

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 08 ماي 1945 - قالمة
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مطبوعة دروس

التسيير المالي

من اعداد الدكتورة: سعيدة بورديمة

السنة الجامعية: 2014 / 2015

فهرس المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
أ	المقدمة
01	الفصل الأول: الادارة المالية في المؤسسة
08	الفصل الثاني: الاطار العام للتسيير المالي
15	الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن
26	الفصل الرابع: التحليل المالي الوظيفي
50	الفصل الخامس: التحليل المالي الديناميكي
65	الفصل السادس: السياسة المالية آلية اتخاذ القرارات المالية أو التمويلية
84	الفصل السابع: التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية
98	الخاتمة
99	قائمة المراجع

مقدمة:

يشهد العصر الحديث العديد من التطورات في العوامل والمتغيرات الاقتصادية والاجتماعية والتي أدت إلى تزايد أهمية المعلومات المحاسبية التي تشكل العصب الحيوي في عملية اتخاذ القرارات. ولغرض الافصاح عن قيمة المعلومات المحتواة في القوائم المالية كان لا بد من ظهور ما يعرف اليوم بالتسيير المالي .

إذ يعد موضوع التسيير المالي أحد المواضيع المهمة في حقل الإدارة المالية إذ من خلاله تتمكن المؤسسة من تشخيص نقاط القوة والضعف في بيئتها الداخلية وتقوم قراراتها التمويلية والاستثمارية كما يمكن أن تستخدمه كأحد الأسس المهمة في تحديد خياراتها الإستراتيجية.

فالتسيير المالي هو علم له قواعد ومعايير وأسس يهتم بتجميع البيانات والمعلومات الخاصة بالقوائم المالية للمؤسسة وإجراء التصنيف اللازم لها ثم اخضاعها الى دراسة تفصيلية دقيقة وإيجاد الربط والعلاقة فيما بينهما، ثم تفسير النتائج التي تم التوصل اليها والبحث عن أسبابها لاكتشاف نقاط الضعف والقوة في الخطط والسياسات المالية بالإضافة الى تقييم أنظمة الرقابة ووضع الحلول والتوصيات اللازمة لذلك في الوقت المناسب.

وينقسم عمل المدير المالي إلى قسمين أساسيين المحلل المالي الذي يكون على المدى القصير باستعمال التحليل المالي الساكن وعمل المسير المالي الذي يكون على المدى الطويل من خلال التحليل الديناميكي والقرارات التمويلية والاستثمارية. وهو ما سنتناوله في هذه المطبوعة.

لقد جاءت هذه المطبوعة في سبعة فصول مرتبطة بطريقة منطقية، حيث خصصنا الفصل الأول للمؤسسة الاقتصادية كونها تعد اللبنة الأساسية في تكوين اقتصاديات الدول بالتعرض للأسس النظرية لها من خلال تعريفها والتطرق لوظائفها مع التركيز على إحدى أهمها وهي الادارة المالية.

وبما أن الواقع النظري لمالية المؤسسة في تطور مستمر فقد حرصنا على توضيح ذلك بالتعرض في الفصل الثاني للإطار العام للتسيير المالي بالتركيز على التشخيص المالي والاستراتيجي للمؤسسة.

في الفصل الثالث نتعرض لمختلف مراحل تطور التحليل المالي من خلال التعرف على التحليل المالي الساكن وبمختلف أساليبه وأدواته من رأس مال عامل ونسب مالية وغيرها والمستعملة في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة في دورة مالية واحدة للوقوف على نقاط القوة وتعزيزها ونقاط الضعف لتحسينها.

وبما أن تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية لا يقتصر على دورة واحدة وإنما يمتد لفترات زمنية طويلة، فإنه تم وضع أدوات للتقييم على دورات متعددة وهو ما يسمى بالتحليل الديناميكي (الحركي) ومن أهم أساليبه و أدواته جداول التمويل وجدول التدفقات النقدية واللذان يعبران عن تطور حالة المؤسسة من بداية النشاط إلى نهايته (السنة) حيث أن كلاهما يفسر

كيفية حدوث التغييرات على الذمة المالية للمؤسسة خلال فترة من الزمن. وإظهار مختلف الحركات المالية أو التدفقات النقدية، فمن خلال استعملهما يسمح لنا بوضوح التوجهات الإستراتيجية لنمو المؤسسة، وهو ما يتناوله الفصل الخامس.

كما أنه لبناء كل من جدول التمويل وجدول التدفقات النقدية يجب أن تتوفر لنا جميع المعلومات الكافية لتحقيق ذلك، ولكن في الأصل وبالنظر إلى الكشوفات المتاحة بصفة خاصة نذكر الميزانية المحاسبية بحيث لا يمكن الوصول إلى ذلك إلا بعد ترتيب عناصر هذه الأخيرة بشكل يتناسب مع الهدف المرجو وهذا ما يسمى بالميزانية الوظيفية وهو ما يتطرق له الفصل الرابع.

بعد انتهاء عمل المحلل المالي وهو ما أوضحته الفصول الخمسة الأولى من المطبوعة يأتي دور المسير المالي والذي ينصب على اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية، حيث يتناول الفصل السادس المعايير والأسس التي تبنى عليها السياسة المالية ومختلف التقنيات المعتمدة في اختيار مصادر التمويل والنظريات المفسرة لهيكل التمويل سواء التقليدية أو الحديثة.

أما الفصل السابع فقد خصص للتقييم المالي للمشاريع الاستثمارية من خلال التطرق للاستثمار والمشروع الاستثماري وخصائصه وأهم المعايير المعتمدة في عملية التقييم والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة وفي ظل كل ظروف الطبيعة.

وفي الأخير أرجو أن أكون قد وفقت في تقديم الأحسن وأن تكون هذه المطبوعة مرجعا مفيدا للجميع من زملائي الأساتذة وأعزائي الطلبة، وأن تلقى اهتماما منهم بتقدم الانتقادات والاقتراحات البناءة الكفيلة بتحسينها في المستقبل ان شاء الله.

الدكتورة: سعيدة بورديمة

الفصل الأول: الادارة المالية في المؤسسة

احتلت المؤسسة الاقتصادية حيزا كبيرا في كتابات وأعمال الاقتصاديين على اختلاف اتجاهاتهم وانتماءاتهم باعتبارها تمثل عصب الحياة الاقتصادية والوحدة الأساسية لأي اقتصاد وبالتالي فإن تطور الاقتصاد الوطني مرهون بالفعالية الاقتصادية للمؤسسة، كما أن نمو الأخيرة مرتبط بعدة عوامل تختلف الحاجة إليها باختلاف البيئة التي تنشط فيها كتوفر رؤوس أموال، اليد العاملة المؤهلة والمواد الأولية... وغيرها، بالإضافة إلى تلك العوامل هناك عامل رئيسي يتوقف عليه ذلك النمو ألا وهو التسيير المحكم للمؤسسة ذاتها وخاصة فيما يتعلق بالجانب المالي الذي يعتبر محركها الحيوي والمسؤول عن كافة الأنشطة الرئيسية بطريقة تمكن من بلوغ أهداف المؤسسة ذلك أنه يتغلغل في جميع أوجه نشاط المؤسسة، يجب أن نتطرق إلى الوظيفة المسؤولة عن الجانب المالي بالمؤسسة ألا وهي الادارة المالية.

1. ماهية المؤسسة:

1.1 مفهوم المؤسسة الاقتصادية:

من الصعب أن نحيط في تعريف واحد المؤسسة فهي مفهوم يتميز بالشمولية ويمكن أن ينظر إليه من زوايا متعددة بسبب:

- التطور المستمر الذي تشهده المؤسسات وتعدد أشكالها القانونية؛
- اتساع وتنوع أنشطة المؤسسات بسبب التطور التكنولوجي؛
- اختلاف الايديولوجيات والمدارس الفكرية التي تناولته.

فيمكن النظر إليها على أنها:

❖ " كل وحدة قانونية سواء كانت شخص مادي أو شخص معنوي، والتي تتمتع باستقلال مالي في صنع القرار وتنتج سلع وخدمات تجارية".¹

❖ " خلية اقتصادية، وبشرية، والتي تشكل مركزا مستقل ماليا في صنع القرار، بحيث إدارة ومراقبة هذا المركز تعتمد على شروط تقسيم رأس المال بين الشركاء، وكذلك حسب خصائص كل مؤسسة".²

إذن المؤسسة منظمة مجهزة بكيفية توزع فيها المهام والمسؤوليات، وتتخصص في إنتاج السلع والخدمات التي يتم بيعها في الأسواق بغرض تحقيق أرباح من وراء ذلك.

¹ Jean Longate, Jacques Muller, **Economie d'entreprise**, dunod, Paris, 2004, p 01.

² Pierre Conso, **La gestion financiere de l'entreprise**, dunod, paris, 2000, p 60.

1..2 وظائف المؤسسة الاقتصادية:

- تتكون المؤسسة الاقتصادية من عدة وظائف تسهر على استمرارية العمل فيها من أجل تحقيق أهدافها ومن أهمها:
- أ. **وظيفة الشراء:** تتضمن كافة الأنشطة المتعلقة بالمعاملات أو التبادل مع الأطراف الداخلية والخارجية، وتنبع أهمية هذه الوظيفة من خلال ممارسة الأنشطة التي تتضمن استمرار وانتظام الإنتاج من خلال إمداده باحتياجاته.
- ب. **وظيفة الإنتاج:** تعد الوظيفة المسؤولة عن التصميم والتشغيل والرقابة على الأنشطة الإنتاجية عن طريق ممارسة العملية الإدارية بعناصرها الأربعة، من تخطيط، تنظيم، توجيه، وتنمية الكفاءات البشرية والرقابة لجميع أنشطة النظم الإنتاجية. وينظر إلى هذه الوظيفة بأنها النشاط الاقتصادي الذي يهدف إلى تحويل أنواع معينة من المدخلات إلى أنواع محددة من المخرجات.
- ت. **وظيفة التخزين:** تتكون من مجموعة الأنشطة التي تهدف إلى الاحتفاظ بالموجودات لفترة من الزمن، والمحافظة عليها بحالتها أو إحداث التغييرات المطلوبة لحين استخدامها مع أقل استثمار ممكن وبأقل تكلفة ممكنة.
- ث. **وظيفة الموارد البشرية:** تعنى هذه الوظيفة بإدارة العنصر البشري داخل المنظمة والعمل على إيجاد علاقات متوافقة بين العاملين، فهي النشاط الذي يتم بموجبه الحصول على الموارد البشرية اللازمة للمنظمة من حيث العدد والنوعية التي تخدم أغراضها وترغبهم على البقاء وجعلهم يبذلون أكبر جهد ممكن لإنجاحها وتحقيق أهدافها.
- ج. **وظيفة التسويق:** عملية تخطيط وتنفيذ مفاهيم، التسعير، الترويج، وتوزيع الأفكار والسلع والخدمات لإيجاد تبادلات من شأنها إشباع حاجات ورغبات الأفراد والمنظمات.
- ح. **الوظيفة المالية:** سيتم تناولها بالتفصيل.

2. الوظيفة المالية داخل المؤسسة:

عرف مفهوم الإدارة المالية تطوراً كبيراً خلال السنوات الأخيرة، فالمفهوم التقليدي للإدارة المالية كان محددًا بكيفية الحصول على الأموال بسبب حدوث ما يسمى بالكساد العظيم سنة 1929 حيث واجهت المؤسسات مجالات متعددة من الفشل والتعثر المالي، فكان الهدف هو الحصول على الأموال من المؤسسات والأسواق المالية لتمويل هذه المؤسسات. أما نظرة المنهج الحديث للإدارة المالية فهي عامة وشاملة إذ لم يقتصر دورها على عملية الحصول على الأموال بل اتسع ليشمل الاستخدام الأمثل لهذه الأموال، فمع نهاية الستينات وبداية السبعينات تركز الاهتمام على وظيفة الاستثمار وعلى السيولة وعلاقتها مع الربحية. أما في بداية القرن العشرين تغير أسلوب المنافسة بين المؤسسات إلى استراتيجيات التعاون والتكتل والاندماج والنمو وهو ما ركزت عليه الوظيفة المالية.

2. 1 مفهوم الادارة المالية:

تعددت التعاريف التي تناولت مفهوم الادارة المالية ومن أهمها نذكر:

❖ عرف **Brigham, Gapenshi** الإدارة المالية بأنها: "الوظيفة الإدارية الخاصة بخطط التمويل والحصول على

الموارد المالية واستخدامها بالطريقة التي تؤدي إلى زيادة فعالية عمليات وانجازات المؤسسة إلى أقصى حد ممكن."³

❖ عرفها **Keown** بأنها: "النشاط الإداري الذي يهتم بخلق القيمة الاقتصادية أو الثروة والحفاظ عليها".

❖ عرفها **Wiston** على أنها: "تلك الإدارة التي تتكون من ثلاث أجزاء رئيسية من وظائف المدير المالي وهي: التخطيط

والرقابة، إدارة رأس المال ومعالجة المشاكل المنفردة."⁴

وعموما يمكن تعريف الإدارة المالية على أنها الوظيفة الإدارية التي تختص بعملية التحليل والتخطيط والتنبؤ فضلا عن

الرقابة وإدارة هيكل أصول المؤسسة من خلال اتخاذ مجموعة من القرارات المتمثلة في قرارات التمويل وقرارات الاستثمار بهدف تعظيم قيمة المؤسسة.

2.2 أهداف الإدارة المالية:

لا يمكن الفصل في الحقيقة بين أهداف الإدارة المالية وأهداف المؤسسة، وعموما يمكن تلخيص هذه الأهداف فيما

يلي:⁵

أ. **تعظيم الربح:** يهتم باختيار التصرف الذي يترتب عليه تحقيق أقصى ربح ممكن، بمعنى ينصب الاهتمام بالقرارات

والأعمال المتعلقة بالتمويل والاستثمار وتوزيع الأرباح وتوجيهها لتناسب مع هدف تعظيم الربح. وتعتبر الربحية كهدف

لاتخاذ القرار عن مدى نجاعة القرارات كما تعتبر مقياس للحكم على الأداء الاقتصادي، فهي لا تقتصر على زيادة رضا

المساهمين فقط بل لها أثر على الاقتصاد ككل وتمس مجالات التوسع والتوظيف.

ب. **تعظيم قيمة المؤسسة:** يعتبر هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة أفضل معيار للحكم على القرارات المالية. ويعبر عن

قيمة المؤسسة رياضيا كما يلي:

$$\text{القيمة الحالية للمؤسسة} = \frac{\text{الربح المتوسط المتوقع الحصول عليه}}{\text{معدل الربح الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه}}$$

وهنا ينبغي ملاحظة أن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة لا يتحقق إلا بارتفاع القيمة السوقية لأسهمها.

³ أحمد عبد الله اللحلح، جمال الدين المرسي، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص14.

⁴ محمد الصيرفي، إدارة المال: تحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص14.

⁵ نفس المرجع، ص 25.

ت. تعظيم العائد الاجتماعي: من القضايا المعاصرة التي يستوجب أن تأخذها الإدارة المالية بعين الاعتبار قضية المسؤولية الاجتماعية، والتي تعني أن لا يكون الهدف الوحيد للمؤسسة تحقيق مصالح المساهمين والملاك من خلال تعظيم الربح، وإنما يجب أن تتحمل المسؤولية في تحقيق الرفاهية للعاملين لديها والعملاء والمجتمع ككل فضلا عن الاهتمام بالقضايا البيئية.

2. 3 موقع الوظيفة المالية داخل المؤسسة:

تتحكم في عملية تنظيم الوظيفة المالية وموقعها في الهيكل التنظيمي للمؤسسة العديد من العوامل، خاصة: الحجم، الشكل القانوني، نوعية النشاط... ويعد عامل الحجم المعيار الأكثر أهمية في تحديد تنظيم الوظيفة المالية وتوزيع السلطة والمسؤولية بما يضمن اتخاذ القرارات على أحسن وجه، ونحاول استعراض موقعها في كل المؤسسات.

أ. المؤسسات الصغيرة: يأخذ مسؤول المؤسسة الصغيرة على عاتقه غالبا مهمة الإشراف على الوظيفة المالية ويساعده في ذلك المحاسب، إلى جانب اللجوء في بعض الأحيان إلى المستشارين الخارجيين كالمحاسبين والخبراء المعتمدين لدى البنوك، للاستفادة من خدماتهم في حل المشاكل المالية التي قد تتعرض لها المؤسسة.

ب. المؤسسات المتوسطة: يصعب على مدير المؤسسة المتوسطة الإطلاع والإشراف المباشر على مختلف وظائف المؤسسة بما في ذلك الوظيفة المالية، الأمر الذي يستدعي إنشاء إدارة مختصة توكل لها مهمة الإشراف على الأنشطة المالية، وفي بعض الحالات توكل إليها كذلك المسائل الإدارية.

ت. المؤسسات الكبيرة: تتميز المؤسسات الكبيرة بضخامة تعاملاتها الأمر الذي يستدعي تخصصا في المهام واستقلالية الإدارات، وتبعاً لذلك فإن هذه المؤسسات تتوفر على إدارة مالية مستقلة تتناول المسائل المالية دون إشرافها على الجانب الإداري، بل إن تعدد وتعقد أنشطة هذه المؤسسات يستدعي الفصل بين مختلف الأنشطة الموكلة للإدارة المالية، ونجد حينئذ قسمين من الأنشطة يخص الأول منها أنشطة الإدارة المالية، أما القسم الثاني فيتعلق بمراقبة هذه الأنشطة.

2. 4 وظائف الإدارة المالية:

تعتمد الإدارة المالية في تحقيق أهدافها على جملة من الوظائف نستعرضها فيما يلي:

أ. التحليل المالي: يعتبر أحد الوظائف الأساسية للإدارة المالية، وهو عملية تحويل الكم الهائل من البيانات إلى معلومات تعتمد عليها الإدارة المالية في تشخيص الوضع المالي للمؤسسة بتاريخ معين لاتخاذ القرارات المالية المناسبة ووضع الخطط المستقبلية واقتراح سياسات مالية من أجل تغيير الأوضاع.⁶

ب. التنبؤ المالي: يقصد به التعرف على الاحتياجات المالية المستقبلية للمؤسسة والتعرف على أفضل أوجه الدفع، وما ستكون عليه الربحية في المستقبل.

ت. التخطيط المالي: يقصد به وضع الخطط اللازمة لتحقيق الأهداف العامة للمؤسسة. وتشمل عملية التخطيط: الأهداف المالية، رسم السياسات المالية، صياغة البرامج المالية، وضع الميزانيات التقديرية للاحتياجات المالية.

⁶ نحال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 87.

ث. صناعة القرار المالي: تتعلق الجوانب الرئيسية لاتخاذ القرار بإدارة هيكل التمويل والاستثمار أو إدارة هيكل أصول المؤسسة وقرارات توزيع الأرباح، فبالنسبة لإدارة هيكل التمويل تعمل الإدارة المالية على تحديد أفضل مزيج من مصادر التمويل الداخلية والخارجية بما يحقق أقل تكلفة للمؤسسة. وبالنسبة لإدارة هيكل أصول المؤسسة فيقوم المدير المالي باتخاذ القرارات الاستثمارية في ظل دراسة العائد والمخاطرة، وكذا إدارة رأس المال العامل أو ما يعرف بإدارة الموجودات المتداولة. وبالنسبة لقرارات توزيع الأرباح على المساهمين يتعين على الإدارة أن تختار: إما توزيع الأرباح أو يتم احتجازها لإعادة استثمارها وكذا كيفية توزيع الأرباح.

ج. الرقابة المالية: تهدف الرقابة المالية إلى التحقق من أن النتائج المحققة تتطابق مع أهداف الإدارة المالية وكشف الاختلالات في الوقت المناسب لاتخاذ القرارات اللازمة لإصلاحها، كما تهدف إلى التعديل المستمر في الخطط لمسايرة التغيرات الاقتصادية.

ح. التعامل مع الأسواق المالية: يتم من خلال الإدارة المالية صياغة وتنفيذ السياسات الخاصة بالتعامل مع أسواق النقد ورأس المال حيث يتم الحصول على الأموال والمتاجرة في الأسهم والسندات.

خ. إدارة المخاطر: تعتبر الإدارة المالية مسؤولة عن تحديد أنواع المخاطر التي يجب التعامل معها مثل مخاطر تقلبات سعر الصرف وأسعار الفائدة، كما تعمل على تغطية هذه المخاطر بأفضل الوسائل.

الفصل الثاني: الاطار العام للتسيير المالي

نتيجة للتطورات الاقتصادية لم تعد النتائج التي تظهرها القوائم ممثلة في الميزانية والحسابات الختامية كافية لأغراض الاستثمار والتمويل وصناعة القرارات المختلفة للوقوف على أسباب نجاحها وفشلها، خاصة وإن النجاح والتقدم يجب أن لا يكون وليد الحظ أو الصدفة أو نتيجة مؤشرات خارجية ليس عليها أية تأثير كالأحوال الاقتصادية وتغيرات مستوى الأسعار. كل هذه الأسباب جعلت من التحليل أداة مهمة لاتخاذ القرارات الواقعية ووسيلة تسيير يأخذ بها المديرون لحل المشاكل المالية للمؤسسة، ويستعمل أيضا من أطراف أخرى تهمها حالة المؤسسة كالبانك التجارية، والمتعاملون الاقتصاديون... إلخ. فلكي تتمكن المؤسسة الاقتصادية من معرفة احتياجاتها المالية، ومدى نجاعة تسييرها المالي من جهة، والحصول على المعلومات المالية الأكثر دقة من جهة أخرى، فإنه يجب على المدير المالي استعمال طرق تسمح له بتحديد ذلك، ومن بين هذه الطرق تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة، إذ تسمح هذه الطريقة بدراسة ومعرفة كل التغيرات والتطورات المالية التي تحصل في المؤسسة وهو ما يكفله التسيير المالي.

والذي يعد عملية يومية تقوم بها المؤسسة والمتمثلة في عملية التخطيط، الرقابة والمتابعة، وعملية التسيير تحتاج إلى قرارات يومية بدورها، ولاتخاذ هذه القرارات يجب توفر المعلومات، وللوصول إلى هذه الأخيرة علينا استعمال تقنيات أهمها التحليل المالي الذي هو عبارة عن عرض دقيق للمعلومات وترجمتها إلى وقائع حقيقية بواسطة مقاييس محددة.

1. مدخل للتسيير المالي:

أ. تعريف التسيير المالي: يعرف على أنه المجال من العلوم الادارية الذي يهتم بالجوانب المالية للمؤسسة ويسعى إلى تحقيق أهدافها من خلال تنفيذ وتطبيق مختلف المخططات المالية باستخدام مجموعة من الطرق والادوات.

ب. أهداف التسيير المالي: تتمثل خاصة في:

- تعظيم قيمة المؤسسة أو تعظيم ثروة الملاك؛
- المحافظة على مستوى الأداء المالي؛
- التحكم في المخاطر المالية؛
- المحافظة على مستوى اليسر المالي.

ت. المتغيرات المؤثرة في عمليات التسيير المالي: مما لا شك فيه أن المحيط قد أصبح أكثر خطرا وتهديدا مما كان عليه في الوقت الماضي نتيجة للتطور التكنولوجي وبرز دور نظم المعلومات وتحرير الأسواق وما صاحبه من اتجاه إلى عولمة نشاط المؤسسات، جعلت من عملية التأقلم معه أمرا صعبا ومعقدا من جهة، وضروريا وحتميا من جهة أخرى. ويمكن لمكونات المحيط المالي أن تعيق بلوغ التسيير المالي هدفه لذا يجب التعرف على المتغيرات ذات التأثير.

1. الأسواق المالية: إن وجود أسواق مالية تتميز بالكفاءة له مزايا عديدة سواء في تخفيض تكاليف التمويل وتسهيل خلق الأدوات المالية التي تتجه إليها المؤسسات، كما تعمل على تحفيز المؤسسات على تحسين مستوى الأداء والرفع من معدلات نمو قيمتها عبر الزمن.

2. المؤسسات المالية: إن وجودها في الاقتصاد اليوم يعد ضرورة حيوية ليس فقط لكونها متعامل اقتصادي مهم، ولكن لكونها سمحت بإيجاد الحلول للعديد من المشكلات المرتبطة بالتمويل. وتنقسم إلى نوعين مؤسسات مالية نقدية وغير نقدية.

3. المتغيرات الاقتصادية: تتمثل في مجموعة عوامل النظام الاقتصادي الذي تتواجد فيه المؤسسة، فالنظام الاقتصادي قد يتيح عناصر إيجابية أو سلبية للمؤسسة، وأهم المتغيرات الاقتصادية معدلات: الفائدة، التضخم، معدلات الصرف.

4. المتغيرات السياسية والتشريعية: تعتبر من المحددات المهمة للقرارات التي يتخذها التسيير المالي كونها لا تؤثر فقط على النتائج التي تحققها المؤسسات، بل يتعداها ليشمل حتى رؤوس الأموال المستثمرة على مستوى الدولة، لذا يولي المسؤول المالي أهمية بالغة لهذه المتغيرات لما تتيحه من فرص وتحديات. فهي تؤثر في البيئة المالية للتسيير المالي بالمؤسسة بصفة مباشرة أو غير مباشرة من خلال ما تفرضه من قيود أو ما توفره له من امتيازات مثل: النظم الاقتصادية، الشراكة، التكتلات الإقليمية... الخ.

ث. مصادر معلومات التسيير المالي: تختلف مصادر المعلومات المستخدمة في التسيير المالي باختلاف مصادرها إلى مصادر داخلية وأخرى خارجية.

1. المصادر الخارجية: تحصل المؤسسة عليها من محيطها الخارجي، والتي تكون إما معلومات عامة تتعلق بالظرف الاقتصادي، حيث تبين الوضعية العامة للاقتصاد في فترة معينة كالتضخم والتدهور أو معلومات قطاعية لإجراء مختلف الدراسات المالية والاقتصادية.

2. المصادر الداخلية: تتمثل في المعلومات الداخلية التي تقدمها مصلحة المحاسبة والموجودة في القوائم المالية.

ج. المسؤوليات العملية للتسيير المالي: لتحقيق أهداف التسيير المالي يجب اتباع الخطوات الآتية:

1. التشخيص المالي: يتم تحليل الوضعية المالية والخروج بنقاط القوة والضعف من أجل تحضير الحلول المناسبة لتجاوز نقاط الضعف وتعزيز نقاط القوة.

2. اتخاذ القرارات المالية: بعد تحليل الوضعية المالية تأتي مرحلة اتخاذ القرارات المالية وتطبيقها وتشمل قرارات المشاريع الاستثمارية ومصادر تمويلها وقرارات قصيرة الأجل تتضمن تمويل دورة الاستغلال وتسيير الخزينة وقرارات مالية مرتبطة بتسيير المخاطر المالية.

3. الرقابة المالية: تهدف لتحديد الانحرافات في التطبيق ووضع الإجراءات التصحيحية من خلال قرارات مالية جديدة.

2. التشخيص المالي والاستراتيجي للمؤسسة:

قبل قيام المشخص المالي (هو مختص في التحليل المالي ومشرف على عملية التشخيص المالي، تكمن مهمته في إعداد دراسات مالية مفصلة وموضحة لوضعية المؤسسة ومحددة للمركز المالي الحقيقي لها، والمساعدة في بناء توقعات مستقبلية حول مدى استمرارية المؤسسة) باتخاذ أي قرار يحتاج إلى دراسة تمهيدية تتمثل في تشخيص المشكل أو الحالة، وذلك بتحليل الوضعية المالية، ومن ثم استنباط جوانب القوة والضعف، وكل المتغيرات التي تصف هذه الوضعية ثم تأتي مرحلة التحليل الاستراتيجي والتي تهتم بتحليل مكونات المحيط الخارجي للمؤسسة ودراسة علاقة كل عنصر فيه بالوضعية المالية.

2. 1 التشخيص المالي للمؤسسة:

أ. مفهوم التشخيص المالي: إن مصطلح التشخيص واسع التداول ويستعمل في العديد من مجالات الحياة، ولعل من أهمها مجال إدارة الأعمال، حيث يعرف التشخيص المالي للمؤسسة بأنه:

❖ " عملية تحليل الوضع المالي الداخلي للمؤسسة تسبق عملية اتخاذ القرار باستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية بهدف الوقوف على نقاط القوة والضعف ذات الطبيعة المالية".⁷

مما سبق يتبين أن المشخص المالي يقوم بتحليل الوضعية المالية للمؤسسة للخروج بنقاط قوة وضعف الحالة المالية بغية تحضير الحلول المناسبة لتجاوز نقاط الضعف والمحافظة على نقاط القوة. وتعتبر المعطيات المالية التي تقدمها كل من المحاسبة التحليلية والعامية قاعدة أساسية للتشخيص بصفتها مصدر المعلومات الرئيس للمشخص المالي، كما تحتاج عملية التشخيص إلى معطيات حول المحيط المالي للمؤسسة، والتي من المفروض أن يوفرها نظام المعلومات المالي، وهي معطيات متعلقة بالبنوك والعملاء والموردين والمنافسين وحالة الاقتصاد ككل.

ب. طرق التشخيص المالي: يسعى المشخص المالي إلى تحليل البيئة المالية الداخلية للمؤسسة الاقتصادية والتي تهدف إلى التعرف على نقاط القوة ونقاط الضعف وبغية الوصول إلى ذلك يتم استخدام مجموعة من الطرق التي نلخصها فيما يلي:

1. التشخيص التطوري: يقوم على دراسة الوضعية المالية للمؤسسة لعدة دورات مالية متتالية، حيث يتم تحليل الوضعيات المالية السابقة من أجل تشخيص الوضع الحالي وتقدير الوضعية المالية المستقبلية، ولإجراء هذه الدراسة لا بد من امتلاك المؤسسة نظام معلومات محاسبي ومالي متطور وفعال حتى يتمكن المشخص المالي من رسم التطور المستقبلي للوضعية المالية. ويركز التشخيص المالي التطوري على:

- تطور النشاط وتطور أصول المؤسسة؛
- تطور هيكل دورة الاستغلال؛
- تطور الهيكل المالي وتطور المردودية.

⁷ إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، الجزء الأول، عمان، الأردن، 2011، ص

2. التشخيص المقارن: يركز على تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة مقارنة مع مؤسسات مماثلة في النشاط، وعليه فالأساس الذي يعتمد عليه هو الحكم على وضع مؤسسة بناء على معطيات المؤسسات الرائدة في نفس القطاع باستخدام مجموعة من الأرصدة والأدوات والمؤشرات المالية. ويهدف المشخص المالي منه مراقبة الأداء المالي للمؤسسة بناء على التغير في المحيط خصوصا في حالات المحيط غير المستقر.
3. التشخيص المعياري: يمكن اعتباره امتدادا للتشخيص المقارن إلا أنه وبدل مقارنة وضع المؤسسة بمجموعة مؤسسات تنتمي لنفس القطاع فإنه يلجأ إلى استخدام معدلات معيارية يتم اختيارها بناء على دراسة شاملة ومستمرة لقطاع معين من طرف مؤسسات ومكاتب مختصة. ومن بين المعايير التي اعتمدت من قبل مجموعة من المؤسسات في نشاطات مختلفة:

- نسبة الملاءة المالية (الديون/ الأموال الخاصة) للمؤسسات البنكية تقدر بـ 08 %.
 - الديون المتوسطة وطويلة الأجل يجب ألا تتعدى ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي.
- ت. أدوات التشخيص المالي: يهدف المشخص المالي إلى تحديد ومعرفة جوانب القوة والضعف في الحياة المالية للمؤسسة، وذلك ضمانا لتحسين الوضع في المستقبل، وضمانا لاستمرار التسيير الفعال باستخدام مجموعة من الأدوات المتكاملة فيما بينها والتي سيتم التطرق لها بالتفصيل في الفصول القادمة، والمتمثلة فيما يلي:

- تحليل الهيكل المالي؛
- تقييم النشاط والنتائج؛
- تقييم المردودية؛
- تحليل التدفقات المالية.

كل هذه الأدوات وغيرها تمثل منظومة متكاملة تستخدم في المرحلة التي تسبق مرحلة اتخاذ القرار، إذ تمثل الأرضية الأساسية التي تجعل المشخص يتخذ قراره استنادا إلى أسس دقيقة وموضوعية.

ث. أهمية وأهداف التشخيص المالي: تتجلى أهمية التشخيص المالي في النقاط التالية:

- يعتبر تقييما للحالة المالية للمؤسسة لفترة زمنية معينة من نشاط المؤسسة والوقوف على الجوانب السلبية والإيجابية؛
- لا تتوقف عملية التشخيص المالي عند اكتشاف نقاط القوة والضعف، بل البحث عن أصل الأسباب وتقديم الحلول والإجراءات التي تحد من الصعوبات ونقاط الضعف؛
- يسمح التشخيص المالي بتحليل الإمكانيات المالية للمؤسسة؛
- يسمح بتحديد موقع المؤسسة في السوق بين منافسيها؛
- يمكن من معرفة النتائج الممكنة للأهداف المسطرة.

أما أهداف التشخيص المالي فتتمثل أهمها في ما يلي:

- الحصول على صورة واضحة وشاملة على جوانب القوة والضعف لدى المؤسسة وموقعها في ظل التغيرات البيئية التي تؤثر على حاضرها ومستقبلها، وإيجاد التعديلات أو الحلول البديلة التي من شأنها المساهمة في تجاوز الصعاب وتفادي المخاطر المحتملة واستغلال الفرص؛
- تحقيق ارتباط قوي للمؤسسة مع محيطها قصد تحقيق توازنها، فالتشخيص يهدف إلى معرفة المركز المالي الحقيقي للمؤسسة، وتقييم سياستها المالية لفترة معينة وقدرتها على تسديد ديونها؛
- إن التشخيص المالي يقترح على المؤسسة تحسين وضعيتها المالية؛
- يهدف إلى اتخاذ القرارات المناسبة فيما يخص توزيع النتائج أو رفع رأس المال أو توسيع المؤسسة... إلخ؛
- استعمال نتائج التشخيص المالي في التخطيط أو البرمجة العامة المستقبلية للمؤسسة؛
- أخذ المتغيرات المحورية للمؤسسة وما يحيطها، وكيفية تفاعلها ببعضها البعض؛
- البحث عن الخلل الوظيفي في وضعية المؤسسة أو أدواتها؛
- إعطاء الحلول الناجعة للاختلالات من أجل تصحيح وضعية المؤسسة.

2.2 التشخيص الاستراتيجي للمؤسسة:

تساهم أدوات التحليل الاستراتيجي في تحديد موقع المؤسسة المالي والاستراتيجي وتساعد في إعداد مخطط استراتيجي يحقق الأهداف الطويلة المدى بتحليل الوضعيات المالية للمؤسسة حسب موقعها في مختلف تقنيات التحليل، كدورة حياة المؤسسة أو مصفوفة المجموعة الاستشارية لبوسطن (BCG).⁸

أ. **دورة حياة المؤسسة وأبعادها المالية:** كل مرحلة من مراحل حياة المؤسسة تقابلها احتياجات مالية خاصة تفرضها الوضعية المالية وقيود المحيط المالي والتجاري والمتمثلة في:

1. مرحلة الاعداد والتصميم: هي مرحلة تأسيس المؤسسة تتحمل فيها المؤسسة عادة مصاريف التأسيس والأبحاث والتصميم خاصة في المؤسسات التي تعتمد على تكنولوجيات متطورة.
2. مرحلة الانطلاق: تعرف المؤسسة فيها نموا معتدلا وغير مستقرا لكل من المبيعات والانتاج، وتكون النتائج والمردودية في أغلب الأحيان سالبة بسبب ثقل المصاريف الثابتة وانخفاض حجم الانتاج. هذا ما يؤدي بالمؤسسة إلى اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية لمواجهة مصاريف الاستغلال.
3. مرحلة النمو: تشهد المؤسسة نموا متسارعا في حجم المبيعات والانتاج وتحسن في النتائج والمردودية بسبب امتصاص التكاليف الثابتة الناتج عن وفرة الحجم. كما تتزايد قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي لمقابلة التبعيات المتزايدة وتبقى المؤسسة منشغلة بتحقيق التوازن المالي بالتسيير الفعال للاحتياج في رأس المال العامل و اللجوء إلى الاستدانة يعد خيارا حتميا لمسايرة النمو.

