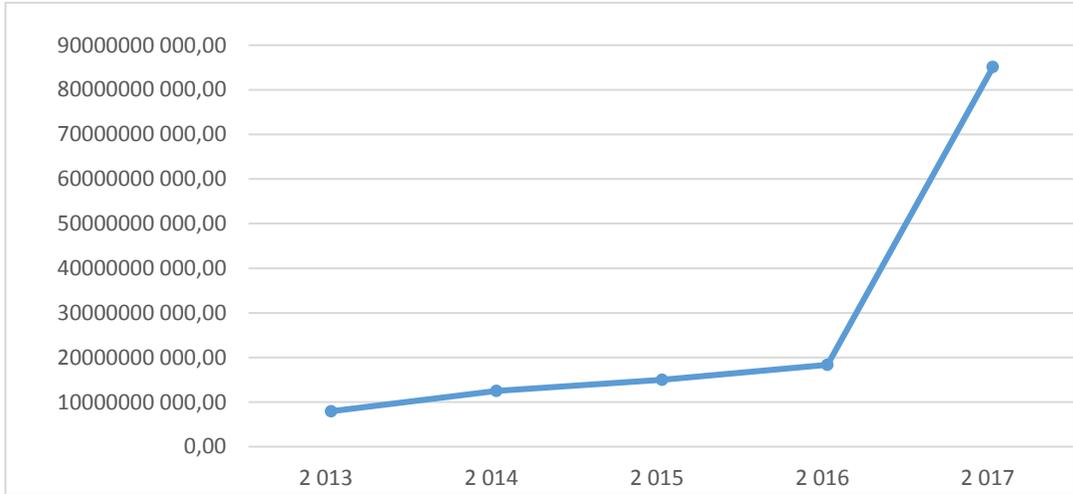
المصدر: من إعداد الباحثين انطلاقاً من تحليل القوائم المالية. الملحق رقم 01

### الفرع الثاني: تحليل تطور مصادر تمويل الشركة

تصنف مصادر تمويل الشركة إلى صنفين أساسيين، هما التمويل عن طريق رؤوس الأموال الخاصة والتمويل عن طريق أموال الإستدانة، وفيما يلي سيتم تناول أهمية وحجم كل مصدر من هذه المصادر ضمن الهيكل التمويلي للشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز ناحية الوسط خلال الفترة المدروسة.

- رؤوس الاموال الخاصة: من خلال القراءة المالية للميزانية المختصرة لجانب الخصوم غير الجارية نلاحظ أن رؤوس الأموال الخاصة للشركة خلال فترة الدراسة تعرف تغيراً إيجابياً، إذ بلغ متوسط نموها 4 % من مجموع الموارد التمويلية وللتفصيل في نمو رؤوس أموال الشركة نقوم بعرض المنحنى البياني المفصل كما يلي:

