



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة عمار ثليجي الأغواط

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة

الموسومة بـ:

أهمية الابتكار في هيكل رأس المال في تحسين المرونة

المالية للمؤسسة

– دراسة حالة شركة أرامكو السعودية 2021–2023 –

تحت إشراف:

أ. د. سميرة مشراوي

من إعداد الطالبة:

➤ نورة سواهلية

محضر مناقشة رقم 06/م.م/2025

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة	الصفة
أ. د. فاطيمة الزهرة بوداود	أستاذ	رئيسا
أ. د. سميرة مشراوي	أستاذ	مشرفا ومقررا
د. عبد القادر قرادي	أستاذ محاضر – أ –	مناقشا

السنة الجامعية: 2025/2024



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة عمار ثليجي الأغواط

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة

الموسومة بـ:

أهمية الابتكار في هيكل رأس المال في تحسين المرونة

المالية للمؤسسة

- دراسة حالة شركة أرامكو السعودية 2021-2023-

تحت إشراف:

د. سميرة مشراوي

من إعداد الطالبة:

➤ نورة سواهلية

محضر مناقشة رقم 06/م.م/2025

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة	الصفة
أ. د. فاطيمة الزهرة بوداود	أستاذ	رئيسا
أ. د. سميرة مشراوي	أستاذ	مشرفا ومقررا
د. عبد القادر قرادي	أستاذ محاضر - أ-	مناقشا

السنة الجامعية: 2025/2024

شكر وعرفان

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، وبتوفيقه تدرك الغايات
أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى كل من ساندني في هذه المذكرة، علماً أو
دعماً أو دعاء.

أخص بالشكر د. مشراوي سميرة على توجيهاتها السديدة واهتمامك وعطائك الذي
لا يقدر بثمن، كنت سبباً في ان ارتقي بخطواتي نحو النجاح. وعلى مرافقتي في مختلف
مراحل هذا العمل العلمي.

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى كل الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة الموقرة؛
أعبر عن امتناني لكل الأساتذة الذين كان لهم الفضل في تعليمي وتوسيع أفاقي طيلة
مسيرتي الدراسية.

الإهداء

"وَأَخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنِ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ"

الحمد لله عند البدء وعند الختام

من قال أنا لها نالها

لقد كانت طريقنا طويلة مليئة بالإخفاقات والنجاحات فخورين بكفاحنا لتحقيق أحلامنا

لحظة لطالما انتظرناها وحلمت بها في كل حكاية اكتملت فصولها

الى من منحني الحياة وربتني بحب وحنان لا يقاس، إلى أمي يا نبع الحنان يا دعاء
مستجابا في صمت الليالي، يا من كنت الدفء حين بردت الأيام، والنور حين عتمت
دروبي؛

والى أبي، من علمني معنى الكفاح، من جعل من تعبته راحة لي، ومن سكوته قوة
تسندني، يا من زرعت الثقة في خطواتي، فكبر الحلم حتى صار حقيقة؛

والى توأم روحي زينب كنت دائما حضن الأمان، وصوت العقل، ورفيقة الفرح والحزن،
كل النجاح يزهر بوجودك، وكل فرح يكتمل حين تكونين؛

والى عائلتي التي كانت في ظهري كالجبل لا يلين، أخي أحمد، وأخواتي أنتن زهرات حياتي
معكن يصبح للحياة لون أجمل، سعادة، أم الخير، مازية، مباركة، آمال، زينب؛

وال كل روح طيبة عبرت طريقي ووهبتني أملا أو ابتسامة أو دعوة خفية.

نورة سورهلية

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهمية الابتكار في هيكل رأس المال في تحسين المرونة المالية للمؤسسة، وقد اعتمد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي والتحليلي لوصف وتحليل هيكل رأس المال في المؤسسة. من خلال دراسة حالة شركة أرامكو السعودية بين (2021-2023) كنموذج تطبيقي. وقد أظهرت الدراسة أن أرامكو اعتمدت أدوات تمويل مبتكرة مثل الصكوك الإسلامية، وما ساعدها على خفض تكلفة التمويل وتقليل اعتمادها على القروض التقليدية. ورغم تذبذب بعض المؤشرات كرأس المال العامل والاحتياج فيه، استطاعت الشركة الحفاظ على خزانة صافية موجبة، مما يعكس مرونتها وقدرتها على مواجهة الأزمات. أظهرت الدراسة أن الابتكار المالي يمثل أداة استراتيجية ضرورية لتحقيق الاستقرار والاستدامة المالية.

كلمات مفتاحية: ابتكار؛ هيكل رأس المال؛ مرونة مالية.

Abstract

This thesis examines the importance of innovation in capital structure and its impact on enhancing financial flexibility in corporations, through a case study of Saudi Aramco from 2021 to 2023. The study showed that Aramco adopted innovative financing tools such as Islamic sukuk, which helped reduce financing costs and decrease reliance on traditional loans. Despite fluctuations in certain indicators, such as working capital and its requirements, the company managed to maintain a positive net treasury, reflecting its resilience and ability to face crises. The thesis concludes that financial innovation is a strategic tool essential for achieving financial stability and sustainability.

Keywords: Innovation ;Capital Structure; Financial Flexibility.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
-	شكر وعرفان
-	الإهداء
-	ملخص الدراسة
II- III	فهرس المحتويات
IV	قائمة الجداول
V	قائمة الأشكال
VI	قائمة الملاحق
VII	قائمة الاختصارات
أ - ز	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري حول الابتكار في هيكل رأس المال والمرونة المالية	
02	تمهيد الفصل
03	المبحث الأول: مفاهيم حول هيكل رأس المال
03	المطلب الأول: ماهية هيكل رأس المال
12	المطلب الثاني: نظريات هيكل رأس المال
20	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال
23	المبحث الثاني: مفاهيم حول المرونة المالية
23	المطلب الأول: ماهية المرونة المالية
28	المطلب الثاني: نظرة عامة على النظريات المرتبطة بالمرونة المالية ومستوياتها
30	المطلب الثالث: مؤشرات المرونة المالية والعوامل المؤثرة فيها
36	المبحث الثالث: هياكل رأس المال المبتكرة ودورها في تحسين المرونة المالية
36	المطلب الأول: هياكل رأس المال المبتكرة
53	المطلب الثاني: دور الهياكل في تحسين المرونة المالية
55	المطلب الثالث: مخاطر الأعمال والمخاطر المالية
58	خلاصة الفصل الأول

الفصل الثاني: دراسة حالة شركة أرامكو السعودية	
60	تمهيد
61	المبحث الأول: التعريف بشركة أرامكو السعودية
61	المطلب الأول: لمحة عامة عن الشركة
65	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي والمالي العام
67	المبحث الثاني: الابتكار في هيكل رأس المال والمرونة المالية لشركة أرامكو
67	المطلب الأول: أشكال الابتكار المالي المعتمد
69	المطلب الثاني: تحليل الهيكل التمويلي التقليدي والمبتكر
74	المطلب الثالث: أثر الابتكار في الهيكلية على المرونة المالية لشركة أرامكو
81	خلاصة الفصل الثاني
87-83	الخاتمة
91-89	قائمة المراجع
98-93	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
62-61	البطاقة الفنية لشركة أرامكو	(01-02)
70-69	جانب الأصول من الميزانيات المالية المفصلة للفترة 2023-2021	(02-02)
71-70	جانب الخصوم من الميزانيات المالية المفصلة للفترة 2023-2021	(03-02)
71	تطور التمويل الذاتي للفترة 2023-2021	(04-02)
72	القيمة الاسمية للسهم للفترة 2023-2021	(05-02)
73	قروض طويلة الاجل للفترة 2023-2021	(06-02)
74	مؤشرات التوازن المالي للفترة 2023-2021	(07-02)
76	نسبة مضاعف حق الملكية للفترة 2023-2021	(08-02)
77	نسبة الدين الى حق الملكية للفترة 2023-2021	(09-02)
78	نسبة الرصيد النقدي للفترة 2023-2021	(10-02)
80	نسبة الموجودات النقدية للفترة 2023-2021	(11-02)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
04	هيكل رأس المال	(01-01)
06	مكونات هيكل رأس المال	(02-01)
13	سلوك التكاليف في ضوء مدخل صافي الدخل	(03-01)
16	كلفة رأس المال في ظل غياب الضرائب	(04-01)
17	كلفة رأس مال في ظل وجود الضرائب	(05-01)
29	مستويات المرونة المالية	(06-01)
31	الرافعة المالية الإيجابية	(07-01)
32	الرافعة المالية المتوسطة	(08-01)
32	الرافعة المالية السلبية	(09-01)

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	قائمة الميزانية المالية لسنة 2022-2021
02	قائمة الميزانية المالية لسنة 2023-2022
03	قائمة التدفقات النقدية 2023-2022
04	قائمة الدخل 2023-2022
05	قائمة التغيرات في حقوق الملكية
06	قائمة الدخل الشامل

قائمة الاختصارات

الرمز / الاختصار	الدلالة باللغة الانجليزية	الدلالة باللغة العربية
Aramco	Saudi Aramco	أرامكو السعودية
SAR	Saudi Riyal	الريال السعودي
IPO	Initial Public Offering	الطرح العام الأولي
EPS	Earnings Per Share	ربحية السهم
D/E	Debt to Equity Ratio	نسبة الدين الى حقوق الملكية
DPS	Dividends Per Share	توزيعات السهم



المقدمة

إن استمرار المؤسسة ونموها وتطورها مرهون بقدرتها على تعظيم قيمتها، والذي يعد الهدف الأساسي للإدارة المالية في الفكر المعاصر، ويعتبر قرار تمويل المؤسسة أحد أهم القرارات المالية بالنسبة للشركات المساهمة العامة. حيث تواجه المؤسسات في البيئة الاقتصادية الحديثة تحديات متزايدة ناتجة عن التقلبات المالية، والتحول التكنولوجية، والتغيرات المفاجئة في الأسواق. وفي ظل هذه الظروف، لم تعد الأساليب التقليدية في إدارة رأس المال كافية لضمان الاستدامة المالية والقدرة على التكيف مع المتغيرات.

تعد هيكل رأس المال الإطار الذي تبنى عليه قرارات التمويل طويلة الأجل، إذ تحدد كيفية تمويل المؤسسة من خلال مزيج التمويل بالملكية والتمويل بالدين، وتؤثر هذه الهيكل بشكل مباشر على تكلفة التمويل، مستوى المخاطرة، والقدرة على التوسع، مما ينعكس على مدى تمتع المؤسسة بالمرونة المالية.

ورغم تعدد مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية وتنوع أشكالها، لازال الاهتمام على تحقيق المرونة المالية أحد الأهداف الأساسية التي تسعى إليها المؤسسات، وذلك تجنباً للوقوع في أزمات مالية أو التعرض للعجز المالي، واعتبرها غالبية المؤسسات الاقتصادية على أنها واحدة من أهم العوامل في صنع قرارات هيكل رأس المال، إلا أن الغموض في تحديدها وقياسها أدى إلى انتقادها في قدرة المؤسسة على الاستجابة للأحداث المستقبلية وتخطي الأزمات غير متوقعة، كم أنها تكون أكثر قدرة على انتهاز الفرص الاستثمارية المربحة وغير متوقعة، بعكس المؤسسات التي لا تتمتع بمرونة مالية وغالباً ما يؤدي هذا إلى الحد من مصادرها النقدية اللازمة للتوسع أو سداد الديون المستحقة الأمر الذي قد يقود إلى الإفلاس.

ومن هنا برزت الحاجة إلى الابتكار في هيكل رأس المال كخيار استراتيجي يسهم في تعزيز المرونة المالية للمؤسسة، ويمنحها القدرة على التفاعل بمرونة مع الأزمات، واستغلال الفرص الاستثمارية بكفاءة. وقد تجسد هذا الابتكار في تبني هياكل رأس مال مبتكرة، تتضمن أشكالاً تمويلية بديلة مثل التمويل الهجين، والتمويل الجماعي، وتمويل المؤسسات الناشئة، والتمويل الإسلامي، وذلك بما يحقق توازناً بين الكفاءة المالية والامتثال للأطر التنظيمية والقيم المؤسسية. ويعكس هذا التوجه تحولاً في الفكر المالي المعاصر نحو نماذج تمويلية أكثر تكيفاً مع بيئات الأعمال المتغيرة والتحديات الاقتصادية المتزايدة.

ومن هذا المنطلق، تتناول هذه الدراسة أهمية الابتكار في هيكل رأس المال كوسيلة لتحسين المرونة المالية للمؤسسات، وذلك من خلال استعراض الإطار النظري حول الابتكار في هيكل رأس المال والمرونة المالية، والإطار التطبيقي في تسليط الضوء على النماذج والتجارب الحديثة في هذا المجال.

وعلى هذا الأساس فإن التساؤل الجوهري الذي نحاول الإجابة عليه من خلال هذه المذكرة يمكن صياغته على النحو التالي:

أولاً: إشكالية الدراسة

انطلاقاً مما سبق يمكن طرح التساؤل التالي:

➤ هل الهياكل المالية المبتكرة تؤدي الى تحسين المرونة المالية للمؤسسة؟

وعلى ضوء الإشكالية الرئيسية يمكن طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية المتصلة بهذه الدراسة:

الإشكاليات الفرعية:

في ظل الإجابة على التساؤل الرئيسي يمكن طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية وهذا على النحو التالي:

➤ ما المقصود بهيكل رأس المال؟ وماهي مكوناتها التقليدية وأهم النظريات التي تفسرها، والعوامل المؤثرة لاختيارها؟

➤ ما هو مفهوم المرونة المالية؟ وأبرز مصادرها ومؤشرات قياسها، وما العوامل المؤثرة فيها داخل المؤسسة؟

➤ ماهي هياكل رأس المال المبتكرة، وما هو دورها في تحسين المرونة المالية؟

وللإجابة عن الإشكالية الرئيسية ومختلف التساؤلات الفرعية، تنطلق الدراسة من الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية:

➤ نفترض انه يمكن للابتكار في هيكل رأس المال أن يساهم بشكل إيجابي وفعال في تحسين المرونة المالية للمؤسسة

الفرضيات الفرعية:

➤ يشكل فهم هيكل رأس المال التقليدية، ومكوناتها، ونظرياتها، والعوامل المؤثرة في اختيارها، أساساً لتقدير الحاجة الى الابتكار المالي؛

- المرونة المالية تعتمد على مصادر متعددة وتتأثر بعوامل داخلية وخارجية، ويمكن قياسها من خلال مؤشرات مالية دقيقة؛
- هياكل رأس المال المبتكرة تلعب دورا مهما في تعزيز قدرة المؤسسة على مقاومة الازمات وتحقيق مرونة مالية أكبر؛

ثالثا: مبررات اختيار الموضوع

هناك مجموعة من الاعتبارات والأسباب دفعت لاختيار موضوع البحث وهي:

- الرغبة الشخصية في دراسة هذا الموضوع؛
- يندرج الموضوع ضمن التخصص "مالية مؤسسة"؛
- حداثة موضوع المرونة المالية وهياكل رأس المال المبتكرة؛

رابعا: أهمية الدراسة

تأتي أهمية البحث من كونها تركز على موضوع مهم ألا وهو أهمية الابتكار في هيكلة رأس المال في تحسين المرونة المالية للمؤسسة، باعتباره وسيلة حديثة تساعد المؤسسات، خاصة في ظل التحديات التي تفرضها البيئة الاقتصادية المتقلبة. إذ يساعد في فهم وتوضيح أدوات تمويل مبتكرة لتحسين استدامتها المالية وتطورها وقدرة المؤسسة على التكيف مع الازمات، كما تتيح للمديرين الماليين وأصحاب القرار رؤية حديثة تدعم اتخاذ قرارات تمويلية أكثر كفاءة ومرونة.

خامسا: أهداف الدراسة

إن الهدف من تناول هذا الموضوع لا يخرج في كونه عن محاولة للتحقيق الأهداف التالية:

- تحديد المفاهيم الأساسية لهيكلة رأس المال التقليدية، وإبراز مكوناتها الرئيسية، والنظريات التي تفسرها، الى جانب العوامل المؤثرة في اختيارها داخل المؤسسة؛
- التعرف على مفهوم المرونة المالية، واستعراض اهم مصادرها ومستوياتها، والمؤشرات المستخدمة في قياسها، والعوامل المؤثرة في تحقيقها على مستوى المؤسسة؛

➤ استكشاف هياكل رأس المال المبتكرة، وتوضيح دورها كمدخل حديث لتعزيز المرونة المالية.

سادسا: منهجية الدراسة

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة والتي تعكس إشكالية الدراسة، من أجل اختبار صحة الفرضيات المذكورة سابقا، فقد استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي فيما يخص الجانب النظري للتعريف بالمصطلحات المحيطة بموضوع البحث والتعرف على مختلف جوانبه، بالإضافة إلى منهج دراسة الحالة في ما يخص الجانب التطبيقي والتي تقوم على دراسة البيانات والمعلومات لعينة الدراسة على أساس أنها وحدة واحدة، والتي تهدف للوصول إلى معلومات محددة ومعقدة عن موضوع البحث وإيجاد المشكلات واقتراح حلول لها، وهذا لتوضيح أهمية الابتكار في هيكلة رأس المال في تحسين المرونة المالية للمؤسسة، انطلاقا من المعلومات التي حصلنا عليها من دراسة حالة مؤسسة.

سابعا: الدراسات السابقة

تمثلت بعض الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع التقنيات الحديثة وإدارة التدفقات النقدية في المؤسسة الاقتصادية في:

- دراسة (Nohayla Badrane (ENCGS), Zineb Bamousse (2025)

Innovative Financing Solutions: A Transformative Driver for Financial Performance of Businesses in Morocco, Revue Française d'Economie et de Gestion , 2025, 6 (2).

تهدف هذه المقالة إلى دراسة كيف يمكن للحلول التمويلية المبتكرة مثل رأس المال المخاطر، التمويل الأخضر، التمويل الجماعي، الخدمات المتقدمة للبنوك الإفريقية متعددة الجنسيات، وتكنولوجيا البلوكشين، أن تعمل كمحركات استراتيجية تمكن الشركات من تحويل التحديات إلى فرص. وتبرز نتائج التحليل أن إعادة التفكير في إدارة النقد من خلال الابتكار يُعد مسارا حاسما لتعزيز أداء الشركات المغربية. ومن ثم، فإن تبني هذه الاستراتيجيات المتقدمة يفتح آفاقا جديدة للتنمية، ويمنح الشركات القدرة على التكيف بمرونة وسط بيئة متغيرة وغير مستقرة.

- دراسة ياسر سيد عبد السلام قطب، (2025)، "آليات تمويل الابتكار وريادة الأعمال في الدول العربية في عصر التحول الرقمي"، المجلة العربية للمعلوماتية وأمن المعلومات، المجلد 06، العدد 19،

يسلط البحث الضوء على التحديات التي تواجه آليات التمويل المبتكرة مثل التمويل الذاتي، رأس المال المغامر، التمويل الجماعي، التمويل الحكومي، والتمويل الأخضر، بما في ذلك ضعف البنية التحتية الرقمية، نقص التشريعات والسياسات الداعمة، محدودية الوعي بثقافة الابتكار، وصعوبة الوصول إلى مصادر التمويل. وتوصل البحث إلى أن التحول الرقمي يوفر فرصة غير مسبقة لتحسين كفاءة نظم التمويل في الدول العربية شريطة الاستثمار في البنية التحتية الرقمية، تطوير السياسات الداعمة، وتعزيز التعاون بين القطاعين العام والخاص. وخلص إلى أن المؤسسات التي تتبنى مصادر تمويل مبتكرة تُظهر قدرة أعلى على مواجهة الصدمات وتقلبات السوق.

- دراسة رزقي محمد، 2024، " علاقة سياسات استثمار وتمويل رأس المال العامل بالمرونة المالية: حالة الشركات العالمية الرائدة في الصناعة الغذائية خلال الفترة 2009-2023"، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 11، العدد 01، هدف هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين سياسات استثمار وتمويل رأس المال العامل والمرونة المالية لعينة مكونة من خمس شركات عالمية رائدة في صناعة الأغذية خلال الفترة 2009-2023، تم قياس سياسة الاستثمار في رأس المال العامل بنسبة الأصول الجارية إلى إجمالي الأصول، وسياسة تمويل رأس المال العامل بنسبة المطلوبات الجارية إلى إجمالي الأصول، والمرونة المالية بنسبتي المرونة النقدية ومرونة الديون، واختبار العلاقة تم ذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية والمعممة لبيانات البانل.

أظهرت النتائج وجود علاقة ايجابية بين سياسة استثمار رأس المال العامل والمرونة النقدية، ووجود علاقة عكسية بين تمويل رأس المال العامل والمرونة النقدية، ولا توجد علاقة بين سياسة استثمار وتمويل رأس المال العامل ومرونة الديون.

- دراسة Mengzhu Chen, Shuai Liu, Lihui Gao

Digital finance, financial flexibility and corporate green innovation, Finance Research Letters, Volume 70, December 2024

تركز هذه الدراسة على تحليل العلاقة بين المرونة المالية والتمويل الرقمي والابتكار الأخضر في الشركات، بهدف تقديم مرجع علمي يُسهم في تعزيز قدرة المؤسسات الصينية على الابتكار البيئي، حيث تناولت تأثير التمويل الرقمي على الابتكار البيئي داخل الشركات. وتبيّن النتائج أن كلاً من المرونة المالية والتمويل الرقمي يسهمان بشكل إيجابي في دعم الابتكار الأخضر داخل المؤسسات. كما أن القيود المالية تؤدي دوراً وسيطاً في هذه العلاقة، أي أنها تؤثر على كيفية استفادة الشركات من التمويل الرقمي والمرونة المالية لتعزيز الابتكار الأخضر، كذلك، يلعب التمويل الرقمي دوراً مُعدّلاً، حيث يقوّي العلاقة بين المرونة المالية والابتكار البيئي للشركات.

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

تتميّز هذه الدراسة بأنها تُقدم نظرة تربط بين الابتكار المالي وهيكل رأس المال كوسيلة لتقوية قدرة المؤسسة على مواجهة الأزمات وتحقيق الاستقرار المالي، ولا تكتفي بدراسة التمويل أو المرونة المالية كل واحد على حدة، بل تربط بينهما بطريقة متكاملة. بخلاف الدراسات السابقة، مثل دراسة Badrane & Bamousse التي ركزت على أثر التمويل المبتكر على أداء الشركات، أو دراسة ياسر قطب التي ناقشت التحديات التي تواجه هذا النوع من التمويل، فإن هذه الدراسة تركز على كيف يمكن إعادة هيكلة رأس المال باستخدام أدوات تمويلية مبتكرة (مثل التمويل الجماعي أو رأس المال المخاطر) بهدف تحسين المرونة المالية للمؤسسة، كما أن بعض الدراسات مثل Chen وآخرين تناولت التمويل الرقمي والابتكار البيئي، لكنها لم تتناول العلاقة بين هيكل رأس المال والمرونة المالية بشكل مباشر.

ثامناً: حدود الدراسة

- الحدود المكانية: اقتصرت الدراسة على مؤسسة أرامكو السعودية؛
- الحدود الزمنية: تمثلت فترة الدراسة في السنوات 2021-2023.

تاسعاً: صعوبات الدراسة

- صعوبة اختيار المؤسسة المراد تشخيصها التي تزودنا بالمعلومات اللازمة للموضوع؛
- النقص الكبير في المراجع ذات صلة المباشرة بموضوع الابتكار في هيكل رأس المال تحديداً؛
- قلة الدراسات التي تناولت هذا الموضوع بشكل مباشر مما شكل لدينا نوع من عدم الوضوح وكيفية معالجته.

عاشراً: هيكل البحث

انطلاقاً من الأهداف المرجوة من الموضوع ولمعالجة الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية واختبار الفرضيات والإلمام بجوانبه المختلفة تمت تجزئته الى جانب نظري وجانب تطبيقي.

حيث تم تقسيم البحث إلى فصلين، فيتناول الفصل الأول الإطار النظري حول الابتكار في هيكل رأس المال والمرونة المالية، والذي ينقسم الى ثلاثة مباحث رئيسية: خصص المبحث الأول لدراسة المفاهيم الأساسية لهيكل رأس المال من حيث المفهوم الأهداف المكونات، إضافة إلى أبرز النظريات التقليدية والحديثة المفسرة له، وكذا العوامل المؤثرة في اختياره. أما المبحث الثاني يتمثل في مفاهيم المرونة المالية من حيث مفهومها، أهميتها مصادرها مع تقديم نظرة عامة حول نظريات المرتبطة بها ومستوياتها، إضافة الى مؤشرات قياسها والعوامل المؤثرة فيها. في حين يخصص المبحث الثالث لعرض هياكل رأس المال المبتكرة ودورها في تحسين المرونة المالية، مع التطرق الى كل من مخاطر الأعمال والمخاطر المالية المرتبطة بذلك.

أما الفصل الثاني ويهدف تثمين البحث قمنا بإجراء دراسة حالة لشركة أرامكو السعودية اذ تضمن الفصل مبحثين تناول الأول التعريف بشركة أرامكو السعودية وذلك من خلال لمحة عامة عن الشركة والهيكل التنظيمي والمالي العام، وأما المبحث الثاني الابتكار في هيكل رأس المال لدى أرامكو ويتكون من أشكال الابتكار المالي المعتمد وتحليل الهيكل التمويلي التقليدي والمبتكر في حين يخصص المبحث الثالث في أثر الابتكار في الهيكل على المرونة المالية لأرامكو من حيث تحليل المؤشرات المالية وتقييم شامل لأثر الهيكل المبتكرة.



الفصل الأول

الإطار النظري حول الابتكار في هيكل رأس
المال والمرونة المالية

تمهيد:

في عالم المال والأعمال، تعد هيكل رأس المال أحد أهم العوامل المؤثرة في ربحية الشركات فمن خلالها تحدد الشركة مصادر تمويل أصولها، سواء من خلال مصادر التمويل المملوكة أو مصادر التمويل بالدين. غير أن هيكل رأس المال التقليدية المعتمدة لم تعد كافية لمواجهة المتغيرات المعقدة في الأسواق المالية المعاصرة لذا أصبح من الضروري البحث عن هياكل رأس مال مبتكرة، فبدلاً من الاكتفاء بالأنماط التقليدية للتمويل مثل القروض أو إصدار الأسهم، تتجه العديد من المؤسسات نحو حلول مبتكرة مثل التمويل الهجين، التمويل الجماعي، تمويل المؤسسات الناشئة، التمويل الإسلامي، و تسهم هذه الابتكارات في تنويع مصادر التمويل وتقليل الاعتماد على مصدر واحد، مما يساعد على تخفيف المخاطر المرتبطة بالتقلبات السوقية أو الأزمات الاقتصادية.

كما تتيح هذه الهياكل المرنة للمؤسسة تحقيق توازن أفضل بين الدين وحقوق الملكية. ومن جهة أخرى، يعزز الابتكار المالي قدرة المؤسسة على الاستجابة السريعة للتحديات والفرص من خلال إعادة هيكل رأس المال أو الدخول في شراكات استراتيجية مرنة.

لذا ارتأينا أن نقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث على النحو التالي:

- ❖ المبحث الأول: مفاهيم حول هيكل رأس المال؛
- ❖ المبحث الثاني: مفاهيم حول المرونة المالية؛
- ❖ المبحث الثالث: هياكل رأس المال المبتكرة ودورها في تحسين المرونة المالية.

المبحث الأول: مفاهيم حول هيكل رأس المال

إن من المواضيع التي كثيرا ما تأخذ حيزا كبيرا من تفكير ووقت المدراء الماليين هو البحث عن العلاقة بين هيكل رأس المال والتي يقصد بها نسب المزج التمويل المرغوب بين حقوق الملكية والديون وتأثير هذا المزج على سعر السهم. ومن الجدير بالذكر أن الكيفية التي يمكن من خلالها للشركة توفير رأس المال المطلوب تعتمد بشكل كبير على حجمها، وتهدف هذه الهيكلية إلى تحقيق التوازن الأمثل بين الكلفة والمخاطرة، بما يساهم في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وضمان استقرارها المالي وقدرتها على النمو والتوسع في ظل ظروف السوق المتغيرة، سنقوم من خلال هذا المبحث بالتعرف إلى ماهية هيكل رأس المال والنظريات المفسرة له وكذا كل العوامل المؤثرة عليه.

المطلب الأول: ماهية هيكل رأس المال

تعتبر هيكل رأس المال عن مزيج مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة لتمويل أصولها وأنشطتها، سواء من خلال رأس المال الممتلك كإصدار الأسهم والأرباح المحتجزة، أو رأس المال المقترض مثل القروض طويلة ومتوسطة الأجل وإصدار السندات. ومن خلال هذا المطلب نتعرف على ما يلي:

أولاً: مفهوم هيكل رأس المال

يعتبر هيكل رأس المال عنصر من هيكل التمويل، حيث أنه يعبر عن مكونات التمويل طويل الأجل في الشركة لفترة طويلة.

كما يعرف بأنه: "تلك الجزء الذي يشتمل فقط على مصادر التمويل طويلة الأجل التي تتمثل في قروض طويلة وحقوق الملكية بما فيها الأسهم الممتازة إن وجدت"¹.

ويعرف أيضا على أنه:

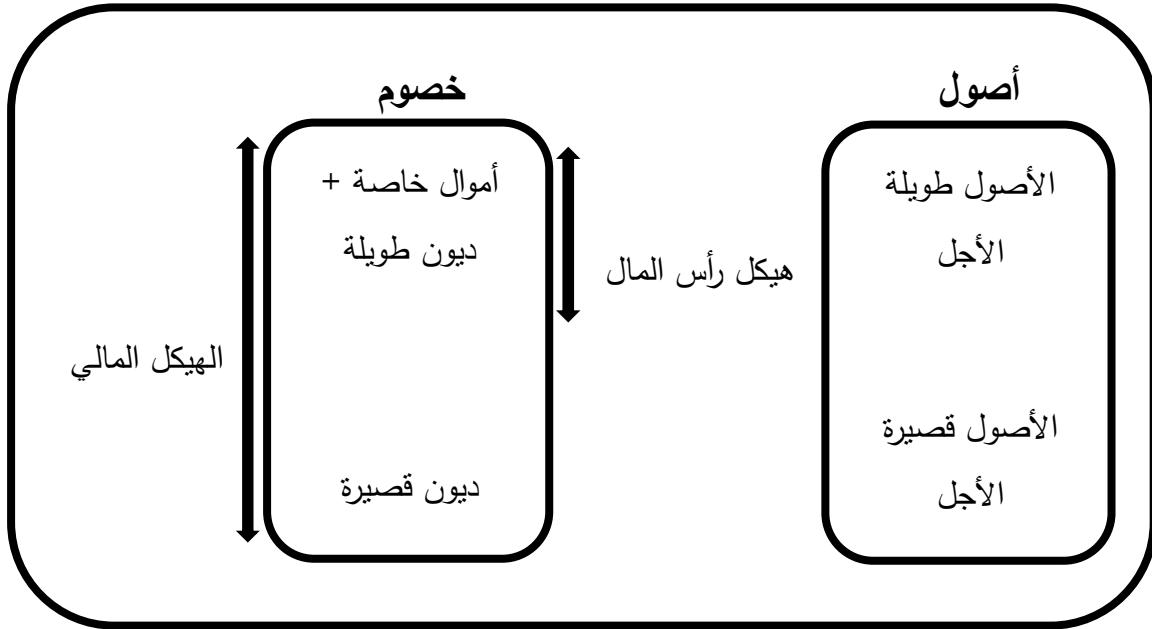
- يمثل مزيجا من حقوق الملكية والديون من ضمن الموارد المتاحة للشركة.
- التمويل طويل الأجل أو الدائم، المستجد بكل من المديونية طويلة الأجل (الخصوم طويلة الأجل)، الأسهم الممتازة إن وجدت، وحقوق الملكية المكونة من كل من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة، والاستئجار المالي طويل الأجل².