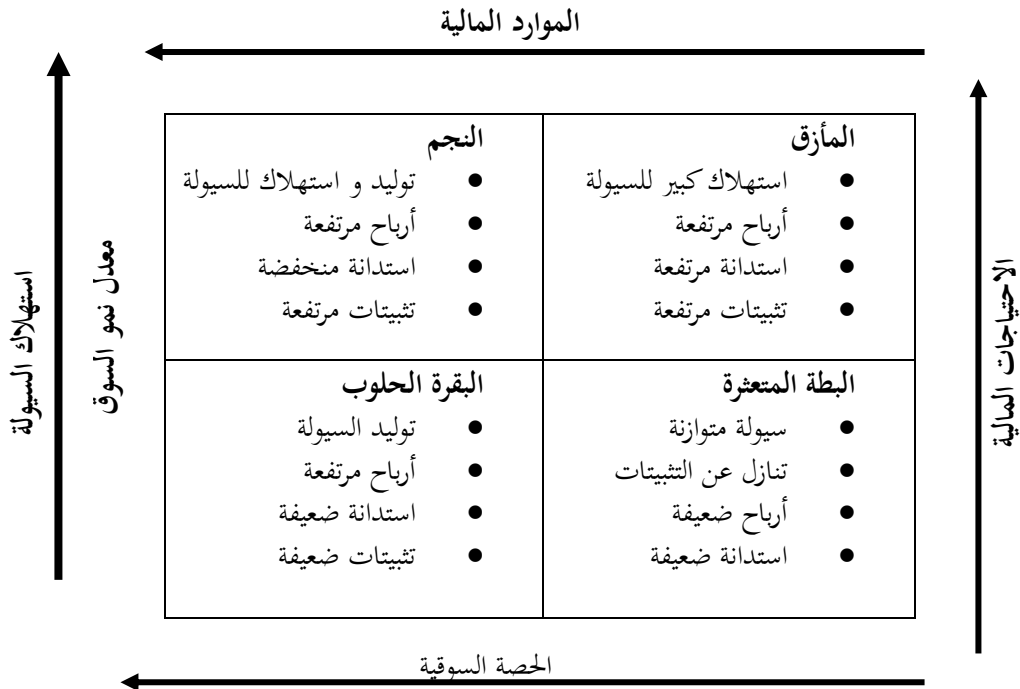
⁸ الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، ص ص 74 - 76.

4. مرحلة النضج: يميل معدل النمو نحو الاستقرار والتباطؤ بعد تشبع السوق بمنتجات المؤسسة الحالي، فتزداد تكاليف الاشهار والترويج دون التأثير على المردودية، إذ تواصل المؤسسة في تحقيق نتائج إيجابية مع انخفاض تدريجي للاحتياجات المالية. تسعى المؤسسة حينها إلى الحفاظ على الوضع الحالي أطول مدة ممكنة، فيسعى المسؤول المالي إلى توظيف السيولة المرتفعة في تثبيات إضافية والاستثمار غير المباشر في الأسواق المالية.

5. مرحلة الزوال: هي بداية النهاية وآخر حلقة في حياة المؤسسة بنشاطها الحالي إذ ينخفض بشدة رقم الأعمال مع فقدان حصص السوق مما يدفع إلى السعي للبحث عن تصاميم جديدة للمنتوج، وتنتهي بعمليات التنازل عن التثبيات، وتسريح العمال مما ينجم عنه بعض التكاليف الخاصة التي ترفع من منحى التكاليف.

ب. مصفوفة المجموعة الاستشارية لبوسطن (BCG): توضح موقع المؤسسة الاستراتيجي والمالي ضمن أربعة وضعيات أساسية تعتمد على حصة المؤسسة في السوق ومعدل نمو السوق، مما يسمح باتخاذ التدابير والقرارات الهادفة إلى توجيه المؤسسة نحو الموقع الأفضل. وتستعمل مصفوفة BCG كوسيلة تحليل تسبق إعداد الخطط الاستراتيجية التي تهدف إلى تحسين وضعية المؤسسة وتحقيق توازن على مستوى حافظة النشاطات لضمان الاستمرارية في تحقيق المردودية الكافية والتي تحقق للمؤسسة هدفها الأساسي المتمثل في البقاء.

شكل رقم 01: مصفوفة BCG و الوضعية المالية للمؤسسة



المصدر: الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، دار وائل، عمان، الطبعة الثانية، 2011، ص 76.

يظهر تقاطع المحورين الأفقي والعمودي الوضعيات التالية:

1. وضعية النجوم: هي الوضعية المثلى، فالمؤسسة تعرف معدل نمو مرتفع وأكبر حصة في السوق مما يعطي للمؤسسة وضعية تنافسية قوية ينتج عنها ارتفاعا لمستوى النشاط والمجهودات الاستثمارية مما يؤدي إلى أرباح معتبرة تسمح بتمويل احتياجاتها اعتمادا على قدراتها الذاتية وتقلل من لجوئها إلى الاستدانة. كما تشهد المؤسسة توازنا في الخزينة، أما سلوك المسيرين فينتج عنه التحكم الجيد في النمو.
2. وضعية البقرة الحلوب: هي من أحسن وضعيات، تتميز بإيرادات مرتفعة وتكاليف وتثبيتات منخفضة نظرا لاستقرار السوق مع ارتفاع حصة المؤسسة منها مما ينعكس على الأرباح و الخزينة، إذ تشهد أعلى درجات التوازن المالي. وتحمل المؤسسة موقع تنافسي قوي يمكنها من الهيمنة على السوق مما يؤدي إلى خفض التثبيتات وتحقيق فائض في السيولة بسبب مردودية منتوجها وانخفاض الاحتياجات المالية. تتركز اهتمامات المسيرين في هذه الوضعية على إيجاد توظيفات مالية للسيولة الفائضة والبحث عن تنويع لنشاطات المؤسسة.
3. وضعية المأزق: تنشط المؤسسة في سوق واعدة، تتميز بمعدل نمو مرتفع وطلب متزايد مع حصة متواضعة في السوق رغم التثبيتات الضخمة التي تستهلك جزء كبيرا من السيولة ولا تتناسب الإيرادات مع مستوى الاحتياجات الكبير. تصحيح الوضع يتطلب تنشيط الجهود التسويقية بهدف رفع حصة المؤسسة من السوق للخروج من وضعية المأزق هذه.
4. وضعية البطة المتعثرة (Poids Morts): تعيش المؤسسة وضعية سيئة بدون آفاق للنمو والبقاء مع سوق مشبعة، وحصة متراجعة قليلة من السوق، أي بدون تدفقات مالية داخلية. لذا يتوجب على المؤسسة إيجاد بدائل استراتيجية بهدف إعادة توجيه النشاط نحو أسواق جديدة أو تصميم منتج جديد.

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن

يعد التحليل المالي موضوعا هاما من مواضيع التسيير المالي وضرورة حتمية للتخطيط المالي السليم، فهو يكتسي أهمية بالغة في تسيير المؤسسة بحكم أنه يقوم بتقسيم مختلف السياسات المطبقة داخل المؤسسة والحكم على مدى كفاءتها وفعاليتها، كما أن معرفة ودراسة الوضعية المالية لأي مؤسسة في الفترة الماضية أو الحالية تمثل نقطة البداية لتشخيص أي مؤسسة مالية في المستقبل. أن التحليل المالي هو ضروري لتسيير المؤسسة لكنه في نفس الوقت يتطلب دقة متناهية لتحقيقه، ولتجسيد هذا الإتقان وتسهيله في نفس الوقت يجب توفر نظام معلوماتي فعال خال من الشوائب التي يمكن أن تعرقل هذه العملية. وأن أهمية التحليل المالي تمكن من التشخيص الفعال للنظام المالي للمؤسسة والذي من خلاله يتسنى للمسير المالي اتخاذ القرارات التي تضمن استمرارية و تطوير المؤسسة سواء كانت في الآجال القريبة أو البعيدة .

1. عموميات حول التحليل المالي:

1.1 نظرة تاريخية عن التحليل المالي :⁹

ترجع نشأة التحليل المالي تاريخيا كأداة إلى اتجاهين: الأول مصري، إذ أن التوسع في حجم التسهيلات الائتمانية دعا المجلس التنفيذي لجمعية المصرفيين في نيويورك عام 1795 إلى إعداد توصية لأعضاء الجمعية تفيد أن على المقترض أن يقدم بيانات مكتوبة حول الأصول (الموجودات) والخصوم (المطلوبات وحق الملكية) عند طلب الحصول على تسهيلات مصرفية، وفي عام 1906 تمت التوصية باستخدام هذه البيانات لأغراض التحليل الشامل لوضع المؤسسة المقترضة وبشكل يسمح بمعرفة نقاط القوة والضعف في تلك البيانات. وفي عام 1907 تمت التوصية باعتماد القياس الكمي بواسطة النسب للبيانات المقدمة من قبل المقترضين بهدف تحديد الجدارة الائتمانية.

أما الاتجاه الثاني فقد أكدت أدبيات الإدارة المالية على أهمية التحليل المالي، وتعود فكرته كأداة إلى فترة الكساد الأعظم عام 1929 والتي كانت نتائجه إفلاس العديد من المؤسسات نتيجة عدم ملاءمتها الفنية والحقيقية لمواجهة الالتزامات المترتبة عليها.

كذلك أن الفشل والإفلاس للعديد من المؤسسات أكدت الحاجة إلى ضرورة نشر القوائم المالية بهدف قراءة بياناتها وتحليلها للوقوف على المركز الائتماني والمالي للمؤسسات، كذلك تطور تقنيات الاستثمار والتمويل في عقد الأربعينيات والخمسينيات جعلت من التحليل المالي وسيلة فعالة لاتخاذ العديد من القرارات التي تخص المؤسسة أو الأطراف المستفيدة من التحليل المالي، فهذا بجانب النظرة الشمولية للتحليل المالي في ظل استخدام الأساليب الكمية الحديثة أو تقنيات الحاسوب وبمستوى عالي من الكفاءة والفعالية الأمر الذي أدى إلى حوسبة التحليل المالي لضمان السرعة والدقة في تدفق التقارير المالية والمعلومات الخاصة بأداء المؤسسة.

⁹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 17.

على الرغم من دور الاتجاهات السالفة الذكر في تفعيل التحليل المالي كأداة فإنه لا بد من ذكر بعض الأسباب التي أدت إلى زيادة أهمية التحليل المالي في المؤسسات المعاصرة، وهذه الأسباب يمكن إيجازها كالآتي:

- تطور تكنولوجيا الإنتاج والتصنيع؛
- ضغوط الائتمان؛
- تطور ونضوج الأسواق المالية.

وتمثل المراحل التي مر بها التحليل المالي في:

➤ ما بعد الكساد العظيم (مخاطر الحقوق): الأدوات المستخدمة في هذه المرحلة:

✓ الميزانية المالية؛

✓ النسب المالية؛

✓ رأس المال العامل الصافي.

➤ بداية السبعينات (تحليل المخاطر الصناعية): الأدوات المستخدمة في هذه المرحلة:

✓ الميزانية الوظيفية ؛

✓ الاحتياج في رأس المال العامل.

➤ نهاية الثمانينات (التحليل ضمن اقتصاد السوق): الأدوات المستخدمة في هذه المرحلة:

✓ المردودية الاقتصادية ؛

✓ أثر الرافعة المالية ؛

✓ أثر المقص والنقطة الميتة.

➤ بداية التسعينات حتى الآن (تحليل القيمة): الأدوات المستخدمة في هذه المرحلة:

✓ جدول تدفقات الخزينة ؛

✓ فائض الخزينة للاستغلال، وفائض الخزينة المتاح.

1. 2 مفهوم التحليل المالي:

يختلف الكثير من الباحثين والدارسين حول مصطلح التحليل المالي لذا سنحاول في هذا العنصر إعطاء بعض التعاريف المختلفة لهذا المصطلح.

❖ يعرف التحليل المالي بأنه ”عملية معالجة منظمة للبيانات المتاحة بهدف الحصول على معلومات تستخدم في عملية اتخاذ

القرارات وفي تقييم أداء الشركات في الماضي والحاضر وتوقع ما ستكون عليه نتائج الشركة في المستقبل“.¹⁰

¹⁰ عبد الرحمان الدوري، نور الدين اديب اوزناد، التحليل المالي باستخدام الحاسوب، الطبعة الثانية، عمان دار وائل للنشر، 2006، ص11.

❖ يعد التحليل المالي " عملية دقيقة ومدروسة تسعى إلى تعزيز القرارات التي أثبتت القوائم المالية نجاحتها، ومن جهة أخرى تعديل القرارات التي تبين وجود ثغرات فيها، وأيضاً تكوين منظومة معلومات يستند إليها المدير المالي في عمليات التخطيط واتخاذ القرارات".¹¹

❖ يعتبر التحليل المالي " خطوة تمهيدية ضرورية للتخطيط المالي، إذ من الضروري التعرف على المركز المالي الحالي للمؤسسة قبل التفكير في وضع الخطط المستقبلية. ويعتمد التحليل المالي على البيانات التاريخية التي تظهر في الميزانية العمومية وقائمة الدخل، لذا فإنه يعتبر أداة للكشف عن مواطن ونقاط الضعف في المركز المالي وفي السياسات المختلفة التي تؤثر على الربح".¹²

من خلال التعاريف السابقة يمكننا إبراز تعريف شامل وواضح عن التحليل المالي إذ يمكن تعريفه بأنه دراسة القوائم المالية بعد تبويبها وباستخدام الأساليب الكمية بهدف إظهار الارتباطات بين عناصرها والتغيرات الطارئة على هذه العناصر، وحجم وأثر هذه التغيرات واشتقاق مجموعة من المؤشرات التي تساعد على دراسة وضع المؤسسة من الناحية التشغيلية والتمويلية، وتقييم أداء هذه المؤسسات وكذلك تقييم المعلومات اللازمة للأطراف المستفيدة من أجل اتخاذ القرارات الإدارية السليمة. أو هو مجموعة العمليات التي تعنى بدراسة وفهم البيانات والمعلومات المالية المتاحة في القوائم المالية للمؤسسة وتحليلها وتفسيرها حتى يمكن الاستفادة منها في الحكم على مركز المؤسسة المالي، وكشف انحرافاتهما والتنبؤ بالمستقبل.

1. 3 أهداف التحليل المالي:

يهدف التحليل المالي إلى تحقيق مجموعة من الأهداف المالية المتمثلة في قراءة وتفسير البيانات المالية وتشكيلها بطريقة تساعد فئات مختلفة على اتخاذ القرارات المالية وهي متمثلة في:¹³

- معرفة المركز الائتماني للمؤسسة وكذلك تحديد مركزها المالي؛
- تقييم صلاحية السياسات التشغيلية والمالية التي تتبعها المؤسسة من خلال تقييم كفاءة الأنشطة التسويقية والانتاجية والمالية لها؛
- تحديد القيمة الاستثمارية للمؤسسة والتخطيط لسياساتها المالية للحكم على مركز المؤسسة الفعلي في السوق؛
- تحديد نسبة المخاطرة المحيطة بكل عملية مالية أو نشاط استثماري؛
- تحديد اتجاهات المؤسسة وطريقة أدائها وسياساتها المالية؛
- تحديد فعالية وجدوى الاستثمار في كل نشاط؛
- المساعدة في اتخاذ القرارات المالية بأقل تكلفة وأعلى عائد؛

¹¹ Georges Depallens, Jean- Pierre jobard, **Gestion financière**, Sery10 édition, paris, 1990, P 51.

¹² خلدون إبراهيم الشذيفات، إدارة وتحليل مالي، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2001، ص ص 93 - 97.

¹³ انظر خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2000، ص 16 وهيثم محمد الزغبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2000، ص ص 166 - 167.

- تقديم المعلومات المالية الجاهزة التي تساعد المسؤولين في كل المواضيع عند اتخاذ القرارات التي لها أثر مالي؛
- توجيه أصحاب الأموال الراغبين بالاستثمار إلى مجالات الاستثمار المختلفة والعائد المتوقع في كل مجال؛
- إثارة الأسئلة وتوجيه الانتباه إلى النقاط الحساسة التي يستوجب الدراسة لوضع الحلول التي غالباً ما تأتي على شكل سياسات مالية ونتاجية وبيعية تطبقها المؤسسة.

1. 4 استعمالات التحليل المالي:

يستعمل التحليل المالي للتعرف على أداء المؤسسات موضوع التحليل، واتخاذ القرارات ذات الصلة بها . هذا ويمكن استعمال التحليل المالي لأغراض متعددة أهمها:

أ. **التحليل الائتماني:** يقوم بهذا التحليل المقرض بهدف التعرف على الأخطار المتوقع أن يواجهها في علاقته مع المقرض (المدين) وتقييمها وبناء قراره بخصوص هذه العلاقة استناداً إلى نتيجة هذا التقييم. وتقدم أدوات التحليل المالي المختلفة للمحلل بالإضافة إلى الأدوات الأخرى، والإطار الملائم والفعال الذي يمكنه من اتخاذ القرار المناسب.

ب. **التحليل الاستثماري:** أن من أفضل التطبيقات العملية للتحليل المالي هي تلك المستعملة في مجال تقييم الاستثمار في أسهم المؤسسات ولهذا الأمر أهمية بالغة لجمهور المستثمرين من أفراد ومؤسسات ينصب اهتمامهم على سلامة تسييراتها وكفاية عوائدها. كما لا تقتصر قدرة التحليل المالي على تقييم الأسهم والسندات فحسب بل تمتد هذه القدرة لتشمل تقييم المؤسسات نفسها والكفاءة الإدارية التي تتحلّى بها والتبنيات في مختلف المجالات.

ت. **تحليل الاندماج والشراء:** ينتج عن هذا الاندماج والشراء تكوين وحدة اقتصادية واحدة نتيجة لانضمام وحدتين اقتصاديتين أو أكثر معا وزوال الشخصية القانونية لكل منهما أو لأحدهما، وفي حالة رغبة مؤسسة شراء أخرى تتولى الإدارة المالية للمشتري عملية التقييم، فتقدم القيمة الحالية للمؤسسة المنوي شراؤها، كما تقدر الأداء المستقبلي لها، وفي نفس الوقت تتولى الإدارة المالية للبائع القيام بنفس عملية التحليل لأجل تقييم العرض المقدم والحكم على مدى مناسبته.

ث. **تحليل تقييم الأداء:** تعتبر أدوات التحليل المالي أدوات مثالية لتحقيق هذه الغاية لما لها من قدرة على تقييم ربحية المؤسسة وكفاءتها في إدارة موجوداتها وتوازنها المالي وسيولتها والاتجاهات التي تتخذها في النمو. وكذلك مقارنة أدائها بمؤسسات أخرى تعمل في نفس المجال أو في مجالات أخرى. والجدير بالذكر أن هذا النوع من التحليل تهتم به معظم الأطراف التي لها علاقة بالمؤسسة مثل الإدارة، المستثمرين، والمقترضين.

ج. **التخطيط:** تعتبر عملية التخطيط للمستقبل أمراً ضرورياً لكل مؤسسة بسبب التعقيدات الشديدة التي تشهدها أسواق المنتجات المختلفة من سلع وخدمات، وتتمثل عملية التخطيط بوضع تصور لأداء المؤسسة المتوقع الاسترشاد بالأداء السابق لها. وهنا تلعب أدوات التحليل المالي دوراً مهماً في هذه العملية بشقيها من حيث تقييم الأداء السابق وتقدير الأداء المتوقع.

ح. **الرقابة المالية:** تعرف الرقابة المالية بأنها تقييم ومراجعة الأعمال للتأكد من أن تنفيذها يسير وفقاً للمعايير والأسس الموضوعية لاكتشاف الأخطاء والانحرافات ونقاط الضعف ومعالجتها في الوقت المناسب.

خ. مداخل أخرى للتحليل المالي: بالإضافة للمداخل التقليدية للتحليل المالي المشار إليها سابقا برزت حديثا مداخل أخرى يسلكها المحللون الماليون لتحقيق أغراض هامة ومتخصصة مثل:

- التحليل المالي لأغراض تقييم الجدوى الاقتصادية للمؤسسات؛
- التحليل المالي لأغراض التنبؤ بالفشل المالي للمؤسسات؛
- تحليل المحافظ الاستثمارية؛
- تحليل نوعية الأرباح؛
- التحليل البيئي الإستراتيجي أو ما يعرف بتحليل (Swot).

1. 5 الجهات المستفيدة من التحليل المالي:

يثير التحليل المالي اهتمام فئات متعددة حيث تسعى كل فئة للحصول على الإجابات على مجموعة التساؤلات التي تهم مصالحها عن طريق تحليل القوائم المالية وتفسير نتائجها فالغرض من التحليل يمكننا من تحديد الفئات صاحبة الاهتمام بالتحليل المالي في:¹⁴

أ. إدارة المؤسسة: تقوم ادارة المؤسسة بأعمال التحليل المالي لتحقيق الاغراض التالية:

- قياس سيولة وربحية المؤسسة؛
- تقييم كفاءة المؤسسة وإدارة أصولها وخصومها؛
- اكتشاف الانحرافات السلبية في الوقت المناسب ومعالجتها؛
- معرفة مركز المؤسسة بشكل عام بين مثيلاتها في نفس القطاع.

ب. المستثمرون: يهتم المستثمرون بالتحليل المالي لتحقيق الأغراض التالية:

- قدرة المؤسسة على توليد الأرباح في المستقبل باحتساب القوة الايرادية للمؤسسة؛
- معرفة درجة السيولة لدى المؤسسة وقدرتها على توفيرها لحمايتها من الوقوع في العسر المالي؛
- تمكين المستثمرين من اكتشاف فرص استثمار مناسبة تتلائم مع رغباتهم .

ت. المقرضون: كما بينا في التحليل الائتماني حيث الغرض منه هو معرفة درجة السيولة لدى المؤسسة وهذا يتناسب مع المقرضون أصحاب الديون قصيرة الأجل بالإضافة إلى معرفة درجة ربحية المؤسسة على المدى الطويل وهذا يتناسب مع المقرضون أصحاب الديون طويلة الأجل.

ث. الجهات الرسمية: تقوم الجهات الرسمية ممثلة بالدوائر الحكومية بأعمال التحليل المالي لتحقيق الأغراض التالية:

- احتساب ضريبة الدخل المستحقة على المؤسسة؛
- التسعير لانتاج المؤسسة أو خدماتها؛
- متابعة نمو وتطور المؤسسات وخاصة الصناعية منها.

¹⁴ منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي، مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2005، ص 18 – 19.

ج. مكاتب الخبرة المالية: هي فئات متخصصة بالتحليل المالي تقوم بتحليل المؤسسة وبيان وضعها المالي بناء على تكليف من بعض الجهات مقابل الحصول على أتعاب.

ح. الأفراد والجهات المتعاملة بالأوراق المالية: يستفيد سماسرة الأوراق المالية من التحليل المالي للأغراض الآتية:

- تحليل التغيرات السريعة على أسعار الأسهم للمؤسسة في السوق المالي؛
- مراقبة ومتابعة الأحوال المالية السائدة وتأثيرها على السوق المالي؛
- تحليل السوق المالي وتحديد المؤسسات التي تمثل شراء أسهمها أفضل استثمار.

1. 6 وظيفة المحلل المالي:

يقوم المحلل المالي بوظيفتين رئيسيتين هما:

أ. الوظيفة الفنية: تتجلى فنياً في كيفية التعامل في استخدام وتطبيق هذه المعايير والقواعد على النحو التالي:

- كيفية احتساب النسب المالية رياضياً؛
- تصنيف وتبويب البيانات والمعلومات بشكل يسمح بالربط بينها لأغراض الدراسة والمقارنة؛
- مقارنة المعلومات المستخرجة بما هو متوقع.

ب. الوظيفة التفسيرية: تتمثل هذه الوظيفة بتفسير النتائج التي تم الوصول إليها بشكل دقيق غير قابل للتأويل ووضع الحلول

والتوصيات لهذه النتائج. وعلى المحلل المالي عند مزاولته لوظيفته الفنية والتفسيرية مراعاة ما يلي :

- ✓ الشكل القانوني للمؤسسة ؛
- ✓ طبيعة النشاط الذي تزاوله؛
- ✓ مركز المؤسسة في الصناعة أو القطاع الذي تنتمي له.

2. أدوات التحليل المالي:

تنوع مداخل التحليل المالي وفقاً لمجموعة من العناصر مثل: الأغراض المقصودة من التحليل المالي، طبيعة نوع المعلومات المتوفرة، السمات الشخصية للمحلل المالي وغيرها. والأنواع التالية تشكل أساس التحليل المالي الحديث وهي تكمل بعضها البعض.

أ. التحليل الرأسي: ينطوي على دراسة العلاقات الكلية بين بنود القائمة المالية المختلفة في تاريخ معين وهو تحليل يتصف بالسكون والثبات. يساعد على تقييم أداء المؤسسة في تلك الفترة و اكتشاف نواحي الضعف والقوة لكنه يظل بحاجة لأن يدعم بالتحليل الأفقي وباستخراج المركز النسبي.

ب. التحليل الأفقي: ينطوي على دراسة سلوك كل بند من بنود القائمة المالية بمرور الزمن أي تتبع حركة هذا البند زيادة أو نقصاناً بمرور الزمن، وهكذا فإن هذا النوع من التحليل ديناميكي لأنه يبين التغيرات التي حدثت. كذلك يمكن القيام بهذا النوع من التحليل في حالة النسب المالية حيث يمكن مقارنة نسبة يمثلها المعدة في فترة زمنية أخرى مما يتيح تتبع حركة هذه النسبة عبر الزمن ويساعد على اتخاذ القرارات المناسبة.

ت. المركز النسبي: يسميه البعض قياسا بالمكان ويتم عن طريق مقارنة النسب الخاصة بالمؤسسة بالنسب السائدة في الصناعة وعندها يمكن للإدارة:

- تقييم أداء المؤسسة بالنسبة لمثيلاتها؛
- تقييم ربحية المؤسسة في أصولها المختلفة بالنسبة لمثيلاتها؛
- اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة لتحقيق التوازن بينها وبين مثيلاتها في الصناعة التي تنتمي إليها وخاصة في حالة الانحراف السالب بعد اكتشاف السبب الحقيقي الذي أدى إلى الانحراف.

2.1 محددات التحليل المالي:

لكي تنجح عملية التحليل المالي في تحقيق أهدافها وأغراضها المنشودة، لا بد من توفر مجموعة من المتطلبات أو الشروط التي تشكل في مجموعها ركائز أساسية لا بد من مراعاتها. فإذا ما اعتبرنا أن الهدف النهائي للمحلل المالي هو توفير مؤشرات واقعية تعطي صورة عن جوانب نشاط المؤسسة هي أقرب ما تكون إلى الحقيقة، فيجب إذن توفير مقومات نجاحه في تحقيق هذا الهدف بالحرص على توفير مجموعة من الشروط منها ما يتعلق به نفسه، ومنها ما يتعلق بمنهج وأساليب وأدوات التحليل التي يستخدمها، ومنها كذلك ما يتعلق بمصادر المعلومات التي يعتمد عليها.

بناء على ما تقدم يمكن حصر المقومات الأساسية للتحليل المالي فيما يلي:¹⁵

- أن تتمتع مصادر المعلومات التي يستقي منها المحلل المالي معلوماته بقدر معقول من المصادقية أو الموثوقية وأن تتسم المعلومات المستخدمة في التحليل بقدر متوازن من الموضوعية من جهة والملائمة من جهة أخرى؛
 - أن يسلك المحلل المالي في عملية التحليل منهجا علميا يتناسب مع أهداف عملية التحليل، كما أنه يستخدم أساليب وأدوات تجمع هي الأخرى ويقدر متوازن بين سمتي الموضوعية والملائمة للأهداف التي يسعى إليها.
- ولكي يحقق المحلل المالي المتطلبات والشروط المقصودة هنا عليه مراعاة ما يلي:
- أن تتوفر لديه خلفية عامة عن المؤسسة ونشاطها، والصناعة التي تنتمي إليها، وكذلك البيئة العامة المحيطة بها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية؛
 - أن يبرز الفروض التي يبني عليها عملية التحليل وكذلك المتغيرات الكمية والكيفية (النوعية) التي ترتبط بالمشكلة محل الدراسة؛
 - أن لا يقف المحلل المالي عند مجرد كشف عوامل القوة ومواطن الضعف في نشاط المؤسسة، بل أن يسعى وهو الأهم إلى تشخيص أسبابها واستقراء اتجاهاتها المستقبلية؛

¹⁵ محمد مطر، التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، دار وائل للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2000، ص ص

• أن يتسم المحلل المالي نفسه بالموضوعية بالتركيز على فهم دوره والمخصور في كف الحقائق كما هي قبل أن يقوم بتفسيرها بصورة مجردة بعيدة عن التحيز الشخصي ليقوم بعد ذلك بتقديم تقريره، بما يتضمنه من مؤشرات وبدائل تُخدم متخذ القرار مع مراعاة التوصية بما يراه البديل الأفضل منها.

2.2 البيانات المستعملة في التحليل المالي:

تعتبر بيانات القوائم المالية بمثابة المدخلات الرئيسية في عملية التحليل المالي لذا وجب أن تتوفر فيها مجموعة من الخصائص أهمها:

- **الدلالة:** يجب أن تظهر القوائم المالية كل البيانات الهامة والتي قد تؤثر في قرار مستخدميها ؛
- **القابلية للفهم:** أي بإمكان المطلع الذي لديه مبادئ أولية فهم محتوى هذه القوائم ؛
- **المصدقية:** ألا تظهر إلا البيانات التي يراها المسير صحيحة وتعبر بصدق عن وضعية المؤسسة ؛
- **القابلية للمقارنة:** أي أنها توفر للقدرة على مقارنتها زمنيا ومع قوائم أخرى من خلال تطبيق نفس أساليب وطرق التقييم ؛
- **أسبقية الواقع الاقتصادي على المنطق المالي:** أن تظهر كل الأصول المراقبة من قبل المؤسسة حتى وأن لم تكن مالكتها قانونا.

2. القوائم المالية المستخدمة في التحليل المالي:

تمثل في الميزانية المحاسبية :

2.1 الميزانية المحاسبية:

طبقا للنظام المحاسبي المالي فان الميزانية تظهر بصفة مستقلة عناصر الأصول والخصوم التي تصنف على أساس مبدأ السيولة - الاستحقاق، حيث تصنف الأصول والخصوم إلى:

❖ **الأصول غير الجارية:** هي الأصول الموجهة لخدمة المؤسسة بصفة دائمة لفترة طويلة، وتشمل:

✓ التثبيتات المعنوية: برمجيات المعلوماتية، العلامات التجارية.....

✓ التثبيتات المادية: اراضي، مباني، معدات.....

✓ التثبيتات المالية: سندات الفروع، سندات مساهمة أخرى.....

❖ **الأصول الجارية:** هي الأصول التي تتوقع المؤسسة بيعها أو استهلاكها خلال دورة الاستغلال العادية، اضافة إلى العملاء والنقديات.

❖ **الخصوم غير الجارية:** عبارة عن الالتزامات الراهنة التي يتوقع تسديدها بعد 12 شهرا الموالية لنهاية الدورة المحاسبية أي أنها طويلة ومتوسطة الأجل منها: القروض، ديون مالية.....

❖ **الخصوم الجارية:** عبارة عن الالتزامات الراهنة التي يتوقع تسديدها خلال 12 شهرا الموافقة للدورة المحاسبية أي أنها قصيرة الأجل ومنها: موردون، ديون اجتماعية.....

❖ الأموال الخاصة: الفرق بين أصول المؤسسة وخصومها منها: رأس المال، علاوات، احتياطات. والشكل الموالي يوضح ذلك.

جدول رقم 01: الميزانية المحاسبية المالية لمؤسسة بتاريخ 31/12/ن

المبلغ	الخصوم	صافي	اهتلاك مؤونة	إجمالي	الأصول
	رؤوس الأموال الخاصة: ✓ رأس المال المصدر ✓ علاوات واحتياطات ✓ النتيجة الصافية للسنة الخصوم غير الجارية ✓ قرض مصرفي ✓ مؤونات ومنتجات مثبتة				أصول غير جارية ✓ تثبيات معنوية: كبرمجيات المعلوماتية، العلامات التجارية... ✓ تثبيات عينية: كالأراضي، مباني تثبيات عينية أخرى... ✓ تثبيات مالية: كمساهمات أخرى، سندات أخرى مثبتة...
	مجموع الخصوم غير الجارية				مجموع الأصول غير الجارية
	الخصوم الجارية ✓ موردون وحسابات ملحقة ✓ ضرائب ✓ ديون أخرى				أصول جارية ✓ مخزونات ومنتجات. ق.ت ✓ العملاء ✓ مدينون آخرون ✓ ضرائب ✓ الخزينة
	مجموع الخصوم الجارية				مجموع الأصول الجارية
	مجموع الخصوم				مجموع عام للأصول

المصدر: اعداد الباحثة بناء على النظام المحاسبي المالي الجزائري.

تعدد أساليب التحليل المالي الساكن ومن أهمها رأس المال العامل سيولة، حيث يعد من أهم الأدوات المستعملة في تحليل المؤشرات الدالة على التوازن المالي للمؤسسة ويطلق عليه هامش أمان المؤسسة. ويظهر مقدار ما تحتاط به المؤسسة للظروف الطارئة التي قد تواجهها والتي تكون قد هيأت لذلك أموالا دائمة لتغطيتها. ويمثل رأس المال العامل سيولة حصة الموارد الدائمة التي لم يتم امتصاصها عن طريق تمويل الأصول غير الجارية، والذي يكون جاهزا لتمويل الاحتياجات المرتبطة أو المتعلقة بدورة الاستغلال. كما يمكن حساب رأس المال العامل بطريقتين:

أ. من أعلى الميزانية: يعرف بأنه الفائض من الموارد الدائمة بالنسبة للأصول غير الجارية وبحسب بالطريقة التالية:

رأس المال العامل سيولة = موارد دائمة - أصول غير جارية.

ب. من أسفل الميزانية: يعرف على أنه الفائض من الأصول الجارية بالنسبة للديون قصيرة الأجل وبحسب كما يلي:

رأس المال العامل سيولة = أصول جارية - خصوم جارية.

توجد عوامل عديدة تؤثر في حجم رأس المال العامل وتمثل في:

- دورة الاستغلال: نجد أن حجم رأس المال يتغير ويختلف باختلاف دورة الاستغلال فكلما كانت هذه الدورة طويلة كلما تطلب وجود حجم كبير من الأموال الدائمة لتغطيتها والعكس صحيح.
- التغيرات الموسمية: بعض المؤسسات تتميز بنشاط موسمي فيتأثر نشاطها بالتغيرات الموسمية، كأن يرتفع سعر المواد الأولية في فترة معينة، لهذا يجب أن تواجه هذه الحالة بتوفير المخزونات اللازمة.
- حجم نشاط المؤسسة: كلما كان حجم نشاطها كبير تحتاج إلى رأس مال عامل كبير والعكس صحيح.
- طبيعة نشاط المؤسسة: يرتبط رأس المال العامل بنوعية وحجم تصريف المنتجات، وبالتالي يجب تحديد طبيعة الإنتاج في المؤسسة.

يفضل استخدام رأس المال العامل سيولة كأحد مؤشرات التوازن في الأجل الطويل إلا أن هذا المؤشر قد يتغير في الأجل القصير بتغير أحد أو كل المتغيرات المكونة له بالزيادة أو بالنقصان. ومن العوامل التي تغير في حجمه بالزيادة:

● زيادة الأموال الخاصة والخصوم غير الجارية؛

● التنازل عن بعض التثبيات المادية.

أما العوامل المؤثرة على تغير حجم رأس المال العامل بالنقصان فهي:

● اقتناء تثبيات مادية جديدة + تسديد لخصوم غير جارية كالقروض طويلة الأجل؛

● نقصان قيمة الأموال الخاصة.

وعلى العموم هناك ثلاث حالات يمكن أن يأخذها رأس المال العامل هي:

❖ **رأس المال العامل موجب**: هي الحالة المفضلة وتعني أن الأصول غير الجارية الثابتة ممولة بالموارد الدائمة والفائض

يستعمل في تمويل الأصول الجارية أي المتداولة.

❖ **رأس المال العامل يساوي الصفر**: هي الحالة التي تكون فيها المؤسسة قد مولت أصولها الجارية المتداولة من مواردها

الجارية أو قصيرة الأجل وهو ما يشكل قاعدة التوازن المالي الأدنى وهذا لا يمكن أن يطول لكون دورة الاستغلال غير

مستقرة.

❖ **رأس المال العامل سالب**: يعني أن الموارد الدائمة لا تكفي لتغطية الأصول غير الجارية، لذا سوف تعرف المؤسسة

صعوبات في الآجال القصيرة من تسديد المستحقات أي عدم توفر السيولة اللازمة مما يدل على ضعفها المالي.

3. الانتقادات الموجهة لتحليل المالي الساكن:

وجهت العديد من الانتقادات والتحفظات لهذا النوع من التحليل خاصة في ظل التطور السريع للمحيط المالي والاقتصادي

للمؤسسة ومنها:

- لا يعطي تصورا واضحا حول المستوى الأمثل لرأس المال العامل؛
- لم يبين العلاقة بين رأس المال العامل والخزينة بالرغم من افتراضه أنها موجبة في حالة وجود رأس مال عامل موجب .

الفصل الرابع: التحليل المالي الوظيفي

يحاول هذا التحليل تجاوز القصور الذي ظهر في التحليل الساكن بتقديم معيار جديد لتصنيف عناصر الأصول والخصوم يتناسب مع المفهوم الجديد للمؤسسة الذي يعتبرها وحدة اقتصادية تتضمن ثلاث وظائف أساسية: الاستغلال، الاستثمار، التمويل.