## الشكل رقم 02: تطور رؤوس الأموال الخاصة (2013-2017)



المصدر: من إعداد الباحثين انطلاقا من تحليل القوائم المالية الملحق رقم 02

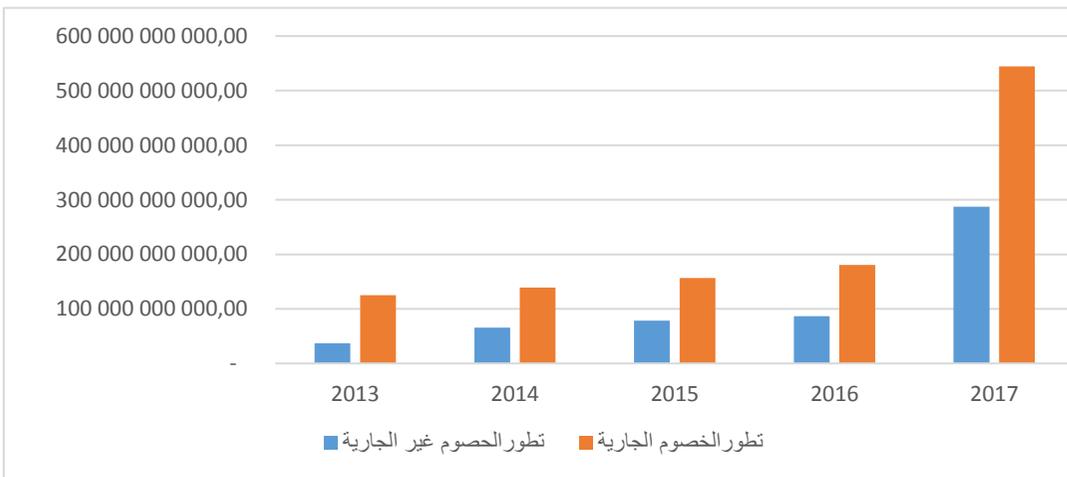
- رأس المال الصادر: تميز بالثبات من 2014 إلى غاية 2016. في 2017 إرتفع الى 64 مليار دج وهذا راجع إلى دمج شركة التوزيع للوسط مع شركة التوزيع الغرب والشرق.
- رؤوس الأموال الخاصة الأخرى: هي الأموال المتأتية من الدولة (إعانات) لصالح الشركة وهي في تزايد مستمر قصد تمويل مشاريع الكهرباء والغاز المدعمة. قدرت في 2014 ب34 مليار دج وفي 2016 ب 80 مليار دج.
- الإحتياطات: نلاحظ تخصيص الشركة لمبلغ 2079425652.18 دج وثبات قيمة الإحتياطات من 2013 إلى 2016 وتغيرها بالزيادة في سنة 2017 نظرا لدمج شركات التوزيع الثلاث.
- فارق إعادة التقييم: الناتج عن فوائض القيمة لإعادة التقييم الملحوظة في القيم الثابتة التي تكون موضوع إعادة تقييم حسب الشروط القانونية، ثباتها من 2014 إلى غاية 2016 وتغيرها في 2017 بالزيادة بمبلغ 13306230941.91 دج.
- النتيجة الصافية: تبقى نتيجة شركة التوزيع طول فترة الدراسة سالبة نظرا لأن سعر بيع الكهرباء والغاز لا يغطي التكاليف (السعر مدعم من طرف الدولة). بالإضافة إلى هاجس الشركة المتمثل في ضياع الكهرباء (قدر ب14.33% سنة 2017) والغاز (قدر ب7.1% سنة 2017) من مجمل المبيعات. وكذا الأعطاب المتكررة في الشبكة الكهربائية

والغازية والتي تمثل إلى جانب التكاليف غير الحقيقية السبب الأساسي في سلبية النتيجة.

■ الخصوم غير الجارية: نظرا لعدم كفاية رؤوس الأموال الخاصة في تلبية الإحتياجات المالية للشركة خلال الفترة المدروسة لجأت إدارة الشركة إلى اللجوء لطلب موارد خارجية إضافية تتمثل في أموال الإستدانة طويلة الأجل من البنك الوطني الجزائري (المقرض الرئيسي لشركة التوزيع) وهي في تزايد مستمر من سنة 2013 إلى 2017 بمتوسط معدل نمو 30%.

■ الخصوم الجارية: يوضح الشكل رقم 3 تزايد الخصوم الجارية بمتوسط معدل نمو يفوق 65% من مجموع خصوم الميزانية لسنوات الدراسة، وهذا من خلال الإلتزامات التي تعاقدت عليها الشركة بمقتضى علاقاتها مع الغير (الموردون والحسابات الملحقة) وكذا مع الشركات التي تمويلها بالكهرباء (الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء. شركة كهرباء ترقية. كدية الدراوش سكيكدة. برواقية) والغاز من طرف شركة سونطراك. وكذا التغير بالزيادة لمعدل الرسم على القيمة المضافة من 9% إلى 19%. وارتفاع الديون الأخرى المتمثلة في التغطية البنكية وزيادة كل مايتعلق بأجور المستخدمين وما يتبعها من الخدمات الإجتماعية ( طب العمل، الضمان الاجتماعي، مراكز التكوين، مراكز الترفيه).

شكل رقم 03: تطور الخصوم الجارية والغير الجارية (2013-2017)



المصدر: من إعداد الباحثين انطلاقا من تحليل القوائم المالية. الملحق 02

### الفرع الثالث: تطور الهيكل المالي لشركة توزيع الكهرباء والغاز وسط

يوضح الجدول رقم 02 والشكل رقم 04 تطور الهيكل المالي للمؤسسة محل الدراسة خلال الفترة الزمنية 2013 – 2017.