¹ هندي صالح، الإدارة المالية: مدخل تحليل معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة السادسة، 2008، ص: 245.

² النعيمي والتميمي: الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر، عمان، الأردن، 2009، ص: 349.

حيث أن يمثل الهيكل الأمثل لرأس المال مزيج الدين ورأس المال العادي الذي يؤدي الى تعظيم سعر سهم الشركة، ولكل إدارة هيكل مستهدف لرأس المال يفترض أنه الأمثل، وهو يتغير من وقت إلى آخر من خلال ما سبق تستخلص أن هيكل رأس المال يعرف بالتمويل الدائم للشركة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان القصير الأجل. وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعتبر جزءا من الهيكل المالي للشركة. ونوجز ذلك في الشكل التالي:

الشكل رقم (01-01): هيكل رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على ما سبق.

وهناك ثلاثة مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب¹:

(1) منهج التوازن: يقصد بالتوازن هو استمرار هيكل التمويل في حالة في حالة توازن ومرونة مالية في ضوء البدائل من مصادر التمويل المتاحة والعائد المتوقع تحقيقه واتجاهات أسعار الفائدة، واختيار هيكل او المزيج التمويلي الذي يحقق اقل كلفة وأفضل حالة توازن لعناصر هيكل التمويل.

¹ د. كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري للنشر، 2011، ص 114.

(2) **منهج التوازن المقارن:** يقوم هذا المنهج على افتراض معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة إلى تكلفة مصادر الأموال ولذلك يتم تحديد مزيج تمويلي متعدد ضمن خطط مالية متعددة وأثر كل خطة على كلفة مصادر الأموال ومقارنة هذه الخطط للوصول إلى المزيج التمويلي المناسب.

(3) **منهج التوازن الديناميكي:** يقوم هذا المنهج على أساس هناك متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي المناسب وهما المخاطر المالية والمخاطر التشغيلية ويتأثران بالبنية الداخلية والخارجية للشركة، ويتخذ قرار اختيار هيكل التمويل في ضوء قيود التكلفة والمركز الائتماني وطبيعة استخدامات الأموال والعمليات الانتاجية والتسويقية واختيار المزيج الذي يتصف بالفاعلية والمرونة. ان المناهج المذكورة تكاد متداخلة ولذلك ينصح الاخذ بها جميعا عند تحديد هيكل الأموال في ضوء العناصر الأساسية التي تلعب دورا فاعلا في تحديد مصادر الأموال للشركة الملائمة والدخل والمخاطر والمرونة والسيطرة والتوقيت المناسب.

ثانيا: أهداف هيكل رأس المال

يمكن اختصار عدد من العوامل والأهداف المختلفة التي تتضمنها إدارة هيكل رأس المال في النقاط التالية¹:

- ✓ تحديد الشكل الأمثل لهيكل رأس المال بالشركة من خلال خطة قصيرة الأجل وطويلة الأجل؛
- ✓ ضمان توافر الأموال اللازمة لتمويل نمو الشركة وتطويرها؛
- ✓ تخفيض حجم تكلفة رأس المال؛
- ✓ تحديد حجم الاقتراض ومصدره والموعود الذي سيتم به والفترة التي سيستغرقها هذا القرض والعملية التي سيتم بها الحصول على القرض؛
- ✓ ضمان توافر الأموال التي يمكن الوفاء بالالتزامات الدين بها، وكذا ضمان إعادة التمويل وقت الحاجة لذلك؛
- ✓ مراقبة احتمالات المخاطرة على معدلات الفائدة، إن أمكن، واتخاذ الإجراءات اللازمة لتغطية المخاطرة؛
- ✓ ثمة هدف آخر ألا وهو توفير المصادر المالية للشركة لضمان استمرار نشاطها التجاري في حالة حدوث كساد أو تراجع اقتصادي في واجدة أو أكثر من أسواق العمل التي تتعامل بها الشركة.

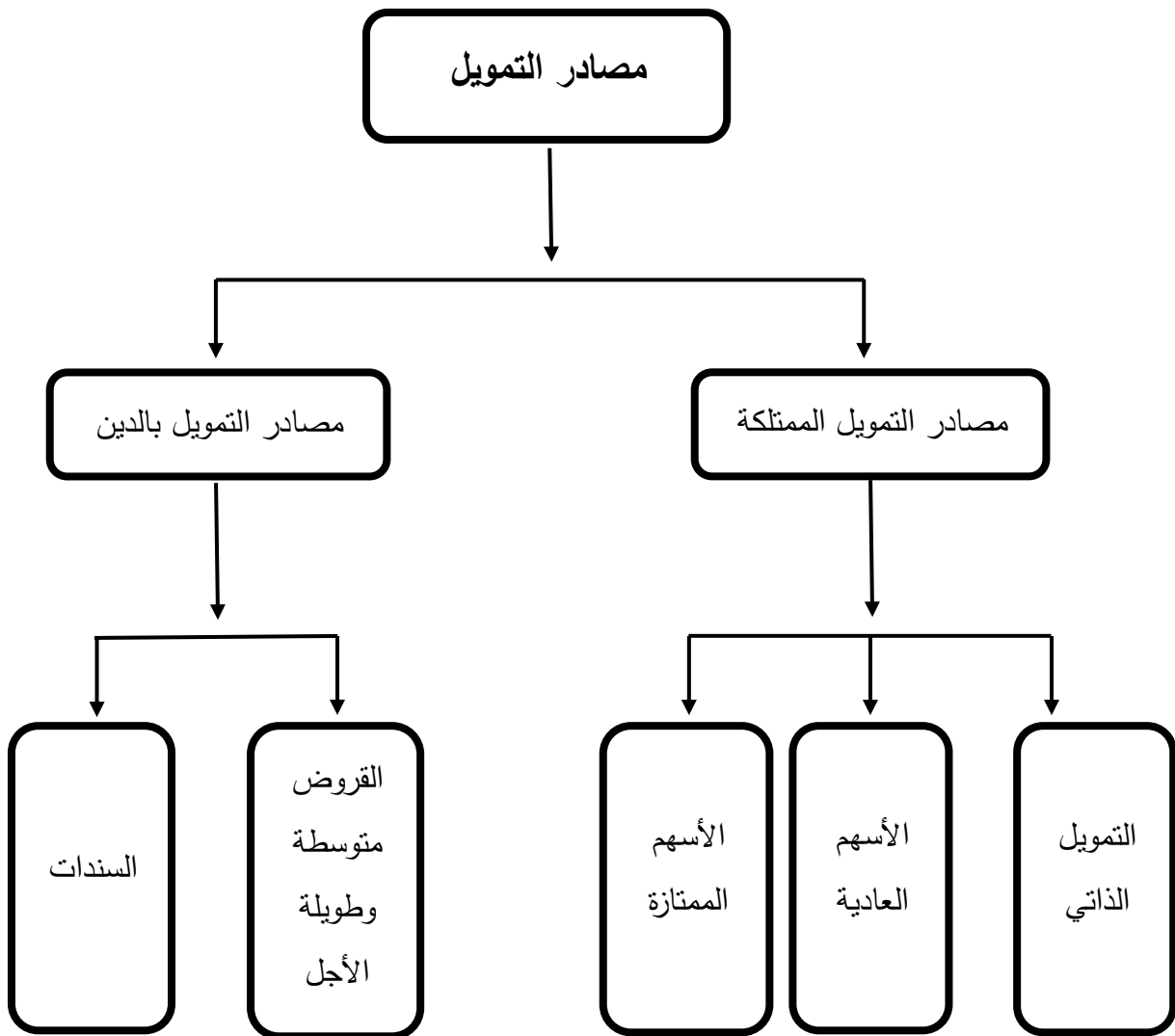
¹ بريان كويل، هيكل رأس مال الشركات، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ص 8.

غالبا ما تنتظر الشركات أن تتلقى بعض العون من مستشاريها وموظفي البنوك ممن يتعاملون معها في هذه الأمور.

ثالثا: مكونات هيكل رأس المال

هناك مصدرين أساسيين للتمويل وهما التمويل بالملكية وتتمثل في التمويل الذاتي والأسهم العادية والأسهم الممتازة أو احتجاز الأرباح في المؤسسة، والتمويل بالدين عن طريق الاقتراض المصرفي طويلة ومتوسطة الأجل أو عن طريق إصدار السندات. وفيما يلي سنتناول مناقشة كل مصدر من هذه المصادر:

الشكل رقم (01-02): مكونات هيكل رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على ما سبق.

1- مصادر التمويل المملوكة

يتضمن هيكل رأس المال بشكل عام حقوق الملكية (التمويل المملوكة)، وتتألف هذه الحقوق بشكل عام من المبالغ النقدية التي يقدمها المالكين لشراء الأصول للبدء بنشاط الشركة دون الحاجة إلى اقتراض من جهات خارجية وتعتبر أقل تكلفة ومخاطرة من التمويل بالاقتراض، وأهم هذه المصادر: التمويل الذاتي، الأسهم العادية، والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة.

أ) التمويل الذاتي: يعتبر التمويل الذاتي ذلك الجزء المتاح من قدرة التمويل الذاتي، وبعبارة أخرى هو الفائض النقدي المتاح للشركة بعد توزيع الأرباح على ذوي الحقوق. فالتمويل الذاتي هو مصدر من مصادر أموال الملكية، تستخدمه الشركة الاقتصادية في تمويل احتياجاتها، ويعتبر مؤشراً على صحتها المالية، وذلك بقياس مدى قدرتها على تمويل نفسها بنفسها دون اللجوء إلى مصادر خارجية¹:

يتم تقدير التمويل الذاتي للشركة عبر تقدير قدرة التمويل الذاتي، حيث يتكون التمويل الذاتي من الفائض النقدي الصافي مطروحاً منه الأرباح الموزعة، وبما أن الفائض النقدي الصافي يشمل النتيجة الصافية مضافاً لها الإهلاكات والمؤنات، فإنه يمكن حساب القدرة على التمويل الذاتي انطلاقاً من الصيغة التالية²:

$$\text{القدرة على التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الصافية} + \text{أعباء غير مدفوعة} - \text{نواتج غير مقبوضة}$$

إذن:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{القدرة على التمويل الذاتي} - \text{الأرباح الموزعة}.$$

ب) الأسهم العادية: تتصف أسهم رأس المال بالدوام، أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد طالما أن الشركة قائمة ومستمرة، ولكن من حق حملة الأسهم الحصول على صافي الدخل، وكذلك المتبقي من أصول الشركة بعد سداد كافة الالتزامات الأخرى ذات الأولوية في السداد، ويعني هذا أن احتمال أن يحصل أصحاب الأسهم العادية على عوائد أكبر من العائد الذي يحصل عليه حاملي السندات حيث تحصل السندات على

¹ Jean pierre lahille : **analyse financière**, 1^{er} edition, compus dalloz, paris, 2001, p69.

² الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي**، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006، ص 244.

الفصل الأول: الإطار النظري حول الابتكار في هيكل رأس المال والمرونة المالية

عائد ثابت ولكن المخاطر التي يتعرض لها الملاك أكبر طالما أن حقوقهم مرتبطة بالدخل المتبقي بعد سداد الالتزامات ذات الأسبقية¹.

ومن ناحية أخرى لا يوجد أي التزام قانوني لدفع توزيعات حيث تتم بناءً على اقتراح مجلس الإدارة وبعد موافقة الجمعية العمومية للمساهمين.

ويتمتع حملة الأسهم العادية بالحقوق التالية: حق التصويت، حق المشاركة، حق الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة.

$$\text{تكلفة التمويل بالسهم العادي} = \frac{\text{الربح المتوقع توزيعه لكل سهم}}{\text{سعر بيع السهم - مصاريف وعمولة الاصدار}} \times \text{معدل نمو الأرباح السنوية}$$

(ج) **الأسهم الممتازة:** يقصد بالأسهم الممتازة تلك الأوراق المالية التي ليست بأسهم رأس مال. ويعتبر ذلك النوع من الأسهم شكلاً من أشكال التمويل، الذي لا يمكن اعتباره من أسهم رأس المال أو من الديون، وإنما يقع في موضع ما بين الاثنين²:

➤ تعطي تلك الأسهم لحامليها الحق في الحصول على حصة ربح سنوية، ولكن لا يتخطى

ذلك حدود معينة. وعادة ما تكون حصة الربح عبارة عن مبلغ ثابت يتم التعبير عنها في

صورة نسبة مئوية (سعر كوبون) للقيمة الاسمية للأسهم؛

➤ ترتفع مكانة حاملي تلك الأسهم الممتازة أمام حاملي الأسهم العادية عند الإقدام على تصفية

الشركة، ولكن تأتي مرتبة تلك الأسهم خلف مرتبة الدائنين؛

➤ قد تكون الأسهم الممتازة قابلة للاسترداد أو غير قابلة للاسترداد، أي أن تكون دائمة.

تدفع الشركة لحملة الأسهم الممتازة معدل ربح معين ثابت نسبياً لذلك فإن هذا الربح المدفوع يمثل

حجر أساس في تكلفة الأسهم ويمكن حسابها بالعلاقة التالية³:

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{الأرباح السنوية المدفوعة للأسهم الممتازة} \div (\text{ثمن بيع السهم في السوق} - \text{مصاريف وعمولة السهم السنوية})}{100\%}$$

¹ عبد العزيز محمد المخلافي، أساسيات الإدارة المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، دون سنة، ص 41.

² برايان كويل، مرجع سبق ذكره، ص 101.

³ عليان الشريف رشاد العطار، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 101.

هـ) **الأرباح المحتجزة:** تمتلك غدارة الشركة عدة خيارات للتصرف بصافي الربح المحقق في سنة من السنوات، حيث يمكن للشركة أن تقوم بتوزيعه بالكامل على المساهمين، ومن الممكن أن تحتجزه الشركة وتحتفظ به لديها بعد تسجيله في حقوق المساهمين، وقد تقوم الشركة بتوزيع جزء من صافي الربح احتجاز الجزء الباقي. ويمكن تعريف الأرباح المحتجزة على أنها ذلك الجزء من أرباح الشركة الذي لم يتم توزيعه على المساهمين بحيث يتم تسجيله ضمن حقوق المساهمين في الميزانية العمومية للشركة، وسبب تسجيله في حقوق المساهمين يعود الى ان أرباح الشركة من حق الملاك (المساهمين)، وبالتالي في حال عدم توزيعه نقديا عليهم يفترض أن يتم تقييده لحسابهم وهو ما يؤدي لارتفاع القيمة الدفترية للسهم¹.

2- مصادر التمويل المقترضة

تسعى الشركات المعاصرة إلى توفير الموارد المالية من مصادر متعددة وبأشكال مختلفة وفقا للظروف السائدة في الأسواق المالية، وتوجهات إدارتها بشأن تحمل المخاطر من عدمها، حيث يمثل مديونية ينبغي على الشركة الوفاء بقيمتها في تاريخ لاحق، ويعد التمويل المقترض طويل ومتوسط الأجل من مصادر التمويل الأساسية ومن أهم مصادره القروض طويلة الأجل والمتوسطة وإصدار السندات.

أ) **السندات:** تمثل السندات أموال دين تستخدم كأحد مصادر التمويل طويل الأجل للشركات لأنها في واقع الأمر عبارة عن قروض طويلة الأمد، وهذا القرض طويل ينقسم الى كويونات صغيرة متساوية في القيمة يطلق على كل منها اسم سند، وهي تعتبر من المصادر الرئيسية التي تمكن الشركات المساهمة من الحصول على ما يلزمها من الأموال الدائمة دون شروط ملزمة من البنوك².

يترتب على إصدار السندات تكلفة تتحملها الشركة المصدرة وتتضمن تكاليف الاستثمار، رسوم الإصدار، أجور مدير الإصدار ... إلخ ويمكن حساب هذه التكاليف بالعلاقة التالية³:

تكلفة التمويل بالسندات = عائد السند حتى موعد استحقاقه (1 - الضريبة) حيث أن عائد السند حتى موعد استحقاقه يساوي:

¹ محاسب إداري دولي عربي معتمد (IACMA)، المحاسبة الإدارية والإدارة المالية، الجمع الدولي العربي للمحاسبين القانونيين، الجزء الثاني: طبعة 2014، عمان، الأردن، ص 86.

² دبر كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 139.

³ طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2002، ص ص 119-120.

$$\text{عائد السند} = ((\text{قيمة السند الاسمية} \times \text{معدل الفائدة} + ((\text{قيمة الاسمية} - \text{القيمة الصافية}) \div (\text{السند عمر}) \div ((\text{القيمة الصافية} + \text{القيمة الاسمية}) \div 2) \times 100\%$$

ب) القروض (الطويلة والمتوسطة الأجل)

ب-1) قروض طويلة الأجل: هي قروض تحصل عليها الشركة من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين، وقد يصل تاريخ استحقاقها الى ثلاثين عاما. ومن أهم الخصائص المميزة للقروض أنه يتم الاتفاق على شروطه (معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الرهونات...) بالتفاوض بين المقرض والمقترض. وعلى الرغم من أن تكلفة هذا النوع من التمويل تتمثل في نسبة محدودة من قيمة القرض (سعر الفائدة) إلا أن المقرض قد يصير على عدم ثبات هذه النسبة Floating Interest Rate خاصة إذا كانت معدلات الفائدة في السوق متجهة نحو الارتفاع. أما بالنسبة لسداد قيمة القرض فقد يتم مرة واحدة في تاريخ الاستحقاق متفق عليه، أو قد يتم على أقساط متساوية في تواريخ معلومة Amortization Schedule¹.

ب-2) قروض متوسطة الأجل: يمكن تعريف القرض متوسط الأجل بأنه ذلك القرض الذي تتراوح مدته بين سنة وعشر سنوات وعلى الرغم من الطول النسبي لآجال مثل هذه القروض إلا أنها لاتعد مصدرا للتمويل الدائم الذي تحصل عليه الشركة عن طريق إصدار الأسهم أو السندات وتعتبر تكلفة الحصول على القرض متوسط الأجل أقل من تكلفة إصدار السند نظرا لأن إصدار السندات يتطلب قيام الشركة بسداد رسوم التسجيل اللازمة حتى يمكن إتمام عملية الإصدار مثل هذه الرسوم تجعل التمويل عن طريق السندات أكثر تكلفة خاصة بالنسبة للشركات متوسطة الحجم حيث تصبح نسبة تلك الرسوم الى الأموال التي تحصل عليها الشركة مرتفعة نسبيا عما يمكن أن تكون عليه تلك النسبة في الشركات الكبرى².

تتمثل تكلفة التمويل بالقروض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه الشركة للمقرض بعد تعديله لأعراض الضريبة أي بعد استبعاد الوفورات الضريبية، حيث يمكن احتسابها من خلال المعادلة التالية³:

$$\text{تكلفة التمويل بالاقتراض} = \sum (\text{معدل الضريبة على الأرباح} - 1) \text{ المصاريف المالية} + \text{القسط السنوي} \div (\text{تكلفة القرض} + 1)$$

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة السادسة، الإسكندرية، مصر، ص 543.

² سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية: مدخل حديث، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2010، ص 353.

³ يوسف قريشي، الياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص 324.

يهتم المدير المالي بقرار هيكل رأس المال الذي يرتبط بتحديد مصادر التمويل طويلة الأجل أو الدائمة سواء كانت أدوات ملكية أو أدوات دين بعد ان يتم وضع الخطط الخاصة وتحديد احتياجات الشركة المالية خلال الفترة القادمة وهناك بعض القواعد المتفق عليها في هذا المجال وهي¹:

- ✓ لا بد من تمويل الأصول الثابتة عن طريق مصادر التمويل الدائمة أو طويلة الأجل؛
- ✓ ينبغي الاعتماد على مصادر التمويل الدائمة لتوفير مبلغ يعادل على الأقل الحد الأدنى للأصول المتداولة (تمويل الحد الأدنى للنقدية والمخزون)؛
- ✓ يجب الاقتصاد على المصادر المؤقتة لتمويل الحاجات الموسمية او الحاجات قصيرة الأجل لتمويل النفقات التشغيلية للشركة.

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 113.

المطلب الثاني: نظريات هيكل رأس المال

يعتبر موضوع تحديد هيكل رأس المال من المواضيع الأكثر جدلاً وتعقيداً لدى المهتمين في الإدارة المالية وهو لا يزال موضوع خلاف بين المهتمين في الفكر المالي حيث توجد أكثر من نظرية تحاول تفسير العلاقة بين هيكل التمويل والقيمة السوقية للشركة. حيث أن بعد أن قدم الباحثين (Modigliani & Miller) ورقيتهم عام (1958) مقترحين لهيكل رأس مال وعلاقته بقيمة الشركة في ظل افتراضات مثيرة للجدل قادت إلى حملة من الانتقادات مما حفزهما إلى تقديم بحث التصحيح عام (1963) بمثابة المنبه الذي حفز الباحثين والمنظرين لتطوير عدة نظريات فيما بعد فمنها نظريات كلاسيكية ومنها نظريات حديثة وهي كالآتي:

1- النظرية التقليدية (The Traditional Theory):

بينت هذه النظرية أن الشركات تستطيع الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل من خلال الافتراض المعقول الذي يحافظ على التوازن بين مخاطر الدين وبين المزايا الناتجة عنه، وذلك لأن ارتفاع الدين بشكل كبير سيزيد من مخاطر الشركة وقد يعرضها لمخاطر الإفلاس عند عدم قدرتها على الإيفاء بديونها¹.

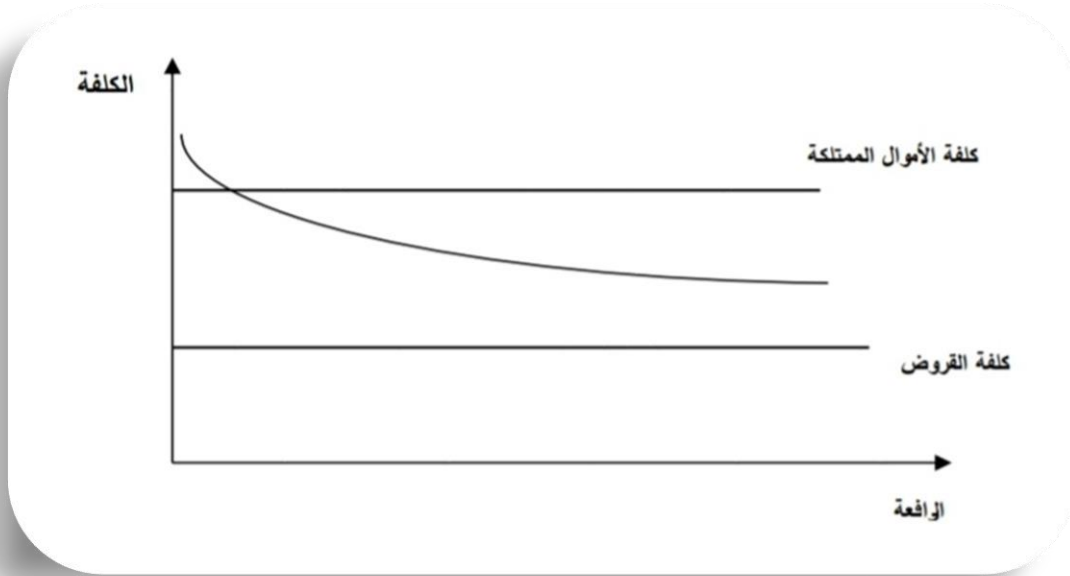
2- نظرية صافي الدخل NI:

ضمن الاتجاه والأفكار نفسها جاء المدخل المقدم من قبل (David Durand) في عام 1952 وطبقاً لهذا المدخل، فإن المعدل الموزون لكلفة التمويل يبدأ بالانخفاض بزيادة درجة الرافعة المالية نتيجة لانخفاض كلفة التمويل المقترض مقارنة بالتمويل الممّلك ذي الكلفة الأكبر وذلك بسبب انخفاض المخاطر التي يتعرض لها الدائنون مقارنة بالمخاطر التي يتعرض لها المالكون الأمر الذي يؤدي بالتالي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة نتيجة لانخفاض المعدل الموزون لكلفة رأس المال². كما هو موضح في الشكل التالي:

¹ محاسب إداري دولي عربي معتمد (IACMA)، مرجع سبق ذكره، ص 88.

² علي سعد علوان، هيكل رأس مال الدولي، العراق، 2021، ص 11-12.

الشكل رقم (03-01): سلوك التكاليف في ضوء مدخل صافي الدخل



المصدر: علي سعد علوان، مرجع سبق ذكره، ص 11-12.

وقد استند مدخل صافي الدخل الى الافتراضات التالية:

- ❖ لا توجد ضرائب للشركة؛
- ❖ تكون كلفة الاقتراض أقل من التملك؛
- ❖ استعمال القروض لا يغير من إدراك المستثمر للمخاطرة.

3- نظرية مودقلياني وميلر (Modigliani and Miller Theory) :

تم نشر نظرية ميلر ومودقلياني عام 1958 والتي حازا بموجبها على جائزة نوبل للاقتصاد وهذه النظرية كانت ولا تزال موضوع جدل ونقاش بين المهتمين في الإدارة المالية حيث برهنت هذه النظرية تحت مجموعة من الافتراضات أن قيمة الشركة تزداد بشكل مستمر كلما زادت نسبة الدين وذلك بسبب إمكانية تحقيق وفر ضريبي بسبب أن الفوائد المدفوعة على الدين تسجل نفقات مقبولة ضريبياً وبالتالي تؤدي الى تخفيض تكلفة رأس المال وبالتالي تحقيق قيمة أعلى للسهم في السوق وقد أكدت النظرية أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للشركة لا تتأثر بهيكل التمويل أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية ولذلك أكدت النظرية على عدم وجود هيكل تمويل أمثل¹.

¹ محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص 201-202.

الفصل الأول: الإطار النظري حول الابتكار في هيكل رأس المال والمرونة المالية

وتشمل الافتراضات التي قامت عليها نظرية (MM) ما يلي:

- ❖ عدم وجود تكاليف وساطة في تنفيذ المعاملات المالية؛
 - ❖ حرية الدخول والخروج من السوق، حيث أن الشركات تعمل في ظروف المنافسة التامة وعليه فإن هذه الشركات تستطيع دخول السوق لشراء وبيع ما ترغب به من أوراق مالية دون التأثير على أسعار تلك الأوراق المالية؛
 - ❖ يستطيع المستثمرون الأفراد الاقتراض بنفس الشروط ومعدل الفائدة الذي يستطيع الشركات الاقتراض به؛
 - ❖ يملك المستثمرون المعلومات نفسها التي لدى إدارة الشركة حول فرص الشركة الاستثمارية؛
 - ❖ عدم وجود ضرائب على دخول الأفراد؛
 - ❖ كافة المستثمرون يتصرفون في الأسواق المالية بطريقة رشيدة وعقلانية Rational؛
 - ❖ إمكانية تقسيم شركات الأعمال الى مجموعات متجانسة إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص الخطر وبالتالي فإن الشركات التي تعمل في نفس الصناعة تكون لديها شريحة متجانسة من حيث الخطر؛
 - ❖ إن سياسة توزيع الأرباح لدى الشركة تتضمن توزيع كافة الأرباح وبالتالي لا يوجد أرباح محتجزة بالإضافة الى عدم وجود ضرائب على الأرباح الموزعة.
- ومن خلال استعراض هذه الافتراضات يلاحظ أن العديد منها غير واقعي لذلك فإن هذه النظرية تصلح للإطار النظري أكثر منها من ان تكون نظرية قابلة للتطبيق على أرض الواقع وقد حاول العديد من الباحثين بمن فيهم أصحاب النظرية توسيع البحث النظري وتقريب الافتراضات غير الواقعية إلى الواقع كما حاولت العديد من الدراسات اختبار العلاقة بين نسبة الدين وقيمة السهم السوقية إلا أن أيا من هذه الدراسات لم يقدم نتائج ذات دلالة إحصائية يمكن الاعتماد عليها لتحديد هيكل رأس المال المناسب
- وقد تعرضت الفرضيات التي قامت عليها النظرية الى مجموعة من الانتقادات وعلى النحو التالي:
- أن سوق المنافسة التامة والتي قامت عليها النظرية غير موجودة أصلا وفي حال وجدت هذه المنافسة فإنها لا تستمر طويلا؛

➤ تتباين أسعار فائدة الاقتراض ما بين الأفراد والشركات بل وما بين الشركات نفسها حيث لا يمكن للشركات أن تقتض بنفس أسعار الفائدة حيث تلعب حجم موجودات الشركة، والقدرة المالية للشركة دوراً في تحديد سعر الفائدة، وبالتالي تتباين أسعار فائدة الاقتراض على الشركات؛

➤ إن افتراض إمكانية تقسيم الشركات إلى مجموعات تنتمي إلى شرائح خطر متجانسة غير واقعي فهذا يعني أن وجود شركات ذات خطر متجانس تساوي الشركات بمعدل العائد، وأن العائد يتأثر بنسبة المديونية حيث أن ارتفاع نسبة المديونية يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد على حقوق الملكية.

4- نظرية (MM) في ظل غياب الضريبة وكلفة الإفلاس وكلفة الوكالة:

تقسم نظرية MM إلى عدد من الاقتراحات وعلى النحو التالي¹:

الاقتراح الأول Proposition 1:

يسمى أحياناً هذا الاقتراح بنموذج الدائرة وذلك لأن اقتراح (MM) يصور شركتين متماثلتين في كل شيء ما عدا هيكل التمويل وبالتالي فهم ينظرون إلى هيكل التمويل كنموذج دائرة وتشير نظرية (MM) إلى أن القيمة السوقية لأي شركة (مقترضة أو غير مقترضة) مستقلة تماماً عن هيكل التمويل فيها وأن القيمة السوقية للشركة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تخلقه الشركة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار ويناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها شركة الأعمال. وهي على النحو التالي:

$$V_L = V_U = EBIT / WACC = EBIT / K_S$$

حيث:

- V_L : قيمة الشركة التي تستخدم الديون لتمويل عملياتها؛
- V_U : قيمة الشركة التي لا تستخدم الديون لتمويل عملياتها؛
- EBIT : العوائد قبل الفوائد والضريبة؛
- WACC : الوزن المرجح لكلفة رأس المال؛

¹ محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص 203-204.