1. المفهوم الوظيفي للمؤسسة:

تجاوز هذا المفهوم فكرة الذمة المالية للمؤسسة وعرفها على أنها وحدة اقتصادية لها وظائف أساسية تهدف لتحقيق الهدف الكلي للمؤسسة. وتنقسم إلى:

أ. **وظيفة الاستغلال:** تعتبر الركيزة الأساسية لهذا التحليل تكتسب أهمية بالغة في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة حيث تعبر عن النشاط الرئيسي الذي أنشئت من أجله المؤسسة يتم من خلالها تحديد طبيعة نشاط المؤسسة (إنتاجية، تجارية...) تشمل المراحل التالية: التمويل، التخزين، التصنيع، البيع.

ب. **وظيفة الاستثمار:** يتمثل دورها في تزويد المؤسسة بمختلف تجهيزات الانتاج والتشبيكات الضرورية لممارسة مختلف الأنشطة الاستثمارية بعد دراسة جدوى كل استثمار والمفاضلة بين مجموعة من البدائل واختيار البديل الأفضل الذي يحقق مردودية والفعالية الاقتصادية. وتشمل عمليتي حيازة أو شراء الاستثمار والتنازل عن الاستثمار أو البيع.

ت. **وظيفة التمويل:** يتمثل دور هذه الوظيفة في تغطية الاحتياجات المالية للنشاط سواء تعلق الأمر بوظيفة الاستغلال أو الاستثمار من خلال المصادر التالية:

❖ **مصادر داخلية:** تتمثل في التمويل الذاتي الذي يتشكل من الأرباح المحققة في السابق مضافا إليها الإهلاكات والمؤونات.

❖ **مصادر خارجية:** تتمثل في عمليات الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية وكذلك عمليات الرفع في رأس المال.

2. الميزانية الوظيفية:

يستوجب القيام بالتحليل الوظيفي الوصول إلى الميزانية الوظيفية بإعادة ترتيب الاستعمالات والموارد وهذا بحسب مختلف الدورات التي تمر بها المؤسسة خلال مدة نشاط محددة.

أ. تعريف الميزانية الوظيفية: الميزانية الوظيفية ليست إلا شكل من أشكال الميزانية ويطلق عليها اسم الوظيفية لأن ترتيب الأقسام فيها يكون على أساس الوظيفة التي تتعلق بكل قسم.¹⁶

ب. الأسس التي تبنى عليها الميزانية الوظيفية:

- يصطلح على الأصول بالاستخدامات والخصوم بالموارد؛
- تحسب الاستخدامات بالقيم الاجمالية أي دون طرح المؤونات والاهتلاكات مع النظر إلى الاهتلاكات والمؤونات على أنها موارد متوسطة وطويلة الأجل؛
- ترتيب عناصر الاستخدامات والموارد وتصنيفها تبعا لانتماؤها إلى وظيفة الاستغلال، خارج الاستغلال أو وظيفة الاستثمار أو وظيفة التمويل.

ت. بناء الميزانية الوظيفية: يتم بناء الميزانية الوظيفية من خلال إعادة ترتيب عناصر الأصول والخصوم من الميزانية المحاسبية كما يلي:

1. إعادة ترتيب عناصر الأصول: يتم إعادة ترتيب عناصر الأصول حسب المؤشر الوظيفي كما يلي:

جدول رقم 02: الميزانية المالية وفق النظام المحاسبي المالي الجزائري

عناصر الأصول	الملاحظة	الموقع في الميزانية الوظيفية
التبittات المعنوية والمادية والمالية	عبارة عن عناصر تضمن سير النشاط العادي للمؤسسة	الاستخدامات المستقرة
المخزونات	عناصر تساهم في دورة الاستغلال	استخدامات الاستغلال
<ul style="list-style-type: none"> ✓ الزبائن ✓ تسبيقات للموردين ✓ الزبائن والسندات المطلوب تحصيلها ✓ تسبيقات للمستخدمين ✓ مدينون آخرون للاستغلال ✓ أعباء تمثل تسبيقات للاستغلال 	عبارة عن حقوق خاصة بدورة الاستغلال	استخدامات الاستغلال
<ul style="list-style-type: none"> ✓ مدينون آخرون ✓ أعباء تمثل تسبيقات خارج الاستغلال 	عبارة عن حقوق خاصة بخارج دورة الاستغلال	استخدامات خارج الاستغلال
الخبزينة الموجبة	عبارة عن البنك والصندوق والحساب الجاري (الحسابات المالية)	استخدامات الخبزينة

¹⁶ K. Chiha, *opcit* , p 55.

2 . إعادة ترتيب عناصر الخصوم:

الموقع في الميزانية الوظيفية	الملاحظة	عناصر الخصوم
موارد دائمة	عبارة عن وسائل مالية التزم بها الشركاء أو المستغل	الأموال الخاصة
موارد دائمة	عبارة عن مصاريف مسجلة غير مستحقة الدفع	✓ مؤونة المخاطر ✓ إهتلاكات ومؤونات الأصول
موارد دائمة	ديون مالية طويلة الأجل تستخدم في تمويل التثبيات	القروض البنكية
موارد الاستغلال	عبارة عن عناصر تمثل الديون الخاصة بالاستغلال	✓ الموردون ✓ تسبيقات الزبائن ✓ موردو السندات الواجب دفعها ✓ ديون ضريبية واجتماعية ✓ دائنون آخرون للاستغلال ✓ نواتج تمثل تسبيقات للإستغلال
موارد خارج الاستغلال	عناصر تخص موارد خارج الاستغلال	✓ ديون جبائية(ضريبة على الأرباح) ✓ دائنون آخرون ✓ نواتج تمثل تسبيقات خارج الاستغلال ✓ فوائد القروض
موارد الخزينة	الإعتمادات البنكية الجارية (رصيد البنك السالب)	الخزينة السالبة

وعلى هذا الأساس يمكن تمثيل الميزانية الوظيفية كما يلي:

جدول رقم 03: الميزانية المالية الوظيفية

R_D الموارد الدائمة الأموال الخاصة الديون المتوسطة والطويلة الأجل مجموع الاهتلاكات والمؤونات	E_s الاستخدامات المستقرة (بقيم اجمالية) الاستثمارات المادية والمعنوية والمالية الأصول ذات الطبيعة المستقرة
R_{ex} موارد الإستغلال مستحقات المورد وملحقاته	E_{ex} استخدامات الاستغلال (بقيم اجمالية) المخزونات الاجمالية حقوق العملاء وملحقاتها
R_{hex} موارد خارج الإستغلال موارد أخرى	E_{hex} استخدامات خارج الاستغلال (بقيم اجمالية) حقوق أخرى
R_t موارد الخزينة الاعتمادات البنكية الجارية (قروض الخزينة)	E_t استخدامات الخزينة المتاحات
R مجموع الموارد (بقيم اجمالية)	E مجموع الاستخدامات (بقيم اجمالية)

كما يمكن اعداد الميزانية الوظيفية المختصرة معبرة بالنسب كالآتي:

جدول رقم 04: الميزانية المالية الوظيفية المختصرة

النسبة	المبلغ	البيان	النسبة	المبلغ	البيان
		R_D الموارد الدائمة			E_s الاستخدامات المستقرة
		R_{ex} موارد الإستغلال			E_{ex} استخدامات الاستغلال
		R_{hex} موارد خارج الإستغلال			E_{hex} استخدامات خارج الاستغلال
		R_T موارد الخزينة			E_T استخدامات الخزينة

3. أدوات التحليل المالي الوظيفي:

يكمن الهدف من خلال بناء الميزانية الوظيفية إلى استخراج المؤشرات المالية التي تقيس التوازن المالي للمؤسسة من خلال

مقارنة المصادر والاستخدامات كما يلي:

$$R = E$$

$$R_D + R_{ex} + R_{hex} + R_T = E_s + E_{ex} + E_{hex} + E_T$$

$$R_D + R_{ex} + R_{hex} - E_s - E_{ex} - E_{hex} = E_T - R_T$$

$$(R_D - E_s) - [E_{ex} - R_{ex}] + (E_{hex} - R_{hex}) = E_T - R_T$$

$$FR_{ng} - BFR = T_{ng}$$

3. 1 رأس المال العامل الصافي الإجمالي:

يمثل الجزء من الموارد الدائمة المستخدم في تمويل دورة الاستغلال يعطى بالعلاقة التالية:

$$FR_{NG} = R_D - E_s$$

يمكن أن يأخذ الحالات التالية:

أ. رأس مال عامل صافي إجمالي موجب $FR_{NG} > 0$: يتحقق ذلك عندما تكون $E_s < R_D$ وبالتالي فإن المسير المالي يجعل المؤسسة تبتعد عن خطر العسر المالي، وفي المقابل فإن هذه السياسة يمكن أن تؤثر سلبا على أرباح المؤسسة بسبب استخدام موارد طويلة الأجل ذات التكلفة المرتفعة في تمويل استخدامات الدورة التي يجب أن تمويل بموارد قصيرة الأجل ذات التكلفة المنخفضة أو المنعدمة.

ب. رأس مال عامل صافي إجمالي سالب $FR_{NG} < 0$: يتحقق ذلك عندما تكون $E_s > R_D$ وبالتالي فإن المسير المالي يجعل المؤسسة تقترب من خطر العسر المالي بسبب أن المؤسسة قامت بتمويل الاستخدامات المستقرة ذات العمر الاقتصادي

الطويل بموارد الدورة القصيرة الأجل، وفي المقابل فإن هذه السياسة يمكن ان ترفع من أرباح المؤسسة وذلك بسبب استخدام موارد قصيرة الأجل ذات التكلفة المنخفضة أو المنعدمة في تمويل استخدامات المستقرة التي يجب أن تمويل بموارد طويلة الأجل ذات التكلفة المرتفعة.

ت. رأس مال عامل صافي إجمالي معدوم $FR_{NG} = 0$: تسمى مبدأ التغطية تتحقق عندما تكون $E_s = R_D$ وبالتالي فإن المسير المالي يجعل المؤسسة تتعد من خطر العسر المالي ولا تؤثر على أرباح المؤسسة.

3. 2 الاحتياج في رأس المال العامل:

أ. تعريفه: ينتج عن الأنشطة العادية للمؤسسة مجموعة من الاحتياجات بسبب تفاعل مجموع عناصر الأصول والخصوم الخاصة بدورة الاستغلال فيتولد الاحتياج المالي للاستغلال عندما لا تستطيع المؤسسة تغطية ديونها للاستغلال بواسطة حقوقها ومخزوناتهما. هذا العجز يستطلع عليه بالاحتياج في رأسمال العامل. وتعتبر الاحتياجات من رأس المال العامل المحدد لرأس المال العامل وهي تمثل رأس المال العامل الأمثل للبنية المالية للمؤسسة أي الحجم من الموارد الدائمة الواجب توفيره لتمويل الأصول الجارية- الاستخدامات الجارية- والذي يضمن تحقيق التوازن المالي الضروري للمؤسسة. وهو يتميز بحركية مستمرة خلال الدورة بسبب تذبذب الاحتياجات المالية للنشاط إما بالزيادة أو الانخفاض بسبب التغير في عناصر الانتاج ودرجة تأقلم المؤسسة مع المحيط.

ويتحقق النمو المتوازن للمؤسسة باستخدام الاحتياج في رأس المال العامل على استقرار نسبة النمو أي زيادة زيادة كل من

BFR ورقم الأعمال بنفس الوتيرة لذا يجب مراقبة هذه النسبة أثناء مرحلة النمو لتجنب:

- نمو غير متحكم فيه: بسبب الدخول في أنطة تفوق مقدرتها المالية مما يؤدي إلى التعرض لمخاطر الافلاس والزوال.
- سوء تسيير عناصر الاستغلال: بسبب:

1. منح آجال طويلة للعملاء؛

2. مخزون ذو دوران بطيء؛

3. قبول آجال قصيرة من الموردين.

ب. كيفية حسابه: يمكن حساب **BFR** بطريقتين:

1. الطريقة المباشرة: من خلال العلاقة:

$$BFR_g = \text{احتياجات الدورة} - \text{موارد الدورة}$$

وينقسم إلى:

$$E_{hex} - R_{hex} = BFR_{hex} \quad \text{و} \quad BFR_{ex} = E_{ex} - R_{ex}$$

ومنه:

$$BFR_g = BFR_{ex} + BFR_{hex}$$

وعلى هذا الأساس فإن:

$$BFR = \text{احتياجات الدورة} - \text{موارد الدورة}$$

وينقسم إلى:

$$\text{BFR}_{\text{ex}} = \text{E}_{\text{ex}} - \text{R}_{\text{ex}} \quad \text{و} \quad \text{BFR}_{\text{hex}} = \text{E}_{\text{hex}} - \text{R}_{\text{hex}}$$

يمكن ان يأخذ الحالات التالية :

- احتياج في رأس المال العامل الاجمالي موجب $\text{BFR} < 0$: اذا كانت قيمة BFR كبيرة وموجبة يعاب على المسير في هذه الحالة أنه لم يبحث عن موارد قصيرة الأجل والتي تكون غالباً تكلفتها منخفضة أو معدومة أحياناً.
- احتياج في رأس المال العامل الاجمالي سالب: $\text{BFR} > 0$: في هذه الحالة تكون احتياجات الدورة أقل من مواردها ويعاب على المسير في هذه الحالة أنه لم يستخدم تلك الموارد في توسيع دورة الاستغلال وبالتالي زيادة نشاط المؤسسة.

➤ احتياج في رأس المال العامل الاجمالي معدوم $\text{BFR} = 0$: يعني أن موارد الدورة = احتياجات الدورة

2. الطريقة المعيارية - طريقة الخبراء-: يتم حساب BFR من خلال مرحلتين أساسيتين:

✓ حساب مهل الدوران: لكل من عناصر الاستغلال بالأيام وهي تعبر عن الأموال المجمدة في شكل مخزونات أو آجال للعملاء.

✓ حساب معاملات الترجيح: لكل عنصر من عناصر الاستغلال من خلال التعبير عن احتياجات الدورة ومواردها في صورة نسب مئوية من رقم الأعمال خارج الرسم.

وبهذا الأسلوب يتم الأخذ بعين الاعتبار كل من درجات السيولة ودرجة الاستحقاق لمختلف العناصر المكونة لـ BFR بالأيام.

وتتميز هذه الطريقة بكونها أكثر موضوعية وواقعية في ظل تحقق كل من: الاستقرار والانتظام في دورات الاستغلال وعدم لجوء المؤسسة إلى أعمال المضاربة في نشاطها الاستغلالي.

1. حساب مهل الدوران لعناصر الاستغلال:

أ. معدلات دوران المخزون:

❖ البضاعة: تظهر المدة التي تبقى فيها البضائع في مخازن المؤسسة منذ شرائها وحتى بيعها وتحسب كالاتي:

$$\text{م د} = [\text{متوسط مخزون البضائع} / \text{بضائع مستهلكة}] \times 360$$

❖ المواد الأولية: تظهر المدة التي تبقى فيها المواد الأولية في مخازن المؤسسة منذ شرائها وحتى استهلاكها وتحسب كالاتي:

$$\text{م د} = [\text{متوسط مخزون المواد الأولية} / \text{مواد أولية مستهلكة}] \times 360$$

❖ المنتجات قيد التنفيذ: تظهر المدة التي تبقى فيها هذه المنتجات في وضع وسطي بين المواد الأولية والمنتجات التامة، وتحسب كالاتي:

$$\text{م د} = [\text{متوسط مخزون المنتجات قيد التنفيذ} / \text{تكلفة الانتاج قيد التنفيذ}] \times 360$$

❖ المنتجات التامة: تظهر المدة التي تستغرقها المواد الأولية لتتحول إلى منتجات تامة، وتحسب كالاتي:

$$\text{م د} = [\text{متوسط مخزون المنتجات التامة} / \text{تكلفة الانتاج التام}] \times 360$$

ب. معدل دوران العملاء: تقيس المدة المتوسطة للقروض التجارية التي تربط المؤسسة بعملائها أي الآجال الممنوحة للعملاء وتحسب وفق العلاقة:

$$\text{م د} = [\text{مستحقات العملاء} / \text{رقم الأعمال}] \times 360$$

ب. معدل دوران الموردون: تقيس المدة المتوسطة للقروض التجارية التي تربط المؤسسة بمورديها أي الآجال الممنوحة للموردين وتحسب وفق العلاقة:

$$م د = [مستحقات المورد / المشتريات] \times 360$$

2. حساب معاملات الترجيح لعناصر الاستغلال:

أ. المواد الأولية: م ت = مواد أولية مستهلكة / رقم الأعمال خارج الرسم

ب. البضائع: م ت = بضائع مستهلكة / رقم الأعمال خارج الرسم

ت. الانتاج قيد التنفيذ: م ت = تكلفة الانتاج قيد التنفيذ / رقم الأعمال خارج الرسم

ث. المنتجات التامة: م ت = مواد أولية مستهلكة / رقم الأعمال خارج الرسم

ج. العملاء: م ت = رقم الأعمال / رقم الأعمال خارج الرسم

ح. الموردون: م ت = المشتريات / رقم الأعمال خارج الرسم

3. حساب العناصر الجبائية والاجتماعية:

أ. الرسم على القيمة المضافة T V A: يشمل كلا من:

❖ الرسم على القيمة المضافة المدفوعة: يتراوح أجل استحقاق اجل الرسم على القيمة المضافة على المشتريات بين 0 و 30 يوم، وسنعمد على متوسط المدة أي 15 يوم عند الحساب ومنه معدل الدوران ومعامل الترجيح لهذا الرسم هما:

$$م د = 15 \text{ يوم}$$

م ت = الرسم على القيمة المضافة المدفوعة / رقم الأعمال خارج الرسم

❖ الرسم على القيمة المضافة المجمعة: يتراوح أجل استحقاق اجل الرسم على القيمة المضافة على المبيعات بين 0 و 30 يوم، وسنعمد على متوسط المدة أي 15 يوم عند الحساب ومنه معدل الدوران ومعامل الترجيح لهذا الرسم هما:

$$م د = 15 \text{ يوم}$$

م ت = الرسم على القيمة المضافة المجمعة / رقم الأعمال خارج الرسم

❖ الرسم على القيمة المضافة القابلة للدفع: في كثير من الأحيان يبقة الرسم على القيمة المضافة في خزينة المؤسسة إلى حين أجل استحقاقه يتراوح بين اليوم 16 و اليوم 25 من الشهر الموالي وعليه إذا كان أجل الاستحقاق هو اليوم 20 مثلا من الشهر فمعدل الدوران هو 20 يوما، أما معامل الترجيح فهو الفرق بين الرسم على القيمة المضافة المجمعة والمدفوعة إلى رقم الأعمال خارج الرسم

م ت = الرسم على القيمة المضافة القابلة للدفع / رقم الأعمال خارج الرسم

ب. التدفقات الاجتماعية: تضم كلا من:

❖ الأجور: إذا اعتبرنا أن تسديد الأجور يتم في آخر يوم من الشهر فالأجور المستحقة على المؤسسة تتحدد بأجل متوسط قدره 15 يوما وعليه معدل الدوران ومعامل الترجيح:

$$م د = 15 \text{ يوم}$$

م ت = الأجور السنوية / رقم الأعمال خارج الرسم

❖ المصاريف الاجتماعية: تحسب من الأجر الاجمالي للعامل خلال شهر معين ولا تسدد إلا في حدود اليوم 10 من الشهر الموالي على العموم وهو ما يساعد المؤسسة على الاستفادة من قرض عليها خلال هذه المدة ومنه معدل الدوران ومعامل الترجيح:

$$م د = 10 + 40 / 2 = 25 \text{ يوم}$$

$$م ت = \text{المصاريف الاجتماعية السنوية} / \text{رقم الأعمال خارج الرسم}$$

ثم يتم حساب الاحتياج في رأس المال العامل المعياري من خلال الجدول الموالي:

البيان		معدل	معامل	عناصر الاستغلال بأيام من رقم الأعمال	
		الدوران	الترجيح	استخدامات (1)	موارد (2)
المخزون		يحسب	يحسب	ضرب م د × م ت	
العملاء		بالنسبة	بالنسبة لكل	ضرب م د × م ت	
الموردون		لكل	عنصر	ضرب م د × م ت	
TVA المدفوعة		عنصر	بنسبة	ضرب م د × م ت	
TVA المجمعة		بالأيام	مؤوية	ضرب م د × م ت	
المصاريف الاجتماعية				ضرب م د × م ت	
الأجور				ضرب م د × م ت	
المجموع		/	/	بالأيام	بالأيام

الاحتياج في رأس المال المعياري بالأيام = (1) - (2)

الاحتياج في رأس المال المعياري بالقيمة = (الاحتياج في رأس المال المعياري بالأيام × رقم الأعمال خارج الرسم) /

360

3.3 **الخزينة**: تشكل الخزينة عندما تستخدم المؤسسة رأسمال العامل الصافي الاجمالي في تمويل احتياجات رأس المال العامل (للاستغلال أو خارج الاستغلال) فإذا تمكنت من تغطية هذا الاحتياج يكون رصيد الخزينة موجب وهي حالة فائض وفي العكس تكون الخزينة سالبة وهي حالة عجز. وتعطى بالعلاقة التالية:

$$T_{ng} = E_T - R_T$$

تمثل السيناريوهات المسببة للعجز في الخزينة حسب المنظور الوظيفي:¹⁷

أ. حالة خطأ السياسة المالية المنتهجة: يحدث عجز في رصيد الخزينة إذا أخلت المؤسسة بمبدأ التغطية وقامت بتمويل الاستخدامات المستقرة عن طريق موارد الاستغلال فيؤدي ذلك إلى انكسار في رأس المال العامل الصافي الاجمالي مع بقاء BFR

¹⁷ K .Chiha, *opcit*, p 79.

على حاله في وضعه الطبيعي وبالتالي تنتقل المؤسسة من حالة الفائض إلى حالة العجز ويتم معالجة هذا الوضع عن طريق مجموعة من الاجراءات منها:

- الرفع من قيمة الأموال الخاصة؛
- الحصول على قروض بنكية ؛
- التنازل عن بعض التثبيات العاطلة.

ب. حالة نمو سريع وغير متحكم فيه: إذا أقدمت المؤسسة على تحقيق معدلات نمو في رقم الأعمال أكبر من إمكانياتها المالية الحالية فإن ذلك يؤدي إلى تضخيم في الاحتياج في رأس مال العامل بسبب ارتفاع بعض العناصر مثل: الزبائن، أوراق القبض...، مع بقاء FR_{ng} في وضعه الطبيعي. ويمكن التغلب على هذا الوضع من خلال:

- اعادة النظر في المخطط التنموي من خلال التراجع عن استهداف أسواق اضافية؛
- تركيز الجهود التجارية والاستثمارية على حصة سوقية تتناسب مع الامكانيات المتاحة.

ت. حالة سوء تسيير عناصر الاستغلال: في كثير من الأحيان يتم تسيير عناصر الاستغلال بشكل عشوائي من خلال تباطؤ شديد في معدلات دوران المخزون وكذلك منح آجال طويلة للعملاء، وقبول آجال قصيرة من الموردين هذا التسيير يؤدي إلى تضخيم غير طبيعي في BFR ومع بقاء FR_{ng} في وضعه الطبيعي. ويمكن الخروج من هذا المأزق من خلال:

- تبني سياسة علمية دقيقة يمكن للمؤسسة لتسيير مخزونها؛
- تسيير العلاقة الدائنية بين العملاء والموردين من خلال اعتماد قاعدة التحصيل قبل التسديد؛
- منح آجال للعملاء تتناسب مع الآجال الممنوحة من الموردين.

ث. حالة الخسائر المتراكمة: إذا حققت المؤسسة خسائر متتالية فإن ذلك يؤدي إلى تآكل في الأموال الخاصة مما يجعل الموارد الدائمة R_D في حالة تدهور مستمر، ما يؤدي في انخفاض في FR_{ng} مع بقاء BFR في وضعه الطبيعي. ويمكن تصحيح هذا الوضع من خلال خطة طويلة الأجل تتضمن مستويين:

- مستوى داخلي: بترشيد الانفاق لتدنية التكاليف بالتوجه نحو استخدام الأساليب العلمية والنظم المتخصصة في الانتاج والتركيز على الجودة.

- مستوى خارجي: باعتماد مخطط تسويقي يهدف إلى تعظيم الحصة السوقية وجلب أكبر عدد ممكن من العملاء.

ج. حالة تدهور في النشاط: في حالة مواجهة المؤسسة لمشاكل تسويقية ناجمة عن معطيات المحيط فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض في رقم الأعمال وبالتالي انخفاض الإيرادات مقابل التكاليف وبالتالي انخفاض رقم الأعمال ويؤدي انخفاض قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي، فتنخفض الموارد الدائمة للمؤسسة بمرور الزمن وبالتالي انخفاض في FR_{ng} . كما ينتج عن هذه الحالة انخفاض في BFR بمرور الزمن ولكن أقل حدة من FR_{ng} بسبب احتفاء أو زوال بعض العناصر المتعلقة بالاستغلال كالعلاء، وأوراق القبض. وتكمن الحلول في:

❖ تحسين الوضعية الاستراتيجية للمؤسسة في السوق، وفي حال سيطرة المنافسين على السوق فان المؤسسة تكون أمام خيار الانسحاب التدريجي ثم تغيير النشاط.

3. 4 شروط التوازن المالي:

حتى يتحقق التوازن المالي حسب التحليل الوظيفي يجب أن تتحقق الشروط الثلاثة الآتية:

أ. $0 < FR_{ng}$: يتحقق عندما تتمكن المؤسسة من تغطية الاحتياجات المستقرة بموارد دائمة أي: $R_D > E_S$

ب. $FR_{ng} > BFR$: أي أن FR_{ng} يغطي BFR بشقيه الاستغلال والخارج الاستغلال.

ت. $T_{ng} > 0$: ليتحقق ذلك يتحقق الشرطين السابقين وبالتالي تتمكن المؤسسة من تغطية موارد الخزينة المتمثلة في

الاعتمادات البنكية الجارية بواسطة استخدامات الخزينة المتمثلة في المتاحات أي $E_T > R_T$

4. جدول حسابات النتائج: حسب النظام المحاسبي المالي فهو بيان ملخص للأعباء والنواتج المنجزة من المؤسسة خلال السنة

المالية ولا يأخذ في الحساب تاريخ التحصيل أو تاريخ السحب. ويبرز بوضوح النتيجة الصافية للسنة المالية (الربح أو الخسارة).

أ. **تعريف الأعباء** : هي المبالغ المالية التي سددتها أو ستسدها المؤسسة خلال السنة المالية مقابل المواد والمنتجات والخدمات

التي استهلكتها في عمليات الإنتاج والاستغلال أو بدون مقابل مباشر مثل بعض الضرائب والرسوم المسددة إلى الدولة وإلى

الجماعات المحلية ومن الأعباء ما هي غير نقدية مثل الاهتلاكات والمؤونات.

أما النظام المحاسبي المالي الجزائري فعرفها على أنها أعباء سنة مالية في تناقص المزايا (المنافع) الاقتصادية التي حصلت

خلال السنة المالية في شكل خروج أو انخفاض أصول أو في شكل ظهور خصوم. وتشمل الأعباء مخصصات الاهتلاكات

والمؤونات وخسارة القيمة. ويتم عرض الأعباء في حساب النتائج حسب الطبيعة وحسب الوظيفة .

قائمة الحسابات: تضم:

60: المشتريات المستهلكة، 61 : الخدمات الخارجية، 62 : الخدمات الخارجية الأخرى ، 63 : أعباء المستخدمين،

64 : الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة، 65: الأعباء العمليانية (التشغيلية) الأخرى، 66 : الأعباء المالية

67 : العناصر غير العادية (الأعباء)، 68 : مخصصات الاهتلاكات والمؤونات وخسائر القيمة

69 : الضرائب عن النتائج وما يماثلها

ب. **تعريف النواتج**: هي المبالغ المالية المحصلة أو التي ستحصل مقابل المنتجات والخدمات التي قدمتها المؤسسة إلى الغير أو

بدون مقابل مثل الإعانات المستلمة، كما تشمل هذه المجموعة على حسابات تكاليف الإنتاج (الحسابان 72 و73)

وحساب استرجاع عن خسائر القيمة والمؤونات (حساب78) وهذه الحسابات الأخيرة لا تمثل مقبوضات نقدية.

كما عرفت حسب SCF على أنها منتوجات (أي نواتج) سنة مالية في تزايد المزايا الاقتصادية التي تحققت خلال السنة في

شكل مداخيل أو زيادة في الأصول أو انخفاض في الخصوم كما تمثل المنتوجات استعادة خسارة في القيمة والمؤونات.

قائمة الحسابات: تضم:

70 : مبيعات بضاعة ومنتجات مصنعة، مبيعات خدمات مقدمة ومنتجات ملحقة

72 : منتجات موضوعة أو مخرجة من المخزن، 73 : إنتاج مثبت ، 74 : إعانة استغلال

75 : نواتج عملياتية (تشغيلية) أخرى، 76 : نواتج مالية، 77 العناصر غير العادية- نواتج

78 : استرجاعات من خسائر القيمة والمؤونات.

كما يسمح بحساب الأرصدة الوسيطة للتسيير التي تبرز تحليل كيفية تشكل نتيجة الدورة بتحليل الهوامش وتحديد النتائج كما يلي:

❖ **إنتاج السنة المالية:** يتمثل في إجمالي المنتجات المصنعة من طرف المؤسسة والايادات المتولدة عن النشاط الاستغلالي،

وهو مؤشر مرجعي للحكم عن القدرة الانتاجية للمؤسسة، ويدخل في حسابه أربع حسابات وهي:

إنتاج السنة المالية = رقم الاعمال (ح70) ± التغيير في المخزونات (ح72) + الانتاج المثبت (ح73) + إعانات

الاستغلال (ح74)

✓ ح70: المبيعات من البضائع والمنتجات المصنعة والخدمات المقدمة والنواتج الملحقة.

✓ ح72: الانتاج المخزن أو المنتقص من المخزون، أي أن هذا الحساب يمكن أن يكون موجبا أو

سالبا حسب التغيير في المخزون بالزيادة أو النقصان.

✓ ح73: الانتاج المثبت، أي انتاج المؤسسة لحاجتها الخاصة.

✓ ح74: إعانات الاستغلال.

❖ **إستهلاك السنة المالية:** يتمثل في استهلاكات الدورة.

استهلاك السنة المالية = المشتريات المستهلكة + الخدمات الخارجية(ح61) + الاستهلاكات الخارجية الأخرى

(ح62).

✓ ح60: المشتريات المستهلكة من البضائع المباعة والمواد الأولية والتموينات الأخرى...

✓ ح61: الخدمات الخارجية، أي الخدمات المستلمة من الغير.

✓ ح62: الاستهلاكات الخارجية الأخرى.

❖ **رصيد القيمة المضافة:** تعبر عن الاضافة التي قدمتها المؤسسة من خلال نشاطها الأساسي وتساعد في تحليل الوضع المالي

للمؤسسة من خلال قياس معدل نمو المؤسسة و قياس الوزن الاقتصادي للمؤسسة، كما تستخدم كمقياس للمقارنة

الداخلية أو ما بين المؤسسات في نفس النشاط لتقييم الأوضاع المالية وله عدة استخدامات:

✓ يساهم في الناتج المحلي الخام؛

✓ يساهم في قياس درجة التكامل الداخلي للمؤسسة؛

✓ يستخدم في مراقبة المنتجات والأنشطة بحيث يتم التحلي عن تلك التي لها قيمة مضافة ضعيفة وتشجع المنتجات

ذات القيمة المضافة العالية.

وهي عبارة عن الفرق بين انتاج السنة المالية واستهلاك السنة المالية .

القيمة المضافة = انتاج السنة المالية - استهلاك السنة المالية

❖ إجمالي فائض الاستغلال: هو رصيد التدفقات الحقيقية للاستغلال أي مقياس للثروة المالية المحققة من النشاط الاستغلالي للمؤسسة، كما يعمل على قياس الكفاءة الصناعية والتجارية للمؤسسة ويعتبر مؤشر إستراتيجي يدخل في اتخاذ كثير من القرارات الإستراتيجية (الانسحاب، البقاء في نفس النشاط أو تغيير النشاط) وهو القيمة المضافة للاستغلال مطروح منها أعباء المستخدمين والضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة، أي:

إجمالي فائض الاستغلال = القيمة المضافة للاستغلال - أعباء المستخدمين (ح63) - الضرائب والرسوم

والمدفوعات المماثلة (ح64)

❖ النتيجة العمليانية: عبارة عن رصيد دورة الاستغلال، عبارة عن إجمالي فائض الاستغلال مضافا إليه النواتج العمليانية الأخرى ومطروحا منه الأعباء العمليانية الأخرى وكذا مخصصات الاهتلاكات والمؤونات وخسارة القيمة ومضافا إليه استرجاع على خسائر القيمة والمؤونات، أي أن:

النتيجة العمليانية = إجمالي فائض الاستغلال + المنتجات العمليانية الأخرى (ح75) - الأعباء العمليانية الأخرى (ح65) -

مخصصات الاهتلاكات والمؤونات وخسارة القيمة (ح68) + استرجاع على خسائر القيمة والمؤونات (ح78).

❖ النتيجة المالية: هي النتيجة التي تم تحقيقها من خلال العمليات المالية التي تم القيام بها حيث تمثل الفرق بين النواتج المالية الناتجة عن عمليات الاقراض والأعباء المالية الناتجة عن عمليات الاقتراض.

النتيجة المالية = النواتج المالية (ح76) - الأعباء المالية (ح66)

❖ النتيجة العادية قبل الضرائب: هي مجموع كل من النتيجة العمليانية والنتيجة المالية

النتيجة العادية قبل الضرائب = النتيجة العمليانية + النتيجة المالية

❖ النتيجة الصافية للأنشطة العادية: نتحصل عليها بعد طرح الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية والضرائب المؤجلة عن النتائج العادية:

النتيجة الصافية للأنشطة العادية = النتيجة العادية قبل الضرائب - ح (695 و698) - ح (692 و693)

❖ النتيجة غير العادية (الاستثنائية): عبارة عن الفرق بين العناصر غير العادية (النواتج) والعناصر غير العادية (الأعباء).

النتيجة غير العادية = غير العادية (المنتجات) (ح77) - والعناصر غير العادية (الأعباء) (ح67).

❖ النتيجة الصافية للسنة المالية: عبارة عن جمع أو طرح (حسب الحالة) النتيجة الصافية للأنشطة العادية والنتيجة غير العادية.

صافي نتيجة السنة المالية = النتيجة الصافية للأنشطة العادية \pm النتيجة غير العادية.

ويتخذ الشكل الآتي:

جدول رقم 05: الأرصدة الوسيطة للتسيير

المبلغ	البيان
	المبيعات والمنتجات (النواتج) الملحقة الانتاج المخزن أو المنتقص من المخزون الانتاج المثبت + اعانات الاستغلال
	1 . إنتاج السنة المالية
	المشتريات المستهلكة الخدمات الخارجية والخدمات الخارجية الأخرى
	2 . استهلاك السنة المالية
	3 . القيمة المضافة للاستغلال (1-2)
	أعباء المستخدمين ضرائب ورسوم ومدفوعات مماثلة
	4 . اجمالي فائض الاستغلال
	المنتجات العملية الأخرى الأعباء العملية الأخرى مخصصات الاهتلاكات والمؤونات وحسائر القيمة الاسترجاعات عن خسائر القيمة والمؤونات
	5 . النتيجة العملية أو التشغيلية
	النواتج المالية الأعباء المالية
	6 . النتيجة المالية
	7. النتيجة العادية قبل الضرائب (الجارية)
	الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية الضرائب المؤجلة عن النتائج العادية مجموع إيرادات أو نواتج الأنشطة العادية مجموع أعباء الأنشطة العادية
	8. النتيجة الصافية للأنشطة العادية
	عناصر غير عادية - إيرادات أو نواتج عناصر غير عادية - أعباء
	9 - النتيجة غير العادية (استثنائية)
	10- النتيجة الصافية للسنة المالية

بعد اعداد جدول حسابات النتائج الذي يمكننا من حساب الأرصدة الوسيطة للتسيير كما رأينا، يمكننا أيضا حساب مؤشر آخر وهو ما يعرف بالقدرة على التمويل الذاتي .

❖ **القدرة على التمويل الذاتي:** تعرف على أنها جملة المبالغ المفترزة من طرف المؤسسة والتي تبقى تحت تصرفها سواء

بصفة مؤقتة أو طويلة نسبيا، فهي تعبر عن مردودية عمليات المؤسسة خلال الفترة الماضية والتي تستخدم لتمويل النشاط المستقبلي، حيث تسمح بضمان حرية كبيرة للمؤسسة بعيدا عن الضغوط والرقابة من طرف الدائنين، وبهذا تضمن للمؤسسة الاستقلالية المالية التي تهدف إلى تحقيقها.

