



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

مطبوعة موجهة لطلبة السنة الاولى ماستر مالية المؤسسة

التحليل المالي المعمق

من إعداد:
د. علي العبسي

الموسم الجامعي: 2023-2024

نشأ التحليل المالي في نهاية القرن 19 إذ استعملت البنوك و المؤسسات المصرفية النسب المالية التي تبين مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها استنادا إلى كشوفها المحاسبية، إضافة إلى ذلك فإن الأزمة الاقتصادية التاريخية الممتدة من الفترة بين 1929 – 1933 كان لها أثر معتبر في تطوير تقنيات التسيير والتحليل المالي، ففي سنة 1933 أسست في الولايات المتحدة الأمريكية لجنة للأمن والصرف، ساهمت في نشر التقديرات والإحصائيات المتعلقة بالنسب المالية لكل قطاع اقتصادي.

وقد كان لفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية دور هام في تطوير تقنيات التحليل المالي في فرنسا، حيث أظهر المصرفيون والمقرضون الهامون اهتمامهم بتحديد خطر استعمال أموالهم بصفة دقيقة، ومع تطور المؤسسات ووسائل التمويل في الستينات انصب الاهتمام على نوعية المؤسسة، عليه تكونت في فرنسا سنة 1967 لجنة عمليات البورصة التي من أهدافها تأمين الاختيار الجيد و تأمين العمليات المالية التي تنشرها الشركات المحتاجة إلى مساهمة الادخار العمومي.

كما أن تزايد حجم العمليات وتحسن نوعيتها ساهم بشكل كبير في خلق نظرة جديدة للتحليل المالي حيث تحول من تحليل ساكن (لفترة معينة أو سنة) إلى تحليل ديناميكي (دراسة الحالة المالية للمؤسسة لعدة سنوات متعاقبة أفلها 3 سنوات، والمقارنة بين نتائجها واستنتاج تطوير سير المؤسسة المالية)، وأدى تعميم التحليل المالي في المؤسسات إلى تطور نشاطاتها وتحقيقها إلى قفزات جد مهمة في الإنتاج والإنتاجية.

يعتبر التحليل المالي تشخيصا لحالة أو لوظيفة مالية في المؤسسة خلال دورة إنتاجية معينة أو خلال عدة دورات، وهذا لمن لهم علاقة بالمؤسسة كرجال الأعمال، بنوك، مستثمرين بهدف إظهار كل التغيرات التي تطرأ على الحالة المالية، وبالتالي الحكم على السياسة المالية المتبعة واتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة.

لذلك إرتقينا إلى تقسيم هذه المحاضرات إلى أربع محاور أساسية، سنتطرق في المحور الأول إلى مدخل للتحليل المالي، والمحور الثاني إلى التحليل المالي الساكن، أما في المحور الثالث إلى التحليل المالي المتحرك، وفي المحور الرابع فسنتعرض فيه إلى آليات اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية.

الموضوع I: مدخل للتحليل المالي

1. التحليل المالي والبيئة المالية

يعتبر التحليل المالي من أكثر مجالات علوم التسيير تطوراً، حيث يؤدي الدور المنسق بين مجموع مجالات التسيير الأخرى، فما من وظيفة أو مصلحة أو مديرية داخل المؤسسة إلا وتستعين بتقنيات التسيير المالي لتنفيذ قراراتها وتطبيق خططها وتحقيق أهدافها.

1.1. تعريف التحليل المالي

يعرف التحليل المالي على أنه ذلك المجال من علوم التسيير الذي يهتم بالجوانب المالية داخل المؤسسة ويسعى إلى تحقيق وتطبيق مختلف الأهداف والمخططات المالية، حي يستخدم في تحقيق ذلك مجموعة من الأدوات والطرق والأساليب والتقنيات التي تساعد المؤسسة ومختلف التنظيمات على الاندماج مع مكونات المحيط المالي.

2.1. البيئة المالية للتحليل المالي

تخطط بالمؤسسة العديد من العناصر والمؤثرات المالية، حيث تؤدي هذه العناصر أدوار هامة في حياة المؤسسة، فقد تكون السبب في نموها وتطورها كما قد تكون عامل تدهورها واختفائها، وتعرف هذه المكونات بعناصر البيئة المالية للمؤسسة ويمكن حصرها في مس مكونات أساسية هي:

1.2.1. وسائل السداد والتعاملات المالية: يفرض المحيط على المؤسسة طرق محددة للتعاملات المالية بين

مختلف الوسطاء تتمثل في وسائل الدفع والإئتمان بواسطة الوثائق الرسمية التي تثبت الحقوق المالية بين الطرفين، ومنها الأسهم والسندات وأذونات الخزينة، حيث تساعد المؤسسة على إجراء العمليات المالية كالحيازة والتنازل والإستدانة والتسديد إلخ.

2.2.1. سوق المال: يقوم سوق المال بدور هام في الحياة المالية للمؤسسة، حيث يعتبر مصدر أساسي للرفع في رأس المال ومعيار هام تتحدد من خلاله القيمة السوقية لأصولها المالية، كما يعتبر مصدر هام للمعلومات والمؤشرات المتعلقة بالحيط الذي تنشط فيه المؤسسة.

3.2.1. الأطر القانونية والتنظيمية: وتتمثل هذه الأطر في مختلف القواعد والإجراءات التي تضبط التعاملات المالية للمؤسسة مع مختلف الأطراف ومنها الإجراءات المنظمة لإنشاء المؤسسات وتصفياتها، والقواعد المنظمة للإئتمان والقوانين المتعلقة بجباية المؤسسة.

4.2.1. المؤشرات المالية العامة: وتعتبر هذه المؤشرات متغيرات لها تأثير كبير على المحيط الداخلي والخارجي للمؤسسة، وتتميز هذه المتغيرات بدرجة عالية من المرونة والتغير، ومن بين هذه المؤشرات أسعار الفائدة والصرف، معدلات الإقتطاعات المالية والإجتماعية إلخ.

5.2.1. المؤسسات البنكية: إلى جانب دور سوق المال في تدعيم رأس مال المؤسسة، يحتوي المحيط المالي على عناصر أخرى ذات طبيعة تمويلية وتمثل في مؤسسات القطاع البنكي حيث تعمل هذه المؤسسات على تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة عن طرق القروض.

3.1. المهام الأساسية للتحليل المالي

تتمثل المهام الأساسية للتحليل المالي في ما يلي:

1.3.1. تعظيم قيمة المؤسسة: وذلك بتعظيم قيمة أسهمها في سوق المال، وبالتالي إقبال المساهمين على شرائها.

2.3.1. المحافظة على مستوى الأداء المالي: ويتحقق ذلك عن طريق تعظيم النتائج من خلال تدنية التكاليف وتعظيم الإيرادات ومنه تحسين المردودية بصفة مستمرة، إلا أن هناك عدة قيود تتحكم في الفعالية والأداء حيث ينبغي على المؤسسة التعامل معها لتحقيق أهدافها، وتتمثل هذه القيود في قوى كل من موردي

الموارد المالية والمادية والذين يطالبون المؤسسة بتسديد المقابل المالي لتوريداتهم، وقوى الزبائن الذين يقبلون بمستوى معين من الأسعار والجودة والنوعية ومختلف الخدمات.

3.3.1. التحكم في المخاطر المالية: يعد مواجهة المخاطر المالية من أهم أهداف التسيير المالي، وهي مخاطر

متنوعة منها ما يتعلق بتمويل أصول المؤسسة ومنها ما يتعلق بالشروع في نشاطات ومشاريع مستقبلية، وهناك مخاطر متعلقة بالإستغلال، ومخاطر الإفلاس والعسر المالي، أما المخاطر المرتبطة بالبيئة فهي ناتجة عن عوامل عدم التأكد وحالة اللاستقرار وهي مخاطر الإضطراب في أسعار الصرف ومعدلات الفائدة.

4.3.1. تحقيق التوازن المالي: وذلك بتسيير التدفقات المالية بما يحقق الفائض في الخزينة، وذلك مؤشرة لقدرة

المؤسسة على تمويل إحتياجاتها دون عجز في التمويل.

4.1. مراحل التحليل المالي

من أجل تحقيق أهداف التحليل المالي وممارسة المهام المذكورة يمر التحليل المالي بثلاث مراحل أساسية يتولاها

المسيرين الماليين داخل المؤسسة هي:

1.4.1. التشخيص المالي: وذلك باستخدام أدوات التحليل المالي للوضعية المالية للمؤسسة من أجل التعرف

على مواقع القوة والضعف ذات الطبيعة المالية، وذلك بغية تحضير الحلول المناسبة لتجاوز نقاط الضعف والمحافظة على نقاط القوة.

2.4.1. اتخاذ القرارات المالية: بعد التشخيص المالي تأتي مرحلة اتخاذ القرارات المالية وتطبيقها، وتشمل

قرارات المشاريع الإستثمارية ومصادر تمويلها، قرارات قصيرة الأجل تتضمن تمويل دورة الإستغلال وتسيير الخزينة وقرارات مالية مرتبطة بتسيير المخاطر المالية.

3.4.1. المراقبة المالية: بعد اتخاذ القرارات المالية وتطبيقها تأتي مرحلة المراقبة المالية من خلال مقارنة النتائج

الحققة مع الأهداف المسطرة بعد مرحلة التشخيص، وذلك من أجل تحديد الإنحرافات في التطبيق ووضع الإجراءات التصحيحية بواسطة قرارات مالية جديدة، وتعرف هذه الحالة بالتغذية العكسية أو قياس الأداء المالي.

2. التشخيص المالي والإستراتيجي للمؤسسة

1.2. التشخيص المالي للمؤسسة

1.1.2. تعريف التشخيص المالي: يعرف التشخيص المالي على أنه عملية تحليل الوضع المالي للمؤسسة

باستخدام أدوات وتقنيات التحليل المالي بهدف استخراج نقاط القوة ونقاط الضعف ذات الطبيعة المالية.

ويعتمد التشخيص المالي على المعطيات المالية التي تقدمها كل من المحاسبة المالية والمحاسبة التحليلية بصفتهم

مصدر المعلومات الرئيسي للمحلل المالي، كما تحتاج عملية التشخيص معطيات أخرى حول المحيط المالي

للمؤسسة يوفرها نظام المعلومات المالي للمؤسسة تتعلق بالبنوك والزبائن والموردين والمنافسين وحالة الإقتصاد ككل.

2.1.2. مراحل تطور التشخيص المالي: مر التشخيص المالي بمراحل تطورت خلالها الأهداف وأدوات التحليل

كما يلي:

أ/ التشخيص كأداة لاتخاذ قرارات الإقراض: ففي بادئ الأمر كان التحليل المالي أداة حصرية في يد البنوك

تساعد على اتخاذ القرارات المتعلقة بمنح القروض من عدمها.

ب/ التشخيص كأداة لتشخيص العسر والإفلاس المالي: تم ذلك أثناء أزمة الكساد العالمي، حيث استخدم

التحليل المالي من طرف المؤسسات والبنوك لتصنيف المؤسسات حسب درجة قربها أو بعدها من مخطر الإفلاس.

ج/ التشخيص كأداة لتحقيق التوازن المالي: مع توجه الإقتصاد العالمي نحو النمو المتسارع، استخدم التحليل

المالي من طرف كافة المتعاملين الإقتصاديين كأداة لتحقيق التوازن المالي عن طريق تشخيص كل ما من شأنه أن

يضر أو يساعد على تحقيق ذلك، ومن ثم تصحيح الوضع أو تحسينه.

د/ التشخيص كأحد مراحل التسيير المالي: وحاليا أصبح التشخيص المالي جزء أساسي من العملية التسييرية

ومرحلة سابقة لعملية اتخاذ القرارات المالية، وتعددت مهامه وأهدافه واتسع مجاله ليشمل تشخيص المخاطر المالية،

تحليل المردودية والربحية، تحليل التوظيفات المالية، تحليل قيمة المؤسسة وأدائها في سوق المال.

3.1.2. طرق التشخيص المالي: هناك ثلاث أنواع رئيسية للتشخيص المالي نبينها كما يلي:

أ/ التشخيص التطوري: ويرتكز على تحليل الوضعية المالية للمؤسسة عبر الزمن، والحكم عليها بمقارنة نتائج التحليل الحالية بدورات مالية سابقة واستخدمها في تقديرات الدورات اللاحقة. (تطور النشاط، تطور أصول المؤسسة، تطور هيكل دورة الإستغلال، تطور الهيكل المالي وتطور المردودية).

ب/ التشخيص المقارن: ويرتكز على تحليل الوضعية المالية للمؤسسة والحكم عليها مقارنة بالوضع المالي للمؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع أو النشاط.

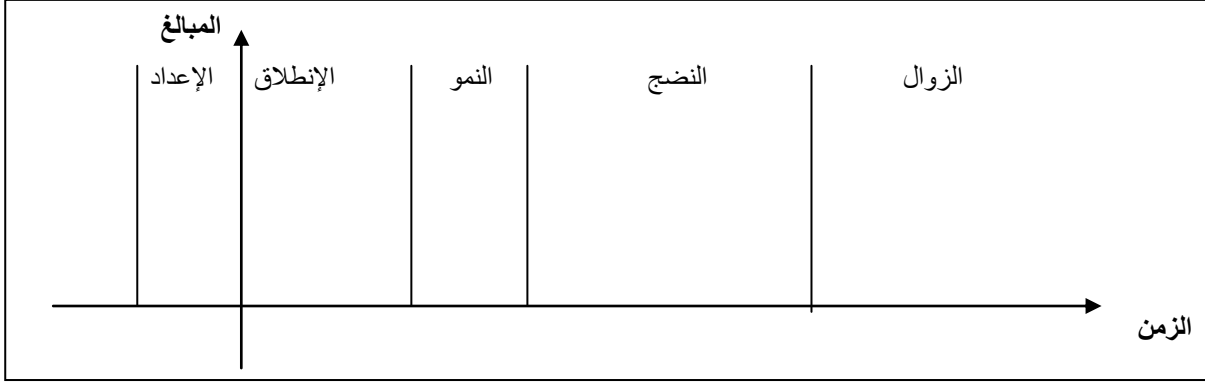
ج/ التشخيص المعياري: ويعتبر امتدادا للتشخيص المقارن إلا أنه يستند في الحكم على الوضعية المالية للمؤسسة على معدلات معيارية يتم اختيارها بناء على دراسة شاملة ومستمرة لقطاع معين من طرف مؤسسات ومكاتب دراسات مختصة، كحساب معدل الهيكل المالي (الديون/الأموال الخاصة)، ونسبة رقم الأعمال إلى المتر المربع بالنسبة لكبريات الأسواق والمعرض... إلخ.

2.2. التشخيص الإستراتيجي

يعمل التشخيص الإستراتيجي على تحديد موقع المؤسسة المالي والإستراتيجي على المدى الطويل، حيث يعمل على تحليل مختلف الوضعيات المالية التي تتواجد فيها المؤسسة حسب الموقع الذي تحتله في مختلف تقنيات التحليل، ومنها دورة حياة المؤسسة ومصفوفة المجموعة الإستشارية لبوستن.

1.2.2. دورة حياة المؤسسة وأبعادها المالية: تمر المؤسسة منذ نشأتها بعدة مراحل مختلفة، حيث تواجه في كل مرحلة إحتياجات مالية خاصة، تفرضها الوضعية المالية وقيود المحيط المالي والتجاري، والشكل التالي يبين الظروف المالية التي تحيط بكل مرحلة:

مراحل حياة المؤسسة

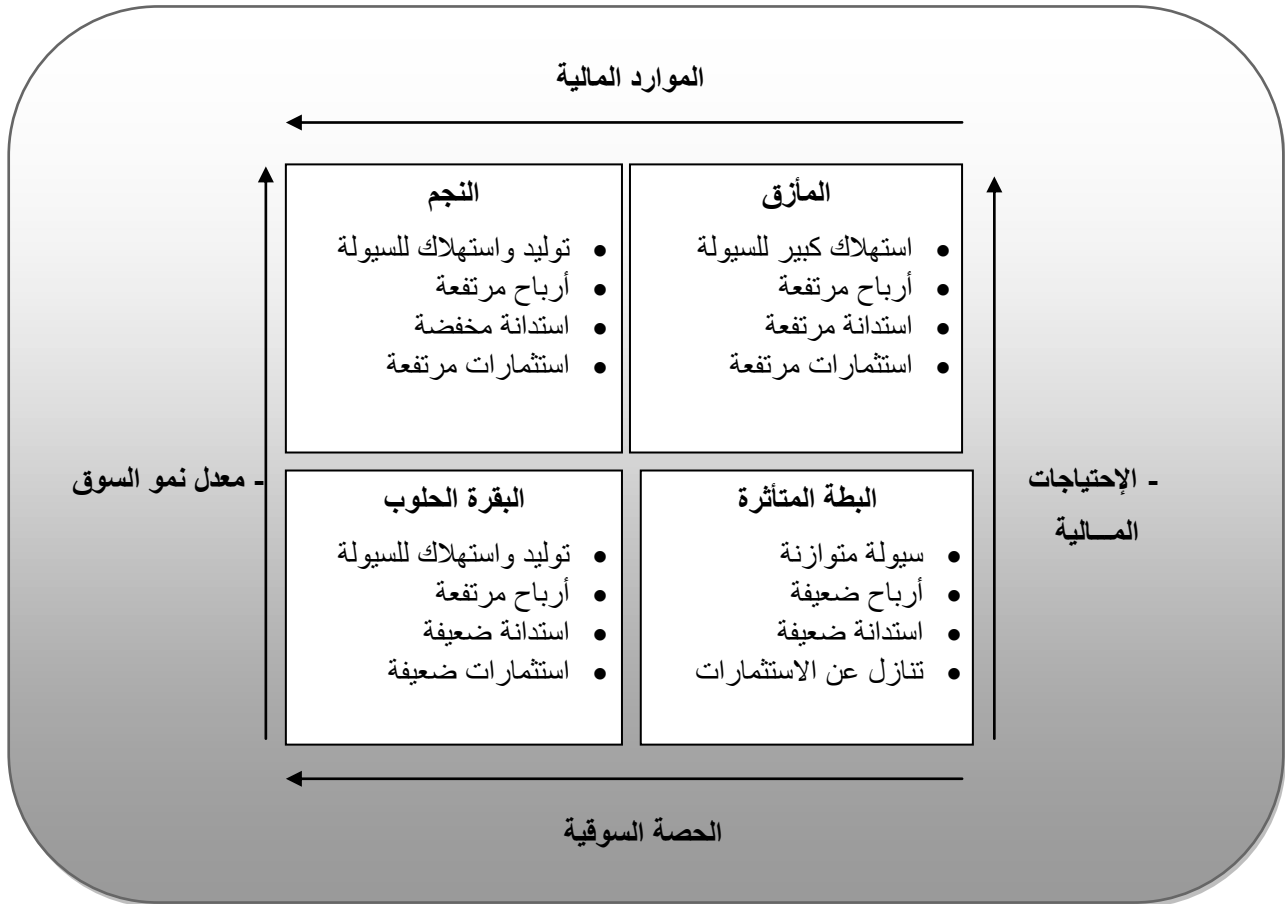


- **مرحلة الإعداد والتصميم:** وهي المرحلة التأسيسية للمؤسسة تتم فيها كل عمليات الإنشاء وتظهر فيها مصاريف الإعداد على مستوى المؤسسة ذاتها أو على مستوى المنتج المراد إنتاجه من بحث وتطوير وتصميم وابتكار مختلف المواصفات، وتشكل هذه المصاريف جزء كبير من الموازنة العامة للمنتج خاصة في القطاعات التي تعرف تكنولوجيا متطورة.
- **مرحلة الإنطلاق:** في هذه المرحلة تعرف المؤسسة ارتفاع في التكاليف وانخفاض في المردودية وعجز في الخزينة بسبب ترافق ذلك مع تزايد الإنفاق وتنامي الإحتياجات.
- **مرحلة النمو:** في هذه المرحلة تشهد المؤسسة نمو متسارع في حجم الإنتاج والمبيعات، وتحسن في النتائج والمردودية بسبب امتصاص التكاليف الثابتة الناتج عن وفورات الحجم، كما تزايد إحتياجات تمويل الإستثمارات وتنامي قدرة المؤسسة على مواجهة هذه الإحتياجات بفعل القدرة المالية على التمويل الذاتي.
- **مرحلة النضج:** تتميز هذه المرحلة باستقرار في المبيعات مع مستوى قياسي في رقم لأعمال، وتصل الأرباح إلى أقصى مستوياتها وتنخفض الإحتياجات المالية، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق فوائض مالية معتبر فتتجه المؤسسة نحو التنوع في الأنشطة والمنتجات وفي التوظيفات المالية.
- **مرحلة الزوال:** وتعتبر هذه المرحلة بداية النهاية لحياة المنتج وآخر حلقة في حياة المؤسسة بنشاطها الحالي، حيث تنتهي بعمليات واسعة للتنازل عن الإستثمارات والإنسحاب التدريجي من السوق.

2.2.2. مصفوفة المجموعة الإستشارية لبوستن (BCG)

جاءت هذه المصفوفة نتيجة لدراسات مكتب المجموعة الإستشارية لبوستن، حيث ارتكز هذا المكتب في بنائه للمصفوفة على دراسة حافظة النشاطات من خلال تقييم الوضعية الإستراتيجية والمالية للمؤسسة اعتماداً على معياري حصة السوق التي تستحوذ عليها المؤسسة ومعدل نمو السوق، ويمزج هذين المعيارين لتكون مصفوفة تنحز إلى أربع وضعيات أساسية تسمح بمعرفة موقع المؤسسة الإستراتيجي والمالي، ومن ثم يمكن اتخاذ التدابير والقرارات الهادفة إلى توجيه المؤسسة نحو الموقع الأفضل ومنه البقاء.

مصفوفة BCG والوضعية المالية للمؤسسة



يظهر تقاطع المحور الأفقي حصة المؤسسة في السوق والمحور العمودي معدل نمو السوق أربع وضعيات (النجم،

المأزق، البقرة الحلوب، البطة المتأثرة)، تسمح بتقييم الوضعية المالية للمؤسسة نستعرضها في النقاط التالية:

• **وضعية النجم:** تعتبر هذه الوضعية هي المثلى للمؤسسة، إذ تعرف السوق معدل نمو مرتفع والمؤسسة تتمتع بوضعية تنافسية قوية لاستحواذها على حصة السوق الأكبر مقارنة بالمنافسين الحاليين، وينتج عن هذا ارتفاع كبير في مستوى النشاط والمجهودات الاستثمارية مما يجعل المؤسسة تحقق أرباح مرتفعة تمكن من تمويل احتياجاتها الضرورية اعتماداً على التمويل الذاتي وبالتالي ينخفض اللجوء إلى الإئتمانه، وتشهد المؤسسة حالة توازن في الخزينة بسبب توليد السيولة واستهلاكها في نفس الوقت، والإلتجاه الأساسي للمديرين في هذه المرحلة هو التحكم الجيد في النمو.

• **وضعية البقرة الحلوب:** وتتميز الوضعية المالية للمؤسسة في هذا الموقع بإيرادات مرتفعة مقابل مستوى منخفض في مختلف التكاليف والمجهودات الاستثمارية وبالتالي انخفاض الاحتياجات المالية ويرجع ذلك إلى استقرار السوق وارتفاع الحصة السوقية لمنتجات المؤسسة، وترتكز إهتمامات المديرين في هذه الوضعية على إيجاد توظيفات مالية للسيولة الفائضة والبحث عن تنويع لنشاطات المؤسسة.

• **وضعية المأزق:** في هذه الوضعية تواجه المؤسسة مشكل تدني الحصة السوقية وتنامي الاحتياجات المالية من جهة وارتفاع معدل نمو السوق من جهة أخرى، هذا الوضع يؤدي إلى استهلاك كم كبير من السيولة المالية تحصل عليه عن طريق الإئتمانه، إذن فالمؤسسة في مأزق يتطلب ضرورة اتخاذ القرارات التسويقية والإستراتيجية المناسبة بهدف رفع الطلب على المنتجات للخروج من هذه الوضعية.

• **وضعية البطة المتأثرة (الأوزان الميتة):** في هذه الوضعية تعيش المؤسسة حالة سيئة إذ لا توجد أي بوادر أو آفاق للنمو والبقاء، بحيث تنشط المؤسسة في سوق مشبعة وحصة المؤسسة فيها متراجعة وهذا ما يجعل التدفقات المالية معدومة، ويتوجب على المؤسسة إيجاد البدائل الإستراتيجية من أجل إعادة توجيه النشاط نحو أسواق جديدة أو تصميم منتج جديد.

الموضوع II: التحليل المالي الساكن

1. التحليل المالي التقليدي (سيولة - استحقاق)

ظهر التحليل المالي التقليدي في بدايته كأداة تحليلية في يد البنكيين والوسطاء الماليين، حيث استخدم كأداة مساعدة على اتخاذ قرارات الإقراض وذلك بتحليل القوائم المالية باستخدام مجموعة من المؤشرات والنسب المالية، وعلى ضوءها يقوم البنك بعملية الإقراض أو الإمتناع عن ذلك.

1.1. الميزانية المالية: يعتمد هذا التحليل على مبدئي السيولة والإستحقاق ويرتكز على المفهوم الذمي للمؤسسة، حيث يعتبر المؤسسة كيان قانوني له حقوق وعلية إلتزامات لذا سمي بالتحليل المالية الذمي، وتعتبر الميزانية المالية عن عملية جرد لعناصر الأصول والخصوم، كما تعبر عن الآجال التي ترتب على أساسها هذه العناصر أي مبدأ سيولة - استحقاق، ويتم هذا الترتيب بناء على المبادئ التالية:

- تصنف الأصول حسب درجة السيولة تصاعديا من الأعلى نحو الأسفل؛
 - تصنف الخصوم حسب درجة استحقاقها المتزايدة من الأعلى نحو الأسفل؛
 - لتسهيل عملية الترتيب حسب المعيارين السابقين نعتمد على معيار السنة الواحدة.
- إلا أنه قد ترد بعض التحفظات على مبدأ سيولة - استحقاق: فحسب معيار السيولة نجد بعض التثبيتات سهلة البيع أي أكثر قابلية للتحويل إلى سيولة بينما نجد بعض عناصر المخزون أقل قابلية للتحويل إلى سيولة، وحسب مبدأ الإستحقاق قد نجد الإعتمادات البنكية الجارية أكثر استقرارا من العناصر الأخرى.

الميزانية المالية

الأصول	الخصوم
الأصول الثابتة - التثبيتات المادية والمعنوية - الأصول المالية الأكثر من سنة الأصول المتداولة - المخزونات - حقوق المؤسسة لدى الغير - الأصول المالية الأقل من سنة والمتاحات	الأموال الدائمة - الأموال الخاصة - الديون المتوسطة والطويلة - الإلتحقاقات المؤجلة لأكثر من سنة القروض قصيرة الأجل - المورد وملحقاته - الإلتتمادات البنكية الجارية

ملاحظة: تحسب جميع العناصر بقيم صافية وبقيمتها السوقية لا بقيمتها التاريخية، وتعالج القيمة الزائدة أو الناقصة في الأموال الخاصة.