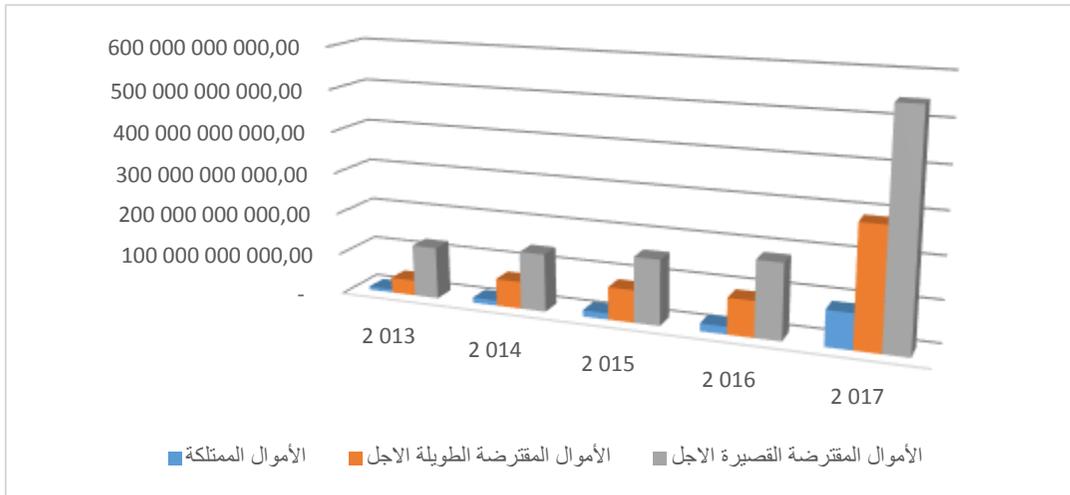
الجدول 02: هيكل الموارد التمويلية لشركة توزيع الكهرباء والغاز (2013-2017).

الوحدة دينار جزائري						
2015		2014		2013		البيان
النسبة %	المبالغ	النسبة %	المبالغ	النسبة %	المبالغ	
6,00	15 000 000 000,00	5,75	12 499 548 817,63	4,66	7 947 415 229,82	الأموال المملوكة
31,28	78 232 961 230,01	30,23	65 732 491 773,09	21,87	37 273 696 645,57	الأموال المقترضة الطويلة الأجل
62,72	156 841 004 699,34	64,02	139 198 860 843,23	73,46	125 197 308 799,07	الأموال المقترضة القصيرة الأجل
100	250 073 965 929,35	100	217 430 901 433,95	100	170 418 420 674,46	مجموع الموارد التمويلية
الوحدة دينار جزائري						
2017		2016				البيان
النسبة %	المبالغ	النسبة %	المبالغ			
9,29	85 096 524 443,72	6,43	18 351 930 974,13			الأموال المملوكة
31,31	286 906 498 679,81	30,26	86 326 848 404,06			الأموال المقترضة

				الطويلة الأجل
59,41	544 405 796 406,31	63,30	180 568 053 490,45	الأموال المقترضة القصيرة الأجل
100	916 408 819 529,84	100	285 246 832 868,64	مجموع الموارد التمويلية

المصدر: من إعداد الباحثين إنطلاقاً من تحليل القوائم المالية. الملحق رقم 04

شكل رقم 04: تطور الهيكل المالي (2013-2017)



المصدر: من إعداد الباحثين إنطلاقاً من تحليل القوائم المالية. الملحق رقم 04

من خلال الهيكل المالي المتبع من طرف الشركة يتضح أن الأموال المقترضة القصيرة الأجل تمثل أكثر من 60% تليها الأموال المقترضة الطويلة الأجل ب 30% (الإعتماد على الإستدانة كمصدر أساسي) وحوالي 6% أموال مملوكة من مجموع المصادر التمويلية للشركة والنتيجة عن طبيعة نشاطها التجاري في بيع الكهرباء والغاز كونها سلعة غير مختزنة بل تولد، توزع، وتستهلك، الأمر الذي يتطلب الإعتماد على الأموال المقترضة القصيرة أكثر من الطويلة. فخلال

أي ثلاثي من السنة تقوم الشركة بشراء الكهرباء والغاز وبيعه في نفس الثلاثي لمختلف الزبائن وبنفس الطريقة في الثلاثي الثاني من السنة وصولا إلى الثلاثي الرابع، لذا إعتمدت الشركة على الأموال المقترضة القصيرة الأجل بإستمرار وإستطاعت من خلال ذلك التحكم في إستقلاليتها المالية مع تسديد ديونها بشكل مستمر.