▪ K_S : العائد المطلوب على الاستثمار.

الاقتراح الثاني Proposition 2:

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

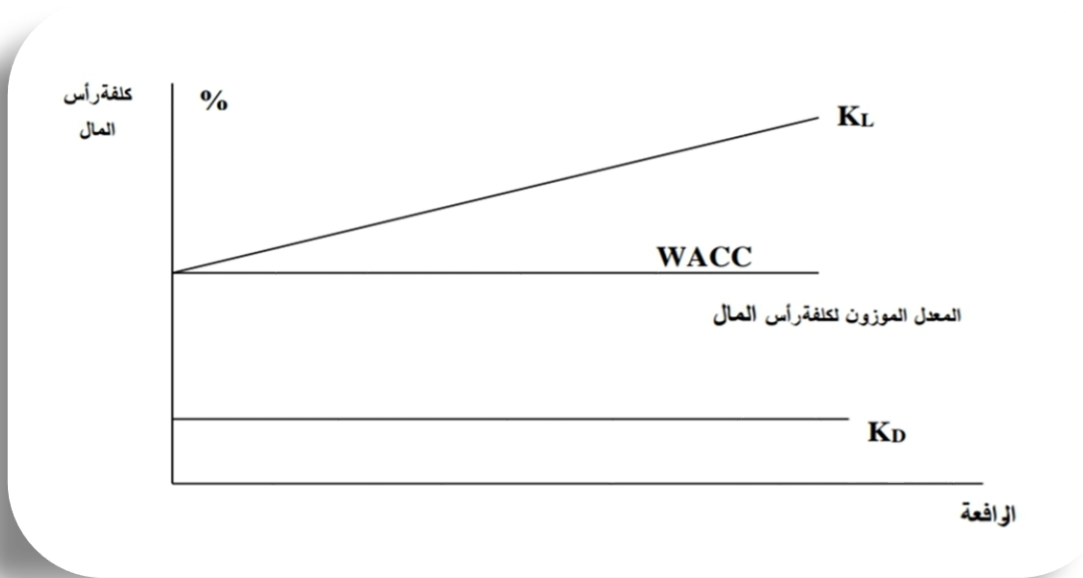
✓ كلفة العائد المطلوب من شركة لا تعتمد على الديون وتنتمي الى نفس شريحة الخطر؛

✓ كلفة التمويل؛

✓ نسبة القروض الى حقوق الملكية (الرافعة المالية).

كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (04-01): كلفة رأس المال في ظل غياب الضرائب



المصدر: محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص 204.

إن أخذ المقترحين الأول والثاني في نظرية (MM) يتضمن زيادة الديون في هيكل تمويل الشركة لا يؤدي الى زيادة قيمة الشركة لأن الاستفادة من القروض الرخيصة سيتم تعويضها من خلال زيادة المخاطر وبالتالي فإن نظرية (MM) تجادل بأنه في عالم بدون ضرائب فإن قيمة الشركة لن تتأثر بهيكل تمويل الشركة.

وقد طوروا من نظريتهما سنة 1963 وقدموا بحث التصحيح (ضرائب دخل الشركة وكلفة رأس المال: تصحيح) والتي تأخذ تأثير الضرائب بنظر الاعتبار وطبقا لهذا التصحيح فإن الفرق بين قيمة الشركة التي

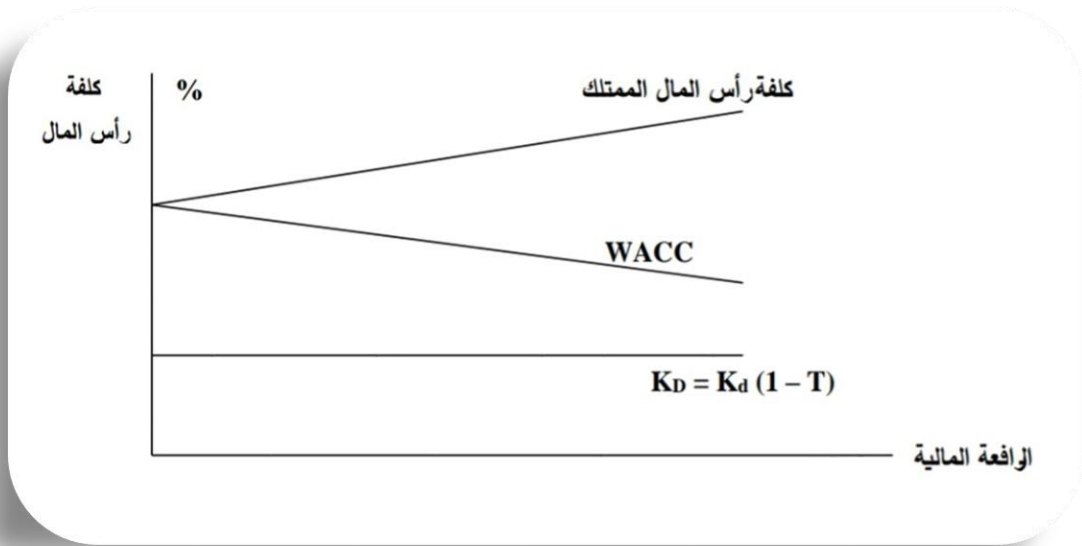
الفصل الأول: الإطار النظري حول الابتكار في هيكل رأس المال والمرونة المالية

تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأس مالها والشركة التي تعتمد التمويل المتملك هو في القيمة الحالية للوفورات الضريبية، أي أن قيمة الشركة تساوي¹:

$$\text{قيمة الشركة} = \text{القيمة من دون ضرائب} + \text{الوفر الضريبي للفائدة (PV)}$$

وأن هذه القيمة سوف تزداد كلما ازدادت نسبة القروض في هيكل رأس المال الى أن تصل 100%. حيث أن المعدل الموزون لقيمة رأس المال سيقبل مع زيادة الرافعة المالية وكما هو موضح في الشكل:

الشكل رقم (05-01): كلفة رأس مال في ظل وجود الضرائب



المصدر: علي سعد علوان، مرجع سبق ذكره، ص 18.

5- نظرية الوكالة:

تعد نظرية الوكالة واحدة من نظريات هيكل رأس المال الحديثة والتي جاء بها (Jensen&Mecling,1976) والتي لاقت اهتماما كبيرا من قبل الباحثين، إذ جاءت هذه النظرية في محاولة لحل مشكلة النزاع وتعارض المصالح بين المديرين والمساهمين (المالكين) فكل طرف يسعى جاهدة الى تعظيم منفعه الخاصة. وعلاقة الوكالة هي عقد بين طرفين يقوم بموجبه طرف (المساهمين) بتوكيل طرف آخر (المديرين) للقيام بتنفيذ مهام معينة بالنيابة عنهم، ويقوم الموكل بتوظيف الموكل بناءً على يتمتع به مواهب ومعارف وقدرات لزيادة قيمة الموجودات، إذ يقوم الموكل بمنح الوكيل بعض سلطة اتخاذ القرار

¹ علي سعد علوان، مرجع سبق ذكره، ص 18.

من خلال منحه تفويض يخوله حق التصرف والتفاوض والشراء والبيع نيابة عنه ويعني هذا التفويض ان على الموكل وضع الثقة في الوكيل¹.

ويمكن النظر الى شرح الوكالة بصورة مبسطة وهي عقد يشمل طرفين، المدير والمالك، يقوم المالك بتقديم رأس المال وتحمل المخاطرة ومنح الحوافز، مقابل ذلك يقوم المدير بإكمال المهام والواجبات واتخاذ القرارات نيابة عن المالك.

6- نظرية الإشارة الصادرة عن الشركة Signaling Model:

افتترضت نظرية (M.M) أن لدى المستثمرين المعلومات نفسها التي لدى إدارة الشركة حول فرص الشركة المستقبلية ولكن وحسب نظريات كفاءة السوق فإن لدى الإدارة معلومات أفضل من الأفراد الخارجين حول ظروف الشركة الحالية والفرص المستقبلية، حيث ان التباين في المعلومات بين المدراء الداخليين والمستثمرين الخارجيين له أثر مهم في تحديد التركيبة المثلى لرأس المال حيث من المعروف أن الشركة تلجأ الى الوصول الى التمويل عن طريق الاقتراض عندما نتوقع ظروف مستقبلية أفضل وبالتالي فهي لا ترغب من يشاركها الازدهار المحتمل أما عند توقع ظروف سيئة في المستقبل فإن الشركة تفضل اللجوء الى البحث عن مصادر تمويل خارجية من خلال زيادة رأس مال الشركة بهدف جذب مساهمين جدد للمشاركة في تحمل الصعوبات المحتملة ولكن يجب الإشارة هنا أنه ليس كل زيادة في رأس المال تعني أن الشركة تواجه صعوبات مستقبلية فقد تسعى الشركة الى زيادة رأس المال بهدف المحافظة على الطاقة الافتراضية للشركة حيث أن التوسع في الاقتراض المصرفي قد يجعل من الشركة تواجه صعوبة في الحصول على المزيد من الاقتراض وعليه فإن هيكل رأس المال يرتبط بالإشارات الصادرة عن الشركة والتي يمكن أن تحمل معاني حول توقعات إدارة الشركة للظروف المستقبلية².

7- نظرية الضريبة الشخصية 1977:

هذه النظرية لميلر 1977 Miller: أشار ميلر في معرض كلامه الى أن دخل السندات يأخذ شكل الفوائد وهي تخضع للضريبة على الدخل الفردي بمعدل T_D . في المقابل يتأتى دخل الأسهم من مصدرين هما الحصص النقدية الموزعة والمكاسب الرأسمالية، تخضع الحصص النقدية للضريبة على الدخل الفردي

¹ محمد كامل غانم الكنان، هيكل رأس المال وتأثيره في القيمة السوقية للأسهم: إطار نظريتي الالتقاط وتوقيت السوق، أطروحة دكتوراه، جامعة الكربلاء، العراق، 2023، ص 42-43.

² محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص 203.

الفصل الأول: الإطار النظري حول الابتكار في هيكل رأس المال والمرونة المالية

كما الفوائد. أما المكاسب الرأسمالية طويلة الأجل فتخضع لضريبة خاصة تستحق بيع السهم وتحقق المكاسب الرأسمالية فعلا، حيث استنتج أن الاقتطاعات الضريبية المفروضة على عوائد الأسهم بمعدل T_S أقل في المتوسط من تلك المفروضة على عوائد سندات الدين. وهكذا توصل الى نتيجتين متعاكستين¹:

- ✓ تزيد إمكانية تنزيل أعباء الفائدة الرغبة باستخدام التمويل من خلال الدين؛
 - ✓ غير أن المعاملة الضريبية التفصيلية لدخل الأسهم تقلل معدل العائد المطلوب عليها وبالتالي تزيد الرغبة بالتمويل من خلال الأسهم (رأس المال العادي).
- الأصل الصافي للضرائب على الشركات والضرائب على الأفراد على قيمة الشركة من خلال المعادلة التالية:

$$V_L = V_U + [1 - ((1 - T_C)(1 - T_S)) / (1 - T_D)] D$$

حيث أن:

- T_C : تمثل معدل الضريبة على أرباح الشركة؛
 - T_S : تمثل معدل الضريبة على دخل الأسهم؛
 - T_D : تمثل معدل الضريبة على دخل السندات.
- يمكن القول بأن إدخال أثر الضرائب على الأفراد يقلل من مزايا التمويل عن الدين ولكنه لا يلغيها نهائيا.

8- نظرية الترتيب السلمي (الالتقاط التدريجي، أفضلية مصادر التمويل):

تم تطوير نظرية الالتقاط من قبل (Myers&Majluf, 1984) والتي بين من خلالها ان الشركات ليس لها هدفا محددا تسعى الى الوصول اليه من نسبة الديون ولكن قرارات التمويل التي تتخذها الشركات لها تدرجا هرميا حيث يكون هناك تفضيلا للتمويل الداخلي على التمويل الخارجي كما يكون هناك تفضيلا للدين على حق الملكية في التمويل الخارجي فالشركة تفضل استخدام الأموال الداخلية الموجودة لديها ثم الاقتراض وتلجئ الى الأسهم كخيار أخير². حيث بينت النظرية أن ترتيب التمويل طويل الأجل حسب أفضليته للشركات يكون على النحو التالي³:

¹ أجين برغام، الإدارة المالية (2): أسس تقييم المشاريع تقييم الشركات القرارات التمويلية الاستراتيجية، شعاع للنشر والعلوم، حلب-سوريا، 2018، ص 515-516.

² محمد كامل غانم الكنانى، مرجع سبق ذكره، ص 44.

³ محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص 89.

- التمويل الداخلي والمتمثل بالأرباح المحتجزة والاحتياطات؛
- في حالة وجود حاجة لتمويل خارجي فعلى الشركة أن تقوم بإصدار سندات دين؛
- في حال تعذر التمويل من خلال السندات تلجأ الشركة لإصدار الأوراق المالية التي تحمل خصائص مشتركة (مهجنة) مثل السندات القابلة للتحويل أو الأسهم الممتازة القابلة للتحويل؛
- يعتبر إصدار الأسهم العادية الملاذ الأخير للتمويل.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال

تأخذ الشركات عموما في حساباتها العوامل التالية عند اتخاذ القرارات المتعلقة بهيكل رأس المال¹:

1- مدى استقرار المبيعات:

إذ يمكن للشركات التي تتمتع باستقرار أكبر في مبيعاتها الاعتماد على الدين وتحمل الأعباء الثابتة المرافقة له أكثر من الشركات التي تكون مبيعاتها متقلبة. ولهذا السبب نجد أن شركات الخدمات العامة كانت تاريخا أكثر قدرة على الاعتماد على الدين من الشركات الصناعية نظرا لاستقرار الطلب على منتجاتها.

2- هيكل الأصول:

فالشركات التي تمتلك أصولا قابلة للرهن لصالح المقرضين تميل لاستخدام الدين بشكل أوسع من الشركات الأخرى. تمثل الأصول ذات الأغراض العامة والتي يمكن استخدامها من قبل مختلف المنظمات ضمانات جيدة على عكس الأصول ذات الاستخدامات الخاصة، ولذلك يمكن للشركات العقارية الاعتماد على الدين بشكل أكبر من شركات التكنولوجيا.

3- الرفع التشغيلي:

تعد الشركات التي يكون عامل الرفع التشغيلي لديها منخفضا-مع ثبات العوامل الأخرى-أكثر قدرة على استخدام الرفع المالي (الدين) نظرا لانخفاض مخاطر الأعمال لديها.

4- معدل النمو:

يجب على الشركات سريعة النمو الاعتماد على المصادر الخارجية لرأس المال بشكل مكثف-مع ثبات العوامل الأخرى-، ولأن التكاليف المرتبطة بإصدار الأسهم أكبر من تلك المرتبطة بإصدار السندات، يشجع

¹ أجين برغام، مرجع سبق ذكره، ص 536-537-538.

ذلك الشركات سريعة النمو على الاعتماد على الدين بشكل أكبر. ولكن في الوقت ذاته يكون مستقبل مثل تلك الشركات غامضا تلفه حالة أكبر من عدم التأكد وهذا ما يقلل استعدادها لاستخدام الدين.

5- الربحية:

تميل الشركات ذات العوائد المرتفعة على استثماراتها الى استخدام الدين على نطاق ضيق نسبيا. وعلى الرغم من عدم وجود تعليل نظري لهذا الأمر، يمكننا تفسيره بأن الشركات عالية الربحية مثل: Coca-Cola و Microsoft و Intel لا تحتاج الاعتماد كثيرا على الدين، ذلك أن معدلات العائد المرتفعة تمكنها من توفير معظم احتياجاتها التمويلية من المصادر الداخلية.

6- الضرائب:

تعد الفائدة أحد الأعباء التي يمكن تنزيلها من الدخل الخاضع للضريبة، ومن الطبيعي أن يكون هذا الاقتطاع أكثر أهمية للشركات التي تفرض عليها معدلات ضريبية أعلى، فكلما ارتفع معدل الضريبة ازدادت مزايا استخدام الدين.

7- السيطرة على الشركة:

يمكن لانعكاسات استخدام الدين ورأس المال العادي على السلطة التي تتمتع بها الإدارة أن تؤثر على هيكل رأس المال. فإذا حازت الإدارة غالبية أسهم الشركة (أكثر من 50% من الأسهم) ولم تكن في وضع يؤهلها لشراء المزيد من الأسهم فقد تفضل الاعتماد على الدين. في المقابل قد تقرر الإدارة الاعتماد على رأس المال العادي إذا كان الوضع المالي للشركة ضعيفا ما يعني أن اعتمادها على الدين سيعرضها لخطر الإفلاس ما يعني خسارة أعضاء الإدارة لأعمالهم.

إذا تقود اعتبارات السيطرة على الشركة الى استخدام الدين أو رأس المال العادي وذلك لأن نوع رأس المال الذي يحمي الإدارة يختلف من حالة لأخرى. وفي كل الأحوال عندما تكون الإدارة غير آمنة فإنها ستميل الى اتخاذ القرار الذي يحقق لها الأمان.

8- اتجاهات الإدارة:

لأنه لا يمكن لأحد عمليا إثبات أن أحد هياكل رأس المال سيؤدي الى ارتفاع سعر السهم أكثر من الهياكل الأخرى، يمكن للإدارة الاجتهاد وتقدير الهيكل الملائم لرأس المال. هنا تبدي بعض الإدارات نوعا من التحفظ

وتستخدم الدين بمستوى يقل عن متوسط المستويات السائدة في صناعتها، في حين تكون أخرى مغامرة وتستخدم المزيد من الدين بحثاً عن تحقيق عوائد أعلى.

9- اتجاهات المقرضين ووكالات التصنيف الائتماني:

بغض النظر عن تحليلات الإدارة الهادفة لتحديد المستوى الملائم للدين، فإن اتجاهات كل من المقرضين ووكالات التصنيف الائتماني تؤثر على القرارات المتعلقة بهيكل رأس المال. ففي غالبية الحالات تتناقش الشركات المساهمة هيكل رأسمالها مع المقرضين ووكالات التصنيف وتقيم وزناً كبيراً لآرائهم.

10- ظروف السوق:

تعيش ظروف سوقي الأسهم والسندات تقلبات قصيرة الأجل وأخرى طويلة الأجل وهذا ما يؤثر على قرارات الشركة المتعلقة بهيكل رأسمالها. فعندما توقفت سوق السندات الرخيصة عن العمل خلال أزمة الائتمان التي شهدتها الولايات المتحدة قبل عدة سنوات، وغدا إصدار سندات دين يقل تصنيفها الائتماني عن BBB عند سعر فائدة معقول أمراً غير ممكن، أجبرت الشركات ذات التصنيف الائتماني المتدني المحتاجة لرأس المال على الانتقال إلى سوق الأسهم أو سوق السندات قصيرة الأجل، متجاهلة الهياكل المستهدفة لرؤوس أموالها. ثم عندما أصبحت الظروف مواتية قامت هذه الشركات بإصدار سندات دين للعودة بهياكل رأس المال إلى تركيباتها المستهدفة.

11- الظروف الداخلية للشركة:

يمكن للظروف الداخلية للشركة أن تؤثر على القرارات المتعلقة بهيكل رأسمالها

12- المرونة المالية:

تحتاج الشركات التي تتاح أمامها فرص استثمارية مربحة إلى توفير التمويل اللازم لاغتنامها.

المبحث الثاني: مفاهيم حول المرونة المالية

حظيت المرونة المالية باهتمام كبير من طرف الباحثين، الذين أظهروا أن العامل الأساسي الذي يؤثر على القرارات التمويلية في الشركة هو الاحتفاظ بالمرونة المالية، باعتبارها تعبر عن قدرة الشركة على التحكم بمصادر التمويل، فتعددت مفاهيمها وتعريفها كل حسب وجهة نظره، فهناك اعتبر أنها من الشروط الأساسية التي يجب أن توفرها في المؤسسات المالية لما تحققه من استمرارية وميزة تنافسية.

المطلب الأول: ماهية المرونة المالية

نتطرق من خلال هذا المطلب الى مفهوم وأهمية المرونة المالية وأهم مصادرها الأساسية وهي

كالتالي:

أولاً: مفهوم المرونة المالية

تعد المرونة المالية من المواضيع الحديثة والمهمة في مجال الإدارة المالية التي لا بد من الحوض فيها، فقد تعددت التعريفات والمفاهيم التي تناولت هذا المفهوم وحظت باهتمام العديد من الباحثين: تعتبر المرونة المالية عن قدرة الشركة على إعادة هيكلة رأسمالها بتكاليف منخفضة، أو القدرة غير المستغلة على الاستدانة. فالشركات التي تتمتع بالمرونة المالية تكون أكثر قدرة على مواجهة التعثر المالي من الشركات الأخرى، وبالتالي تعتمد المرونة المالية على تكاليف التمويل الخارجية التي تعكس بعض خصائص الشركة مثل الحجم، كما تعتبر كذلك نتيجة للقرارات الاستراتيجية للشركة التي ترتبط بهيكل رأس المال والسيولة والاستثمار (Gamba and Triantis, 2006)¹.

يرى² (Zhang and Lin :2022 :1) أنه القدرة الكاملة على التكيف الفعال مع المتغيرات البيئية أو التعامل مع عدم اليقين في النظام المالي ودمج الموارد المالية وتحسين القرارات المالية سواء ما يتعلق بالتمويل أو الاستثمار. وينظر إليها (Cherkasova and Kuzmin :2018 :138) بأنها قدرة المؤسسة

¹ أسماء بلعلمي، مدى تأثير المرونة المالية للمؤسسة في الرفع من قدرتها على الاستثمار دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد رقم (09) - العدد: 01، جامعة باتنة، الجزائر، 2019، ص 187.

² دلشاد حبيب جبار، حكمت رشيد سلطان، دور المرونة المالي في تحقيق الاستقرار المالي: دراسة تحليلية لعينة من المصارف الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2012-2021)، المجلة الاكاديمية لجامعة نوروز، 2024، ص 644.

الفصل الأول: الإطار النظري حول الابتكار في هيكل رأس المال والمرونة المالية

على الحصول على الموارد المالية استجابة لأي أحداث مستقبلية غير متوقعة في الوقت المناسب وتعظيم قيمة المؤسسة.

ويشير (الطائي والجبوري: 2017: 544) إلى المرونة المالية بأنها مقياس لقدرة المؤسسة على الحصول على الموارد المالية وتوفيرها في مواجهة التهديدات واستغلال الفرص الاستثمارية التي من شأنها أن تعظم من أهمية المؤسسة بما يعزز من موقفها التنافسي، وتتنظر إليها (بلعلمي: 2016: 454-455) على أنها العوامل الرئيسية التي تعتمد عليها في اتخاذ قرارات هيكل رأس المال، والقدرة على استجابة الصدمات المالية الغير المتوقعة للتدفقات النقدية أو الفرص الاستثمارية.

وينظر (Al Shammari and Al Yahya :2021 :1012) إلى المرونة المالية على أنها أحد الركائز الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسات عند اتخاذ قراراتها المالية كونها المتطلبات اللازمة لجذب التمويل وتعظيم التدفقات النقدية اللازمة لمواجهة التغيرات المستمرة التي تحدث في فرص الاستثمار.

ويشير إليها (شاكر: 2021: 47) بأنها إمكانية المؤسسة في الحصول على الموارد المالية استجابة للحالات الطارئة التي تحدث في المستقبل، وقد تكون للمرونة المالية تأثير مباشر على القرارات الاستراتيجية للمؤسسة والتي تتعلق بهيكل رأس المال والسيولة والاستثمار. ويرى (الأسدي: 2021: 20) بأنها قدرة المؤسسات على استغلال الحلول الموجودة لديها للتصدي للآزمات المالية وإعادة بناء هيكل رأس المال لتجنب مخاطر الإفلاس بالإضافة إلى استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة.

ويتفق كل من (منصور وآخرون: 2022: 109) و(منصور والمعموري، 2022: 109) على إنها إمكانية المؤسسة على تجنب العسر المالي المحتمل والصدمات الاقتصادية، وإن الحفاظ على المرونة المالية بمستوى معين يمكن أن يوظف الاموال بربحية أعلى ومخاطر أقل.

ويعد (الحمداني وعمران، 2022: 64) المرونة المالية أحد الأبعاد الرئيسية التي تعتمد عليها المؤسسة في عملية التوازن المالي التي تسعى إلى تعزيزها وذلك لاستمرار المؤسسة ونموها. ويرى (Sreenivasula and Mamila, 2022 :1669) أن المرونة المالية هي قدرة المؤسسة من الحصول على الموارد المالية من أجل الاستجابة السريعة للأحداث المستقبلية الغير المتوقعة وتعظيم قيمتها.

تساهم المرونة المالية بشكل كبير في اتخاذ القرارات وتحديد هيكل رأس المال على مستوى ما تمنحه من القدرة على تعبئة الموارد المالية وتجنب العثرات المالية، وحتى تكون المؤسسة المالية مرنة يجب

عليها أن تتعامل بشكل أفضل مع كل من هيكل رأس المال والسيولة والرافعة المالية وسياسة توزيع الأرباح والفرص الاستثمارية.

وعرفت أنها "القدرة على الاستجابة للفرص الاستثمارية التي لا تعتمد فقط على تمويل الاستثمارات بتكلفة منخفضة فقط وإنما على القرارات الاستراتيجية"¹.

ثانياً: أهمية المرونة المالية

تتمثل أهمية المرونة المالية من وجهة نظر العديد من الكتاب في الآتي²:

- للمرونة المالية أهمية كبيرة للاستثمار وترتبط ارتباطاً وثيقاً بالقدرة الاستثمارية من حيث استخدام المرونة في سياسة إدارة المحافظ الاستثمارية مما تسمح لها باتخاذ القرارات المهمة في الأسواق المالية؛
- المرونة المالية تمنح المؤسسات من الوصول الى الأسواق المالية بشكل أفضل والحصول على الموارد المالية اللازمة لمواجهة الازمات وبالتالي عدم التأثير على استثماراتها؛
- المرونة المالية تساعد المؤسسة في تجنب التكاليف المرتبطة بالتمويل وتخفف من مشاكل نقص الاستثمار؛
- تعد المحرك الرئيسي للسياسات المالية للمؤسسات التي تتلاءم مع قرار التمويل لتلك المؤسسات وبشكل إيجابي؛
- تحمي المرونة المالية من خلال هيكل رأس المال الأمثل المؤسسة من المخاطر المالية والعسر المالي من خلال المزيج الأمثل من الديون وحقوق الملكية ويلعب رأس مالها دوراً كبيراً في تعظيم قيمة المؤسسة؛
- للمرونة المالية دور كبير في نجاح المؤسسات المالية وخاصة بالنسبة للمصارف والاستفادة من الأموال التي حصلت عليها وتعدده فرصة نجاحها؛
- تساعد المرونة المالية المؤسسة على جذب الزبائن وتجعلهم يشعرون بالأمان عند التعامل معها وتعزز من ثقتهم به؛

¹ Estiuck Storkey, principal –principal Agency and Financial Flexibility in transition economies, journal of business inquiry VOL 15, N 01, West Indies, 2016, P 33.

² دلشاد حبيب جبار، حكمت رشيد سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 644-645.

➤ للمرونة المالية دور في استقرار المؤسسات والحفاظ عليها من الأزمات التي تحيط بعملها والتي تنشأ من المتغيرات البيئية المختلفة.

ثالثاً: مصادر المرونة المالية

حسب العديد من الباحثين هناك عدة مصادر للمرونة المالية والتي يمكن الاعتماد عليها في عملية التمويل والحصول من خلالها على الموارد المالية لمواجهة حالات التعثر المالي ويمكن تصنيفها بالآتي:

1- السيولة:

تمويل السيولة يمثل قدرته على اقتراض الأموال لشراء الأوراق المالية أو تقديم القروض بالنسبة للمؤسسات المالية، تعد السيولة في كل مفهوم امراً بالغ الأهمية لعملياتها المالية، ويمكن أن تؤدي أوجه القصور في أي من النوعين إلى فشلها¹.

وغالباً ما تكون المرونة المالية متاحة من الموجودات النقدية السائلة غير المشروطة في أي وقت، بينما خطوط الائتمان تدل على سيولة مشروطة، لأنها متاحة للدائن وهم مستعدون لتجديد التزامهم أكثر من مرة، إذا لم تنتهي الشركات الالتزام الحالي بينهما، وتحافظ على مؤهلاتها الائتمانية أيضاً².

2- الاقتراض:

تؤثر المرونة المالية تأثيراً مهماً في خيارات الهيكل المالي للشركات. عن طريق الحفاظ على مستويات منخفضة على النحو الأمثل من الرافعة المالية في معظم الفترات، يجب أن تكون الشركات قادرة على الحفاظ على قدرة الديون في فترات الحاجة إلى رأس المال مرتفع لتمويل الاستثمارات المستقبلية أو فرص النمو حيث أن الشركات تخلق المرونة المالية عند مواجهة التقلبات في كل من التدفقات النقدية وفرص الاستثمار الموضوعية من أجل تجنب الاستثمار المكلف³.

في الأدبيات المالية: الدين هو المصدر الرئيسي للمرونة المالية، ويستند استخدامه كمصدر للتمويل على الدوافع الرئيسية التالية:

¹ سيف الدين أحمد عواد الأسدي، تحليل مؤشرات المرونة المالية للشركات وتأثيرها في الأداء المالي: دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من (2019-2005)، رسالة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة كربلاء، العراق، 2021، ص 24.

² سيف الدين أحمد عواد الأسدي، مرجع سبق ذكره، ص 24-25.

³ نفس المرجع السابق، ص 26.

✓ الاستثمار؛

✓ تقليل التغطية في الربحية التشغيلية؛

✓ استخدام الديون لتعويض المساهمين؛

✓ زيادة رأس المال لضمان الأعمال اليومية.

3- مصادر أخرى للمرونة المالية:

هناك مصادر أخرى للمرونة المالية، لكنها أقل استخداماً، والتي نادراً ما تذكر في الأدبيات المالية هي أرباح الأسهم المدفوعة. ويظهر الجدول بأن الأرباح هي الأفضل لسداد الديون على المدى القصير لأنها تقلل من تراكم النقد في الشركات وتسهم في بناء المرونة المالية المستقبلية عن طريق توزيع العوائد النقدية للمساهمين ومن ثم زيادة رأس المال أو الاحتفاظ بهذه الأرباح، والتي يمكن استخدامها في أوقات الأزمات عند المخاطرة. ومن مصادره الأخرى الموجودات الحقيقية، مثل المخزون الفائض الذي يمكن تشكيكه بسهولة وسرعة وبيعه نقداً باستخدام الأدوات الممكنة من أجل الحصول على نقد لبناء المرونة المالية أو من بيع الموجودات الثابتة والاستفادة من الأموال المعادة منها¹.