2.1. المؤشرات المالية الأساسية

1.2.1. رأس المال العامل (Fonds de Roulement (FR): ويمثل الفرق (فائض/عجز) الناتج من تمويل

الإستخدامات الأكثر من سنة بموارد مستقرة لأكثر من سنة، كما ينتج عن تسديد القروض قصيرة الأجل في آجال إستحقاقها باستخدام الأصول المتداولة المتحولة إلى السيولة.

2.2.1. حساب رأس المال العامل: يمكن حساب رأس المال العامل تبعاً لمنظورين هما:

- منظور أعلى الميزانية: رأس المال العامل = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة.

- منظور أسفل الميزانية: رأس المال العامل = الأصول المتداولة - القروض قصيرة الأجل.

مثال: ليكن لدينا الميزانية المالية التالية:

الأصول	الخصوم
الأصول الثابتة : 2.164.000	الأموال الدائمة : 2.389.000
الأصول المتداولة: 3.261.000	القروض قصيرة الأجل: 3.036.000
المجموع: 5.125.000	المجموع: 5.125.000

وعليه يمكننا حساب رأس المال العامل حسب القاعدتين السابقتين كما يلي:

البيان	القيم ب.و.ن
الأموال الدائمة	2.389.000
- الأصول الثابتة	2.164.000
= رأس المال العامل	225.000
الأصول المتداولة	3.261.000
- القروض قصيرة الأجل	3.036.000
= رأس المال العامل	225.000

3.2.1. الدلالة المالية لرأس المال العامل: من خلال حساب مؤشر **FR** يمكن استخلاص 3 قواعد هي:

● **قاعدة التوازن المالي:** محتوى هذه القاعدة أنه يستوجب إبقاء الموارد المستخدمة في تمويل الأصول لمدة لا تقل

عن مدة بقاء الإستثمارات لتفادي الإضطرابات التي قد تحدث في عناصر الميزانية الأقل من سنة، ولتحقيق هذا

الهدف يجب أن يكون رأس المال العامل موجب أي : $FR > 0$

وفي هذا الصدد نتوجه إلى دراسة حالات رأس المال العامل تبعا لكل منظور:

● **قاعدة الإستدانة القصوى:** حسب التحليل الكلاسيكي تؤدي القروض قصير الأجل دورا تكميليا لحل

مشكلات ظرفية طارئة، في حين أن الديون المتوسطة والطويلة الأجل هي المعنية بقاعدة الإستدانة القصوى،

وتتحدد وفقا لحدين:

- **الحد الأول:** ألا يتعدى إجمالي هذه الديون إجمالي الأموال الخاصة، أي ألا تتعدى الديون المتوسطة والطويلة

الجل نصف ($1/2$) الأموال الخاصة.

- **الحد الثاني:** ألا يتعدى إجمالي الديون المتوسطة والطويلة الأجل قيمة ثلاث سنوات من التمويل الذاتي.

● **قاعدة التمويل الأقصى:** كل عملية استثمار يجب ألا يتعدى مستوى الإستدانة فيها نسبة معينة (50 -

70 %) من قيمة الإستثمار المعني.

3.1. أنواع رأس المال العامل: ويمكن تلخيصها فيما يلي:

✓ رأس المال العامل الإجمالي: هو مجموع عناصر الأصول التي يتكفل بها نشاط استغلال الشركة وهي مجموعة الأصول التي تدور في مدة سنة أو أقل، وتشمل مجموعة الأصول المتداولة وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{رأس مال عامل إجمالي} = \text{قيم الاستغلال} + \text{قيم قابلة للتحقيق} + \text{قيم جاهزة}$$

✓ رأس المال العامل الخاص: وهو المقدار الإضافي من الأموال الخاصة عن تمويل الأصول الثابتة ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{رأس مال عامل خاص} = \text{الأصول الخاصة} - \text{الأصول الثابتة}$$

✓ رأس المال العامل الأجنبي: وهو يمثل مجموع الديون التي بحوزة المؤسسة والتي تحصل عليها من الخارج لتمويل نشاطاتها ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الأجنبي} = \text{مجموع الديون}$$

حيث يمكننا تلخيص ذلك في الجدول التالي:

ملخص لتحليل وتقييم مؤشرات التوازن المالي

النسبة	الصياغة الرياضية	التحليل (الدلالة)
FR_L : رأس مال العامل من أعلى الميزانية	الأموال الدائمة - الأصول الثابتة	■ $FRL > 0$: في هذه الحالة المؤسسة حققت توازن مالي ويمكنها استعمال هذا الفائض في تمويل الأصول المتداولة. ■ $FRL < 0$: في هذه الحالة المؤسسة غير متوازنة ماليا أي حققت عجز وبالتالي لا يمكنها تغطية الأصول الثابتة بالأموال الدائمة. ■ $FRL = 0$: وهي الحالة المثلى والنادرة حيث تدل على مدى توازن المؤسسة ماليا وكذا نجاعة السياسة المالية المطبقة فيها.
FR_L : رأس مال العامل من أسفل الميزانية	الأصول المتداولة - الديون قصيرة الأجل	
رأس مال عامل إجمالي	قيم الاستغلال + قيم قابلة للتحقيق + قيم جاهزة	■ وهو مجموع عناصر الأصول التي يتكفل بها نشاط استغلال الشركة وهي مجموعة الأصول التي تدور في مدة سنة أو أقل
رأس مال عامل خاص	الأصول الخاصة - الأصول الثابتة	■ وهو المقدار الإضافي من الأموال الخاصة عن تمويل الأصول الثابتة
رأس المال العامل الأجنبي	مجموع الديون	■ وهو يمثل مجموع الديون التي بحوزة المؤسسة والتي تحصل عليها من الخارج لتمويل نشاطاتها

4.1. الإنتقادات الموجهة للتحليل المالي التقليدي

أحيط هذا التحليل بالكثير من الإنتقادات والتحفظات خصوصا مع التطور السريع للمحيط المالي والإقتصادي نذكر منها:

- أن هذا التحليل لا يعطي تصور واضح حول المستوى الأمثل لرأس المال العامل؛
- هذا التحليل لا يبين العلاقة بين رأس المال العامل والخزينة بالرغم من أنه يفترض في الخزينة حالة توفر رأس المال العامل أنها ستكون موجبة؛
- كما أن اعتماد التحليل الكلاسيكي على مبدأ سيولة - استحقاق يحاط بكثير من الإستثناءات التي لا تدعم هذين المعيارين.

تمرينات حول التحليل المالي الكلاسيكي مع الحلول :

➤ التمرين الأول :

لدينا مستخرج القوائم المالية لشركة الالبان ومشتقاته **sarl laitrait souf** لسنة 2017 كمايلي :

الاصول	المبالغ الصافية	الخصوم	المبالغ الصافية
التبittات المعنوية	1000.000	رأس مال إجتماعي	4.500.000
التبittات المادية	3.500.000	إحتياطات	450.000
التبittات المالية	1.500.000	مرحل من جديد	1.750.000
		النتيجة المالية الاجمالية	500.000
		قروض مالية	1.000.000
المجموع الاصول غ ج	6.000.000	مجموع الخصوم غ ج	8.200.000
مخزونات	900.000	موردوا-التبittات	560.000
الزبائن	1.660.000	موردوا -المخزونات	750.000
أوراق مستحقة على الزبائن	540.000	مستحقات الضمان الاجتماعي	150.000
البنك	700.000	حسابات جارية لشركاء	350.000
الصندوق	250.000	تسبittات بنكية	40.000
مجموع الاصول الجارية	4.050.000	مجموع الخصوم الجارية	1.850.000
إجمالي الميزانية	10.050.000	إجمالي الميزانية	10.050.000

• معلومات إضافية حول تسوية حسابات السنة المالية المغلقة 2017 :

- بالنسبة للتبittات المادية قيمت من طرف الخبير بقيمة إضافية 500.000 دج ،علما أن من بين هاته التبittات شاحنة قيمتها الاصلية 120.000 دج تهتلك بطريقة الاهتلاك الخطي بمعدل 20% توقفت عن الاستغلال في هذه الدورة لمدة 6 أشهر لضرر تقني تاريخ الحيازة 2015/01/01 .
- التبittات المالية تتمثل في 4000 سهم قيمة السهم في سوق البورصة 425 دج/سهم.
- 30% من المخزونات يتم الاحتفاظ بها الى السنة الموالية أما الباقي قيم بـ 650.000 دج
- توزع النتيجة بعد طرح الضريبة علما ان معدل الضريبة 19% .
- القروض المالية منها 100.000 دج تمثل قسط استهلاك القرض لهذه السنة يسدد في بداية السنة الموالية.

المطلوب :

1- إعداد الميزانية المالية المفصلة والمختصرة لسنة 2017

2- أحسب نسب الهيكل المالي التالية :

- نسبة التمويل الدائم ، نسبة السيولة العامة ، نسبة السيولة المختصرة ، نسبة السيولة الفورية ،نسبة الاستقلالية المالية ، رأس المال العامل لسيولة .

3- في ضل دراسة هذه النسب قدم تقرير حول وضعية الشركة مع وضع حلول مقترح ان امكن.

4- هل الشركة تتمتع بإستقلالية مالية مع التعليل وهل الشركة متوازنة ماليا ولماذا ؟

➤ التمرين الثاني :

اليك فيما يلي ميزانية احدى الشركات الصناعية لانتاج الزرابي الخيطية TAPIE DORE لسنة 2017.

الاصول	المبالغ الصافية	الخصوم	المبالغ الصافية
التشittات المعنوية	120.000	رأس مال إجتماعي	4.933.460
التشittات المادية		إحتياطات	240.000
- أراضي	2.500.000	النتيجة المالية الاجمالية	؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟
- بناءات	1.600.000	مؤونة الضرائب	566.000
- معدات وادوات صناعية	980.000	قروض مالية	380.000
التشittات المالية	830.000		
المجموع الاصول غ ج	6.030.000	مجموع الخصوم غ ج	
مخزونات	550.000	موردوا - المخزونات	465.000
الزبائن	320.000	مستحقات الضمان	65.000
أوراق مستحقة على الزبائن	180.000	الاجتماعي	52.000
البنك	236.000	ضرائب مستحقة	
الصندوق	؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟		
مجموع الاصول الجارية		مجموع الخصوم الجارية	582.000
إجمالي الميزانية		إجمالي الميزانية	

✓ المعلومات الاضافية الخاصة بالدورة :

- القيمة الحقيقية للتشittات المعنوية و المادية :

تشittات معنوية جديدة	تشittات معنوية قديمة	الاراضي	البناءات	معدات وأدوات صناعية
95.000	105.000	2.550.000	1.500.000	630.000

- القيمة الحقيقية للمخزونات تقدر ب: 480.000 دج ، اما مخزون العمل فهو يمثل 30%.

- كل مؤونات الخصوم ينتظر الفصل فيها خلال سنة 2018.

- القروض البنكية تسدد على دفعات سنوية متتالية ،علما ان قسط أستهلاك القرض لهذه السنة قدر ب: 32.500 دج.

- باقي الديون تعتبر قصيرة الاجل .

- إذا علمت ان معدل الضرائب على ارباح الشركات هو 19% ، 10% من النتيجة الصافية يدرج ضمن الاحتياطات والباقي يوزع على الشركاء ، وان نسبة التمويل الخاص تقدر ب : 0.8.

✓ المطلوب :

1- إعداد الميزانية المالية المفصلة والمختصر ؟ .

2- أحسب النسب التالية مع تقديم تقرير مختصر على وضعية الشركة :

نسبة التمويل الدائم ، نسبة السيولة العامة ، نسبة الخزينة الفورية ، نسبة المردودية الاقتصادية ، رأس المال العامل لسيولة؟

3- هل يمكن القول أن الشركة تأول الى الفشل المالي وفقا لنموذج القياسي لـ : Altman ؟.

التمرين الثالث: لديك الميزانية التالية بتاريخ 2016/12/31 الخاصة بالمؤسسة "ANK":

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الاصول
250000	الاموال الخاصة	205000	تثبيتات معنوية
93000	نتيجة الدورة الإجمالية	90000	تثبيتات عينية
30000	الاحتياطات	90000	السندات المالية
40000	ديون طويلة الاجل	15000	مخزونات
62000	ديون قصيرة الاجل	20000	اوراق القبض
		40000	البنك
		15000	الصندوق
475000	المجموع	475000	المجموع

معلومات اضافية: توزع النتيجة كما يلي: 50% للاحتياطات والباقي يوزع على الشركاء خلال الأشهر الثلاثة

القادمة، معدل الضريبة على الأرباح 25%.

القيم السوقية لبعض عناصر الأصول كانت كما يلي:

المخزونات	السندات المالية	التشittات العينية	التشittات المعنوية
12000	101000	75000	215000

المطلوب:

1- أنجز الميزانية المالية المفصلة والمختصرة؟

2- أحسب الذمة المالية لهذه المؤسسة ورأس المال العامل سيولة بطريقتين مع التعليق على النتائج؟

التمرين الرابع: باعتبارك محللاً مالياً قدم لك الميزانية التالية:

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
استثمارات معنوية	30.000	رأس المال الخاص	120.000
استثمارات مادية	120.000	الاحتياطات	60.000
استثمارات مالية	100.000	فرق إعادة التقييم	50.000
مخزونات	60.000	نتيجة الدورة	40.000
زبائن	80.000	قروض ط و م الأجل	90.000
أوراق قبض	40.000	المورد وملحقاته	70.000
نقديات	40.000	اعتمادات مصرفية جارية	40.000
المجموع	470.000	المجموع	470.000

المطلوب:

1- أحسب رأس المال العامل سيولة FR_L من أدنى الميزانية، بعد إعادة تكوين الميزانية المالية المختصرة؟

3- ما هو تفسيرك لحالة FR_L ؟

التمرين الخامس: لدينا عناصر ميزانية مؤسسة اقتصادية بتاريخ 2016/12/31 كما يلي:

أراضي: 450.000 دج، مباني: 1.050.000 دج، المخزونات: 2.500.000 دج، الأموال الخاصة: 2.180.000 دج، الاحتياطات: 300.000 دج، د ط الأجل: 600.000 دج، دم الأجل: 400.000 دج، الموردون: 220.000 دج، النتيجة الإجمالية: 100.000 دج، الاعتمادات البنكية: 200.000 دج

المطلوب: إذا علمت أن معدل الضريبة على الأرباح هو: 25%

- 1- أنجز الميزانية المالية ثم أحسب الذمة المالية للمؤسسة؟
- 2- أحسب رأس المال العامل سيولة FR_L من أعلى وأدنى الميزانية ؟
- 3- ما هو تفسيرك لحالة FR_L ؟

التمرين السادس: لتكن لدينا الميزانية المالية المختصرة التالية:

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
الأصول الثابتة AF	2.164.000	الأموال الدائمة CP	2.389.000
الأصول المتداولة AC	3.261.000	القروض القصيرة الأجل CCT	3.036.000
المجموع	5.425.000	المجموع	5.425.000

المطلوب:

- 1- أحسب رأس المال العامل سيولة FR_L من أعلى وأدنى الميزانية ؟
- 2- ما هو تفسيرك لحالة FR_L من المنظورين؟
- 4- بين حركات التمويل لـ FR_L ؟

التمرين السابع: اعتمادا على المعطيات المالية المتمثلة في ميزانية مؤسسة اقتصادية لثلاث سنوات وهي موضحة

في الجدول التالي:

2014	2013	2012	الخصوم	2014	2013	2012	الأصول
451.540	359.320	270.690	الأموال الخاصة	790.515	640.950	428.710	الإستثمارات
38.982	26.915	12.340	الاحتياطات	228.644	170.702	103.195	المخزونات
331.765	285.549	180.944	قروض ط و م	182.320	145.630	95.928	الزبائن
183.163	148.935	107.892	الأجل	51.802	65.747	78.425	البنك
262.741	217.977	156.731	الموردون	14.910	15.667	22.339	الصندوق
			تسبيقات بنكية				
1.268.191	1.038.696	728.597	المجموع	1.268.191	1.038.696	728.597	المجموع

المطلوب:

- 1- إعداد الميزانية المالية المختصرة ؟
- 2- أحسب رأس المال العامل سيولة FR_L من أعلى وأدنى الميزانية لكل سنة ؟
- 3- ما هو شرط التوازن؟ وبين حالته لكل سنة؟
- 4- أحسب نسبة الإستقلالية المالية؟ هل نقل قاعدة التوازن المالي محققة لكل سنة؟
- 5- بين حركات التمويل لـ FR_L لكل سنة ؟ وما هو تفسيرك لحالة FR_L من المنظورين؟

التمرين الثامن: الميزانية المحاسبية التالية مستخرجة من دفاتر إحدى المؤسسات الصناعية بتاريخ:

2015/12/31

الاصول	المبالغ الاجمالية	الاهتلاكات و خ ق وم	المبالغ الصافية	الخصوم	المبالغ
تثبيات معنوية	20000	8000	12000	رأس المال	200000
تجهيزات الانتاج	180000	75000	105000	الاحتياطات	25000
سندات المساهمة	30000	4000	26000	نتيجة السنة المالية	30000
مواد ولوازم	60000	12000	48000	مؤونات الخسائر والأعباء	30000
انتاج تام	90000	10000	80000	قروض بنكية	40000
مدينون آخرون	15000	--	15000	الموردون	35000
العملاء	24000	--	24000		
البنك	32000	--	32000		
الصندوق	18000	--	18000		
المجموع	469000	109000	360000	المجموع	360000

بعد دراسة الميزانية المحاسبية تبين أن:

- المؤسسة قد تمكنت من انشاء قيم معنوية = 100000 دج.
- القيمة الحقيقية لتجهيزات الانتاج = 120000 دج.
- المخزون الثابت (الآلي) من المواد الاولية والانتاج التام هما على التوالي: 30000 دج و 50000 دج.
- القيمة الحالية لسندات المساهمة = 40000 دج وقيمة المدينون الآخرون لا يمكن تحصيلها إلا بعد 21 شهرا.
- مؤونة الخسائر والأعباء مبررة وتعتبر ديون قصيرة الأجل.
- نصف النتيجة تدعم الاحتياطات والباقي يوزع خلال الأيام القليلة القادمة.

المطلوب: إذا علمت أن معدل الضريبة 20%

- 1- اعداد الميزانية المالية والميزانية المختصرة؟
- 2- احسب مع التعليق: رأس المال العامل سيولة - التمويل الدائم - الاستقلالية المالية - قدرة الوفاء بالدين (السداد) ونسبتي الخزينة الآنية والعامة ؟

2. التحليل المالي الوظيفي (المنظور الوظيفي للمؤسسة)

1.2. المفهوم الوظيفي للمؤسسة

يحاول هذا التحليل تجاوز النقص الذي ظهر في التحليل التقليدي سيولة-استحقاق، وذلك بتقديم معيار آخر لترتيب عناصر الموارد والإستخدامات يتناسب مع المفهوم الجديد للمؤسسة، والذي يعرفها على أنها وحدة إقتصادية تتضمن ثلاث وظائف أساسية تتمثل في وظيفة الإستغلال، ووظيفة الإستثمار ووظيفة التمويل.

1.1.2. وظيفة الإستغلال: يعتبر مفهوم وظيفة الإستغلال ركيزة أساسية في هذا التحليل حيث تعتبر عن

النشاط الرئيسي وتحدد طبيعة المؤسسة إن كانت صناعية أم تجارية أم خدمية أو مختلطة ... إلخ.

2.1.2. وظيفة الإستثمار: وتتمثل في تزويد المؤسسة بمختلف تجهيزات الإنتاج والإستثمارات الضرورية لممارسة

مختلف الأنشطة الإستثمارية، ومن المنظور المالي تتجزأ عمليات وظيفة الإستثمار إلى عمليتين هما:

- **حيازة الإستثمار:** أي شراء احتياجات المؤسسة من التجهيزات والمعدات، وينتج عنها نفقات الإستثمار المتمثلة في تكلفة الشراء ومختلف المصاريف المتعلقة بها.

- **التنازل عن الإستثمار:** وينتج عن عملية التنازل حصول المؤسسة على سيولة مالية تؤدي إلى الرفع في الموارد والتخفيض من الإستخدامات.

3.1.2. وظيفة التمويل: يتمثل دور وظيفة التمويل في تغطية الإحتياجات المالية للنشاط، سواء كانت متعلقة

بالإستغلال أو الإستثمار أو بالوظيفة المالية نفسها أو بالخزينة الإجمالية للمؤسسة، وتتمثل مصادر التمويل في:

- **مصادر داخلية:** وتتمثل في التمويل الذاتي المتشكل من الأرباح المحققة في السنوات السابقة والإهلاكات والمؤنات .

- **مصادر خارجية:** وتتمثل في الإقتراض من البنوك ومختلف المؤسسات المالية، أو عن طريق الرفع في رأس المال.

2.2. الميزانية الوظيفية: تبعا لتجزئة النشاط الأساسي للمؤسسة إلى وظائف أساسية تتجزأ الميزانية الوظيفية إلى

ثلاث مستويات هي:

الموارد <i>Ressources</i>	الإستخدامات <i>Emplois</i>
الموارد الدائمة: <i>Rd</i> (Ressources durables) - الأموال الخاصة والإحتياجات والنتائج - الديون المتوسطة والطويلة الأجل - الإحتلاكات والمؤنات.	الإستخدامات المستقرة: <i>Es</i> (Emplois stables) - التثبيتات المادية والمعنوية والمالية وكل الأصول ذات الطبيعة المستقرة
موارد الإستغلال: <i>Ressources d'exploitation</i> (Eex) - مستحقات المورد وملحقاته موارد خارج الإستغلال: <i>Ressources hors exploitation</i> (Ehex) - الموارد الإستثنائية	استخدامات الإستغلال: <i>Emplois d'exploitation</i> (Eex) - المخزونات - الزبائن وملحقاتها استخدامات خارج الإستغلال: <i>Emplois hors exploitation</i> (Ehex) - الإستخدامات الإستثنائية
موارد الخزينة: <i>Ressources de trésorerie</i> (Et) - الإعتمادات البنكية الجارية (القروض قصيرة الأجل)	استخدامات الخزينة: <i>Emplois de trésorerie</i> (Et) - المتاحات - الأصول المالية قصيرة الأجل
مجموع الموارد (R) (بقيمة إجمالية)	مجموع الإستخدامات (E) (بقيمة إجمالية)

3.2. أدوات التحليل الوظيفي: من خلال الميزانية الوظيفية يمكن استخراج المؤشرات المالية التي تقيس درجة

تحقيق التوازن المالي:

1.3.2. رأس المال العامل *Fonds de Roulement* (FR) : ويمثل الفارق الناتج عن تمويل الإحتياجات

المالية الدائمة (الإستخدامات المستقرة) باستخدام الموارد المالية الدائمة (الموارد الدائمة)، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$FR = Rd - Es$$

ويعتبر رأس المال العامل الوظيفي مؤشر هام عن التوازن المالي طويل المدى وذلك حسب الحالات الآتية:

• رأس مال عامل موجب $FR > 0$: ويشير ذلك إلى أن المؤسسة متوازنة ماليا على المدى الطويل، حيث

تمكنت من تمويل إحتياجاتها طويلة المدى باستخدام مواردها طويلة المدى وحققت فائض مالي يمكن

استخدامه في تمويل الإحتياجات المالية المتبقية؛

- رأس مال عامل معدوم $FR = 0$: يعني ذلك أن المؤسسة في حالة التوازن الأمثل على المدى الطويل، حيث نجحت في تمويل احتياجاتها طويلة المدى باستخدام مواردها طويلة المدى دون تحقيق فائض أو عجز مالي؛
- رأس مال عامل سالب $FR < 0$: يشير المؤشر إلى أن المؤسسة عجزت عن تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية الثابتة باستخدام مواردها المالية الدائمة، وحققت بذلك عجز في تمويل هذه الاحتياجات وبالتالي فهي بحاجة إلى مصادر تمويل إضافية، أو بحاجة إلى تقليص مستوى استثماراتها إلى الحد الذي يتوافق مع مواردها المالية الدائمة.

2.3.2. الإحتياج في رأس المال العامل (BFR) : *Besoin en Fonds de Roulement* : يتولد

الإحتياج المالي للإستغلال عندما لا تستطيع المؤسسة مواجهة ديونها المترتبة عن النشاط بواسطة حقوقها لدى المتعاملين ومخزوناتهما، وبالتالي يتوجب البحث عن مصادر أخرى لتمويل هذا العجز وهو ما يصطلح عليه بالإحتياج في رأس المال العامل، ويمكن تجزئة الإحتياج في رأس المال العامل إلى جزأين هما:

- الإحتياج في رأس المال العامل للإستغلال ($BFRex$) : وينتج عن الأنشطة الرئيسية لدورة الإستغلال، وهو الفرق بين استخدامات الإستغلال وموارد الإستغلال ويحسب بالعلاقة التالية:

$$BFRex = Eex - Rex$$

- الإحتياج في رأس المال العامل خارج الإستغلال ($BFRhex$) : وينتج عن الأنشطة غير الرئيسية لدورة الإستغلال والتي تتميز بالطابع الإستثنائي، وهو الفرق بين استخدامات خارج الإستغلال وموارد خارج الإستغلال، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$BFRhex = Ehex - Rhex$$

$$BFR = BFRex - BFRhex$$

ومجموع الرصيدين السابقين نجد رأس المال العامل الإجمالي ويحسب بالعلاقة التالية:

- ### 3.3.2. الخزينة ($Trésorerie$) (T) : وتشكل الخزينة عندما يستخدم رأس المال العامل في تمويل الإحتياج في رأس المال العامل، وعليه فإذا تمكنت المؤسسة من تغطية هذا الإحتياج تكون الخزينة موجبة وهي حالة الفائض في

التمويل، وفي الحالة المعاكسة تكون الخزينة سالبة وهي حالة العجز في التمويل، كما يمكن حساب الخزينة انطلاقاً من الفرق بين استخدامات الخزينة وموارد الخزينة، ويمكن حساب الخزينة بالعلاقات التالية:

$$T = FR - BFR$$

أو

$$T = Et - Rt$$

4.2. شروط التوازن المالي: لكي يتحقق التوازن المالي حسب التحليل الوظيفي يجب أن يتحقق ما يلي:

- **الشرط الأول:** رأس مال عامل موجب ($FR > 0$) ويتحقق ذلك إذا تمكنت المؤسسة من تمويل الاستخدامات المستقرة اعتماداً على الموارد الدائمة؛

- **الشرط الثاني:** أن يغطي رأس المال العامل الإحتياج في رأس المال العامل ($FR > BFR$)، إذ لا يكفي أن

تحقق المؤسسة رأس مال عامل موجب بل يجب أن يكفي هذا الهامش لتغطية احتياجات دورة الإستغلال؛

- **الشرط الثالث:** خزينة موجبة ($T > 0$) ويتحقق ذلك بتحقيق الشرطين السابقين، وعندما تتمكن المؤسسة من تغطية موارد الخزينة المتمثلة في الإعتمادات البنكية الجارية بواسطة استخدامات الخزينة والمتمثلة في المتاحات.