## خاتمة:

بعد الدراسة النظرية والتحليلية للهيكل المالي للشركة الوطنية لتوزيع الكهرباء والغاز وسط، اتضح أن الشركة محل الدراسة لا تختار هيكلها المالي بطريقة عشوائية، بل لعدة إعتبارات أهمها بنية موجوداتها ومجال نشاطها الرئيسي (بيع الكهرباء والغاز) وهذا من أجل تحقيق أهدافها الاستراتيجية المسطرة خاصة لاسيما تحقيق العائد وتخفيض التكاليف والمخاطر في نفس الوقت، إذ يظهر أن نمو الهيكل المالي وتطوره ينسجم مع الواقع والبيئة التي تنشط فيها المؤسسات الجزائرية من خلال السوق المالي الذي يبقى سوق مالي ناشئ لا يكاد ينافس السوق المصرفي.

ويمكن تلخيص أهم نتائج الدراسة في النقاط التالية:

- هنالك صعوبة في إتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية في الشركة وذلك لكثرة العوامل والمتغيرات التي تؤثر على الشركة كونها شركة حكومية.
  - رغم الإنتقال الإسمي إلى إقتصاد الأسواق المالية، وتفعيل آليات التمويل داخل البورصة، لاتزال السوق المالية الجزائرية ميدانيا شبه غائبة وغير كفوءة، في حين تبقى جل المؤسسات تابعة للقطاع المصرفي في تمويلها.
  - تعتمد الشركة محل الدراسة على الإستدانة فقط في هيكلها المالي وهذا ما يقلل من إمكانية افلاسها بالضرورة، حيث أن الشركة محل الدراسة في حالة جيدة وتطور هيكلها المالي بإستمرار، نظرا لإعتبارات أخرى متعلقة بطبيعة الشركة.
  - إن مصدر تفضيل المؤسسات الوطنية بصفة عامة والشركة الوطنية لتوزيع الكهرباء والغاز وسط للإستدانة بدلا من التمويل عن طريق الأسواق المالية راجع أساسا إلى ضعف هذه الأخيرة في تقديم القدر الكافي من التمويل.
- وبناءً على النتائج السابقة فإن الدراسة تقترح ما يلي:

- حتى يتوفر تمويل ينافس التمويل عن طريق الإستدانة ينبغي تفعيل، تحرير، وتطوير السوق المالي وإعتبره مكملا للنظام البنكي، الأمر الذي سينعكس إيجابا على تمويل المؤسسات الاقتصادية.
- ينبغي على الشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز وسط معرفة وضعيتها الإستراتيجية في السوق وماهي الخيارات الاستراتيجية المتاحة للتموقع على المدى الطويل من أجل الوصول لهيكل مالي يناسب طبيعة إستثماراتها.
- بما أن الشركة محل الدراسة تعتمد على الأموال قصيرة الأجل، ينبغي إعادة التفكير في فاتورة الكهرباء والغاز والتي من الأحسن أن تكون لمدة شهرين بدلا من ثلاثة أشهر، بالإضافة إلى إبتكار طرق أخرى وميكانيزمات ناجعة لتحصيل الديون التي هي على عاتق الزبائن، مع تعزيز وسائل الدفع الالكتروني والتحكم في مواعيد دراسة الجدوى والإنجاز لربط مختلف الزبائن بالطاقة.

## المراجع

### 1. المؤلفات

- عبد العزيز، سمير محمد، (2006)، إقتصاديات الاستثمار، التمويل التحليل المالي، مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر.
- النعيمي، عدنان تايه والتميمي، أرشد فؤاد، (2009). الإدارة المالية المتقدمة، اليازوري، الأردن.
- إندرواس، عاطف وليم، (2008)، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر.
- جليل، كاظم مدلول العارضي، (2013)، الإدارة المالية المتقدمة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن.
- قدي، عبد المجيد، (2004)، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية-دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- مصيطفى، عبد اللطيف، بن بوزيان، محمد، (2015)، أساسيات النظام المالي وإقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسين العصرية، لبنان.
- Diatkine, S. (1996). INSTITUTIONS ET MECANISMES MONETAIRES. France: Armand Colin.