¹ سيف الدين أحمد عواد الأسدي، مرجع سبق ذكره، ص 27.

المطلب الثاني: النظريات المرتبطة بالمرونة المالية ومستوياتها

تشكل هذه النظريات الأساس النظري لفهم آليات بناء هيكل رأس المال المرن، وتساعد في تقييم مدى قدرة المؤسسة على الصمود والنمو في بيئة متغيرة.

أولاً: النظريات المرتبطة بالمرونة المالية

1- نظرية المقابضة:

توصلت بعض الدراسات الحديثة كدراسة (Hack Barth et al, 2007) الى أن نظرية المقابضة كافية لتفسير هيكل رأس المال للشركات الضعيفة، وذلك باعتمادها على القروض البنكية حصرياً. في حين تعتمد الشركات القوية على القروض البنكية، وعلى سوق رأس المال، مع أولوية الاعتماد على القروض البنكية. إلا أن هذه النظرية قد فسرت جزءاً صغيراً من السلوك الفعلي لهيكل رأس المال، يضاف إلى ذلك أن الدراسات التطبيقية لا تعطي اسناداً قوياً لنظرية المقابضة، فالكثير من الشركات الناجحة تستخدم المديونية بشكل منخفض، وهذا يتناقض مع افتراضات نظرية المقابضة. بالإضافة الى أنها لم تأخذ بعين الاعتبار المرونة المالية، على الرغم من أن تكلفة العسر المالي لها علاقة بعدم تماثل المعلومات. فالتكاليف المتعلقة بالعسر المالي ناجمة عن عدم قدرة الشركة على الالتزام بالإيفاء بالالتزامات المالية المستحقة للدائنين، وبالتالي يتعذر حصولها على رأس مال بشروط ميسرة يقبل بها المديرون والمساهمون¹.

2- نظرية ترتيب أولويات التمويل (Pecking Order Theory):

تشير الى عدم وجود نسب مديونية مستهدفة، على عكس نظرية المقابضة. كما أنها لا تسهم في تفسير أثر الضرائب والتعثر المالي وتكاليف الوكالة على هيكل رأس مال الشركة، كما أنها تتجاهل المشكلة التي تنشأ عن قيام المديرون بتجميع الأصول السائلة والتي تسهم كحصانة ومناعة لانضباط السوق. بالإضافة الى أنها تهمل فرص الاستثمار المتاحة التي تفوق هيكل رأس مال الشركة الفعلي، ولهذا نظرية ترتيب أولوية التمويل تعد نظرية مكملية لنظرية المقابضة بدلاً من أن تكون جزءاً منها.

كما إن هيكل التدرج في التمويل المقترح من قبل هذه النظرية هو تدرج عكسي بالنسبة للشركات في مرحلة النمو، وذلك بسبب المرونة المالية. كذلك فإن العلاقة العكسية ما بين الربحية والدين تعكس

¹ أسماء بلعلمي، مرجع سبق ذكره، ص 188-189.

الفصل الأول: الإطار النظري حول الابتكار في هيكل رأس المال والمرونة المالية

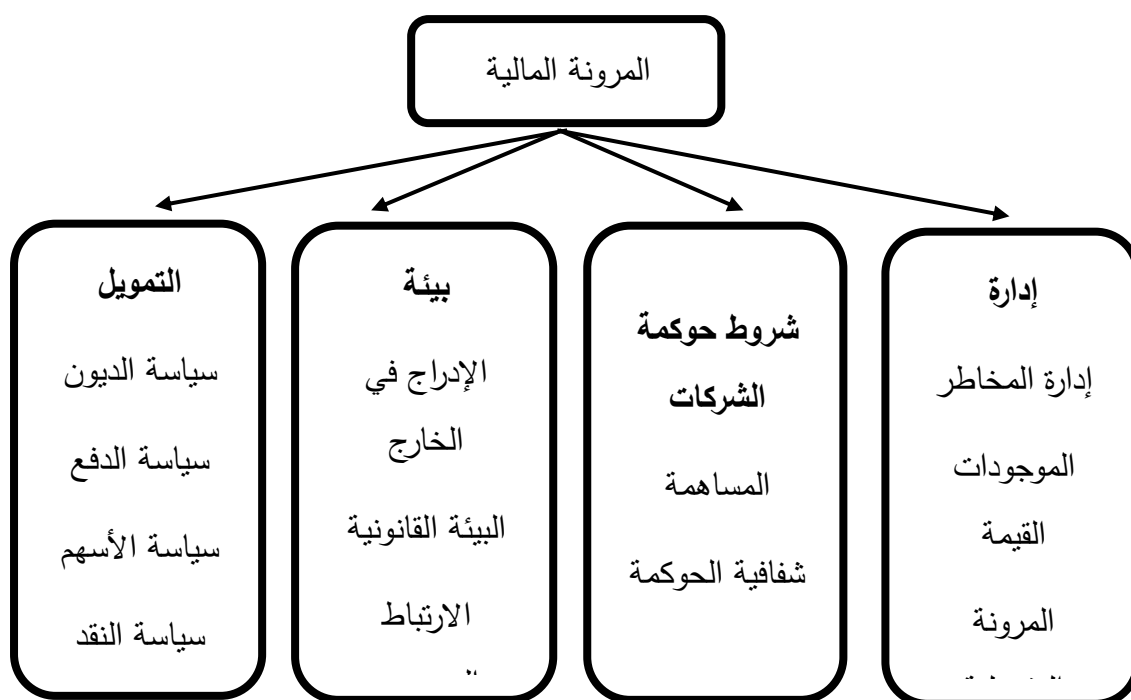
استخدام نسبة دين منخفضة من طرف الشركات المكتملة النمو (الناضجة)، الامر الذي يوفر لديها احتياطا نقديا. وبالتالي تكون هذه الشركات في مرحلة إعادة تشكيل المرونة المالية.

ان مصدري الأسهم لا يقومون بإصدار الدين، بسبب الخوف من العسر المالي أو قصور التمويل. وهذا بحد ذاته يعزز قيمة الحفاظ على التمويل من أجل الاستثمارات المستقبلية، ومحاولة تقادي العسر المالي عند اختبار نظرية التدرج في التمويل.

ثانيا: مستويات المرونة المالية

قد تستخدم الشركات العديد من البدائل لتكون مرنة من الناحية المالية ويوضح الشكل الاتي هذه المستويات¹:

الشكل رقم (06-01): مستويات المرونة المالية



Source: Al-Slehat, Zaher Abdel Fattah, The impact of the financial flexibility on the performance: An empirical Study on a sample of Jordanian services sector firms in period (2010-2017), International journal of business and mangement; Vol 14, No 06, 2019.

¹ Al-Slehat, Zaher Abdel Fattah, The impact of the financial flexibility on the performance: An empirical Study on a sample of Jordanian services sector firms in period (2010-2017), International journal of business and mangement; Vol 14, No 06, 2019. P 2.

يوضح الشكل: أن جميع المستويات تؤدي بالشركة لمستوى أعلى أو أدنى من المرونة المالية للوصول لمستوى عال من المرونة المالية ففي المستوى الأول يجب على الشركات اتباع سياسة التمويل وتشمل سياسات الديون والدفع والأسهم والنقدية. أما الثاني مخصص لإدارة المخاطر والمرونة التشغيلية. أما الثالث للبيئة المؤسسية. أما الأخير لشروط حوكمة الشركات فيها.

المطلب الثالث: مؤشرات المرونة المالية والعوامل المؤثرة فيها

من خلال هذا المطلب نتطرق الى أهم مؤشرات المرونة المالية والعوامل المؤثرة فيها.

أولاً: مؤشرات المرونة المالية

لأجل قياس المرونة المالية هناك عدة مؤشرات وأدوات يتم القياس بها، ومن اهم هذه المؤشرات هي كالتالي:

1- الرافعة المالية

1-1 مفهوم الرافعة المالية:

ان الفلسفة الأساسية للرافعة المالية هي تحقيق المزيج المناسب من الديون وحق الملكية وكيفية استخدام المؤسسات المالية للأموال المقترضة لتوفير إجماعي عوائد مستهدفة لصالح المساهمين (Kizildag,2015:1949)، وقد أشار (Hamilah,2020:352) الى ان المؤسسات المالية ذات الرافعة المالية العالية (أي لديها ديون كبيرة) يمكن أن تتحمل مخاطر مالية كبيرة، وتنشأ هذه المخاطر المالية الكبيرة بسبب اضطرار المؤسسات لتحمل مدفوعات الفائدة الكبيرة، وعليه يجب على إدارة المؤسسة الإدارة المثلى للرافعة المالية¹.

تعرف الرافعة المالية أنها توليفة بين أموال الملاك والدائنين، ويعبر عنها بنسبة الدين الى مجموع الأصول، وأنها مدى استخدام الودائع في الهيكل المالي للبنك².

¹ خاتم نوري كاكه حمه العطار، آلاء عزت جلال، المرونة المالية ودورها في رفع مستوى الأداء المالي: دراسة تحليلية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2016-2020)، المجلة العلمية لجامعة جيهان-السليمانية، العراق، المجلد (7)، العدد(2)، 2023، ص 119.

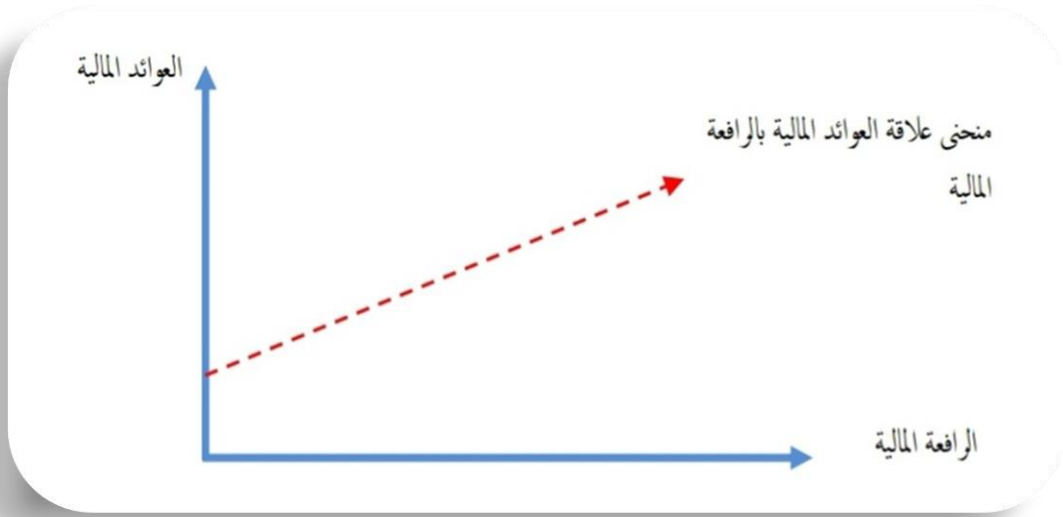
² صادق الشمري، إدارة العمليات المصرفية ومداخل وتطبيقات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2018، ص 281.

2-1) أنواعها:

وتنقسم الرافعة المالية الي ثلاثة أقسام: الرافعة المالية الإيجابية، المتوسطة، السلبية وهي كالآتي¹:

أ) **الرافعة المالية الإيجابية:** تسمى أيضا بالرافعة المرغوبة وهي الحالة التي فيها العائد على الأموال المقترضة أكبر من تكلفة الحصول عليها، وهذا يعني أن زيادة الرفع المالي يؤدي الى زيادة العائد على الاستثمارات والعائد على حقوق الملكية دون وجود أي تأثير للمخاطر المالية لأن تأثير الرافعة المالية إيجابية. كما هي موضحة في الشكل الاتي:

الشكل رقم (07-01): الرافعة المالية الإيجابية

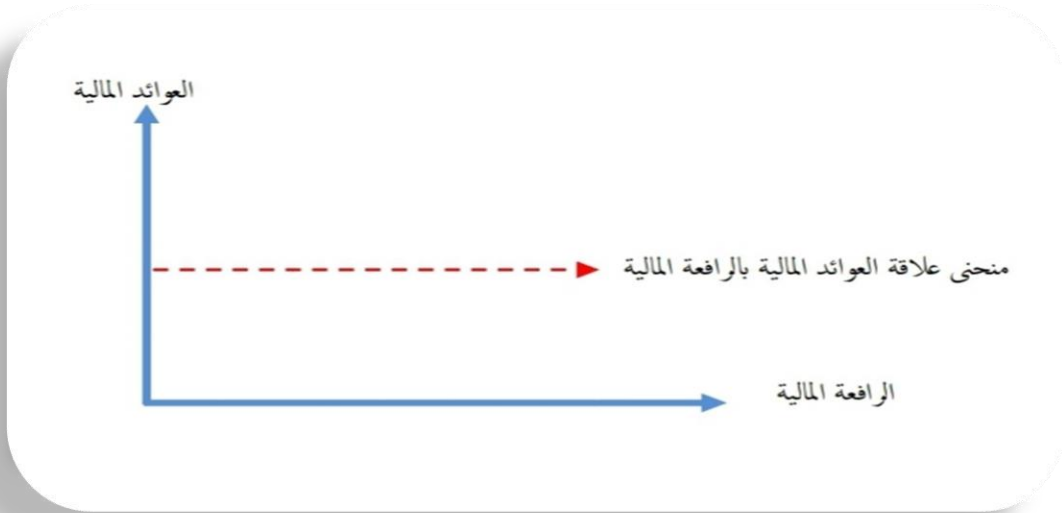


المصدر: كنزة شرابي باية، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2014.

ب) **الرافعة المالية المتوسطة:** وهي الحالة التي تكون فيها العائد على الأموال المقترضة مساويا لتكاليف الحصول عليها، وهذا يعني أنه ليس للرافعة المالية دور في إحداث تغير أي أثر وبالتالي بقاء العائد على الاستثمار وحقوق الملكية ثابتة دون تغير. كما هو موضح في الشكل الاتي:

¹ دلشاد حبيب جبار، حكمت رشيد سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 646-647.

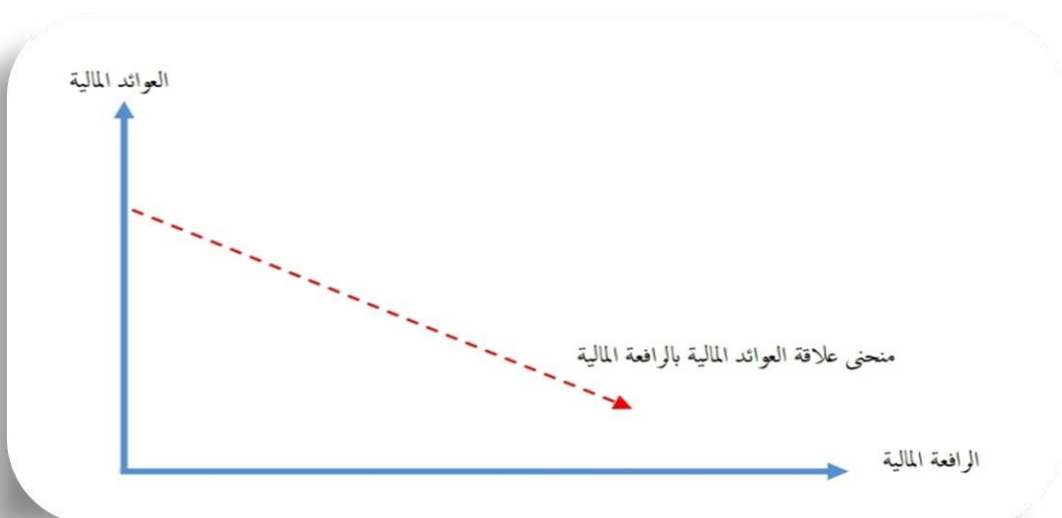
الشكل رقم (08-01): الرافعة المالية المتوسطة



المصدر: كنزة شرابي باية، مرجع سبق ذكره.

(ج) **الرافعة المالية السلبية:** ويسمى بالرافعة الغير مرغوبة وهي الحالة التي تكون فيها العائد على الأموال أقل من تكلفتها، وتلعب الرافعة المالية دورا سلبيا وهذا يعني أن الرافعة المالية تؤدي إلى انخفاض العائد على الاستثمار وحقوق الملكية. كما هو موضح في الشكل الاتي:

الشكل رقم (09-01): الرافعة المالية السلبية



المصدر: كنزة شرابي باية، مرجع سبق ذكره.

3-1) نسب الرافعة المالية:

ولقياس الرافعة المالية تستخدم عدة نسب منها¹:

أ) **نسبة مضاعف حق الملكية:** توضح هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل الذاتية (حقوق الملكية) في تمويل موجوداتها.

$$\text{نسبة مضاعف حق الملكية} = (\text{إجمالي الموجودات} / \text{إجمالي حق الملكية}) \times 100\%$$

ب) **نسبة الديون الى حقوق الملكية:** تقيس هذه النسبة درجة اعتماد المؤسسة على التمويل الذاتي (حقوق الملكية) وتقيس نسبة الديون الى حقوق الملكية، وتحاول المؤسسات المالية الى ضبط هذه النسبة لتتمكن من السيطرة والتحكم بالدين الخارجي.

$$\text{نسبة الدين الى حق الملكية} = (\text{إجمالي الدين} / \text{إجمالي حق الملكية}) \times 100\%$$

2- السيولة

1-2) مفهوم السيولة:

هي احد المؤشرات المهمة التي يجب مراعاتها من أجل سداد الالتزامات المالية، لذلك يجب على كل المصرف المحافظة على مستوى من السيولة (Snjawi & Essa, 2021:245)، إذ يرى (Botoe, 2021:8) ان السيولة وإدارتها بشكل امثل ومتوازن تعد امرا بالغ الأهمية لضمان بقاء وازدهار المؤسسات المالية ومنها المصارف، وتشير السيولة الى مستوى النقد والموجودات شبه النقدية المحتفظ بها وكذلك التدفقات النقدية الداخلة والخارجة².

¹ دلشاد حبيب جبار، حكمت رشيد سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 647.

² خاتم نوري كاكه حمه العطار، ألاء عزت جلال، مرجع سبق ذكره، ص 119.

2-2) نسب السيولة:

لقياس السيولة تستخدم عدة نسب منها¹:

أ) **نسبة الرصيد النقدي**: تشير هذه النسبة إلى القدرة المالية للمصرف من خلال الارصدة الموجودة لديها في الصندوق، وكذلك لدى البنك المركزي والبنوك الأخرى وآية أرصدة أخرى كالعملات الأجنبية والمسكوكات لدى المصرف على مواجهة الالتزامات المالية المرتبة على ذمة المصرف في مواعيدها.

والمقصود بإجمالي الموجودات النقدية هي كل النقد في الصندوق والنقد لدى البنك المركزي والارصدة السائلة الأخرى.

أما بالنسبة للودائع وما في حكمها فهي تعني جميع المطلوبات باستثناء رأس المال الممتلك والتي تتضمن كل من رأس المال المدفوع والاحتياطات والارياح المحتجزة.

وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الرصيد النقدي} = (\text{النقد والأرصدة النقدية} / \text{إجمالي الموجودات}) \times 100\%$$

ب) **نسبة التوظيف (الاستثمار)**: ويقصد بها مدى استخدام المصرف للودائع بأنواعها لتلبية احتياجات الزبائن من الائتمان وإعطاء القروض، وكلما ارتفعت نسبة التوظيف يدل ذلك على كفاءة إدارة المصرف أي بإمكانها إعطاء المزيد من القروض المصرفية ولكن بحذر شديد.

وتحسب بالعلاقة الآتية:

$$\text{نسبة التوظيف} = (\text{القروض والسلفيات} / \text{الودائع}) \times 100\%$$

3- الموجودات النقدية

إن المصارف تحفظ بالنقد لتجنب مخاطر التخلف عن السداد وتقليل مشاكل نقص السيولة عند طلبها وكذلك تكاليف العمليات اليومية، وتركز أغلب الأدبيات على هذه التكاليف باعتبارها السبب الرئيسي

¹ دلشاد حبيب جبار، حكمت رشيد سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 648.

وراء الاحتفاظ بالنقد والاستثمارات القابلة للتسويق (Moritzen&Schandlbuer, 2020:352)، ويتم حساب الموجودات النقدية كما في المعادلة الآتية¹:

الموجودات النقدية = نقد + استثمارات القصيرة الاجل/اجمالي الموجودات

ثانيا: العوامل المؤثرة في المرونة المالية

هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على المرونة المالية، والتي يمكن التعبير عنها في الآتي²:

1- فرص النمو:

ان فرص النمو تؤثر على المرونة المالية للشركة حيث تزداد قيمتها كلما كانت هناك فرص متوقعة للنمو وذلك بسبب كونها تتطلب تدفقات نقدية غير متوقعة، فالمرونة أكثر قيمة عندما تواجه الشركة فرص نمو مرتفع.

2- التكاليف الفعلية للموجودات النقدية:

التكاليف الفعلية للموجودات النقدية تتمثل في تحديد مقدار الضريبة التي يجب على المنظمة دفعها، وبالتالي تؤثر على المرونة المالية، حيث ان مقدار ارتفاع الضريبة يؤثر سلبا على تهيئة وضع مالي مرن للشركة والعكس صحيح.

3- إمكانية تحويل الموجودات:

يشير مؤشر السيولة الى إمكانية تحويل موجودات الشركة الى رأس مال نقدي بسرعة، اذ يتم تحديد سيولة المشروع من خلال منظورين هما مقدار الوقت اللازم لتحويل الموجودات الحالية الى أموال والقدرة على بيع الموجودات بسعر محدد.

4- تكلفة التمويل الخارجي:

¹ خاتم نوري كاكه حمه العطار، ألاء عزت جلال، مرجع سبق ذكره، ص 119.

² أ.م.د. عبد الله كاظم السعيد، زهراء ثائر شاكر، المرونة المالية وأثر معدل النمو المستدام في تعزيزها، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية- العراق، مجلة مركز دراسات الكوفة، العدد 65 ج 1، 2022، ص 246.

تشير كلفة التمويل الخارجي الى تكلفة التعويم حيث تؤثر على قيمة المرونة المالية، فكلما ازدادت كلفة التمويل الخارجي ازدادت قيمة المرونة المالية لان المرونة المالية تعني التمويل باقي التكاليف، أي بإمكان الشركة ان تستخدم بديل اخر.

المبحث الثالث: هياكل رأس المال المبتكرة ودورها في تحسين المرونة المالية

ظهرت هياكل رأس المال المبتكرة كخيار استراتيجي حديث، يتجاوز الأشكال التقليدية للتمويل، من خلال توظيف أدوات مالية جديدة تجمع بين الدين وحقوق الملكية (كالتمويل الهجين)، أو تفتح المجال لمصادر تمويل جماعية غير تقليدية (كالتمويل الجماعي). وتكمن أهمية هذه الهياكل في قدرتها على تعزيز المرونة المالية، من خلال توفير موارد تمويل مرنة، وتقليل الاعتماد على التمويل المكلف والمقيد، ما يمنح المؤسسة قدرة أكبر على امتصاص الصدمات والاستمرار في ظل الأزمات.

المطلب الأول: هياكل رأس المال المبتكرة

تعرف هياكل رأس المال المبتكرة على أنها تركيبة تمويلية غير تقليدية، تستخدم مزيج من الأدوات المالية المرنة والمتنوعة. وتشمل هذه الهياكل: التمويل الهجين، التمويل الجماعي، التمويل المؤسسات الناشئة، التمويل الاسلامي.

أولاً: التمويل الهجين

في الوقت الذي يوفر فيه رأس المال العادي والدين طويل الأجل القسم الأعظم من رأسمال الشركات توجد أشكال متعددة من الأدوات المالية الهجينة وتوصف بالهجينة لأنها تحمل بعض سمات الدين وبعض سمات رأس المال العادي، وهي أداة مبتكرة تصدرها الشركات تسمح لهم بالاستفادة من مزايا الدين وحقوق الملكية معاً، حيث انها تهدف الى توفير مرونة أكبر في هيكل رأس المال للشركات أو المشاريع وتعتبر حل بسيط يخفف من قيود التمويل التقليدي، ويستخدم غالباً لتحقيق التوازن بين المخاطر والعوائد، ومن شأن تلك الأوراق المالية أن توفر للمستثمرين ما يلي:

✓ دخل ثابت لعدة سنوات

✓ فرصة الحصول على أسهم رأس المال في الشركة في تاريخ محدد في المستقبل أو بعد حلول تاريخ محدد.

تتضمن الأوراق المالية الهجينة: الأسهم الممتازة، شهادات الاكتتاب، السندات القابلة للتحويل. كلا

مما يلي:

1- الأسهم الممتازة:

تعد الأسهم الممتازة أدوات مالية هجينة حيث تشبه السندات في بعض صفاتها وتشبه الأسهم العادية في صفاتها الأخرى. اعتاد المحاسبون على اعتبار الأسهم الممتازة شكلا خاصا من أشكال حقوق الملكية لذلك يظهر رأس المال الممتاز في غالب الأحيان ضمن قسم حقوق الملكية في الميزانية. أما من وجهة النظر المالية فتمثل الأسهم الممتازة حلا وسطا بين سندات الدين والأسهم العادية، فهي في العادة ذات تكلفة ثابتة ويؤدي استخدامها إلى ازدياد مستوى الرفع المالي، لكن عدم سداد حصصها النقدية في المقابل لا يقود إلى إفلاس الشركة. أضف إلى ذلك أن الحصص النقدية للأسهم الممتازة غير قابلة للتوزيع من الربح الخاضع للضريبة للشركة المصدرة مما يجعلها أعلى تكلفة من سندات الدين المساوية لها في معدل العائد المطلوب.

أ) الخصائص الأساسية للأسهم الممتازة:

➤ يحمل السهم الممتاز قيمة اسمية أو قيمة تصفية وتحدد حصته النقدية في شكل مبلغ معين أو كنسبة مئوية من القيمة الاسمية أو كليهما؛

➤ عند تحديد الحصة النقدية للسهم الممتاز عند مستوى ثابت تؤدي تغيرات معدل العائد المطلوب على السهم الممتاز إلى تغيرات مقابلة في السعر الجاري لذلك السهم؛

➤ لا يتوجب على الشركة المصدرة توزيع حصص نقدية على حملة الأسهم الممتازة إن لم تحقق أرباحا كافية؛

➤ لا تمنح الأسهم الممتازة حملتها في العادة حقوق التصويت، لكن يتاح لحملة تلك الأسهم في كثير من الأحيان انتخاب أقلية في مجلس الإدارة مقابل عدم توزيع الحصص النقدية المستحقة لهم، بل إن بعض الشركات تتيح لهم انتخاب أكثرية في مجلس الإدارة في مثل تلك الحالة؛

➤ لا يقود عدم توزيع الحصص النقدية على حملة الأسهم الممتازة إلى إفلاس الشركة؛

في المقابل تعد الأسهم الممتازة من وجهة نظر المستثمر أخطر من السندات للسببين التاليين:

- يلي حملة الأسهم الممتازة حملة السندات في سلسلة أصحاب الحقوق في التدفقات النقدية المتولدة عند تصفية الشركة؛
- يضمن حملة السندات في الأوقات الصعبة استمرار الحصول على عوائد الفائدة في وقت قد لا يحصل فيه حملة الأسهم الممتازة على أي شيء.
- نتيجة لذلك يطالب المستثمرون بمعدل عائد أعلى بعد الضريبة على الأسهم الممتازة منه على سندات الدين.
- تشبه بعض الأسهم الممتازة سندات الدين الأبدية من ناحية عدم وجود تاريخ استحقاق لها، غير أن معظم الأسهم التي تم إصدارها خلال السنوات الأخيرة تحمل تواريخ استحقاق محددة؛
- اخذ حوالي نصف الأسهم الممتازة التي تم إصدارها خلال السنوات القليلة الماضية شكل الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية؛
- تتركز ملكية الأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل بأيدي شركات مساهمة؛
- تتمتع سندات الدين من وجهة نظر الشركة المصدرة بميزة ضريبية على الأسهم الممتازة.

ب) أنواع أخرى للأسهم الممتازة:

توجد العديد من الأنواع لهذه الأسهم، نذكر منها نوعين:

الأسهم الممتازة القائمة الحصة النقدية:

- ترتبط الحصص النقدية للأسهم الممتازة قائمة الحصة النقدية بسعر الفائدة على سندات الخزينة، وقد اعتبر بأنه استثمار مثالي قصير الاجل للمستثمرين من الشركات لسببين:
- يخضع 30% فقط من الحصص النقدية لتلك الأسهم للضريبة على أرباح الشركات؛
 - تبقى ميزة تعويم الحصة النقدية على سعر السهر قريباً من قيمته الاسمية.
- رغم تعويم الحصص النقدية في ظل هذا النوع فإن أسعاره لا تزال عرضة للتقلب نتيجة للعاملين:
- التغيرات في المخاطر الملائمة للأسهم المصدرة أي تغير التصنيف الائتماني للجهات المصدرة لها؛
 - التغيرات التي تطرأ على أسعار الفائدة على سندات الخزينة فيما بين التواريخ المحددة لتعديل الحصص النقدية.

نتيجة لهذين العاملين تكون أسعار الأسهم الممتازة عائمة الحصص النقدية قليلة الاستقرار مما يدفع الكثير من المستثمرين من الشركات الى عدم ضمها الى محافظ الأصول السائلة التي يحملونها.

ت) أسهم سوق النقود الممتازة:

تعتبر أسهم سوق النقود الممتازة من وجهة نظر المستثمرين استثمارات مالية منخفضة المخاطر باجل استحقاق قدره سبعة أسابيع تتمتع بإعفاء كبير من الضرائب ويمكن تداولها خلال الفترة الواقعة بين مزادين بسعر قريب من قيمتها الاسمية.

أي انه إن لم يكن هنالك عدد كاف من المشترين لشراء الأسهم المعروضة رغم ارتفاع معدلات العائد، فستكون النتيجة فشل المزاد وهذا ما يحدث أحيانا.

ث) مزايا ومساوئ الأسهم الممتازة:

تنتم الأسهم الممتازة بعدد من المزايا والمساوئ، وسنتطرق الى أبرز هذه المزايا والمساوئ التالية:

• المزايا:

تتميز الأسهم الممتازة بما يلي:

- ✓ لا تفرض الأسهم الممتازة كما سندات، التزاما ثابتا بتوزيع الحصص النقدية على حملتها إذ لا يؤدي عدم توزيع تلك الحصص إلى إفلاس الشركة؛
- ✓ تتجنب الشركة من خلال إصدار الأسهم الممتازة عملية نقل قسم من القيمة من حملة الأسهم العادية الحاليين الى آخرين جدد نتيجة إصدار أسهم عادية جديدة؛
- ✓ لا يكون للأسهم الممتازة في بعض الأحيان آجال استحقاق محددة، وحتى إن كان لها مثل هذه الآجال فإنها تكون طويلة نوعا ما، هذا ما يؤدي الى تقليل التدفقات النقدية الخارجة المقترنة باستهلاك الأسهم الممتازة مقارنة بتلك اللازمة لاستهلاك سندات الدين.