5.2. حالات العجز في الخزينة: هناك عدة حالات محتملة للعجز في الخزينة هي:

1.5.2. حالة خطأ في السياسة المالية للمؤسسة: يحدث ذلك إذا أخلت المؤسسة بقاعدة التوازن المالي الأدنى

أو الأعلى وقامت بتمويل الإستثمارات باستخدام موارد قصيرة الأجل، الأمر الذي يؤدي إلى حالة انكسار في رأس المال العامل مع بقاء الإحتياج في رأس المال العامل في وضعه الطبيعي وتكون نتيجة الخزينة الإجمالية سالبة، وتتم معالجة هذا الوضع بالتنازل عن جزء من الإستثمارات أو الحصول على قرض طويل الأجل وذلك لتصحيح مسار رأس المال العامل.

2.5.2. حالة نمو سريع وغير متحكم فيه: إذا قدمت المؤسسة على تحقيق معدلات نمو في رقم الأعمال أكبر

من إمكانياتها المالية الحالية فإن ذلك يؤدي إلى تضخيم الإحتياجات في رأس المال العامل للإستغلال مع تطور رأس المال العامل في وضع طبيعي، وبالتالي تستهلك الفوائض المالية ويحدث عجز في الخزينة.

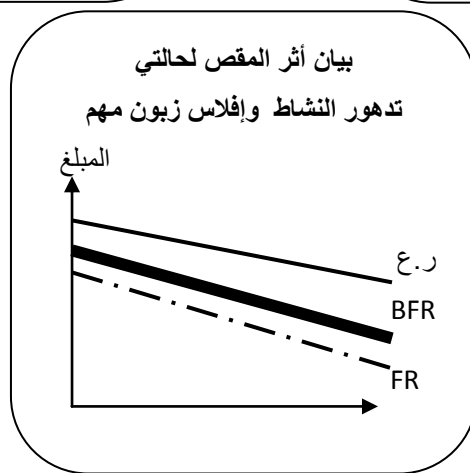
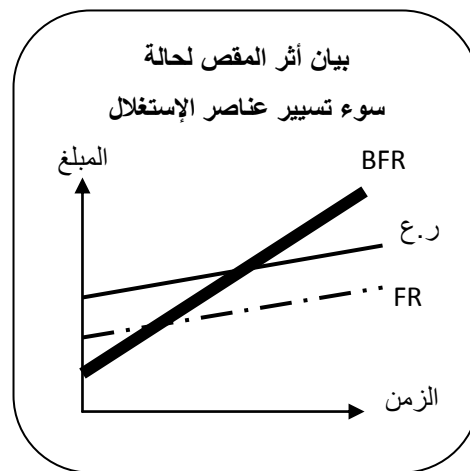
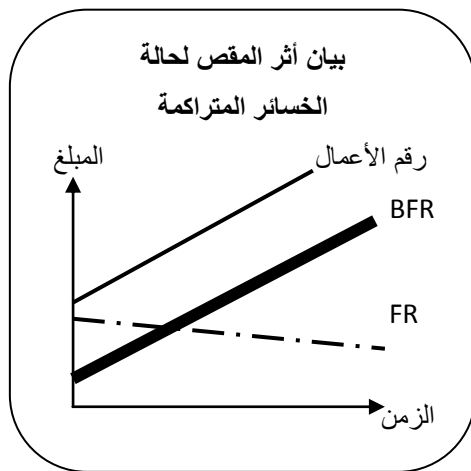
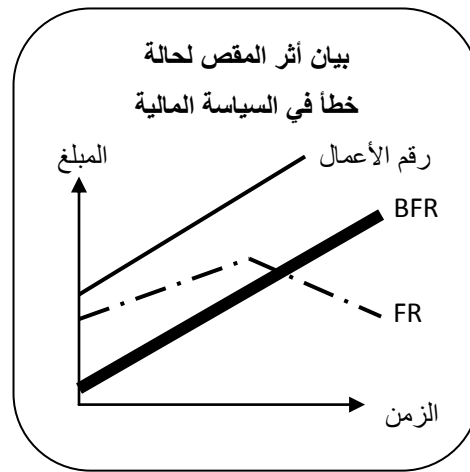
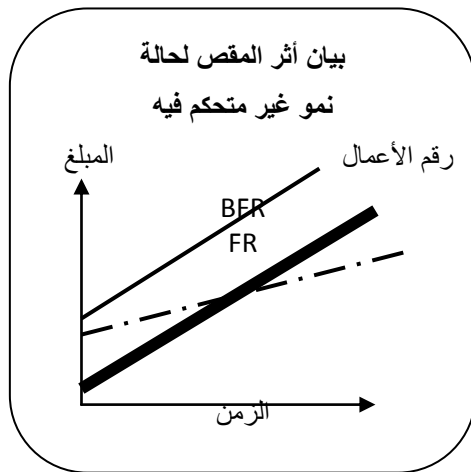
ويمكن إعادة التوازن المالي من جديد من خلال استهداف أسواق إضافية وتركيز الجهود التجارية والاستثمارية على حصة سوقية تتناسب والإمكانيات المالية للمؤسسة، بهذا ينخفض رقم الأعمال وتنخفض مع الاحتياجات الناجمة عن دورة الإستغلال، بحيث يمكن تغطيتها باستخدام رأس المال العامل.

3.5.2. حالة سوء تسيير عناصر الإستغلال: في كثير من الأحيان يتم تسيير عناصر الإستغلال بشكل عشوائي يظهر من خلال تباطؤ شديد في دوران المخزون ومنح أجال طويلة للزبائن وقبول أجال قصيرة للموردين، هذا التسيير يؤدي إلى تضخم غير طبيعي في الإحتياج في رأس المال العامل يؤدي إلى إلتهاام رأس المال العامل وكافة موارد الخزينة، ومن ثم يحدث خلل مالي يتمثل في عجز الخزينة.

4.5.2. حالة الخسائر المتراكمة: إذا حققت المؤسسة خسائر متراكمة فإن ذلك يؤدي إلى تآكل الأموال الخاصة مما يجعل الموارد الدائمة في حالة تدهور مستمر، وهذا يؤدي بدوره إلى انخفاض حاد في رأس المال العامل بشكل لا يلبي الإحتياج في رأس المال العامل، وبالتالي يحدث خلل في التوازن المالي ينتجه عجز في الخزينة.

5.5.2. حالة تدهور في النشاط: في حالة مواجهة مشاكل تسويقية ناجمة عن معطيات المحيط فهذا يؤدي إلى انخفاض في الإيرادات وارتفاع في التكاليف ومنه انخفاض في رقم الأعمال، حيث تنخفض قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي ويؤثر على مستويات رأس المال العامل، وتتحول هذه الحالة إلى حالة الخسائر المتراكمة.

6.5.2. حالة إفلاس زبون مهم: إذا كانت السياسة التسويقية للمؤسسة تركز على تلبية إحتياجات زبون وحيد، فإن أي تغير في وضعيته المالية يحدث آثارا مباشرة على وضعية المؤسسة، مثل حالة الإفلاس واختفاء هذا الزبون مما يؤدي إلى انخفاض حاد في رقم الأعمال وتنتقل إلى حالة تدهور في النشاط.



4. التحليل والتقييم على اساس التوازن المالي .

حيث يمكننا تلخيص ذلك في الجدول التالي:

النسبة	الصياغة الرياضية	التحليل (الدلالة)
راس المال العامل الصافي الاجمالي FRng	الموارد الدائمة - الاستخدامات الدائمة	■ $FRng > 0$: ويشير ذلك إلى أن المؤسسة متوازنة مالية على المدى الطويل. ■ $FRng = 0$: يعني ذلك أن المؤسسة في حالة التوازن الأمثل على مدى الطويل. ■ $FRng < 0$: يشير المؤشر إلى أن المؤسسة عجزت عن تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية الثابتة باستخدام مواردها المالية الدائمة.
الاحتياج في راس المال العامل للاستغلال BFR_{EX}	استخدامات الاستغلال - موارد الاستغلال	■ ويعبر هذا المؤشر على مدى تغطية استخدامات الاستغلال لموارد الاستغلال التابعة للنشاط الرئيسي للمنشأة .
الاحتياج في راس المال العامل خارج الاستغلال BFR_{HEX}	استخدامات خارج الاستغلال - موارد خارج الاستغلال	■ ويعبر هذا المؤشر على مدى تغطية استخدامات خارج الاستغلال للموارد خارج الاستغلال التابعة للأنشطة الفرعية للمنشأة.
الاحتياج في راس المال العامل الاجمالي BFR_G	احتياج راس المال العامل للاستغلال + راس المال العامل خارج الاستغلال	■ ويعبر عن إجمالي الاحتياجات المالية المتولدة عن الأنشطة الرئيسية وغيرها بالنسبة للمنشأة .
الخزينة الصافية الاجمالية T_{NG}	خزينة الاصول - خزينة الخصوم	■ $TNG > 0$: اي هناك فائض في خزينة الاصول بعد تغطية خزينة الخصوم. ■ $TNG < 0$: في هذه الحالة هناك عجز في تغطية خزينة الخصوم. ■ $TNG = 0$: وهي الحالة المثلى والنادرة عموما.
رأس المال العامل الصافي الإجمالي - الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي	1 $FRNG > BFRNG$: في هذه الحالة تحقق المؤسسة فائض مالي في الخزينة. 2 $BFRNG > FRNG$: في هذه الحالة المؤسسة في حالة عجز على مستوى الخزينة. 3 $BFRNG = FRNG$: وهي الحالة المعدومة والمثلى للخزينة حيث : $(TNG = 0)$.	

3. كيفية علاج الاختلال في التوازن المالي:

من بين النقاط الرئيسية التي يهتم بها المحلل المالي هو أن يغطي رأس المال العامل الجزء الهيكلي من احتياج رأس المال العامل، فعندما تمارس المؤسسة أنشطة موسمية (يمكن تشخيص هذه الوضعية بأنها غير مقلقة لأنها تكون لفترة قصيرة ثم يعود التوازن المالي)، نلاحظ خلال هذه الحالة ارتفاع في الإحتياج في رأس المال العامل أي $BFR > FR$ وهو ما يؤدي إلى خزينة سالبة، بحيث يسعى المدير المالي للمؤسسة في هذه الحالة إلى الحصول على موارد قصيرة الأجل (خصم أوراق القبض أو اللجوء إلى السحب على المكشوف).

ولكن إذا تواصلت واستمرت وضعية الخزينة السالبة فهذا يبين أن رأس المال العامل لم يعد كافيا لتغطية الإحتياج في رأس المال العامل، وهو ما يستوجب على المؤسسة:

- رفع رأس المال العامل عن طريق الحصول على قروض طويلة الأجل أو الرفع من رأس المال أو التنازل عن الإستثمارات؛

- خفض الإحتياج من رأس المال العامل من خلال التفاوض مع الموردين من أجل الحصول على مهلة أطول للتسديد أو التفاوض مع الزبائن لمنح مدة أقصر للتحويل، أو التخفيض من المخزونات.

أما إذا كانت خزينة المؤسسة موجبة بشكل دائم ومستمر فهذا يدل على أن رأس المال العامل له قيمة مهمة مقارنة بالإحتياج في رأس المال العامل، وهو ما يطرح مشكلة الربحية لذلك لابد على المسير المالي أن يقوم بالإجراءات التالية:

- تخفيض رأس المال العامل بواسطة التسديد المسبق للقروض طويلة الأجل أو توزيع الأرباح؛

- الزيادة في الإحتياج في رأس المال العامل بواسطة التسديد للموردين في أسرع وقت وهو الأمر الذي يمكن من الحصول على خصم تعجيل الدفع أو الزيادة في مهلة التحصيل الممنوحة للزبائن وهو الشيء الذي يمكن من اكتساب حصة أكبر في السوق.

تمارين حول محور التحليل المالي الوظيفي :

➤ التمرين الاول :

إليك فيما يلي ميزانية لاحدى الشركات الانتاجية لانتاج الحديد الصلب Sarl Atom Mital لسنة 2017.

اصول	الإجمالي	الإهلاكات	الصافي
الأصول الغير الجارية			
فارق بين الاقتناء-المنتوج الإيجابي أو السلبي			
تثبيتات المعنوية			
تثبيتات عينية			
أراضي			
مباني			
تثبيتات عينية أخرى	259,433,786	13,392,367	246,041,419
تثبيتات ممنوح امتيازها			
تثبيتات يجرى امتيازها			
تثبيتات مالية			
سندات موضوعة موضع معادلة			
مساهمات أخرى وحسابات دائنة ملحقة بها			
سندات أخرى مثبتة			
قروض وأصول مالية أخرى غير جارية			
ضرائب مؤجلة على الأصول			
مجموع الأصول غير الجارية	259,433,786	13,392,367	246,041,419
أصول جارية			
مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	70,968,321		70,968,321
حسابات دائنة واستخدامات مماثلة			
الزبائن	183,821,182		183,821,182

			المدينون الآخرون
			الضرائب وما شبهها
			حسابات دائنة أخرى واستخدمات مماثلة
			الموجودات وما شبهها
10.350.500		10.350.500	الأموال الموظفة والأصول المالية الجارية الأخرى
73.370.195		73.370.195	الخزينة
338,510,198		338,510,198	مجموع الأصول الجارية
584,551,617	13,392,367	597,943,984	المجموع العام للأصول

2017	الخصوم
	رؤوس الأموال الخاصة
100,000,000	رأس مال تم إصداره
	رأس مال غير مستعان به
2,606,754	علاوات واحتياطات-احتياطات مدمجة
	فوارق إعادة التقييم
	فارق المعادلة
101,855,380	نتيجة صافية-نتيجة صافية حصة المجمع
49,528,310	رؤوس أموال أخرى /ترحيل من جديد
	حصة الشركة المدمجة
	حصة ذوي الأقلية
253,990,444	المجموع 1
	الخصوم غير الجارية
	قروض وديون مالية
	ضرائب (مؤجلة ومرصود لها)

	ديون أخرى غير جارية
	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا
0	مجموع الخصوم الغير جارية
	الخصوم الجارية
161,712,734	مورد وحسابات ملحقه
86,867,361	ضرائب
81,981,078	ديون أخرى
	خزينة سلبية
330,561,173	مجموع الخصوم الجارية
584,551,617	مجموع عام للخصوم

● معلومات إضافية خاصة بالدورة :

✓ من بين الديون الاخرى ضرائب على ارباح الشركات والمقدرة بـ : 21.305.000 دج

● المطلوب :

- 1- إعداد الميزانية الوظيفية المفصلة و المختصرة ؟
- 2- هل الشركة حققت شرط التوازن وفقا للمنظور الوظيفي ؟
- 3- قدم تحليل وصفي لوضعية الشركة من المنظور الوظيفي ؟

➤ التمرين الثاني :

إليك الميزانية الوظيفية لإحدى المؤسسات بتاريخ : 2015/12/31

الأصول	المبالغ	%	الخصوم	المبالغ	%
Es			Rd		
Eex		35	Rex		30
Ehex		15	Rhex		20
Et			Rt		
المجموع		100	المجموع		100

إذا علمت أن : $Rd=1.2Es$ $Et= 2.5Rt$ $FRng = 30000$

المطلوب :

✓ أكمل إنجاز الميزانية الوظيفية السابقة ؟

✓ هل شروط التوازن المالي متحققة فيها – برر إجابتك ؟

➤ التمرين الثالث : لتكن لديك المطلوبات المالية التالية :

 $Es= 620\ 000$ $Et=130\ 000$ $BFRhex= 5800$ $Rex/\Sigma R=17\%$ $BFRhex/Tng= 07\%$ $Rd/Es=1.5$ $Eex/\Sigma E=34\%$

المطلوب:

✓ إعداد الميزانية الوظيفية المختصرة ؟

✓ أدرس شروط التوازن المالي الوظيفي ؟

✓ بين حركة التمويل لهذه المؤسسة ؟

✓ فسر حالة الخزينة الصافية الإجمالية ؟

الموضوع III: التحليل المالي المتحرك

1. جدول التمويل

يعتبر جدول التمويل أول خطوة تحسينية لأدوات التحليل المالي الساكن، حيث وبدل الإعتماد حصريا على الميزانية وجدول الحسابات النتائج جاء هذا النوع من التحليل ليطور التحليل المالي من الساكن إلى المتحرك من خلال تبيان الحركات المالية لكل دورة مالية على حدى.

ويحتوي جدول التمويل على الموارد المالية للمؤسسة واستخداماتها في فترة زمنية محددة، والتي يتم حسابها من خلال التغيرات الحاصلة في عناصر الميزانية، حيث يمكن أن يكون المورد استخداما والإستخدام موردا تبعا لحالة كل عنصر ويعرف ذلك بالتدفق المالي، والجدول التالي يوضح التغير في عناصر الميزانية وتكوين الموارد والإستخدامات :

التدفقات المالية ومفهوم الموارد والإستخدامات

الموارد	الإستخدامات
الإرتفاع في الخصوم	الإرتفاع في الأصول
أو	أو
الإخفاض في الأصول	الإخفاض في الخصوم

ويعمل جدول التمويل على تحديد التدفقات المالية بين كل من الموارد والإستخدامات اعتمادا على تحديد الفرق بين ميزانيتين وظيفيتين لسنتين متتاليتين، والتي ينتج عنها التغيرات في المعادلة الأساسية للخرينة على النحو

$$\Delta FR = \Delta BFR + \Delta T$$

الآتي:

ويحتوي جدول التمويل على جزأين هما:

1.1. الجزء الأول: يبين التدفقات طويلة الأجل وذلك بدراسة التغير في الإستخدامات المستقرة خلال دورة

مالية واحدة والتغير في الموارد الدائمة لنفس الدورة، ثم حساب الفرق بينهما لنحصل على التغير في رأس المال

$$\Delta FR = \Delta Rs - \Delta Es$$

العامل.

الإستخدامات المستقرة Es	الموارد الدائمة Rd
تسديد مصاريف موزعة على عدة سنوات. توزيع الأرباح حيازة استثمارات جديدة. انخفاض رأس المال تسديد الديون وفوائدها	القدرة على التمويل الذاتي CAF*. التنازل عن التثبيتات. زيادة رأس المال. الحصول على قروض جديدة.
التغير في الإستخدامات المستقرة ΔEs	التغير في الموارد الدائمة ΔRs
(-)	(+)
ΔFR	

*القدرة على التمويل الذاتي Capacité d'autofinancement

CAF = النتيجة الصافية (R.N)

- + مخ الإهلاكات والمؤونات وخسائر القيمة (D.A.P)
- الإسترجاع في خسائر القيمة والمؤونات (R.A.P)
- + ق. م. ص للتثبيتات المتنازل عنها (V.N.C)
- سعر التنازل للتثبيتات المتنازل عنها (P.C)
- القسط المحول من إعانات الإستثمار لنتيجة الدورة (Sub)

أو بالطريقة المعتمدة في PCG 82 كما يلي:

CAF = النتيجة الصافية (R.N)

- + مخ الإهلاكات والمؤونات وخسائر القيمة (D.A.P)
- الإسترجاع في خسائر القيمة والمؤونات (R.A.P)
- + أو - فائض أو نقص قيمة التنازل عن التثبيتات

ديون الدورة الحالية = ديون الدورة السابقة + الإرتفاع في الديون - التسديدات

الأرباح الموزعة = نتيجة الدورة السابقة - الإرتفاع في الإحتياطات

أو تحسب بالعلاقة التالية:

الأرباح الموزعة = الأرباح الصافية للدورة (n-1) + الترحيل من جديد للدورة (n-1) - الإحتياطات الجديدة - الترحيل من جديد للدورة (n)

استثمارات الدورة الحالية = استثمارات الدورة السابقة + الحيازة - التنازل

2.1. الجزء الثاني: يبين التدفقات قصيرة الأجل وذلك بدراسة التغير في موارد الإستغلال وخارج الإستغلال والخزينة من جهة واستخدامات كل منهم على حدى من جهة أخرى خلال دورة مالية واحدة، ويمثل الفرق بينهما التغير في إحتياج رأس المال العامل والتغير في الخزينة.

$$\Delta BFR_{ex} = \Delta E_{ex} - \Delta R_{ex}$$

$$\Delta BFR = \Delta BFR_{ex} + \Delta BFR_{hex}$$

$$\Delta BFR_{hex} = \Delta E_{hex} - \Delta R_{hex}$$

$$\Delta T = \Delta E_t - \Delta R_t$$

العناصر	الإحتياجات	الموارد	الرصيد
	1	2	3 = 1-2
- التغير في عناصر الإستغلال:			
• التغير في استخدامات الإستغلال			
• التغير في موارد الإستغلال			
(A) ΔBFR_{ex}			
- التغير في عناصر خارج الإستغلال:			
• التغير في المدينين الآخرين			
• التغير في الدائنين الآخرين			
(B) ΔBFR_{hex}			
(C = A+B) ΔBFR			
- التغير في عناصر الخزينة:			
• التغير في الإستخدامات			
• التغير الموارد			
(D) ΔT			

تمرين تطبيقي:

لديك الميزانيتين التاليتين للدورتين 2012/2011، جداول الاستثمارات، و الاهتلاكات والمخصصات الخاصة بالدورة:

المبالغ		الخصوم	المبالغ		الاصول
2012	2011		2012	2011	
1500	1000	الاموال الجماعية	260	200	الاستثمارات المعنوية
200	-	علاوات الاصدار	2400	1800	الاستثمارات المادية
200	400	الاحتياطات	800	700	الاستثمارات المالية
180	150	نتيجة الدورة	980	800	المخزون
350	240	مخصصات الخسائر والتكاليف	1320	900	عملاء و أوراق القبض
1300	1210	اهتلاكات ومخصصات الاصول	390	500	ذمم أخرى (خرج الاستغلال)
1500	1200	الديوان المالية	10	30	نقديات
500	400	ديون الاستغلال			
130	330	ديون أخرى (خارج الاستغلال)			
100	200	تسبيقات بنكية جارية			
6160	4930	المجموع	6160	4930	المجموع

جدول الاستثمارات

القيمة الإجمالية نهاية الدورة	انخفاض	زيادة	القيمة الإجمالية بداية الدورة	
260	-	60	200	الاستثمارات المعنوية
2400	200	800	1800	الاستثمارات المادية
800	100	200	700	الاستثمارات المالية

جدول الاهتلاكات

اهتلاكات نهاية الدورة	-	+	اهتلاكات بداية الدورة	
170	-	50	120	الاستثمارات المعنوية
970	130	200	900	الاستثمارات المادية

جدول المخصصات

مخصصات نهاية الدورة	-	+	مخصصات بداية الدورة	
60	40	-	100	مخصصات مالية
100	10	20	90	مخصصات الأصول المتداولة
350	50	160	240	مخصصات الخسائر والتكاليف
510	100	180	430	المجموع

كما توفرت لك المعلومات الاضافية التالية:

- سعر التنازل عن الاستثمارات المادية هو 80 دينار؛
- تسديد الديوان المالية ارتفع الى 200 دينار؛
- هناك توزيع للارباح.

المطلوب:

1. اعداد جدول التمويل رقم 1 وقدم تفسيراً دقيقاً للنتائج المحصل عليها.
2. احسب رأس المال العامل الصافي الاجمالي في 2011 و2012، مستنتجاً مستوى تغيره، ومدى توافقه مع رصيد جدول التمويل.
3. اعداد جدول التمويل رقم 2 و قدم تفسيراً دقيقاً للنتائج عليها.

الحل:

1. اعداد جدول التمويل رقم 1:

المبالغ	الموارد	المبالغ	الاستعمالات
500	قدرة التمويل الذاتي	50	أرباح موزعة
-	انخفاض الأصول الثابتة:	60	زيادة الأصول الثابتة:
80	○ استثمارات معنوية	800	○ استثمارات معنوية
100	○ استثمارات مادية	200	○ استثمارات مادية
-	○ استثمارات مالية	-	○ استثمارات مالية
700	○ أصول ثابتة أخرى	-	○ أصول ثابتة أخرى
600	زيادة الأموال الخاصة	200	انخفاض الاموال الخاصة
	زيادة الديون المالية		انخفاض الديون المالية
1980	المجموع	1310	المجموع
		670	تغير موجب في ر م ع (مورد صافي)

- قدرة التمويل الذاتي = نتيجة الدورة (ن) + اهتلاكات ومخصصات +/- نتيجة التنازل عن الاستثمارات - استرجاع مؤونات

$$100-10-20+250+160+180 =$$

$$500 = \text{دينار}$$

ملاحظة:

القيمة المتبقية للتنازل = انخفاض الاستثمارات المادية - اهتلاكات الاستثمارات المتنازل عنها

$$130 - 200 =$$

$$70 = \text{دينار}$$

نتيجة التنازل (فائض) = سعر التنازل عن الاستثمارات المادية - القيمة المتبقية للاستثمارات المتنازل عنها

$$70 - 80 =$$

$$10 = \text{دينار}$$

- زيادة الاموال الخاصة

التغير في الاموال الخاصة = $(1000 - 1500) + \text{علاوات الاصدار}$

$$= 500 + 200 = 700 \text{ دينار}$$

• اعداد جدول تغيرات الديون المالية:

ديون نهاية الدورة = بداية الدورة + الزيادة - الانخفاض

$$= 1000 + 200 - 600 = 1400 \text{ دينار}$$

• توزيع الارباح

الارباح الموزعة = نتيجة الدورة (ن-1) - Δ الاحتياطات

$$= 150 - (500 - 400) = 50 \text{ دينار}$$

2. حساب FR_{NG} في 2011 و 2012 واستنتاج ΔFR_{NG} والتأكد من توقفهما مع جدول

التمويل:

$$FR_{NG2011} = 2700 - 4000 = 1300$$

$$FR_{NG2012} = 3460 - 5430 = 1970$$

$$\Delta FR_{NG} = 1970 - 1300 = 670 \text{ دينار}$$

3. اعداد القسم الثاني من جدول التمويل: استخدام التغير في رأس المال العامل الصافي الاجمالي:

رصيد $B - A$	الموارد B	الاستخدامات A	$\Delta BFR + \Delta Tng$
		180	مخزونات
		420	عملاء و حسابات
	100		موردون و اوراق الدفع
(500)	100	600	ΔBFR_e
	110		الاصول الجارية خارج الاستغلال
		200	ديون خارج الاستغلال
(90)	110	200	ΔBFR_{hex}
	20		متاحات
		100	اعتمادات جارية
(80)	20	100	ΔT_{ng}
(650)			$\Delta BFR - \Delta T_{ng}$

تفسير الجدولين:

- الموارد المالية الخاصة بالدورة محل الدراسة كانت كافية لتمويل الاستعمالات المحققة خلال الدورة و هذا ما أدى الى زيادة رأس المال العامل.
- المؤسسة تعتمد في سياستها التمويلية على قدرتها على التمويل الذاتي و بيع جزء من أصولها الثابتة.
- قامت المؤسسة بتوزيع الموارد المالية التي تولدت خلال الدورة بين التوسع في استثماراتها و بين سدد جزء من ديونها المالية، و جزء اخر كأرباح موزعة.
- بدراسة تغير الاحتياج في رأس المال العامل و تطور الخزينة و الذي كانت نتيجته سالبة، وهذا يفسر أن التطور المسجل في رأس المال العامل لا يشكل خطرا على التوازن المالي للمؤسسة.
- ان التغير في احتياجات رأس المال العامل ناتج عن النشاط الاستغلالي العادي للمؤسسة .