## 2. الأطروحات

- بن نابي، فتيحة، (2016)، تقييم دور معدل الفائدة في الاقتصاد على ضوء الواقع العلمي والمساهمات الفكرية الاقتصادية، دراسة تحليلية لحالة الاقتصاد الأمريكي لفترة 2000/2014، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، الجزائر.
- قريشي، يوسف، (2005)، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة ميدانية. كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر.
- Donaldson, G. (1961). Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. Boston: Harvard Graduate School of Business Administration.

## 3. المقالات

- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. THE JOURNAL OF FINANCE, 1-32.
- Jensen, C. M., & Meckling, H. W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. Journal of Financial Economics, 305-360.
- Modigliani, F., & Miller, H. M. (1958). The cost of capital corporation finance and the theory of investment . The American Economic Review, 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, H. M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. The American Economic Review, 433–443.
- Myers, C. S., & Majluf, S. N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, 187-221.
- Ross, A. S. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. The Bell Journal of Economics, 23-40.
- Yiheng, L., & Chenxi Jiang, J. (2022). The Impact of Corporate Capital Structure on Financial. Computational Intelligence and Neuroscience, 1-7.

#### 4. مواقع الأنترنت

- الشركة-الجزائرية-لتوزيع-الكهرباء-والغاز. (2022, ماي 15). الموقع الرسمي للشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز-<https://www.sonelgaz.dz/ar/category/history-ar20/05/2022> . Retrieved from

الملحق 01

ملحق رقم 01

الميزانية الوظيفية لجانب الأصول لفترة (2013-2017)

الوحدات: ج

	2013	2016	2015	2014	2013
الأصول					
الأصول الغير حرة					
أرضي الأمتلاك (GOOD WILLS)					
الشركات مقفولة					
و صهيات التطويرية ومستلزمات	26 658 978,21	1 182 155,47	1 773 033,29		
شركات مقفولة أخرى	3 156 531,10	159 206,00	159 200,00	159 200,00	99 200,00
شركات مالية					
أرضي	850 366 921,86	184 105 882,18	184 030 326,17	184 030 326,17	192 234 063,48
شركات و صهيات الأرضي	673 882 144,65	284 139 563,72	207 782 000,46	218 532 233,15	182 193 410,83
مباني	13 538 716 316,40	2 812 994 932,78	2 085 246 171,26	2 089 987 796,27	1 638 299 565,71
مستلزمات تقنية و معدات و أدوات	513 374 589 757,23	134 466 853 956,87	131 432 521 185,32	101 065 655 703,51	65 028 877 644,66
شركات مالية أخرى	59 347 576 021,89	18 822 751 332,86	16 467 793 405,91	15 324 515 661,51	17 292 447 883,73
شركات صنوح استثمارها					
شركات خارج الجزائر	143 184 389 557,83	53 823 473 557,08	51 982 234 399,02	55 885 940 369,61	51 588 448 431,57
شركات محلية					
مستلزمات موضوعة موضوع معدلة	10 843 686 228,05	4 336 600,00	4 336 000,00	3 977 900,00	3 977 900,00
مستلزمات أخرى محلية	17 465 382,52	9 545 721,55	9 917 438,03	9 656 811,36	10 426 321,81
أروض و صهيات مستقطعة على عقد الإيجار المالي					
الودائع و القروض المتعلقة					
أروض و أصول مالية أخرى غير حرة					
ضرائب موضوعة على الأصول	741 854 432 838,67	230 409 542 112,74	202 485 814 344,38	174 832 482 271,60	135 827 002 721,80
مجموع الأصول الغير حرة					
الأصول الحرة					
أموال استغلال					
مقرضات					
أموال مستقطعة	122 428 763 066,70	37 827 307 287,51	29 291 641 160,67	27 989 032 862,79	23 872 952 480,16
إيجار	700 169 394,19	37 284 458,34	22 277 433,67	23 526 678,59	19 827 566,70
مقرضات	112 560 160,00	6 751 513 725,59	5 148 895 488,49		
صناديق تقفية أخرى و مستلزمات معدلة					
مستلزمات أخرى	18 432 182 872,01	4 104 867 197,78	2 893 314 315,82	5 044 093 025,43	4 660 750 359,70
ضرائب	5 335 893 142,36			3 394 812 002,21	3 311 872 587,48
أصول حرة أخرى					
أموال حرة	27 344 818 115,04	6 916 318 176,56	10 512 223 184,21	7 077 814 682,33	3 527 015 016,54
القائمة	174 554 306 480,17	54 837 290 755,90	47 668 151 584,96	42 628 440 182,26	34 591 417 952,86
مجموع الأصول الحرة	816 408 819 529,84	285 246 832 868,64	250 973 965 809,35	217 430 961 433,95	170 418 420 674,46
مجموع الأصول					