ومنه تفهم القدرة على التمويل الذاتي على أنه قدرة المؤسسة لتمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة، هذه النتيجة يضاف إليها عنصرين هامين يعتبران موردا داخليا للمؤسسة وهما الاهتلاكات والمؤونات. ويتم حسابها كالتالي:

يمكن حسابها بطريقتين:

1. الطريقة الأولى: انطلاقا من إجمالي فائض الاستغلال

القدرة على التمويل الذاتي = إجمالي فائض الاستغلال + المنتجات المالية الأخرى ما عدا الحساب 752 +
المنتجات المالية ماعدا الحسابين 765 فارق التقييم عن أصول مالية (فوائض القيمة) 767 الأرباح الصافية عن
التنازل عن أصول مالية - { الأعباء العمليانية الأخرى ما عدا الحساب 652 نواقص القيمة عن خروج الأصول المثبتة
غير المالية + الأعباء المالية الأخرى ماعدا الحسابين 665 فارق التقييم عن أصول مالية (نواقص القيمة) و
الخسائر الصافية عن التنازل عن أصول مالية 667 + ضرائب على الأرباح }

2. الطريقة الثانية: انطلاقا من النتيجة الصافية

القدرة على التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + المخصصات للاهتلاكات والمؤونات وخسائر القيمة - استرجاعات
على خسائر القيمة والمؤونات + نواقص القيمة عن خروج الأصول المثبتة غير المالية - فوائض القيمة عن خروج
الأصول المثبتة غير المالية + فارق التقييم عن أصول مالية (نواقص القيمة) - فارق التقييم عن أصول مالية (فوائض
القيمة) + الخسائر الصافية عن التنازل عن الأصول المالية -
الأرباح الصافية عن التنازل عن الأصول المالية

بعدها يمكن حساب التمويل الذاتي من خلال العلاقة:

التمويل الذاتي = القدرة على التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة

تعتمد المؤسسة بشكل أساسي على التمويل الذاتي لأجل تحقيق البقاء والنمو، غير أن تحقيق المؤسسة لمستوى مرتفع من

التمويل الذاتي له العديد من الإيجابيات منها:

- التمويل الذاتي يرفع من مستوى السيولة، وهو وسيلة لتدعيم قوة المؤسسة التي يمكن أن تستعمله في العمل على تراكم رأس مالها؛
- يضمن مرونة رأس مال المؤسسة، إذ لا يتطلب تكوين ملفات ولا قبولاً من الآخرين لاستعمال هذه الأموال؛
- يحافظ على استقلالية المؤسسة إذ لا توجد رقابة للدائنين عليها، ويتيح حرية التصرف فيه؛
- يفتح المجال للاستدانة، حيث تتقبل البنوك تقديم قروض إضافية للمؤسسة؛
- تشجع الدولة له بواسطة التخفيض الضريبي، ولا يكلف أعباء مالية إضافية؛
- يساهم في استبعاد المخاطر المالية كالتوقف عن الدفع ومخاطر العسر المالي؛

لكن بالرغم من الدور الذي يؤديه التمويل الذاتي والمزايا التي يوفرها للمؤسسة فإنه ينطوي على بعض العيوب، منها ما يتعلق

باستعماله داخل المؤسسة ومنها ما يعكس وجهة نظر بعض الأطراف الأخرى الخارجية كما يلي:

- يكمن عيب استعمال هذا المورد في إهمال المؤسسات لتكلفتها التي تبدو ظاهرياً معدومة لكنها ليست كذلك كما توجه للتمويل الذاتي انتقادات بخصوص كونه معرقل لحركة رؤوس الأموال بين القطاعات، حيث يعاد استثمار الفائض النقدي المحتجز في قطاعات معينة دون أخرى.
- التمويل الذاتي محل انتقاد من طرف الأجراء الذين يرون أن مصدر قسم معتبر من الأرباح المتراكمة غير الموزعة هو الارتفاع في إنتاجية العمل، وبالتالي فإن العمال لهم حق في الفائض المحقق عن طريق زيادة الأجر.

4.2 أسلوب النسب المالية:

تعتبر النسب المالية إحدى أهم وأقدم وسائل التحليل التي يعتمد عليها في تشخيص وتقييم الوضعية المالية للمؤسسة

ورغم ظهورها واستعمالها منذ بداية القرن 19 إلا أنها لا تزال تمثل إحدى أهم أدوات التحليل المالي.

وتعرف النسبة المالية على أنها " أداة من أدوات التحليل المالي تقوم على دراسة مكونات القوائم المالية بعضها ببعض في شكل

نسب، على هذا الأساس نجد أن النسبة المالية تعبر عن العلاقة بين عنصرين متجانسين ومرتبطين بمعنى اقتصادي وهذا بهدف

استخلاص عناصر ظاهرة معينة وتؤخذ العناصر المذكورة عادة من الميزانية المالية أو جدول حسابات النتائج أو كلاهما معاً.

ومن المعروف بين الأوساط المالية أن نتائج النسب المالية وحدها غير كافية لعكس المعلومة المناسبة وتحقيق أهداف التحليل المالي،

لذا لا بد من القائم بعملية التحليل من اعتماد معايير للحكم على كفاءة نتائج التحليل ومن المعايير الشائعة الاستخدام نذكر:

❖ المعايير المطلقة (النمطية): تعد النسب أو المعدلات التي أصبح استعمالها في مجال التحليل المالي متعارف عليه في جميع

المجالات رغم اختلاف نوع المؤسسة، وعمرها ووقت التحليل وأغراض المحلل، ويؤخذ هذا المعيار على أنه مؤشر مالي

ضعيف المدلول لكونه يعتمد على إيجاد صفات مشتركة بين مؤسسات معتمدة وبين قطاعات مختلفة في طبيعة عملها.¹⁸

❖ معيار الصناعة: يمثل متوسط نسب مأخوذة لمجموعة كبيرة من المؤسسات التي تنتمي إلى صناعة واحدة عن فترة زمنية محددة، ويفيد هذا المعيار عند مقارنة النسبة الخاصة بالمؤسسة موضع الدراسة لمعرفة المركز النسبي للمؤسسة ومدى تحديد التطابق مع معدل الصناعة حيث يتم تحديد أداء المؤسسة، فهي إما أن تكون ضمن المعدل السائد أو أعلى من المعدل.

❖ المعيار المستهدف: تعد الإدارة مسبقاً وضمن خططها السنوية مؤشرات مستهدفة تسعى للوصول إليها ضمن الخطة، وعليه يتم مقارنة الواقع مع هذا المعيار للحكم على نتائج التحليل المالي.¹⁹

❖ المعايير التاريخية: تتمثل في المعايير المنتقاة من فعاليات المؤسسة ذاتها للسنوات السابقة ولذلك فإنها تساعد في قياس مدى التطور أو التراجع الذي حدث في نشاط المؤسسة، وهي في الوقت الذي تأخذ واقع حال المؤسسة وطبيعة الخصائص التي تميزها عن غيرها، إلا أنها تفشل في مواجهة متطلبات الواقع المتجدد والمتطور باستمرار والذي يشير إلى وضع الصناعات المماثلة.²⁰

❖ المعايير الإدارية (معايير التخطيط): تشمل المعايير المصممة من قبل إدارة المؤسسة والمبنية على الميزانيات التقديرية المسبقة لأنشطة المؤسسة المختلفة كالمبيعات ومشتريات المواد والأجور والتكاليف الصناعية غير المباشرة والتكاليف التسويقية والإدارية وكذلك المعايير التي تضعها الإدارة للإيرادات والأرباح وفترات النشاط المختلفة. وتصمم هذه المعايير بناء على الخبرات الفنية والخبرات السابقة للإدارة والتي تمثل مؤشراً للأداء والتقييم وتحديد الانحرافات. كذلك فإن هذه المعايير قد تشمل تفاصيل أخرى لأداء المؤسسة كتحديد النسب التي تجدها الإدارة مناسبة لأنشطتها في شتى المجالات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية، وفي الوقت الذي تمثل هذه المعايير حالة واقعية لنشاط المؤسسة تستند إلى خبراته السابقة وإمكانياته، فإنها تفتقد في أنها قد لا تمثل المعايير المثلى للمقارنة وتقييم الأداء لأنها لا تأخذ بعين الاعتبار واقع الأداء العام.

وجرت العادة بين المحللين والمنظرين على تقسيم النسب إلى مجموعات كما يلي:

أ. نسب السيولة : يهدف هذا الصنف من النسب إلى قياس وتقييم القدرة المالية للمؤسسة على المدى القصير ويتم ذلك من خلال قياس قدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها قصيرة الأجل قبل استحقاقها من خلال التدفقات النقدية الناتجة عن دورة الاستغلال. وتحسب هذه القدرة من خلال المقارنة بين مجموع الأصول الجارية ومجموع الخصوم الجارية ومن أهم النسب المستخدمة في ذلك نذكر:

¹⁸ أيمن السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص ص 312 - 313.

¹⁹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 30.

²⁰ منير شاكر محمد وآخرون، مرجع سابق، ص 85.

1. نسبة السيولة العامة: (نسبة التداول): تقيس قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل بالاعتماد على الأصول الجارية، هذه النسبة يجب ألا تقل عن "1" وكل نسبة تزيد عن ذلك تعتبر هامش أمان بالنسبة للمؤسسة.

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الخصوم الجارية}}$$

تعكس هذه النسبة وضعية التدفق النقدي على المدى القريب حيث أن انخفاضها يدل على وجود مشكلة في التدفقات النقدية مما قد يؤدي إلى عسر مالي يتبعه في كثير من الحالات إفلاس المؤسسة في حين أن زيادة هذه النسبة تعني وضعاً أكثر أماناً بالنسبة للدائنين.

2. نسبة السيولة السريعة: يؤخذ على النسبة السابقة (نسبة التداول) أنها تعامل الأصول الجارية بالتماثل في حين وجب التدقيق في مكوناتها وربطها مع الأصول غير الجارية لذلك وجدت نسبة السيولة السريعة التي تقيس قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها باستخدام الأصول الجارية سهلة التحويل إلى نقدية واستبعاد عنصر المخزونات نظراً لمشاكلها المختلفة كفقدان القيمة، طول فترة التسويق، التلف ... وتحسب هذه النسبة :

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{(\text{الحقوق} + \text{خزينة الأصول})}{\text{الخصوم الجارية}}$$

حسب المعايير البنكية فإن أفضلها يكون بين [0.5 – 0.6]

3. نسبة السيولة الجاهزة (نسبة النقد): يهتم المحللون بهذه النسبة لأن موجودات المؤسسة من النقد هي موجودات سائلة وجاهزة حيث يمكن الاعتماد عليها في الوفاء بالالتزامات خاصة إذا كانت المؤسسة تعاني من صعوبة في التحكم في التدفقات النقدية المتأتية من المخزون والعملاء، فهي تعبر عن قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل متى استحققت الدفع، تحسب هذه النسبة كما يلي :

$$\text{نسبة النقد} = \frac{\text{خزينة الأصول}}{\text{الخصوم الجارية}}$$

ب. نسب النشاط: تقيس هذه النسب مدى كفاءة إدارة المؤسسة في تسيير أصولها من خلال توزيع مواردها المالية، كما تقيس كفاءتها في استخدام أصولها لانتاج أكبر قدر ممكن من السلع والخدمات وبالتالي تحقيق أكبر حجم ممكن من المبيعات ومن أهم هذه النسب:

1. معدل دوران (العائد) على الأصول غير الجارية: يعتبر هذا المعدل بمثابة مؤشر على مدى كفاءة المؤسسة في استغلال أصولها الثابتة (غير الجارية) لتوليد حجم معين من المبيعات يحسب كما يلي:

$$\text{معدل دوران الأصول غير الجارية} = \frac{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}{\text{إجمالي الأصول غير الجارية}}$$

2. معدل دوران الأصول الجارية: تعبر هذه النسبة عن مدى مساهمة كل دينار مستثمر في الأصول الجارية في توليد مبيعات المؤسسة وعلى أساس هذه المساهمة يمكن تفسير قدرة إدارة هذه المؤسسة على تنشيط دورة الاستغلال، كما يمكن من خلالها الحكم على حجم الاستثمار في دورة الاستغلال، تحسب كما يلي:

$$\text{معدل دوران الأصول الجارية} = \text{رقم الأعمال خارج الرسم} / \text{الأصول الجارية}$$

تعكس المعدلات السابقة السرعة التي تتمكن فيها المؤسسة من تحصيل حساباتها المدينة وتصريف مخزونات ويمكن تحليل وتفسير النسبة السابقة بشكل أكثر دقة من خلال:

❖ معدل دوران المخزون: تعبر هذه النسبة على عدد المرات التي يتحول فيها المخزون السلعي إلى مبيعات وكلما انخفض هذا المعدل دل على أن المؤسسة تعاني من بطء في تصريف مخزوناتها وهو ما يؤدي إلى تجميد جزء من الأموال على شكل مخزون. ومن جهة أخرى فإن زيادة هذا المعدل قد تعني زيادة نشاط المؤسسة ويحسب كما يلي:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \text{رقم الأعمال خارج الرسم} / \text{متوسط المخزون}$$
$$\text{متوسط المخزون} = \text{مخزون بداية المدة} + \text{مخزون نهاية المدة}$$

2

متوسط فترة التخزين = $360 / \text{معدل الدوران}$.

تستعمل النسب السابقة عادة من طرف المحلل الخارجي لأنه يجد صعوبة في الحصول على معلومات دقيقة تبين حركة المخزون في المؤسسة بشكل مفصل، أما إذا استطاع المحلل الحصول على تلك المعلومات فإنه يصبح من المناسب حساب مختلف معدلات المخزون كما يلي :

- معدل دوران البضاعة = تكلفة شراء البضاعة / متوسط المخزون من البضاعة
- معدل دوران المواد الأولية = تكلفة شراء المواد الأولية / متوسط المخزون من المواد الأولية
- معدل دوران منتجات المصنعة = تكلفة إنتاج المنتجات المصنعة / متوسط المخزون المنتجات المصنعة

❖ معدل دوران المدينون (العملاء و الحسابات الملحقه): يتوقف نجاح المرحلة السابقة (مرحلة تصريف المخزونات) من نجاح هذه المرحلة حيث تبدأ من تاريخ البيع للعملاء وتستمر إلى غاية تحويلهم إلى سيولة وتعبر النسبة التالية عن ذلك:

$$\text{معدل دوران المدينون} = \text{صافي المبيعات الآجلة السنوية داخل الرسم} / \text{رصيد الحسابات المدينة (رصيد نهاية المدة)}$$

متوسط فترة التحصيل من العملاء = $360 / \text{معدل دوران المدينون}$

❖ معدل دوران الدائنون (الموردون والحسابات الملحقه): تعبر هذه النسبة عن الآجال الممنوحة من طرف الموردين بالنسبة للمؤسسة وهي بمثابة مصدر تمويل قصير الأجل وتحسب كالاتي:

معدل دوران الدائون = المشتريات السنوية الآجلة السنوية داخل الرسم / رصيد الحسابات الدائنة (رصيد نهاية المدة)

متوسط فترة التسديد = 360 / معدل دوران الدائون

ت. **نسب المديونية:** تقيس هذه الفئة من النسب مدى اعتماد المؤسسة على الديون في تمويل أصولها مقارنة مع التمويل الداخلي (الأموال الخاصة) ومن أهم هذه النسب نذكر:

1. نسبة المديونية (الملائمة العامة): تقيس هذه النسبة حجم الديون التي ساهم بها الغير إلى إجمالي أصول المؤسسة حيث كلما تدنت هذه النسبة دل على أن المؤسسة تعتمد في تمويل أصولها على أموالها الخاصة وتحسب بالعلاقة:

$$\text{نسبة المديونية} = \text{مجموع الديون} / \text{اجمالي الأصول}$$

ونذكر هنا أنه كلما زادت هذه النسبة كلما قلت قدرة المؤسسة على الاقتراض من جديد.

2. نسبة الاستقلالية المالية: تقيس هذه النسبة نسبة الديون إلى الأموال الخاصة ومن ثم تحديد درجة اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي مقارنة بالمصادر الداخلية وتحسب بالعلاقة:

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \text{الأموال الخاصة} / \text{مجموع الديون}$$

3. نسبة التمويل الدائم: تقيس هذه النسبة التوازن الموجود بين الموارد الدائمة والأصول غير الجارية وتحسب بالعلاقة:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \text{الموارد الدائمة} / \text{الأصول غير الجارية}$$

4. القدرة على السداد: تساعد هذه النسبة في قياس وتحديد قدرة المؤسسة على تسديد ديونها المالية وتحسب بالعلاقة:

$$\text{القدرة على السداد} = \text{الديون المالية (ديون طويلة الأجل)} / \text{القدرة على التمويل الذاتي}$$

ت. **نسب الربحية والمردودية:** يشكل موضوع المردودية نقطة النهاية في سياسة المؤسسة للحكم على مدى فعالية التسيير بها ومنه قدرة المسيرين على تحقيق النتائج المرغوبة. وتعتبر هذه المجموعة واحدة من الاتجاهات الصعبة التحديد والقياس لعدم وجود وسيلة متكاملة تحدد متى تكون الشركة ربحية، إذ أن الكثير من الفرص الاستثمارية تتضمن التضحية بالربح الحالي مقابل أرباح مستقبلية بالاضافة إلى أن الربحية محاسبيا تتجاهل حجم المخاطر المصاحبة لذلك.

وتعني المردودية في مفهومها العام قدرة الأموال الموظفة على تحقيق عائدات مالية أما مردودية المؤسسة فهي قدرة الأموال المستعملة على تحقيق أرباح صافية من هذه الأموال وتنقسم إلى ثلاثة أقسام هي:

1. المردودية التجارية:

تقيس هذه النسبة السياسة التسعيرية المنتهجة من طرف المؤسسة مدى تحكم هذه الأخيرة في تكاليف منتجاتها،
تحسب بالعلاقة :

المردودية التجارية = الفائض الإجمالي للاستغلال / رقم الأعمال خارج الرسم

❖ هامش الربح : يدل هذا المؤشر على مدى كفاءة المؤسسة في إدارة ومراقبة التكاليف بجميع أصنافها.

هامش الربح = النتيجة الصافية للسنة المالية / إجمالي الإيرادات

❖ منفعة الأصول: يعبر هذا المؤشر على إنتاجية الأصول أي نسبة الإيراد الكلي المحقق لكل دينار مستثمر
في الأصول وتحسب بالعلاقة :

منفعة الأصول = إجمالي الإيرادات / إجمالي الأصول

❖ معدل العائد على الأصول: يعبر هذا المؤشر على مدى مساهمة الأصول المستخدمة من طرف المؤسسة
في تكوين النتيجة السنوية وبحسب بالعلاقة:

معدل العائد على الأصول = النتيجة الصافية للسنة المالية / مجموع الأصول

= (النتيجة الصافية / إجمالي الإيرادات) × (إجمالي الإيرادات / مجموع الأصول)

= هامش الربح × منفعة الأصول

2. المردودية الاقتصادية:

تتم بالنشاط الرئيسي وتستبعد الأنشطة الثانوية والاستثنائية، وتتمثل في العلاقة بين النتيجة الاقتصادية التي تحققها المؤسسة ومجموع الأموال التي استعملتها، قد يعبر عن النتيجة الاقتصادية بالفائض الإجمالي للاستغلال أو بنتيجة الاستغلال بعد الضريبة، أما الأموال المستخدمة في تحقيق هذه النتيجة فيعبر عنها عادة بأصول المؤسسة الممولة بموارد دائمة، إلا أن البعض يستخدم الأصول غير الجارية مضافا إليها احتياج رأس المال العامل للتعبير عن الأموال المستعملة لتحقيق النتيجة الاقتصادية.

الأصول الاقتصادية (رأس مال مستثمر في الاستغلال) = أصول غير جارية + BFR

= أموال خاصة + استدانة صافية

أما الاستدانة الصافية فتحسب كالاتي:

الاستدانة الصافية = الديون (طويلة متوسطة وقصيرة الأجل) - توظيفات مالية - خزينة الاستخدامات (أي المتاحات
مثل البنك والصندوق)

كما يتم حساب تكلفة الاستدانة كالاتي:

تكلفة الاستدانة = أعباء (مصاريف) مالية صافية / استدانة صافية

حيث أن:

$$\text{الأعباء المالية الصافية} = \text{أعباء مالية} - \text{نواتج مالية}$$

فقياس المردودية الاقتصادية يسمح للمؤسسة بمعرفة قدرتها على تحقيق الأرباح بعيدا عن تأثير التمويل.

$$\begin{aligned} \text{معدل المردودية الاقتصادية Re} &= \text{نتيجة العمليات (الاستغلال) بعد الضريبة} / \text{الأصول الاقتصادية} \\ \text{Re} &= [\text{نتيجة العمليات بعد الضريبة} / \text{رقم الأعمال خ ر}] \times [\text{رقم الأعمال خ ر} / \text{الأصول الاقتصادية}] \\ \text{Re} &= \text{معدل ربحية الاستغلال} \times \text{معدل دوران الأصول الاقتصادية} \end{aligned}$$

❖ **معدل ربحية الاستغلال:** يسمى أيضا بمعدل الربحية الجزئية أو معدل هامش الاستغلال ويقاس ربحية المؤسسة انطلاقا من دورة الاستغلال، حيث يقاس قدرة المؤسسة على تحقيق نتائج مقارنة بالإيراد الإجمالي، قبل أو بعد الضرائب على حسب الحاجة، وبحسب بالعلاقة:

$$\text{معدل ربحية الاستغلال} = \text{النتيجة العملياتية بعد الضريبة} / \text{رقم الأعمال خارج الرسم}$$

❖ **معدل دوران الأصول الاقتصادية:** يقاس قدرة مساهمة الأصول الاقتصادية في تحقيق رقم الأعمال بما يساعد على الحكم على الجدوى الاقتصادية للأموال المستثمرة في الدورة الاقتصادية وإمكانية تصحيحها لتحقيق الأهداف المسطرة. وبحسب كالاتي:

$$\text{معدل دوران الأصول الاقتصادية} = \text{رقم الأعمال} / \text{الأصول الاقتصادية}$$

1. المردودية المالية:

تسمى أيضا بمردودية الأموال الخاصة، وهي العلاقة بين النتيجة التي حققتها المؤسسة والأموال الخاصة، فهي تقيس العائد المالي المتحقق من استثمار أموال أصحاب المؤسسة. ويمكن حسابها بالعلاقة التالية:

$$\begin{aligned} \text{المردودية المالية RCP} &= \text{النتيجة الصافية للسنة المالية} / \text{الأموال الخاصة} \\ \text{RCP} &= [\text{النتيجة الصافية للسنة المالية} / \text{رقم الأعمال}] \times [\text{رقم الأعمال} / \text{الأصول الاقتصادية}] \times [\text{الأصول الاقتصادية} / \text{الأموال الخاصة}] \end{aligned}$$

❖ **معدل الربحية الإجمالية:** يظهر قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح صافية مقارنة برقم الأعمال أي قدرتها على تحويل إيراداتها الإجمالية إلى ربح صافي وقدرتها على التحكم في التكاليف الإجمالية. وبحسب:

$$\text{معدل الربحية الإجمالية} = \text{النتيجة الصافية للسنة المالية} / \text{رقم الأعمال}$$

❖ **معدل دوران الأصول الاقتصادية:** سبقت الإشارة له.

❖ **النسبة الهيكلية:** تقيس التركيبة المالية للمؤسسة بمقارنة مستوى الأموال الخاصة إلى الأصول الاقتصادية، حيث تمكن من حساب عدد المرات التي تتكرر فيها الأموال الخاصة لتغطي الاحتياجات المالية أي الأصول الاقتصادية. وبحسب:

$$\text{النسبة الهيكلية} = \text{الأصول الاقتصادية} / \text{الأموال الخاصة}$$

حيث أن هذين المؤشرين النتيجة الصافية للسنة المالية و الأموال الخاصة غير متساويين في القيمة إلا في حالات خاصة، ويعود السبب في عدم التساوي إلى وجود أثر الرفع المالي، هذا الأخير يتمثل في الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية. **أ. أثر الرافعة المالية:** الرافعة المالية ترتبط بقدرة المؤسسة على تشغيل أموال الغير ذات التكلفة الثابتة سواء

كان في شكل قروض طويلة الأجل أو عبارة عن أسهم ممتازة بشكل يمكنها من زيادة العائد.

ومن بين دلائل ومؤشرات ارتفاع درجة الرفع المالي في المؤسسة ما يلي:

- الزيادة في الدخل المتحقق لأصحاب المؤسسة أو مساهميتها نتيجة المتاجرة بأموال الغير؛
- زيادة العائد المتحقق عن استخدام أموال الغير (الاقتراض) عن فائدة ذلك الاقتراض؛
- زيادة معدل العائد على حقوق المساهمين عن معدل الفائدة المدفوعة؛
- زيادة معدل العائد على الإستثمار عن الواحد الصحيح.

ويسمح أثر الرفع المالي بمعرفة الأثر الإيجابي أو السلبي لديون المؤسسة على مردوديتها المالية، ويمكن إبراز هذه العلاقة

كما يلي:

يمكن إدخال المتغيرات التالية في التحليل وهي:

CP: الأموال الخاصة، D: الديون، K: الأصول الاقتصادية، i: معدل الفائدة على القروض، t: معدل الضريبة

Rn: صافي الربح بعد الفائدة والضريبة = (صافي ربح العمليات - الفوائد) (1 - معدل الضريبة)

$$Rn = (Re - iD) \cdot (1 - t)$$

$$Rcp = \frac{Rn}{CP} = \frac{[(Re \cdot K - iD)(1 - t)]}{CP}$$

$$\Rightarrow Rcp = Re(1 - t) + \frac{D}{CP} (Re - i)(1 - t)$$

$$\Rightarrow Rcp = (1 - t) \left[Re + \frac{D}{CP} (Re - i) \right]$$

إذن المردودية المالية تساوي إلى المردودية الاقتصادية مضافا إليها المقدار $\frac{D}{CP} (Re - i)$ والذي يعبر عن أثر الرفع المالي، ويمكن

أن يلعب أثر الرفع المالي ثلاثة أدوار هي:

- حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة ($i < Re$): في هذه الحالة يكون الرفع المالي في غير صالح المؤسسة، أي بزيادة الاعتماد على القروض تنخفض المردودية المالية.
- حالة المردودية الاقتصادية يساوي معدل الفائدة ($i = Re$): في هذه الحالة يكون الرفع المالي بدون أثر على المردودية المالية.

- حالة المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة ($i > Re$): في هذه الحالة يكون الرفع المالي في صالح المؤسسة، فالمؤسسات تلجأ إلى الديون كمصدر تمويل رغم توفرها على بدائل أخرى نظراً للتأثير الإيجابي للديون على المردودية المالية نظراً لأن المردودية الاقتصادية تغطي أعباء الاقتراض.

ج. **نسب السوق:** يتمثل دور هذه المجموعة من النسب في الوقوف على تقييم السوق المالي لأداء المؤسسة، أي تقييم أداء أسهم المؤسسة في سوق الأوراق المالية، ذلك أن الاوضاع المالية والنتائج لأي مؤسسة تنعكس على أسعار أسهمها وبالتالي فإن هذه المجموعة تعتمد على بعض البيانات المالية والاقتصادية، نذكر منها:

1. نسبة الدفع: هذه النسبة مؤشر على حجم الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية من إجمالي المحققة والمتاحة للتوزيع، كما يلي:

$$\text{نسبة الدفع} = \frac{\text{الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية}}{\text{النتيجة الصافية للسنة المالية}}$$

إن انخفاض هذه النسبة قد يعني وجود ضغوط من طرف بعض الدائنين وبالتالي ترغب المؤسسة في الاحتفاظ بجزء من السيولة لمواجهة الالتزامات، أما ارتفاعها يدل على وصول المؤسسة إلى مرحلة التشبع، ما يعني عدم وجود فرص استثمارية أو قد يعني المحافظة على مستوى معين من التوزيع.

2. العائد على السهم: يمكن اعتبار هذه النسبة أحد مؤشرات الربحية لأنها تقيس كمية الأرباح التي تخص كل سهم، كما يلي:

$$\text{العائد على السهم} = \frac{\text{النتيجة الصافية للسنة المالية}}{\text{حقوق حملة الأسهم الممتازة} / \text{عدد الأسهم الممتازة}}$$

3. نسبة سعر السهم إلى عائد: تعبر هذه النسبة عن المبلغ الذي يرغب المستثمر في لكل دينار من الربح الذي يحققه سهم معين، كما يلي:

$$\text{سعر السهم إلى عائد} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{العائد المحقق للسهم}}$$

4. نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: تعطى بالعلاقة:

$$\text{القيمة السوقية إلى الدفترية} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$$

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

ح. النسب المستخرجة من جدول حسابات النتائج:

1. انتاجية العمال: تبين هذه النسبة مدى مساهمة كل عامل في القيمة المضافة التي حققتها المؤسسة، تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{انتاجية العمال} = \frac{\text{القيمة المضافة}}{\text{عدد العمال}}$$

2. نسبة مصاريف المستخدمين إلى القيمة المضافة: تبين لنا هذه النسبة السياسة التشغيلية داخل المؤسسة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{مصاريف المستخدمين إلى القيمة المضافة} = \frac{\text{مصاريف المستخدمين}}{\text{القيمة المضافة}}$$

3. الانتقادات الموجهة لتحليل المالي الوظيفي:

- رغم المزايا الكبيرة التي يتمتع بها التحليل الوظيفي إلا أن له بعض العيوب ومنها خاصة:
 - يفقد مؤشر BFR دلالته في القطاع الخدمات نظرا لغياب عناصر المخزونات بها؛
 - يعتمد التحليل المالي الوظيفي على الميزانية الوظيفية التي أدمجت المؤونات الخاصة بالأصول الجارية والتي تعتبر من عناصر الاستغلال ضمن الموارد الدائمة؛
 - الخزينة حسب هذا التحليل غامضة ولا يمكن التعرف على كيفية تشكيلها ولا الأنشطة المسؤولة عن حالات الفائض والعجز؛
 - اعتماده على الميزانية المحاسبية التي تعتبر صورة لوضعية المؤسسة في لحظة ما دون اعطاء رؤية ديناميكية لهذه الوضعية؛
 - اعتباره الاعتماد على البنكية جارية (السحب على المكشوف) من موارد الخزينة التي يتم الاعتماد عليها بشكل نادر لكن الحياة العلمية أثبتت غير ذلك حيث يتم الاعتماد عليها بشكل يومي فتشكل موارد دائمة بمرور الزمن؛
 - يفقد مفهوم FR_{ng} دلالته في قطاع الخدمات الذي يعتمد على التثبيات المعنوية بشكل كبير والتي لا تظهر في الميزانية تطبيقا لمبدأ الحيطة والحذر.

الفصل الخامس: التحليل المالي الديناميكي

تعرضنا في الفصول السابقة إلى التحليل المالي الساكن والتحليل الوظيفي بكل أدواتهما، غير أن كل هذه الأدوات تتصف بكونها تحليليا في حالة سكون تسمح لنا بتشخيص الحالة المالية للمؤسسة مثل المردودية، الهيكل المالي، جدول الأرصدة الوسيطة، ومن خلال هذه الأدوات تعرفنا على مفهومين جديدين، رأس المال العامل والاحتياج لرأس المال العامل، وبهذا التحليل نتحصل على ما يسمى بالخزينة على شكل رصيد فقط دون شرح العناصر المشكلة لهذا الرصيد.

خلال الخمسينيات والستينيات كان معظم الاهتمام منصب على الطريقة التي تفصل الهيكل المالي مثل المردودية والتوازنات المالية للمؤسسة..... الخ. ولكن ومع تغير الوضع وزيادة حدة المنافسة سمحت البنوك بتقدم أموال، لكن لوحظ فشل كبير لعدة مؤسسات، وخلال الثمانينات تغير الاهتمام بالهيكل المالي إلى اهتمام آخر خلال هذه الفترة فقد وجد أن فشل تلك المؤسسات ناتج عن عدم توفير السيولة لهذه الأخيرة، وبالتالي مهما كان للهيكل المالي تأثير كان للخزينة تأثيرها الخاص.

ومن هنا وجدت الخزينة دورها في التحليل المالي، فلم تصبح الخزينة مجموع من مجاميع الميزانية فقط بل أصبح من الواجب معرفة كيفية تشكيل هذه الأخيرة خلال السنة، أو بعبارة أوضح ما هي الكيفية التي مرت بها الخزينة خلال الدورة (من بداية النشاط إلى نهايته)، وبغية معرفة وفهم العناصر التي شكلت هذا التغيير نستعمل أدوات التحليل المالي الديناميكي (جدول التمويل و جدول تدفقات الخزينة) اللذان نحن بصدد دراستهما.

1. جدول التمويل:

عرف هذا الجدول بعدة تسميات، ففي فرنسا نجد مركز الميزانيات لبنك فرنسا يطلق عليه تسمية جدول الموارد والاستخدامات، والمخطط المحاسبي العام (P. C. G) يطلق عليه تسمية جدول التمويل والبعض الآخر يسميه بجدول التدفقات.

1.1 مفهوم جدول التمويل:

توجد العديد من الجهات التي حاولت تعريف جدول التمويل منها:²¹

❖ مركز الميزانيات لبنك فرنسا الذي يفضل استخدام عبارة جدول الموارد والاستخدامات عرفه على أنه: "جدول الموارد والاستخدامات يوضح الاستخدامات الجديدة للدورة، بمعنى احتياجات التمويل الناشئة خلال تلك الدورة ووسائل التمويل المستخدمة لذلك. ويوضح أيضا التأثير النهائي لمختلف العمليات المحققة على خزينة المؤسسة".

²¹ Georges Depallens, Jean- Pierre jobard, **op cit**, p 353.

❖ أما موسوعة المحاسبة فتعرفه " بأنه جدول الاستخدامات والموارد الذي يفسر تغيرات الذمة المالية للمؤسسة خلال السنة المرجعية". وهو نفس التعريف المعتمد من طرف مخطط المحاسبة العام (PCG).

❖ أما مجلس خبراء المحاسبة والمحاسبين المعتمدين (O. E. C. C. A) ذهب إلى أن: "جدول التمويل يصف الكيفية التي من خلالها تتمكن موارد المؤسسة من مواجهة احتياجاتها أثناء دورة الاستغلال".

من التعاريف السابقة نستنتج أن جدول التمويل أو جدول الاستعمالات والموارد يعد أحد الكشوفات التي تلخص الحالة المالية للمؤسسة، ويهدف من ورائه المحلل إلى التعرف على حقيقة الموارد التي تحصلت عليها المؤسسة والكيفية والوجهة التي استعملت فيها هذه الموارد، وهذا لن يتم بطبيعة الحال إلا من خلال مقارنة ميزانيتين وظيفيتين متتاليتين²² ومنه فإن من شأن هذه الدراسة الديناميكية أن تشرح التغيير الحاصل ضمن ثروة المؤسسة خلال فترة نشاط محددة. يسعى إلى تحديد التدفقات النقدية للموارد والاستخدامات في المدى الطويل والقصير بالاعتماد على ميزانيتين وظيفيتين لستين متتاليتين والتي ينتج عنهما تغير في المعادلة الأساسية للخرزينة كما يلي:

$$\Delta FR_{ng} = \Delta BFR + \Delta T_{ng}$$

1. 2. بناء جدول التمويل:

يقوم جدول التمويل حسب PCG₁₉₈₂ على الفرق بين التدفقات النقدية الطويلة والقصيرة الأجل ومنه ينتج لدينا جزئين هما:

أ. الجزء الأول من جدول التمويل: يحوي هذا الجزء العناصر التالية:

- الموارد المالية طويلة الأجل التي جلبتها المؤسسة والتي تتمثل في التغير في الموارد الدائمة بين الدورة السابقة والدورة الحالية؛
- الاستخدامات التي كونتها المؤسسة والتي تتمثل في التغير في الاستخدامات المستقرة بين الدورة السابقة والدورة الحالية.

الجدول الموالي يبين لنا مضمون الجزء الأول:

²² Josette Peyrard, *Analyse financiere*, librairie vuibert, 8ed, Paris, 1999, p 154.

جدول رقم 06: الجزء الأول من جدول التمويل



الموارد المستقرة R_D	الاستخدامات المستقرة E_S
<ul style="list-style-type: none"> ✓ القدرة على التمويل الذاتي CAF ✓ التنازل على التثبيات ✓ الحصول على قروض مالية ✓ الرفع في رأس المال 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ حيازة تثبيات جديدة ✓ مصاريف موزعة على عدة سنوات ✓ تسديد قروض مالية ✓ تخفيض في الرأس المال ✓ تسديد مكافأة رأس المال (توزيع الأرباح)
التغير في الموارد المستقرة +	- التغير في الاستخدامات المستقرة
+	-
<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;"> $FR_{ng} \Delta$ </div>	

وبالتالي فإن الجزء الأول من جدول التمويل يظهر لنا التغير في رأسمال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng}

$$\Delta FR_{ng} = \Delta R_D - \Delta E_S$$

1. الاستخدامات المستقرة: تحوي العناصر التالية:

❖ حيازة التثبيات: تشمل المعنوية والمادية والمالية التي تم حيازتها (اقتناؤها) أو انشاؤها خلال الدورة الحالية، تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{تثبيات الدورة الحالية} = \text{تثبيات الدورة السابقة} + \text{الحيازة} - \text{التنازل}$$

أو من خلال المعادلة التالية :

$$\text{تثبيات الدورة الحالية} = \text{تثبيات الدورة السابقة} + \text{الحيازة} - \text{اهتلاكات الدورة الحالية} - \text{القيمة}$$

المحاسبية الصافية للتثبيات المتنازل عنها

❖ تسديد قروض مالية: تتمثل في أقساط السنوية للقروض والمسددة خلال الدورة الحالية، يمكن حسابها بالعلاقة التالية:

$$\text{قروض الدورة الحالية} = \text{قروض الدورة السابقة} + \text{الحصول على قروض} - \text{تسديدات القروض}$$

❖ تخفيض في رأس المال: هي عملية معاكسة للرفع في رأس المال، تتم من خلال خروج بعض المساهمين أو بسبب ضم الخسائر المتراكمة.