تمرينات حول جدول التمويل :

- ✓ التمرين الاول : المؤسسة (SARL PLANETE) مختصة في أشغال البناء والإعمار ، وتقدم لك في شكل ملاحق الملفات الضرورية من اجل إجراء دراسة لتطور ذمتها و توازنها المالي خلال الدورة N :
- الملحق الأول : الميزانية المحاسبية في N/12/31 و N-1 (قبل توزيع نتيجة السنة N) .

الأصول	دورة N			دورة N-1	الخصوم	دورة N	دورة N-1
	م إجمالي	إهت و مؤ	ق م ص				
القيم الثابتة	1.075.601	304.848	770.753	610.560	حسابات رأس المال	888.948	751.680
قيم ثابتة غ ملموسة	63.360	36.480	26.880	31.360	رأس المال المدفوع	506.000	480.000
برامج معلوماتية	24.960	19.840	5.120	5.760	احتياطات	120.000	120.000
شهرة محل	38.400	16.640	21.760	25.600	نتيجة الدورة	33.277	-
قيم ثابتة ملموسة	982.001	267.728	714.273	537.600	الترحيل من جديد	-	30.400
الأراضي	120.561	-	120.561	-	إعانات الإستثمار	9.600	12.800
مباني	228.800	61.600	167.200	141.600	مؤونة أع وخ	20.000	8.000

83.200	172.895	قروض بنكية	323.200	359.520	176.800	536.320	تركيبات تقنية
17.280	28.176	قروض أخرى	72.800	66.992	29.328	96.320	معدات نقل
212.720	265.989	الخصوم الجارية	41.600	29.600	640	30.240	قيم ثابتة مالية
128.320	149.104	المورد وملحقاته	27.200	22.080	640	22.720	سندات مساهمة
19.680	30.486	أجور وضرائب واجبة الدفع	14.400	7.520	-	7.520	سندات أخرى
8.000	4.800	زبائن دائنون ديون	353.840	385.184	15.936	401.120	الأصول الجارية
8.640	7.200	أخرى للإستغلال	99.520	110.560	3.680	114.240	المخزونات
17.600	43.757	موردو التثبيتات	25.920	24.640	960	25.600	المواد الأولية
23.520	21.842	ضرائب على النتائج	73.600	85.920	2.720	88.640	منتجات تامة
-	3.840	ديون أخرى خ إ	212.000	229.264	12.256	241.520	حسابات الغير
6.960	4.960	الإعتمادات الجارية للبنك	150.400	147.728	12.096	159.824	الزبائن
			14.400	6.400	-	6.400	أوراق القبض
			16.000	43.200	-	43.200	موردون مدينون
			9.600	4.640	160	4.800	حقوق التنازل عن التثبيتات
			21.600	27.296	-	27.296	حقوق أخرى خ إ
			42.320	45.360	-	45.360	النقديات
			33.360	37.632	-	37.632	البنك
			8.960	7.728	-	7.728	الصندوق
964.400	1.155.937	المجموع	964.400	1.155.937	320.784	1.476.721	المجموع

الملحق الثاني : جدول التثبيتات للدورة N

القيمة الإجمالية عند اقفال الدورة	التنازل V ₀	الحيازة	القيمة الإجمالية عند افتتاح الدورة	الوضعية والتغيرات البيان
363.360	-	7.680	55.680	القيم الثابتة غ الملموسة
982.001	60.480	304.081	738.400	القيم الثابتة الملموسة
30.240	18.400	5.120	43.520	القيم الثابتة المالية

الملحق الثالث : جدول الإهلاكات للدورة N :

الإهلاك المتراكم عند اقفال الدورة	انخفاض مخصصات إهلاك الدورة	ارتفاع مخصصات إهلاك الدورة	الإهلاك المتراكم عند افتتاح الدورة	الوضعية والتغيرات البيان
363.360	-	7.680	55.680	القيم الثابتة غ
982.001	60.480	304.081	738.400	الملموسة
				القيم الثابتة
				الملموسة

الملحق الرابع : جدول خسائر القيمة والمؤونات للدورة N

المؤونات و خ ق عند اقفال الدورة	انخفاض خ ق ومؤونات الدورة	ارتفاع خ ق ومؤونات الدورة	المؤونات عند افتتاح الدورة	الوضعية والتغيرات البيان
640	1.280	-	1.920	القيم الثابتة المالية
3.680	3.040	3.680	3.040	المخزونات
12.256	7.248	12.304	7.200	الحقوق
20.000	5.120	17.120	8.000	مؤونة الأعباء
				والخسائر

خسائر القيمة للمخزونات عند افتتاح الدورة تقسم بين المواد والمنتجات وبالنسبة للحقوق 7.000 للزبائن و

200 لحقوق التنازل عن التثبيات .

الملحق الخامس : معلومات مكملة

✓ المبلغ الإجمالي للديون المالية المسددة للدورة N هو : 60.625 دج

✓ رقم الأعمال السنوي للدورة N-1 : 276.500 دج وللدورة N : 280.000 دج

✓ سعر التنازل عن القيم الثابتة الملموسة 34.008 دج وعن القيم الثابتة المالية 6.720 دج

المطلوب :

- حساب القدرة على التمويل الذاتي للدورة N.
- حساب الديون المالية المتحصل عليها خلال الدورة N.
- إعداد جدول التمويل للدورة N.
- التعليق على تطور التوازن المالي للمؤسسة .
- إعداد جدول تدفقات الخزينة للدورة N .
- التعليق على تطور خزينة المؤسسة .

3.1. الانتقادات الموجهة لجدول التمويل

- اعتماده في تحليل التغير في رأس المال العامل على مفهوم القدرة على التمويل الذاتي والذي لا يميز عند حسابه بين عناصر الإستغلال والعناصر خارج الإستغلال بالرغم من أنه مؤشر يعبر على قدرة المؤسسة التمويلية من خلال نشاطها الأساسي؛
- يعتبر القدرة على التمويل الذاتي موردا مستقرا إلا أنه عند الحساب يتم إدماج مؤونات تدني المخزونات والزيائن وهي عناصر قصيرة الأجل وكان من الأخرى إقصاؤها؛
- التغير في الخزينة المتحصل عليها اعتمادا على الجدول لا يعطي صورة واضحة حول الدورة المسؤولة عن الفائض أو العجز، حيث يعطي الجدول الخزينة الإجمالية دون التمييز بين دورة الإستغلال والتمويل والإستثمار وهي المصادر الأساسية للعجز أو الفائض في الخزينة.

2. تحليل النسب المالية:

يهدف هذه التحليل إلى قياس مدى نجاح المؤسسة في تحقيق أهدافها من خلال الاستغلال الأمثل للموارد والإمكانات المتاحة لها، وذلك من خلال الاعتماد على تحليل النسب المالية التي يتم بموجبها التعرف على الواقع الحقيقي لمختلف أوجه النشاط في المؤسسة والنتائج المتوصل إليها، ومن المعروف أن هذه النسب كثيرة وعديدة، حيث تضع المحللين والمسيرين الماليين أمام الأمر الواقع في كيفية التعامل معها ومع الظروف الحالية في ظل التغيرات الحاصلة في العالم من الأزمات والانهيئات العديدة لبعض المؤسسات، وعليه يمكن حصر البعض منها في ما يلي:

1- نسبة السيولة:

وتسمى أيضا بالنسبة المرجعية وهي التي تقيس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزامات الجارية بالاستخدام مجموع الأصول المتداولة، أو هي النسبة المتخصصة التي تقيس قدرة المنظمة على الوفاء بالتزامات قصيرة الأجل. وتعتمد نسب السيولة على بعض النسب أهمها:

أ- نسبة التداول: وهي حاصل قسمة مجموع الأصول المتداولة إلى مجموع الخصوم المتداولة وهي موضحة بالعلاقة

التالية:

$$\text{نسبة التداول} = (\text{مجموع الأصول المتداولة} \div \text{مجموع الخصوم المتداولة}) \times 100$$

ب- نسبة السيولة السريعة: وتتمثل في:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = (\text{مجموع الأصول المتداولة} - \text{المخزون السلعي}) \div \text{مجموع الخصوم المتداولة} \times 100$$

أ- نسبة السيولة المطلقة أو النقدية: يهتم بها المحليون ويعتمد عليها من أجل الوفاء بالتزامات بشكل رئيسي وهي:

$$\text{نسبة السيولة المطلقة أو النقدية} = (\text{النقدية} + \text{الأوراق المالية القابلة للتسويق}) \div \text{مجموع الخصوم المتداولة} \times 100$$

$$\text{نسبة التداول} = (\text{مجموع الأصول المتداولة} \div \text{مجموع الخصوم المتداولة}) \times 100$$

2- نسبة الربحية:

وتشير هذه النسبة إلى التأثير المتبادل لعناصر السيولة وإدارة القرض (الرفع المالي) وإدارة الأصول (قياس الكفاءة) على الأرباح التي تحققها المؤسسة في النهاية.

أ- نسبة صافي الربح: تساعد على معرفة نسبة صافي المبيعات التي تتحول إلى صافي الربح وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة صافي الربح} = (\text{صافي الربح بعد الفائدة والضرائب} \div \text{صافي المبيعات}) \times 100$$

ب- نسبة صافي ربح التشغيل: وتحسب هذه النسبة من طرف المحلل قبل الفائدة والضرائب والإيرادات والأعباء الأخرى وهي ممثلة في العلاقة أدناه:

$$\text{نسبة صافي ربح التشغيل} = [\text{صافي ربح التشغيل (قبل الفائدة والضرائب والإيرادات والأعباء الأخرى)} \div \text{صافي المبيعات}] \times 100$$

ج- نسبة إجمالي ربح المبيعات: وهي ممثلة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة إجمالي ربح المبيعات} = (\text{إجمالي ربح المبيعات} \div \text{صافي المبيعات}) \times 100$$

ت- معدل العائد على مجموع الأصول: أي معرفة نسبة الدخل المحقق على إجمالي الأصول المستثمرة، ونبينها في الآتي:

$$\text{معدل العائد على مجموع الأصول} = (\text{صافي ربح التشغيل} \div \text{مجموع الأصول}) \times 100$$

ث- معدل العائد على حقوق الملكية: وهي تشتمل على المعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = (\text{صافي ربح النشاط} \div \text{حقوق الملكية}) \times 100$$

3- المؤشرات المديونية: وتتمثل في النسب التالية:

$$\text{نسبة الديون إلى مجموع الأصول} = (\text{إجمالي الديون} \div \text{إجمالي الأصول}) \times 100$$

$$\text{نسبة الديون الطويلة الأجل إلى حقوق الملكية} = (\text{الديون الطويلة الأجل} \div \text{حقوق الملكية}) \times 100$$

$$\text{نسبة صافي الأصول الثابتة إلى الديون الطويلة الأجل} = (\text{صافي الأصول الثابتة} \div \text{الديون الطويلة الأجل}) \times 100$$

4- مؤشرات التشغيلية:

وهي تشير إلى كفاءة الإدارة في استخدام موجوداتها لتوليد العوائد بواسطة مقارنة المبيعات المحققة لأنواع من الموجودات، للوصول إلى مدى سرعة بيع المؤسسة لموجوداتها، وتهتم المؤسسة بسرعة دوران أصولها المتداولة حتى تحقق أعلى ربح من ورائها لأن كل دورة تحقق فوائد خاصة بها. وتعتمد على المؤشرات والنسب التالية:

معدل دوران مجموع الأصول = (صافي المبيعات ÷ مجموع الأصول الصافية) × 100

معدل دوران الأصول الثابتة = (صافي المبيعات ÷ صافي الأصول الثابتة) × 100

معدل دوران المخزون = (تكلفة البضاعة المباعة ÷ المخزون) × 100

معدل دوران المدينة = (صافي المبيعات ÷ الحسابات المدينة الصافية) × 100

مدة دوران العملاء = ((العملاء + أوراق القبض) ÷ المبيعات) × 90 يوم

مدة دوران الموردون = ((الأوراق المدفوعة + الموردون) ÷ المشتريات) × 90 يوم

الموضوع IV: جدول تدفقات الخزينة

2. جدول تدفقات الخزينة: هو أداة تستخدم في الحكم على فعالية تسيير الموارد المالية واستخداماتها وذلك اعتماداً على عنصر الخزينة الذي يعد المعيار الأكثر موضوعية في الحكم على نجاعة التسيير المالي للمؤسسة، حيث يستخدم جدول تدفقات الخزينة في مراقبة الحركات المالية ومستوى السيولة النقدية، كما يستخدم كأداة مساعدة على اتخاذ القرارات المتعلقة بالتمويل.

1.2. مكونات جدول تدفقات الخزينة: يتضمن جدول تدفقات الخزينة التدفقات المالية التالية:

- **تدفق خزينة الإستغلال:** ويقاس باستخدام عدة مؤشرات منها فائض خزينة الإستغلال ETE والتدفق المالي الناتج عن عمليات الإستغلال، ويعبر الفارق الناتج عن إيرادات دورة الإستغلال واستخداماتها عن مستوى السيولة النقدية المتبقي بعد إتمام مختلف العمليات المالية المتعلقة بالنشاط.
- **تدفق خزينة الإستثمار:** ويتمثل في الفرق بين حيازة الإستثمارات والتنازل عنها، ويمكن قياسه باستخدام مؤشر تدفق الخزينة المتاح والذي يقيس قدرة المؤسسة على تمويل استثماراتها اعتماداً على تدفق خزينة الإستغلال.
- **تدفق خزينة التمويل:** وهي التغير في الأموال التي جمعتها المؤسسة من مصادر خارجية بغية استخدامها لتغطية الإحتياجات المالية الداخلية، وتتجزأ إلى دورة رأس المال ودورة الإستدانة.
- **الخزينة الصافية:** وهي مجموع كل التدفقات المالية السابقة خلال الدورة المالية ويمكن من خلالها الحكم على قدرة المؤسسة على تحقيق التوازن المالي.

2.2. نماذج جدول تدفقات الخزينة: هناك العديد من نماذج جدول تدفقات الخزينة لكل نموذج خصوصيته في التحليل تناسب مع كل حالة، وسنقتصر على النماذج التالية:

1.2.2. جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة:

الدورات		المؤشرات المالية	N	N+1	N+2
الإستغلال		تحصيلات الاستغلال			
	-	نفقات الاستغلال			
	=	تدفق خزينة الإستغلال (1)			
الإستثمار		التنازل عن الثبittات (الاستثمارات) معنوية، مادية ومالية			
	-	حيازة الثبittات (الاستثمارات) معنوية، مادية ومالية			
	=	فائض خزينة الإستثمار (2)			
التمويل		الرفع في رأس المال			
	-	مكافأة رأس المال (توزيع الأرباح)			
	+	قروض جديدة			
	-	تسديد القروض			
	=	تدفق خزينة التمويل (3)			
الخزينة		الخزينة الصافية = (1) + (2) + (3)			

تحصيلات الإستغلال = إيرادات الاستغلال - (+) الإرتفاع (الإنخفاض) في حساب الزبائن.
 نفقات الإستغلال = مصاريف الإستغلال + (-) الإرتفاع (الإنخفاض) في حساب مخزون مواد أولية
 - (+) الإرتفاع (الإنخفاض) في حساب الموردين

* إيرادات الإستغلال هي المبيعات لفترة زمنية معينة (CA) أما تحصيلات هذه الإيرادات لا يتم إلا بعد فترة محددة تتمثل في الآجال الممنوحة للزبائن.

2.2.2. جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة غير المباشرة:

الدورات		المؤشرات المالية	N	N+1	N+2
الإستغلال		النتيجة الصافية			
	+	مخصصات الإهلاك والمؤونات			
	- (+)	فائض القيمة (ناقص القيمة) للتنازل عن الإستثمار			
	=	القدرة على التمويل الذاتي			
	-	التغير في احتياج رأس المال العامل			
	=	تدفق الخزينة المتولد عن الإستغلال (1)			
الإستثمار		التنازل عن الثبittات (الاستثمارات)			
	-	الحيازة على الثبittات (الاستثمارات)			
	=	تدفق خزينة الإستثمار (2)			
		تدفق الخزينة المتاح (FTD) = (1) - (2)			
التمويل		الرفع في رأس المال			
	-	توزيع الأرباح			
	+	التغير في الإستدانة			
	=	تدفق خزينة التمويل (3)			
		الخزينة الصافية = (1) + (2) + (3)			

3. جدول التدفقات المالية المتعدد السنوات (TPFF) *Tableau Pluriannuel des Flux Financiers*

1.3. التعريف بالجدول: يقوم التحليل باستخدام جدول التدفقات المالية المتعدد السنوات على مبدأ التمويل

بواسطة التمويل الذاتي ثم الإستدانة، واعتبار رفع رأس المال إجراء إستثنائي تلجأ إليه المؤسسة عند إستحالة التمويل بالموارد السابقة وهو ترتيب يتوافق مع المنطق المالي العام، ومن هذا التعريف نجد أن جدول التدفقات المتعدد السنوات يركز على المبادئ التالية:

- ترتيب التدفقات المالية حسب أهميتها انطلاقاً من تدفقات الإستغلال ثم اللجوء إلى الإستدانة ثم عمليات رأس المال وباقي التدفقات الإستثنائية؛
- يركز على نموذج النمو المتوازن والعقلاني بوضع سقف لكل من الإستدانة والإستثمارات؛
- يركز على مبدأ التمويل الداخلي للنمو ممثلاً في الإحتياج في رأس المال العامل للإستغلال واستثمارات الإستغلال اعتماداً على الفائض الإجمالي للإستغلال؛

2.3. مكونات جدول التدفقات المالية المتعدد السنوات: يتكون هذا الجدول من الأرصدة التالية:

1.2.3. رصيد الإستغلال E: المتاحات بعد التمويل الداخلي للنمو (DAFIC): يتمثل في تدفق خزينة

الإستغلال بعد تغطية الإحتياجات المالية الضرورية للبقاء والنمو، حيث يتشكل هذا الرصيد بعد تغطية الفائض الإجمالي للإستغلال للزيادة في الإحتياج في رأس المال العامل للإستغلال واستثمارات الإستغلال ويمكن حسابه

كالآتي: رصيد الإستغلال E = الفائض الإجمالي للإستغلال - التغير في إحتياجات رأس المال العامل - استثمارات

أو رصيد الإستغلال E = فائض خزينة الإستغلال - استثمارات الإستغلال

• الفائض الإجمالي للإستغلال EBE = رقم الأعمال (مبيعات بضائع + إنتاج مباع)

- (الإستهلاكات الوسيطة + مصاريف المستخدمين + ضرائب ورسوم + مصاريف خارجية أخرى)

• فائض خزينة الإستغلال ETE = الفائض الإجمالي للإستغلال - التغير في إحتياجات رأس المال

العامل للإستغلال.

ويستخدم هذا المؤشر لقياس قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها داخليا أي تحقيق ما يعرف بالتوازن على مستوى النمو الداخلي، كما يقيس قدرة دورة الإستغلال على مواجهة استحقاقات دورة الإستدانة سواء ما تعلق بتسديد أقساط القروض أو المصاريف المالية والضرائب على الأرباح والإقتطاعات الأخرى، وهذا بشرط أن يكون الرصيد موجبا مما يساعد كذلك على اتخاذ قرارات إستراتيجية من طرف المؤسسة كالتوسع والتنويع والتكامل... إلخ.

2.2.3. الرصيد المالي F: ويتمثل في حصيللة التدفقات المالية المتعلقة بالإستدانة (التغير في الديون) والتدفقات الناتجة عن تسديد المصاريف المالية وأقساط قرض الإيجار، الضرائب على الأرباح واقتطاعات أخرى كمساهمات الأجور، ويمكن حسابه وفقا للعلاقة التالية:

$$\begin{aligned} \text{الرصيد المالي } F &= \text{التغير في الديون المالية ق. م. ط. الأجل} \\ &- \text{المصاريف المالية وأقساط قرض الإيجار} \\ &- \text{الضرائب على الأرباح} \\ &- \text{إقتطاعات أخرى (مساهمات الأجور)} \end{aligned}$$

3.2.3. الرصيد الجاري G: ونحصل على الرصيد الجاري بجمع رصيد المتاحات بعد التمويل الداخلي للنمو

$$G = E + F$$

(DAFIC) والرصيد المالي، أي:

ويعبر الرصيد الجاري عن الفائض أو العجز الذي تحققه جميع العمليات المالية، إذ يتحقق التوازن المالي على

مستوى الجدول عندما تقترب المتاحات من الصفر، حيث يدل على التقيد بالمعايير المثلى للأرصدة E, F, G

جدول التدفقات المالية المتعدد السنوات TPF

N+2	N+1	N	البيان	
			رقم الأعمال	
			الإستهلاكات الوسيطة (المشتريات + التغير في المخزون)	-
			مصاريف المستخدمين	-
			ضرائب ورسوم ومصاريف خارجية أخرى	-
			الفائض الإجمالي للإستغلال EBE	=
			التغير في احتياج رأس المال العامل للإستغلال	-
			فائض خزانة الإستغلال ETE	=
			استثمارات الإستغلال	-
			رصيد الإستغلال E: المتاحات بعد التمويل الداخلي للنمو	=
			التغير في الديون ق.م.ط. الأجل	
			المصاريف المالية وأقساط قرض الإيجار	-
			الضرائب على الأرباح	-
			إقتطاعات أخرى (مساهمات الأجور)	-
			الرصيد المالي F	=
			الرصيد الجاري E+F: G	
			الرفع في رأس المال	+
			توزيع الأرباح (مكافآت رأس المال)	-
			إيرادات التنازل عن الأصول	+
			إيرادات مالية	+
			إعانات الإستثمار	+
			رصيد العمليات الإستثنائية	-/+
			التغير في الإحتياج في رأس المال العامل خارج الإستغلال	-
			رصيد الخزانة	=

ويهدف جدول التدفقات المالية المتعدد السنوات إلى تحقيق هدفين هما:

- نمو متوازن يتحقق عندما يتجه رصيد المتاحات بعد التمويل الداخلي للنمو نحو الصفر؛
- استدامة صافية عندما يقترب الرصيد المالي من الصفر.

وهذا ما يعبر عنه الرصيد الجاري عندما يكون $G = 0$ ، أما في الحالتين الأخريتين فتختلف السياسة المالية

للمؤسسة حسب كل حالة كما يلي:

○ $G > 0$: السلوك المناسب للمؤسسة هو تطبيق إستراتيجية التنويع بغية توظيف الفوائض المالية المحققة على

مستوى دورة الإستغلال؛

○ $G < 0$: تلجأ المؤسسة إلى التنازل عن الإستثمارات أو الرفع في رأس المال من أجل تدارك العجز المحقق على

مستوى دورة الإستغلال.

تمرين تطبيقي: لنكن لدينا معطيات مؤسسة الرجاء لدورتها الأولى في النشاط 2012 سنة كما يلي:

عمليات الاستغلال:

فاتورة شراء مواد أولية: 80000

الأجور :

الأجر الإجمالي: 56000

اقتطاعات : 7280

الأجر الصافي: 48720

مصاريف الأجور 22400

فاتورة مبيعات منتجات تامة 250000

تحصيلات من الزبائن 120000

فاتورة مصاريف خدمات خارجية 24000

دفع لموردي المواد 70000

التغير في مخ المواد الأولية 12000

التغير في مخ المنتجات التامة 43000

عمليات الاستثمار:

فاتورة شراء آلات تملك خطيا لمدة 5 سنوات 246000

فاتورة شراء مباني تهتك خطيا لمدة 20 سنة 279000

مدفوعات لوردي الاصول الثابتة 510000

عمليات التمويل:

قرض نقدا 400000

قرض محصل بمعدل فائدة 8 % بقيمة 200000

تسديد القسط الاول من القرض متضمن الفوائد 50091

المطلوب:

1- حساب ETE

2- إعداد جدول حسابات النتائج علما أن المؤسسة معفاة من الضرائب على الأرباح.

3- إعداد جدول تدفقات الخزينة.