• المساوئ:

تنتم الأسهم الممتازة بالسلبيتين التاليتين:

- ✓ لا يمكن تنزيل الحصص النقدية للأسهم الممتازة من الربح الخاضع للضريبة، وهذا ما يجعل تكلفة الأسهم الممتازة بعد الضريبة أعلى من تكلفة الدين بعد الضريبة؛

✓ رغم ان بوسع الشركات عدم توزيع حصص نقدية على حملة الأسهم الممتازة، فإن المستثمرين ينتظرون توزيع هذه الحصص كما تتجه نية الشركات المصدرة نحو توزيع تلك الحصص إن سمحت لها الظروف بذلك.

2- شهادات الاكتتاب:

هي وثيقة تصدرها إحدى الشركات تعطي حاملها الحق بشراء عدد محدد من أسهم الشركة بسعر محدد وذلك ضمن فترة معينة من الزمن، تصدر شهادات الاكتتاب في العموم بالتوازي مع سندات الدين وينتظر منها أن تحفز المستثمرين على شراء سندات الدين بسعر فائدة أقل من ذلك الواجب دفعه على تلك السندات، حيث أنها تمثل خيارات شراء طويلة الأجل لها قيمتها لأنها تتيح لحملة السندات شراء أسهم الشركة بسعر ممارسة ثابت بغض النظر عن سعر السهم في السوق. تعوض قيمة الخيارات المتاحة لحملة السندات سعر الفائدة المنخفض على سندات الدين ذاتها.

أ) استخدام شهادات الاكتتاب في التمويل:

تستخدم شهادات الاكتتاب في العموم من قبل الشركات الصغيرة سريعة النمو كمحفزات للمستثمرين للاكتتاب على سندات الدين والأسهم الممتازة التي تقوم بإصدارها. إذ يعتبر المستثمرون هذه الشركات مرتفعة المخاطر ما يجعلها غير قادرة على إصدار سندات الدين إلا بأسعار فائدة مرتفعة وبشروط قاسية مرفقة. ويمكن الحصول على شهادات الاكتتاب المستثمرين من مشاركة الشركة نموها بافتراض أن الشركة ستتم وتزدهر فعليا، لهذا السبب بيدي هؤلاء استعدادهم لقبول أسعار فائدة أدنى وشروط أقل تقييدا لحرية الشركة.

يستخدم سند الدين المرفق بشهادات اكتتاب بعضا من سمات الدين وبعضا من سمات رأس المال العادي، فهو أداة مالية هجينة تتيح للمدير المالي فرصة توسيع مزيج الأوراق المالية المتاحة أمام الشركة وبالتالي الوصول الى طيف أوسع من المستثمرين.

وهناك في العموم ثلاث حالات تدفع حملة شهادات الاكتتاب الى ممارسة حقوقهم وهي:

✓ سيقوم حملة شهادات الاكتتاب بممارسة حقوقهم بالتأكيد إذا اقترب موعد انتهاء صلاحيتها وكان السعر الجاري لسهم الشركة أعلى من سعر الممارسة؛

✓ سيقوم حملة شهادات الاكتتاب بممارسة حقوقهم طوعية إذا عمدت الشركة إلى زيادة الحصص النقدية الموزعة على حملة أسهمها العادية بدرجة كافية؛

✓ تحمل شهادات الاكتتاب في بعض الأحيان أسعار ممارسة متزايدة تدفع حملتها إلى الاستفادة منها.

3- الأوراق المالية القابلة للتحويل:

الأوراق المالية القابلة للتحويل هي سندات دين أو أسهم ممتازة يمكن في ظل ظروف محددة تحويلها إلى أسهم عادية باختيار حملتها. على عكس ممارسة الحقوق التي تتضمنها شهادات الاكتتاب، لا تحصل الشركة عند تحويل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم على أي تمويل إضافي ن وكل ما يحصل هو نقل قسم من أحد رصيدي القروض طويلة الأجل أو رأس المال الممتاز إلى رصيد رأس المال العادي. يؤدي تخفيض الدين و/ أو رأس المال الممتاز إلى تحسين الملاءة المالية للشركة ويجعلها في وضع أفضل للحصول على رؤوس أموال إضافية.

(أ) نسبة التحويل وسعر التحويل:

تعد نسبة التحويل أحد أهم البنود المحددة في عقود السندات القابلة للتحويل، وتعرف بأنها عدد الأسهم العادية التي سيحصل عليها حامل السند القابل للتحويل نتيجة عملية التحويل بدوره يمثل سعر التحويل P مفهوماً آخر يرتبط بنسبة التحويل ويقصد به السعر الفعلي الذي يدفعه المستثمرون لقاء السهم العادي للشركة خلال عملية التحويل

يمكن حساب سعر التحويل باستخدام المعادلة التالية

$$P_T = V_B / CR$$

حيث أن: (V_B تمثل القيمة الاسمية للسند القابل للتحويل)

وبإعادة الترتيب حدود المعادلة السابقة نحصل على معادلة حساب نسبة التحويل كما يلي:

$$CR = V_B / P_T$$

يمثل بند حماية قيمة السندات القابلة للتحويل-الذي يقي حملة تلك السندات من الانخفاض في قيمتها نتيجة تقسيم الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية أو بيع أسهم عادية جديدة بسعر يقل عن سعر التحويل-عاملاً آخر يتسبب في تغيير سعر التحويل ونسبة التحويل.

ويمكن لبند الحماية من ضياع القيمة الناتج عن إصدار أسهم عادية جديدة بسعر يقل عن سعر التحويل أن يوقع الشركة في مشاكل كبيرة.

ب) استخدام السندات القابلة للتحويل في التمويل

تحمل السندات القابلة للتحويل ميزتين مهمتين من وجهة نظر الجهة المصدرة:

- ✓ تتيح السندات القابلة للتحويل كما السندات المرفقة بشهادات اكتتاب الفرصة للشركة في إصدار سندات الدين بسعر فائدة أقل (وكذلك إصدار الأسهم الممتازة بحصص نقدية أقل) مقابل منح حملة السندات الفرصة في الاستفادة من نجاح الشركة إن تحقق.
- ✓ توفر السندات القابلة للتحويل طريقة لبيع الأسهم العادية بأسعار أعلى من تلك السائدة حالياً. ترغب بعض الشركات فعلياً بإصدار أسهم عادية لا سندات دين ولكنها تشعر بأن سعر سهمها أقل مما يجب أن يكون عليه لأسباب طارئة.

تحمل السندات القابلة للتحويل من وجهة نظر الجهات المصدرة لها ثلاث سلبيات هامة هي:

- ✓ يتيح استخدام السندات القابلة للتحويل للشركة فرصة بيع أسهمها بسعر يفوق سعرها الجاري في السوق. لكن سعر السهم يرتفع بدرجة كبيرة تجعل الشركة في حالة أفضل لو أنها استخدمت الدين العادي رغم تكلفته الأعلى لتقوم بعد ذلك ببيع أسهم عادية جديدة واستخدام حصيلتها في سداد ذلك الدين.
- ✓ يكون سعر فائدة الكوبون على السندات القابلة للتحويل منخفضاً، لكن ميزة انخفاض تكلفة الدين تذهب أدراج الرياح عندما يتم تحويل السندات.
- ✓ إذا كانت غاية الشركة من إصدار السندات القابلة للتحويل تتمثل في تكوين رأسمال عادي إضافي في المستقبل ولم يحقق سعر سهم الشركة الارتفاع المتوقع له فلن تتم عملية التحويل وستجد الشركة نفسها أمام دين ثابت التكلفة مقابل أرباح منخفضة مما قد يتسبب لها بكوارث مالية.

ت) السندات القابلة للتحويل وتكاليف الوكالة:

تمثل عملية إحلال الأصول مصدراً من مصادر التضارب بين مصالح حملة الأسهم ومصالح حملة الدين وهذا ما يدعي باستراتيجية استدرج ثم اطعن. لتوضيح المقصود بهذه الاستراتيجية نفترض أن استثمارات

إحدى الشركات كانت تتركز في المشاريع منخفضة المخاطر، وإنها تمكنت نتيجة لذلك من إصدار سندات دين بسعر فائدة منخفض نسبياً.

عن السندات القابلة للتحويل تعتبر خياراً منطقياً في حالتين:

- ✓ إذا كانت الشركة ترغب بتمويل استثماراتها باستخدام الدين الاعتيادي وكان المقرضون يتخوفون من أن تستخدم أموالهم في مشاريع تؤدي على زيادة مستوى المخاطر في الشركة.
- ✓ إذا كانت الشركة ترغب بإصدار أسهم عادية جديدة وكانت تعتقد أن السوق ستتلقى إصدار الأسهم الجديدة كإشارة سلبية عن الملامح المستقبلية للشركة.

4- مقارنة بين شهادات الاكتتاب والسندات القابلة للتحويل:

يمكن النظر إلى سندات الدين القابلة للتحويل على أنها سندات دين اعتيادية مرفقة بشهادات اكتتاب غير قابلة للفصل عنها، لكن بنظرة أكثر تعمقاً سنكتشف مجموعة من الفوارق الهامة بينهما¹.

- تؤدي ممارسة حملة شهادات الاكتتاب لحقوقهم إلى تكوين رأسمال عادي إضافي في حين يقترن تحويل سندات الدين القابلة للتحويل بعملية نقل بين حساب وآخر في السجلات المحاسبية
- تمثل المرونة وجهاً آخر للاختلاف بين شكلي الأدوات المالية آنفي الذكر. إذ تتضمن سندات الدين القابلة للتحويل في غالبيتها شروط استدعاء تسمح للمصدر باستهلاك السندات أو إجبار حملتها على تحويلها وذلك اعتماداً على شكل العلاقة بين سعر التحويل وسعر الاستدعاء.
- تختلف آجال الاستحقاق بين شهادات الاكتتاب وسندات الدين القابلة للتحويل، حيث تكون فترة صلاحية شهادات الاكتتاب أقصر في العموم من آجال استحقاق سندات الدين القابل للتحويل.
- تكون الزيادة المستقبلية المتوقعة في عدد الأسهم العادية للشركة أقل في حالة سندات الدين المرفقة بشهادات اكتتاب منها في حالة سندات الدين القابلة للتحويل. إذ يمكن لحملة سندات الدين القابلة للتحويل تحويل كامل القيمة التي تدين بها الشركة لهم إلى أسهم عادية في حين يمكن للمستثمرين ممارسة الحقوق التي تخولهم إياها شهادات الاكتتاب فقط لتبقى سندات الدين الأساسية المرفقة بها قائمة بحد ذاتها.

➤ هنالك اختلاف واضح في تكاليف الإصدار بين سندات الدين المرفقة بشهادات اكتتاب وسندات الدين القابلة للتحويل، حيث يتطلب إصدار سندات الدين المرفقة بشهادات اكتتاب مصاريف تفوق مصاريف إصدار السندات القابلة للتحويل بحوالي 1.2 نقطة مئوية.

5- ربح السهم في حال وجود شهادات اكتتاب أو سندات قابلة للتحويل:

في حال وجود شهادات اكتتاب أو سندات قابلة للتحويل تحديد الربح المعلن للسهم بإحدى ثلاث طرق:

- ✓ **ربح السهم الأساسي:** ويحسب بقسمة الأرباح المتاحة على متوسط عدد الأسهم خلال الفترة
- ✓ **ربح السهم الأولي:** ويحسب بقسمة الأرباح المتاحة على متوسط عدد الأسهم مفترضين أن حملة شهادات الاكتتاب والسندات القابلة للتحويل التي يحتمل أن تؤدي إلى ظهور أسهم عادية جديدة في المستقبل القريب حصلوا على الأسهم فعلا.
- ✓ **ربح السهم المنخفض:** ويحسب بقسمة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية على متوسط عدد الأسهم خلال الفترة مفترضين ممارسة كافة حملة شهادات الاكتتاب لحقوقهم وتحويل كافة حملة السندات القابلة للتحويل لسنداتهم إلى أسهم بغض النظر عن احتمالات تحقق ذلك.

ثانيا: التمويل الجماعي

التمويل الجماعي هو تقنية توفر الدعم المالي من خلال منصات التمويل الجماعي عبر شبكة الانترنت لأصحاب المشاريع والأفكار الذين يقدمون طلبا بتمويل مشاريعهم ومؤسساتهم الناشئة¹، وتتيح لأصحاب الأفكار المختلفة عرض أفكارهم على الجمهور، وتسويقها بطرق إعلامية متعددة. للحصول على موافقة الجمهور في تمويل هذه الأفكار والمشاريع وتنفيذها في الواقع.

وهو عبارة عن طريقة لجمع رأس المال من خلال الجهود الجماعية التي يبذلها الأصدقاء، العائلة، العملاء وغيرهم من المستثمرين، وتدخل هذه المقاربة في الجهود الجماعية لعدد كبير من الأفراد على الانترنت عبر وسائل التواصل الاجتماعي ومنصات التمويل الجماعي وزيادة فعالية شبكاتها لتحقيق وصول أكبر وزيادة في الأنفاق².

¹ عبد الباقي حرز الله، مسعودة توامدية، منصات التمويل الجماعي كآلية لدعم ومراقبة المؤسسات الناشئة" مع الإشارة لبعض منصات التمويل الجماعي"، الملتقى الدولي، جامعة ابن خلدون-تيارت، 2024، ص 4.

² بن قيدة مروان، التكنولوجيا المالية الابتكارات والحلول الرقمية، كتاب جماعي، مخبر التنمية المحلية المستدامة، الجزائر، 2021، ص 177.

1- أنواع التمويل الجماعي:

توجد أربع أنواع رئيسية من التمويل الجماعي التي توفرها منصات التمويل الجماعي حيث تظهر فيها العلاقة بين صاحب المشروع ومزود الخدمة والمستثمر وهي كالآتي¹:

(أ) **التمويل الجماعي القائم على الإقراض نظير لنظير:** وهو الإقراض بين الأفراد حيث يتم تقديم التمويل اللازم للمشروع أو الشركة الناشئة أو صغيرة الحجم على أن يتم استرجاعه لاحقاً بفائدة متفق عليها، يشبه في خصائصه القرض التقليدي الذي يقدمه البنك إلا أنه يتم تحصيله من العديد من المستثمرين؛

(ب) **التمويل الجماعي القائم على المكافآت:** يتبرع الأفراد لمشروع تجاري بتوقعات الحصول على مكافأة غير مالية مثل الحصول على السلع أو الخدمات في مرحلة لاحقة مقابل مساهمتهم؛

(ت) **التمويل الجماعي القائم على التبرعات:** يتبرع الأفراد بمبالغ صغيرة لتحقيق الهدف التمويلي الأكبر لمشروع خيري معين بينما لا يتلقون أي عائد مالي أو مادي؛

(ث) **التمويل القائم على المساهمة:**

المشاركة في رأس المال: بيع حصة من الشركة للمستثمرين مقابل الاستثمار فيها، الفكرة مشابهة لكيفية شراء الأسهم العادية أو بيعها في البورصة أو رأس المال الاستثماري؛

المشاركة في الأرباح-المشاركة في الإيرادات: يمكن للشركات مشاركة الأرباح أو الإيرادات المستقبلية مع الجمهور مقابل التمويل الحالي.

(ج) أنواع فرعية وهجينة:

➤ **السندات الدينية:** يستثمر الأفراد في سندات الدين الصادرة عن الشركة

➤ **المنصات الهجينة:** تقدم النماذج الهجينة لأصحاب المشاريع الفرصة في الحصول على التمويل عن طريق العديد من أنواع التمويل الجماعي.

2- إيجابيات وسلبيات التمويل الجماعي:

يحمل التمويل الجماعي مجموعة من الإيجابيات والسلبيات التي ينبغي أخذها بعين الاعتبار²:

¹ أسماء دراجي، نور الهدى دحماني، منصات التمويل الجماعي الأخضر كآلية مبتكرة لتمويل الاستثمارات الخضراء وتحقيق الاستدامة-دراسة تحليلية للمنصة الأوروبية LITA.CO، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد 08/ العدد: 02، الجزائر، 2024، ص ص 288-289.

² عبد الباقي حرز الله، مسعودة توامدية، مرجع سبق ذكره، ص 6.

أ) الإيجابيات:

- ✓ من أهم الإيجابيات التي يضيفها التمويل الجماعي لطالبي التمويل:
- ✓ الحصول على الانتشار من خلال اهتمام شبكات التواصل الاجتماعي؛
- ✓ تقليل المخاطر من هم في أول الطريق؛
- ✓ التعرف على بعض الأفكار التي ربما تزيد من قوة المشروع وقدرته على المنافسة في السوق.

ب) السلبيات:

ومن أهم السلبيات فهي:

- ✓ استهلاك وقت أكثر من اللازم لجمع التمويل؛
- ✓ أحيانا لا تستطيع الحصول على التمويل المطلوب؛
- ✓ الجهد المضاعف لإقناع رواد منصات التمويل بالمشروع أو الفكرة؛
- ✓ سرقة الأفكار ونشرها عبر الانترنت إذا لم تكن مسجلة في جهة رسمية حكومية.

3- العوامل الرئيسية لنجاح التمويل الجماعي لأصحاب المشاريع والمؤسسات الناشئة:

يبحث أصحاب المشاريع والمؤسسات الناشئة عن مصادر تمويلية من مختلف الجهات من بينها منصات التمويل الجماعي التي تعد وسيلة ميسرة يلجؤون إليها من أجل الحصول على الدعم المالي، ولأجل ذلك وجب القيام ب¹:

أ) **عرض تقديمي مقنع:** يجب أن يكون بسيطاً في محتواه يعرف بالمبادر ومكانه وما هو التغيير المنتظر من مشروعه أو منتجه؟. يحدد المشكلة، ويقدر حلاً يستهدف فهم الجمهور لمشكلته ومن ثم يحدد حجم السوق؛

ب) **المجتمع:** يصعب إنشاء مجتمع يدافع عن مشروعك لأصحاب المصلحة في المجتمع بهم دور مهم في التمويل الجماعي، فيعدون المصدر الأساسي للتمويل؛

ت) **بناء جمهور:** يصعب تكوين جمهور لذا يجب تقسيمه الى ثلاثة مجموعات تختلف في الغرض اتجاه المشروع المراد تمويله عبر منصات التمويل الجماعي وهم:

¹ نفس المرجع السابق، ص 8-9

❖ **الأصدقاء والمتابعون:** هم أفراد ومجموعات لهم اتصال مع حملة المشاريع وأصحاب المؤسسات الناشئة يمكن الحصول عليهم عن طريق (القوائم البريدية، قوائم جهات الاتصال، المتطوعين، العملاء، متابعي وسائل التواصل الاجتماعي

❖ **المتواصلون:** هم أفراد أو مجموعات تساعد في إيصال رسالة الحملة الى شبكة جديدة من خلال وسائل الاعلام؛

❖ **المؤثرون:** هم أجزاء مهمة جدا من الجمهور لحملة التمويل الجماعي، فالمؤثر هو شخص له وزن أو تأثير أو ثقة في قطاع أو موضوع يمكنهم تشجيع الآخرين الذين ليس لديهم فكرة عن المشروع إلى الثقة في مشروع والاهتمام به.

(ث) **اختيار منصة التمويل الجماعي الصحيحة:** يجب البحث عن منصة ملائمة تدعم أهداف المشروع؛
(ج) **تمكين المتبرعين بأدوات وأفكار مفيدة:** من خلال إظهار حجم تبرعاتهم والفرق الذي أحدث مما يجعلهم يقودون حملة تشجيعية يستهدفون فيها أصدقاءهم وعائلاتهم من أجل انضمامهم إلى المجتمع وتقديم التبرعات؛

(ح) **استراتيجية وسائل التواصل الاجتماعي:** يجب بناء خطة تسويقية على وسائل التواصل الاجتماعي فهي ذات تكلف بسيطة للعثور على مانحين جدد وزيادة إبرازها للجمهور من خلال المواقع المختلفة، كما يجب اختيار قناتي تواصل اجتماعي أو ثلاث من المرجح أن يكون السوق المستهدف موجودا بها.

ثالث: تمويل المؤسسات الناشئة

المؤسسات الناشئة عبارة عن مؤسسات جديدة مبدعة ذات أفكار ابتكارية تسعى الى تقديم خدمة أو منتج مبتكر كليا في ظل ظروف يسودها عدم اليقين، ولها القابلية للنمو والتوسع بشكل رهيب¹.

1- خصائص المؤسسات الناشئة:

للمؤسسات الناشئة مجموعة من خصائص التي تنفرد بها وتجعلها مميزة عن باقي المؤسسات التقليدية الأخرى².

¹ عباسي طلال، بركان عماد، رأس المال المخاطر صناعة مثلى لتمويل المؤسسات الناشئة: دراسة حالة منطقة الشرق الأوسط والجزائر، الملتقى الوطني الافتراضي بتقنية التحاضر عن بعد، خنشلة -الجزائر، 2022، ص 2.

² نفس المرجع السابق، ص 2.

- **مؤسسات حديثة العهد:** تتميز بكونها شركات شابة يافعة وأمامها خياران أما التطور والتحول الى شركات ناجحة أو إغلاق أبوابها وإعلان الخسارة؛
- **مؤسسات أمامها فرصة للنمو التدريجي والمتزايد:** هي احدى السمات التي تحدد معنى الشركة الناشئة هي إمكانية نموها السريع وتوليد إيراد أسرع بكثير من التكاليف التي تتطلبها للعمل؛
- **مؤسسات تتعلق بالتكنولوجيا وتعتمد بشكل رئيسي عليها:** تتميز بأنها شركة تقوم بأعمالها التجارية على أفكار رائدة واشباع لحاجات السوق بطريقة ذكية وعصرية، كما يعتمد مؤسسو الشركات الناشئة على التكنولوجيا للنمو والتقدم والعثور على التمويل من خلال المنصات على الإنترنت ومن خلال الفوز بمساعدة ودعم من قبل حاضنات الأعمال؛
- **مؤسسات تتطلب تكاليف منخفضة:** شركة تتطلب تكاليف صغيرة جدا بالمقارنة مع الأرباح التي تحصل عليها وعادة ما تأتي هذه الأرباح بشكل سريع وفجائي بعض الشيء.

2- أهداف المؤسسات الناشئة:

تهدف الى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها¹:

- ✓ ترقية روح المبادرة الفردية والجماعية باستحداث أنشطة اقتصادية سلعية أو خدمية لم تكن موجودة من قبل، وكذا إحياء أنشطة اقتصادية تم التخلي عنها لأي سبب (إعادة تنشيط الصناعات التقليدية)؛
- ✓ أداة فعالة لتوطن الأنشطة في المناطق النائية مما يجعلها أداة هامة لترقية تنمية الثورة المحلية وإحدى وسائل الاندماج والتكامل بين المناطق؛
- ✓ حلقة وصل في النسيج الاقتصادي من خلال مجمل العلاقات التي تربطها بباقي المؤسسات المحيطة والمتفاعلة معها، والتي تترك في استخدام ذات المدخلات؛
- ✓ تمكين فئات عديدة تمتلك الأفكار الاستثمارية ولكنها لا تملك القدرة المالية والإدارية على تحويل هذه الأفكار الى مشاريع واقعية؛
- ✓ استحداث فرص عمل جديدة سواء بصورة مباشرة وكذا بالنسبة لمستحدثي المؤسسات أو بصورة غير مباشرة عن طريق استخدامهم لأشخاص آخرين.

¹ خديجة عرقوب، دور شركات التكنولوجيا المالية الإسلامية في دعم المؤسسات الناشئة-دراسة حالة منصة Qardus في المملكة المتحدة-، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 11-العدد: 02/ عدد خاص - الجزء 02، سكيكدة-الجزائر، 2023، ص 188-189.

3- أنواع مصادر تمويل المؤسسات الناشئة:

أنواع المصادر المتاحة لتمويل المؤسسات الناشئة كما يلي¹:

أ) مصادر التمويل التقليدية:

يعتبر من المصادر الأساسية لتمويل المؤسسات الناشئة، خاصة في مراحل بداياتها. يميل مؤسس المشروع في العادة الى الاعتماد على موارد رأس المال الخاصة من خلال استخدام مدخراته الشخصية (التمويل الذاتي)، أو من خلال الاقتراض من الأقارب والأصدقاء، وحتى من مصادر الائتمان التجارية المتنوعة.

- **الاقتراض من البنوك التجارية:** يعد أحد الوسائل الرئيسية لتمويل المؤسسات الناشئة ودعم أنشطتها ونموها. تمثل هذه البنوك مصدرا هاما للتمويل، حيث توفر خيارات متنوعة من القروض وحلول التمويل المالي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة. تعتبر البنوك التجارية من أهم المؤسسات المالية التي تقدم الخدمات المالية للشركات الناشئة، وتقدم تلك القروض بشروط متنوعة وفقا لاحتياجات كل مشروع.

- **الاقتراض من البنوك الإسلامية:** يعتبر خيارا مهما للمؤسسات الناشئة التي تفضل الالتزام بالمبادئ والأسس الشرعية في عمليات التمويل. تتميز البنوك الإسلامية بأنها تعتمد نمودجا ماليا مبنيا على مفاهيم الشريعة الإسلامية، وتقدم خدمات التمويل بطرق تتفق مع مبادئ الحلال والحرام.

ب) مصادر التمويل المستحدثة:

ان الدعم والتمويل المقدم للمؤسسات الناشئة يعتبر أمرا حيويا. نظرا للتحديات التي تواجه هذه المؤسسات والتي قد تكون صعبة للغاية في الحصول على التمويل من مصادر تقليدية محدودة. فقد تم تطوير صيغ جديدة وأكثر مرونة وملاءمة لها.

- **حاضنات الأعمال:** تمثل مركزا حيويا وداعما أساسيا للمشاريع الناشئة والشركات الصغيرة والمتوسطة. تعد هذه الهيئات أماكن توفر الدعم والبنية التحتية اللازمة لتمكين رواد الأعمال ومبتكري الفكرة من تطوير أفكارهم وتحويلها الى مشاريع ناجحة.

¹ قدواري فاطمة الزهراء، نوي أحمد، فهم الإطار القانوني الجزائري لتمويل الشركات الناشئة: دراسة حالة صندوق الدعم والتطوير لنمو المشاريع الريادية، الملتقى الوطني، باتنة-الجزائر، 2023، ص 9-16.

- شركات رأس المال المخاطر: تمثل عمودا فقريا في دعم المؤسسات الناشئة والمشاريع الابتكارية التي تحمل مخاطر عالية وتتطلب تمويلا مختلفا عن الشكل التقليدي. هذه الشركات تهدف الى استثمار الأموال في المشاريع التي لديها إمكانية للنمو والتوسع والتي تكون عادة في مراحلها المبكرة.

رابعاً: التمويل الإسلامي

هو توفير الأموال للأفراد أو المؤسسات بغية الانتفاع بها وتحقيق الأرباح شريطة قسمة هذه الأرباح بين صاحب التمويل والشخص أو المؤسسة المستفيدة من هذا التمويل والمتفق عنها مسبقاً¹.

1- معايير التمويل الإسلامي:

يمكن تقسيمها الى مجموعتين هما²:

المعايير المادية: يتم تطبيقها في ضوء المعايير الشرعية مما يعني أن نجاح المشروع من المنظور المادي لا يتحقق إن لم يكن بالمقاييس الشرعية (الربحية، السيولة، الأمان).

المعايير الشرعية: تعتبر هذه المعايير الفاصل في قبول ورفض الاستثمار من طرف البنك الإسلامي:

- ✓ أن يكون الهدف من المشروع مقبولا شرعا وألا يكون فيه ضرر للمسلمين أكثر من نفعه لهم؛
- ✓ عدم استخدام الأدوات أو الأساليب المحرمة شرعا في المشروع. وألا تكون مدخلات ومخرجات المشروع محرمة شرعا؛
- ✓ ألا يكون الاستثمار ممنوع شرعا مثل ما يعرف بالهامش أو الدخول في أسواق العملات الآجلة.

2- آليات وصيغ التمويل الإسلامي:

(أ) أساليب المشاركة:

تتمثل في المضاربة، المشاركة، المزارعة، المساقاة، المغارسة³:

صيغة المضاربة: هي من صيغ التمويلية الاستثمارية التي تمثل أهمية كبيرة في أدوات نظام التمويل الإسلامي تقوم فكرتها على اتحاد مال من جانب وعمل من جانب آخر بقصد الاسترباح وتنمية الأموال؛

¹ بلال سباع، سامية عمر عبدة، أعمال المؤتمر العلمي الدولي: الهندسة الإدارية للمؤسسات المالية لتعزيز الشمول المالي كخيار لتحقيق التنمية المستدامة-الجزء 03، مخبر التنمية المكانية وتطوير المقاولاتية، الجزائر، 2021، ص 213.

² نفس المرجع السابق، ص 214.

³ نفس المرجع السابق، 215-216.

صيغة المشاركة: هي عقد يشترك فيه شخصين أو أكثر في الأموال المشتركة بينهما في الأعمال الزراعية أو التجارية أو الصناعية، ويكون توزيع الأرباح فيما بينهم حسب نسب معلومة من الربح؛

صيغة المزارعة: يقصد بها مشاركة بين طرفين أحدهما يقوم بتوفير الأرض والآخر يزرعها والنتائج منصفة بين صاحب الأرض ومن زرعها؛

صيغة المساقاة: لا يبعد المعنى اللغوي عن اصطلاح الفقهاء، فالمساقاة عندهم هي دفع الشجر الى من يصلحه بجزء معلوم من ثمره، أي أن يدفع الرجل الأشجار لمن يخدمها وتكون غلتها بينهما؛

المغارسة: هي عقد يكون من نتيجته الاشتراك ليس بالثمر أو المنتجات الزراعية وحدها بل وملكية الأرض أيضاً، فهو عقد يكون بين مالك أرض بور غير مزروعة وتحتاج الى استصلاح فيها من أجل إدخالها في حيز الاستعمال الاقتصادي.

(ب) أساليب البيوع:

المراوحة: هو بيع بهامش ربح محدد يلتزم فيه البائع أمانة بالإفصاح للمشتري عن سعر شراء الأصل، ولا يشمل بيع الأصول النقدية مثل الديون. وقد يكون التعاقد على أساس دفع الثمن فوراً أو مؤجلاً¹؛

صيغة السلم: هو عقد بيع يتعهد بموجبه البائع تسليم سلعة ذات مواصفات محددة للمشتري في موعد متفق عليه في المستقبل مقابل ثمن معجل مدفوع بالكامل؛

الاستصناع: هو اتفاق تعاقد بين مستصنع والصانع لإنتاج سلع بأوصاف وأسعار محددة، تصنع بخبرات الصانع ومواده، وتباع على المستصنع. أما إذا كانت المواد من المستصنع، فيعد العقد عقد إيجار حينئذ.