❖ المصاريف الموزعة على عدة سنوات: هي المصاريف التي توزع على عدد السنوات وبالتالي تخفض من المصاريف ما يؤدي إلى انعاش النتيجة.

❖ تسديد مكافأة رأسمال (الأرباح الموزعة): هي الأرباح التي حققتها المؤسسة في الدورة السابقة والتي تم بتوزيعها خلال الدورة الحالية تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{الأرباح الموزعة} = \text{نتيجة الدورة السابقة} - \text{الارتفاع الاحتياطات}$$

2. الموارد الدائمة: تحوي العناصر التالية:

- ❖ القدرة على التمويل الذاتي (CAF): والتي سبق تناولها في الفصل السابق.
- ❖ التنازل عن التثبيات: تشمل كل التثبيات المتنازل عنها بسعر السوق.
- ❖ الحصول على قروض مالية: تتمثل في القروض المتحصل عليها خلال الدورة الحالية من المؤسسات المالية والمصرفية عدا الاعتمادات البنكية الجارية، ويمكن حسابها بالعلاقة التالية :

$$\text{قروض الدورة الحالية} = \text{قروض الدورة السابقة} + \text{الحصول على قروض} - \text{تسديدات القروض}$$

❖ الرفع في رأس المال: عبارة عن الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة بمختلف الطرق كإصدار أسهم أو الحصول على إعانات الاستثمار.....

ب. الجزء الثاني من جدول التمويل: يحوي العناصر التالية:

- ❖ الموارد قصيرة الأجل التي جلبتها المؤسسة خلال الدورة الحالية والتي تتمثل في: ΔR_t و ΔR_{hex} و ΔR_{ex}
- ❖ الاستخدامات التي كونتها المؤسسة خلال الدورة الحالية والتي تتمثل في: ΔE_t و ΔE_{hex} و ΔE_{ex}

وبالتالي فإن الجزء الثاني من جدول التمويل يظهر لنا التغير في الاحتياج في رأسمال العامل (للاستغلال وخارج الاستغلال) والتغير في الخزينة، كما يلي:

$$1. \text{إرم ع للاستغلال } \Delta BFR_{ex} = \text{التغير في المخزونات والعملاء والحسابات الملحقة } \Delta E_{ex} - \text{التغير في الموردون والحسابات الملحقة } \Delta R_{ex}$$

$$2. \text{إرم ع خارج الاستغلال } \Delta BFR_{hex} = \text{التغير في المدينون الآخرون } \Delta E_{hex} - \text{التغير في الديون الأخرى } \Delta R_{hex}$$

$$3. \text{التغير في الخزينة } \Delta T_{ng} = \text{التغير في البنك، الصندوق والحساب الجاري ... } \Delta E_t - \text{التغير في الإعتمادات البنكية الجارية } \Delta R_t$$

جدول رقم 07 : الجزء الثاني من جدول التمويل

رصيد ①-②	المورد ②	الاستخدام ①	$\Delta \text{BFR} + \Delta \text{T}_{ng}$
	" " "	" " "	✓ مخزونات ✓ عملاء وحسابات ✓ موردون
" " "	" " "	" " "	ΔBFR_{ex}
	" " "	" " "	✓ مدينون آخرون ✓ ديون أخرى
" " "			ΔBFR_{hex}
	" " "	" " "	✓ متاحات ✓ اعتمادات جارية
" " "			ΔT_{ng}
" " "			$\Delta \text{BFR} + \Delta \text{T}_{ng}$

1.3 الانتقادات الموجهة لجدول التمويل:

تكمّن فائدة جدول التمويل في نوع وطبيعة المعلومات التي من شأنها المساعدة على ضبط وفهم تطور الهيكل المالي وسيولة المؤسسة، وهذا ما لا تستطيع باقي الكشوفات من ميزانية و جدول حسابات النتائج منحه لأن نوع المعلومات المقدمة من قبل هذه الأخير تخص حالة ثابتة للمؤسسة وبذلك لا تسمح للأطراف الخارجيين من مقرضين وماليين الإلمام بجميع العمليات التي أحدثت تغيير في ثروة المؤسسة طوال فترة النشاط.

وعليه ومن خلال جدول التمويل الذي يقوم بتحليل جميع التدفقات المالية الحاصلة وترجمة هذه الأخيرة نستطيع شرح الكيفية التي انتقلت بها المؤسسة من توازن مالي في بداية النشاط إلى توازن مالي في آخر مدة نشاطها. بيد أنه وبالرغم من هذه المزايا إلا أن جدول التمويل قد تعرض إلى انتقادات من أهمها:

- يعتبر جدول التمويل القدرة على التمويل الذاتي موردا دائما، لكنه قام بدمج المؤونات الخاصة بأصول دورة الاستغلال في حسابه؛
- لم يبين كيفية تشكل الخزينة ولا الدورة المسؤولة عن حالات العجز والفائض.

2. جدول تدفقات الخزينة:

استخدم هذا الجدول لأول مرة من قبل الشركات الأمريكية حيث لم يكن يعرف من قبل عدة شركات أخرى من بينها الشركات الفرنسية، إلى غاية مطلع السبعينيات، وهذا أثناء عملية إعادة هيكلة مخطط التمويل. من طرف المجلس الوطني للمحاسبة بفرنسا وبالاشتراك مع عدة معاهد، وقع النظر على استعمال جدول تدفقات الخزينة، ولكن النظرة الأولى لهذا الجدول كانت جد

معقدة وتحتاج الدراسة إلى إدراج كم هائل من المعلومات والبيانات بالإضافة إلى بذل جهد كبير، وهذا راجع إلى عدم تطور نظام معالجة المعلومات، هذا من جهة، من جهة أخرى فإن المنظور القائم عليه هذا الجدول كان أبحر ولا يتماشى مع النظريات والفكر الفرنسي. وفي مطلع الثمانينيات وبالتدريج شرع المليون في إدراج هذا الهيكل الجديد الذي يصف إلى حد ما تدفقات الخزينة إلا أن التجاوب مع هذه الأداة لم يتم إلا خلال مطلع التسعينيات، وهذا راجع للأسباب التالية:

- تطور العقلية والأفكار إلى جانب عالمية التبادل؛
- تضاعف المؤسسات متعددة الجنسيات؛
- أدت الأزمة الاقتصادية خلال التسعينيات إلى الرفع في عدد الشركات التي تعاني من الصعوبات والحاجة المتزايدة إلى إدراج الأدوات التي من شأنها أن تحدد المشاكل التي تعاني منها خزينة المؤسسة بدقة؛
- تطور أنظمة ووسائل معالجة المعلومات وانتشار كذا الإعلام الآلي.

2.1 تعريف جدول تدفقات الخزينة:

يعرف جدول تدفقات الخزينة بأنه جدول من شأنه أن يدرس تطور الحالة المالية للمؤسسة من سنة إلى أخرى وهذا بالنظر إلى التدفقات الجارية للخزينة ويرجع في الأصل إلى جدول التمويل الذي يفضلته يتم إعادة ترتيب ما هو موجود ضمنه على أساس وظائف التدفقات السنوية الداخلة والصادرة من الخزينة. ولبناء هذا الجدول يجب تجميع وتصنيف تدفقات الخزينة يستدعي توفر ما يلي:

أ. **جدول حسابات النتائج:** يضم التدفقات المتعلقة بالعمليات الجارية وكذا تلك المتعلقة بعمليات التنازل والحصول على عناصر التثبيتات .

ب. **جدول التمويل:** الجزء الأول من هذا الجدول يقدم معلومات حول الاستخدامات المستقرة وكذا العمليات المالية، وتمثل القيم الموجودة ضمن هذا الجزء الأول تدفقات باستثناء رصيد القدرة على التمويل الذاتي، أما الجزء الثاني منه فيمنح التغير في الاحتياج لرأس المال العامل للاستغلال وخارج الاستغلال وكذا المتعلق بالخزينة. وغياب أو عدم توفر هذا الجدول يستدعي ذلك إلى الرجوع إلى الميزانيات والملاحق المتعلقة بها، وهذا لإنشاء جدول تدفقات الخزينة.

2.2 نماذج جدول التدفقات الخزينة:

توجد العديد من نماذج جدول تدفقات الخزينة صادرة عن هيئات مالية وجامعات ومعاهد متخصصة ومحللين وغيرها، ولكل نموذج خصوصيته في التحليل تتناسب مع كل حالة وفيما يلي أهمها:

❖ جدول تدفقات الخزينة الخاص بمجلس الخبراء المحاسبين OEC

Ordre expert comptable

❖ جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة

❖ جدول تدفقات الخزينة لبنك فرنسا: Tableau de centre de bilan de la banque de France

❖ جدول تدفقات الخزينة المتعدد السنوات TPF: Tableau pluriannuels de flux de financement

❖ جدول تدفقات الخزينة الخاص بـ OEC أو الطريقة غير المباشرة: تم تبني هذا النموذج من قبل النظام المالي المحاسبي الجزائري والذي يوصف من قبل بعض المحللين الماليين أنه مثالي إلى حد ما لدراسة تدفقات الخزينة بتمثيل إيرادات ونفقات المؤسسة لدورة معينة من خلال تقسيمها حسب الوظائف الأساسية للنشاط أي كل من الاستغلال، الاستثمار، التمويل. حيث نجد تدفقات الخزينة المرتبطة بالاستغلال وتدفقات الخزينة المرتبطة بالتشبيات وتدفقات الخزينة المرتبطة بالتمويل. كما يساعد هذا النموذج على:

- تسهيل مقارنة الحالة المالية للمؤسسة بنظيراتها، لأن تدفقات الخزينة تشكل مؤشرات موضوعية؛
- معرفة قدرة المؤسسة في التحكم في خزنتها وكذا مدى تأثيرها على قراراتها الاستثمارية والمالية؛
- عكس جدول تدفقات الخزينة صورة المؤسسة الحالية وكذا المستقبلية .

جدول رقم 08 : جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة غير المباشرة وفق النظام المالي المحاسبي الجزائري

1+N	N	ملاحظة	البيان
			<p>تدفقات الخزينة المتأتية من الأنشطة العملية (الاستغلال)</p> <p>صافي نتيجة السنة المالية</p> <p>تصحيحات من أجل:</p> <p>+ الاهتلاكات والأرصدة</p> <p>+ تغير الضرائب المؤجلة</p> <p>- تغير المخزونات</p> <p>- تغير العملاء والحسابات الدائنة الأخرى</p> <p>+ تغير الموردين والديون الأخرى</p> <p>+/- نقص أو زيادة قيمة التنازل الصافية من الضرائب</p>
			= تدفقات الخزينة الناتجة عن النشاط.....(أ)
			<p>تدفقات الخزينة المتأتية من عمليات الاستثمار</p> <p>+ مسحوبات من اقتناء تسيئات</p> <p>- تحصيلات التنازل عن تسيئات</p> <p>+/- تأثير تغيرات محيط الإدماج (1)</p>
			= تدفقات الخزينة المرتبطة بعمليات الاستثمار.....(ب)
			<p>تدفقات الخزينة المتأتية من عمليات التمويل</p> <p>- الحصص المدفوعة للمساهمين (أو الأرباح الموزعة)</p> <p>+ زيادة رأس المال النقدي (النقديات)</p> <p>+ اصدار قروض (أو سندات)</p> <p>- تسديد قروض</p>
			= تدفقات الخزينة المرتبطة بعمليات التمويل.....(ت)
			التغير في تدفقات الخزينة للفترة (أ + ب + ت)
			<p>تدفقات الخزينة عند الافتتاح</p> <p>تدفقات الخزينة عند الاقفال</p> <p>تأثير تغيرات سعر الصرف (1)</p> <p>التغير في تدفقات الخزينة</p>

(1) لا يستعمل إلا في تقديم الكشوف المالية المدجة

ب. جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة: يركز هذا النموذج على دورتي الاستغلال والاستثمار، إذ يتوجب على المؤسسة توليد الفوائض اعتماداً على دورة الاستغلال واعتبار دورتي الاستدانة والتمويل ملجأً استثنائي يتم اللجوء إليه فقط في حال عدم تمكن النشاط من تمويل نفسه ذاتياً. ويمكن استعماله في المؤسسات التي تنشط في الاقتصاديات غير الرأسمالية والتي تتميز بشح الموارد المالية وقلة الاستثمار، ويمكن توضيحه من خلال الجدول أدناه:

جدول رقم 09 : جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة وفق النظام المالي المحاسبي الجزائري

1+N	N	ملاحظة	البيان
			تدفقات الخزينة المتأتية من الأنشطة العملية (الإستغلال) التحصيلات المقبوضة من العملاء - النفقات المدفوعة للموردين والمستخدمين - الفوائد والمصاريف المالية الأخرى المدفوعة - الضرائب على النتائج المدفوعة = تدفقات الخزينة قبل العناصر غير العادية + تدفقات الخزينة المرتبطة بالعناصر غير العادية (يجب توضيحها)
			= تدفقات الخزينة الناتجة المتأتية من عمليات الإستغلال.....(أ)
			تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الإستثمار - المسحوبات عن اقتناء تقيتات عينية أو معنوية + التحصيلات عن عمليات التنازل عن تقيتات عينية أو معنوية - المسحوبات عن اقتناء تقيتات مالية + التحصيلات عن عمليات التنازل عن تقيتات مالية + الفوائد التي تم تحصيلها عن التوظيفات المالية + الحصص والأقساط المقبوضة من النتائج المستلمة
			= صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من عمليات الإستثمار.....(ب)
			تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل التحصيلات في أعقاب إصدار أسهم - الحصص وغيرها من التوزيعات التي تم القيام بها + التحصيلات المتأتية من القروض - تسديدات القروض او الديون الأخرى المماثلة
			= صافي تدفقات الخزينة المرتبطة بأنشطة التمويل.....(ت)
			+ / - تأثير تغيرات سعر الصرف على الخزينة
			= التغير في تدفقات الخزينة للفترة (أ + ب + ت)
			تدفقات الخزينة ومعادلاتها عند افتتاح السنة المالية تدفقات الخزينة ومعادلاتها عند اقفال السنة المالية التغير في تدفقات الخزينة خلال الفترة المقارنة مع النتيجة المحاسبية

ت. جدول تدفقات الخزينة لبنك فرنسا: يناسب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ويظهر رصيد تدفق الخزينة المتاح بعد دفع المصاريف المالية والضرائب على الأرباح وتسديد القروض مما يسمح بمراقبة عمليات تمويل التقيتات المستقبلية. وهو ما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم 10 : جدول تدفقات الخزينة حسب بنك فرنسا

1+N	N	ملاحظة	البيان
			الفائض الاجمالي للاستغلال - التغير في الاحتياج في رأس المال العامل
			= تدفقات خزينة الناتجة الاستغلال
			- الفوائد المالية - الضرائب على الأرباح - الأرباح الموزعة خلال الدورة الحالية - تسديدات: السندات القروض البنكية قروض مالية أخرى
			= تدفق الخزينة المتأتية المتاح A
			حيازة التثبيتات الانتاجية اعانات الاستثمار + حيازة تثبيتات مالية + التغير في الأصول غير الجارية خارج الاستغلال التنازل عن التثبيتات المادية والمعنوية
			= التثبيتات الصافية B
			الارتفاع أو الانخفاض في رأس المال + التغير في المجموعة و الشركاء (متضمنة الديون المالية) + القروض الجديدة: السندات القروض البنكية قروض مالية أخرى
			= الموارد المستقرة المحصل عليها خلال الدورة الحالية C
			A + B - C = التغير في الخزينة + التغير في المتاحات - التغير في الاعتمادات البنكية الجارية

ث. جدول تدفقات الخزينة المتعدد السنوات **T P F F**: عرض هذا الجدول لأول مرة سنة 1977 من قبل G. de Murard ويستحسن أن يكون مصاحبا لجدول التمويل، لأن هذا الأخير يصف تطور هيكل التمويل خلال السنة. و جدول التمويل يسمح بتحديد أسباب هذا التطور، ومن الأفضل إعداد هذا الجدول لمجموعة من السنوات المتتالية والتي تفوق أو تساوي الأربع.

لقي الجدول قبولا واسعا من طرف أغلب المحللين الماليين نظرا لأهمية دوره في بناء الإستراتيجية المالية بصفة خاصة في المؤسسات غير مدرجة في البورصة أو يفتقر اقتصادها لسوق مالي، ولذا فقد تم اقتراحه كأداة لرسم سياسة تمويل النمو وقياس الأداء للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة وحتى الصغيرة، وقد شهد هذا الجدول عدة تغيرات منذ اقتراحه.

1. التعريف بالجدول: يهدف الجدول إلى تحقيق النمو المتوازن للمؤسسة اعتمادا على معدلات معيارية تساعد على مراقبة النمو متابعة الحدود القصوى لمستوى التثبيتات ومختلف الاحتياجات المالية ومتابعة تطور التمويل الذاتي كونه أحد أهم مصادر التمويل حسب منطق الجدول.

وتتلخص مركبات النمو المتوازن في:

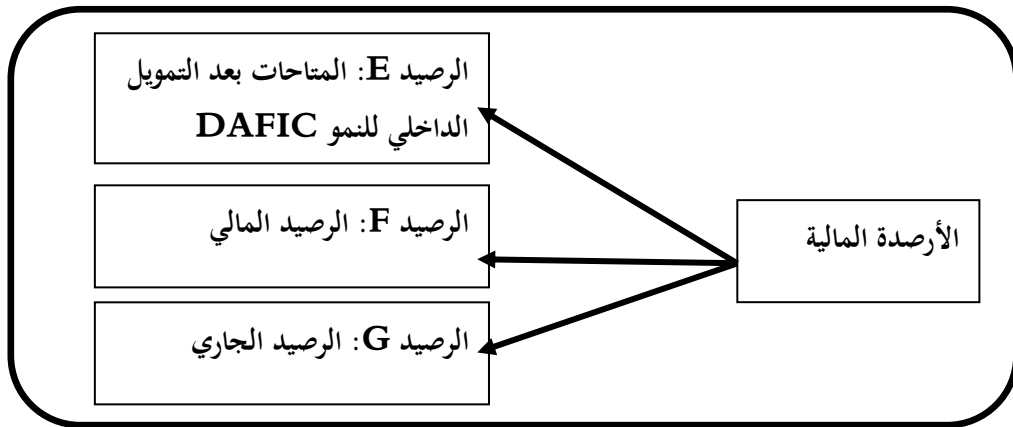
- تحديد مستوى التثبيتات الأمثل؛
- تحديد سقف الاستدانة؛
- التركيز على التمويل الذاتي؛
- اعتبار عمليات رأس المال مصادر استثنائية.

يقسم جدول التدفقات المالية إلى ثلاثة أقسام كبرى:

- تدفقات اقتصادية: تتعلق بالعمليات التجارية والصناعية (الاستغلال والاستثمار) : رصيد الاستغلال؛
- تدفقات مالية: ناتجة عن الاستدانة أو الاقتراض: الرصيد المالي؛
- تدفقات استثنائية: تتمثل في إيرادات التنازل عن الأصول ورفع رأس المال.....

وتتشكل الخزينة الاجمالية من مجموع التدفقات المالية السابقة وهو ما يوضحه جدول تدفقات الخزينة المتعدد السنوات ممثلا في الشكل الموالي:

شكل رقم 02: مكونات تدفقات الخزينة للجدول متعدد السنوات



2. تفسير جدول التدفقات المالية: يقدم جدول التدفقات المالية عدة مجاميع وأرصدة ذات الأهمية في تفسير أداء وسلوك المؤسسة، هذه الأرصدة أو التدفقات موزعة كالآتي:

❖ رصيد الاستغلال E: المتاحات بعد التمويل الداخلي للنمو DAFIC: يتمثل في تفق خزينة الاستغلال بعد تغطية الاحتياجات المالية الضرورية للبقاء والنمو، ويتشكل الرصيد بعد تغطية الفائض الاجمالي للاستغلال للزيادة في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال وتثبيتات الاستغلال.

المتاحات بعد التمويل الداخلي للنمو **DAFIC** = فائض خزينة الاستغلال **EBE** - تثبيبات الاستغلال

IE

فائض خزينة الاستغلال **ETE** = الفائض الاجمالي للاستغلال **EBE** - التغير في الاحتياج في رأس المال

العامل للاستغلال $\frac{BF}{R_{ex}}$

الرصيد المالي **F**: يتمثل في التدفقات المالية المرتبطة بالتغيرات الصافية للاستدانة و تسديد الديون (المصاريف المالية) ،

الضرائب على الأرباح، اقتطاعات أخرى. ويعرف أيضا بالرصيد الخارجي. ويمكن أن يحسب كما يلي: رصيد المالي

الرصيد المالي = التغير في الديون المالية على اختلاف آجالها - مصاريف مالية وأقساط قرض الایجار -

الضرائب على الأرباح - اقتطاعات أخرى

ويظهر الرصيد أهمية دور النظام البنكي والوسطاء الماليين في الحياة الاقتصادية للمؤسسة وتزداد أهميته في حالة الرصيد السالب مما يعني حاجة المؤسسة للتمويل الخارجي بسبب عدم قدرتها على التمويل ذاتيا لتثبيتاتها.

❖ الرصيد الجاري $G = E + F$: يتمثل هذا الرصيد في حاصل جمع الرصيد المتاح بعد التمويل الداخلي للنمو والرصيد

المالي، وحسب المؤلف فإن قيمة هذا الرصيد يجب أن تقترب من الصفر، لأن الفائض الطفيف الذي يحققه المتاح بعد

التمويل الداخلي للنمو يعوض العجز الخفيف الذي يظهر في الرصيد المالي.

جدول رقم 11: جدول التدفقات المالية المتعدد السنوات TPF

1. تدفقات اقتصادية

المستقبل		الحاضر	الماضي			البيان
N+2	N+1	N	N-1	N-2	N-3	
						= القيمة المضافة VA
						- مصاريف العاملين - ضرائب ورسوم
						= الفائض الإجمالي للاستغلال EBE
						- إ.ر.م. ع.إ. (ΔBFR_{Ex})
						= فائض خزانة الإستغلال ETE
						- تبيئات الاستغلال IE
						= المتاحات بعد التمويل الداخلي للنمو DAFIC = E

2. تدفقات التمويل

						Δ في الديون (ط+م) Δ في الديون قصيرة - المصاريف المالية وقرض الإيجار - الضرائب على الأرباح - مساهمات الأجر
						= الرصيد المالي F
						الرصيد الاقتصادي + الرصيد المالي = الرصيد الجاري G DAFIC+F + G = E+F =

3. التدفقات الاستثنائية

						- توزيع مكافأة رأس المال + إيرادات التنازل عن الأصول + رفع رأس المال -رصيد العمليات الاستثنائية + إعانات الاستثمار - Δ في إ.ر.م. ع.إ. ΔBFR_{hEx}
						= Δ الخزانة disponible Δ

حسب Murard G de فهدف المؤسسة هو الحصول على تنمية داخلية متوازنة لذا يقترح قواعد التوازن التالية:

قواعد التوازن	التفسير
الرصيد الاقتصادي يجب ان يكون موجبا قليلا لعدة سنوات	حتى تستطيع المؤسسة تمويل التثبيتات الانتاجية وتحصل على فائض نقدي
الرصيد المالي يجب ان يكون سالبا قليلا لعدة سنوات	حتى يتوازن مع الرصيد الاقتصادي الموجب قليلا ولتفادي مديونية دائمة
الرصيد الجاري يجب ان يكون موجبا قليلا لعدة سنوات	حتى تستطيع المؤسسة توزيع الأرباح على المساهمين

3. الوقوف على إيجابيات وحدود استخدام جدول تدفقات الخزينة المتعدد السنوات: يعتبر بمثابة أداة تقوم بالتشخيص المالي والإستراتيجي لسياسة تمويل النمو للمؤسسات إلا أن هذه الأداة كغيرها من أدوات التحليل المؤسسة لها إيجابيات كما لها سلبيات تتمثل في حدود استخدامها. ويمكن أن نوجزها في النقاط التالية :

➤ الإيجابيات:

- يعتبر طريقة ديناميكية للتشخيص المالي والإستراتيجي مثل بقية جداول التمويل؛
- يساهم في تجنب مخاطر العسر المالي بإعطاء الاستدانة دورا هامشيا وهذا استنادا لمنطق بنائه؛
- يعتبر أداة فعالة لتحليل السلوك المالي للمؤسسة من خلال تتبع لمراحل الجدول ووفق مؤشرات، أين يتم معرفة نقاط القوة و نقاط الضعف في السياسة المالية المنتهجة ومنه تحقيق وضعية التوازن المالي التي تعتبر من الاهتمامات الدائمة ولأي مؤسسة ترغب في البقاء والاستمرار في أمان؛
- يستخدم في المؤسسات التي لا تتوفر محيطها المالي على سوق مالي مما يساعدها على تحسين وضعها المالي.

➤ حدود الاستخدام:

- يقوم بتوجيه وتخصيص الفائض الإجمالي للاستغلال لتمويل التثبيتات لكن دون أن يأخذ بعين الاعتبار مردوديتها؛
- يعتبر دور الديون هامشية و الزيادة في رأس المال يعتبره مصدر غير عادي لتمويل النمو وهذا مغاير لسمات الاقتصاد الحديث الذي يعتبر السوق المالي بمثابة المحرك الأساسي لتمويل نمو المؤسسات؛
- يركز على تمويل عمليات النمو الداخلي ويهمل النمو الخارجي وهذه الإشكالية ليست صحيحة لأنه يمكن للمؤسسة أن تعتمد على الاستدانة في حالة أثر الرفع إيجابي حيث يمكنها توجيه الفائض لعمليات نمو خارجية؛
- يعتبر الجدول كل من الأرصدة المالية والاستثنائية بمثابة أرصدة غير عادية ومعدة على أساس قواعد اختيارية وهل يعقل أن لا يكون هناك ربط ما بين هذه الموارد و الإستخدامات.

الفصل السادس: السياسة المالية آلية اتخاذ القرارات المالية أو التمويلية

يعتبر التمويل من المستلزمات الضرورية للتغلب على التحديات المتزايدة التي تواجه المؤسسة كحدة المنافسة والرغبة في التوسع لمواجهة الظروف الطارئة. وهو عنصر أساسي لاستمرار المؤسسة في نظامها ونموها، ولهذا لا يمكن لأي مؤسسة أن تحقق أهدافها أو تطبق خططها دون هذا العنصر الحيوي وهو جوهر اهتمام وعمل الإدارة المالية للمؤسسة، والتي تمثل السياسة المالية أحد أهم أدائها، والتي يتوقف عليها أداء المؤسسة الاقتصادية على اعتبار أن كل القرارات المتخذة داخل المؤسسة بما فيها قرارات الاستثمار وقرارات التمويل لها انعكاسات مالية، ومن هنا لا بد على المؤسسات تبني سياسة مالية فعالة وذات بعد إستراتيجي تؤدي إلى الحفاظ على ثروة المؤسسة في ظل كل الظروف الممكنة. إذ تتخذ المؤسسة مجموعة من القرارات المتعلقة بالمفاضلة بين التثبيتات واختيار بديل التمويل الأمثل والمناسب لهذه التثبيتات بالرغم القيود المتحكمة في عملية اختيار بديل التمويل ومن ثم المفاضلة بين مختلف البدائل المتاحة واختيار بديل التمويل الأمثل الذي يحقق أكبر العوائد بأقل تكلفة ممكنة. والتي يترتب عليها بقائها واستمرارها في نشاطها مستقبلا والحفاظة على مكائنها في ساحة المنافسة وبالتالي تحقيق النمو والتطور للارتقاء بأدائها وترشيده بغية الوصول إلى تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصاديين .

1. السياسة المالية للمؤسسة:

إذا عرفنا الإستراتيجية على أنها "العمل على تحقيق الأهداف الإستراتيجية بعيدة المدى وتخصيص الموارد لتحقيقها، فإن السياسة المالية تتحدد بناء على توجيهات السياسة العامة والتي تركز على مخطط إستراتيجي بعيد المدى، حيث تعتبر السياسة المالية إحدى التكتيكات الأساسية لتنفيذ الإستراتيجية .

1.1 تعريف السياسة المالية :

تعرف السياسة المالية بأنها" تلك القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الإستراتيجية ضمن القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية والإمكانات المالية المتوفرة للمؤسسة ولا يتحقق ذلك إلا بواسطة قرارات مالية تندرج ضمن أولويات السياسة المالية تهدف إلى إيجاد التوليفة المثلى من القرارات المختارة والمحددة في إطار السياسة العامة" .
وتواجه المؤسسة عدة قيود يفرضها المحيط المالي، حيث تضطر المؤسسة للتعامل مع هذه القيود من خلال عدة أوجه مختلفة تتحدد عن طريق الأهداف المسطرة :

- تستجيب السياسة المالية لقيود الملاءة أي ضرورة تجنب الإختلالات المالية على مستوى الخزينة والوصول إلى أعلى درجات اليسر المالي؛
- ضمان المردودية المالية من خلال دراسة اقتصادية لتكلفة رأس المال واختيار الهيكل المالي الذي يحقق مستويات عليا من المردودية المالية.

1. 2 أهداف السياسة المالية:

تتلخص هذه الأهداف في العناصر التالية: ²³

- ضمان المستوى الأمثل من السيولة المالية وبالتالي قدرة المؤسسة على مواجهة الاستحقاقات المالية وتفادي مخاطر التوقف عن الدفع؛
 - تحقيق مردودية عالية عن طريق تدنية تكاليف الاستدانة والأموال الخاصة؛
 - تمويل التثبيات ودورة الاستغلال.
- فالرهان الأساسي للسياسة المالية هو تمويل النمو في الاحتياجات على المدى المتوسط والطويل ولا يتحقق هذا إلا من خلال تحقيق نتائج عالية وتحكم جيد في التوازن المالي على مستوى الخزينة.

1. 3 متغيرات وأولويات السياسة المالية:

أ. **متغيرات السياسة المالية:** تتمثل متغيرات السياسة المالية في العناصر الأساسية الواجب أخذها في الحسبان عند اتخاذ أي قرار يمس الحياة المالية للمؤسسة إلا أن هذه المتغيرات الأساسية مرتبطة بمجموعة من القيود والتحديات:

- عدم إمكانية اللجوء المطلق إلى الاستدانة بسبب المخاطر المالية من جهة ومنطق الهيكل المالي الذي يأخذ في الحسبان الاستقلالية المالية وتكاليف الاستدانة؛
- تمويل النمو في النشاط يؤدي إلى زيادة اللجوء إلى الاستدانة وهذا يؤدي إلى مخاطر تركيبة رأس المال؛
- اللجوء إلى الاستدانة يمكن أن يخضع لقيود تحسين المردودية بواسطة أثر الرافعة المالية؛
- توزيع أرباح الأسهم كمكافأة التمويل الذاتي يساهم في تعزيز الأموال الخاصة وعندها تتحسن قدرة المؤسسة على اللجوء إلى الاستدانة.

تدمج هذه القيود مع مختلف الأهداف المالية لإيجاد البديل الأمثل للسياسة المالية وتحقيق الأهداف المسطرة مما يعني تحقق جميع الأهداف بل ويمكن تصنيفها في إطار مجموعة من الأهداف مرتبة حسب درجة أولوية تحدها السياسة المالية.

وتتمثل متغيرات السياسة المالية في المردودية والنمو من جهة والاستقلالية من جهة ثانية، ويبقى على المسؤول إيجاد البديل التمويلي المناسب وفق الترتيب المتفق عليه.

ب. **أولويات السياسة المالية:** يتضح من خلال تحديد العناصر الأساسية المكونة للسياسة المالية، أن هناك حدودا لها لا يمكن تجاوزها عند وضع الأهداف المالية واتخاذ القرارات المالية، حيث تحدد السياسة العامة إطارا محدد للسياسة المالية من خلال ثلاث معايير أساسية وهي :

- الريح (P) - الأمان (S) - النمو (D)

ومن خلال هذه المعايير تتحدد ستة سياسات مكونة لأولويات السياسة المالية:

²³ الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، ص 237.

- أولوية الربح PSD أو PDS ؛
- أولوية الأمان (البقاء) SPD أو SDP؛
- أولوية النمو DSP أو DPS.

وترتبط هذه المعايير العامة بالمتغيرات الأساسية للسياسة المالية وهي :

- المردودية (R) - الاستقلالية المالية (I) - النمو (C)

وينتج عن دمج المعايير العامة بمتغيرات السياسة المالية، البدائل المتاحة للسياسة المالية على النحو الآتي:²⁴

❖ سياسة المردودية - الاستقلالية المالية - النمو RIC: غالبا ما تطبق هذه السياسة على المدى القصير حيث تركز جهودات المؤسسة نحو تحقيق أرباح في الأجل القصير والبحث عن أعلى مستويات مردودية الأموال الخاصة والتخلي عن خيار النمو، ولجوء المؤسسة إلى الاستدانة عند تبني هذه السياسة يعتبر وسيلة للحد من المخاطر بالاعتماد على تقنية أثر الاستدانة من أجل تحسين مردودية الأموال الخاصة مع أدنى مستويات الاستدانة وأعلى درجات الاستقلالية المالية . أما سياسة الاستثمار فلا تتوجه نحو تدعيم وتوسيع تثبيتات الاستغلال بل تنازل عن بعض التثبيتات التي ليس لها ارتباط مباشر بالاستغلال ونبحث في نفس الوقت عن تثبيتات ذات مردودية موجبة وسريعة .

❖ سياسة المردودية - النمو - الاستقلالية المالية RCI: تعتبر هذه السياسة أكثر انسجاما في أهدافها إذ تسعى المؤسسة إلى تحقيق مردودية عالية مما يساهم بشكل مباشر في تحقيق معدلات نمو مرتفعة والذي يشكل الخيار الثاني في هذه السياسة. وتواجه المؤسسة عدة صعوبات ومخاطر تقنية وتجارية ومالية تؤدي بها إلى الرفع من مستوى الاستدانة وهذا له تأثير سلبي على الاستقلالية المالية، حيث تعتمد المؤسسة بشكل كبير على القروض البنكية لتغطية احتياجاتها المالية والبحث عن الموردين الذين يمنحون آجال مالية طويلة لتسديد مستحقات التموين، وهذا يساهم في تحسين وضعية الخزينة وتوفير السيولة المالية الضرورية لتمويل النمو .

❖ سياسة الاستقلالية المالية - المردودية - النمو IRC: تعطي المؤسسة أولوية للاستقلالية المالية على النمو إلا أن هذا يتطلب تحسينا مستمرا وفعالا للمردودية من أجل ضمان تمويل احتياجاتها المالية من مصادر داخلية والتقليل من اللجوء إلى الاستدانة .

هذه السياسة تفوت على المؤسسة عدة فرص سواء المتعلقة بالنمو أو تلك التي تهدف إلى تحسين الوضع التنافسية في السوق وضياح هذه الفرص في محيط غير مستقر أو عاصف يؤدي إلى خروج المؤسسة من السوق والتوقف عن النشاط. إلا أنه يمكن تبني هذه السياسة في حالة اعتماد إستراتيجية للانسحاب من نشاط معين أو في حالة تشبع السوق بمنتج المؤسسة الحالي .

²⁴ نفس المرجع، ص ص 238-240.

❖ سياسة الاستقلالية المالية - النمو - المردودية ICR: أولوية الاستقلالية تبقى قائمة في الوقت الحالي لكن مع الاهتمام بالامتيازات التنافسية على المدى الطويل، لذلك تتخلى المؤسسة عن هدف الربح حالياً من أجل السيطرة على السوق مستقبلاً وذلك بتطبيق الحواجز السعرية. أما النمو فيعد الخيار الثاني وتواجه المؤسسة عدة صعوبات مالية بسبب محدودية اللجوء إلى الاستدانة لذلك تعتمد على التمويل الذاتي في تمويل احتياجاتها. وهذا صعب التحقيق على المدى القصير بسبب التخلى عن هدف الربح وبالتالي تبني مستوى المردودية، لذلك تقدم المؤسسة على التنازل عن بعض أصولها للتقليل من المخاطر المالية. على مستوى حافظة النشاطات تتجه السياسة المالية نحو تمويل المنتجات الجديدة من الفوائض التي تحققها النشاطات التي تحتل وضعية "البقرة الحلوب" وفي نفس الوقت تتخلى عن المنتجات التي تحتل وضعية المأزق.