حل التمرين:

$$ETE-1 = \text{تحصيلات الاستغلال} - \text{مدفوعات الاستغلال}$$

$$= \text{دفع الزبائن} - (\text{دفع الموردين} + \text{صافي الاجور} + \text{مصاريف اجتماعية})$$

$$= 120000 - (70000 + 48720 + (22400 + 7280) \times 12/11)$$

$$= 25927 \text{ دينار}$$

2- اعداد جدول حسابات النتائج :

المبالغ	البيان
250000	رقم الاعمال
43000	+ انتاج مخزون
293000	= انتاج الدورة
80000	مشتريات المادة الاولية

12000-	- Δ مخ المواد الاولية
68000	= الاستهلاكات
24000	- خدمات خارجية
201000	= القيمة المضافة
56000	- الاجور
22400	- تكاليف الاجور
122600	= EBE
63150	- الاهتلاكات
59450	= نتيجة الاستغلال
16000	- المصاريف المالية
43450	= نتيجة جارية قبل الضريبة
43450	= نتيجة صافية

3- اعداد جدول تدفقات الخزينة بالطريقة المباشرة

السنة N-1	السنة N	ملاحظة	البيان
	122600 (148527)		الفائض الإجمالي للاستغلال EBE - التغير في الاحتياج في رأس المال العامل ΔBFR
	(25927)		فائض خزينة الاستغلال ETE
	(510000)		التنازل عن الاستثمارات - حيازة الاستثمار
	(535927)		تدفق الخزينة المتاح قبل الضرائب والمصاريف المالية FTD
	(16000) 400000		- المصاريف المالية - ضرائب على الأرباح رفع رأس المال نقدا مكافآت راس المال (التوزيعات)

	(151927)		الاستدانة
	200000 (34091)		قروض جديدة + تسديد القروض
	13982		التغير في الخزينة

4- إعداد جدول تدفقات الخزينة بالطريقة غير مباشرة:

السنة N-1	السنة N	ملاحظة	البيان
	43450 63150 106600 148527		النتيجة الصافية + مخصصات الاهتلاك والمؤونات = القدرة على التمويل الذاتي - التغير في الاحتياج في رأس المال العامل ΔBFR_G
	(41927)		أ = تدفق خزينة الناتج عن عمليات الاستغلال
	510000		نفقات الاستثمارات - التنازل عن الاستثمارات
	510000		ب = تدفق الاستثمار
	(551927)		أ - ب = تدفق الخزينة المتاح بعد الضريبة و المصاريف المالية
	400000		الرفع في الأموال الخاصة - مكافآت رأس المال
	(151927)		ج = الاستدانة
	200000 (34091)		قروض جديدة + تسديد القروض
	13982		التغير في الخزينة

4-2. جدول تدفقات الخزينة وفق النظام المحاسبي المالي الجزائري:

أ. بالطريقة المباشرة: يمكن تشكيل جدول تدفقات الخزينة بالطريقة المباشرة كآتي:

السنة N-1	السنة N	ملاحظة	البيان
			تدفقات الخزينة المرتبط بأنشطة الاستغلال
			التحصيلات المقبوضة من عند الزبائن - المبالغ المدفوعة للموردين والمستخدمين - الفوائد و المصاريف المالية الاخرى المدفوعة - الضرائب على النتائج المدفوعة
			تدفقات الخزينة قبل العناصر غير العادية (الاستثنائية)
			صافي تدفقات الخزينة المرتبط بأنشطة الاستغلال (A)
			تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار - تسديدات لحيازة قيم ثابتة مادية و معنوية + التحصيلات على عمليات التنازل للقيم الثابتة المادية والمعنوية - تسديدات لحيازة قيم ثابتة مالية + التحصيلات عن عمليات التنازل عن قيم ثابتة مالية + الفوائد المحصلة من التوظيفات المالية + الحصص والاقساط المقبوضة من النتائج المسلمة
			صافي تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار (B)
			تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل + التحصيلات في أعقاب اصدار أسهم - الحصص وغيرها من التوزيعات التي تم القيام بها - التحصيلات المتأتية من القروض - تسديدات القروض أو الديون الاخرى المماثلة
			صافي تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل (C)
			تأثر تغيرات سعر الصرف على السيولات و شبه السيولات

			تغير أموال الخزينة في الفترة (A+B+C)
			أموال الخزينة ومعادلاتها عند افتتاح السنة المالية
			أموال الخزينة ومعادلاتها عند اقفال السنة المالية
			تغير أموال الخزينة خلال الفترة
			المقارنة مع النتيجة المحاسبية

تمرين تطبيقي:

فيما يلي قائمة الدخل لشركة الربيع العربي لعام 2011 و قائمة المركز المالي المقارنة كما في 2011/12/31 و 2010/12/31 على التوالي:

شركة الربيع العربي التجارية

قائمة الدخل عن الفترة المنتهية في 2011/12/31

المبالغ	البيان
60000	صافي المبيعات
(30000)	تكلفة البضاعة المباعة
30000	مجمّل الربح
(10000)	المصاريف التشغيلية
20000	صافي الربح التشغيل
(5000)	مصرف الفوائد
15000	صافي ربح قبل الضريبة
(3000)	ضريبة الدخل (20%)
12000	صافي الربح بعد الضريبة

قائمة المركز المالي المقارنة كما في 2011/12/31 و 2010/12/31

2011/12/31	2010/12/31	البيان
		الأصول
18000	12000	النقدية
15000	24000	الذمم المدينة (بالصافي)
15000	13000	المخزون
95000	80000	أصول غير متداولة (ثابتة)
(30000)	(20000)	مجمع اهتلاك الاصول الثابتة
43000	51000	استثمارات طويلة الاجل
156000	160000	إجمالي الأصول
		الالتزامات و حقوق الملكية
30000	22000	الذمم الدائنة
20000	33000	مصاريف مستحقة الدفع
6000	11000	فوائد مستحقة الدفع
30000	44000	سندات طويلة الأجل
41000	30000	رأس مال الأسهم العادية
29000	20000	الأرباح المحتجزة
156000	160000	إجمالي الالتزامات و حقوق الملكية

كما توفرت لديك المعلومات الاضافية لعام 2011:

- لم يتم بيع أي أصول ثابتة خلال الفترة و تم شراء معدات نقدا.
- تم بيع استثمارات نقدا بتكلفتها خلال العام و تم دفع توزيعات أرباح نقدية.
- تم اصدار أسهم نقدا بالقيمة الاسمية و تم سداد سندات نقدا خلال العام.

المطلوب: إعداد جدول تدفقات الخزينة بالطريقة الغير مباشرة.

حل المثال:

جدول تدفقات الخزينة للسنة المالية المنتهية في 2011/12/31 بالطريقة المباشرة

السنة N	ملاحظة	البيان
		تدفقات الخزينة المرتبط بأنشطة الاستغلال
⁽¹⁾ 69000		التحصيلات المقبوضة من عند الزبائن
⁽²⁾ (24000)		- المبالغ المدفوعة للموردين والمستخدمين
⁽³⁾ (13000)		- النقدية المدفوعة للمصروفات التشغيلية
(3000)		- النقدية المدفوعة على مصاريف ضريبة الدخل
(10000)		يطرح النقدية المدفوعة على مصروف الفائدة المدفوع (5000+11000-6000)
19000		صافي تدفقات الخزينة المرتبط بأنشطة الاستغلال (A)
8000		تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمارية
(15000)		+ التحصيلات على عمليات التنازل للقيم الثابتة المادية والمعنوية
		- النقدية المدفوعة لشراء موجودات ثابتة
(7000)		صافي تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار (B)
(3000)		تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل
		+/- توزيعات أرباح نقدية على المالكين
(3000)		(29000-12000+20000)
11000		- تسديد سندات
		+ زيادة رأس المال
(6000)		صافي تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل (C)
6000		تغير أموال الخزينة في الفترة (A+B+C)
12000		أموال الخزينة ومعادلاتها عند افتتاح السنة المالية
18000		أموال الخزينة ومعادلاتها عند اقفال السنة المالية

ملاحظات على الحل:

(1) قيمة النقدية المقبوضة من العملاء = صافي المبيعات + النقص في رصيد الذمم المدنية

$$= 60000 + (15000 - 24000)$$

$$= 69000 \text{ دينار}$$

(2) النقدية المدفوعة للموردين = تكلفة البضعة المباعة - الزيادة في الذمم الدائنة خلال السنة + الزيادة في

المخزون السلعي خلال السنة

$$= 30000 - 8000 + 2000 = 24000 \text{ دينار}$$

(3) النقدية المدفوعة على المصروفات الادارية والتشغيلية = المصروفات الادارية والتشغيلية

- النقص في رصيد المصروفات المستحقة الدفع خلال الفترة

- مصروفات الاهتلاك (وغير من المصروفات التشغيلية غير النقدية)

$$= 10000 - 13000 + 10000 = 13000 \text{ دينار}$$

ب- بالطريقة غير المباشرة: يمكن تشكيل جدول تدفقات الخزينة بطريقة غير مباشرة كالآتي:

السنة N-1	السنة N	ملاحظة	البيان
			تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال
			صافي نتيجة السنة المالية تصحيحات من أجل: - الاهتلاكات و الارصيدة - تغير الضرائب المؤجلة - تغير المخزونات - تغير الزبائن والحسابات الدائنة الاخرى - تغير الموردون والديون الاخرى - نقص أو زيادة قيمة التنازل الصافية من الضرائب
			تدفقات الخزينة الناجمة عن أنشطة الاستغلال (A)
			تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار - مسحوبات عن اقتناء تشييات + تحصيلات التنازل عن تشييات - تأثير تغيرات محيط الادماج
			تدفقات الخزينة المرتبطة بأنشطة الاستثمار (B)
			تدفقات الخزينة المرتبطة بأنشطة التمويل الحصص المدفوعة للمساهمين - زيادة رأس المال النقدي (المفقودات) - اصدار قروض - تسديد قروض
			تدفقات الخزينة المرتبطة بأنشطة التمويل (C)
			تغير أموال الخزينة في الفترة (A+B+C)
			أموال الخزينة عند الافتتاح
			أموال الخزينة عند الاقفال
			تأثير تغيرات سعر العملات الاجنبية
			المقاربة مع النتيجة المحاسبية

مثال: نفس معطيات التمرين السابق، المطلوب إعداد جدول تدفقات الخزينة بالطريقة الغير مباشرة.

الحل:

السنة N	ملاحظة	البيان
		تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال
20000		صافي الدخل قبل الفوائد والضرائب (5000+3000+12000)
10000		مصروف الاهتلاك (الزيادة في مجمع الاهتلاك)
9000		النقص في حسابات الذمم المدينة
(2000)		- الزيادات في المخزونات
8000		+ الزيادة في حسابات الذمم الدائنة
(13000)		- النقص في مصاريف مستحقة الدفع
(3000)		- يطرح النقدية المدفوعة على مصروف ضريبة الدخل
10000		- النقدية المدفوعة على مصروف الفائدة (5000+5000)
19000		تدفقات الخزينة الناجمة عن أنشطة الاستغلال (A)
		تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار
8000		+ المتحصلات النقدية من بيع استثمارات طويلة الأجل
(15000)		- النقدية المدفوعة لشراء موجودات ثابتة
(7000)		تدفقات الخزينة المرتبطة بأنشطة الاستثمار (B)
		تدفقات الخزينة المرتبطة بأنشطة التمويل
(3000)		توزيعات أرباح نقدية على المالكين
(14000)		(29000-12000+20000)
11000		- تسديد سندات
(6000)		- زيادة في رأس المال
		تدفقات الخزينة المرتبطة بأنشطة التمويل (C)
6000		تغير أموال الخزينة في الفترة (A+B+C)
12000		أموال الخزينة عند الافتتاح
18000		أموال الخزينة عند الاقفال

ملاحظات على الحل:

1- مصروف الاهتلاك للفترة يمثل الفرق بين رصيد أول المدة و اخر المدة لمجمع الاهتلاك، بافتراض عدم بيع أي أصول ثابتة خلال الفترة.

2- ان مبلغ كل نشاط من الانشطة الاستثمارية والتمويلية يمثل هذا السؤال الفرق بين رصيد أول المدة و اخر المدة.

3- ان التوزيعات النقدية والبالغة 3000 دينار تم احتسابها كما يلي:

رصيد الارباح المحتجزة أول المدة + صافي ربح الفترة - الارباح المحتجزة اخر المدة.

4- يلاحظ أن النقدية وما يعادلها نهاية السنة البالغة 18000 دينار تساوي النقدية وما يعادلها في بداية السنة

12000 دينار + صافي الزيادة في النقدية وما يعادلها خلال العام البالغة 6000 دينار.

الموضوع VI: المردودية وأثر الرافعة

تمهيد: من بين العوامل المحددة لمستوى الأداء في المؤسسة هو هيكل التمويل بالرغم من أن دور هذا الهيكل معقد ومحل جدل كبير، وتحليل أثر الرافعة المالية يسمح بإعطاء أثر الهيكل المالي على مردودية المؤسسة، وتعتبر المردودية أداة لقياس الفعالية الاقتصادية للنشاط ومعياري لاتخاذ القرارات الهامة، حيث تعتبر وسيلة في يد متخذ القرار المالي لقياس أثر الإستدانة على المردودية.

1. مفهوم المردودية: تعرف المردودية على أنها ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها، حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية، وتنقسم المردودية إلى نوعين هما المردودية الاقتصادية والمردودية المالية.

1.1. المردودية الاقتصادية: تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي فقط وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الإستثنائي، وتدعى كذلك بمردودية الإستغلال حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الإستغلال ممثلة بنتيجة الإستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية، ويقاس معدل المردودية الاقتصادية بالعلاقة التالية:

$$\text{المردودية الاقتصادية (Re)} = \text{نتيجة الإستغلال بعد الضريبة} / \text{الأصول الاقتصادية}$$

وهي تقيس مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول اقتصادية في تكوين نتيجة الإستغلال، أي مساهمة الإستثمارات الصافية والإحتياج في رأس المال العامل في تحقيق نتيجة الإستغلال المحصل عليها بالفرق بين إيرادات ومصاريف الإستغلال.

لكن هناك مشكل قد يواجه عملية حساب المردودية الاقتصادية للمؤسسة ذات الأصول الاقتصادية السالبة، وهي حالات نادرة نتيجة لتحقيقها BFR سالب تفوق قيمته المطلقة حجم الإستثمارات الصافية وتكون المؤسسة في هذه الحالة موفورة مالياً، أي أنها تتمتع بفائض في السيولة النقدية عادة ما تستخدم كتوظيفات

مالية (قيم منقولة للتوظيف) تدر نتيجة لذلك إيرادات مالية معتبرة قد تفوق في بعض الحالات إيرادات الإستغلال المحققة بواسطة أنشطة الإستغلال، وفي هذه الحالة حسب العلاقة السابقة نتحصل على مردودية سالبة لأن نتيجة الإستغلال موجبة في حين أن الأصول الإقتصادية سالبة، وعليه لتصحيح هذه الوضعية نقوم بإدراج الإيرادات المالية الناتجة عن التوظيفات المالية وبالتالي نتحصل على مردودية موجبة، وتصبح العلاقة كالتالي:

$$\text{المردودية الإقتصادية (Re)} = (\text{نتيجة الإستغلال بعد الضريبة} + \text{الإيرادات المالية}) / (\text{الأصول الإقتصادية} + \text{التوظيفات})$$

لكن إدراج كل من التوظيفات المالية والإيرادات المالية يثير الكثير من الجدل باعتبارهما غير تابعين من أنشطة الإستغلال بل من نشاط ثانوي، وفي هذه الحالة لا يمكن تسميتها بمردودية الإستغلال لكن الرد على هذا الجدل ممكن باعتبار أن المؤسسة قامت فقط بتنويع أنشطتها نحو نشاط مالي مريح بفضل الراحة المالية التي تتمتع بها وهو ما يتوافق مع منطق سوق المال.

2.1. المردودية المالية: وتدعى كذلك بمردودية الأموال الخاصة، إذ تقيس قدرة المؤسسة على تحقيق مردودية انطلاقاً من كافة أنشطتها، وتسمى أحياناً بمعدل المردودية الإجمالية وأحياناً أخرى مردودية المساهمين، حيث تحسب انطلاقاً من معدل المردودية المالية المتمثل في نسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة الذي خصص لتمويل الإحتياجات المالية للمؤسسة، وبالتالي فهي من أهم مؤشرات تقييم الإستثمار المالي المستخدم من طرف المساهمين.

$$\text{مردودية الأموال الخاصة (Rcp)} = \text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}$$

حيث تحدد العلاقة أعلاه، مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع حجم الأموال الخاصة، ويمكن بقراءة معمقة تعريف مردودية الأموال الخاصة على أنها معدل المردودية الإقتصادية عند مستوى إستدانة معدوم .

2. مبدأ الرافعة المالية: اعتماداً على مفهوم المردودية السابق، يمكن تحديد أثر الرافعة المالية، ويتمثل في الفرق بين المردودية المالية والمردودية الإقتصادية بعد الضريبة.

1.2. مفهوم الرافعة المالية: الرافعة المالية هي نسبة الديون (أو الإئستدانة الصافية) إلى الأموال الخاصة، وهي تقيس حاجة المؤسسة إلى التمويل الخارجي اعتمادا على الإئستدانة وتدعى أحيانا بنسبة الهيكل المالي، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{الديون (الإئستدانة الصافية)}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

وتستخدم هذه النسبة في قياس درجة الإئستقلالية المالية إضافة قياس أثر الإئستدانة المتمثل في الأثر الناتج عن لجوء المؤسسة إلى الإئستدانة على المردودية المالية للمساهمين.

2.2. الصياغة الرياضية لأثر الرافعة المالية: في البداية يمكن الإشارة إلى أثر الضريبة على التحليل الذي قمنا باستعراضه لأثر الرافعة، فالضريبة هي اقتطاع من النتيجة فكل ناتج هو مولد للضريبة وكل تكلفة تخفض من الضريبة (في حدود الربح الذي تحققه المؤسسة)، وعليه يمكننا حساب نتيجة اقتصادية صافية من الضرائب على الأرباح بضرب نتيجة الإئستغلال في معدل الضريبة وطرحها من النتيجة الإجمالية. ويمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية انطلاقا من المعطيات التالية:

RE: نتيجة الإئستغلال	Re: المردودية الإئقتصادية	Cp: الأموال الخاصة	i: تكلفة الإئستدانة
Rn: النتيجة الصافية	Rcp: المردودية المالية	D: الديون	t: معدل الضريبة

المردودية المالية رمزها Rf أو Rcp مردودية الأموال الخاصة

$$Rn = (RE - iD).(1-t) \quad \text{مما سبق يمكن تحديد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الإئستغلال:} \quad (1) \dots\dots\dots$$

$$Rcp = \frac{Rn}{Cp} \quad \text{وبقسمة طرفي المعادلة (1) على قيمة الأموال الخاصة (Cp) نجد أن:}$$

$$Rcp = \frac{(RE - iD).(1-t)}{Cp} \quad (2) \dots\dots\dots$$

ثم نقسم طرفي كسر المعادلة (2) على الهيكل للمؤسسة ككل (Cp+D) فنحصل على:

$$R_{cp} = [((RE - iD).(1-t))/(Cp+D)]/[Cp/(Cp+D)]$$

$$R_{cp} = [(RE/(CP+D)-(iD/(Cp+D)).(1-t).[(Cp+D)/Cp]$$

$$R_{cp} = [Re - (iD/(Cp+D)).(1-t).[(Cp+D)/Cp]$$

$$R_{cp} = [(Re.(Cp+D)/Cp) - (iD/(Cp+D).(Cp+D)/Cp)].(1-t)$$

$$R_{cp} = [(Re.CP/CP)+(Re.D/Cp) - (iD/Cp)].(1-t)$$

$$R_{cp} = [Re + (Re-i)/(D/Cp)].(1-t)$$

$$R_{cp} = Re.(1-t)+(Re-i).(D/Cp). (1-t)$$

$$R_{cp} = Re.(1-t)+(Re-i).(D/Cp). (1-t)$$

حيث:

• (Re-i): الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة؛

• (D/Cp): الرافعة المالية وتقيس تركيبة الهيكل المالي؛

• (D/Cp).(Re-i): أثر الرافعة المالية.

3. حالات أثر الرافعة المالية: يهدف المحلل المالي من خلال حساب أثر الرافعة المالية إلى دراسة أثر الإستدانة

على مردودية الأموال الخاصة أو المردودية المالية، ومنه قد تكون الإستدانة ذات أثر إيجابي على المردودية المالية كما

قد تكون ذات أثر سلبي في حالات أخرى.

1.3. حالة انعدام الإستدانة (D=0): وهي حالة نادرة جدا، وعندها تمول الإحتياجات المالية بواسطة التمويل

الذاتي والرفع في رأس المال فقط، وفي هذه الحالة لا يوجد أثر للرافعة المالية وبالتالي تتساوى مردودية الأموال

الخاصة مع المردودية الإقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح.

$$R_{cp} = Re.(1-t)$$

2.3. حالة الإستدانة: وفي هذه الحالة يكون للهامش بين المردودية الإقتصادية وتكلفة الإستدانة تأثير على

المردودية المالية، وتنتج عنها الحالات التالية:

1.2.3. حالة المردودية الإقتصادية أعلى من تكلفة الإستدانة ($Re > i$): وفي هذه الحالة يكون أثر الرافعة المالية موجب، ومنه يمكن تحسين مردودية الأموال الخاصة بزيادة الرافعة المالية (D/Cp) أي زيادة اللجوء إلى الإستدانة يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة.

$$R_{cp} = Re.(1-t) + (Re-i).(D/Cp). (1-t) > 0$$

2.2.3. حالة المردودية الإقتصادية تساوي تكلفة الإستدانة ($Re = i$): هذه الوضعية تؤدي إلى تحييد أثر الرافعة المالية، وحينها تتوحد دلالة كل من مردودية الأموال الخاصة والمردودية الإقتصادية، وهي نفس حالة انعدام الإستدانة.

$$R_{cp} = Re.(1-t)$$

3.2.3. حالة المردودية الإقتصادية أقل من تكلفة الإستدانة ($Re < i$): وفي هذه الحالة يكون أثر الرافعة المالية سالب، ومنه تنخفض مردودية الأموال الخاصة بزيادة الإستدانة.

$$R_{cp} = Re.(1-t) + (Re-i).(D/Cp). (1-t) < 0$$

4. حدود أثر الرافعة المالية: رغم الأهمية البالغة التي تخصي بها أثر الرافعة المالية من طرف الباحثين والمسيرين الماليين، إلا أنها عرضة للكثير من الإنتقادات حيث تنطلق من الكثير من الافتراضات التي لا تطابق الواقع العملي ومن بينها:

- إهمال النتيجة الإستثنائية في حساب النتيجة الصافية والإكتفاء فقط بنتيجة الإستغلال والمصاريف المالية والضريبة على الأرباح، وهذا ما يناقض الواقع إذ تسجل الكثير من المؤسسات اليوم نتائج استثنائية ضخمة تسهم بشكل كبير في تحسين المردودية المالية، كما تؤدي المصاريف الإستثنائية دور المخفض في الضريبة على الأرباح إضافة إلى الدور الذي تلعبه المصاريف المالية.
- لم تشر إلى حالة تحقيق المؤسسة لخسائر على مستوى النتيجة وكل التركيز منصب حول الوضعيات التي تحقق فيها المؤسسة لنتائج إيجابية.

- إهمال الدور الذي تلعبه الإيرادات المالية في التخفيض من تكلفة الإستدانة كما أن التركيز على المصاريف المالية يلغي هذا الأثر وما له من انعكاسات إيجابية على المردودية المالية.

5. مثال توضيحي: يحتاج نشاط إنتاجي إلى رأس مال قدره 100 وحدة نقدية (استثمارات + الإحتياج في رأس المال العامل) وفي مرحلة البحث عن مصادر لتمويل الإحتياجات المالية وضعت أمام متخذ القرار التمويلي البدائل التمويلية التالية:

البيان	الفرضية 1	الفرضية 2	الفرضية 3	الفرضية 4
الأموال الخاصة Cp	100	80	60	25
الإستدانة D	0	20	40	75
نسبة الهيكل المالي D/Cp	0	1/4	2/3	3

لنفترض أن معدل الفائدة (تكلفة الإستدانة) ($i=12\%$) أما معدل المردودية الإقتصادية فيتغير كما يلي:

($Re = 10\%$) ($Re = 12\%$) ($Re = 16\%$) فحين أن معدل الضريبة على الأرباح هو ($t = 25\%$)

1/ حالة ($Re > i$):

البيان	الفرضية 1	الفرضية 2	الفرضية 3	الفرضية 4
الأموال الخاصة Cp	100	80	60	25
الإستدانة D	0	20	40	75
نسبة الهيكل المالي D/Cp	0	1/4	2/3	3
نتيجة الإستغلال RE	16	16	16	16
المصاريف المالية iD	0	2.4	4.8	9
الضريبة على أرباح الشركات	4	3.4	2.8	1.75
النتيجة الصافية Rn	12	10.2	8.4	5.25
المردودية المالية Rcp	12%	12.75%	14%	21%

2/ حالة (Re = i):

البيان	الفرضية 1	الفرضية 2	الفرضية 3	الفرضية 4
الأموال الخاصة Cp	100	80	60	25
الإستدانة D	0	20	40	75
نسبة الهيكل المالي D/Cp	0	1/4	2/3	3
نتيجة الإستغلال RE	12	12	12	12
المصاريف المالية iD	0	2.4	4.8	9
الضريبة على أرباح الشركات	3	2.4	1.8	0.75
النتيجة الصافية Rn	9	7.2	5.4	2.25
المردودية المالية Rcp	09%	09%	09%	09%

3/ حالة (Re < i):

البيان	الفرضية 1	الفرضية 2	الفرضية 3	الفرضية 4
الأموال الخاصة Cp	100	80	60	25
الإستدانة D	0	20	40	75
نسبة الهيكل المالي D/Cp	0	1/4	2/3	3
نتيجة الإستغلال RE	10	10	10	10
المصاريف المالية iD	0	2.4	4.8	9
الضريبة على أرباح الشركات	2.5	1.9	1.3	0.25
النتيجة الصافية Rn	7.5	5.7	3.9	0.75
المردودية المالية Rcp	07.5%	07.125%	06.5%	03%

الموضوع V: آليات تقييم واختيار الإستثمارات

تمهيد:

يحتاج كل فرد أو مجموعة من الأفراد في المجتمع إلى اتخاذ العديد من القرارات وفي مختلف المجالات، والمؤسسة باعتبارها جزءاً من هذا المجتمع فإن الكثير من قراراتها ترتبط بالنشاط الاقتصادي سواء على مستوى الإدارة أو على مستوى المجتمع ككل، وتحتاج المؤسسة إلى تقدير كيفية توزيع مواردها بين الاستخدامات المختلفة واختيار الشكل الملائم لاستثمار مدخراتها .

ويعتبر قرار الاستثمار على مستوى المؤسسة الاقتصادية من أهم القرارات الإدارية، لذا تسعى كل مؤسسة إلى التأكد من سلامة قراراتها الاستثمارية وذلك من خلال قياس مردوديتها، واختيار مصادر التمويل اللازمة لتمويل هذه الاستثمارات وبأقل تكلفة ممكنة، لذا سنتطرق في هذا الفصل إلى المباحث التالية:

وتخضع عملية تقييم واختيار الاستثمارات إلى مراحل متعددة ومتتابعة، كل مرحلة منها تعنى بجانب من جوانب الحكم على جدوى الإستثمار، ولذلك يطلق على هذه العملية أحياناً بدراسة جدوى المشروعات، وعلى العموم هناك ثلاث مراحل كبرى هي:

- مرحلة دراسة الجدوى والتي تشمل الدراسة الفنية، الدراسة المالية والدراسة التسويقية؛
- مرحلة تنفيذ أو إنجاز المشروع؛
- مرحلة التقييم والمتابعة.

ويقوم متخذ القرار المالي بمهمة اتخاذ القرارات المتعلقة بالمفاضلة بين البدائل الإستثمارية وذلك في حالات تجديد الإستثمار أو توسيع النشاط أو استبدال التكنولوجيا الحالية، وسنتطرق في هذا الموضوع إلى المفاهيم المتعلقة بالمشاريع الإستثمارية، والأدوات المستخدمة في تقييم هذه المشاريع وأهم المعايير التي يتخذها المسير كأداة لإختيار البديل الإستثماري الأفضل من بين مجموعة من البدائل المتاحة.

1. مفاهيم حول الإستثمار:

1.1. تعريف الإستثمار: هو استخدام رأس المال في تمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي وطبقا للمعايير

الإقتصادية والمالية فإنه يكون الإستثمار مقبولا إذا كان مجموع الأرباح المنتظرة منه أكبر من الأموال المستثمرة فيه خلال فترة زمنية تقدر بمدة حياة المشروع، وعليه فأساس تقييم واختيار الإستثمار يركز على العوائد المنتظرة من المشروع وتكلفة الأموال المستثمرة فيه، وفيما يلي عرض لبعض التعريفات الخاصة بالاستثمار:

" الإستثمار هو التخلي عن مبلغ حاضر وأكد على أمل الحصول على عوائد مستقبلية "

و يعرف الاستثمار من ناحيتين:

- **من الناحية المالية:** الاستثمار هو تخصيص أموال لحيازة أصول صناعية أو مالية، فهو إذن قرار تعبئة الأموال، أي تخصيص بهدف تحقيق أرباح خلال عدة فترات، من خلال هذا التعريف يمكن القول أن الاستثمار يشتمل على كل النفقات التي تساهم مباشرة في نشاط المؤسسة مثل تكوين العمال، تكاليف البحث والتطوير ولا يقتصر فقط على النفقات الخاصة بالاستثمارات المادية والمالية.