(ت) خدمات التمويل الإسلامي:

الصكوك: هي أداة استثمارية تصدرها هيئات مالية إسلامية متساوية القيمة على أساس المضاربة لنشاط معين استثماري، حسب شروط معينة عند إصدارها أو استخدامها للاكتتاب مشاركين في ذلك الربح أو الخسارة على السواء وتتميز بأجل متفاوتة وبقدرة مختلفة على التداول²؛

¹ كرسى سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، النظام المالي الإسلامي: المبادئ والممارسات، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1435هـ، ص 245-252.

² بلال سباع، سامية عمر عبدة، مرجع سبق ذكره، ص 218.

صناديق الاستثمار: تعتبر أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صكوك استثمارية ويعهد بإدارتها الى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها وفقا لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الاتفاق وبحكم كافة معاملاتها أحكام شرعية، وتتنوع هذه الصناديق الى صناديق الأسهم الإسلامية، صناديق السلع، صناديق المراقبة، صناديق السلم وصناديق التأجير؛

التأمين التعاوني: هو اتفاق بين مجموعة من الأشخاص على تحمل خطر والأضرار المحتملة من خلال انشاء حساب غير هادف للربح له ذمة مالية تجمع فيه الأقساط والايرادات وتصرف منه الاستحقاقات من تعويضات ومصروفات.

المطلب الثاني: دور الهياكل في تحسين المرونة المالية

فعالية الهياكل لا تكمن فقط في تنظيم العمليات، بل تتجاوز ذلك لتكون أداة لتعزيز المرونة المالية، عبر تمكين المؤسسة من تبني نماذج تمويل أكثر تنوعاً، مثلما سيتم الطق إليه في هذا المطلب.

أولاً: دور التمويل الهجين:

- تجمع بين خصائص الدين والملكية تعتبر حل وسيط بينهما مما يسمح للمؤسسة بالاستفادة من مزايا كل منهما دون تحمل المخاطر، تحقيق توازن مالي يمنح المؤسسة هامش مرونة في إدارة السيولة عند الأزمات أو انخفاض الأرباح وتحسين مظهرها المالي أمام الممولين والمستثمرين؛
- تؤدي شهادات الاكتتاب إلى خفض تكلفة الاقتراض، وتمنح للمستثمرين خياراً طويلاً للأجل للشراء بسعر ثابت، ما يعزز الثقة المالية ويزيد الإقبال على تمويل الشركة، ويمكنها من الحصول على تمويل بشروط أقل صرامة ومرونة أكبر في إدارة التزاماتها للملاءة؛
- الأوراق المالية القابلة للتحويل تؤدي إلى انخفاض الدين أو الالتزامات المالية الثابتة، ما يحسن الملاءة المالية للشركة وتصبح في وضع مالي أقوى يمكنها من الحصول على رؤوس أموال إضافية بشروط أفضل في المستقبل؛
- تحسين المرونة المالية عبر تخفيف أعباء الفائدة، وتوسيع خيارات التمويل دون ضغط مباشر على السيولة وتعزيز قدرة المؤسسة على التوسع أو مقاومة الأزمات المالية.

ثانياً: دور التمويل الجماعي:

- جمع رأس المال من خلال جهود الجماعة عبر وسائل التواصل الاجتماعي ويتم تسويقها بطرق إعلامية متعددة كما أنها تستفيد من فعالية شبكات التواصل ومنصات الانترنت لزيارة الانتشار وتوسيع قاعدة التمويل؛
- يوفر للمؤسسات فرصة للحصول على تمويل مرّن سريع وبدون متطلبات تمويل تقليدية حيث يسهم في تحسين مرونتها المالية، وزيادة قدرتها على الاستجابة السريعة للفرص وتحديات دون الاعتماد الكامل على القروض أو رأس المال التقليدي.

ثالثا: دور تمويل المؤسسات الناشئة:

- تسهم في دعم الاعمال الجديدة وتمكينها من تحقيق الاستقرار والنمو في مختلف القطاعات الاقتصادية؛
- تحقيق التمويل الملائم بعد عامل حاسم في بناء الأساس المالي للمؤسسات الناشئة ودعمها في مراحل نموها المختلفة مما يساهم في تعزيز فرصها وتحقيق رؤيتها في سوق الأعمال
- الاقتراض من البنوك التجارية يساهم في الأنشطة التشغيلية، وتوسيع قدرات المؤسسة، وتعزيز فرص نموها في السوق. مما يجعله أداة تمويل مهمة لتحسين الاستقرار المالي ورفع مستوى المرونة المالية لدى المؤسسات الناشئة خاصة في بيئات الأعمال التنافسية؛
- يعزز التمويل الإسلامي من قدرة هذه المؤسسات على التمويل بطريقة تتماشى مع قناعاتها القيمية والاجتماعية، مما يمنحها ثقة واستقرار معنوي ومالي أكبر. كما أنه يعتبر أداة فعالة لتحقيق المرونة للمؤسسات الناشئة من خلا تقديم تمويل شرعي متنوع؛
- تساهم حاضنات الأعمال في التقليل من المخاطر المالية والإدارية التي تواجه رواد الأعمال، مما يحسن المرونة المالية والتنظيمية للمؤسسات الناشئة من خلال توفير بيئة داعمة تتكفل بجزء من التكاليف وترشد المشروع نحو الاستدامة؛
- يعتبر من أهم دعائم المرونة المالية لأنه يوفر للمؤسسة القدرة على الصمود والتوسع رغم محدودية الموارد في المراحل الأولى؛
- يساهم رأس المال المخاطر في تمكين المشاريع الناشئة من الانطلاق وتجاوز القيود التمويلية التقليدية، مما يحسن قدرتها على التوسع والابتكار في ظل موارد محدودة، ويساهم بفعالية في تحسين مرونتها والاستراتيجية؛
- يمكن المؤسسات الناشئة من مواجهة التحديات التوسعية وزيادة فرص النجاح، وتعزيز قدرتها على التكيف المالي في بيئات عالية المخاطر.

رابعا: دور التمويل الاسلامي:

- لا يشترط التمويل الإسلامي ضمانات مالية صارمة أو فائدة ثابتة، ما يجعله مناسب للمشاريع في المراحل الأولى ذات موارد المحدودة؛

- تسهم صيغته التمويلية في تكيف الحلول المالية حسب طبيعة المشروع دون الإضرار بالملاءة المالية؛
- يتيح للمؤسسات الناشئة الوصول الى رأس المال دون إخلال بالقيم أو تحميلها أعباء مالية مرتفعة؛
- يمثل وسيلة فعالة لتحقيق المرونة، من خلال التمويل المتدرج والمشارك في المخاطر، مع الحفاظ على التوازن بين الأهداف الاقتصادية والمبادئ.

المطلب الثالث: مخاطر الأعمال والمخاطر المالية

في ظل التغيرات السريعة والتقلبات الاقتصادية، تواجه المؤسسات مخاطر متعددة تتعلق بطبيعة أعمالها وبالتمويل المستخدم. وقد دفعت هذه المخاطر المؤسسات إلى البحث عن نماذج أكثر مرونة وابتكاراً في هيكل رأس المال، بهدف تقليل أثر المخاطر وتعزيز قدرتها على التكيف، وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا المطلب.

أولاً: مخاطر الأعمال:

المخاطر التي يتحملها حملة الأسهم إذا لم تعتمد الشركة أبداً على الدين، ترتبط هذه المخاطر بدرجة عدم التأكد التي تلف التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، وفي ما يلي يتم تفصيل ذلك¹:

نظراً لعدم إمكانية التحديد الدقيق لمستوى الربح التشغيلي المستقبلي، وكذلك لحجم الاستثمارات الرأسمالية المطلوبة لتطوير المنتجات أو إنشاء وحدات إنتاجية جديدة، يُعد العائد على رأس المال المستثمر مؤشراً مناسباً لقياس مخاطر الأعمال، باعتباره يجمع بين هذين العنصرين في تحليل موحد.

يحسب العائد على رأس المال المستثمر باستخدام العلاقة التالية:

$$ROIC = \text{Nopat} / \text{OC} = \text{EBIT}(1 - T) / \text{OC}$$

حيث أن:

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة

OC: رأس المال التشغيلي

¹ أجين برغام، مرجع سبق ذكره، ص 502-505.

EBIT: الربح التشغيلي

يمكن قياس مخاطر الأعمال بالانحراف المعياري للعائد على رأس المال المستثمر، وإذا كانت المتطلبات الرأسمالية للشركة مستقرة يمكن استخدام الانحراف المعياري للربح التشغيلي لقياس مخاطر الأعمال.

تتوقف مخاطر الأعمال على عدد من العوامل أهمها ما يلي:

✓ مدى استقرار الطلب. فكلما كان الطلب على منتجات الشركة أكثر استقراراً (مع ثبات العوامل الأخرى) كانت مخاطر الأعمال أقل، والعكس بالعكس.

✓ تقلبات سعر البيع. تكون مخاطر الأعمال أكبر كلما كانت أسعار بيع منتجات الشركة أكثر تقلباً، والعكس بالعكس

✓ تقلبات تكاليف المدخلات. تتعرض الشركات التي تتسم تكاليف مدخلاتها بعدم الاستقرار لمخاطر أعمال أكبر

✓ القدرة على تكيف أسعار المخرجات مع تقلبات تكاليف المدخلات. تكون بعض الشركات أكثر قدرة من غيرها على تعديل أسعار مخرجاتها عندما ترتفع تكاليف مدخلاتها. وكلما كانت هذه القدرة أكبر كلما كانت مخاطر الأعمال أقل والعكس بالعكس

✓ القدرة على تطوير منتجات جديدة في الوقت المناسب وبكفاءة من حيث التكلفة. تعتمد الشركات في قطاع التكنولوجيا المتقدمة كشركات الأدوية والحواسيب على تيار ثابت من المنتجات الجديدة، لذلك كلما كانت دورة حياة المنتج لدى الشركات أقصر كلما كانت مخاطر الأعمال التي تواجهها أكبر

✓ مدى التعرض للمخاطر الخارجية. تكون الشركات التي تحقق نسبة كبيرة من أرباحها من الدول الأجنبية عرضة لانخفاض قيمة تلك الأرباح نتيجة تقلبات سعر الصرف. كذلك تتعرض الشركات التي تعمل في مناطق تتسم بعدم الاستقرار السياسي عرضة للمخاطر السياسية.

✓ نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف أو الرفع التشغيلي. من المعلوم أن التكاليف الثابتة لا ترتبط بحجم الطلب على المنتج أو بحجم الإنتاج، وهذا يعني أنها لا تنخفض إذا انخفض الطلب على منتج الشركة. لذلك كلما كانت حصة التكاليف الثابتة من إجمالي التكاليف أكبر كلما كانت مخاطر الأعمال أكبر.

ثانيا: الرفع التشغيلي:

يشير الرفع التشغيلي الى أن أي تغير بسيط في المبيعات يقود مع ثبات العوامل الاخرى الى تغير أكبر في الربح التشغيلي للشركة. يرتبط مستوى الرفع التشغيلي بحصة التكاليف الثابتة من إجمالي التكاليف، حيث يكون الرفع التشغيلي أكبر كلما كانت نسبة التكاليف الثابتة الى إجمالي التكاليف أكبر يعد ارتفاع التكاليف الثابتة من الخصائص المميزة للشركات العاملة في الصناعات عالية التقنية، لاسيما تلك التي تعتمد على موارد بشرية عالية التأهل، والتي تضطر للاحتفاظ بها حتى خلال فترات الركود الاقتصادي، كما ينطبق ذلك على المؤسسات التي تستثمر بكثافة في ابتكار المنتجات، إذ تعد تكاليف البحث والتطوير جزءا أساسيا من هيكل التكاليف الثابتة لديها.

ثالثا: المخاطر المالية:

يقصد بها المخاطر الإضافية التي يتحملها حملة الأسهم عندما تلجأ الشركة إلى الدين لتأمين احتياجاتها من الأموال. يواجه حملة الأسهم مستوى محددا من المخاطر الناجمة عن أعمال الشركة، وإذا استخدمت هذه الأخيرة الدين (الرفع المالي) فهذا يؤدي الى تركيز مخاطر الأعمال على حملة الأسهم كما أسلفنا¹.

وهكذا يؤدي تعاطي الدين أو الرفع المالي إلى تركيز مخاطر أعمال الشركة على حملة أسهمها، يحدث هذا لأن حملة السندات الذين يحصلون على فوائد ثابتة لا يتحملون أي قسم من مخاطر الأعمال للشركة.

تخلص مما سبق إلى أن التمويل من خلال الدين يؤدي إلى زيادة العائد المتوقع على رأس المال العادي ولكنه في الوقت ذاته يؤدي إلى زيادة المخاطر التي يواجهها حملة الأسهم.

¹ أجين برغام، مرجع سبق ذكره، ص 508-511.

خلاصة الفصل الأول

من خلال هذا الفصل تم التطرق الى مجمل الجوانب النظرية الأساسية المرتبطة بموضوع الابتكار في هيكل رأس المال والمرونة المالية، حيث تم عرض ماهية هيكل رأس المال من حيث مفهومها، اهدافها، ومكوناتها التقليدية، مع تحليل أبرز النظريات التي فسرت سلوك المؤسسة في اختيار الهيكل التمويلي المناسب، إضافة الى استعراض العوامل المؤثرة في هذا القرار. كما تطرق الفصل الى ماهية المرونة المالية، مبينا مفهومها، أهميتها في تحسين قدرة المؤسسة على مواجهة الصدمات والاضطرابات، وذلك من خلال استعراض مصادرها مستوياتها، مؤشرات قياسها، مع التركيز على العوامل المؤثرة فيها. وفي السياق ذاته، تم تسليط الضوء على الابتكار المالي من خلال دراسة هياكل رأس مال المبتكرة، باعتبارها أحد الحلول التمويلية الحديثة التي تسهم تحسين مرونة المؤسسة وزيادة قدرتها التكيفية، خاصة في ظل ما تواجهه من مخاطر الأعمال والمخاطر المالية.

ويعد الابتكار في هيكل رأس المال توجهها استراتيجيا حديثا يهدف الى تجاوز قيود التمويل التقليدي من خلال اعتماد أدوات تمويلية مرنة ومتنوعة. ويسهم هذا الابتكار في تعزيز المرونة المالية للمؤسسة، من خلال تحسين قدرتها على مواجهة الأزمات، وتقليل المخاطر، واستغلال الفرص التمويلية بفاعلية. وتعد العلاقة بينهم علاقة تكاملية، حيث يعزز كل منهما الآخر لتحقيق الاستقرار والاستدامة المالية للمؤسسة.



الفصل الثاني

دراسة حالة شركة أرامكو
السعودية

تمهيد:

تعد شركة أرامكو السعودية من بين أبرز النماذج العالمية في مجال الإدارة المالية المتقدمة، حيث استطاعت الجمع بين التمويل التقليدي والابتكار في أدوات وهيكل رأس المال بما يعزز من مرونتها المالية. ونظرا لحجمها الضخم وتنوع أنشطتها، فإن دراسة أرامكو تمكن من فهم كيف يمكن للمؤسسات الكبرى أن تعتمد على الابتكار المالي كوسيلة لتعزيز الاستدامة والقدرة على التكيف مع الأزمات، خصوصا في ظل تقلبات أسعار النفط العالمية والأزمات الاقتصادية. يهدف هذا الفصل الى تحليل واقع أرامكو من حيث بنيتها التمويلية، واستراتيجيتها الابتكارية في التمويل، ومدى انعكاس ذلك على مرونتها المالية.

لذا ارتأينا أن نقسم هذا الفصل إلى مبحثين على النحو التالي:

- ❖ المبحث الأول: التعرف بشركة أرامكو السعودية؛
- ❖ المبحث الثاني: الابتكار في هيكل رأس المال والمرونة المالية لشركة أرامكو؛

المبحث الأول: التعرف بشركة أرامكو السعودية

سيتم من خلال المبحث التالي عرض تقديم للشركة محل دراسة الحالة وذلك بتقديم لمحة عامة عنها وهيكلها التنظيمي والمالي.

المطلب الأول: لمحة عامة عن الشركة

أولاً: نشأة الشركة

نشأت شركة أرامكو السعودية عام 1933 حيث تم عقد اتفاقية بين المملكة العربية السعودية وشركة ستاندرد أويل أوف، ومقرها ولاية كاليفورنيا الأمريكية للتنقيب عن النفط وإنتاجه في السعودية، ثم بعد ذلك منحها الأمير السعودي آنذاك الحق في التنقيب عن النفط واستخراجه في الأراضي السعودية، وقد بدأ أول إنتاج لها من بئر الدمام في عام 1938.

وقد سميت الشركة باسم أرامكو Aramco في عام 1944 اختصاراً لشركة النفط العربية الأمريكية والتي كان يديرها آنذاك مجموعة شركات نفط أمريكية من أسلاف شركة شيفرون وتكساكو وإكسون موبيل، ثم بعد ذلك تحولت ملكيتها بشكل تدريجي إلى السعودية حتى أصبحت مملوكة للدولة السعودية بشكل كلي في عام 1988.

البطاقة الفنية:

الجدول رقم (01-02): البطاقة الفنية لشركة أرامكو السعودية

البلد	السعودية
التأسيس	1933
النوع	قطاع عام
الشكل القانوني	شركة مساهمة سعودية، شركة عامة، مؤسسات مملوكة للدولة
المقر الرئيسي	الظهران، المملكة العربية السعودية
موقع الويب	www.aramco.com

الفصل الثاني: دراسة حالة شركة أرامكو السعودية

الصناعة	التقيب عن النفط الخام والانتاج والتصنيع والتسويق والشحن
المنتجات	المنتجات النفطية البترول والغاز وغيرها من البتروكيماويات
أهم الشخصيات	
المالك	صندوق الاستثمارات العامة
المدير التنفيذي	أمين الناصر
الرئيس	ياسر بن عثمان الرميان
المدراء	أمين الناصر ياسر بن عثمان الرميان
الموظفون	أكثر من 70,000 موظف
الإيرادات والعائدات	
البورصة	السوق العالمية السعودية رمز التداول 2222 منذ 2019
العائدات	1,337,063
الربح الصافي	454.764
اجمالي الأصول	2,477,940

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات شركة أرامكو

ثانياً: التأثير الإيجابي للشركة على العالم

نجحت شركة أرامكو السعودية في أن تتصدر قائمة أكثر الشركات قيمة مالية في العالم. بل وانتزعت الصدارة من شركة أبل الأمريكية وهذا النجاح أدى إلى إصرارها على مساعدة العديد من المجتمعات في السير نحو التقدم والتطور والازدهار، إضافة إلى أنه كان لها دور رئيسي وكبير في دعم الاقتصاد العالمي وتحسين البنية التحتية لمناطق السعودية.

كما أثرت أرامكو تأثيراً إيجابياً على آلاف الأسر والعائلات سواء بطريق مباشر أو غير مباشر في جميع أنحاء المملكة بل وخارجها حيث أنها توفر أكثر من 12 ألف وظيفة لأشخاص في أكثر من 25 دولة مختلفة خاصة خلال مرحلة تنفيذ مشروع خليج منيفة فقد كان 80% من القوى العاملة منهم موظفون جدد. كما بدأ أيضاً أكثر من 360 شاباً سعودياً حياتهم المهنية كمهندسين وعمال صيانة يشرف عليهم موظفين من ذوي الخبرة في الشركة. علاوة على ذلك، فقد كان لخليج منيفة دور ذو تأثير كبير على الصعيدين الوطني والعالمي: حيث وفر آلاف الفرص الوظيفية لآلاف الأشخاص عبر شركة أرامكو.

ثالثاً: أهداف الشركة

تركز شركة أرامكو السعودية على الوصول إلى أهدافها باستمرار، كما أن لديها العديد من الأهداف التي من أهمها:

- ❖ التركيز على تطوير العالم الرقمي والاهتمام به بحيث يساهم في تسهيل عملية الاكتشاف والتنقيب.
- ❖ رفع ميزانية البحث العلمي بهدف الحث على المنافسة في الطاقة البديلة.
- ❖ الاهتمام بتطوير خدمات وتقنيات جديدة تساعد في عملية الإنتاج مع التقليل من المخاطر البيئية.
- ❖ تغطية أكبر جانب من سوق العالم للنفط.
- ❖ المنافسة في عالم البورصة وسعر السهم لأرامكو، وجعله من أكثر شركات الأسهم تداولاً.
- ❖ إنشاء مقرات جديدة في العالم لفرعها الجديد أكوا باور المتخصص بقطاع الطاقة المتجددة.
- ❖ الاستمرار في السير نحو القمة، وبلوغ الأهداف والتصدي لكل المنافسين المحتملين مثل اكسون موبيل الأمريكية وغيرها.

رابعاً: تحقيق الأرباح

بلغت أرباح شركة أرامكو السعودية في عام 2022م إلى أكثر من 300 مليار دولار، بينما جاءت أبل بالمركز الثاني بأرباح لا تتجاوز 123 مليار دولار، وهي أقل من نصف أرباح شركة أرامكو بسنة 2022م. ومن هنا فقد استطاعت شركة أرامكو السعودية أن تتفوق على أكبر منافس لها بقيمة الربح بالعالم وهي شركة آبل.

على الجانب الآخر، فقد وصلت قيمة الشركة السوقية إلى أكثر من 1.83 تريليون دولار بالريال السعودي تقدر القيمة السوقية لشركة بـ 6.86 تريليون ريال سعودي.

خامسا: أبرز إنجازات الشركة

- في السنوات الأخيرة، تمكنت شركة أرامكو السعودية من تحقيق العديد من الإنجازات التي منها:
- ✓ حققت العديد من التطورات الرائعة حيث قامت بتنفيذ برنامج طموح للتحويل الرقمي يساهم بشكل كبير في اكتشاف النفط والغاز بشكل جديد ودوري مثل الحقول في منطقة جنوب الفوار.
 - ✓ تمكنت من امتلاك مصافي وناقلات نفط وأنابيب نقل نفط ومراكز بحوث في السعودية وفي مختلف أنحاء العالم.
 - ✓ أصبحت الشركة ذات دور رئيسي في قطاع الطاقة المتجددة حيث تباع أرامكو أكثر من عشرة ملايين برميل من النفط يوميا في الوقت الحالي، وهو ما يعادل ثلاثة أضعاف إنتاج أكبر شركة نفطية مدرجة في البورصة في العالم وهي إكسون موبيل.
 - ✓ نجحت في تأسيس فرعها أكوا باور في عام 2020 بفضل إنجازاتها، واستمرارها على السعي نحو التقدم حصلت على لقب الشركة الأكثر تحقيق ربح في العالم.
 - ✓ أصبحت مؤخرا شركة النفط الأكثر قيمة متجاوزة حامل اللقب السابق إكسون موبيل.

سادسا: إنتاج النفط والغاز بالشركة

تعتبر شركة أرامكو السعودية واحدة من أكبر الشركات المنتجة للنفط الخام والغاز في العالم. إضافة إلى أنها تمتلك أكبر احتياطي من الغاز الطبيعي، كما تقدم مجموعة كبيرة من الخدمات والمنتجات التي منها التكرير والتسويق وخدمات الشحن.

هذا، ويمثل إنتاج شركة أرامكو من النفط والغاز لملايين الأشخاص في أكثر من 90 دولة حول العالم. وعلى الرغم من ذلك فقد قامت الشركة باستثمارات كبيرة في البحث والتطوير لزيادة قدراتها الإنتاجية وتقليل تأثيرها البيئي.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للشركة

تتبع الشركة هيكلًا تنظيميًا يحدد ترتيب المسؤوليات وتوزيع المهام بين مختلف الإدارات والوحدات والفروع في قمة الهرم التنظيمي.

أولاً: الهيكل التنظيمي للشركة

تتبع الشركة هيكلًا تنظيميًا يحدد ترتيب المسؤوليات وتوزيع المهام بين مختلف الإدارات والوحدات والفروع في قمة الهرم التنظيمي، تقع الإدارة العليا للشركة في مدينة الظهران، وتخضع لإشراف مجلس إدارة يضم 11 عضواً من ذوي الخبرة في مجالات الطاقة والاقتصاد والمالية، مجلس الإدارة هو المسؤول عن تحديد رؤية ورسالة وقيم وسياسات الشركة ومراجعة أدائها المالي والتشغيلي وإقرار خططها المستقبلية، معظمهم ممثلون عن الحكومة السعودية، نظراً لكون الدولة هي المالك الأكبر لأسهم الشركة. كما يشرف مجلس الإدارة على عدة لجان داخلية، مثل لجنة التدقيق، لجنة المخاطر، لجنة الحوكمة، لجنة الترشيحات والمكافآت هذه اللجان تساهم في تحقيق الرقابة الداخلية والشفافية، وتعزز كفاءة اتخاذ القرار داخل الشركة.

1/ الهيكل الإداري التنفيذي:

يدير العمليات اليومية للشركة الرئيس التنفيذي (CEO)، ويعاونه عدد من نواب الرئيس ورؤساء الإدارات الرئيسية. تنقسم الشركة إلى عدة قطاعات تشغيلية مهمة، أبرزها:

قطاع الاستكشاف والإنتاج (Upstream):

مسؤول عن عمليات البحث والتقيب وتطوير الحقول وإنتاج النفط والغاز، ويُعد العمود الفقري لإيرادات الشركة.

قطاع التكرير والمعالجة والتسويق (Downstream):

يهتم بتكرير النفط الخام وتحويله إلى منتجات بترولية متنوعة، إضافة إلى إدارة أنشطة التسويق داخل وخارج المملكة، والإشراف على شبكة المصافي العالمية.

قطاع الكيماويات:

يمثل أحد محاور استراتيجية أرامكو لتنويع مصادر الدخل وتقليل الاعتماد على النفط الخام، ويختص بإنتاج المواد البتروكيميائية واللدائن.

قطاع الخدمات المساندة:

يشمل إدارات مثل تقنية المعلومات، الأمن الصناعي، الموارد البشرية، إدارة المشاريع، المشتريات والخدمات اللوجستية، والتي تضمن استمرارية عمل القطاعات الأساسية بكفاءة عالية.

القطاع المالي:

يتولى إدارة الشؤون المالية والاستثمار وإدارة الخزينة والمخاطر، إلى جانب علاقات المستثمرين، ويشكل عنصراً محورياً في دعم القرارات الإستراتيجية.

ثانياً: الهيكل المالي للشركة:

تُعد أرامكو من أقوى الشركات العالمية من الناحية المالية، إذ تمتلك قدرات ضخمة على التمويل الذاتي نتيجة التدفقات النقدية العالية التي تحققها من عملياتها التشغيلية، إلى جانب تمتعها بسياسة مالية متحفظة تمنحها قدرة على مواجهة الأزمات.

1/ التمويل الذاتي:

تستند أرامكو تاريخياً إلى تمويل عملياتها ذاتياً من أرباحها، دون اعتماد كبير على الديون. وقد ساهمت الإيرادات المرتفعة الناتجة عن بيع النفط والغاز في توفير سيولة ضخمة للشركة، ما مكنها من تمويل مشاريعها العملاقة في مجال التوسع والإنتاج دون الحاجة المفرطة للاقتراض.

2/ الطرح العام الأولي (IPO)

شهدت أرامكو حدثاً تاريخياً عام 2019 بإطلاق أكبر طرح عام أولي (IPO) في التاريخ، حيث طرحت الشركة 1.5% من أسهمها للاكتتاب العام وجمعت نحو 25.6 مليار دولار، ما أتاح لها تنويع قاعدة مستثمريها وجذب رؤوس أموال جديدة، وعزز شفافيتها أمام الأسواق العالمية.

3/ أدوات الدين المبتكرة:

اتجهت أرامكو في السنوات الأخيرة نحو أدوات تمويل مبتكرة مثل الصكوك الإسلامية بالدولار والريال، ما أتاح لها الوصول إلى أسواق المال بأسعار فائدة تنافسية، ووفّر لها تمويلاً طويل الأجل يمكنها من تنفيذ مشاريعها دون التأثير على السيولة أو الاستقرار المالي.

المبحث الثاني: الابتكار في هيكل رأس المال والمرونة المالية لشركة أرامكو

سيتم من خلال هذا المبحث عرض مراحل ابتكار في هيكل رأس المال لشركة أرامكو أي السياسات التمويلية المنتهجة من طرف المؤسسة، وبغية دراسة هذا الابتكار يجب إعداد القوائم المالية للمؤسسة.

المطلب الأول: أشكال الابتكار المالي المعتمد

اعتمدت شركة أرامكو السعودية على عدة أشكال من الابتكار المالي، بهدف تعزيز مرونتها المالية، وتنويع مصادر تمويلها، وتقليل المخاطر المرتبطة بتقلبات أسواق النفط وأسعار الطاقة. وقد تجلّت أبرز أشكال الابتكار المالي لدى أرامكو فيما يلي:

أولاً: الطرح العام الأولي (IPO)

يُعد الطرح العام الأولي لأرامكو في أواخر عام 2019 من أبرز أشكال الابتكار المالي في تاريخ الشركة، حيث طرحت أرامكو حوالي 1.5% من أسهمها في سوق الأسهم السعودية (تداول)، وجمعت ما يقارب 25.6 مليار دولار أمريكي، وهو أكبر اكتتاب عام في تاريخ الأسواق العالمية. ساعد هذا الابتكار الشركة في:

- ✓ جذب مستثمرين محليين ودوليين؛
- ✓ تعزيز الشفافية والحوكمة؛
- ✓ توفير مصادر تمويل إضافية لتنفيذ خططها التوسعية.

ثانياً: إصدار الصكوك الإسلامية

اتجهت أرامكو إلى أدوات الدين المبتكرة، مثل الصكوك الإسلامية بالدولار والريال السعودي، كوسيلة لتمويل مشاريعها الكبرى بأسعار فائدة تنافسية. وتمثل الصكوك أداة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية،

ما مكن أرامكو من جذب شرائح واسعة من المستثمرين محلياً وعالمياً، إضافة إلى تنويع أدوات التمويل وتقليل كلفة الدين.

ثالثاً: إدارة المحافظ الاستثمارية

تتبع أرامكو سياسات ابتكارية في إدارة فوائضها المالية، من خلال استثمارها في مشاريع استراتيجية في قطاع الطاقة والبتروكيماويات والطاقة المتجددة والهيدروجين الأزرق. يمثل ذلك شكلاً من أشكال الابتكار المالي الهادف إلى تنويع مصادر الدخل وتقليل المخاطر الناتجة عن تقلب أسعار النفط.