❖ سياسة النمو - المردودية - الاستقلالية المالية CRI: أولوية النمو تفرض على المؤسسة عدة تحديات مرتبطة بمصادر التمويل حيث تلجأ بشكل واسع إلى الاستدانة مع أفضلية تحسين المردودية، بالمقابل تتخلى المؤسسة عن هدف الاستقلالية المالية من أجل توسيع وتنويع تشكيلة وسائل التمويل لتلبية الاحتياجات المالية للنمو وتنويع المخاطر المالية على مجموعة من الوسطاء الماليين.

يساهم ترتيب الأولويات في هذه السياسة بشكل كبير في تدعيم إستراتيجية النمو وخصوصاً ما يتعلق بالجوانب التمويلية، إذ لا تفرض قيوداً كبيرة على وسائل التمويل وبالتالي تهدف إلى تدعيم التمويل الذاتي بالتركيز على هدف المردودية وتحمل عنصر الاستقلالية المالية وهذا يوسع من هامش المناورة التمويلية في حالة عدم كفاية التمويل الذاتي فتلجأ المؤسسة إلى الاستدانة بغير قيد واحد يتمثل في تحسين المردودية المالية باستخدام أثر الرافعة المالية.

❖ سياسة النمو - الاستقلالية المالية - المردودية CIR: إتباع سياسة النمو في هذه الحالة تؤمن ضد المخاطر عن طريق تفضيل أولوية الاستقلالية المالية على المردودية لكن مع ضياع فرص تمويلية كبيرة أهمها التمويل الذاتي بسبب تدني مستوى المردودية والتقليل من مستويات الاستدانة من أجل تحقيق هدف الاستقلالية المالية. وهذا يجعل المؤسسة تتجه نحو اعتماد مكافأة رأس المال حيث تهدف إلى تدنية توزيع الأسهم كوسيلة تمويل داخلي للنمو رغم ما تحمله هذه السياسة من مخاطر اتجاه المساهمين وآليات التعامل في سوق المال.

1.4 السياسة المالية ومصادر التمويل:

تواجه المؤسسة في مرحلة النمو والتوسع مشكلة أساسية تتمثل في التكيف مع المحيط المالي وإيجاد التوليفة المناسبة لتشكيلة مصادر التمويل، وهذا يتوقف على طبيعة النظام المالي ودرجة تطوره خاصة في وجود سوق مالي فعال يضمن للمؤسسة تغطية الاحتياجات المالية.

وتتمثل مصادر التمويل التي تشكل موضوع السياسة المالية في ثلاث سياسات وهي: التمويل الذاتي، رفع رأس المال، الاستدانة.

أ. سياسة التمويل الذاتي: يتمثل التمويل الذاتي في النتائج الإجمالية التي يعاد استثمارها في المستقبل بعد توزيع مكافأة رأس المال لينتج عنها فائض نقدي والمخصص لتمويل النمو المستقبلي.²⁵

وتعتمد المؤسسة على التمويل الذاتي بشكل أساسي لتحقيق هدف البقاء والنمو والعمل على تحقيق مستوى تمويل ذاتي مرتفع يمكنها من تحقيق هدف الاستقلالية المالية والاستقرار في التمويل .

ب. سياسة رفع رأس المال: يمثل فتح رأس المال للمساهمة مصدر تمويل خارجي تلجأ إليه المؤسسة عند استحالة تغطية الاحتياجات المالية عن طريق الموارد الداخلية كالتمويل الذاتي، وهو عملية مالية تؤدي إلى زيادة مستوى رأس المال بواسطة الشراكة الخارجية.²⁶

وتتخذ سياسة الرفع في الأموال الخاصة عدة أساليب تتنوع حسب شكل وأسلوب المساهمة في رأس المال - رفع رأس المال نقداً أو عيناً أو بضم الاحتياطات أو عن طريق تحويل الديون - حيث يتوجه المسير المالي في اختيار المصادر المالية الأقل مخاطر والأقل تأثيراً على سلطة المسؤولين وهوامش المراقبة الداخلية.

ت. سياسة الاستدانة : تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة الخارجية بالرغم من ارتفاع مستوى القدرة على التمويل، ويتوقف حجم الاستدانة تبعاً لمعدل نمو النشاط تحت قيد تكلفة الاقتراض وهدف الاستقلالية المالية .²⁷

تتعدد تصنيفات الاستدانة وأنواعها باختلاف المصادر وطبيعة القروض وآجال الاستحقاق وأهمها:

- الدعوى العامة للدخار عن طريق إصدار السندات القصيرة وطويلة الأجل؛
- الاقتراض من البنوك والوسطاء الماليين عن طريق قروض الاستثمار وقروض الاستغلال وقروض الخزينة؛
- قروض الأيجار سواء للمنقولات أو العقارات .

تعد الاستدانة عامل أساسي لتحقيق النمو فهي متغير استراتيجي هام لتحقيق نمو الأصول الاقتصادية وبالخصوص الرفع من القدرات الإنتاجية كما يستعين المسير المالي بتقنية أثر الرفع المالي للاستدانة على المدودية وأرباح الأسهم.

ث. سياسة توزيع الأرباح: تتحدد علاقة المؤسسة بأصحاب حقوق الملكية أي المساهمين بمدى ضمان إيراد منتظم ودائم لهم، لذا تعتمد هذه السياسة على دعم الهيكل المالي للمؤسسة عن طريق زيادة الأموال الخاصة بواسطة الأرباح غير الموزعة من خلال الاحتفاظ بجزء من أرباح المساهمين لدعم التمويل الذاتي أو توزيع الأرباح على المساهمين للرفع من قيمة الأسهم في سوق المال.

2. هيكل التمويل:

بعد تعرضنا لمختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات وجب التطرق لهيكل التمويل الذي كان ظهوره كنتيجة لتعدد هذه المصادر واختلاف طبيعة كل منها من حيث التكلفة والمخاطر.

²⁵ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص 263.

²⁶ زغيب مليكة وبوشنقر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 157.

²⁷ الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، ص 240.

2.1 مفهوم هيكل التمويل و أهم العوامل المؤثرة في تحديده:

يعرف بأنه المزيج التمويلي وهو يتمثل في مجموعة من مكونات الأموال التي تستخدمها المؤسسة والتي عادة ما تتكون من أموال الملكية والتي تتضمن رأس المال المملوك والاحتياطيات والأرباح المحتجزة أي ما يعرف بمصطلح حقوق الملكية، كما يتضمن هيكل التمويل أيضا أموال المديونية والتي قد تكون طويلة أو قصيرة الأجل. أي أن المزيج التمويلي هو المزيج المناسب من الأموال التي يتم الحصول عليها بغية تلبية احتياجات المؤسسة التمويلية.

2.2 قيود عملية اختيار مصادر التمويل:

تخطط بعملية اتخاذ القرارات التمويلية قيود عديدة يفرضها المحيط المالي تنقسم إلى قيود داخلية متعلقة بأهداف الربحية والمردودية وكذا قيود التوازن المالي وقيود أخرى.

أ. القيود الداخلية الكلاسيكية : تتشكل من أسس التحليل المالي الساكن والذي رغم نقائصه إلا أن مجموعة من قواعده ظلت ثابتة وذات تأثير على قرار اختيار المصدر التمويلي والمتمثلة في:

❖ قاعدة التوازن المالي الأديني: محتواها أن الاستخدامات المستقرة يجب أن تمويل بواسطة الموارد الدائمة. فيجب أن تمويل مثلا التثبيتات بديون متوسطة أو طويلة الأجل أو عن طريق التمويل الذاتي أو الأموال الخاصة، كما يتوجب أن تمويل استخدامات الاستغلال باستخدام موارد الاستغلال. والإخلال بهذه القاعدة يثير عدة مشاكل أهمها عجز مفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأس المال العامل.

❖ قاعدة الاستدانة العظمى (الاستقلالية المالية): مفادها أن مجموع الديون المالية باستثناء الاعتمادات البنكية الجارية يجب ألا يفوق الأموال الخاصة. وتعبّر عنها كمايلي :

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الديون المالية ويجب أن تكون النسبة أكبر من الواحد.

الاستقلالية المالية = الديون المالية / الأموال الخاصة ويجب أن تكون النسبة أقل من الواحد.

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الموارد الدائمة ويجب أن تكون النسبة أكبر من النصف.

إن الهدف من هذه القاعدة هو جعل المؤسسة تتمتع بالاستقلالية فإذا كان قرار الاستدانة يجعل أموال المقرضين أعلى من مساهمة المالكين فإن هذا القرار غير عقلاني من منظور الاستقلالية المالية.

❖ قاعدة القدرة على السداد: تفيد أن الديون المالية يجب أن تفوق ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة المقدرة.

القدرة على السداد = الديون المالية / القدرة على التمويل الذاتي

هذه القاعدة مكملة للقاعدة السابقة، إذ تعبر هذه النسبة عن مدة السداد المتوسطة بين المؤسسة ودائيتها والتي تقل عن ثلاث سنوات. وتترجم هذه القاعدة على أن المؤسسة تستطيع تغطية مجمل ديونها باستخدام قدرتها على التمويل الذاتي أي أن القدرة على التمويل الذاتي لثلاث سنوات قادمة تغطي إجمالي الديون المالية.

عدم الالتزام بهذه القاعدة يعني الاستمرار في الاستدانة بغض النظر عن مستوى القدرة التمويلية الذاتية وذلك مؤشر عن زيادة احتمال القدرة عن السداد وبالتالي التوقف عن دفع الديون في آجال استحقاقها وبالتالي ارتفاع احتمال الإفلاس. كما تعتبر هذه النسبة أساساً للمراقبة من طرف متخذ القرار المالي وأساساً للمراقبة الخارجية من طرف المقرض.

❖ قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي: أي يجب أن تمويل جزء من التثبيتات ذاتياً (في حدود الثلث) وأن يغطي الباقي عن طريق الاستدانة.

وتهدف هذه القاعدة إلى تنويع مصادر تمويل المشروعات الاستثمارية. وإذا مولت المؤسسة مشروعاً بواسطة القرض (100%) فإن ذلك يزيد من احتمالات تحقق مجموعة من المخاطر كتضخم مصاريف الاستدانة مقارنة بمردودية المشروع، أما إذا مول المشروع كلية بموارد ذاتية فإن ذلك يفوت فرص الاستفادة من الوفورات الضريبية المحققة بواسطة الاستدانة.

ب. قيود أخرى: إلى جانب القيود المالية السابقة توجد قيود أخرى منها:

❖ الحالة الاقتصادية: يتعين على الإدارة المالية ضرورة موازنة العائد مع المخاطر الاستثمارية عند دراستها وتقديرها للهيكلي المالي وتتضمن ما يلي:

1. مرحلة الدورة التجارية: ففي ظل فترات الكساد يجب تخفيض حجم القروض في الهيكل التمويلي لانخفاض الربحية ومن ثم انخفاض معدل العائد على الأصول عن معدل الفائدة على القروض أما في أوقات الراج حيث يرتفع معدل العائد على الأصول عن معدل الفائدة على القروض فإنه يكون من الأفضل زيادة الاعتماد على القروض إلى الحد المناسب على أن يكون هناك تخطيط يستوعب حدوث أي تقلبات في مستوى النشاط.
2. ظروف أسواق رأس المال: فتوقع ارتفاع تكلفة أموال الاقتراض مع نقص المعروض منها قد يدفع المنظمة إلى زيادة نسبة المديونية لديها أما إذا كان المتوقع هو انخفاض تكلفة الأموال مع وفرة المعروض منها فقد يكون تأجيل الاستدانة والتركيز على المرونة في الخطة المالية بمثابة الحل الأنسب.
3. السياسة الضريبية: إن الوفورات الضريبية التي تنشأ من اعتبار فوائد القروض مصروفاتاً تحملياً واجب الخصم قبل التوصل إلى الأرباح الخاضعة للضريبة قد يدفع الإدارة إلى زيادة التمويل عن طريق الاقتراض في حالة زيادة أسعار الضريبة.

❖ خصائص الصناعة: تشمل ما يأتي:

1. التقلبات الموسمية: فالمبيعات الموسمية تحتاج إلى المرونة في التخطيط المالي ومن ثم يجب أن تعتمد على المديونية قصيرة الأجل لأن ذلك يلائم بين مصادر التمويل وطبيعة استخداماتها.
2. درجة حساسية المبيعات للدخل الوطني: فالمبيعات ذات الحساسية لتغيرات الدخل الوطني يتعين بما عدم التماهي في الاقتراض طويل الأجل لأنه قد يأتي بنتائج عكسية لدخل الملاك فضلاً عن احتمال تعرض المنظمة لمخاطر عدم السداد لذلك يفضل الاعتماد على أموال الملكية والقروض قصيرة الأجل.

3. دورة حياة الصناعة: تمر الصناعة عادة بمرحلة ظهور ثم نمو ثم نضوج ثم انتهاء، وتؤثر المرحلة التي تمر بها الصناعة على عوامل تحديد هيكل التمويل بشكل مختلف ففي بداية الصناعة ومرحلة الظهور يفضل الاعتماد على الأسهم العادية وهكذا بتتابع المراحل.

كما يمكن إيجاد علاقة بين مصدر التمويل ومرحلة نمو المؤسسة كما يلي:

- تلجأ المؤسسة في المراحل الأولى لتكوينها إلى الاعتماد في تمويلها على التمويل الداخلي والائتمان التجاري؛
- تعتمد المؤسسات السريعة النمو في تمويلها على التمويل الداخلي والائتمان المصرفي؛
- تعتمد المؤسسات في تمويل التوسعات عن طريق أسواق رأس المال وأسواق النقد؛
- تلجأ المؤسسات في مرحلة النضوج والتي وصلت إلى مرحلة التدهور إلى استخدام التمويل الداخلي وإعادة شراء أسهمها، واللجوء إلى تنويع أنشطتها ومصادر تمويلها والاندماج بهدف تعديل هيكلها التمويلية.

❖ خصائص المنظمة ذاتها : تتضمن:

1. الشكل القانوني للمنظمة: تميل المنشآت الفردية وشركات الأشخاص إلى عدم الاعتماد على الديون، أما الشركات المساهمة فإنها تكون أكثر قدرة على الحصول على القروض طويلة الأجل عن غيرها من الأشكال القانونية الأخرى.
2. حجم المنظمة : له علاقة وطيدة بالشكل القانوني لأنه في الغالب الأعم تكون المنشآت الفردية وشركات الأشخاص ذات حجم صغير نسبياً وذلك بالمقارنة بشركات الأموال وصغر حجم المؤسسة يجعلها تعتمد على أموال الملكية بدرجة أساسية لأنها قد تجد صعوبات كبيرة في الحصول على القروض طويلة الأجل وحتى إذا تمكنت من ذلك فسوف تتحمل عبء فائدة مرتفع ويكون هيكلها غير مرن.

2. 3 معايير اختيار مصادر التمويل:

أمام متخذ القرار التمويلي مجموعة من المعايير المالية الكمية والتي تتعلق بقيود التوازن المالي والمردودية .

- أ. معيار المردودية المالية: العديد من المؤسسات تضع كهدف عام والمتمثل في تعظيم الأرباح وبالتالي تنامي أرباح الأسهم والذي يتحقق من خلال تعظيم المردودية المالية والتي تحسب اعتماداً على العلاقة التالية :

$$\text{المردودية المالية} = \text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}$$

كما يمكن حساب المردودية المالية بدلالة كل من نسبة الهيكل المالي (الاستقلالية المالية) والمردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة والضريبة على الأرباح وهذا ما يعرف بعلاقة أثر الرافعة المالية .

$$t_f = (1 - \theta) \cdot [t_e + (D/K)(t_e - i)]$$

حيث :

t_f : المردودية المالية، t_e : المردودية الاقتصادية، θ : معدل الضريبة على أرباح الشركات، D/K : نسبة الديون إلى الأموال الخاصة
 i : تكلفة الاستدانة.

$$\text{المردودية المالية} = \text{المردودية الاقتصادية} + \text{أثر الرافعة المالية}$$

ب. معيار تكلفة رأس المال: تتحمل المؤسسة في سعيها نحو تمويل احتياجاتها المالية تكاليف مصادر هذه الاحتياجات حيث تؤثر هذه التكاليف على النتائج والمردودية الإجمالية، ومن أجل تدنية تكلفة التمويل لابد من قياس تكلفة كل مصدر على حدى والمتمثلة في تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الديون، تكلفة التمويل الذاتي...

وترجع أهمية تقدير تكلفة الأموال كونها تعد بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، كما تتوقف تكلفة الأموال على نوعية الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه و لما انخفضت تكلفة الأموال كلما كان لذلك أثر إيجابي على قيمة المؤسسة أي القيمة السوقية لأسهمها العادية، مما يعني أن على المؤسسة ان تختار الهيكل المالي الذي يحقق التوازن بين العائد والمخاطر الناجمين عنه، والذي يعبر عنه بالمعادلة:

$$K = r + i$$

حيث:

K: العائد مقابل عنصر الزمن أي معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر والذي يتكون من جزئين:

r: تعويض المستثمر عن تأجيله اشباع حاجات او منافع حاضرة من أجل الاستثمار

i: تعويض عن مخاطر أخرى ترتبط بالزمن وهي مخاطر التضخم.

❖ **تكلفة الدين أو القرض**: تتمثل في تكلفة الدين بعد الضريبة وهي معدل الفائدة عن الدين مطروحا منها الوفورات

الضريبية الناجمة بسبب ميزة الفوائد في تخفيف العبء الضريبي، ويمكن أن تظهر من خلال المعادلة:

تكلفة مكون الدين بعد الضريبة = معدل العائد المطلوب - الوفورات الضريبية من حملة السندات

$$K_D = K_{D1}(1 - IS)$$

$$أو \quad KD = KD_1(1 - IS)$$

تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض، ومهما كانت صورة اقتراض سواء كانت

سندات تصدرها المؤسسة أو في صورة قروض تتعاقد عليها، فعملية الاقتراض تترتب عليها نوعين من التدفقات: تدفقات نقدية

داخلة وأخرى خارجة ونظرا لتفاوت تواريخهما فإنه يمكن الاستعانة بفكرة معدل العائد الداخلي للاقتراض، بمعنى أن تكلفة الاقتراض

تتمثل في معدل الخصم الذي تتساوى عنده التدفقات النقدية الداخلة مع الخارجة وهو ما توضحه المعادلة:

$$ND = \sum_{i=0}^n I' \left(\frac{1}{1+r'} \right) + Dt \left(\frac{1}{1+r'} \right)^n$$

ND: صافي متحصلات الأموال المقترضة أي قيمة القرض او قيمة السند مطروحا منها مصروفات التعاقد او مصروفات

الاصدار، بعد خصم الوفورات الضريبية المترتبة عنها **I'**: التدفقات النقدية الخارجة المتمثلة في الفوائد الدورية بعد خصم الضريبة،

r': معدل الخصم الذي تتساوى عنده طرفا المعادلة وهو تكلفة الاقتراض للمؤسسة، **Dt**: قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي

سدادها في تاريخ الاستحقاق.

2. تكلفة التمويل بالملكية:

أ. تكلفة الأسهم الممتازة: يحصل حملة الأسهم على عائد ثابت يتمثل في نسبة مؤوية من القيمة الاسمية للسهم وهو ما تمثله المعادلة:

$$\frac{D}{P} = R$$

D: "ر" قيمة التوزيعات السنوية، **P** "ق" القيمة التي يبيع بها السهم

غير أن هذا العائد عادة ما يقل عن التكلفة الفعلية التي تتكبدها المؤسسة لاعتمادها على الأسهم الممتازة في التمويل، لأن القيمة الفعلية للمتحصلات من بيع هذه الأسهم عادة ما تقل عن القيمة الاسمية لتلك الأسهم ويتمثل الفرق في تكاليف الاصدار، كما أن التوزيعات على حملة هذه الأسهم لا تخضع للضريبة، مما يتضح أن تكلفة الأسهم الممتازة تفوق العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم وهو ما توضحه المعادلة:

$$R = \frac{D}{P - C}$$

C: تمثل المصروفات والخصومات المصاحبة للاصدار إلى قيمة التي يبيع بها السهم، **P - C** فتمثل صافي المتحصلات من بيع السهم.

ب. **تكلفة الأسهم العادية**: يمكن للمؤسسة اصدار المزيد من الأسهم العادية لاستخدام حصيلتها في تمويل المشاريع الاستثمارية وهو ما يطلق عليه التمويل عن طريق حقوق ملكية خارجية، أي أموال من ملاك قدامى أو جدد من ثرواتهم الخاصة. وتقدير تكلفة هذه الأسهم يبنى على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، وبما أن هذه الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق معين فالتدفقات النقدية ستتمثل في فقط التوزيعات التي يتحصل عليها المستثمر.

وقيمة **R** تمثل المعدل الفعلي لتكلفة السهم العادي. ويمكن إيجادها بما يعرف بنموذج **Gordon** كالآتي :

$$ك ح = مق1 / ق + ج = مق0 / ق (1 - ت) + ج$$

$$أو t = D_1 / C_0 + g$$

ت: النسبة المؤوية لتكلفة التعميم (تكلفة بيع السهم الجديدة)، **ق0 (1-ت)**: صافي السعر الذي يتم استلامه من قبل المؤسسة.
مق1: مقسوم الأرباح

ت. **تكلفة الأرباح المحتجزة**: لا ينطوي احتجاز الأرباح على أي مصروفات لذا فتكلفة الاعتماد على هذه الأموال في التمويل تتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار والمبني على أساس القيمة الحالية للمكاسب.

مثال: التوزيعات المتوقعة في السنة المقبلة لمؤسسة هي 12 دج للسهم الواحد وتنمو هذه التوزيعات بمعدل ثابت سنوي 8%

وكانت القيمة السوقية للسهم الواحد 100 دج فإن تكلفة الأرباح المحتجزة = $0.08 + \frac{12}{100} = 0.20$ أي 20%.

ليس من السهولة تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة لذا يمكننا الاعتماد على بعض المبادئ التي تسهل هذه العملية ومن أهمها نذكر:

❖ أسلوب نموذج تسعير الموجود الرأسمالي أو **MEDAF**: هو أسلوب لتقدير تكلفة الأرباح المحتجزة وهو ما تظهره المعادلة الآتية:

$$ك ح = ع خ م + (ع س - ع خ م) بيتا$$

حيث: ك ح: تكلفة الأرباح المحتجزة، ع خ م: معدل العائد الخالي من المخاطرة، ع س: عائد السوق، بيتا: علاوة مخاطرة السوق.

❖ أسلوب عائد السند زائد علاوة المخاطرة: يعد من الأساليب التي تعتمد على التقديرات الذاتية، حيث أن المحلل يقوم بتقدير

تكلفة الأسهم العادية بالغالب عن طرق اضافة علاوة المخاطرة والتي تنحصر في الغالب بين 3%

و 5% من معدل الفائدة على مديونية المؤسسة طويلة الأجل، ويتم استخدام المعادلة:

$$ك ح = عائد السند + علاوة المخاطرة$$

❖ أسلوب التدفق النقدي المخصوم: يعتمد كل من سعر السهم العادي ومعدل العائد المتوقع بشكل أساسي على مخصوم الربح

(التوزيعات) على السهم العادي المتوقع، وأن قيمة السهم العادي الواحد يمكن ان تكتب كما يلي:

$$ق ع = \frac{مق 1}{1 + ع م} + \frac{مق 2}{1 + ع م} + \dots + \frac{مق n}{1 + ع م} + \frac{مق n}{1 + ع م}$$

$$\sum_{i=0}^n \frac{مق}{(1 + ع م)^n}$$

حيث: ق ع: السعر الحالي للسهم، مق: المخصوم (التوزيع) دفعه إلى حامل السهم في نهاية السنة ن، ع م: معدل العائد المطلوب.

فإذا كان من المتوقع أن يكون مخصوم الربح للسهم العادي ينمو بمعدل ثابت، فإن المعادلة السابقة تكتب على النحو:

$$ق صفر = \frac{مق 1}{1 + ع م} - ج$$

ويمكن حل المعادلة أعلاه ل (ع م) لتقدير معدل العائد المطلوب على السهم العادي الذي يساوي بالنسبة للمستثمر الحدي

معدل العائد المتوقع. ويمكن التعبير عن كيفية حساب تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:

$$ك ح = ك ح' = \frac{مق 1}{1 + ع م} + ج$$

بناء عليه فإن المستثمرين يتوقعون استلام معدل مقسوم ق صفر مضافة إليه عائد رأسمالي ج الذي يتحقق عندما يقوم المستثمر ببيع السهم وبالنسبة لمجموع العائد المتوقع ك ح' وفي حالة التوازن فإن العائد المذكور يكون مساويا أيضا للعائد المطلوب ك ح. ومن هذه النقطة فاننا سنفترض بأن حالة التوازن موجودة وأنا سنقوم باستخدام الرموز ك ح و ك ح' بشكل تبادلي.

يمكن حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال التي تستخدم كألية لاتخاذ القرار حيث يمكن الأخذ بمبدأ التكلفة الدنيا لتشكيلة التمويل. من خلال العلاقة الآتية:

$$K = r = (نسبة الدين \times تكلفة الدين بعد الضريبة) + (نسبة الأسهم الممتازة \times تكلفة الأسهم الممتازة) + (نسبة حقوق الملكية \times تكلفة حقوق الملكية)$$

$$= K_d + K_m + K_e$$

حيث: K_m م ر: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال؛ K_d د ض م: التكلفة الموزونة للدين بعد الضريبة، K_e م م: التكلفة الموزونة للأسهم الممتازة، K_e م: التكلفة الموزونة للأسهم العادية. أو تحسب كمايلي :

$$K_0 = K_e \frac{P}{P+E} + \frac{E}{P+E} K_i$$

حيث :

K_0 التكلفة المتوسطة المرجحة، K_i تكلفة الاستدانة، E الديون، P الأموال الخاصة، K_e تكلفة الأموال الخاصة

لكن نظرا لكون نسبة العناصر المكونة للهيكل المالي غير متساوية فإنه من الخطأ استخدام فكرة المتوسط الحسابي البسيط لتقدير تكلفة الأموال وإنما وجب الاعتماد على المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان وهو ما تقدمه المداخل الآتية:

1. مدخل الأوزان الفعلية أو التاريخية: من المداخل الشائعة الاستعمال لكن ما يعاب عليه أن تكلفة الأموال في ظلّه ستتغير في كل مرة يتغير فيها الهيكل المالي سواء من حيث العناصر المكونة له أو من حيث نسبة تكلفة كل عنصر فيه وذلك بفرض ثبات تكلفة كل عنصر، وإذا كان لهذا التغير صفة الاستمرار فتكلفة الأموال تكون ملائمة إذا كان الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي هو خليط مستقر وهو أمر بعيد المنال، ذلك ان أي أموال اضافية قد تحصل عليها المؤسسة لن تغير في نسب العناصر المكونة للهيكل المالي وإنما يجب أن تكون هذه الأموال من نفس نوعية وبنفس النسب السابقة. ويتم حساب تكلفة المزيج التمويلي بطريقتين:

❖ تكلفة الأموال على أساس القيمة الدفترية: تحسب أوزان عناصر الهيكل التمويلي وفقا للقيمة الدفترية لها وفق المعادلة:

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

حيث:

K تمثل متوسط تكلفة الأموال المستعمل في خصم التدفقات النقدية عند تقييم المشاريع الاستثمارية، **Ki** تمثل تكلفة العنصر، **gi** تمثل وزن العناصر.

❖ تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية: تختلف عن سابقتها كونها تحسب عناصر الهيكل التمويلي وفقا للقيمة السوقية وهي طريقة أكثر ملائمة من سابقتها بسبب توفر شرط وحدة القياس وهي القيمة السوقية، لكن ما يعاب على هذه الطريقة عدم وجود طريقة علمية دقيقة يمكن على أساسها القيمة السوقية للأرباح المحتجزة، لذا وجب وجود بديل آخر لتقدير تكلفة الأموال.

2. مدخل الأوزان المستهدفة: نظرا لعدم استقرار التركيبة المكونة للهيكل المالي مما يترتب عليه عدم استقرار تكلفة الأموال وجعلها عديمة الجدوى، لذا وللتغلب على هذه المشكلة تم اقتراح مدخل آخر هو مدخل الأوزان المستهدفة، حيث تقوم المؤسسة على أساسه بوضع هيكل مالي مستهدف تسعى لتحقيقه وعدم الانحراف عنه قدر الامكان . ويوضح هذا الهيكل المصادر التي ستعتمد عليها المؤسسة في التمويل والوزن النسبي لكل مصدر مما يمكننا من تقدير تكلفة الأموال للمؤسسة. ومن أهم السمات المميزة للتكلفة المحسوبة على الأوزان المستهدفة أنها لا تتغير إلا بتغيير القرار المحدد للهيكل المالي المستهدف، وإذا لم يحدث تغيير فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة بصرف النظر عن الهيكل المالي الفعلي، أي سواء كان الهيكل المالي الفعلي للمؤسسة يماثل الهيكل المستهدف أم لا.

3. المدخل الحدي: يتم حساب تكلفة الأموال وفق هذا المدخل على أساس أوزان العناصر التي تستخدم في تمويل المشاريع الاستثمارية المعروضة، مما يعني أن تكلفة الأموال ستختلف من مشروع لآخر إذا اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله أو أوزانها مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.

ويتصف هذا المدخل بأنه مدخل واقعي غير ان استخدامه كأساس لتقييم المشاريع الاستثمارية يحتمل أن يترتب عليه تأثير عكسي على ثروة الملاك في المدى الطويل.

2. 4 نظريات الهيكل المالي:

لو نظرنا إلى الهيكل المالي لعدد كبير من المنشآت لوجدنا اختلافات كبيرة في مكونات هذا الهيكل المالي فهناك من يعتمد على أموال الملكية بدرجة كبيرة وهناك من يعتمد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة وهذا يتوقف على ظروف كل منشأة. لا توجد طريقة تحدد بدقة المبلغ المطلق من كل مصدر وتحديد القيمة المثلى من كل مجموعة من مجموعات المصادر التمويلية المتاحة وليس هناك تحديد معدل أمثل لنسبة المديونية إلى حق الملكية وهذا يعني أنه لا يوجد هيكل أمثل للتمويل، بل هناك هيكل التمويل المستهدف وهو ما يجب أن تحافظ المؤسسة على وجود هيكلها داخل حدوده وذلك بهدف تعظيم القيمة السوقية لها

وتخفيض التكاليف الحدية للتمويل لذا يفضل استخدام مصطلح هيكل التمويل المناسب وهو الهيكل الذي يعمل على تحقيق التوازن بين عناصر هيكل التمويل وبين عناصر هيكل الأصول وذلك بما يضمن تدبير احتياجات المنظمة المالية بأقل تكلفة وعبء مالي مع الحد من المخاطر المالية وتقليل أثرها على نمو المنظمة إلى جانب تعظيم الأرباح السنوية وتحقيق معدل تزايد على الأموال المستثمرة. حيث يعرف أيضا الهيكل التمويلي الأمثل بأنه توليفة مصادر التمويل المختلفة، و التي يتحقق في ظلها الموازنة بين العائد المتحقق و درجة المخاطر المرتبطة بهذا العائد.²⁸

نستخلص بأن الهيكل التمويلي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يخلق توازن بين الأرباح و بين المخاطر المحيطة به. لذلك يحتاج اختيار هيكل التمويل الأمثل إلى دقة متناهية بالفحص والدراسة، وهناك عدة عوامل تؤثر في هذا الهيكل، وبالتالي تؤثر في القرار أو الاختيار الذي تتخذه المؤسسات في ذلك.

أ. **محددات الهيكل المالي الأمثل:** يتحدد قرار اختيار هيكل التمويل الأمثل بالعديد من العوامل و التي يصعب الفصل بينها أحيانا، ولكنه في الواقع لا يمكن تقديم نموذج تمويلي أمثل يتناول بصورة كافية كل العوامل التي تؤثر على قرارات المسير المالي للمؤسسة. و من بين أهم العوامل المحددة للهيكل التمويلي للمؤسسة نجد:²⁹

- ❖ **التحفظ:** هو المحافظة على المؤسسة من الانهيار أو الارتباك المالي، فيجب عليها خلق تدفقات نقدية من أجل الوفاء بالتزامات الاقتراض، فلا يجب أن يقتصر عملها على تدعيم قدرتها على الاقتراض فقط وإمكانية سداد الفوائد وأقساط الدين في تاريخ استحقاقه، وبالتالي دراسة مختلف الهياكل التمويلية البديلة، وكذلك كمية احتياجات المؤسسة للأموال.
- ❖ **المرونة:** إذ يجب أن يكون الهيكل التمويلي للمؤسسة مرناً، أي أن يكون للمؤسسة المقدرة على تعديل وتنويع مصادر تمويلها تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة.
- ❖ **حجم العائد المتوقع (الربحية) من الاستثمار وتزامنه مع تاريخ الاستحقاق:** كلما كان عائد المؤسسة أكبر من مستوى معدلات الفائدة المطبقة في السوق المالية (أو ما يعبر عنها الاقتصادي جون ماير كينز بالكفاية الحدية لرأس المال) فإن هذه المؤسسة تطلب القروض ويقبل البنك طلبها، وبذلك تحقق أرباحاً باستعمال أموال خارجية (غير ذاتية)، وهو ما يعبر عنه "بمبدأ الرفاعة المالية".
- ❖ **الهدف من التمويل وعلاقته بالرقابة:** في توجيه إستراتيجية المؤسسة وكذا قراراتها، حيث أن اعتماد المؤسسة على إصدار الأسهم يشارك أطرافاً خارجية هم حاملو الأسهم الجدد، في الرقابة والتصويت على قرارات المؤسسة. ويجب على الهيكل التمويلي أن يتضمن أقل مخاطرة ممكنة لعدم فقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة.
- ❖ **القدرة على الوفاء بالدين:** لا بد ألا تتجاوز ديون المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزامات هذه الديون، وفي نفس الوقت يجنب الملاك أو حملة الأسهم العادية بالمؤسسة أية مخاطر مالية إضافية.
- ❖ **شروط القروض:** خاصة الضمانات والقيود المفروضة على المؤسسة.

²⁸ سعيد عبد العزيز، دراسات جدوى المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 176.

²⁹ سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1997، ص ص 266 – 267 وأحمد

محمد غنيم، الإدارة المالية: مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية، مصر، 2008، ص ص 129 – 132.

- ❖ اتجاهات التسيير: بعض المؤسسات تتخوف من المخاطر (خاصة المؤسسات الصغيرة والحديثة النشأة)، وبالتالي تتحفظ على طلب القروض من جانب احتمالات عدم القدرة على السداد مستقبلا.
- ❖ تعاضد المخاطر المرتبطة بالديون على معدل العائد: حيث أن زيادة مخاطر القروض تؤثر سلبا على معدل العائد.
- ❖ التوقيت المناسب: تحين الفترة الملائمة المرتبطة بتدني أسعار الفائدة .

وتعتبر هذه العوامل هي الصفات العامة للهيكل التمويلي الأمثل وقد تعكس الصفات الخاصة للمؤسسة بعض الملامح الإضافية المحددة، ومثال ذلك قد تعطي مؤسسة ما أهمية أكبر للمرونة على حساب الرقابة، بينما تهتم مؤسسة أخرى بالقدرة على الوفاء بالدين أكثر من العوامل الأخرى كما أنه قد تتغير الأهمية النسبية لهذه العوامل تبعا لتغير ظروف المؤسسة. ولذلك لكي يكون للمؤسسة هيكل تمويلي أمثل لا بد أن يكون قابلا للتكيف بسهولة.

وقد العديد من النظريات المفسرة لهيكل التمويل من أهمها نذكر:

أ. **نظرية الربح الصافي Modigliani and Miller theory**: افترضا في نظريتهما سنة 1958 أن القيمة السوقية للمؤسسات لا تعتمد على هيكل رأس مالها بافتراض غياب الضرائب. وفي النظرية المصححة عام 1963 وبعد إدخال الضرائب توصلا إلى أن استخدام التمويل المقترض في هيكل رأس المال من شأنه أن يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة، وأنه بزيادة استخدام الرفعة المالية تزداد قيمة المؤسسة بشكل مستمر، إذ تتأثر قيمة المؤسسة بشكل مباشر بقيمة الوفورات الضريبية الناتجة عن طرح الفائدة من الوعاء الضريبي لدخل المؤسسة متجاهلين الأنواع الأخرى من تكاليف التمويل المقترض والتي تؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة والمتمثلة في تكلفة العسر المالي، الوكالة و الإفلاس.³⁰

و قد استند **موديغلياني وميلر** على مجموعة من الفروض شكلت أساسا لنظريتهم الشاملة وهي:³¹

- إن عموم المؤسسات تعمل في ظل سوق المنافسة الكاملة وبناء على ذلك فإن هذه المؤسسة تستطيع دخول السوق لشراء أو بيع ما ترغب به من أوراق مالية وبشكل لا يؤثر على أسعار تلك الأوراق المالية، أضف إلى ذلك إمكانية قيام الأفراد (المستثمرين) بالافتراض بنفس أسعار الفائدة وبنفس الشروط التي تحصل فيها المؤسسات على القروض؛
- إن كافة المؤسسات تعمل في ظل السوق الكفاء بمعنى أن المعلومات عن المؤسسات العاملة في السوق متاحة للجميع و مجانية؛
- إن كافة المستثمرين في السوق يتمتعون بالرشد؛
- يمكن تقسيم المؤسسات إلى مجموعات تنتمي إلى شرائح خطر متجانسة، حيث تنتمي المؤسسات إلى شرائح خطر متجانسة إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص الخطر وهذا يعني وفق فروض موديغلياني وميلر أن المؤسسات التي تعمل في نفس الصناعة تكون شريحة متجانسة من حيث الخطر؛

³⁰ محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص 213.

³¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 2004، ص ص 788-790.

• تتبع المؤسسات سياسة توزيع للأرباح تقتضي توزيع كل أرباحها، بمعنى آخر لا توجد أرباح محتجزة أضف إلى ذلك عدم وجود ضريبة على الأرباح.

و قد تعرضت هذه الأفكار إلى انتقادات للأسباب التالية:

- إن حالة التوازن في سوق المنافسة قد لا تستمر طويلاً؛
- لا يمكن أن تكون المعلومات متوفرة بالكيفية التي يفترضها موديجلياني و ميلر لأن بعض المؤسسات إن لم تكن جميعها، حذرة من الإفشاء بما لديها من معلومات تخوفاً من الضرر بمصلحتها؛
- هناك شك في إمكانية الاقتراض بالمعدل نفسه الذي تستخدمه المؤسسات في استخدام المديونية، لما للقدرة المالية وحجم الموجودات من أثر في إمكانية الوفاء بالالتزامات المالية وسعر الفائدة في حين قد لا يتوفر ذلك للأفراد؛
- وجود عدد من المؤسسات بنفس درجة المخاطرة يعني ذلك تساوي المؤسسات بمعدل العائد، ويتأثر هذا المعدل بنسبة المديونية حيث أن ارتفاع هذه النسبة يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد على حق الملكية وانخفاض تكلفة التمويل إلى حين الوصول إلى هيكل المالي الأمثل ولذلك تنعكس هذه النتائج على قيمة المؤسسة التي تحتلف قيمتها باختلاف نسبة المديونية.

و بعد أعمال موديجلياني وميلر تطورت نظرية هيكل رأس المال في اتجاهين رئيسيين هما: المبادلة بين الميزة الضريبية للتمويل المقترض وبين تكلفة الإفلاس والتصفية، والإشارات الصادرة عن المؤسسة.

ب. **نظرية التبادل Trade-Off Theory**: إن أهم ما يميز نظرية التبادل هو إدخال بعض التعديلات على النظرية المصححة لموديجلياني و ميلر باحتساب تكاليف التمويل المقترض وموازنتها مع القيمة الحالية للوفورات الضريبية، إذ تفترض هذه النظرية أنه يمكن إعادة النظر بنسب الديون المثلى من خلال التبادل بين تكاليف و منافع التمويل المقترض وأثر ذلك في الخطط الاستثمارية للمؤسسة.

ويعرف **Weston** وآخرون نظرية التبادل على أنها نظرية توازن بين الوفورات الضريبية للدين وتكاليف الإفلاس، كما يصف **Myers و Brely** هذه النظرية بأنها تجمع بين آراء موديجلياني و ميلر وتأثيرات الضرائب وتكاليف الإفلاس والعسر المالي، مبتعدين عن الرأي التقليدي القائم على أساس حالات السوق غير التامة، وأن أسواق رأس المال هي أسواق ذات أداء جيد. وهكذا وبخلاف النظرية السابقة التي تنص على أنه بإمكان المؤسسة الاقتراض قدر الإمكان على اعتبار أن الاقتراض يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة فإن نظرية التبادل تبرر الاعتدال في استخدام التمويل المقترض بالتركيز على الوفورات الضريبية والتكاليف الإضافية للتمويل المقترض.

بناء على ما تقدم وطالما أن مسار التطور العلمي يتطلب التعديل والتكيف، فإن نظرية التبادل كانت لها افتراضاتها التي تتبع بعض افتراضات النظريات التي سبقتها مع إدخال التعديلات المفترض أنها تناسب الحقائق العلمية لهذه النظرية، وتمثل افتراضاتها الرئيسية في:³²

³² محمد علي إبراهيم العامري ، مرجع سابق، ص ص 213- 215 .

- توجه المؤسسة إلى وضع نسبة مديونية إلى القيمة (D/V) مستهدفة و بشكل تدريجي، وبالطريقة نفسها تعدل المقسوم لغرض الوصول إلى نسب الدفع المستهدفة من قبل المؤسسة؛
- عدم وجود تكاليف لتعديل هيكل رأس المال المؤسسة أو إنحائها أو أنها قد تكون موجودة ولكن بنسب منخفضة؛
- إن نسب المديونية المثلى للمؤسسة يمكن تحديدها من خلال التبادل بين تكاليف ومنافع الاقتراض مع الاحتفاظ بموجوداتها وخططها الاستثمارية مستقرة. وإن هذه النسبة تساهم في تعظيم قيمة المؤسسة من خلال الموازنة بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية وتكاليف العسر المالي والوكالة، وإن نسبة المديونية هذه تكون معتدلة؛
- إن أسواق رأس المال هي أسواق ذات أداء جيد وبهذا فهي تستجيب للضرائب المختلفة والتي تنقسم إلى الضرائب على أرباح المؤسسة، والضرائب الشخصية على دخل المستثمرين والمتمثلة بالضريبة على الفوائد والضريبة الشخصية على دخل الأسهم؛
- قيام المؤسسة باستبدال الدين بالملكية أو الملكية بالدين لحين تعظيم قيمتها، وإن أية مؤسسة بإمكانها وضع مجموعة من هياكل رأس المال المستهدفة والتي تحقق حالة التوازن بين تكاليف ومنافع الرافعة، إذ أن بعض هذه الهياكل تعظم قيمة المؤسسة؛
- تفترض نظرية التبادل أن نسب المديونية المستهدفة ربما تتفاوت من مؤسسة إلى أخرى نسبة إلى مجموعة من العوامل المتمثلة بموجودات المؤسسة الملموسة وغير الملموسة، التدفق النقدي، معدل الضريبة والتكنولوجيا المستخدمة، وتفضيلات الإدارة؛
- إن قرار التمويل لا يكون معزولا عن قرار الاستثمار، وإن القرارين يتم اتخاذهما بشكل مترام. إذ أن قرار التمويل يتخذ لأغراض الحصول على الفرص الاستثمارية، وهذا يتناقض مع ما افترضته الأولى نظرية موديجلياني وميلر.
- ❖ **الانتقادات الموجهة لنظرية التبادل:** جمعت نظرية التبادل بين أفكار النظرية التقليدية ونظرية موديجلياني و ميلر ومع ما أضافته من أفكار جديدة إلا أنها بقيت عاجزة عن تفسير بعض الحالات التي تواجهها المؤسسات والمؤثرة على هيكل رأس مالها وقيمتها وكما يأتي:³³
- إن بعض المؤسسات تنمو و تزدهر على الرغم من انخفاض نسب مديونيتها متخيلة عن أهمية الوفورات الضريبية، وقد تكون لدى المؤسسات قائمة كبيرة بضريبة الدخل إلا أن نسب مديونيتها منخفضة؛
- عند انخفاض معدلات الضريبة تبقى الكثير من المؤسسات لها نسب مديونية مرتفعة حتى في الحالات التي يكون فيها معدل الضريبة يساوي الصفر؛
- زيادة نسب الاقتراض على الرغم من ارتفاع معدلات الفائدة والتي تحد من الوفورات الضريبية للاقتراض؛

³³ نفس المرجع، ص 245.

● افتراض انخفاض تكاليف تعديل هيكل رأس المال هو افتراض بعيد عن الواقع ولا سيما عندما يكون حجم التعديلات كبيرا، ولو صح هذا الافتراض لأصبحت كل مؤسسة قادرة على التكيف لحالة المثلى من نسبة المديونية التي تلائمها إلا أن هناك تكاليف وتأثيرات تتضمنها كل عملية تعديل.

أصبح من الواضح أن هذه النظرية قد فسرت جزء صغيرا من السلوك الفعلي لهيكل رأس المال، يضاف إلى ذلك أن الدراسات التطبيقية لا تعطي إسنادا قويا لنظرية التبادل، فالكثير من المؤسسات الناجحة تستخدم المديونية بشكل منخفض، وهذا يتناقض مع افتراضات نظرية التبادل، هذه المسألة كانت الأساس في تطور نظرية الإشارة والانتقال إلى نظرية حديثة في هيكل رأس المال تفسر بعض الغموض الذي يتتاب سلوك هيكل رأس مال المؤسسة في الواقع الفعلي.

ت. النظريات الحديثة للمشروع: من بين أهمها: ³⁴

❖ نظرية الإشارة: تستند هذه النظرية أساسا إلى فرضية عدم تماثل المعلومة في الأسواق وللتقليل من هذه الأخيرة، بإمكان المطلعين على أسرار المؤسسة إصدار إشارات لمستثمري المؤسسة، فتعتبر الاستدانة إشارة إيجابية بالنسبة لمختلف المستثمرين، بحكم أنها مؤشر دال على قدرة المؤسسة على مواجهة أعباء ثابتة محفوفة بدرجة من الخطر، كما يعد استرجاع الأسهم إشارة إيجابية. ويعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى الكاتب **Ross** سنة 1977 الذي توصل إلى أن المؤسسة التي لها مستوى استدانة أعلى هي المؤسسة الأفضل.

وتقترح هذه النظرية نموذجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين A و B حيث أن المؤسسات من النوع A أحسن أداء من المؤسسات من النوع B ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا للاستدانة D^* ، فترى هذه النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد الصنف A لها قدرة على الاستدانة يصل إلى D^* والعكس بالعكس.

ويتم اللجوء إلى هذا النموذج مجديا في سوق مالي متميز بانعدام التناظر الناتج خاصة مع امتلاك هذه الأخيرة من قبل المسيرين.

❖ نظرية التمويل السلمي أو الالتقاط التدريجي للتمويل: من أجل تحديد الهيكل التمويلي هناك نظرية من بين النظريات الحديثة ظهرت في منتصف الثمانينات ويتعلق الأمر بنظريات التمويل السلمي، التي تحمل في مجملها خصائص مشتركة وهي القيام دائما بتصنيف التمويل في ظروف معينة. وفيما يلي عرض لبعض النماذج الخاصة بنظريات التمويل السلمي:

1. نموذج **Myers et Majluf** سنة 1984: إن المساهمين الجدد يفسرون اللجوء إلى الرفع من رأس المال كمؤشر على حالة عدم الملاءمة مما يولد التخفيض من قيمة المؤسسة، في هذه الأثناء يفضل المساهمون القدماء وضع الاستثمار لأن ذلك يرفع من ثروتهم (رغم انخفاض قيمة المؤسسة). ومن أجل تفادي انخفاض سعر السهم من مصلحة المسيرين استعمال تمويل آخر مهما كان الحال. وبالتالي التسلسل المختار يكون كالتالي: التمويل الذاتي، الديون غير الخطرة، الديون الخطرة والرفع من رأس المال.

³⁴ الياس بن الساسي و يوسف قريشي، مرجع سابق، ص ص 392 – 400.

2. نموذج Cornell et Shapiro سنة 1987: هدف المسير هو تعظيم قيمة المؤسسة، أما بالنسبة للشركاء الأخيرين (المقرضين، الزبائن،...) فإن هدفهم تدنية المخاطر المرتبطة بشراء أو تمويل الشبكات الخاصة. وتحقيق هذين الهدفين يفترض حسب الباحثان تدنية تكاليف التعاقد الضمنية، حيث من مصلحة المؤسسة أن لا تستنفذ قدرتها على التمويل الذاتي والاستدانة قبل تاريخ الإيفاء بتعاقد الضمني، ففي هذا التاريخ إصدار أي سهم سيكلف كثيرا. التسلسل الذي يجب اعتماده يكون إذن: الرفع من رأس المال والاستدانة كمالأد أخير(هذا التسلسل يتم على مستوى إجمالي هيكل التمويل وليس على مستوى قرار مالي معين، فهيكلي مالي أقل استدانة يمثل ضمان للمتعاقدين على تنفيذ خدمة في أحسن الظروف).

3. نموذج Williamson سنة 1988: يفترض الباحث أن أطراف التعاقد (مساهمين، مسيرين و مقرضين) لهم رشادة محدودة (قدرة محدودة على التفكير و الحساب...) وهم في واقع الأمر انتهازيين، فانطلاقا من الأطراف التي تم التعاقد معها تستطيع الأطراف الأخرى تغيير سلوكها ليصب في نهاية الأمر في مصلحتها. بعد إمضاء العقد يمكن لهذا السلوك أن يولد تعديلات قبلية حتى يتسنى للعلاقة التعاقدية أن تستمر على المدى الطويل. وعندما يتعلق الأمر بعقد تمويل لا يمكن اعتبار الديون والرفع من رأس المال كمجرد موارد تمويل، لكن أيضا كأداة تسمح بتحقيق هذه التعديلات.

4. نموذج Myers سنة 1990: ضمن هذا نموذج وعلى المدى البعيد فإن الفرضية السلوكية للمدراء هي تعظيم ثروة المؤسسة. والتي تحسب بالعلاقة $W = E + S$ كما هي مبينة في الميزانية المالية المختصرة التالية:

جدول رقم 12: تمثيل الفائض التنظيمي و ثروة المؤسسة

الأصول	الخصوم
<p>PVA : القيمة الحالية للأصول الموجودة مع الأخذ في الاعتبار التدفقات cash-flows المنتظرة لهذه الأصول.</p> <p>PVGO + : القيمة الحالية للفرص الاستثمارية.</p> <p>PVTAX - : القيمة الحالية للضرائب</p>	<p>D : الديون</p> <p>E : الأموال الخاصة</p> <p>S : القيمة الحالية للفوائض التنظيمية</p>

المصدر: الياس بن ساسي و يوسف قريش، مرجع سابق، ص 431.

يعكس الفائض التنظيمي القيمة المحينة للتكاليف الناجمة عن الأجور العالية جدا، الفائض في عدد العمال، التطفل Gratification... ولا تتمتع بخاصية الديمومة باعتبار أن المقرضين يمكنهم فرض تخفيضها إذا كان سداد الدين أو دفع الفوائد غير منظم. و Myers ينظر إلى المؤسسة على أساس أنها كتتحالف يبحث عن زيادة حجم الأموال الخاصة و الفوائض التنظيمية (أي سلطته على إعادة توزيع العلاوات على المستخدمين) . في هذه الحال، الرفع من رأس المال يفضل عن المديونية إذا كان من الضروري اللجوء إلى تمويل خارجي. ومنه فالفوائض تزيد بزيادة رأس المال وليس عن طريق المديونية، وعليه من أجل تمويل تبتيات تفضل المؤسسة الاحتفاظ بالأرباح بدلا من اللجوء إلى الرفع من رأس المال الذي يفرض ضمنا توزيع مكافآت رأس المال إضافية، وبالتالي تفضل التمويل الذاتي عن الرفع من رأس المال. و بالتالي المؤسسة تطبق تسلسل بين مصادر التمويل: أولا التمويل الذاتي، ثم الرفع من رأس المال، ثم الاستدانة كمالأد أخير.

الفصل السابع: التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية

رأينا في الفصول السابقة أن من مهام المدير المالي اتخاذ جملة من القرارات المالية ومن أهمها القرارات الاستثمارية المتعلقة بالمفاضلة بين البدائل الاستثمارية التي نحن بصدد تناولها في هذا الفصل، حيث تحظى عملية التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية بأهمية كبيرة لدى المستثمر سواء كان خاص أو عام، وتتجلى أهميتها بما توفره من معلومات تساهم في المحافظة على أموال المستثمر وتجنبه حدوث الخسائر التي قد تترتب على إقامة مشروع ليست له جدوى اقتصادية، فعملية التقييم المبنية على جملة من الطرق والمعايير العلمية تعمل على الخروج بالمستثمر من حالي الغموض والقلق إلى حالي التأكد والاستقرار، مما يمكنه من اتخاذ القرار الاستثماري السليم من خلال تقييم البدائل الاستثمارية المتاحة واختيار الأفضل منها.

1. الاستثمار والمشاريع الاستثمارية:

1.1 مفهوم الاستثمار :

يعتبر الاستثمار من المصطلحات الشائعة الاستعمال، فتعريفه استعمل من قبل الاقتصاديين الماليين في نهاية القرن 19 وبداية القرن 20. وقد تعددت التعاريف المقترحة للاستثمار والتي تختلف من اقتصادي لآخر حيث لا نستطيع حصرها، فرغم اختلافها إلا أنها تدور كلها حول أهمية اتخاذ القرارات الخاصة بتوظيف الأموال، والغرض منها اتخاذ القرارات الخاصة بالإنفاق الاستثماري لما لها من أهمية بالغة في نمو المؤسسة، ونموها هذا مقترن بتحقيق الأرباح. ومن ثم فالاستثمار يبنى على أربعة دعائم هي: ³⁵

- الموارد المتاحة: هي كل الأموال التي يمكن توفيرها من مدخرات المستثمر، أو ما يمكن اقتراضها من السوق، أو الأموال الموجودة في شكل احتياطات أو أرباح غير موزعة في المؤسسة، أو مخصصات نقدية لاهتلاكات الأصول الثابتة أو غيرها.
- المستثمر: هو الشخص الطبيعي أو المعنوي الذي يقبل قدرا من المخاطرة لتوظيف موارده الخاصة، من أجل تحقيق أغراضه المادية وغير المادية.
- الأصول: هي التثبيات التي يوظف فيها المستثمر أمواله متمثلة في ستي الأصول كالعقارات والمشاريع الاستثمارية على اختلاف أنواعها.
- غرض المستثمر: هو ما يتوقعه المستثمر من تثبيته، والتي تحمل قدرا من المخاطرة من أجلها، وقد يكون العائد ماديا أو مصلحة عامة. وقد تنمو التثبيات وقد تتقلص وفقا للظروف التي تمر بها في مراحلها المختلفة، ويقدر العناية بكل مرحلة من هذه المراحل بقدر ما يمكن تخفيض مخاطر الاستثمار، وبالتالي تحقيق النتائج المتوقعة منه.

³⁵ حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية، القاهرة، 2000، ص 19.

1. 2 البعد الثلاثي للاستثمار:

يمكننا التمييز بين ثلاثة مفاهيم للاستثمار هي المالي والمحاسبي والاقتصادي.

أ. **المفهوم المالي للاستثمار:** حسب الاستثمار هو كل اكتساب للأصول سواء كانت ثابتة أو متداولة، ملموسة أو غير ملموسة، إضافة إلى الاحتياجات المتولدة من دورة الاستغلال. ويشترك هذا المفهوم مع المفهوم المحاسبي من حيث المدة إلا أن المفهوم المالي أوسع من ذلك، ومن هذه الزاوية فالاستثمار يؤدي إلى التقليل في النفقات على المدى البعيد وزيادة الإيرادات، كما يهتم هذا المفهوم بالتوازن عبر الزمن بين الاستخدامات والموارد، ويجب التفريق هنا بين نقطتين:

• الأصول المتعلقة بالاستغلال والتي تستعمل كوسائل وآلات عمل.

• الأصول خارجة الاستغلال (تستعمل بطريقة غير مباشرة في الإنتاج لتحسين ظروف العمال، الأمن...)³⁶.

ب. **المفهوم المحاسبي:** يعتبر الاستثمار حسب المفهوم المحاسبي رأس مال ثابت سواء كان منتجا أو غير منتج، أي أن الاستثمار هو كل أصل منقول أو غير منقول، مادي أو معنوي تم الحياة عليه أو أنتج من قبل المؤسسة ويبقى فيها بشكل دائم أي لمدة تزيد عن السنة.³⁷

الاستثمار هو العملية التي تخصص من خلالها الشركة الموارد لمشاريع (تجارية أو صناعية أو مالية) على أمل الحصول على إيرادات منها مرة أخرى خلال مدة معينة، فالاستثمار هو التزام طويل الأجل لرأس مال الشركة للحفاظ على أو تحسين وضعها الاقتصادي.³⁸

أما حسب النظام المحاسبي المالي الجزائري، فقد عرف الاستثمار بأنه الأصول المثبتة والتي تنقسم إلى:³⁹

- تثبيتات مادية (مباني، معدات، تجهيزات، ...الخ) وهي أصول مملوكة للمؤسسة من أجل استعمالها في الإنتاج أو تقلص الخدمات، سواء لأغراض إدارية أو لأجل تأجيرها للغير، ويفترض أن مدة استعمالها تتعدى الدورة المحاسبية؛
- تثبيتات معنوية (أموال التجارة، براءات، امتيازات، ... الخ) وهي أصول قابلة للتمييز، غير نقدية وغير مادية مراقبة ومستعملة من قبل المؤسسة في إطار أنشطتها العادية؛
- التثبيتات المالية الأخرى والتي تضم التثبيتات المالية وحافطة السندات.

ت. **المفهوم الاقتصادي:** يعد الاستثمار حسب هذا المفهوم أوسع من المفهوم المحاسبي، فبالإضافة إلى الحاجة لرأس المال العامل وبعض مصروفات التشغيل والأسهم المالية على المدى القصير والتي تعد من الموجودات المتداولة. فإن الحاجة لرأس المال العامل قد تنشأ من خلال بعض النشاطات الإضافية المرتبطة بنوعية معينة من التثبيتات الصناعية أو التجارية.

³⁶Jacques Margerin , Gérard Ausset, **Investissement et financement** , édition courcoux, Paris, 1990 , p 15.

³⁷ N Popiolek, **Guide du choix d'investissement**, édition Organisation, paris 2006, p3.

³⁸ Agence universitaire de la francophonie, **Manuel de gestion**, volume 2, Ellipse AUF, Paris , 1999, p 232.

³⁹ هوام جمعة، المحاسبة المعمقة وفقا للنظام المحاسبي المالي الجديد والمعايير المحاسبية الدولية **IAS / 1FRS 2009 / 2010**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر العاصمة، 2011، ص 40.

فالاستثمار هو حيازة آلات ووسائل الإنتاج من قبل متعامل اقتصادي بهدف الحفاظ على أو تطوير رأس المال الثابت لديها.⁴⁰

1. 3 مفهوم المشروع الاستثماري وأهدافه:

يعرف المشروع على أنه نشاط تستخدم فيه موارد معينة وتنفق من أجله الأموال للحصول على منافع متوقعة خلال فترة زمنية معينة، كما يمر المشروع الاستثماري أثناء دورة حياته بالعديد من المراحل المتداخلة والمتراطة فيما بينها، بيد أن التحديد الدقيق لمفهوم المشروع الاستثماري الجديد يعتبر أساسا لإيجاد لغة واضحة مشتركة ترشد القائمين على قدرته في إتباع منهج مناسب يسمح بتحقيق أهدافه الرئيسية، وهو ما يستدعي تحديد مفهوم شامل للمشروع الاستثماري، إذ وردت عدة تعاريف نذكر من أبرزها:

❖ " المشروع الاستثماري هو عبارة عن مجموعة من الأنشطة المتداخلة والمتراطة والتي تؤدي خلال فترة تنفيذ المشروع في المجالات القانونية والفنية وتدير الموارد وأعمال التشييد وتصميم نظام العمل ونظام المعلومات، وذلك على ضوء نتائج دراسة جدوى المشروع وفي حدود الميزانية المحددة حتى يصبح المشروع مكتملا وقابلا للتشغيل الفوري والمستمر".⁴¹

❖ " تعني كلمة مشروع وحدة استثمارية مقترحة يمكن تمييزها فنيا وتجاريا واقتصاديا عن باقي التثبيتات، فتحديد مشروع يكون بقصد دراسته وتحليله وتقييمه، ولذلك فمن الضروري أن يكون مميزا حتى يمكن اتخاذ الإجراءات اللازمة. وهو ائتلاف عناصر اقتصادية واجتماعية وبيئية لبناء كيان اقتصادي يستطيع القيام بإجراء عمليات تحويل معينة من الموارد الاقتصادية إلى أشكال ملائمة لاحتياجات ذات مصلحة في المشروع".⁴²

بعبارة شاملة المشروع الاستثماري هو اقتراح بتخصيص أو التضحية بقدر من موارد المؤسسة في الوقت الحاضر على أمل الحصول على عوائد متوقعة في المستقبل خلال فترة طويلة نسبيا.

يعتبر تحديد الهدف المراد تحقيقه من المشروع النقطة المحورية التي تحدد نقطة الانطلاق في تحليل دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع والأوزان النسبية لمعايير تقييمه، ومن هذا المنطلق تختلف أهداف المشاريع العامة عن أهداف المشاريع الخاصة، ففي حين تهدف الأخيرة إلى تحقيق الربح، والذي يعتبر ضروريا لاستمرارها ونموها، فإن المشاريع العامة تهدف لتحقيق المنفعة العامة وهو الهدف الأساسي لها، سواء تحقق ربح من قيامها أو لم يتحقق. ولكن يجب ألا يفهم من ذلك أن المشاريع العامة لا تهتم إطلاقاً بالربح، بل يجب ألا يتم ذلك على حساب تحقيق الأهداف التي أنشئ المشروع العام من أجلها.

1. 4 أنواع المستثمرين:

ينقسم المستثمرون بشكل عام إلى ثلاثة أنماط: المستثمر المتحفظ، المستثمر المضارب وأخيرا المستثمر المتوازن.

أ. **المستثمر المتحفظ:** هو المستثمر الذي يعطي عنصر الأمان أولوية على ما عداه، وبالتالي ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الاستثمارية، فيكون حساسا جدا تجاه عنصر المخاطرة. وغالبا ما نجد هذا النمط في كبار السن وذوي الدخل المحدود.

⁴⁰ G Abraham et G Caire, **Dictionnaire d'économie**, 2^{eme} édition, Dalloz, paris, 2002, p 236.

⁴¹ علي شيهب، دراسات الجدوى و نظم إدارة وتنفيذ المشروعات، دار الفكر العربي، القاهرة، 2002، ص11.

⁴² نبيل شاكر، إعداد دراسات الجدوى للمشروعات الجديدة، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1992، ص14.

ب. **المستثمر المضارب**: هو المستثمر الذي يعطي الأولوية لعنصر الربحية على ما عداه، ولذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية، فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطيرة طمعا في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار. ويمكن إيجاد هذه الفئة من المضاربين بين صغار السن ممن يتصرفون بمحافظ استثمارية كبيرة.

ت. **المستثمر المتوازن**: هو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتماماته لعنصر العائد والمخاطرة بقدر متوازن، وهكذا تكون حساسيته تجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية، تراعي تنوع الثببتات بكيفية تعظم العائد وتدني درجة المخاطرة، ويندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين.

كما يمكن تقسيم المستثمرين إلى نوعين أساسيين هما المستثمر العفوي وهو الذي يعتمد في قراراته على الخبرة السابقة والاستشارة غير المنظمة والسلوك الارتجالي، بينما يمثل النوع الثاني المستثمر المخطط الذي يتسم سلوكه الاقتصادي بالحدز والعقلانية، ويتبنى الأسس الموضوعية في تقييم البدائل المتاحة أمامه.

نظرا للاختلاف الملاحظ في تحديد مفهوم الاستثمار، غير أنه يمكننا وصفه بأنه كل ما يؤدي إلى خلق أو زيادة رأس المال العيني ويساهم في زيادة الطاقة الإنتاجية للمجتمع، ومهما كان نوع المستثمرين فإن لهم مجالات متعددة يجذبون توجيه الأموال إليها وهو ما يعرف بمجالات الاستثمار.

1. 5 دوافع ومحددات الاستثمار:

يتحدد وجود الاستثمار بالعديد من الدوافع التي تساعد على وجوده، غير أن له جملة من المحددات متشابكة ومتراطة والتي تؤثر فيه، فحتى يتحقق الاستثمار لا بد من دراسة العوامل المحيطة ببيئة الاستثمار سواء الداخلية أو الخارجية، لذا وجب تحليل هذه العوامل بهدف المحافظة على الأموال المستثمرة وزيادتها.

أ. **دوافع الاستثمار**: تتمثل أهم دوافع الاستثمار في الآتي:

■ وجود فوائض نقدية نتيجة الدخول المرتفعة؛

■ الاستقرار الأمني والسياسي؛

■ رغبة المستثمر في الاستثمار ورغبة المقترض في الاقتراض؛

■ توفر عناصر الإنتاج المتاحة.

ب. **محددات الاستثمار**: يتحدد حجم الاستثمار بعدد من الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والثقافية وغيرها من الظروف السائدة في البلد، فالعوامل المحددة للاستثمار عديدة ومتشابكة، ولكننا سنركز على المتغيرات أو العوامل الاقتصادية المتمثلة في:

❖ **الربح**: يعتبر الربح أحد المحددات الهامة للاستثمار بالنسبة للمشروع الواحد خلال أي فترة من الزمن، فالربح المتحقق للمشروع في تلك الفترة يعد مؤشرا له كقيمة في تقدير حالة الطلب على منتجات المشروع، فارتفاعه يثير الرغبة في زيادة حجم الطاقة الإنتاجية للمشروع فيؤدي ذلك إلى اتخاذ قرار الاستثمار والعكس صحيح. بمعنى أن انخفاض الربح قد يتسبب في كثير من الحالات في تأجيل القيام بالثببتات الجديدة وربما الاكتفاء باستبدال القدر الهالك من رأس مال المشروع (إحلال الاستثمار)،

ومن جهة أخرى فإن الربح بحد ذاته يزيد في تمويل الاستثمار ففي فترات الرواج حيث تزداد أرباح غالبية المشاريع يلاحظ زيادة الاستثمار على المستوى الكلي والعكس صحيح.

❖ التوقعات: من أهم العوامل التي تحدد الطلب على الاستثمار عامل التوقعات، فقد أظهرت الدراسات التطبيقية أن التوقعات بالنسبة للمستقبل تلعب دورا كبيرا في تحديد استثمار المشروع، فمثلا وجد أن المشروع الذي يحتفظ بتوقعات متفائلة بخصوص الطلب على منتجاته مستقبلا سوف يكون أكثر رغبة في الاستثمار بالمقارنة بالمشروع الذي يحتفظ بتوقعات متشائمة، معنى هذا أن المشاريع التي تمر بحالة من الرواج سوف تكون عادة أكثر تفاعلا بالنسبة للمستقبل وأكثر رغبة في الاستثمار والعكس صحيح.

❖ معدل الفائدة: اعتقد أعضاء المدرسة الكلاسيكية أن كل ادخار يحول إلى استثمار، ففي نظريتهم أن أصحاب الأعمال إنما يدخرون جانبا من دخولهم لكي يستثمروا، وفرض اكتناز النقود أو بقاءها عاطلة مستبعد تماما من التحليل الكلاسيكي، كما أن فرض التوظيف الكامل أساسي في هذا التحليل، ولذلك فإنه إذا زاد الادخار على المستوى الكلي فإن الاستثمار سوف يزيد أيضا والعكس صحيح.

أما عن ميكانيكية التوازن الدائم بين الادخار والاستثمار فإنها تعتمد على معدل الفائدة، فالادخار دالة طردية لمعدل الفائدة في السوق بينما الاستثمار دالة عكسية له، وهذا التحليل يتم على نمط مشابه للعرض والطلب وعلاقتهما بالسعر، مما يعني أن الادخار يتعلق بمعدل الفائدة فيزيد بزيادته والعكس صحيح. أما الاستثمار فهو بمثابة طلب للنقود المدخرة لاستثمارها.

❖ التقدم التقني: إن مساندة التقدم التقني مسألة في غاية الأهمية لجميع المشاريع التي ترى ضرورة المحافظة على مراكزها التنافسية داخل الصناعة أو في الأسواق، وكذلك بالنسبة للمشاريع التي تهدف إلى تحسين هذه المراكز أو إلى التوسع، فالثمرة التي ينتظرها أي مشروع من عملية التقدم التقني تتمثل في رفع مستوى كفاءته الإنتاجية، وهي مسألة تنعكس عمليا في تحقيق نفس الحجم من الناتج ولكن بنفقات أقل أو تحقيق مستوى أكبر من الناتج ولكن عند نفس مستوى النفقات، كذلك ينبغي الإشارة إلى أن بعض أنماط التقدم التقني تقرر بظهور صناعات جديدة، ومن ثم إنتاج سلع جديدة ومن نشأة الطلب عليها يتم الاستثمار فيها.

ج. عوامل أخرى: توجد مجموعة أخرى من العوامل التي تحدد مستوى الاستثمار الكلي منها:

- التغيرات في الطلب الخارجي على السلع المصدرة، سواء كانت هذه التغيرات تخص حجم أو هيكل الصادرات. ومن بين التغيرات لدينا الأذواق والتي تقترن غالبا بالتغيرات الحضارية والتقنية والتي تؤدي إلى اضمحلال بعض الصناعات ومن ثم انكماش تيار الاستثمار فيها بصفة مستمرة، كما تؤدي إلى نشأة بعض الصناعات الجديدة ومن ثم نمو تيار الاستثمار فيها بصفة مضطربة؛
- الاستقرار الاقتصادي والسياسي والمناخ الاستثماري؛
- درجة المخاطرة تعد عاملا مهما في تحديد الاستثمار وتؤثر بشكل مباشر عليه؛
- النقد الأجنبي المتوفر لدى الدولة؛
- حجم المديونية الخارجية؛
- معدلات التضخم؛

- توفر البنى التحتية والانفتاح الاقتصادي؛
- أسعار النفط خاصة في الدولة المصدرة له؛
- الدخل الوطني؛
- توفر الوعي الادخاري والاستثماري؛
- مدى توفر السوق المالية الفعالة والكفؤة .

1. 6 خصائص الاستثمار:

مهما كانت طبيعة ونوع الاستثمار، فإنه يتميز بالخصائص التالية:

أ. **تكاليف الاستثمار:** يقصد بتكاليف الاستثمار أو التكاليف الاستثمارية، ذلك الإنفاق اللازم لدراسة وإقامة وتنفيذ الاستثمار وإعدادها في صورة صالحة للبدء في التشغيل العادي. ولتحديد قيمة الاستثمار من المهم الأخذ بالاعتبار مجموع الاستخدامات اللازمة لإنجاز المشروع، ومن بين هذه الاستخدامات:

- مصاريف الدراسة والبحث التجاري والتقني المرتبط بالمشروع؛
- مصاريف تكوين العاملين؛
- الأصول الثابتة (آلات، ووسائل إنتاج.....)؛
- مصاريف نقل المعدات؛
- مصاريف الشراء (الجمارك، النقل)؛
- مصاريف التركيب.

وكل هذه المصاريف هي في الحقيقة تكلفة الاستثمار المباشرة، التي تكون المؤسسة ملزمة بدفعها أثناء القيام بالاستثمار. وهناك أيضا تكاليف الاستغلال أو مصاريف تشغيل المشروع، وتعني كل الالتزامات السنوية التي من المتوقع أن يتحملها الاستثمار من أجل استغلال طاقته الإنتاجية والتسويقية والإدارية، وتتصف بالدورية طوال عمر الاستثمار مثل تكاليف المواد الأولية والعمالة والتكاليف الإضافية الإدارية والتمويلية.

ب. **مدة حياة الاستثمار:** يقصد بها المدة التي يكون فيها الاستثمار صالحا للاستعمال وقادرا على تحقيق أرباح مقبولة، ويمكن التمييز بين ثلاثة مفاهيم أساسية.

❖ مدة الحياة المادية للاستثمار: هي مدة تواجد الاستثمار بالمؤسسة، وتعطى من طرف المصالح التقنية، وتمثل المدة المتلى للاستغلال.

❖ مدة الحياة التكنولوجية: تكون غالبا أقل من هذه الحياة المادية، وذلك في الصناعات ذات التطور التكنولوجي السريع، وهي الفترة الممتدة ما بين بداية تنفيذ المشروع إلى حين ظهور تجهيزات معوضة لهذا الاستثمار.

❖ مدة حياة المنتج: هي مدة تتبع دورة حياة المنتج وهي أقل من مدة الحياة المادية والتكنولوجية.

❖ وبين مختلف المفاهيم الثلاثة السابقة، المدة القصيرة هي التي تؤخذ كمدة حياة الاستثمار الفعلية لذا فهي مدة حياة المنتج .