- **من الناحية المحاسبية:** يرتبط مفهوم الاستثمار مباشرة بتخصيص نفقات إلى مجموع الأصول الثابتة (قيم مادية، مالية ومعنوية) أي أن الاستثمار من الناحية المحاسبية هو كل ما سجل بجانب الأصول وتجاوزت مدته السنة (الأصول الثابتة).

2.1. أشكال وأنواع الاستثمار: بعد تعريفنا لمفهوم الاستثمار من وجهة النظر المحاسبية والاقتصادية والمالية،

يمكن تحديد أنواع الاستثمار المختلفة وهي كما يلي:

1.2.1. الاستثمار الحقيقي أو المادي: إن الاستثمار الحقيقي "يشمل الاستثمارات التي من شأنها أن تؤدي

إلى زيادة التكوين الرأسمالي في المجتمع أي زيادة طاقته الإنتاجية، ك شراء آلات ومعدات ومصانع جديدة"، ويعتبر

الاستثمار حقيقيا متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار والسلع، في حين لهذه الاستثمارات

علاقة بالطبيعة والبيئة، ولها كيان مادي ملموس ويترتب عنها منافع اقتصادية إضافية تزيد من ثروة المجتمع.

وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الاستثمار المستقر والاستثمار المستقل أو المباشر:

- فالاستثمار المستقر ينجم عن زيادة الطلب على منتج معين مما يدفع بالمؤسسة إلى الزيادة في الإنتاج، وتشمل هذه الحالة تحديث مشاريع المؤسسة، وتهدف إلى زيادة قدرتها التنافسية عن طريق تدنية تكاليف الإنتاج وتحسين النوعية.

- أما الاستثمار المباشر أو المستقل يحدث نتيجة لقرار إداري له علاقة بالسياسة العامة للمؤسسة الإنتاجية، فالتغيير في نوع المنتج أو طرح منتج جديد أو خلق شركة جديدة .

وتنقسم أنواع الاستثمار الحقيقي أو المادي إلى ما يلي:

❑ **الاستثمار في تكوين رأس المال الثابت:** وهو يمثل كل إضافة إلى الأصول المؤدية إلى توسيع الطاقات الإنتاجية في المؤسسة أو المحافظة عليها وصيانتها وتجديدها، وهذه الأصول هي دائمة الاستعمال، أو ما تسمى "الأصول المعمرة" تحددها الاعتبارات الفنية، وتكون صالحة للاستعمال خلال فترة زمنية معينة بهدف خلق تدفقات من السلع والخدمات.

وتكون هذه الأصول في شكلين مادي ومعنوي:

● **الاستثمار في الأصول المادية:** تمثل كل كيان مادي ملموس، سواء كان صناعيا أو تجاريا مثل: المصانع، الآلات، التجهيزات التقنية.

● **الاستثمار في الأصول المعنوية:** وتمثل في برامج الاختراع، اسم ومركز المحل التجاري، العلاقات التجارية، التراخيص، العقود وكذا نفقات التكوين، الإشهار البحث والتطوير.

❑ **الاستثمار في المخزون:** إن التوسع في المخزون السلعي يعمل على تسهيل العمليات الإنتاجية واستمرارها دون تعطل، بحيث تكون مستلزمات الإنتاج معدة للتشغيل دون توقف، فالتغير في المخزون السلعي إنما ينعكس أساسا في التغير في الاستثمار من سنة إلى أخرى.

وأن المخزون السلعي يتكون من سلع تامة الصنع، و سلع نصف مصنعة، ومواد أولوية تعد ضرورية لمختلف العمليات الإنتاجية لدى الأنشطة والقطاعات الاقتصادية في المجتمع، لأن هذه السلع المنتجة ليست كلها استهلاكية، بل تشمل أيضا سلع وسيطة، و سلع استثمارية، وعليه فإن التغير في المخزون، أي الإضافة إلى الرصيد الكمي للمخزون يعتبر شكلا من أشكال الاستثمار.

2.2.1. الاستثمار المالي: يتجسد هذا النوع من الاستثمار من خلال استخدام الفائض من أرباح أية مؤسسة

في شراء الأسهم والسندات، الأمر الذي يقوي من مركز تلك المؤسسة وقد ينعكس في تحسين إنتاجيتها.

فالاستثمارات المالية هي عبارة عن حقوق تنشأ عن معاملات مالية بين الأفراد والمؤسسات، ويمكن التعبير عن هذه الحقوق بوثائق أو مستندات تسمى بالأصول المالية، وهذه الأخيرة تبرهن لصاحبها الحق في مطالبة الجهة التي أصدرتها بقيمتها وعوائدها، في حين يترتب على الاستثمار في الأصول المالية قيمة مضافة، ومثال ذلك عند إصدار مؤسسة صناعية أسهما إضافية لتمويل عملية توسع في المؤسسة فهذه العملية تحمل في طياتها استثمارا حقيقيا أو اقتصاديا، لأن الأموال والمبالغ التي ستحصل عليها المؤسسات عند إصدار السندات أو الأسهم ستستخدمها في شراء أصول حقيقية جديدة كالآلات والمعدات، وهذه الأصول يترتب عنها خلق منافع جديدة متمثلة في شكل سلع أو خدمات، وما يمكن ملاحظته في هذا المجال هو أن المدلول الاقتصادي للأسهم المصدرة سينتهي في السوق الأولية أي بعد الانتهاء من عملية الإصدار، أما العمليات التي تطرأ على تداول الأسهم المصدرة في السوق الثانوي فيما بعد فسيدخل تحت باب الاستثمار المالي.

ويمكن توضيح أهم الإستثمارات المالية في العناصر التالية:

✕ الأسهم: وهي صكوك ملكية تعد بمثابة حق في الملكية للمؤسسة التي تعطي لحاملها بعض الحقوق، بالإضافة إلى حصوله على أرباحا إذا ما حققت المؤسسة أرباحا، ويتحمل معها الخسارة إذا ما حققت خسارة.

✕ السندات: هي عبارة عن عقد أو اتفاق بين المؤسسة (المقترض) والمستثمر (المقرض) بحيث يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره بتسديد أصل المبلغ والفوائد المتفق عليها عند وصول أجل الاستحقاق.

✕ المبادلات: هي عقود جاءت لتغطية مخاطر سعر الصرف، وتعرف بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، ويتم تسويتها على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية، سنوية)، ولا يتم تسوية الأرباح أو الخسائر يوميا.

✕ الخيارات: جاءت لتغطية مخاطر تغيير أسعار الأوراق المالية والتي يملك فيها المستثمر الحق (وليس الإلزام) في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، وذلك نظير مبلغ معين غير قابل للاسترداد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض أو المكافأة.

✕ المستقبلات: هو عقد يتم بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري بغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق.

3.2.1. استثمار الموارد البشرية والاستثمار الاجتماعي: ويمكن تعريفهما كما يلي:

- إن الرأسمال البشري يظهر كنفقات عند استعماله، كعامل من عوامل الإنتاج، والتي تمثل مجموع الكفاءات الإنتاجية الفردية المتعلقة بصحة الفرد، والكفاءة الفيزيولوجية، وخبرته في العمل، وتكوينه وتدريبه المهني في الميدان.

- أما الاستثمار الاجتماعي يقصد به إذا كان أثر الاستثمار لا يؤدي إلى رفع القدرة الإنتاجية بتاتا مثل بناء التجهيزات العسكرية والأمنية، أو تؤدي إلى رفع القدرة الإنتاجية ولكن بطريقة غير مباشرة، كمؤسسات التكوين والتعليم، فإن هذا الاستثمار يسمى "استثمار غير إنتاجي".

وهذا الاستثمار الذي يؤثر بصفة غير مباشرة على قدرة المجتمع على خلق الإنتاج، مثل تكوين وتدريب العمال وتحسين مستواهم المعيشي، نظرا لما يترتب عن ذلك من رفع إنتاجيتهم .

ولذلك يغلب على الاستثمار الاجتماعي الطابع الكيفي والنوعي على الطابع المادي، مثل إنشاء الملاعب والنوادي الرياضية والترفيهية والثقافية والسياحية... الخ. فتقاس المردودية في هذا النوع من الاستثمار بمدى التحسن والتطور الذي يحصل في طبيعة العلاقات الاجتماعية بين أفراد المؤسسة.

ويندرج في إطار الاستثمار الاستراتيجي أو الاجتماعي جملة من المشاريع الحكومية، كمشاريع مراكز الأمن، والصحة العمومية، وشق الطرقات، أي المشاريع ذات الطابع الاجتماعي.

4.2.1. الاستثمار التجاري والاستثمار في البحث والتطوير: ويتفرع إلى:

✕ **الاستثمار التجاري:** إن المبالغ المنفقة في مجال الدعاية والاستثمار في المؤسسات التجارية بهدف الأعمال التجارية وتصريف السلع، تعتبر استثمارات قائمة بذاتها، فالمرودود المتوقع من وراء مصاريف الدعاية والإعلان يختلف عن المرودود المتوقع من الاستثمارات المختلفة الأخرى.

✕ **الاستثمار في البحث والتطوير:** يكتسي هذا النوع من الاستثمار أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسات والمشاريع الضخمة لما له من أهمية في استعمال الآلات والتجهيزات المتطورة تقنيا وهذا ما يسمح للمؤسسة بمضاعفة الإنتاج والإنتاجية، تحسين جودة المنتج، تدنية تكاليفه، لأن المؤسسة تكون دائما في وضع منافسة أمام عدة مؤسسات أخرى، وبالتالي عندما تستثمر في مجال البحوث العلمية، وتطوير المنتجات يعطي للمؤسسة وضعاً جدياً حسن في السوق المحلي والأسواق العالمية.

5.2.1. **الاستثمارات المؤقتة:** هي تلك الاستثمارات التي يخطط المستثمر لبيعها بعد فترة قصيرة من شرائها يتولد عنها عائداً ضئيلاً نسبياً، ويرجع ذلك إلى انخفاض المخاطر التي تتعرض لها هذه الاستثمارات من أمثلتها: الاستثمارات في أذونات الخزينة وهي صكوك مديونية يمكن لحاملها تحويلها إلى نقد عند الطلب، دون تعرضه لخسائر مالية على الإطلاق، كالأوراق المالية المضمونة التي تصدرها الحكومة، شهادات الإيداع ذات الفائدة والتي يتحدد تاريخ استحقاقها بالتعويض مع البنك الذي أصدرها، ودائع التوفير التي تستحق عند الطلب، الودائع لأجل.

6.2.1. الاستثمارات الصديقة للبيئة: هي تلك الاستثمارات التي تهدف إلى جانب تحقيق الربحية المحافظة على البيئة والثروات الطبيعية، أو بالأحرى هي الاستثمارات التي تحافظ على رأس المال الطبيعي وتضمن تجدد ونموه ومن أمثلتها:

- الاستثمارات في مجال تنقية وتصفية المياه الملوثة؛

- الاستثمارات في مجال تنقية الهواء الملوث... الخ.

3.1. تصنيف الاستثمار: تخضع عملية تصنيف الاستثمارات إلى جملة من المعايير والأسس، ومن ثم فإنه يوجد الكثير من التصنيفات، ومن أهمها:

1.3.1. تصنيف الاستثمارات حسب زمن التدفقات المالية: تصنف هذه الاستثمارات انطلاقاً من زمن دخول وخروج التدفقات المالية للمشروع وهي كما يلي:

- الاستثمار الذي يترتب عليه إنفاق تكاليف الاستثمار دفعة واحدة، ويترتب عن ذلك الحصول على إيرادات الاستثمار دفعة واحدة ، مثل النشاط الزراعي.

- الاستثمار الذي تستعمل نفقاته لفترات متعددة من أجل الحصول على إيراد واحد في فترة زمنية واحدة ، مثال ذلك حالة الاستثمار في البناء.

- الاستثمار الذي يقتضي استعمال نفقاته مرة واحدة، و يكون متبوعاً بإيرادات على شكل دفعات مستمرة، مثل استثمار رأسمال الثابت.

- الاستثمار يستعمل في هذه الحالة نفقاته لفترات متعددة خلال عمر المشروع، للحصول على إيرادات مستمرة و متوالية، أيضاً أثناء مدة حياة المشروع، مثل استثمارات المشاريع الصناعية.

2.3.1. تصنيف الاستثمارات حسب طبيعة علاقتها المتبادلة في البرنامج الاستثماري: تصنف هذه

الاستثمارات وفقاً لدرجة التبعية المتبادلة للمشاريع أو العلاقة الموجودة بين البرامج الاستثمارية، وفي هذا الصدد يفرق بين ثلاثة أنواع من الاستثمارات كما يلي:

- ✕ **المشاريع المستقلة:** وهي المشاريع التي تكون التدفقات النقدية لأحدهما لا تتأثر بقبول أو رفض المشروع الثاني، أي عند إنجاز أحد المشاريع، هذا لا يقتضي بالضرورة إنجاز المشاريع الأخرى.
- ✕ **المشاريع المكملة:** يتجسد هذا النوع من الاستثمارات إذا نتج عن اختيار أحد المشروعين، يؤدي إلى زيادة في إيرادات المشروع الثاني، أو انخفاض في نفقاته.
- ✕ **المشاريع المترافقة:** نفترض لدينا مشروعين استثماريين ونقول أنهما مترافقان إذا أدى قبول أحدهما، هذا يؤدي إلى ضرورة قبول الثاني وإذا أدى رفض أحدهما يؤدي إلى ضرورة رفض الثاني.
- 3.1.3. حسب الهدف من الاستثمار:** يأخذ الاستثمار حسب الهدف منه الأشكال التالية:
- ✕ **الاستثمارات الإحلالية (التجديدية):** يشمل قرار الإحلال على استبدال أصل قديم، سواء بانتهاء عمره الإنتاجي أو عدم صلاحيته للاستعمال أو لوجود أصل آخر أكثر تطوراً وأداءً، يؤدي نفس الغرض من أجل المحافظة على القدرة الإنتاجية والتوزيعية، ويزداد على الإحلال تطوير أساليب وأنظمة الإنتاج مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج أو تخفيض التكاليف.
- ✕ **الاستثمارات التوسعية:** والهدف منها توسيع الطاقة الإنتاجية والتوزيعية، وذلك بإدخال منتجات جديدة أو زيادة الإنتاج والمبيعات، يضمن هذا النوع كغيره نمو المؤسسة ويستجيب لحالات زيادة الطلب نسبياً وتقديرها ممكن.
- ✕ **استثمارات التنوع والبحث والتطوير:** والغرض منها تطوير أنشطة المؤسسة وتنميتها، وذلك بتوسيع سلسلة الإنتاج نوعياً وكمياً، هذه الاستثمارات مشروطة بالتطور التكنولوجي ونتائج البحث والتطوير، إذ يخضع دوماً هذا النوع من الاستثمارات للتغيرات قد تحدث أخطاءً في التقديرات.
- ✕ **الاستثمارات الإستراتيجية:** والهدف منها هو الدفاع أو الهجوم وذلك من أجل المحافظة على بقاء واستمرارية المؤسسة، كالباحث والتطوير للوصول إلى منتجات خاصة تحافظ على حصة المؤسسة في السوق، وكذا انتهاز إستراتيجيات تسمح لها بإنشاء فروع في دول أجنبية.

✕ الاستثمارات الإجبارية: وهي الاستثمارات التي تفرضها الظروف أو تفرض بواسطة القوانين، الهدف منها:

- الالتزام بالتشريعات (القوانين الوضعية) فيما يخص الصحة، الأمن، مكافحة التلوث؛

- تحسين المناخ الاجتماعي، كإنشاء مساكن للعاملين، توفير أماكن التوقف للسيارات الموظفين وغيرها.

4.3.1. حسب موقع الاستثمار: يمكن تصنيف الاستثمارات حسب موقعها إلى استثمارات محلية واستثمارات

خارجية.

✕ الاستثمارات المحلية: وهي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلي والتي يقوم بها المقيمون المحليين

داخل إقليم الدولة.

✕ الاستثمارات الخارجية (الأجنبية): وهي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية، مهما كانت

أدوات الاستثمار المستعملة، وتتم هذه الاستثمارات إما بشكل مباشر أو غير مباشر:

• الإستثمار المباشر: يكون الاستثمار مباشرة إذا كان المستثمر الفعلي (المراقبة الفعلية) في الاستثمار، ويتحدد

بمقدار المساهمة في رأس مال الشركة، وتعطي لصاحبها القدر الأكبر من المساهمة في رأس المال.

• الاستثمار غير المباشر: ويكون في شكل قروض أو اكتساب عن طريق السندات ذات الفوائد الثابتة أو

الأسهم دون التحكم في المشاريع الاستثمارية وكذلك باستعمال الأدوات المالية الجديدة التي ظهرت مع العولمة

المالية (الخيارات، المبادلات، المستقبلات).

4.1. اتخاذ القرار الاستثماري

القرار الاستثماري هو ضرورة المفاضلة بين بدائل مختلفة وإمكانيات عديدة وتقييمها من جميع النواحي المتعلقة

بها من حيث التمويل والتقدير المستقبلي للأرباح، لذلك فإن اتخاذ القرار الاستثماري يجب أن يتم عن طريق

مجموعة من المبادئ يمكن توضيحها من خلال العناصر التالية:

1.4.1. أنواع القرارات الاستثمارية: كل قرار استثماري يقوم به المستثمر يهدف من ورائه إلى تعظيم الأرباح

وتدنيه المخاطر، ومن أجل تحقيق هذه الغاية يواجه المستثمر ثلاثة أنواع من القرارات الاستثمارية هي:

✕ **قرار الشراء:** يتمثل هذا القرار في الرغبة في حيازة أصل مالي، ويلجأ المستثمر إلى هذا القرار عندما يرى بأن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة - مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المصاحبة لهذه التدفقات النقدية- تفوق القيمة السوقية الحالية للأصل المالي محل التداول، فهذه المعادلة تكون الرغبة والحافز لدى المستثمر لاتخاذ قرار الشراء.

✕ **قرار عدم التداول:** في هذا النوع من القرارات الاستثمارية يكون المستثمر أمام أصل مالي تكون قيمته السوقية الحالية تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة، وفي خضم هذه الوضعية لا تكون هناك عوائد ينتظرها المستثمر، وبالتالي لا يقوم بأي قرار سواء الشراء أو البيع.

✕ **قرار البيع:** يلجأ المستثمر إلى هذا القرار عندما تكون القيمة السوقية للأصل المالي الذي بحوزته أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة. وبالتالي في هذه الحالة يرى المستثمر بأن الفرصة مواتية لتحقيق أرباح، وعندما يتخذ قرار البيع وينتظر الوضعيات الجديدة التي تفرزها تمخضات قوى العرض والطلب في السوق ليعيد من جديد اتخاذ قرار الشراء أو عدمه، وهكذا تدور الدورة الاستثمارية.

5.1. خصائص المشروع الاستثماري: وتتمثل في الخصائص التالية:

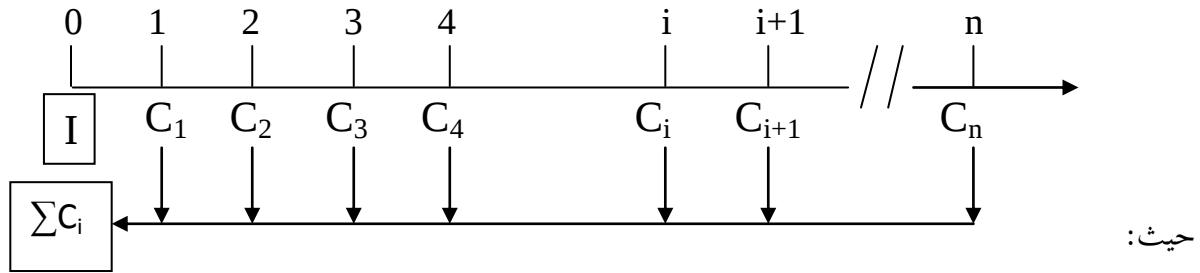
- **رأس المال المستثمر:** وهو جميع النفقات المستخدمة في إنجاز المشروع؛
- **مدة المشروع:** من اجل التقييم الجيد للأرباح المنتظرة من المشروع من الضروري تحديد مدة الإستثمار والتي تقدر عادة بمدة الإهلاك؛
- **التدفقات النقدية المتولدة عن المشروع:** وتتمثل في العوائد النقدية الناتجة عن الفرق بين التحصيلات المستلمة والنفقات المسددة، حيث يعرف التدفق النقدي **Cash flow** على أنه المدخلات النقدية السائلة للمشروع والذي يحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{التدفق النقدي} = \text{التحصيلات النقدية} - \text{النفقات النقدية}$$

أي أنه لا يدخل في حسابه الإيرادات والمصاريف المؤجلة ولا المصاريف الوهمية كالاكتلافات التي تسجل محاسيبا ولا تقتطع نقديا.

2. معايير وأدوات المفاضلة بين البدائل الإستثمارية في البيئة الأكيدة:

ترتكز عملية تقييم المشاريع الإستثمارية على مقارنة رأس المال المستثمر في المشروع بمجموع النفقات النقدية خلال مدة المشروع.



I: تكلفة الإستثمار

C_i : التدفق النقدي السنوي.

1.2. أدوات المرتكزة على المردودية:

1.1.2. معدل المردودية المتوسطة: على الرغم من بساطة هذا الأسلوب إلا أنه قليل الإستخدام في مجال

تقييم الإستثمارات وذلك بسبب أخذه بالقيم المحاسبية (الدفترية) دون اعتبار لعنصر الزمن، أي أنه يعطي نفس الوزن لكل التدفقات النقدية السنوية، ويتمثل معدل المردودية المتوسطة في نسبة متوسط العوائد السنوية الصافية بعد الضريبة إلى تكلفة الإستثمار، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل المردودية المتوسطة (Rm)} = \frac{\text{النتيجة المتوسطة}}{\text{تكلفة}}$$

حيث:

$$\text{النتيجة المتوسطة} = \frac{\text{مجموع النتائج السنوية}}{\text{عدد}}$$

ويعتبر البديل الإستثماري الأكبر مردودية متوسطة هو الأفضل .

مثال :

تبحث أحد المؤسسات المفاضلة بين إتراحين مختلفين لإقتناء آلة ويتطلب الإقتراح الأول إستثمار مبدئي قدره 28.000 ون ويتطلب الإقتراح الثاني إستثمار مبدئي قدره 32.000 ون، ويبلغ العمر الإنتاجي للآلة في كلا الحالتين 4 سنوات، لا توجد قيمة متبقية (خردة) عند نهاية المشروع ويمكن توضيح نتائج كلا الإقتراحين في الجدول التالي :

البيان	الإقتراح الأول	الإقتراح الثاني
1	3.000	1.000
2	3.000	1.500
3	3.000	3.000
4	3.000	5.000

المطلوب :

- حساب معدل المردودية المتوسطة لكلا الإقتراحين.
- حدد أي الإقتراحين أفضل حسب هذا المعيار.

الحل

- حساب معدل المردودية المتوسطة (Rm)

الإقتراح الأول

$$\text{نتائج المتوسطة}_1 = 3.000 + 3.000 + 3.000 + 4/3.0000 = 3.000 \text{ ون}$$

$$\text{المبلغ المتوسط لرأس المال}_1 = 28.000 + 0 / 2 = 14.000 \text{ ون}$$

$$0.214 = 14.000 / 3.000 = Rm_1$$

$$Rm_1 = 21.4 \%$$

الإقتراح الأول

$$\text{نتائج المتوسطة}_2 = 1.000 + 1.500 + 3.000 + 4/5.0000 = 2.625 \text{ ون}$$

$$\text{المبلغ المتوسط لرأس المال}_2 = 32.000 + 0 / 2 = 16.000 \text{ ون}$$

$$0.164 = 16.000 / 2.625 = Rm_2$$

$$\% 16.4 = Rm_2$$

- حسب هذا المعيار نختار الآلة الأولى .

2.1.2. مدة الإسترجاع *Le Délai de récupération (Dr)* : هي المدة الضرورية لاسترجاع رأس

المال المستثمر في المشروع من خلال تجميع العوائد المنتظرة منه، وكثيرا ما يكون هذا المعيار حاسما في مجال المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية حيث يكون الهدف هو استرجاع الأموال المستثمرة في أقرب وقت.

لكن هذا المعيار يتجاهل القيمة الزمنية للنقود حيث أن التدفقات تؤخذ بقيمتها الإسمية عند حساب فترة الاسترداد وهو ما يشكل تضليلا في الاختيار، كما يتجاهل العوائد التي تحصل ما بعد فترة الاسترداد مع أن المشروعات المقترحة ليست بالضرورة متطابقة من حيث دورة حياة المنتجات، فقد يتطلب منتج فترة أطول لتحقيق الرواج والنضج وهو ما يعني أن مرحلة الإنطلاق تكون أطول بعوائد متواضعة، وعلى العكس قد تكون مرحلة الإنطلاق لمشروع آخر قصيرة جدا لتبدأ مرحلة النمو وتحقيق عوائد مرتفعة، وعند المفاضلة على أساس معيار فترة الاسترداد سيكون المشروع الثاني ذو مرحلة الإنطلاق الأقصر هو الأفضل على الرغم من أن المشروع الأول قد يحقق عوائد أكثر في مراحل النمو والنضج. وتحسب فترة الاسترداد بالعلاقة التالية:

$$\text{مدة الإسترجاع (Dr) = تكلفة الإستثمار / التدفق النقدي}$$

مثال 01 : (حالة التدفقات المتساوية)

تدرس إحدى المؤسسات ثلاث إقتراحات بشأن فرع إنتاجي جديد، التكلفة المبدئية لكل إقتراح هي على التوالي : 230، 380 و 580 ون، أما تدفقاتها السنوية فهي على التوالي : 110، 145 و 180 ون، علما أن العمر الإنتاجي للإقتراحات هو : 3، 4 و 5 على التوالي.

المطلوب :

حدد الإقتراح الأفضل حسب معيار مدة الإسترجاع

الحل :

$$n_1 : 230 / 110 = 2.09 \text{ أي سنتين}$$

$$n_2 : 380 / 145 = 2.6 \text{ أي سنتين و 6 أشهر}$$

$$n_3 : 580 / 180 = 3.2 \text{ أي 3 سنوات و شهرين}$$

مثال 02 : (حالة عدم تساوي التدفقات)

لديك ثلاث مشاريع إستثمارية تكلفة كل واحد منها هي 10.000 ون، وعمرها الإنتاجي خمس سنوات أما التدفقات النقدية السنوية الصافية فهي موضحة في الجدول التالي :

البيان	1	2	3	4	5
المشروع 1	2.500	4.000	1.000	4.000	2.500
المشروع 2	3.000	2.000	1.000	4.000	2.500
المشروع 3	2.000	3.000	2.500	1.000	4.000

المطلوب :

تحديد المشروع الأفضل حسب طريقة مدة الإسترجاع.