من اعداد الباحثين بالاعتماد على مختلف ميزانيات الشركة خلال فترة الدراسة 2013-2017

## الملحق 02 و03

ملحق رقم 02 الميزانية الوظيفية لجانب الخصوم للفترة (2017-2013)

الوحدات ج

الخصوم	2017	2016	2015	2014	2013
الأوراق النقدية	85 096 524 443,72	18 351 030 974,13	15 000 000 000,00	12 489 548 817,83	7 947 415 226,82
الأوراق النقدية	64 690 090 000,00	15 000 000 000,00	15 000 000 000,00	15 000 000 000,00	23 964 133 801,87
رأس المال المصر	289 149 185 942,90	80 572 856 753,36	60 162 000 078,25	34 365 933 680,54	
أوراق خاصة أخرى					
رأس المال غير المطلوب	7 126 730 893,62	2 079 425 652,18	2 079 425 652,18	2 079 425 652,18	2 079 425 652,18
إعانات وتمويلات	13 306 230 941,91	4 081 208 048,84	4 081 208 048,84	4 081 208 048,84	3 588 504 448,43
إعانات التوفير					
إعانات المصارف (المصارف)	-52 906 093 270,97	-19 008 616 125,13	-23 296 515 215,34	- 21 690 224 988,88	- 8 023 650 371,25
التأمينات					
التأمين من جانب					
أوراق خاصة أخرى	-235 579 530 063,77	-64 372 943 355,12	-42 026 116 563,93	- 21 875 893 575,05	- 13 670 998 301,41
مصارف الربح					
الخصوم غير التجارية	286 906 488 679,01	86 326 848 404,06	78 232 961 230,01	65 732 481 773,09	37 273 696 645,57
القروض والتأمين المالية	6 748 204 254,45	1 860 489 032,84	1 585 902 141,14	1 453 054 604,88	1 981 374 878,90
موردين ومنتجات خاصة معينة	286 137 726 235,36	84 445 871 161,22	76 647 059 088,87	64 279 437 168,21	36 272 321 766,67
الخصم الموزعة على الخصوم	20 568 190,00	20 568 190,00			
الموزع آخر تجارية					
مجموع الأوراق النقدية	372 003 003 123,53	104 678 779 378,19	83 232 961 230,01	78 232 040 590,72	45 221 111 875,38
الخصوم التجارية					
الموردين والمصارف المصلحة	115 448 868 259,83	42 781 790 382,16	36 276 372 066,80	30 289 970 583,57	26 958 082 720,84
الخصم الموزعة على الخصوم	5 355 266 537,02	1 316 148 512,10	888 040 395,84	877 950 873,16	556 899 634,31
مصارف حيازة الفروع و المستندات مملوكة للفرع المعطى	345 064 400 517,41	120 675 341 063,57	106 530 093 008,18	98 431 296 155,95	90 303 109 898,29
الموزع آخر	78 373 662 678,49	15 794 773 532,82	13 153 697 228,52	9 589 641 130,53	7 379 200 525,32
التأمينات المالية	163 788 413,56				5 926,31
مجموع الخصوم التجارية	544 485 796 406,31	188 588 053 480,43	156 641 004 686,34	138 188 860 843,23	128 187 358 798,07
مجموع الخصوم	916 488 819 529,84	293 246 832 866,64	250 073 965 928,35	217 430 901 433,95	170 418 429 674,46

من إعداد الباحثين بالاعتماد على مختلف ميزانيات الشركة خلال فترة الدراسة 2017-2013

ملحق رقم 03

### الميزانية المختصرة لجانب الأصول للفترة 2017-2013

الأصول	2015		2014		2013	
	المبلغ	النسبة%	المبلغ	النسبة%	المبلغ	النسبة%
الأصول غير التجارية	202 405 814 344,39	80,94	174 802 432 271,89	80,39	135 827 002 721,00	78,70
الأصول التجارية	47 666 151 584,96	19,06	42 628 449 162,35	19,61	34 591 417 952,66	20,30
المجموع	250 073 965 929,35	100	217 430 901 433,95	100	170 418 429 674,46	100