ت. أهداف الاستثمار: تطورت أهداف الاستثمار مع التطور الذي حدث في الفكر المالي والنظرية المالية، وبالرغم من اختلاف أنواع الاستثمار كما رأينا سابقا والمخاطر المحيطة بها، فإن المستثمر يسعى دوما لتحقيق الأهداف التالية:

- تحقيق العائد الملائم ؛
- ضمان السيولة اللازمة؛
- المحافظة على رأس المال الأصلي للمشروع؛
- استمرارية الدخل وزيادته ؛
- يساعد الاستثمار على جلب الأموال المحلية والخارجية لتحقيق التنمية الاقتصادية، عن طريق استغلال المستثمر لجميع الإمكانيات المتواجدة في البلد أو عن طريق مساهمته في التثبيات الخارجية؛
- يحقق معظم حاجيات الأفراد والجماعات بتوفير الخدمات والسلع، ويعمل على تحسين الأوضاع المعيشية للأفراد كبناء المرافق العامة؛
- له دور فعال في العملية الإنتاجية بحيث يوظف جميع عناصر الإنتاج من أجل إيجاد سلع وخدمات في المجتمع، كما يساعد في التنمية الاقتصادية خاصة عند توظيف عناصر الإنتاج الرأسمالية منها، والتي تكمن في الآلات والمعدات والمباني؛
- يساعد في توسيع حجم ونطاق السوق وتوفير أكبر كمية ممكنة لمتطلبات المستهلكين والمنتجين، ويساهم في زيادة وتحسين الإنتاج الوطني وتسويقه؛
- يساعد في توفير مناصب شغل جديدة ورفع الدخل الفردي والوطني، كما يقلل ويحد من التبعية الأجنبية بتحقيق الاستقلال الاقتصادي الذي يؤدي إلى تعزيز الاستقلال السياسي.

2. تقييم المشاريع الاستثمارية:

تتمحور الفكرة الأساسية لعملية التقييم في ضرورة الاقتناع بان المبدأ الأساسي في اتخاذ القرارات هو تقييم قيمة المشروع، وهنا برزت أهمية المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية كونها تمثل الوسيلة التي يمكن من خلالها اختيار الفرصة أو البديل المناسب الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة. كما أنها يمكن أن تكون بمثابة وسيلة تساعد في تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة من جهة، كما تساعد على توجيه تلك الموارد إلى استخدام دون آخر من جهة أخرى. وتعود أهمية المفاضلة إلى عاملين هما: ندرة الموارد الاقتصادية، التقدم التكنولوجي.

2. 1 مفهوم عملية تقييم المشاريع:

تعتبر عملية التقييم جزءاً من عملية التخطيط سواء كانت على مستوى المشروع أو على مستوى الاقتصاد الوطني، وما هي سوى مرحلة لاحقة لدراسات الجدوى الاقتصادية للمشاريع ومرحلة سابقة لمرحلة تنفيذ المشروع، تلك المرحلة التي يترتب عليها اتخاذ القرار إما بالتنفيذ أو التخلي عن المشروع أو تأجيله لفترة لاحقة. يمكن أن تعرف عملية التقييم على أنها "وضع المعايير اللازمة التي يمكن من خلالها التوصل إلى اختيار المشروع المناسب من بين عدة بدائل مقترحة، الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة واستناداً إلى أسس علمية". كما يمكن أن يعرف تقييم المشروع بأنه "البحث عن المؤشرات التي تسمح بتوضيح الجوانب الإيجابية والسلبية لمشروع أو برنامج ما مقارنة بأهداف مسطرة مسبقاً". وتكمن أهداف عملية التقييم في:

- تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، ومن أجل تحقيق ذلك لا بد وأن تتضمن عملية تقييم المشاريع العلاقات الترابطة بين المشروع المقترح والمشاريع القائمة؛
- تساعد في التخفيف من درجة المخاطرة للأموال المستثمرة؛
- تساعد في توجيه المال المراد استثماره إلى المجال الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة؛
- تساعد على ترشيد القرارات الاستثمارية.

2.2 معايير التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية من وجهة نظر الربحية التجارية:

تستخدم عدة معايير في تقييم وترتيب المشاريع الاستثمارية المتاحة، وهي تتفاوت فيما بينها من حيث الدقة والصعوبة. وتفترض كلها حالة التأكد للمتغيرات المحيطة بالمشروع والمؤثرة فيه. ولأن هذه المتغيرات تتميز بكونها خاضعة للتغيير في ظروف المستقبل غير المؤكدة والتي يشوبها الشك وعدم اليقين، لذلك فإن اتخاذ القرار الاستثماري عن طريق الأساليب التي تفترض حالة التأكد يجعل القرار غير موضوعي فيعطي نتائج غير دقيقة، ولهذا السبب سيتم الاعتماد على أساليب مختلفة لمعالجة هذه المشكلة، تسمى أساليب اتخاذ القرار في ظل المخاطرة وعدم التأكد.

أ. **معايير التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية في ظروف التأكد:** يقصد بظروف التأكد توفر كافة المعلومات عن البدائل المقترحة والتي تسمح بإجراء المفاضلة بينها وصولاً إلى اختيار البديل الأفضل، وتنحصر المهمة هنا باختيار المعيار المناسب للهدف المحدد من إقامة المشروع المقترح، ويتم الاعتماد في ذلك على استخدام بعض الأساليب والصيغ الرياضية الإحصائية والمحاسبية.

❖ **المعايير التقليدية:** تستعمل هذه الطرق للمفاضلة بين مختلف الاقتراحات الاستثمارية، إذ يلجأ إليها المسؤولون في المؤسسات لحل بعض المشاكل، ومن أهمها:

1. **معيير معدل العائد على رأس مال المستثمر (معدل العائد المحاسبي):** يعتمد هذا المعيار على نتائج الأرباح والخسائر في القيود المحاسبية، فهو عبارة عن النسبة المئوية بين متوسط العائد السنوي (متوسط الربح السنوي) إلى متوسط التكاليف الاستثمارية بعد

خصم الاهتلاك والضريبة، أو النسبة بين متوسط العائد السنوي إلى التكاليف الاستثمارية الأولية (دون الأخذ بعين الاعتبار الاهتلاك والضريبة).

$$\text{المعدل المتوسط للعائد} = (\text{متوسط العائد السنوي} / \text{متوسط التكلفة الاستثمارية}) \times 100$$

وللحكم على جدوى وربحية أي مشروع استثماري طبقا لهذا المعيار فلا بد من مقارنة العائد منه بعائد الفرصة البديلة، سواء كان متوسط الأسعار في السوق أو متوسط التكلفة المرجعية للأموال إذا كان القرار خاص ببديل واحد، أما إذا كنا بصدد الاختيار بين البدائل فإنه يمكن المفاضلة بينهم على أساس مقارنة المعدلات المستخرجة لكل منهم واختيار أعلى المعدلات لاتخاذ القرار باختيار البديل الأعلى في المعدل، مع شرط أن تكون أيضا أعلى من عائد الفرصة البديلة أي أعلى من متوسط معدلات الفائدة في السوق إذا تم اختياره كمعيار للمقارنة.

2. طريقة فترة الاسترداد: تمثل الأموال المستقرة في المشروع أهمية كبيرة في عملية التقييم التجاري، ذلك أن المستثمر يرغب في معرفة السقف الزمني الذي يحصل فيه مرة ثانية على الأموال المستثمرة من خلال الأرباح المتوقعة من تنفيذ المشروع، ويفضل المشروع الذي يقترن بأقصر فترة استرداد، فهي تمثل الوقت اللازم لاسترجاع الاستثمار الأولي، وتقبل المشاريع التي لها مدة استرجاع الاستثمار الأولي الأقل.

ووفقا لهذه الطريقة فإن المستثمر يقوم بتحديد فترة زمنية لكل فرصة استثمارية متاحة كحد أقصى لاسترداد قيمة أمواله المستثمرة، و يتم ترتيب نتائج الفرص الاستثمارية المتاحة وفقا لطول فترة الاسترداد. وليتم حساب فترة الاسترداد يجب الفصل بين حالتين:

➤ حالة التدفقات النقدية السنوية الصافية المتساوية: تحسب فترة الاسترداد وفق المعادلة:

$$\text{فترة الاسترداد} = \text{التكلفة الاستثمارية الأولية} / \text{صافي التدفق النقدي السنوي (صافي العائد السنوي)}$$

➤ حالة التدفقات النقدية السنوية الصافية غير المتساوية: في هذه الحالة يتم تجميعها سنة بعد أخرى حتى نتوصل إلى المجموع الذي يتعادل مع الاستثمار المبدئي.

يمكن القول أن معيار فترة الاسترداد يعتبر أكثر المعايير استخداما نظرا لسهولة وتوفير المعلومات اللازمة لاستخدامه، كما يعتبر أكثر ملائمة خاصة في حالة المشاريع ذات التدفقات النقدية الكبيرة، أو التي تخضع لعوامل التقلب السريعة وعدم التأكد، أو التي تتعرض لتغيرات تكنولوجية سريعة.

3. مؤشر الربحية غير المخصص: نجد مؤشر الربحية غير المعدل الذي يقيم الاستثمار بناء على العلاقة بين إجمالي التدفقات النقدية و تكلفته ويعطى بالعلاقة التالية :

$$\text{دليل الربحية غير المعدل} = \text{إجمالي التدفقات النقدية} / \text{تكلفة الاستثمار}$$

ويعد المشروع مقبولا إذا كان مؤشر الربحية أكبر من أو يساوي الواحد الصحيح.

❖ المعايير الحديثة: عند استعراضنا للمعايير التقليدية لاحظنا تجاهلها لعامل القيمة الزمنية للتدفقات النقدية التي هي أساس المعيار السليم لتقييم جدوى المشروع الاستثماري، ذلك أن هذا التقييم يتطلب تعديل قيمة التدفقات الداخلة طيلة عمر المشروع

لكي تتساوى قيمتها مع قيمة التدفقات الخارجة، وتصبح كأنها أنفقت واستلمت في وقت واحد وهو لحظة اتخاذ قرار الاستثمار في المشروع. وتتضمن عدة معايير من أهمها:

1. معييار صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية: يتمركز حساب المعيار حول تقدير وحساب قيمة صافي التدفقات النقدية الحالية التي يحققها المشروع خلال عمره الإنتاجي، فإذا كان هذا الصافي "موجبا" كان المشروع مربحا، أما إذا كان "سالبا" اعتبر المشروع خاسرا. وعندما يكون لدينا أكثر بديل أو فرصة استثمارية، فإن الأولوية تعطي للبديل الذي يعطي أكبر صافي قيمة حالية. ويتم حساب هذا المعيار من خلال العلاقة:

صافي القيمة الحالية = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة - القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة

لحساب صافي القيمة الحالية وتحديد مدى ربحية المشروع لتسهيل عملية اتخاذ القرار لا بد من أن يخضع إلى عدة مستويات وحالات تمس هذه التدفقات، وسنوضحها على النحو التالي:

$$VAN = \sum_{i=0}^n FTN \times (1 + t)^{-n} - I_0 \quad \rightarrow \text{في حالة تدفقات نقدية غير متساوية:}$$

$$VAN = \sum_{i=0}^n FTN \times \frac{1-(1+t)^{-n}}{t} - I_0 \quad \rightarrow \text{في حالة تدفقات نقدية متساوية:}$$

ولقد تعرض هذا المعيار للعديد من الانتقادات والعيوب غير أنها لا تنقص من أهميته، لكنها تشير أن الاعتماد عليه وحده ليس كافيا، لذا تم تعديله بالنموذج المعدل لصافي القيمة الحالية.

2. معييار مؤشر الربحية: يتعامل هذا المعيار مع القيمة الزمنية للنقود، ويطلق على هذا المعيار أحيانا بديل الربحية. ويحسب كالتالي: **مؤشر الربحية / العائد = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة / القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة (التكلفة الاستثمارية الأولية).**

فإذا كانت النتيجة أقل من الواحد الصحيح فيعني هذا أن التدفقات الداخلة أقل من الخارجة وبالتالي فالاقترح غير مربح، وعلى العكس من ذلك إذا كانت النسبة أكبر من الواحد الصحيح فإن التدفقات النقدية الداخلة أكبر من الخارجة، ويصبح الاقتراح الاستثماري مربحا، ويفيد هذا التحليل كل المقترحات المتنافسة في ترتيبها على أساس تمهيد لاختيار الاقتراح الأكثر ربحية.

3. معييار معدل العائد الداخلي: يعتبر مقياسا دقيقا للربحية، ويستخدم من قبل البنك الدولي والمؤسسات التمويلية الأخرى في إجراء كافة التحليلات في الجانب المالي والاقتصادي للمشاريع التي تتولى هذه المؤسسات تمويلها في البلدان النامية. ويكون اختيار المعدل سليما عندما تتساوى قيمة التدفقات النقدية الداخلة حاليا مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة للمشروع المقترح، مما يعني أن معدل الخصم سيجعل صافي القيمة الحالية للمقترح صفرا.

القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة.

ولتحديد معدل العائد الداخلي يتم تحديد سقفين لمعدل الخصم، سقف أعلى يكون قيمة موجبة وسقف أدنى يكون قيمة سالبة، وبين هذا المعدل وذاك يمكن استنتاج معدل العائد الداخلي، وفق العلاقة:

$$IRR = x_1 + \frac{(x_2 - x_1)NPV(x_1)}{NPV(x_1) - NPV(x_2)}$$

حيث: x_1 : معدل الخصم الأصغر أو الأدنى، x_2 : معدل الخصم الأكبر أو الأعلى، NPV: صافي القيمة الحالية.

ب. معايير التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية في ظل المخاطرة و عدم التأكد: لقد لوحظ أن تطبيق معايير تقييم المشاريع الاستثمارية في ظروف التأكد تتم في إطار ثابت وبناء على فروض معينة، أما إذا تغير واحد أو أكثر من تلك الفروض فإن القرار سيتأثر سلباً أو إيجاباً، مما دفع بعض الباحثين والمهتمين بدراسات الجدوى إلى التفكير في إيجاد أساليب معينة تمكن من الحكم على جدوى المشاريع والمفاضلة بينها في ظل تلك الظروف، وتتناول هذه الأساليب العديد من المتغيرات واحتمالات تغيراتها المستقبلية وأثرها على النتائج المحصلة بالمعايير السابقة. ويمكن الإشارة هنا إلى عدد من الأحداث غير المتوقعة التي تقف وراء حالة عدم التأكد دون أن يكون للمشروع تأثير فيها، نذكر منها:

- أحداث عالمية أو على المستوى الإقليمي والوطني كالأزمات السياسية أو الاقتصادية، والتي تؤثر في العلاقات الخارجية للدول مثل نشوب الحرب؛
- أحداث على المستوى البضاعة مثل التغيير في التكنولوجيا؛
- أحداث على المستوى المشروع مثل التغيير في الإدارة وحالة حصول حريق أو عطل كبير.

1. معايير التقييم في ظل المخاطرة: يعرف الخطر على أنه انعكاس أو تعبير عن عدم التأكد الذي ينطوي عليه المستقبل، فكلما حدث تشتت كبير في القيم المتوقعة للنتائج، كلما انطوى القرار الاستثماري على مخاطر كبيرة. وسيتم إلقاء الضوء على أهم أساليب تقييم المشاريع في ظل المخاطرة والمتمثلة في:

❖ طريقة الاحتمال أو التوزيع الاحتمالي: يقوم هذا التحليل على أساس تقدير الاحتمالات المتعلقة بالتدفقات النقدية المحتملة ومن ثم تحديد فرص واحتمالات حدوث كل تدفق نقدي مما يمكن من الحصول على القيمة المتوقعة لهذه التدفقات، ومن ثم يعكس التحليل الاحتمالي صورة الاحتمالات المتوقعة لمعيار التقييم المستخدم في ظل هذه الفروض، إما بقيم متفائلة وأخرى متشائمة وحتى بقيمة أكثر احتمالاً للحدث، ثم إعطاء احتمالات معينة للحدوث لكل القيم المتوقعة الممكنة، مع ملاحظة أن مجموع الاحتمالات للأحداث المختلفة يجب أن يساوي الواحد الصحيح.

و منه يمكن الحصول على $E(VAN)$ بجمع توقعات هذه التدفقات مطروحا منها التكلفة الأولية للاستثمار لتصبح الصيغة

$$E(VAN) = \sum_{i=1}^n FTN \times Pi - I_0 \text{ على النحو التالي:}$$

كما يمكن الحصول على القيمة الصافية الحالية المتوقعة من خلال الصيغة التالية:

$$E(VAN) = \sum_{i=1}^n VAN \times Pi$$

و القيمة المتحصل عليها والتي تمثل $E(VAN)$ ، قد تبعد أو تقرب من مختلف قيم صافي القيمة الحالية حسب كل ظرف من الظروف المتوقعة الحدوث مستقبلاً وهو ما نسميه بالتشتت.

وتكون قاعدة القرار في حالة مشروع واحد يقبل المشروع إذا كانت القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية موجبة ، في حين إذا كانت سالبة سيتم رفض المشروع. أما في حالة المفاضلة بين مشروعين في هذه الحالة يكون المستثمر أمام مجموعة من الخيارات ومن المعقول والبديهي أن عملية الاختيار تتم بناء على أكبر قيمة متوقعة لصافي القيمة الحالية، ولتسهيل عملية الاختيار والفرز لمختلف المقترحات يتم الاستعانة بشجرة القرارات.

❖ تحليل المخاطرة أو الانحراف المعياري: بما أن التوقع الرياضي لصافي القيمة الحالية يعبر عن مردودية المشروع، فإن كل من التباين والانحراف المعياري يعبران عن الخطر المتعلق بالمشروع، لذلك فإن الانحراف المعياري يعبر عن تشتت، حيث كلما كانت قيمة الانحراف المعياري متدنية أشار ذلك إلى تماسك المتغيرات، وكلما كان كبيراً عبر ذلك عن تشتت وتبعثر المتغيرات.

ولحساب الانحراف المعياري لا بد من المرور بالتباين والذي يحسب بالعلاقات التالية:

$$\begin{aligned} \mathcal{V}(\text{VAN}) &= [E(X^2) - E(X)^2] [(1 + t)^{-n}]^2 \\ \mathcal{V}(\text{VAN}) &= [E(\text{VAN}^2) - [E(\text{VAN})]^2] \quad \text{أو} \end{aligned}$$

على هذا الأساس يمكن صياغة قانون الانحراف المعياري وهو عبارة عن الجذر التربيعي لتباين صافي القيمة الحالية المتوقعة

$$\sigma(\text{VAN}) = \sqrt{\mathcal{V}(\text{VAN})} \dots\dots\dots$$

ويتوقف اختياره على طبيعة الشخص المستثمر، فإذا كان مغامراً فإنه سيختار المشروع ذو الأكثر خطورة باعتباره يقابل أكبر عائد ممكن، أما إذا كان المستثمر غير محب للخطر أو متحفظ فإنه حتماً سيختار المشروع الأقل مخاطرة.

❖ معامل الاختلاف: يتم اختيار هذا المعيار للفصل بين المشاريع التي تحتوي على مضاربة، وعموماً يتم استخدام هذا المعامل في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشاريع البديلة. ويعرف على أنه يمثل المخاطرة الناجمة عن الوحدة النقدية الواحدة من التدفقات النقدية.

ويحسب معامل الاختلاف وفق العلاقة الآتية:

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{القيمة المتوقعة}}$$

ويمثل معامل الاختلاف معامل عدم التأكد ومقياس لنسبة المخاطرة وتتراوح قيمته عادة بين الصفر والواحد الصحيح، فعندما تكون قيمته صفر فهذا يعني أن هناك حالة يقين تام ودرجة مخاطرة صفر، أما إذا كانت قيمته الواحد فيعني ذلك أن هناك حالة لا يقين تام ودرجة مخاطرة عالية.

2. معايير التقييم في ظل عدم التأكد: تعتبر حالة عدم التأكد إحدى المؤشرات السلوكية المرتبطة بذات متخذ القرار والتي تنجم عن التحليل والمقارنة بين كل ما يملكه من معلومات في الوقت الحاضر وبين ما يحصل عليه من معلومات في المستقبل بخصوص مشروع أو فرصة استثمارية، للتوصل إلى مستوى معين من القناعة. ومن المعايير المعتمدة في هذه الحالة نذكر:

❖ معيار أقصى أقصى: هو معيار التفاؤل التام من خلاله يختار متخذ القرار الحدث الذي يحقق أقصى صافي قيمة حالية أي أننا نختار الفعل ذو المنفعة الكبرى، حيث يتوقع حدوث حالة الطبيعة التي تعطي أعظم ربح ممكن.

❖ معيار أعظم الأقل: تبعا لهذا المعيار يتم إيجاد أقل منفعة لكل فعل ثم نختار من جملة أقل المنافع الفعل ذو المنفعة الكبرى، أو الذي أو يحقق أدنى قيمة أو أقل صافي قيمة حالية. ويمثل هذا المعيار وجهة نظر متخذ القرار المتشائم حيث عند حدوث أسوأ الظروف يعطيه هذا المعيار أقل الخسائر، وبالتالي فإننا نفاضل بين البدائل الاستثمارية بناء على مبدأ الحيطة والحذر.

❖ معيار أدنى الأدنى: يمثل معيار التشاؤم التام، وفيه يحدد في كل بديل الحدث الذي يحقق أدنى قيمة ثم يختار متخذ القرار البديل الذي يحقق أدنى قيمة حالية محققة من بين القيم المحققة للبدائل.

❖ معيار Laplace: يعرف أيضا بالمعيار العقلاني لأنه يفترض عدم وجود أسباب مقنعة لترجيح أي حالة من حالات الطبيعة، ففي حالة عدم معرفة متخذ القرار بفرض حدوث حالات الطبيعة قد يكون الافتراض الأمثل هو إعطاء كل حالات الطبيعة نفس احتمال الحدوث، حيث أن **Laplace** اقترح إعطاء كل المنافع في الجدول فرصا متساوية وعليه بنى معياره على أخذ متوسط المنفعة لكل فعل ومن ثم اختار الفعل ذو أكبر منفعة متوقعة أو أعلى متوسط منفعة. من مزايا هذا المعيار سهولة التطبيق والحساب، أما أهم عيوبه كونه أقل واقعية.

❖ تحليل التعادل: يركز هذا الأسلوب على تحليل نقطة التعادل من خلال دراسة العلاقات بين الإيرادات والتكاليف والأرباح عند مستويات مختلفة من الإنتاج والمبيعات. ويقصد بنقطة التعادل تلك النقطة التي يتحقق عندها التساوي بين الإيرادات الكلية والتكاليف الكلية لنتائج معين، وعادة كلما ارتفعت نقطة التعادل كلما زادت فرص المشروع من تحقيق الأرباح، وكلما انخفضت زادت احتمالات حدوث خسارة. ويتم حسابها من خلال طريقتين:

➤ الطريقة البيانية: يتم تحديد نقطة التعادل بيانيا بجعل المحور العمودي يمثل الإيرادات والتكاليف، أما المحور الأفقي فيمثل الإنتاج أو المبيعات، ثم يرسم منحنى الإيرادات الكلية ثم منحنى التكاليف الكلية الذي يمثل كل نقطة منه إجمالي التكاليف الثابتة والمتغيرة. ونقطة تقاطعهما هو نقطة التعادل.

➤ الطريقة الجبرية: من أجل الوصول إلى تحديد نقطة التعادل جبريا، لا بد من الاستفادة من مجموعة من العلاقات والتعبير عنها بصيغ ومعادلات جبرية تتمثل في:

قيمة المبيعات في نقطة التعادل = إجمالي التكاليف الثابتة / (1 - التكاليف المتغيرة للوحدة المباعة / سعر البيع).

كما يمكن استخدام العلاقة التالية:

نقطة التعادل = التكاليف الثابتة / ثمن بيع الوحدة - التكلفة المتغيرة للوحدة

❖ تحليل الحساسية: من بين المزايا الحقيقية للتحليل المالي والاقتصادي الدقيق للمشروع الاستثماري، إمكانية استخدامه لاختيار نتائج المشروع إذا اختلفت الأحداث عن التوقعات التي تمت عند التخطيط للمشروع، وإعادة إجراء التحليل للتعرف على ما يمكن أن يحدث في ظل هذه الظروف المتغيرة هو ما يسمى بتحليل الحساسية. ويقصد به مدى استجابة المشروع للمتغيرات التي يمكن أن تطرأ على العناصر الأساسية المكونة له، إذ يهدف إلى تحديد درجة تأثير ربحية المشروع بالتغيرات غير المواتية في بعض المتغيرات الأساسية كعمدل الخصم أو أسعار المخرجات أو أسعار المدخلات أو فترة إنشاء المشروع. وكلما كانت درجة

حساسية الربحية للمتغير في أي من المتغيرات الأساسية منخفضة، كلما كانت درجة تأكيد التوقعات مرتفعة، وكلما كان احتمال نجاح المشروع أعلى، والعكس صحيح.

إذن فاختبار تحديد مدى حساسية مقاييس جدوى المشروع بالنسبة لانخفاض الإنتاج تنفيذ في اتخاذ قرار حول تنفيذ المشروع، وعلى القائم بدراسة الجدوى أن يعيد حساب مقاييس جدوى المشروع مرة ثانية مستخدماً التقديرات الجديدة لأي تغير في المجالات السابقة في ظل اختبارات الحساسية، والتي يمكن قياسها باستخدام مقياس المرونة.

كما يمكن قياس معامل الحساسية من خلال المعادلة الآتية:

معامل الحساسية = (مقدار التغير في المتغير التابع / المتغير التابع قبل التغير) / (مقدار التغير في المتغير المستقل /

المتغير المستقل قبل التغير)

❖ أسلوب شجرة القرارات: يعتبر نموذج شجرة القرارات أحد النماذج الحديثة ليس فقط في تحليل المخاطرة وعدم التأكد، بل في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة. وهي شكل بياني يوضح تتابع القرارات المتتابعة في ظل الحالات الممكنة، من خلال مجموعة من الفروع يمثل كل منها بديل من البدائل المعروضة، وكل فرع رئيسي فيها يتفرع منه عدة فروع تابعة تمثل الأحداث المتوقعة، حيث توضح شجرة القرارات لمتخذ القرار كافة العوامل المتعلقة باتخاذ القرار، كما أنها توضح كافة البدائل والعائد المتوقع لكل بديل في ظل كل حدث من الأحداث المتوقع حدوثها.

ويتوقف عدد البدائل المتمثلة بفروع شجرة القرارات عند عدد المتغيرات التي قد يشملها التحليل باستخدام هذا النموذج، وكلما زادت المتغيرات الداخلة في التحليل كلما كان أسلوب شجرة القرارات أكثر تعقيداً، مما يتطلب استخدام الحاسب الآلي. وحتى تتم عملية التقييم والمفاضلة بين البدائل يتعين أن تبدأ عملية التقييم من نهاية الشجرة، ويتم إيجاد القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية مع الأخذ بعين الاعتبار احتمالات حدوث كل حالة من الحالات الطبيعية، وطالما أن القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية موجبة فإن البديل يكون مقبولاً من الناحية الاقتصادية، وعندما تتحدد فرص الاستثمار المتنافسة التي يكون صافي القيمة الحالية المتوقعة لها موجبة يتم اختيار البديل الذي يتمتع بصافي قيمة الحالية أكبر.

خاتمة:

نتيجة للتطورات الاقتصادية لم تعد النتائج التي تظهرها القوائم (الميزانية والحسابات الختامية) كافية لأغراض الاستثمار والتمويل وصناعة القرارات المختلفة، للوقوف على أسباب نجاحها وفشلها خاصة وإن النجاح والتقدم يجب أن لا يكون وليد الحظ أو الصدفة أو نتيجة مؤشرات خارجية ليس عليها أية تأثير كالأحوال الاقتصادية وتغيرات مستوى الأسعار. كل هذه الأسباب جعلت من التحليل أداة مهمة لاتخاذ القرارات الواقعية، ووسيلة تسيير يأخذ بها المسيرون لحل المشاكل المالية للمؤسسة، ويستعمل أيضا من أطراف أخرى تمهنا حالة المؤسسة كالبنوك التجارية، والمتعاملون الاقتصاديون... إلخ. إذ يعد موضوع التحليل المالي أحد المواضيع المهمة في حقل الإدارة المالية فمن خلاله تتمكن الإدارة من تشخيص نقاط القوة والضعف في بيئتها الداخلية وتقويم قراراتها التمويلية والاستثمارية كما يمكن إن تستخدمه كأحد الأسس المهمة في تحديد خياراتها الإستراتيجية.

كما يساعد على إبراز الأهمية النسبية لمختلف عناصر البيانات المالية وإظهار السياسة المالية، وإيجاد العلاقة المناسبة بين هذه العناصر التي توضح المركز الحقيقي للمؤسسة، لذلك يجب على المؤسسة استخدام مختلف الأساليب للتحليل المالي منها التحليل بواسطة التوازنات المالية أو التحليل الساكن والتحليل الوظيفي والديناميكي وغيرهم.

ومن هنا لا بد على المؤسسات تبني سياسة مالية فعالة وذات بعد إستراتيجي تؤدي إلى الحفاظ على ثروة المؤسسة في ظل كل الظروف الممكنة، إذ تتخذ المؤسسة مجموعة من القرارات المتعلقة بالمفاضلة بين التثبيتات واختيار بديل التمويل الأمثل والمناسب لهذه التثبيتات والتي يترتب عليها بقائها واستمرارها في نشاطها مستقبلا والمحافظة على مكانتها في ساحة المنافسة وبالتالي تحقيق النمو والتطور للارتقاء بأدائها وترشيده بغية الوصول إلى تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصاديين.

كما حاولنا تقديم أهم الآليات المستخدمة في تقييم واختيار التثبيتات واستعراض مختلف الوسائل التي تستخدمها المؤسسة في تمويل هذه التثبيتات رغم القيود المتحكمة في عملية اختيار بديل التمويل ومن ثم المفاضلة بين مختلف البدائل المتاحة واختيار بديل التمويل الأمثل الذي يحقق أكبر العوائد بأقل تكلفة، كما يسمح لها من بلوغ هدفها المنشود وهو تعظيم قيمتها أو ثروة المساهمين أو القيمة السوقية للأسهم المالية للمؤسسة.

قائمة المراجع

1. باللغة العربية:

1. أبو الفتوح علي فضالة، التحليل المالي وإدارة الأموال، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، النسخة 02، القاهرة، 1994.
2. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002-2003.
3. أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، عمان، 1997.
4. أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية : مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية، مصر، 2008.
5. أحمد عبد الله اللحلح، جمال الدين المرسي، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
6. الخطيب خالد شحادة، الحلبي نبيل والمهايني محمد خالد، تقويم المشروعات في المحاسبة، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2007.
7. السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، دار المريخ للنشر، الرياض، 2000.
8. العربي دخوش، محاضرات في اقتصاد المؤسسة، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2001.
9. الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2011.
10. أيمن السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2005.
11. أيمن الشنطي وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، الطبعة الأولى، عمان، 2005.
12. بوشاشي بوعلام، المنير في التحليل المالي وتحليل الاستغلال، الطبعة الثانية، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2001.
13. جمعة هوام، المحاسبة المعمقة وفقا للنظام المحاسبي المالي الجديد والمعايير المحاسبية الدولية IAS / 1FRS 2009 / 2010، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر العاصمة، 2011.
14. حامد العربي الحضيرى، تقييم التبيئات، دار الكتب العلمية، القاهرة، 2000.
15. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2005.
16. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 2004.
17. حيدر حردان طاهر، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، 1997.

18. خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2000.
19. خلدون إبراهيم الشذيفات، إدارة وتحليل مالي، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2001.
20. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الادارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
21. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، عمان، 2009.
22. دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2010.
23. سعيد عبد العزيز، دراسات جدوى المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
24. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة الإشعاع، مصر، 1998.
25. سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1997.
26. صالح خالص صافي، رقابة تسيير المؤسسة في ظل اقتصاد السوق، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر العاصمة، 2007.
27. طاهر محسن منصور الغالي، وائل محمد صبحي إدريس، سلسلة إدارة الأداء الإستراتيجي، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، 2009.
28. طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري، عمان، 2008.
29. عبد الحلیم كراحة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي: أسس ومفاهيم، تطبيقات، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2006.
30. عبد الرحمان الدورى، نور الدين اديب اوزناد، التحليل المالي باستخدام الحاسوب، الطبعة الثانية، عمان دار وائل للنشر، 2006.
31. عبد الستار الصباح وآخرون، الإدارة المالية: أطر نظرية، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2006.
32. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2007.
33. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
34. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الثانية، عمان، 2008.
35. علي شيهب، دراسات الجدوى و نظم إدارة وتنفيذ المشروعات، دار الفكر العربي، القاهرة، 2002.
36. عليان الشريف وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
37. علي عباس، الادارة المالية، دار اثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.

38. قاسم ناجي حمدي، أسس إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، مدخل نظري وتطبيقي، الجزء الأول، دارالمناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
39. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
40. مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
41. محفوظ جودة، منظمات الأعمال المفاهيم والوظائف، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2004.
42. محمد السعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008.
43. محمد الصالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية والتحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، مصر، 2005.
44. محمد الصيرفي، إدارة المال: تحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
45. محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر و التوزيع، الأردن، 2010.
46. محمد فريد الصحن و سعيد محمد المصري، إدارة الأعمال، الدار الجامعية، القاهرة، 1997.
47. محمد مطر، التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، دار وائل للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2000
- محمد مطر، إدارة الثببات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، عمان، 2006.
48. مدحت قريشي، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الصناعية، دار وائل، عمان، 2009.
49. مصطفى يوسف كافي، تقنيات دراسة الجدوى الاقتصادي، دار رسلان، دمشق، 2009.
50. مصطفى أحمد فريد، دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2009
51. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار أجندين للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2005.
52. مليكة زغيب، ميلود بوشنقى، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
53. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
54. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الخامسة، 2003.
55. منير شاکر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2005.
56. ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير: التحليل المالي، دار الحمدي العامة، الجزء الأول، الجزائر، 2001.
57. نبيل شاکر، إعداد دراسات الجدوى للمشروعات الجديدة، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1992.
58. نورى موسى شقيري وأسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، دار المسيرة، عمان، 2009.
59. نبال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

60. هيثم محمد الزغبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2000.

2. المجالات:

1. دادان عبد الوهاب، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث، عدد 2009/07-2010، جامعة ورقلة .
2. سليمان شلاش و آخرون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال - حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997 - 2001) -، المنارة، المجلد (14)، العدد (01)، 2008، ص58.
3. مفيدة بجاوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد03، أكتوبر2002، جامعة محمد خيضر بسكرة.

3. مواقع الإنترنت:

1. [www. Gestion canalblog.com](http://www.Gestion.canalblog.com)
2. www.manager-go.com
3. [www. Master-finance-orleans.org](http://www.Master-finance-orleans.org)

4. المراجع باللغة الفرنسية:

1. Agence universitaire de la francophonie, **Manuel de gestion**, volume 2, Ellipse, AUF Paris, 1999.
2. Alain copiez, **Elément de gestion financière**, Masson, 4ed, Paris, 1994.
3. Albert Corthay, Mapapa Mbangla **Fondements de gestion financière : manuel et applications**, éditions de l'université de liège, Paris, 2008.
4. C Hénot, F Hemici, **Contrôle de gestion**, édition Bréal, Paris, 2007.
5. Emmanuel Djuatio, **Management des projets d'évaluation, analyse, choix et**
6. **planification**, édition L'Harmattan , Paris, 2004.
7. Faouzi Rassi, **Gestion financière à long terme, Investissements et financement**, presses de l'université du Québec , Québec, 2007.
8. Franck Bancel et A. Richad, (2002) , **Les choix d'investissements**, édition economica , paris, 2002.

9. G Abraham et G Caire, **Dictionnaire d'économie**, 2^{ème} édition, Dalloz, paris, 2002.
10. Georges Depallens, Jean- Pierre jobard, **Gestion financière**, Sery10 édition, paris, 1990.
11. Jack Forget, **Financement et rentabilité des investissements**, édition d'organisation , Paris, 2005.
12. Jacques Margerin , Gérard Ausset **Investissement et financement** , édition courcoux , Paris, 1990.
13. Jean-Francois Gervais, **Les clés du leasing**, édition d'organisation, Paris, 2004.
14. Jean Longate, Jacque Muller, **Economie d'entreprises**, Dunod, Paris, 2004.
15. Josette peyrand, **Analyse financière**, librairie v wibert, 8ed, Paris, 1999.
16. Michel Gervais, **Contrôle de gestion**, ed Economica, 7ed, Paris, 2000.
17. Nathalie MOURGUES, *Le choix des investissements de l'entreprise*, éd. Economica , Paris, 1994.
18. N Robert Guedj, **Finance d'entreprise**, édition d'organisation, Paris, 2000.
19. N Popiolek, **Guide du choix d'investissement**, édition Organisation, paris, 2006.
20. Olivier Meye Fank, **Evaluation de la rentabilité des projets d'investissements**, édition L'Haramattan, paris, 2007.
21. Patrice Vizzavona, **Gestion financière**, éditions Berti, Alger, 1999.
22. Pierre Cababne, **L'essentiel de la finance à l'usage des managers**, édition organisation, Paris, 2004.
23. Pierre Conso, **La Gestion financière de l'entreprise**, Dunod, Paris, 2000.
24. Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, Edition Dalloz, Paris, 2013.
25. René Derome, **Economique de l'ingénieur**, école polytechnique de Montréal, Montréal, 2007.