الحل :

المشروع الأول		المشروع الثاني		المشروع الثالث		
التدفق السنوي	التدفق المتراكم	التدفق السنوي	التدفق المتراكم	التدفق السنوي	التدفق المتراكم	
2.500	2.500	3.000	3.000	2.000	2.000	1
4.000	6.500	2.000	5.000	3.000	3.000	2
1.000	7.500	1.000	6.000	2.500	2.500	3
2.000	9.500	4.000	10.000	1.000	1.000	4
3.000	12.500	2.500	12.500	4.000	4.000	5

نلاحظ أن فترة الإسترداد للمشروع الأول تقع بين السنة الرابعة والخامسة حيث يحتاج المشروع الأول 10.000

– 9.500 = 500 ون من تدفقات السنة الخامسة التي يبلغ تدفقها النقدي 3.000 ون لتغطية كل نفقات

المشروع

أي أن فترة إسترداد المشروع الأول 4 سنوات وشهرين.

نلاحظ أن فترة إسترداد المشروع الثاني هي 4 سنوات.

نلاحظ أن فترة إسترداد المشروع الثالث تقع بين السنة الرابعة والخامسة حيث إحتاج هذا المشروع إلى :

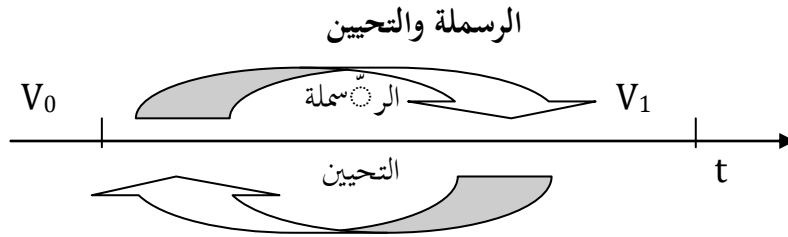
10.000 – 8.500 = 1.500 ون من تدفقات السنة الخامسة التي يبلغ تدفقها النقدي

4.000 ون لتغطية كل نفقات المشروع، 1.500 . 12 / 4.000 = 4.5 شهر أي تقريبا 5 أشهر .

مدة إسترجاع المشروع الثالث هي 4 سنوات و 5 أشهر.

2.2. الأدوات المرتكزة على التحيين: التحيين أو التأيين هو عملية تحديد القيمة الحالية لتدفق مالي مستقبلي

حيث يسمح بمقارنة تدفق مالي في لحظة زمنية آنية بقيمته في لحظة زمنية مستقبلية، بالمقابل فالرسملة هي العملية المعاكسة والمتمثلة في تحديد القيمة المستقبلية لتدفق مالي حالي، وبالتالي فأساس كل من التحيين والرسملة هو تجميع الزمن أي تحديد أثر التغير في الزمن على القيمة النقدية لأصل مالي معين.



حسب الشكل السابق نستطيع تحديد العلاقة بين V_0 و V_1 :

$$V_1 = V_0(1+t) \implies V_0 = V_1(1+t)^{-1}$$

$$\implies V_{1-i} = V_i(1+t)^{-i}$$

باستخدام البرهان بالتراجع نجد أن:

$$V_{n-1} = V_n (1+t)^{-n}$$

حيث:

• **(t) معدل التحيين:** ويتمثل في معدل المردودية الأدنى المنتظر تحقيقه من الإستثمار، ويمثل عادة تكلفة رأس

المال، ويكون دائما موجبا؛

• **$(1+t)^{-n}$ معامل التحيين:** هو قيمة نسبية تقل عن الواحد تستخدم في ترجيح تدفق نقدي سنوي بدلالة

قيمته في السنة i ومعدل التحيين $(1+t)$ ويتغير بشكل نسبي متناقص بدلالة الزمن خلال العمر المفترض

للإستثمار؛

• **(n): الفترة الزمنية للقيمة المحينة.**

1.2.2. القيمة الحالية الصافية (VAN) *Valeur Actualisée Nette*:

- القيمة الحالية (VA): هي مجموع التدفقات النقدية المحينة على زمن صفر (زمن بداية المشروع).

$$VA = V_1(1+t)^{-1} + V_2(1+t)^{-2} + + V_i(1+t)^{-i} + + V_n(1+t)^{-n}.$$

وعليه نجد أن:

$$VA = \sum_{i=1}^n V_i(1+t)^{-i}$$

- القيمة الحالية الصافية (VAN): هي الفرق بين القيمة الحالية وتكلفة الإستثمار، أي الفرق بين مجموع

التدفقات النقدية المتولدة عن الإستثمار والمحينة إلى زمن بداية النشاط مع رأس المال المستثمر في المشروع.

$$VAN = \sum_{i=1}^n V_i(1+t)^{-i} - I$$

وتحسب بالعلاقة التالية:

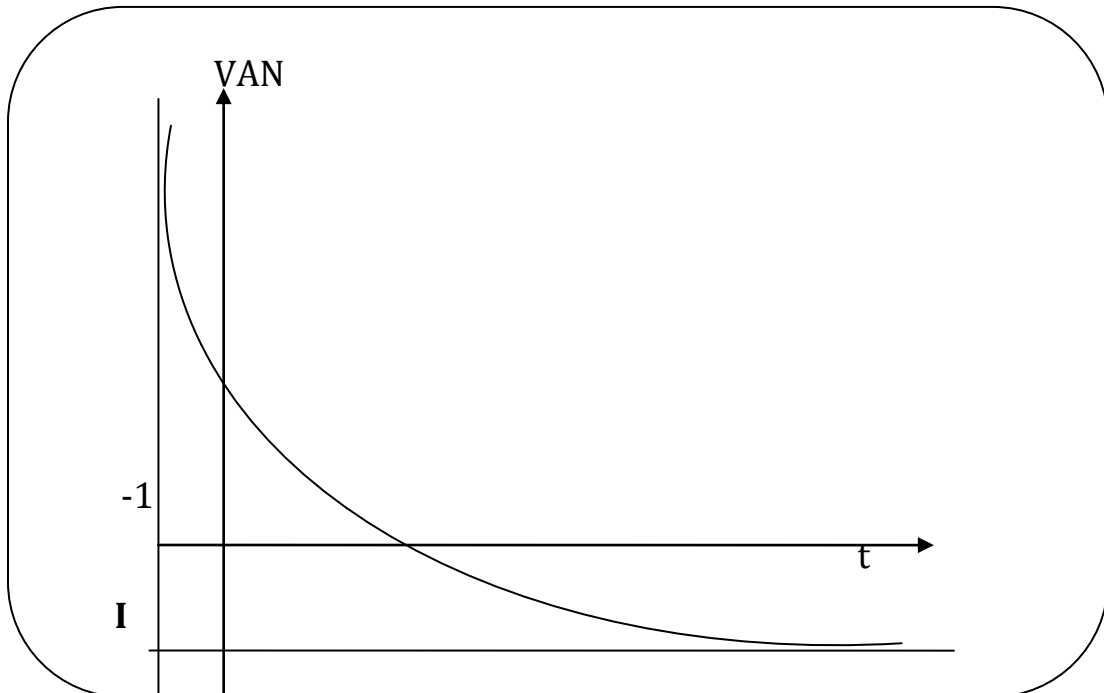
- دراسة سلوك دالة القيمة الحالية الصافية: ما يميز القيمة الحالية الصافية أنها متناقصة عبر الزمن بدلالة

التغير في قيمة معدل التحيين، حيث تكون في قيمتها العظمى (أكبر ربح ممكن) عندما يكون معدل

التحيين معدوم ثم تتناقص تدريجياً إلى أن تنعدم ثم تتناقص بشكل سلبي مقتربة من قيمتها الدنيا المتمثلة

في تكلفة المشروع (أكبر خسارة ممكنة)، والشكل التالي يبين تغيرات الدالة في المجال الأوسع لمعدل

التحيين:



- دلالة وحدود مؤشر القيمة الحالية الصافية:

بالنسبة لدلالة المؤشر فعندما يكون ($VAN > 0$) فهذا يعني أن مجموع التدفقات السنوية المحينة سيغطي نفقات المشروع وسينتج عن ذلك فائض مال يتمثل في ربح أو فائض خزينة قدره (VAN) وفي هذه الحالة إذا كان التقييم يخص مشروع واحد فالاستثمار مقبول، أم إذا كان التقييم يخص جملة من المشاريع فالاستثمار المقبول هو الأكبر قيمة الحالية صافية.

أما إذا كان ($VAN = 0$) أو ($VAN < 0$) فهذا يعني أن التدفقات ستغطي تكلفة المشروع فقط دون تحقيق فائض أو أن تكلفة المشروع أكبر من التدفقات النقدية التي ستنتج عنه مستقبلاً، وفي كلا الحالتين المشروع غير مقبول للاستثمار فيه.

أما بالنسبة لحدود مؤشر القيمة الحالية الصافية فنجد ما يلي:

- لا يمكن الاعتماد عليه كمؤشر للاختيار في حالة البدائل الإستثمارية المختلفة في الحجم؛
- لا تأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية المتناثرة عبر الزمن، أي بعد العمر الافتراضي للمشروع؛
- يطرح إشكال في المفاضلة بين البدائل الإستثمارية في حالة الاختلاف في العمر الافتراضي للمشروع؛
- لا تأخذ بعين الاعتبار إمكانية إعادة استثمار التدفقات النقدية السنوية الناتجة عن الإستثمار خلال مدة حياة المشروع؛

- هناك مجموعة من المشاكل في الحساب تظهر عند تنفيذ المشروع على مراحل زمنية مختلفة.

مثال

يوجد لدى إحدى المؤسسات مشروعين إستثماريين وتريد المفاضلة بينهما، علماً أن كل منهما يتطلب إستثماراً مبدئياً قدره 1.000 دج، ويقدر معدل الحالة المطبق 10 %، وفي ما يلي التدفقات من هذين المشروعين:

المشروع الأول : 100، 300، 400، 500 (4 سنوات)

المشروع الثاني : 100، 200، 300، 400، 500، 600 (6 سنوات)

المطلوب :

حدد أي المشروعين أفضل حسب معيار القيمة الحالية الصافية.

حساب صافي القيمة الحالية للمشروع الأول :

$$VAN_1 = 100 \cdot (1.1)^{-1} + 400 \cdot (1.1)^{-2} + 300 \cdot (1.1)^{-3} + 100 \cdot (1.1)^{-4} - 1.000$$

$$= 78.81 > 0 \quad \text{المشروع مقبول}$$

حساب صافي القيمة الحالية للمشروع الثاني :

$$VAN_2 = 100 \cdot (1.1)^{-1} + 200 \cdot (1.1)^{-2} + 300 \cdot (1.1)^{-3} + 400 \cdot (1.1)^{-4} + 500 \cdot (1.1)^{-5} + 600 \cdot (1.1)^{-6} - 1.000$$

$$VAN_2 = 403.94 > 0 \quad \text{المشروع مقبول}$$

نختار المشروع الثاني لأنه يحقق أكبر صافي قيمة حالية.

2.2.2. مؤشر الربحية (IP) :Indice de Profitabilité

- تعريف: يعرف على أنه نسبة مجموع التدفقات النقدية المحينة إلى تكلفة الإستثمار حيث يستخدم في قياس

الميزة النسبية للمشروع، أي قياس ربحية كل وحدة نقدية مستثمرة في المشروع، وبالتالي يمكن استخدامه كأداة

للمفاضلة بين عدة مشاريع مختلفة في الحجم ولهذا استحدث هذا المؤشر لتجنب التأثيرات السلبية لمؤشر القيمة

$$IP = \frac{1}{I} \sum_{i=1}^n V_i (1+t)^{-i}$$

الحالية الصافية، ويحسب مؤشر الربحية بالعلاقة التالية:

ويمكن كتابة مؤشر الربحية بدلالة القيمة الحالية الصافية وذلك على النحو التالي:

$$VAN = \sum_{i=1}^n V_i (1+t)^{-i} - I$$

لدينا

$$VAN + I = \sum_{i=1}^n V_i (1+t)^{-i}$$

ومنه:

$$IP = (VAN/I) + 1$$

بقسمة طرفي المعادلة على I نجد:

- الدلالة المالية لمؤشر الربحية:
- إذا كان $(IP > 1)$ يكون المشروع الإستثماري مقبولا؛
- إذا كان $(IP \leq 1)$ يكون المشروع الإستثماري مرفوضا.
- وإذا تعددت الخيارات الإستثمارية نختار المشروع ذو مؤشر ربحية أكبر.

مثال

بصفتك مسير مالي في مؤسسة تقوم بإنتاج وتوزيع مادة الجبن، وقصد توسيع نشاط المؤسسة تقرر شراء شاحنة توزيع (إستثمار)، ولديك الخيارين التاليين :

- شاحنة من نوع (HARBIN) سعرها 670.000 دج، ومدة حياتها 5 سنوات، تعود على المؤسسة بقيمة مضافة (تدفق نقدي) قدرها 200.000 دج سنويا.
- شاحنة من نوع (KIA) سعرها 1.450.000 دج، ومدة حياتها 5 سنوات، تعود على المؤسسة بقيمة مضافة (تدفق نقدي) قدرها 362.500 دج.

المطلوب : إتخذ قرار الإستثمار.

الحل:

أولا نقوم بحساب القيمة الحالية الصافية للمشروعين (VAN_1, VAN_2)

$$VAN_1 = 87.800$$

$$VAN_2 = -76.487,5$$

ثم نقوم بحساب مؤشر الربحية لكلا الحالتين ثم نأخذ الإستثمار ذو المؤشر الجيد.

$$IP_1 = (87.800/670.000)+1 = 1,13 \quad (\text{مقبول})$$

$$IP_2 = (-76.487,5/1.450.000)+1 = 0,94 \quad (\text{مرفوض})$$

3.2.2. معدل المردودية الداخلي (TRI) : *Taux de Rentabilité Interne*

هو معدل التحيين الذي يحقق التعادل بين تكلفة الإستثمار ومجموع التدفقات المحينة أي هو معدل المردودية

عند مستوى قيمة حالية صافية معدوم، كما يعرف بنقطة تقاطع منحنى القيمة الحالية الصافية مع المحور الأفقي

الذي يمثل معدل التحيين.

$$TRI = t$$

$$I = \sum_{i=1}^n V_i (1+t)^{-i}$$

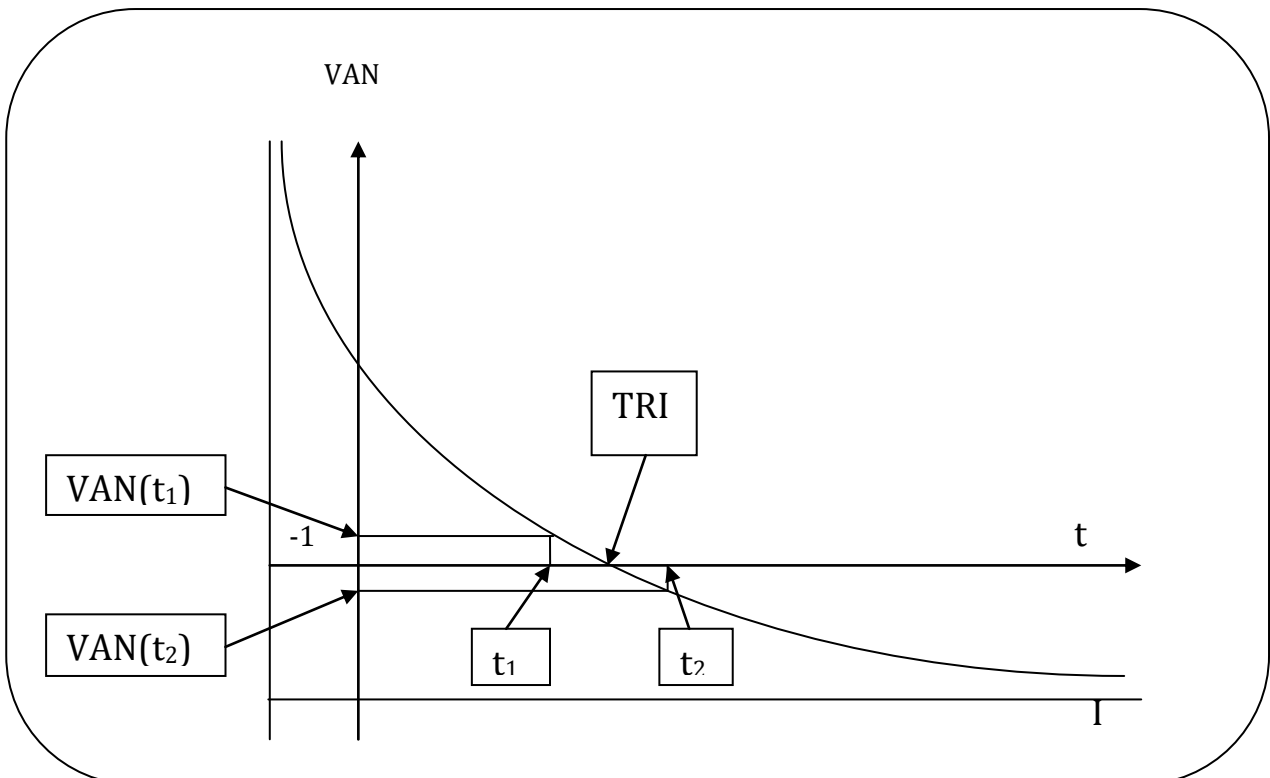
$$VAN = 0$$

$$TRI = t_1 + \frac{VAN(t_1)}{VAN(t_1) - VAN(t_2)}$$

ويحسب معدل المردودية الداخلي بالعلاقة التالية:

حيث:

$$VAN(t_1) > VAN(t_2) ; t_2 - t_1 = 1\% ; VAN(t_1) > 0 ; VAN(t_2) < 0 .$$



4.2.2. أجل إسترجاع رأس المال المستثمر: هو الزمن الذي يكون فيه مجموع التدفقات النقدية المحينة والمتراكمة يغطي رأس المال المستثمر، ويمكن تعريفه بالنقطة الميتة للمشروع وهي النقطة التي لم يحقق فيها المشروع لا ربح ولا خسارة، وبالتالي هو الزمن الذي يبدأ المشروع بعده بتحقيق النتائج الإيجابية، ويعطى بالعلاقة التالية:

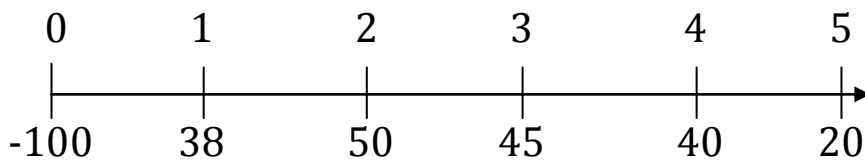
$$d : \sum_{p=1}^d V_p(1+t)^{-p} = I$$

- دلالة مؤشر استرجاع رأس المال المستثمر:

إن الهدف من استخدام هذا المؤشر هو تدنية الفترة الزمنية لتغطية النفقات الأساسية للمشروع، مما يعني أن المؤسسة تتلقى أرباحا أو فوائض في الخزينة طيلة الفترة المتبقية لحياة المشروع، وعليه يمكن استنتاج الوضعيات التالية:

- كلما كان أجل الإسترجاع قصيرا كلما زاد ذلك من قابلية الإستثمار على المشروع؛
- تقل المخاطر المتعلقة بالإستثمار كلما كان أجل الإسترجاع قصيرا؛
- تزداد مردودية المشروع بنقصان فترة استرجاع رأس المال؛
- يكون الإستثمار مقبولا إذا كان أجل الإسترجاع أقل من الزمن المستهدف من طرف المستثمر؛
- إذا كان هناك جملة من البدائل الإستثمارية فالبديل الأفضل هو الإستثمار ذو أجل استرجاع أقصر.

مثال (1): إليك مشروعا استثماريا ممثلا بالشكل البياني التالي:



من أجل حساب أجل الاسترجاع يجب تحيين التدفقات النقدية ومراكمتها حتى تساوي رأس المال المستثمر 100 وذلك بمعدل تحيين قدره $t=10\%$.

السنوات	1	2	3	4	5
التدفق النقدي	38	50	45	40	20
التدفق النقدي المحين	$38(1.1)^{-1} = 34.55$	$50(1.1)^{-2} = 41.32$	$45(1.1)^{-3} = 33.81$	-	-
التدفق النقدي المحين المتراكم	34.55	75.87	109.68	-	-

في نهاية السنة الثالثة سيحقق المشروع مبلغ مالي قدره 109.68 و.ن، وهو مبلغ يغطي تكلفة الإستثمار المقدرة بـ 100 و.ن ومن ثم فالمدة التي تمكن المشروع من تغطية نفقاته هي:

$$d = 2 + (100 - 75.87) / 33.81 \times 12 = 2 \text{ ans, } 8 \text{ mois}$$

3.2. إشكالية إختيار المؤشرات: إن مؤشرات تقييم الإستثمارات السابقة مبنية على أهداف مختلفة، وبالتالي فهي تعطي تصنيفات مختلفة لنفس المشروع، فقد يكون المشروع مقبولا تبعا لمؤشر ما ومرفوضا وفقا لمؤشر آخر، ومن ثم يطرح إشكالية اعتماد مؤشر معين كمعيار للتقييم والإختيار بين البدائل الإستثمارية، وبالتالي تستخدم معايير تقييم واختيار المشاريع الإستثمارية كما يلي:

- إذا كانت البدائل الإستثمارية متساوية رأس المال نستخدم مؤشر VAN و TRI؛
- إذا كانت البدائل الإستثمارية متباينة في الحجم نستخدم كل من TRI و IP.
- وإذا قدمت معايير التقييم والإختيار تصنيفات متناقضة، فيمكن اللجوء إلى الحلول التالية:
- تبني معيار وحيد وتجاهل المعايير الأخرى؛
- استخدام مؤشر ثالث مرجح في حالة تناقض نتائج معيارين سابقين، وذلك اعتمادا على المعايير التالية:
- القيمة الحالية الصافية الإجمالية VANG؛

- معدل المردودية الداخلي الإجمالي TRIG؛

- مؤشر الربحية الإجمالية IPG.

• القيمة الحالية الصافية الإجمالية VANG: ويرتكز هذا المفهوم الجديد للقيمة الحالية الصافية على إعادة

استثمار التدفقات النقدية السنوية، ذلك لأن المفهوم السابق يفترض عدم توظيف التدفقات السنوية رغم أنها

تبقى في خزانة المؤسسة طيلة حياة المشروع وهو ما يتناقض مع الواقع المالي الحديث الذي يركز على توظيف

الفوائض المالية مقابل عوائد مالية مع تحمل مخاطر الإستثمار.

وللتبسيط نفترض أن التدفقات السنوية سيعاد استثمارها سواء في المشروع نفسه أو خارجه بمعدل استثمار

(r)، وتعرف القيمة الحالية الصافية الإجمالية على أنها الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية المعاد

استثمارها ورأس المال المستثمر، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$VANG = A(1+t)^{-n} - I$$

وتحسب A بالعلاقة الآتية:

$$A = \sum_{i=1}^m V_i(1+r)^{m-i}$$

حيث: m: يمثل مدة حياة المشروع؛

A: القيمة الإجمالية للتدفقات النقدية المعاد استثمارها.

• معدل المردودية الداخلي الإجمالي TRIG: ويعرف بالمعدل (x) الذي يحقق التعادل بين رأس المال

المستثمر والقيمة الإجمالية للتدفقات النقدية المعاد استثمارها بالمعدل (r)، ويمكن حسابه من خلال العلاقة

التالية:

$$I = A(1+x)^{-n}$$

أو

$$A = I(1+x)^n$$

تكمن أهمية هذا المؤشر في أنه يحقق التوافق بينه وبين معدل إعادة الإستثمار، حيث يمكن اعتبار معدل المردودية الداخلي الإجمالي المعدل الذي من خلاله يمكن استثمار المبلغ I في الزمن 0 من أجل الحصول على المبلغ A في الزمن n .

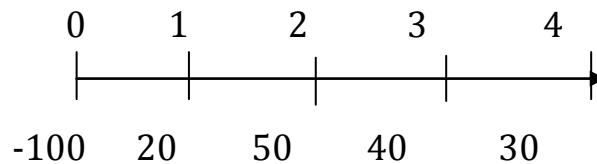
- **مؤشر الربحية الإجمالية IPG:** ويعرف على أنه حاصل قسمة القيمة الإجمالية للتدفقات النقدية السنوية المعاد استثمارها على مبلغ رأس المال المستثمر، أي أنه مؤشر نسبي يعبر عن مردودية المشروع حيث يبين مدى مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة في تحقيق إيرادات المشروع، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$IPG = A(1+t)^{-n}/I$$

ويمكن حساب هذا المؤشر بدلالة VANG كما يلي:

$$IPG = 1 + (VANG/I)$$

مثال (02): ليكن لدينا المشروع التالي:



علما أن تكلفة رأس المال $(t = 10\%)$ ومعدل إعادة الإستثمار $(r = 12\%)$

المطلوب – حساب المؤشرات الثلاثة السابقة ؟

1/ حساب VANG: $A = 30 + 40(1.12) + 50(1.12)^2 + 20(1.12)^3 = 165.62$

$$VANG = 165.62(1.1)^{-4} - 100 = 13.12$$

2/ حساب TRIG: لدينا $(A = 165.62)$ و $(I = 100)$ ومنه:

$$100 = 165.62(1+x)^{-4} \dots\dots\dots \text{(عند الزمن 0)}$$

$$165.62 = 100(1+x)^4 \text{ (عند الزمن 4)}$$

$$x = 13.44\% \quad \text{بحل المعادلة نجد :}$$

$$IPG = 165.62(1.1)^{-4}/100 = \quad \text{/3 حساب IPG:}$$

$$1.1312$$

$$IPG = 1 + 13.12/100 = 1.1312$$

التمرين الاول:

إليك المعلومات التالية و المتعلقة باستثمارين لهما نفس الأهداف الإنتاجية:

الاستثمار الاول:

تكلفة الحيازة=290000 دج

أعباء سنوية من السنة 2 إلى السنة 5 بقيمة 15000 دج

إيرادات سنوية متتالية من السنة 1 إلى السنة 5 بقيمة 90000 دج سنويا

القيمة المتبقية في نهاية السنة 5=25000 دج

الاستثمار الثاني:

تكلفة الحيازة=310000 دج

اعباء سنوية خاصة بالسنة 3 و 4 بقيمة 20000 دج

إيرادات سنوية من نهاية السنة 1 إلى نهاية السنة 5 بقيمة 97000 دج سنويا

القيمة المتبقية للاستثمار في نهاية السنة 5=50000 دج

المطلوب:

باستعمال طريقة القيمة الحالية الصافية حدد أي الاستثمارين ستختاره المؤسسة مع العلم ان معدل الفائدة

السنوي =12%.