رابعاً: الهيكلة المالية المرنة

تتبنى أرامكو هيكلًا ماليًا مرناً يوازن بين التمويل بالدين والتمويل بالملكية، ما يمكنها من:

- ✓ الاستفادة من الفرص الاستثمارية؛
- ✓ مواجهة الأزمات الاقتصادية؛
- ✓ الحفاظ على التصنيف الائتماني القوي.

خامساً: التوسع الدولي عبر الشراكات

من صور الابتكار المالي في أرامكو أيضاً توسيع نطاق عملياتها عالمياً عبر شراكات استراتيجية ومشاريع مشتركة (Joint Ventures)، مثل شراكاتها مع شركات تكرير وكيماويات في آسيا وأوروبا وأمريكا. وتسمح هذه الشراكات بتقليل المخاطر المالية وتحقيق عوائد مستدامة دون تحميل الشركة تكاليف استثمارية كاملة.

المطلب الثاني: تحليل هيكل رأس المال التقليدي والمبتكر

سيتم من خلال هذا المطلب تحليل هيكل رأس المال التقليدي والمبتكر، كما سنبينه في ما يلي:

أولاً: إعداد الميزانية المفصلة لشركة أرامكو للفترة 2021-2023

بداية علينا القيام بإعداد ودراسة الميزانيات المالية للسنوات الثلاث (2021-2022-2023) لمؤسسة أرامكو السعودية، وهذا اعتماداً على الوثائق المالية للمؤسسة لسنوات الدراسة.

1/ الأصول:

الجدول رقم (02-02): جانب الأصول من الميزانيات المالية المفصلة للفترة 2021-2023

الوحدة: ريال سعودي

الموجودات	2021	2022	2023
الموجودات الغير متداولة	1551449	1635093	1746205
تثبيتات مادية	1244316	1303266	1384717
تثبيتات معنوية	175637	200455	209775
تثبيتات مالية	131496	131372	151713
الموجودات المتداولة	611241	857831	716311
مخزون	74703	100528	85951
ذمم مدينة تجارية	140373	164442	163919
مبالغ مستحقة من الحكومة	41317	54545	49378
موجودات وذمم مدينة أخرى	28196	31054	33747
استثمارات قصيرة الأجل	27073	281215	184343

الفصل الثاني: دراسة حالة شركة أرامكو السعودية

198973	226047	299579	نقد وما يماثله
15424	-	-	موجودات مصنفة كمعدة للبيع
2477940	2492924	2162690	مجموع الموجودات

/2 الخصوم:

الجدول رقم (03-02): جانب الخصوم من الميزانيات المالية المفصلة للفترة 2021-2023

2023	2022	2021	المطلوبات
1534607	1448916	1113257	حقوق المساهمين
90000	75000	60000	رأس المال
26981	26981	26981	رأس المال إضافي مدفوع
(1362)	(2236)	(2828)	أسهم خزينة
1411474	1339892	1018443	أرباح مبقاة : غير مخصصة
6000	6000	6000	مخصصة
1514	3279	4661	احتياطات أخرى
202485	217231	167411	الحصص غير المسيطرة
1737092	1666147	1280668	
423282	495391	578194	المطلوبات الغير متداولة
226481	318380	436371	قروض
142449	122311	74850	مطلوبات ضريبة دخل مؤجلة
26147	26923	40729	منافع مابعد انتهاء التوظيف
28205	27777	26244	مخصصات ومطلوبات أخرى
311865	331386	303828	المطلوبات المتداولة

الفصل الثاني: دراسة حالة شركة أرامكو السعودية

151553	135390	124689	ذمم دائنة تجارية وأخرى
82539	104978	90525	التزامات للحكومة
14107	16254	14064	ضرائب الدخل وزكاة
63666	74764	74550	ربح
5701	-	-	قروض
			مطلوبات مرتبطة مباشرة بموجودات مصنعة
			كمعدة للبيع
317566	331386	303828	
740848	826777	882022	
2477940	2492924	2162690	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية خلال الفترة 2023-2021

ثانياً: دراسة مصادر التمويل النماذج أرامكو السعودية لفترة 2023-2021

من خلال تفحصنا إلى بنود الميزانيات للفترة 2023-2021 نلاحظ جلياً تطور قيمة مصادر التمويل عبر السنوات كما يأتي:

1/ تطور التمويل الذاتي:

انطلاقاً من الوثائق المالية تم استخراج قيمة مكونات التمويل الذاتي خلال فترة الدراسة كالاتي:

الجدول رقم (04-02): تطور قيمة التمويل الذاتي للفترة 2023-2021

البيان	2021	2022	2023
التمويل الذاتي	1024443	1345892	1417474
نسبة تغير الهيكلية $\times 100\%$	-	0.3137	0.0509

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية خلال الفترة 2023-2021

الفصل الثاني: دراسة حالة شركة أرامكو السعودية

التحليل: سنة 2021 بلغ التمويل الذاتي حوالي 1024443 ريال سعودي، حيث اعتمدت أرامكو على التمويل الذاتي بشكل ملحوظ في تمويل استثماراتها، مع المحافظة على توزيعات أرباح معتبرة، مايدل على متانة هيكلها المالي؛

- سنة 2022 ارتفع التمويل الذاتي إلى 1345892 ريال سعودي، محققا نموا بنسبة 31.37% مقارنة بسنة 2021 يعود هذا النمو القوي الى الارتفاع الحاد في أسعار النفط العالمية؛ تحقيق الشركة أرباحا قياسية؛ تحسين التدفقات النقدية التشغيلية بشكل كبير، مما عززها على قدرة تمويل استثماراتها ذاتيا دون اللجوء للاقتراض الإضافي؛

- سنة 2023 واصل التمويل الذاتي الارتفاع ليصل الى 1414474 ريال سعودي، بنمو بلغت نسبته 5.09% مقارنة بسنة 2022 رغم استمرار الزيادة في التمويل الذاتي، إلا أن معدل النمو شهد تباطؤا مقارنة بالسنة السابقة ويرجع ذلك إلى: تراجع أسعار النفط العالمية، مما أثر نسبيا على إيرادات الشركة؛ استمرارية سياسة أرامكو في توزيع أرباح مرتفعة خلال 2023؛ ارتفاع النفقات الاستثمارية الرأسمالية بسبب المشاريع التوسعية الكبرى في مجالات الغاز والبتروكيماويات والطاقة المتجددة.

ومن خلال التمويل الذاتي يمكن القول إن الشركة استطاعت خلال الفترة (2021-2023) تحقيق مستويات مرتفعة من التمويل الذاتي على الرغم من التغيرات في أسعار النفط العالمية، ويعكس ذلك قوة الهيكل المالي للشركة واعتمادها بشكل كبير على مواردها الداخلية في تمويل استثماراتها، وهو ما ساهم في تعزيز مرونتها المالية وخفض مستويات المخاطر المرتبطة بالتمويل الخارجي.

2/ الأسهم العادية:

الجدول رقم (05-02): تطور الأسهم العادية للفترة 2021-2023

الوحدة: ريال سعودي

البيان	2021	2022	2023
رأس المال	60000	75000	90000
عدد الأسهم (مليار)	200	220	242
سعر السهم الواحد	300	340.90	371.90
نسبة تغير الهيكلية $\times 100\%$	-	0.1363	0.090

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الايضاحات المالية خلال الفترة 2021-2023

التحليل:

- في سنة 2021 بلغ سعر سهم أرامكو 300 ريال سعودي، وهو ما يعد نقطة انطلاق لتطور القيمة السوقية في السنوات التالية؛
 - في سنة 2022 ارتفع سعر السهم الى 340.90 ريال سعودي، مسجلاً نمواً بنسبة 13.63% مقارنة بعام 2021 جاء هذا الارتفاع نتيجة تحسن أسعار النفط عالمياً وتحقيق الشركة أرباحاً قياسية؛
 - في سنة 2023 واصل السهم ارتفاعه ليصل الى 371.90 ريال سعودي ولكن بنسبة أبطأ بنمو قدره 9.09% مقارنة بسنة 2022، ويرتبط هذا بتراجع أسعار النفط نسبياً وارتفاع التزامات أرامكو الاستثمارية، رغم حفاظها على أرباح قوية واستقرار مالي يعزز مرونتها في مواجهة تقلبات السوق. ومن خلال الأسهم العادية يعكس المسار الصاعد لسعر سهم أرامكو خلال هذه الفترة متانة وضعها المالي وثقة المستثمرين في قدرتها على تحقيق عوائد مستدامة، وهو ما يعزز دور هيكل رأس المال المبتكر في تحسين مرونتها المالية
- 3/ قروض طويلة الأجل:

الجدول رقم (06-02): جانب قروض طويلة الأجل للفترة 2023-2021

الوحدة: ريال سعودي

البيان	2021	2022	2023
القروض طويلة الأجل	578194	495391	423282
نسبة تغير الهيكلية $\times 100\%$	-	0.1432	-0.1455

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية خلال الفترة 2023-2021

التحليل:

- في سنة 2021 بلغت القروض لدى أرامكو 578194 ريال سعودي ما يعكس اعتماد الشركة جزئياً على التمويل الخارجي لدعم استثماراتها؛
- في سنة 2022 تراجعت القروض الى 495391 ريال سعودي بانخفاض نسبته 14.32% مقارنة بسنة 2021 نتيجة ارتفاع أرباح أرامكو بشكل قياسي، واعتمادها المتزايد على التمويل الذاتي، وسعي الشركة الى تخفيض المديونية وتحسين مؤشرات الاستقرار المالي؛

الفصل الثاني: دراسة حالة شركة أرامكو السعودية

- في سنة 2023 واصلت القروض انخفاضها الى 423282 ريال سعودي، مسجلة تراجعاً إضافياً نسبته 14.55% مقارنة بسنة 2022 ويعود هذا الى استمرار تخفيض الديون وتمويل مشاريعها ذاتياً من خلال الأرباح المحتجزة وتقليل المخاطر المرتبطة بالديون. ومن خلال القروض يتضح أن توجه الشركة نحو تقليص اعتمادها على التمويل الخارجي، ويعكس هذا التراجع تحسن وضعها المالي وزيلدة قدرتها على تمويل استثماراتها من مواردها الذاتية مما يدعم مرونتها المالية واستقرار هيكل رأس مالها.

المطلب الثالث: أثر الابتكار في الهيكلية على المرونة المالية لشركة أرامكو

في هذا المطلب يتم تحليل المؤشرات المالية للمؤسسة وبيّن العلاقة بين الابتكار والقدرة على مواجهة الازمات وتقييم شامل لأثر الهيكلية المبتكرة:

أولاً: تحليل المؤشرات المالية

سيتم حساب وتحليل مؤشرات التوازن المالي ومؤشرات قياس المرونة المالية بناءً على القوائم المالية للشركة.

1- مؤشرات التوازن المالي

الجدول رقم (02-07): مؤشرات التوازن المالي للفترة 2023-2021

الوحدة: ريال سعودي

البيان	2021	2022	2023
رأس المال العامل FR	307413	526445	414169
التغيير × 100%	-	0.7125	-0.2132
الاحتياج في رأس المال العامل BFR	7834	300398	215196
التغيير × 100%	-	37.34	-0.2836
الخزينة الصافية TN	299579	226047	198973
التغيير × 100%	-	-0.2454	-0.1197

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية خلال الفترة 2023-2021

التحليل:

- في سنة 2021 بلغ رأس المال العامل 307,413 مليون ريال سعودي، ما يعكس مستوى مقبولا من السيولة وقدرة جيدة على تغطية الالتزامات، وكما بلغ الاحتياج في رأس المال العامل 7,834 مليون ريال سعودي، وهو مستوى منخفض جداً يعكس قدرة أرامكو على تمويل جزء كبير من عملياتها التشغيلية من مواردها الذاتية، وبلغت الخزينة الصافية 299,579 مليون ريال سعودي، وهو مستوى مرتفع جداً يظهر وفرة كبيرة في السيولة، ويشير هذا المستوى إلى قدرة أرامكو على تمويل عملياتها والتزاماتها بالكامل من مواردها الذاتية، مع توافر فائض مالي؛
- في سنة 2022، شهد رأس المال العامل لأرامكو السعودية ارتفاعاً ملحوظاً ليبلغ 526,445 مليون ريال سعودي، محققاً نمواً بنسبة 71.25% مقارنة بسنة 2021، ويرجع ذلك إلى تحسن أسعار النفط العالمية وزيادة التدفقات النقدية والأرباح المحتجزة، إضافة إلى استقرار الظروف الاقتصادية. كما سجل الاحتياج في رأس المال العامل ارتفاعاً كبيراً ليصل إلى 300,398 مليون ريال سعودي، بنسبة زيادة قدرها 37.34 مرة مقارنة بسنة 2021، نتيجة توسع النشاط التشغيلي وارتفاع المبيعات بفعل زيادة أسعار النفط.
- في سنة 2023، تراجع رأس المال العامل لأرامكو إلى 414,166 مليون ريال سعودي بانخفاض 21.32% عن 2022، بسبب انخفاض أسعار النفط وزيادة النفقات والتوزيعات. كما انخفض الاحتياج في رأس المال العامل إلى 215,196 مليون ريال سعودي بنسبة 28.36%، نتيجة تحسن إدارة رأس المال العامل ودورة التحصيل. وواصلت الخزينة الصافية تراجعها إلى 198,973 مليون ريال سعودي بانخفاض 11.97%، بسبب استمرار الالتزامات الاستثمارية واستقرار أسعار النفط عند مستويات أقل.

2- مؤشرات قياس المرونة المالية

تعد المؤشرات المالية من أهم الأدوات التحليلية لقياس مستوى المرونة المالية للشركات، إذ تكشف قدرة المؤسسة على مواجهة الأزمات وتدبير السيولة، والوفاء بالتزاماتها قصيرة وطويلة الأجل وفي إطار هذه الدراسة، تم تحليل أبرز المؤشرات المالية لشركة أرامكو السعودية خلال الفترة (2021-2023)، بما يبين أثر الابتكار في هيكلتها المالية على مرونتها واستقرارها المالي :

1/ نسب الرافعة المالية:

أ/ نسبة مضاعف حق الملكية:

يعد مؤشر مضاعف حقوق الملكية من أهم مؤشرات الرافعة المالية، إذ يعكس العلاقة بين إجمالي أصول الشركة وحقوق المساهمين، ويُستخدم كمؤشر على مدى اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي مقابل التمويل الذاتي.

وتحسب نسبة مضاعف حق الملكية بالعلاقة التالية:

$$(اجمالي الموجودات \div اجمالي حق الملكية) \times 100\%$$

حيث تظهر نسبة مضاعف حقوق الملكية مدى اعتماد الشركة على مصادر التمويل الخارجي مقارنة بحقوق المساهمين. وقد بلغت هذه النسبة لدى أرامكو السعودية كما يلي:

الجدول رقم (02-08): نسبة مضاعف حق الملكية للفترة 2023-2021

الوحدة: ريال سعودي

البيان	2021	2022	2023
اجمالي الموجودات	2162690	2492924	2477940
اجمالي حق الملكية	1280668	1666147	1737092
نسبة مضاعف حق الملكية %100×	1.6887	1.4962	1.4264

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية خلال الفترة 2023-2021

التحليل:

- في عام 2021 بلغ مضاعف حق الملكية 1.6887 وهو مؤشر اعتماد الشركة بشكل نسبي على التمويل الخارجي؛

الفصل الثاني: دراسة حالة شركة أرامكو السعودية

- في عام 2022 انخفض مؤشر الاعتماد إلى 1.4962 وهو تحسن واضح في الهيكل التمويلي، إذ يدل على زيادة تمويل أصول الشركة عبر حقوق المساهمين بفضل الأرباح القياسية المحققة خلال هذا العام نتيجة ارتفاع أسعار النفط عالمياً؛
- وفي عام 2023 استمر المؤشر في الانخفاض إلى 1.4264 وهو ما يعبر عن استمرار التحسن في الهيكل المالي لأرامكو وتقليل اعتمادها على التمويل الخارجي.

يظهر هذا التطور اتجاهاً إيجابياً نحو تقليل الرافعة المالية وتقليل المخاطر المالية، بما يُعزز من مرونة أرامكو السعودية وقدرتها على مواجهة الأزمات دون تعرضها لضغوط مالية عالية.

ب/ نسبة الدين إلى حق الملكية:

يعد مؤشر الدين إلى حق الملكية من أهم مؤشرات الرافعة المالية، إذ يعكس العلاقة بين إجمالي دين الشركة وحقوق المساهمين، ويُستخدم كمؤشر على مدى اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي مقابل التمويل الذاتي.

وتحسب نسبة الدين إلى حق الملكية بالعلاقة التالية:

$$(\text{إجمالي الدين} \div \text{إجمالي حق الملكية}) \times 100\%$$

الجدول رقم (09-02): نسبة الدين إلى حق الملكية للفترة 2021-2023

البيان	2021	2022	2023
إجمالي الدين	578194	495391	423282
إجمالي حق الملكية	1280668	1666147	1737092
نسبة الدين إلى حق الملكية $\times 100\%$	0.4514	0.2973	0.2436

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية خلال الفترة 2021-2023

التحليل: في عام 2021 بلغت نسبت الدين إلى حق الملكية وهو ما يشير إلى اعتماد الشركة بنسبة 45.14% على التمويل الخارجي مقارنة بحقوق المساهمين؛

الفصل الثاني: دراسة حالة شركة أرامكو السعودية

- في عام 2022 انخفضت النسبة بشكل ملحوظ إلى 29.73% نتيجة ارتفاع كبير في الأرباح واحتياطيات حقوق المساهمين بفعل الارتفاع الحاد في أسعار النفط. يعبر هذا الانخفاض عن تحسن كبير في الهيكل المالي وانخفاض مستوى المخاطر المالية.
- في عام 2023، واصلت النسبة انخفاضها لتصل إلى 24.36%، مما يدل على تزايد اعتماد أرامكو على التمويل الذاتي وتقليل اعتمادها على الديون إلى أدنى مستوياتها في السنوات الثلاث. يبرز ذلك إدارة مالية حكيمة ويعزز قدرة الشركة على مواجهة الصدمات دون ضغوط تمويلية كبيرة.

من خلال نسب الرافعة المالية تشير إلى أن شركة أرامكو السعودية نجحت في إدارة هيكلها التمويلي بكفاءة عالية، ما أسهم في تعزيز مرونتها المالية وتقليل المخاطر المرتبطة بارتفاع الديون.

2/ السيولة

أ/ نسبة الرصيد النقدي :

تعد نسبة الرصيد النقدي إلى إجمالي الأصول من مؤشرات السيولة الهامة التي تستخدم في قياس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها الفورية، وهي مؤشر أساسي للمرونة المالية، خاصة في الصناعات التي تتطلب ضخامة في الاستثمار، مثل قطاع النفط والغاز.

وتحسب نسبة الرصيد النقدي بالعلاقة التالية:

$$\text{النقد والأرصدة النقدية} \div \text{إجمالي الموجودات} \times 100\%$$

الجدول رقم (10-02): نسبة الرصيد النقدي للفترة 2021-2023

البيان	2021	2022	2023
النقد والرصيد النقدي	299579	226047	198973
إجمالي الموجودات	2162690	2492924	2477940
النسبة $\times 100\%$	0.1385	0.0906	0.0802

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية خلال الفترة 2021-2023

التحليل:

- في عام 2021، بلغت نسبة الرصيد النقدي إلى إجمالي الأصول حوالي 13.85%، وهو مستوى مرتفع نسبياً بالنسبة لشركة بحجم أرامكو، ويعكس رغبة الشركة في الحفاظ على سيولة مرتفعة؛
- في عام 2022، انخفضت النسبة إلى 9.06%. يفسر هذا الانخفاض جزئياً بقيام الشركة بتوزيعات أرباح ضخمة، واستثمار جزء من النقد المتراكم في مشروعات توسعية أو سداد ديون، خاصة بعد انتعاش أسعار النفط وتحسن الأرباح بشكل قياسي؛
- في عام 2023، استمرت النسبة في الانخفاض إلى 8.02%، وهو انخفاض طفيف لكنه يظل مؤشراً على إدارة نقدية أكثر كفاءة، حيث تحاول أرامكو تحقيق توازن بين الاحتفاظ بالسيولة والانتفاع منها في استثمارات تولد عوائد أعلى، خاصة في ظل استقرار أسعار النفط عند مستويات جيدة نسبياً.

من خلال نسب السيولة تشير نسبة الرصيد النقدي إلى إجمالي الأصول لدى أرامكو خلال الفترة (2021 – 2023) إلى إدارة متوازنة بين الاحتفاظ بالسيولة اللازمة لمواجهة الأزمات، وبين توظيف النقدية في استثمارات استراتيجية أو توزيعات أرباح، بما يعزز المرونة المالية دون تجميد أموال الشركة دون عائد.

ج/ الموجودات النقدية:

تعد نسبة الموجودات النقدية من مؤشرات إل الهامة، حيث تظهر مدى تمثيل النقد وما في حكمه من إجمالي الموجودات المتداولة أو من إجمالي الأصول (بحسب طريقة الحساب). وهي مؤشر أساسي على قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها القصيرة الأجل دون الحاجة إلى تصفية أصول أخرى أقل سيولة.

ونحسب بالعلاقة التالية:

$$((\text{النقد} + \text{استثمار قصير الأجل}) \div \text{إجمالي الموجودات}) \times 100\%$$

الجدول رقم (11-02): نسبة الموجودات النقدية للفترة 2021-2023

الوحدة: ريال سعودي

البيان	2021	2022	2023
نقد + استثمار	326652	507262	383316
اجمالي الموجودات	2162690	2492924	2477940
النسبة $\times 100\%$	0.151	0.2034	0.1546

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المالية خلال الفترة 2021-2023

التحليل:

- في عام 2021، بلغت نسبة الموجودات النقدية حوالي 15.10%. يُعد هذا مستوى جيّد بالنسبة للشركة، ويعكس احتفاظها بنسبة جيدة من النقد لتغطية أي التزامات طارئة؛
- في عام 2022، ارتفعت النسبة بشكل ملحوظ إلى 20.34%. يعد ذلك إلى الارتفاع القياسي في أرباح أرامكو نتيجة ارتفاع أسعار النفط، ما أدى إلى تراكم سيولة نقدية ضخمة قبل اتخاذ قرارات توزيع الأرباح أو الاستثمار في مشاريع جديدة؛
- في عام 2023، تراجعت النسبة إلى 15.46%. يُشير هذا الانخفاض إلى قيام أرامكو باستغلال جزء من النقد المتراكم سواء في توزيعات أرباح ضخمة أو في تمويل مشاريع استثمارية استراتيجية. رغم الانخفاض، تظل النسبة في حدود مريحة ولا تدل على وجود ضغوط سيولة.

من خلال الموجودات النقدية تعكس نسبة الموجودات النقدية لدى أرامكو خلال الفترة (2021 - 2023) قدرة قوية على إدارة السيولة بشكل فعّال، بما يمكن الشركة من مواجهة أي التزامات قصيرة الأجل أو استغلال الفرص الاستثمارية دون الحاجة إلى الاقتراض الإضافي، وهو ما يعزز من مرونتها المالية واستقرارها المالي .

خلاصة الفصل الثاني

تُعد الهيكلية المبتكرة لرأس المال أداة استراتيجية أساسية في تعزيز مرونة الشركات وقدرتها على مواجهة الأزمات المالية والاقتصادية. ويتضح من تحليل البيانات المالية لشركة أرامكو السعودية خلال الفترة (2021-2023) أثر اعتمادها على أدوات تمويل مبتكرة في تحسين وضعها المالي وتحقيق التوازن المالي والاستقرار في هيكلها التمويلي، وذلك كما يلي:

- أثر الهيكلية المبتكرة على هيكل مصادر التمويل ما يعكس توجه الشركة لتقليل الديون التقليدية والاعتماد أكثر على أدوات التمويل المبتكرة والأرباح المحتجزة؛
- أثر الهيكلية المبتكرة على التمويل الذاتي ما يعكس قدرة أرامكو على توليد موارد مالية داخلية بفضل أرباحها الضخمة، وتقليل حاجتها إلى الاقتراض التقليدي؛
- أثر الهيكلية المبتكرة على تكلفة التمويل ساعدت أرامكو على تقليل المخاطر المالية وتخفيف العبء على الأرباح؛
- أثر الهيكلية المبتكرة على المرونة المالية ومواجهة الأزمات ما يعكس نجاح أرامكو في توظيف أدوات التمويل المبتكرة لتعزيز مرونتها وقدرتها على مواجهة الأزمات.



الخاتمة

تظهر هذه الدراسة أن الابتكار في هيكل رأس المال ليس مجرد أداة تمويلية تقليدية، بل استراتيجية محورية لتعزيز المرونة المالية للمؤسسات في بيئة الأعمال المتقلبة. من خلال تبني حلول مبتكرة، لكي تكون قادرة على الاستجابة السريعة للصدمات الاقتصادية والفرص الاستثمارية، تحسين سيولتها دون الإفراط في الاعتماد على الديون، تعظيم القيمة السوقية عبر تقليل تكلفة رأس المال، بناء احتياطات استراتيجية تدعم النمو طويل الأمد.

بالتالي، يصبح الابتكار في الهيكل المالي ضرورة استراتيجية وليس رفاهية لضمان الصمود التنافسي وتحقيق التوازن بين الربحية والمخاطرة.

تمّ من خلال هذه الدراسة البحث عن المفاهيم المرتبطة بهيكل رأس المال والمزايا التي تمنحها الأساليب المبتكرة فيها في تحسين المرونة المالية، من الناحية النظرية، ثم انصب اهتمامنا على مدى تأثير بعض تلك المزايا في شركة آرامكو السعودية التي كانت محل الدراسة التطبيقية التي تمّ القيام بها من أجل اسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، حيث كان الغرض من ذلك الإجابة على إشكالية بحثنا، ومن خلال تحليل الجوانب النظرية والعملية للدراسة التطبيقية لهذا الموضوع، يمكن أن نبرز مجموعة من النتائج المتمثلة في:

نتائج الدراسة:

على ضوء الأسئلة المطروحة في الإشكالية تمّ التوصل إلى النتائج التالية:

1) النتائج المتعلقة بالجانب النظري

- ❖ تبين أن هيكل رأس المال تمثل القرارات الخاصة بتحديد مزيج مصادر التمويل حقوق ملكية وديون، وتؤثر بشكل مباشر على تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة؛
- ❖ هناك عدة نظريات لهيكل رأس المال أهمها نظرية موديليانى وميلر، نظرية ترتيب التمويل، ونظرية الموازنة بين المزايا الضريبية وتكاليف الإفلاس؛
- ❖ تتأثر هيكل رأس المال بعدة عوامل مثل طبيعة النشاط، حجم المؤسسة، استقرار الأرباح، سياسة التوزيع، ظروف السوق المالي، وسياسة الضرائب؛

- ❖ تعتبر المرونة المالية قدرة المؤسسة على مواجهة الصدمات المالية وتمويل الاستثمارات دون الوقوع في أزمات سيولة أو مديونية مفرطة؛
- ❖ للمرونة المالية مؤشرات مثل القدرة على توليد تدفقات نقدية، حجم الاحتياطات، القدرة على الوصول إلى مصادر تمويل متنوعة، ومستوى المديونية المقبول؛
- ❖ يعتبر الابتكار في هيكل رأس المال من الوسائل الحديثة لتحسين المرونة المالية، مثل استخدام أدوات مالية جديدة (صكوك، سندات هجينة، تمويل إسلامي، تمويل جماعي...)
- ❖ يساهم الابتكار المالي في تقليل مخاطر الأعمال والمخاطر المالية من خلال توفير أدوات أكثر مرونة وأقل تكلفة أو أكثر توافقاً مع طبيعة المؤسسة.

(2) النتائج المتعلقة بالدراسة التطبيقية:

- ❖ تعد أرامكو السعودية نموذجاً بارزاً في إدارة هيكل رأس المال، حيث تجمع بين التمويل الذاتي والتمويل بالدين، مع ميل قوي للاحتفاظ بنسبة مرتفعة من الأرباح لدعم استثماراتها الضخمة؛
- ❖ إصدار صكوك إسلامية متعددة الشرائح بأسعار منافسة؛
- ❖ الطرح العام الأولي (IPO) سنة 2019، الذي اعتبر أكبر عملية اكتتاب في العالم، مما عزز مرونتها المالية ومكنها من جمع سيولة هائلة؛
- ❖ استخدام أدوات مالية متنوعة لإدارة المخاطر وتقليل تكلفة رأس المال؛
- ❖ ساهمت هذه الابتكارات في تعزيز المرونة المالية للشركة، حيث حافظت على مستويات عالية من السيولة، وانخفضت نسب المديونية مقارنة بحجم أصولها؛
- ❖ تظهر التحليلات أن أرامكو استطاعت تحقيق مستوى عال من المرونة المالية بفضل اعتمادها على هيكل رأس مال مبتكرة، وتنوع مصادر التمويل، وحصافة سياستها المالية؛
- ❖ يمكن اعتبار تجربة أرامكو مثلاً ناجحاً على دور الابتكار في هيكل رأس المال في تحقيق المرونة المالية، خصوصاً في قطاع حساس ومتقلب مثل قطاع النفط والغاز؛

❖ أثبتت الدراسة وجود علاقة مباشرة بين الابتكار في هيكل رأس المال وتحقيق المرونة المالية، إذ ساهمت هياكل التمويل المبتكرة في قدرة أرامكو على:

- تمويل استثماراتها الضخمة دون الاعتماد المفرط على القروض؛
- امتصاص أثر تذبذب أسعار النفط دون تأثير حاد على ربحيتها أو استقرارها المالي.

اختبار الفرضيات:

❖ يمكن للابتكار في هيكل رأس المال أن يساهم بشكل إيجابي وفعال في تحسين المرونة المالية للمؤسسة، حيث أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي معنوي للابتكار في هيكل رأس المال على تحسين المرونة المالية للمؤسسة، وساهمت الحلول المبتكرة في تنويع مصادر التمويل وتقليل المخاطر المالية وتحسين قدرة المؤسسة على مواجهة الأزمات والتغيرات الاقتصادية.

❖ فهم هيكل رأس المال التقليدي، ومكوناتها، ونظرياتها، والعوامل المؤثرة في اختيارها، يشكل أساساً لتقدير الحاجة إلى الابتكار المالي، أثبتت نتائج التحليل أن فهم المؤسسات للهيكل التقليدي لرأس المال يمكنها من إدراك نقاط الضعف والقيود في تلك الهيكل، مما يدفعها إلى البحث عن حلول مبتكرة لتحسين مرونتها المالية وتقليل مخاطر التمويل التقليدي.

❖ المرونة المالية تعتمد على مصادر متعددة وتتأثر بعوامل داخلية وخارجية، ويمكن قياسها من خلال مؤشرات مالية دقيقة، أظهرت الدراسة أن المرونة المالية ترتبط فعلاً بتنوع مصادر التمويل، وتتأثر بعوامل داخلية مثل حجم المؤسسة وهيكلها التنظيمي، وخارجية مثل البيئة الاقتصادية والتشريعات. كما أمكن قياس المرونة المالية باستخدام مؤشرات مالية دقيقة.

❖ هياكل رأس المال المبتكرة تلعب دوراً مهماً في تعزيز قدرة المؤسسة على مقاومة الأزمات وتحقيق مرونة مالية أكبر، بينت نتائج الدراسة أن اعتماد هياكل رأس مال مبتكرة، ساعد المؤسسات على تحسين قدرتها على مواجهة الأزمات المالية، وخفض من تأثيرها بالتقلبات الاقتصادية، مما زاد من مرونتها المالية واستقرارها.

الاقتراحات:

تم تقديم بعض الاقتراحات والمتمثلة فيما يلي:

- ❖ ضرورة تكثيف الأبحاث والدراسات العلمية حول موضوع الابتكار في هيكل رأس المال، باعتباره مجالاً حديثاً وحيوياً يسهم في تعزيز الاستقرار المالي للمؤسسات؛
- ❖ تشجيع المؤسسات الأكاديمية على إدراج موضوعات المرونة المالية وهياكل رأس المال المبتكرة ضمن البرامج التعليمية والبحثية، لرفع مستوى الوعي بأهميتها ودورها الاستراتيجي؛
- ❖ الاهتمام بتطوير نماذج كمية لقياس العلاقة بين هيكل رأس المال المبتكرة والمرونة المالية بشكل أدق، بما يسمح بتعميم النتائج على قطاعات اقتصادية مختلفة؛
- ❖ توصي الدراسة بضرورة استفادة المؤسسات العربية من تجربة أرامكو السعودية في تبني أدوات مالية مبتكرة، مثل الصكوك، والطرح العام الأولي، لتنويع مصادر التمويل وخفض كلفة رأس المال؛
- ❖ التأكيد على أهمية تحليل مؤشرات المرونة المالية بشكل دوري لدى المؤسسات الكبرى، لاكتشاف أية اختلالات مالية مبكراً واتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة؛
- ❖ ضرورة قيام الجهات الرقابية بتطوير أطر تنظيمية وتشريعية تدعم الابتكار المالي، وتسمح بإدخال أدوات تمويل جديدة تتناسب مع خصوصية أسواق رأس المال المحلية؛
- ❖ حث المؤسسات العاملة في القطاعات عالية المخاطر، مثل قطاع النفط والغاز، على اعتماد سياسات مالية مرنة تقلل من أثر تقلبات السوق على استقرارها المالي؛
- ❖ التوسع في برامج التكوين والتدريب الموجهة للإطارات المالية في المؤسسات حول كيفية توظيف أدوات التمويل المبتكرة ضمن هياكل رأس المال لتحقيق مرونة مالية أكبر.

آفاق البحث:

- تناولت هذه المذكرة موضوعا هاما وتم تسليط الضوء على عدة جوانب لكنه لا يزال يتطلب دراسات تطبيقية أكثر لاستكشاف واقع تطبيقه، وبناء على ذلك يمكن أن تفتح هذه المذكرة آفاقا للبحث تتعلق بـ:
- ❖ توسيع الدراسة التطبيقية لتشمل شركات أخرى في قطاعات مختلفة، للمقارنة بين أثر الابتكار في هيكل رأس المال على المرونة المالية عبر الصناعات المختلفة؛
 - ❖ إجراء دراسات مقارنة بين الشركات العربية والعالمية في كيفية توظيف الابتكار في هيكل رأس المال لمواجهة الأزمات المالية والاقتصادية؛
 - ❖ دراسة أثر الأدوات المالية المبتكرة الحديثة (مثل التمويل الجماعي، التمويل الهجين، التمويل الاسلامي) على مرونة المؤسسات المالية وغير المالية في الدول العربية؛
 - ❖ دراسة أثر الأطر التشريعية والتنظيمية في الدول العربية على مدى قدرة المؤسسات على تبني هياكل رأس مال مبتكرة.



قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

الكتب

1. أجين برغام، الإدارة المالية (2): أسس تقييم المشاريع تقييم الشركات القرارات التمويلية الاستراتيجية، شعاع للنشر والعلوم، حلب-سوريا، 2018.
2. النعيمي، التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر، عمان، الأردن، 2009.
3. الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006.
4. برايان كويل، هيكل رأس مال الشركات، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
5. دبير كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري للنشر، 2011.
6. سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية: مدخل حديث، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2010.
7. صادق الشمري، إدارة العمليات المصرفية ومداخل وتطبيقات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2018.
8. طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2002.
9. عبد العزيز محمد المخلافي، أساسيات الإدارة المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، دون سنة.
10. عليان الشريف رشاد العطار، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
11. محاسب إداري دولي عربي معتمد (IACMA)، المحاسبة الإدارية والإدارة المالية، المجمع الدولي العربي للمحاسبين القانونيين، الجزء الثاني، طبعة 2014، عمان، الأردن.
12. محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، عمان، 2010.

13. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة السادسة، الإسكندرية، مصر.

14. هندي صالح، الإدارة المالية: مدخل تحليل معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة السادسة، 2008.

مقالات والدوريات علمية

1. أسماء بلعلمي، مدى تأثير المرونة المالية للمؤسسة في الرفع من قدرتها على الاستثمار، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد 09، العدد 01، جامعة باتنة، الجزائر، 2019.

2. أسماء دراجي، نور الهدى دحماني، منصات التمويل الجماعي الأخضر، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد 08، العدد 02، الجزائر، 2024.

3. خانم نوري كاكه حمه العطار، ألاء عزت جلال، المرونة المالية ودورها في رفع مستوى الأداء المالي، المجلة العلمية لجامعة جيهان-السليمانية، العراق، المجلد 7، العدد 2، 2023.

4. خديجة عرقوب، دور شركات التكنولوجيا المالية الإسلامية في دعم المؤسسات الناشئة، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 11، العدد 02، سكيكدة-الجزائر، 2023.

5. دلشاد حبيب جبار، حكمت رشيد سلطان، دور المرونة المالية في تحقيق الاستقرار المالي، المجلة الأكاديمية لجامعة نوروز، 2024.

الأطروحات ورسائل الماجستير

1. سيف الدين أحمد عواد الأسدي، تحليل مؤشرات المرونة المالية للشركات وتأثيرها في الأداء المالي، رسالة ماجستير، جامعة كربلاء، العراق، 2021.

2. محمد كامل غانم الكناني، هيكل رأس المال وتأثيره في القيمة السوقية للأسهم، أطروحة دكتوراه، جامعة كربلاء، العراق، 2023.

الملتقيات

1. بلال سباع، سامية عمر عبدة، أعمال المؤتمر العلمي الدولي: الهندسة الإدارية للمؤسسات المالية، مخبر التنمية المكانية، الجزائر، 2021.
2. بن قيدة مروان، التكنولوجيا المالية الابتكارات والحلول الرقمية، كتاب جماعي، مخبر التنمية المحلية المستدامة، الجزائر، 2021.
3. عباسي طلال، بركان عماد، رأس المال المخاطر صناعة مثلى لتمويل المؤسسات الناشئة، الملتقى الوطني، خنشلة، الجزائر، 2022.
4. عبد الباقي حرز الله، مسعودة توامدية، منصات التمويل الجماعي كآلية لدعم المؤسسات الناشئة، الملتقى الدولي، جامعة ابن خلدون-تيارت، 2024.
5. علي سعد علوان، هيكل رأس المال الدولي، العراق، 2021، منشور على ResearchGate، https://www.researchgate.net/publication/hykl_ras_almaal_aldwly-international_Capital_structure
6. قنوازي فاطمة الزهراء، نوي أحمد، فهم الإطار القانوني الجزائري لتمويل الشركات الناشئة، الملتقى الوطني، باتنة، الجزائر، 2023.
7. كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، النظام المالي الإسلامي: المبادئ والممارسات، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1435هـ.

المراجع الأجنبية:

1. Jean Pierre Lahille, Analyse Financière, 1ère édition, Compus Dalloz, Paris, 2001.
2. Al-Slehat, Zaher Abdel Fattah, The impact of the financial flexibility on the performance: An empirical Study on a sample of Jordanian services sector firms in period (2010-2017), International journal of business and mangement; Vol 14, No 06.



الملاحق

الملحق رقم (01) الميزانية المالية لسنة 2021-2022

قائمة المركز المالي الموحدة

جميع المبالغ بملايين الريالات السعودية ما لم يذكر خلاف ذلك

ريال سعودي		دولار أمريكي*		إيضاح	
في 31 ديسمبر	2022	في 31 ديسمبر	2021		
1,303,266	347,538	1,244,316	331,818	5	الموجودات
159,328	42,487	160,668	42,845	6	الموجودات غير المتداولة
72,196	19,252	69,559	18,549	7	ممتلكات والآلات ومعدات
18,093	4,825	14,969	3,992	8	موجودات غير ملموسة
23,034	6,142	-	-	21	استثمارات في مشاريع مشتركة وشركات زميلة
32,418	8,645	37,776	10,073	9	موجودات ضريبة دخل مؤجلة
26,758	7,136	24,161	6,443	10	منافع ما بعد انتهاء التوظيف
1,635,093	436,025	1,551,449	413,720		موجودات وندم مدينة أخرى
100,528	26,808	74,703	19,921	11	استثمارات في أوراق مالية
164,442	43,851	140,373	37,433	12	الموجودات المتداولة
54,545	14,545	41,317	11,018	13	مخزون
31,054	8,281	28,196	7,519	9	ندم مدينة تجارية
281,215	74,991	27,073	7,219	14	مبالغ مستحقة من الحكومة
226,047	60,279	299,579	79,888	15	موجودات وندم مدينة أخرى
857,831	228,755	611,241	162,998		استثمارات قصيرة الأجل
2,492,924	664,780	2,162,690	576,718		نقد وما يماثله
					مجموع الموجودات
75,000	20,000	60,000	16,000		حقوق الملكية والمطلوبات
26,981	7,195	26,981	7,195		حقوق المساهمين
(2,236)	(596)	(2,828)	(754)	16	رأس المال
1,339,892	357,305	1,018,443	271,585		رأس مال إضافي مدفوع
6,000	1,600	6,000	1,600		أسهم خزينة
3,279	874	4,661	1,243	18	أرباح مبقاة
1,448,916	386,378	1,113,257	296,869		غير مخصصة
217,231	57,928	167,411	44,643	19	مخصصة
1,666,147	444,306	1,280,668	341,512		احتياطيات أخرى
318,380	84,901	436,371	116,366	20	الحصص غير المسيطرة
122,311	32,616	74,850	19,960	8	المطلوبات غير المتداولة
26,923	7,179	40,729	10,861	21	قروض
27,777	7,408	26,244	6,998	22	مطلوبات ضريبة دخل مؤجلة
495,391	132,104	578,194	154,185		منافع ما بعد انتهاء التوظيف
135,390	36,104	124,689	33,251	23	مخصصات ومطلوبات أخرى
104,978	27,995	90,525	24,140	8	المطلوبات المتداولة
16,254	4,334	14,064	3,750		ندم دائنة تجارية وأخرى
74,764	19,937	74,550	19,880	20	التزامات للحكومة:
331,386	88,370	303,828	81,021		ضرائب دخل وزكاة
826,777	220,474	882,022	235,206		ربح
2,492,924	664,780	2,162,690	576,718		قروض
					مجموع المطلوبات
					مجموع حقوق الملكية والمطلوبات

* يتم تحويل هذه المعلومات الإضافية بسعر صرف ثابت 1.00 دولار أمريكي = 3.75 ريال سعودي للملازمة فقط، وتعرض بملايين الدولارات الأمريكية.

زيد بن ثامر المرشد
النائب التنفيذي للرئيس
وكبير الإداريين الماليين

أمين بن حسن الناصر
الرئيس وكبير الإداريين التنفيذيين

معالي الأستاذ/ ياسر بن عثمان الرميان
رئيس مجلس الإدارة

الملحق رقم(02): الميزانية المالية لسنة 2022-2023

قائمة المركز المالي الموحدة

جميع المبالغ بملايين الريالات السعودية ما لم يذكر خلاف ذلك

ريال سعودي		دولار أمريكي*		إيضاح	
في 31 ديسمبر	2023	في 31 ديسمبر	2022		
					الموجودات
					الموجودات غير المتداولة
347,538	369,258	1,303,266	1,384,717	5	ممتلكات وآلات ومعدات
42,487	43,881	159,328	164,554	6	موجودات غير ملموسة
19,252	18,526	72,196	69,474	7	استثمارات في مشاريع مشتركة وشركات زميلة
4,825	5,483	18,093	20,560	8	موجودات ضريبة دخل مؤجلة
6,142	6,576	23,034	24,661	21	منافع ما بعد انتهاء التوظيف
8,645	12,871	32,418	48,265	9	موجودات ونعم مدينة أخرى
7,136	9,060	26,758	33,974	10	استثمارات في أوراق مالية
436,025	465,655	1,635,093	1,746,205		
					الموجودات المتداولة
26,808	22,920	100,528	85,951	11	مخزون
43,851	43,712	164,442	163,919	12	نعم مدينة تجارية
14,545	13,168	54,545	49,378	13	مبالغ مستحقة من الحكومة
8,281	8,999	31,054	33,747	9	موجودات ونعم مدينة أخرى
74,991	49,158	281,215	184,343	14	استثمارات قصيرة الأجل
60,279	53,059	226,047	198,973	15	نقد وما يماثلته
228,755	191,016	857,831	716,311		
-	4,113	-	15,424	(1)34	موجودات مصنفة كمعدة للبيع
228,755	195,129	857,831	731,735		
664,780	660,784	2,492,924	2,477,940		مجموع الموجودات
					حقوق الملكية والمطلوبات
					حقوق المساهمين
20,000	24,000	75,000	90,000		رأس المال
7,195	7,195	26,981	26,981		رأس مال إضافي مدفوع
(596)	(363)	(2,236)	(1,362)	16	أسهم خزينة
357,305	376,394	1,339,892	1,411,474		أرباح مبقاة
1,600	1,600	6,000	6,000		غير مخصصة
874	403	3,279	1,514	18	مخصصة
386,378	409,229	1,448,916	1,534,607		احتياطيات أخرى
57,928	53,996	217,231	202,485	19	
444,306	463,225	1,666,147	1,737,092		الحصص غير المسطرة
					المطلوبات غير المتداولة
84,901	60,395	318,380	226,481	20	قروض
32,616	37,986	122,311	142,449	8	مطلوبات ضريبة دخل مؤجلة
7,179	6,973	26,923	26,147	21	منافع ما بعد انتهاء التوظيف
7,408	7,521	27,777	28,205	22	مخصصات ومطلوبات أخرى
132,104	112,875	495,391	423,282		
					المطلوبات المتداولة
36,104	40,414	135,390	151,553	23	نعم دائنة تجارية ومطلوبات أخرى
27,995	22,010	104,978	82,539	8	التزامات للحكومة
4,334	3,762	16,254	14,107		ضرائب دخل وزكاة
19,937	16,978	74,764	63,666	20	ربح
88,370	83,164	331,386	311,865		قروض
-	1,520	-	5,701	(1)34	مطلوبات مرتبطة مباشرة بموجودات مصنفة كمعدة للبيع
88,370	84,684	331,386	317,566		
220,474	197,559	826,777	740,848		مجموع المطلوبات
664,780	660,784	2,492,924	2,477,940		مجموع حقوق الملكية والمطلوبات

* يتم تحويل هذه المعلومات الإضافية بسعر صرف ثابت: 1.00 دولار أمريكي = 3.75 ريال سعودي للملازمة فقط، وتعرض بملايين الدولارات الأمريكية.


 زهاد بن شامر المرشد

النائب التنفيذي للرئيس وكبير الإداريين الماليين


 أمهر بن حسن الناصر

الرئيس وكبير الإداريين التنفيذيين


 معالي الأستاذ ياسر بن عثمان الرميان

رئيس مجلس الإدارة

الملحق رقم (03): قائمة التدفقات النقدية 2022-2023

قائمة التدفقات النقدية الموحدة

جميع المبالغ بملابيين الريالات السعودية ما لم يذكر خلاف ذلك

ريال سعودي		دولار أمريكي*		إيضاح	
للسنة المنتهية في 31 ديسمبر	2023	للسنة المنتهية في 31 ديسمبر	2022		
888,067	1,152,962	236,818	307,456		الدخل قبل ضرائب الدخل والريكة
					التعديلات لتسوية الدخل قبل ضرائب الدخل والريكة إلى صافي النقد الناتج من أنشطة التشغيل
97,040	91,618	25,877	24,431	6,5	استهلاك وإطفاء
3,018	2,916	804	777	6	تكاليف تنقيب وتقييم مشغوبة
1,805	3,861	482	1,029		خسارة استبعاد ممتلكات وآلات ومعدات
3,219	-	858	-	(1)34	خسارة قياس القيمة العادلة لموجودات مصنفة كمعدة للبيع
832	1,525	222	407		حركة في مخزون
4,001	(2,873)	1,067	(766)	7	حصة في نتائج مشاريع مشتركة وشركات زميلة
(31,967)	(14,894)	(8,524)	(3,972)	27	دخل تمويل ودخل آخر
8,186	8,882	2,183	2,369	20	تكاليف تمويل
(347)	237	(92)	64		تغير في القيمة العادلة لاستثمارات من خلال الربح أو الخسارة
(389)	(373)	(103)	(99)	7	تغير في استبعاد أرباح مخزون مشاريع مشتركة وشركات زميلة
406	1,205	108	322		أخرى
11,285	(26,555)	3,010	(7,082)		التغير في رأس المال العامل
47	(22,906)	12	(6,108)		مخزون
5,167	(13,228)	1,377	(3,527)		ذمم مدينة تجارية
(3,005)	(462)	(801)	(123)		مبالغ مستحقة من الحكومة
9,946	13,745	2,653	3,665		موجودات وذمم مدينة أخرى
(2,147)	2,190	(572)	584		ذمم دائنة تجارية ومطلوبات أخرى
(17,740)	2,973	(4,731)	792	35(ج)	ربع مستحق
476	(411)	126	(109)		التغيرات الأخرى
1,034	596	276	158		موجودات وذمم مدينة أخرى
(441,120)	(502,856)	(117,633)	(134,094)	8	مخصصات ومطلوبات أخرى
537,814	698,152	143,417	186,174		منافع ما بعد انتهاء التوظيف
(158,308)	(141,161)	(42,215)	(37,643)	4	سداد ضريبة دخل وريكة وضرائب أخرى
(9,878)	(1,708)	(2,634)	(455)	(1)35	صافي النقد الناتج من أنشطة التشغيل
(3,607)	(1,489)	(962)	(397)	7	نفقات رأسمالية
-	1,651	-	440	(ب)34	استحوذ على شركات منتسبة، بعد خصم النقد المستحوذ عليه
3,545	4,535	945	1,210		استثمارات إضافية في مشاريع مشتركة وشركات زميلة
411	390	110	104		متحصلات من بيع حصة ملكية في شركة زميلة
25,628	5,950	6,834	1,587	7	توزيعات من مشاريع مشتركة وشركات زميلة
(8,682)	(3,035)	(2,316)	(810)	27	توزيعات أرباح من استثمارات في أوراق مالية
96,872	(254,142)	25,833	(67,772)	(ج)35	فوائد مستحقة
(54,019)	(389,009)	(14,405)	(103,736)		صافي استثمارات في أوراق مالية
(366,674)	(281,318)	(97,780)	(75,018)		صافي استحقاقات (مستحقات) استثمارات قصيرة الأجل
(14,428)	(14,417)	(3,848)	(3,845)		صافي النقد المستخدم في أنشطة الاستثمار
-	58,125	-	15,500	36	توزيعات أرباح مدفوعة إلى المساهمين في الشركة
-	(230)	-	(62)		توزيعات أرباح مدفوعة إلى حصص غير مسيطرة في شركات تابعة
662	550	176	146		متحصلات من بيع حصة ملكية غير مسيطرة في شركة تابعة
32,057	9,082	8,549	2,422	16	استحوذ على حصص غير مسيطرة في بعض الشركات التابعة
(134,495)	(132,514)	(35,865)	(35,337)		متحصلات من إصدار أسهم خزينة
(13,639)	(12,114)	(3,637)	(3,230)		سداد قروض
(14,352)	(9,839)	(3,827)	(2,623)		جزء رئيسي في مدفوعات عقود إيجار
(510,869)	(382,675)	(136,232)	(102,047)		فوائد مدفوعة
(27,074)	(73,532)	(7,220)	(19,609)		صافي النقد المستخدم في أنشطة التمويل
226,047	299,579	60,279	79,888		صافي النقص في النقد وما يماثله
198,973	226,047	53,059	60,279		النقد وما يماثله في بداية السنة
					النقد وما يماثله في نهاية السنة

* يتم تحويل هذه المعلومات الإضافية بسعر صرف ثابت 1.00 دولار أمريكي = 3.75 ريال سعودي للملازمة فقط، وتعرض بملابيين الدولارات الأمريكية.



زياد بن ثامر المرشد
النائب التنفيذي للرئيس وكبير الإداريين الماليين



أمين بن حسن الناصر
الرئيس وكبير الإداريين التنفيذيين



معالي الأستاذ/ ياسر بن عثمان الروميهان
رئيس مجلس الإدارة

الملحق رقم (04): قائمة الدخل 2023-2022

قائمة الدخل الموحدة

جميع المبالغ بملايين الريالات السعودية ما لم يذكر خلاف ذلك

ريال سعودي		دولار أمريكي*		إيضاح	
للفترة المنتهية في 31 ديسمبر	2023	للفترة المنتهية في 31 ديسمبر	2022		
2,006,955	1,653,281	535,188	440,875	24	إيرادات
259,418	203,092	69,178	54,158		دخل آخر متعلق بالمبيعات
2,266,373	1,856,373	604,366	495,033		الإيرادات والدخل الآخر المتعلق بالمبيعات
(341,510)	(231,795)	(91,069)	(61,812)	25	ربح وضرائب أخرى
(490,690)	(471,225)	(130,851)	(125,660)		مشتريات
(101,912)	(96,523)	(27,177)	(25,739)		إنتاج وتصنيع
(83,700)	(76,890)	(22,320)	(20,504)		بيع وإدارية وعمومية
(8,447)	(9,416)	(2,253)	(2,511)		تنقيب
(4,419)	(5,197)	(1,178)	(1,386)		بحث وتطوير
(91,618)	(97,040)	(24,431)	(25,877)	6.5	استهلاك وإطفاء
(1,122,296)	(988,086)	(299,279)	(263,489)		تكاليف التشغيل
1,144,077	868,287	305,087	231,544		دخل التشغيل
2,873	(4,001)	766	(1,067)	7	حصة في نتائج مشاريع مشتركة وشركات زميلة
14,894	31,967	3,972	8,524	27	دخل تمويل ودخل آخر
(8,882)	(8,186)	(2,369)	(2,183)	20	تكاليف تمويل
1,152,962	888,067	307,456	236,818		الدخل قبل ضرائب الدخل والركاة
(548,957)	(433,303)	(146,388)	(115,547)	8	ضرائب الدخل والركاة
604,005	454,764	161,068	121,271		صافي الدخل
					صافي الدخل العائد إلى
597,215	452,753	159,257	120,734		حقوق المساهمين
6,790	2,011	1,811	537		الحصص غير المسيطرة
604,005	454,764	161,068	121,271		
2.47	1.87	0.66	0.50	37	ربحية السهم (الأساسية والمخفضة)

* يتم تحويل هذه المعلومات الإضافية بسعر صرف ثابت 1.00 دولار أمريكي = 3.75 ريال سعودي للملازمة فقط، وتعرض بملايين الدولارات الأمريكية.

1
زيد بن شاهر العرشيد

النائب التنفيذي للرئيس وكبير الإداريين الحاليين

أمير بن حسن الناصر

الرئيس وكبير الإداريين التنفيذيين

معالي الأستاذ/ ياسر بن عثمان الرميان

رئيس مجلس الإدارة

الملحق رقم (05): قائمة التغيرات في حقوق الملكية

قائمة التغيرات في حقوق الملكية الموحدة جميع المبالغ بملابدين الريالات السعودية ما لم يذكر خلاف ذلك

ريال سعودي	حقوق المساهمين								
	الأرباح المبقاة					رأس المال الإضافي المدفوع	رأس المال		
	الاحتياطيات الأخرى (إيضاح 18)	الحصص غير المسيطرة	المجموع	المجموع	أسهم الخزينة				
الرصيد في 1 يناير 2022	60,000	26,981	(2,828)	1,018,443	6,000	4,661	167,411	1,280,668	341,512
صافي الدخل	-	-	-	597,215	-	-	-	604,005	161,068
الدخل الشامل الآخر	-	-	-	-	-	-	-	18,626	4,967
مجموع الدخل الشامل	-	-	-	597,215	-	-	-	622,631	166,035
تحويل إعادة قياس منافع ما بعد انتهاء التوظيف (إيضاح 18)	-	-	-	19,427	-	(19,427)	-	-	-
تحويل حصة إعادة قياس منافع ما بعد انتهاء التوظيف من مشاريع مشتركة وشركات زميلة (إيضاح 18)	-	-	-	144	-	(144)	-	-	-
أسهم خزينة مصدرة للموظفين (إيضاح 16)	-	-	592	99	-	(137)	-	554	147
تعويض على أساس السهم	-	-	-	(3)	-	296	-	293	78
توزيعات أرباح (إيضاح 36)	-	-	-	(281,318)	-	-	-	(281,318)	(75,018)
أسهم مجانية مصدرة (إيضاح 36)	15,000	-	-	(15,000)	-	-	-	-	-
بيع حصة ملكية غير مسيطرة في شركة تابعة (إيضاح 34ج))	-	-	-	-	-	-	58,125	58,125	15,500
استحواذ على حصص غير مسيطرة في بعض الشركات التابعة	-	-	-	(3)	-	-	(227)	(230)	(62)
توزيعات أرباح إلى حصص غير مسيطرة وأخرى	-	-	-	888	-	-	(15,464)	(14,576)	(3,886)
الرصيد في 31 ديسمبر 2022	75,000	26,981	(2,236)	1,339,892	6,000	3,279	217,231	1,666,147	444,306
صافي الدخل (الخسارة)	-	-	-	452,753	-	-	-	454,764	121,271
الدخل (الخسارة) الشامل الآخر	-	-	-	-	-	(1,642)	(67)	(1,709)	(456)
مجموع الدخل (الخسارة) الشامل	-	-	-	452,753	-	-	1,944	453,055	120,815
تحويل إعادة قياس منافع ما بعد انتهاء التوظيف (إيضاح 18)	-	-	-	66	-	(66)	-	-	-
تحويل حصة إعادة قياس منافع ما بعد انتهاء التوظيف من مشاريع مشتركة وشركات زميلة (إيضاح 18)	-	-	-	90	-	(90)	-	-	-
أسهم خزينة مصدرة للموظفين (إيضاح 16)	-	-	874	232	-	(439)	-	667	178
تعويض على أساس السهم	-	-	-	(4)	-	472	-	468	125
توزيعات أرباح (إيضاح 36)	-	-	-	(366,674)	-	-	-	(366,674)	(97,780)
أسهم مجانية مصدرة (إيضاح 36)	15,000	-	-	(15,000)	-	-	-	-	-
توزيعات أرباح إلى حصص غير مسيطرة وأخرى	-	-	-	119	-	-	(16,690)	(16,571)	(4,419)
الرصيد في 31 ديسمبر 2023	90,000	26,981	(1,362)	1,411,474	6,000	1,514	202,485	1,737,092	463,225

1. تمثل الأرباح المخصصة، والتي أنشئت في الأصل بموجب النظام الأساسي لعام 1988 لشركة الزيت العربية السعودية، احتياطيًا نظاميًا غير قابل للتوزيع. ويتم الاحتفاظ بهذا المبلغ وفقًا للنظام الأساسي المعتمد في 1 يناير 2018 (إيضاح 1).

* يتم تحويل هذه المعلومات الإضافية بسعر صرف ثابت 1.00 دولار أمريكي = 3.75 ريال سعودي للملازمة فقط، وتعرض بملابدين الدولارات الأمريكية.


زياد بن ثامر المرشد

النائب التنفيذي للرئيس وكبير الإداريين الماليين


أمير بن حسن الناصر

الرئيس وكبير الإداريين التنفيذيين


معالي الأستاذ / باسر بن عثمان الرميحان

رئيس مجلس الإدارة

الملاحق

قائمة الدخل الشامل الموحدة

جميع المبالغ بملايين الريالات السعودية ما لم يذكر خلاف ذلك

ريال سعودي		ريال سعودي		إيضاح	
للسنة المنتهية في 31 ديسمبر		للسنة المنتهية في 31 ديسمبر			
2022	2023	2022	2023		
161,068	121,271	604,005	454,764	18	
صافي الدخل					
الدخل (الخسارة) الشامل الآخر، بعد خصم الضريبة					
بنود لن يعاد تصنيفها إلى صافي الدخل					
5,655	(7)	21,208	(25)		إعادة قياس منافع ما بعد انتهاء التوظيف
38	24	144	90		حصة في إعادة قياس منافع ما بعد انتهاء التوظيف من مشاريع مشتركة وشركات زميلة
(56)	(446)	(211)	(1,671)		تغيرات في القيمة العادلة لاستثمارات في حقوق ملكية مصنفة بالقيمة العادلة من خلال الدخل الشامل الآخر
387	(278)	1,450	(1,044)		بنود يمكن إعادة تصنيفها لاحقاً إلى صافي الدخل
(114)	139	(427)	520		تحويلات تدفقات نقدية وأخرى
94	333	351	1,250		تغيرات في القيمة العادلة لسندات دين مصنفة بالقيمة العادلة من خلال الدخل الشامل الآخر
(1,037)	(221)	(3,889)	(829)		حصة في دخل شامل آخر لمشاريع مشتركة وشركات زميلة
4,967	(456)	18,626	(1,709)		فروقات تحويل عملات
166,035	120,815	622,631	453,055		مجموع الدخل الشامل
مجموع الدخل الشامل العائد إلى					
164,065	120,296	615,245	451,111		حقوق المساهمين
1,970	519	7,386	1,944		الحصص غير المسيطرة
166,035	120,815	622,631	453,055		

* يتم تحويل هذه المعلومات الإضافية بسعر صرف ثابت 1.00 دولار أمريكي = 3.75 ريال سعودي للعلامة فقط، وتعرض بملايين الدولارات الأمريكية.



زياد بن ثامر المرشد
النائب التنفيذي للرئيس وكبير الإداريين الحاليين



أمين بن حسن الناصر
الرئيس وكبير الإداريين التنفيذيين



معالي الأستاذ/ ياسر بن عثمان الرميان
رئيس مجلس الإدارة