التمرين الثاني:

مؤسسة "السلام" تريد الاختيار بين مشروعين للاستثمار، وقد تبين لها من خلال الدراسة الأولية ما يلي:

المشروع الاول:

العمر الانتاجي = 5 سنوات

تكلفة الشراء يسدد منها حالا 20000 دج و الباقي في نهاية السنة 2 من الاستعمال

مصاريف الصيانة السنوية بقيمة 1000 دج في نهاية كل سنة

ارباح سنوية صافية بقيمة 16000 دج في نهاية كل سنة

المشروع الثاني:

العمر الانتاجي = 5 سنوات

تكلفة الشراء = 40000 دج تسدد حالا

اصلاحات في نهاية السنة 3 بقيمة 3000 دج

ارباح سنوية صافية بقيمة 18000 دج سنويا

مصاريف الصيانة السنوية بقيمة 1500 دج في نهاية كل سنة

القيمة المتبقية للاستثمار في نهاية العمر الانتاجي = 2500 دج

المطلوب:

باستعمال طريقة القيمة الحالية الصافية حدد أي الاستثمارين ستختاره المؤسسة مع العلم ان معدل الفائدة

السنوي = 10%.

التمرين الثالث:

اعلنت مستثمرة فلاحية عن مناقصة وطنية قصد تحديد جزء من عتاها الفلاحي و لهذا الغرض تلقت العرضين

التاليين:

العرض الاول:

ثمن الشراء=158000 دج

مصاريف النقل=10% من ثمن الشراء

مدة الاستعمال=7 سنوات

القيمة السوقية في نهاية العمر الانتاجي=5% من تكلفة الشراء

الايادات السنوية المتوقعة=46000 دج السنة 1 و 2 و 58000 دج للسنوات المتبقية

العرض الثاني:

تكلفة الاقتناء=175000 دج

مدة الاستعمال=7 سنوات

مصاريف الصيانة في نهاية السنة 2 و 6 بقيمة 12500 دج

تقدر الايادات السنوية المتوقعة كما يلي:

42500 دج للسنة 1 و 2.

38600 دج السنوات 3 و 4 و 5 و 6

32400 دج للسنة 7

المطلوب:

بمعدل ع=10%

1- أي عرض تنصح المؤسسة باقتنائه.

2- حدد الفرق بين العرضين.

التمرين الرابع:

مؤسسة تريد الاختيار بين مشروعين للاستثمار:

المشروع الاول:

بيع الآلات القديمة الموجودة لديهم بقيمة 150000 دج حالا

شراء آلات جديدة بتكلفة 600000 دج تسدد على 3 أقساط متساوية، القسط الأول يسدد في نهاية السنة 3.

الصيانة السنوية بقيمة 4000 دج في نهاية كل سنة

الإيرادات السنوية الصافية بقيمة 120000 دج سنويا

القيمة المتبقية في نهاية السنة 6 = 80000 دج

المشروع الثاني:

الاحتفاظ بالآلات القديمة مع إصلاحات تقدر ب 140000 دج

الإصلاحات الأخرى في نهاية السنة 3 بقيمة 160000 دج

صيانة سنوية بقيمة 5000 دج سنويا

إيرادات سنوية صافية بقيمة 100000 دج

القيمة المتبقية = 00

المطلوب:

معدل الخصم = 8% ... أي مشروع ستختاره المؤسسة.

التمرين الخامس:

تستشيرك مؤسسة الصداقة في الاختيار بين استثمارين:

* الاستثمار الأول: يمول بواسطة قرض يسدد بالطريقة التالية:

40000 دج في نهاية السنة 1990 فور حصولها على الاستثمار

30000 دج في نهاية السنوات التالية: 1991، 1992، 1993.

60000 دج في نهاية سنة 1995.

هذا الاستثمار يسمح للمؤسسة بتحقيق إيرادات سنوية صافية بقيمة 36000 دج خلال 6 سنوات.

*الاستثمار الثاني:

يتمثل في بيع الآلة القديمة بقيمة 14000 دج بالحاضر و شراء آلة جديدة في نهاية سنة 1990 و مدة استعمالها=6 سنوات. تسدد كما يلي:

35000 دج فورا

الباقى يسدد بواسطة 6 دفعات سنوية متساوية الاولى منها تدفع في نهاية سنة 1994 قيمة كل دفعة=1500 دج.

ايرادات سنوية صافية تقدر ب: 3000 دج خلال 6 سنوات.

قيمة الآلة في نهاية السنة 6=20000 دج

المطلوب:

معدل الخصم=10%

أي الاستثمارين أكثر مردودية للمؤسسة.

التمرين السادس:

إحدى الشركات الصناعية تريد الاختيار بين الأنواع الثلاثة التالية من الآلات:

الآلة الأولى:

تكلفة الشراء=300000 دج يسدد منها حالا 100000 دج

الباقى يسدد في نهاية السنة 2 و العمر الإنتاجي=6 سنوات

القيمة المتبقية=00

أرباح سنوية بقيمة 60000 دج

الآلة الثانية:

تكلفة الشراء=200000 دج تسدد في نهاية السنة 3

العمر الإنتاجي = 3 سنوات

القيمة المتبقية في نهاية العمر الإنتاجي = 10000 دج

مصاريف الصيانة السنوية = 1000 دج

الأرباح السنوية الصافية = 70000 دج

الآلة الثالثة:

تكلفة الشراء = 50000 دج تسدد حالا

الباقى يسدد بـ 4 دفعات سنوية بقيمة 100000 دج تسدد الأولى منها في نهاية السنة 3.

العمر الإنتاجي = 6 سنوات

إيرادات سنوية متوقعة = 80000 دج

المطلوب:

بمعدل خصم ع = 10% . أي آلة ستختارها المؤسسة.

التمرين السابع:

شركة فجر الإسلام تحصلت على وسائل نقل جديدة تكلفتها 500000 دج تسدد حالا، العمر الإنتاجي

= 5 سنوات، القيمة المتبقية في نهاية السنة الخامسة = 12000 دج، تتطلب صيانة سنوية بقيمة 10000 دج.

المطلوب:

1- بكم يجب ان ترتفع الارباح السنوية لهذه الشركة حتى تكون عملية الاستثمار في وسائل النقل ذات مردودية

بمعدل 10%.

2- حتى تتمكن المؤسسة من تسديد تكلفتها الخاصة بالوسائل ،حصلت على قرض من بنك التنمية المحلية يسدد

على 5 سنوات باقساط ثابتة بمعدل فائدة 10%.

فاذا علمت ان مجموع الفوائد المسددة عن هذا القرض بلغت 159492.5 دج.

أ- احسب مبلغ القسط الثابت.

ب- احسب الاهتلاك الثاني.

ج- انجز السطر الاخير من جدول الاهتلاكات.

التمرين الثامن:

من اجل تطوير انتاج المؤسسة قررت شراء آلة و قد طلبت منك المساعدة في الاختيار بين الآتين (أ) و (ب)

انطلاقا من المعلومات التالية:

الآلة	أ	ب
مدة الاستعمال	5 سنوات	5 سنوات
تكلفة الشراء	300000 دج	425000 دج
القيمة المتبقية	00	00
الايادات المتوقعة	180000 دج في السنة 1 و 2 و 3 160000 دج في السنة 4 و 5	السنة 1=170000 دج السنة 2=166000 دج السنة 3=173000 دج السنة 4=190000 دج السنة 5=210000 دج

المطلوب:

1- ما هي الآلة التي ستختارها المؤسسة اذا طبق معدل بفائدة مركبة 10% سنويا و باستعمال طريقة القيمة الحالية

الصافية.

2-قررت المؤسسة اقتناء الآلة(أ) بمبلغ 300000 دج بتاريخ 2 جانفي 1997، و من اجل تمويل جزء من ثمن الآلة وظفت المؤسسة 4 دفعات سنوية في بداية كل سنة مبلغ الدفعة الواحدة=30000 دج، تاريخ توظيف الدفعة الاولى 1993/1/2 والدفعة الاخيرة في 1996/1/2.

المطلوب:

ماهو المبلغ الذي ستحصل عليه المؤسسة في تاريخ 1997/1/2، علما ان معدل التوظيف ع=9% سنويا.

3-بالنسبة للجزء الباقي من الثمن، اقترضت المؤسسة من البنك مبلغ 150000 دج بتاريخ 1997/1/2 يسدد بواسطة 5 دفعات ثابتة في نهاية كل سنة تستحق الاولى في: 1997/12/31

المطلوب:

اذا كان معدل القرض=10%-انجاز السطر 1 و 4 من جدول اهتلاك القرض.

4. تكلفة الأموال واتخاذ قرارات الاستثمار

إن الهدف الرئيسي الذي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه هو تعظيم ثروة الملاك ويتم ذلك من خلال اتخاذ مجموعة من القرارات المالية المتمثلة أساساً في قرارات الاستثمار و قرارات التمويل، وتؤثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة وذلك من خلال تأثيرها على العائد المتوقع تحقيقه، والمخاطر التي تتعرض لها المؤسسة جراء اتخاذ القرارات ونظراً لارتباط قرارات الاستثمار بقرارات التمويل وتفاعلها مع بعضها.

1.4. ماهية تكلفة الأموال

إن تحديد مفهوم دقيق لتكلفة الأموال يعتبر من أهم المسائل المطروحة في التسيير المالي، فعندما نتكلم عن تكلفة الأموال فنحن نشير في الواقع إلى الأموال المتاحة اللازمة للاستثمار حيث تختلف تركيبة وحجم هذه الأموال باختلاف تكلفتها.

1.1.4. تعريف تكلفة الأموال: تكلفة الأموال هي معدل العائد الذي يؤدي إلى المحافظة على القيمة السوقية لسعر السهم على ما هي عليه أي دون تغيير، أو بعبارة أخرى هي عبارة عن الحد الأدنى من العائد الذي ينبغي تحقيقه من الاستثمار كشرط أساسي لقبوله.

وفي تعريف آخر نجد أن تكلفة الأموال تمثل معدل عائد ينقسم إلى معدل خالي من المخاطرة بالإضافة إلى علاوة مقابل المخاطرة، حيث تغطي العلاوة مقابل المخاطرة كل من مخاطر الأعمال والمخاطر المالية للمؤسسة المرتبطة بالاستثمارات البديلة المتاحة، أما المعدل الخالي من المخاطر فهو عام بالنسبة لكافة مؤسسات الأعمال". من خلال التعريفين السابقين يمكن القول أن تقدير تكلفة الأموال للاقتراح الاستثماري مهم جداً، ذلك لأن الاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال المستخدمة في تمويله ينبغي رفضه لأن قبوله من شأنه أن يؤثر سلباً على ثروة الملاك أي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم .

2.1.4. العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال:

للهيكل المالي وبمكوناته الخاصة تتعلق بكل عنصر على حدى، وفيما يلي نتعرض لهذه العوامل الثلاثة :

✕ تأثير العوامل العامة: يتوقع المستثمرون الذين يزودون المؤسسة بالأموال من (مساهمين ودائنين وغيرهم) الحصول على عائد يكفي لتعويضهم عن مجرد حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق منافع (إشباع) حاضرة نقدا لتوجيه تلك الأموال إلى المجال الاستثماري المناسب، كما يتوقعون الحصول على عائد يعوضهم عن المخاطر التي يتعرض لها عائد استثماراتهم.

ويعتبر الجزء الأول من العائد تعويضا للمستثمر عن عنصر الزمن، إذ أنه عائد يحصل عليه المستثمرون كتعويض عن تأجيل الحصول على إشباع من الأموال التي يمتلكها، وتقدر كمية هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه لو أنه استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأية مخاطرة، وهو ما يطلق عليه بمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ويتوقف هذا العائد على الحالة الاقتصادية، فكلما زاد الطلب على الأموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، و العكس صحيح.

أما بالنسبة للجزء الثاني من العائد والذي يحصل عليه المستثمر لتعويضه عن المخاطر التي يتعرض لها العائد المتوقع فإنه يطلق عليه بدل المخاطرة، وتمثل المخاطر التي قد يتعرض لها العائد بمخاطر التشغيل والعمليات والمخاطر المالية فكلما زاد تعرض المؤسسة لأي من هذه المخاطر كلما زاد معدل العائد الذي يطلبه المستثمر، أي كلما زادت تكلفة الأموال بالنسبة للمؤسسة.

كما أن العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة ينبغي أن يتضمن جزءا إضافيا لتعويض المستثمر عن مخاطر انخفاض القوة الشرائية للأموال المستثمرة، وينظر المستثمرون إلى بدل المخاطرة على أنه تعويض عن المخاطرة المالية، كما ينظرون إلى معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة على أنه معدل العائد على الاستثمار الخالي من مخاطر التشغيل والمخاطر المالية فقط، وينبغي أيضا أن يعوض المستثمر عن المخاطر الأخرى كمخاطر التضخم ومخاطر تغيير سعر الفائدة.

✕ عوامل خاصة بكل عنصر: سبق وأن تم توضيح أن مصادر التمويل تتفاوت من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف

النظر عن تحقيق المؤسسة للربح من عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس، يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة إذ أنهم أيضاً يتعرضون للمخاطر، إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية.

✘ **قرار المؤسسة بشأن الهيكل المالي:** تسعى كل مؤسسة إلى الوصول إلى الهيكل المالي بتحديد مزيج مصادر التمويل التي تعتمد عليها و نسبة كل عنصر فيه، وبما أن تكلفة كل عنصر تختلف باختلاف درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر، لذا فإن تكلفة الأموال تختلف وفقاً لقرار المؤسسة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر.

2.4. تقدير تكلفة مختلف موارد التمويل

بما أن المؤسسة تلجأ إلى اعتماد مختلف مصادر التمويل لتغطية احتياجاتها، و لذلك يجب تحديد تكلفة كل مصدر على حدى، ومن ثم محاولة حساب معدل وحيد لتكلفة رأس المال، يمكن الاعتماد عليه عند انتقاء المشاريع الاستثمارية، ويتعلق الأمر هنا بتحديد المقدار وطبيعة الأموال الواجب اعتبارها في حساب تكلفة رأس المال، كما يجب أن يعكس معدل تكلفة رأس المال، الموارد الموظفة لتمويل الأصول الاقتصادية للمؤسسة، وبناءً على ذلك سوف نتطرق إلى تحديد تكلفة رأس المال لكل مصدر من مصادر تمويل المؤسسة وذلك على النحو التالي:

1.2.4. تكلفة التمويل الذاتي: يعتبر التمويل الذاتي أهم مورد داخلي للمؤسسة، فهو مكمل أساسي وضروري لكل عمليات الاقتراض، فقد يجنب المؤسسة عمليات الاستدانة بطريقة مبالغ فيها وهذا بالاستخدام الفعال للموارد الداخلية لها، ويبدو في بعض الأحيان بأن التمويل الذاتي يملك مظهراً مجانياً كون المؤسسة لا تدفع عنه فوائد لكن في الحقيقة عكس ذلك، إذ أن للتمويل الذاتي تكلفة ضمنية تتمثل في تكلفة الفرصة الضائعة، وهي تمثل القيمة المتوقعة من قبل المستثمرين عند تقرير الاستثمار في مشروع معين، و هذا بإدخال مفهوم الفرصة البديلة (الضائعة).

لأجل التمكن من تحديد تكلفة التمويل الذاتي لابد من حساب تكلفة كل من الإهلاكات و المؤونات، الأرباح غير الموزعة.

☒ **تكلفة الإهلاكات والمؤونات:** تشكل الإهلاكات والمؤونات، موارد غير متجانسة، وبذلك تعتبر وسيلة للتمويل بتكلفة الفرصة البديلة حيث أن الموارد المتولدة عن الإهلاكات والمؤونات يمكن استخدامها في مشاريع استثمارية تحقق معدل مردودية أدنى.

إن حساب تكلفة رأس المال المتمثلة في الإهلاكات يرتبط بأسلوب الإهلاك نفسه، لأن تعدد أساليب الإهلاكات يمكن أن يترتب عنه تولد مصادر تمويلية في فترات مختلفة و بكميات مختلفة، و هذا بإدخال مفهوم الفرصة الضائعة.

☒ **تكلفة الأرباح المحتجزة:** تمثل الأرباح المحتجزة أرباحاً تحققت غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلاً من توزيعها على حملة الأسهم العادية، وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلية، بالطبع لا ينبغي احتجاز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع على استثماراتها يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرص بديلة متاحة للمساهمين، ونظراً لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أية مصروفات، فإن تكلفة الاعتماد على هذه الأموال في التمويل تتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه المساهمون في الاستثمار.

إن الأرباح المحتجزة تعتبر استثماراً لحملة الأسهم العادية وتكلفتها يجب أن تكون مساوية لمعدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم، والذي يتوقف على توقعاتهم فيما يختص بالتوزيعات المتوقعة وعلاقتها بسعر السهم.

2.2.4. تكلفة الديون طويلة الأجل: تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقترض، وبما أن فوائد القروض تعتبر من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل، فإن المؤسسة تحقق من ورائها وفورات ضريبية، تتمثل في مقدار الفائدة مضروباً في معدل الضريبة.

و تحسب تكلفة الاقتراض انطلاقاً من المعادلة التالية:

$$K_e = F / E$$

حيث:

K_e تكلفة القرض (دون إدخال الضريبة).

F نفقات الفوائد المترتبة عن القرض.

E المبلغ المقترض و يمثل أصل القرض.

لذلك تمثل تكلفة الديون طويلة الأجل في مبلغ الفائدة السنوية المدفوعة عن أصل القرض. و بإدراج القيمة الزمنية للنقود، تظهر التكلفة الظاهرة للديون ممثلة في معدل الاستحداث، الذي يساوي بين القيمة الحالية لمجمل الإيرادات وبين القيمة الحالية لمجمل النفقات المرتبطة بالقرض . وهذا ما يمكن التعبير عنه بالصيغة التالية:

$$E = F_1 / (1 + K)^1 + F_2 / (1 + K)^2 + \dots + F_N / (1 + K)^N + VR / (1 + K)^N$$

حيث تمثل:

E : المبلغ الصافي المقترض.

F : نفقات الفوائد المترتبة عن القرض خلال الفترة t .

VR : أصل القرض المتبقي غير المدفوع إن وجد.

K : تكلفة الديون الظاهرة (معدل الفائدة).

ويمكن التعبير عن العلاقة أعلاه، بواسطة الصيغة التالية:

$$E = \sum_{t=1}^N F_t / (1 + K)^t + VR / (1 + K)^N$$

في حالة انتهاج المؤسسة سياسة الإبقاء على نسبة ثابتة من الأموال المقترضة في هيكلها المالي، بالتالي يمكن اعتبار الأموال المقترضة غير مدفوعة، حيث أن المؤسسة تعمل على تحديد القرض بمجرد انتهاء مدته وتعويضه بقرض

جديد، ونتيجة لذلك يمكن كتابة العلاقة أعلاه، أين يكون أصل القرض المتبقي غير المدفوع معدوم على النحو

التالي:

$$E = \sum_{t=1}^N F_t / (1 + K_e)^t$$

بما أن المؤسسات تعمل على تسديد الديون في شكل دفعات، فإن تكلفة الديون الظاهرة تأخذ الشكل التالي

:

$$E = \sum_{t=1}^N A / (1 + K_e)^t$$

حيث تمثل :

A: مبلغ الدفعة الثانية (الفائدة السنوية + القسط المسدد من أصل القرض).

K_e: تكلفة القرض أو معدل الفائدة.

3.2.4. تكلفة الديون قصيرة الأجل: اختلف كتاب المالية بشأن إدراج تكلفة الديون قصيرة الأجل، ضمن

مجموع تكلفة رأس المال، ويرجع ذلك لعدة اعتبارات نذكر منها:

- ضرورة اعتبار الديون قصيرة الأجل عنصراً أساسياً في تمويل الاستثمارات، وبذلك يجب حساب

تكلفتها.

- بما أن الديون قصيرة الأجل غير مخصصة لتمويل الاستثمارات، أن تكون لها تكلفة، حيث أن

حجمها عادة ما يكون قليل في الهيكل التمويلي للمؤسسة.

انطلاقاً من ذلك، فإننا سوف ندرس تكلفة الديون قصيرة الأجل، من خلال دراسة تكلفة كلاً من الائتمان

التجاري و الائتمان المصرفي.

✕ **تكلفة الائتمان التجاري:** لحساب تكلفة الائتمان التجاري نستخدم مفهوم تكلفة الفرصة الضائعة، ونقارن

ذلك مع مختلف موارد التمويل الأخرى المتاحة، وبما أن الائتمان التجاري يتضمن مهلة التسديد يمنحها المورد

للزبون، ففي حالة غياب الخصم النقدي يمكن اعتبار الائتمان التجاري تمويل مجاني في حالة قيام المؤسسة بسداد

قيمة الفواتير خلال فترة الخصم، إلا أنه يمكن أن يصبح مكلفاً بحيث يعرض المؤسسة لفقدان سمعتها في السوق و قد يؤدي إلى إفلاسها في حالة إذا تم السداد بعد انقضاء فترة الخصم.

✕ **تكلفة الائتمان المصرفي:** يمكن تعريف تكلفة الائتمان المصرفي بأنها عبارة عن الفائدة التي تدفعها المؤسسة إلى البنك، والتي عادة ما تكون في صورة نسبة مئوية من قيمة القرض، وتتوقف تكلفة القرض البنكي على أسلوب حساب البنك للفائدة، فهل تحسب الفوائد على المسحوب من القرض أو ما يوجد ما يسمى بالرصيد المعوض وعلى سمعة المقترض وعلى الطلب والغرض من الائتمان عند طلب القرض هو معرفة معدل الفائدة الفعلي أو الحقيقي حتى يمكن المقارنة بين البدائل المختلفة من مصادر التمويل الأخرى.

كقاعدة عامة يمكن حساب معدل الفائدة الفعلي بقسمة مبلغ الفائدة على مبلغ القرض المستخدم.

4.2.4. تكلفة الأموال الخاصة: وتعتبر تكلفة الأموال الخاصة عن معدل المردودية الأدنى، الواجب تحقيقه حتى يمكن المحافظة على الإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم بدون تغيير، أو بتعبير آخر الحفاظ على القيمة الاسمية للسهم، ويمكن الحصول على تكلفة الأموال الخاصة بعدة طرق نذكر منها:

✕ **تكلفة الأموال الخاصة بالتقييم المحاسبي:** تعتبر هذه الطريقة من أبسط طرق حساب تكلفة الأموال الخاصة، إذ يكفي معرفة قيمة الأموال الخاصة وقيمة الأرباح الصافية لحساب هذه التكلفة:

$$K_s = B / S$$

حيث تعتبر:

B: الأرباح الصافية للمؤسسة.

S: مجموع الأموال الخاصة.

K_s: تكلفة الأموال الخاصة.

ويعاب على هذه الطريقة أنها لا تأخذ في الاعتبار عامل الزمن، من حيث توقيت الحصول على الأرباح، كما لا تعتبر بالتغيرات الخارجية المتوقع حدوثها في السوق وأيضاً يعاب عليها بعدم الاعتبار بمعامل التضخم في معالجة المعطيات المحاسبية.

✘ **تكلفة الأموال الخاصة بالتقييم السوقي:** حسب هذه الطريقة يتم تقدير تكلفة الأموال الخاصة من خلال تقييم تكلفة كلاً من الأسهم العادية والأسهم الممتازة وذلك من خلال حساب القيمة الحالية مستحدثة لقيمة الأرباح التي تدفعها المؤسسة لحملة الأسهم العادية و لحملة الأسهم الممتازة سنوياً.

5.2.4. تكلفة الأسهم العادية: تتمثل تكلفة الأسهم العادية في حصص الأرباح التي يتحصل عليها حملة هذه الأسهم سنوياً من قبل المؤسسة، و هذا بالإضافة إلى مصاريف. إصدار و اكتتاب هذه الأسهم. ويمكن حسابها من خلال استخدام العلاقة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D_t}{(1 + K_c)^t} + \frac{P_n}{(1 + K_c)^N}$$

حيث تمثل :

P₀: القيمة النظرية للسهم عند بداية إصداره .

K_c: معدل الاستخدامات أو تكلفة السهم العادي .

D_t: حصص الأرباح المستقبلية التي تدفعها المؤسسة لحملة الأسهم خلال الفترة t

P_n: السعر المتوقع للسهم في السوق خلال الفترة n .

بافتراض أن قسيمات الأرباح متساوية وغير متناهية، تصبح المعادلة المثلة أعلاه على الشكل التالي:

$$K_c = D / P$$

حيث تمثل:

K_c : تكلفة السهم.

D : قسيمة الأرباح السنوية للسهم.

P : القيمة السوقية للسهم.

حسب نموذج "جوردن- شايبرو" (Gordon-Chapiro) الذي يفترض بأن قسيمات الأرباح تنمو

بمعدل ثابت فإن تكلفة الأسهم العادية تأخذ الصياغة التالية:

$$K_c = D_1 / P_0 + g$$

حيث تمثل:

D_1 : حصة الأرباح خلال السنة الأولى.

P_0 : القيمة السوقية الحالية للسهم.

g : المعدل الثابت لنمو قسيمات الأرباح.

6.2.4. تكلفة الأسهم الممتازة: تمثل تكلفة الأسهم الممتازة قيمة العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات

الممولة عن طريق الأسهم الممتازة، حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير،

وهذا المعدل عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد، مقسوماً على صافي القسيمة، التي تحصل عليها المؤسسة

جاء بيع سهم واحد ممتاز من إصدار جديد لهذه الأسهم، أي قيمة السهم مخصوماً منها تكاليف إصدار

الأسهم، و بذلك نستطيع صياغة المعادلة التالية:

$$K_p = D_p / P_m$$

حيث تمثل :

K_p : تكلفة السهم الممتاز.

D_p : قيمة التوزيع الثابت للسهم.

P_m : صافي قيمة السهم.

بهدف استبيان تكاليف إصدار السهم في المعادلة أعلاه، نستطيع صياغتها على النحو التالي :

$$K_p = D_p / P_m (1 - F)$$

حيث تمثل:

F : نسبة المصاريف إلى سعر السهم.

نشير إلى أن التوزيعات من حصص الأرباح على حملة الأسهم العادية و الأسهم الممتازة، لا تعد من الأعباء الواجب خصمها من أرباح المؤسسة، و ذلك لأغراض ضريبية، و هذا يعكس فوائد القروض. وبالتالي فإن تكلفة الأسهم الممتازة لا تخضع للضريبة لأنها لا تحقق وفراً ضريبياً، لأن العائد الذي يتم توزيعه على حملة الأسهم العادية و الأسهم الممتازة لا يخضع للضريبة.

3.4. تحديد التكلفة الوسطية المرجحة و التكلفة الحدية للأموال

بعد أن تعرفنا على كيفية حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل المختلفة للمؤسسة، وبالتالي يمكن تحديد تكلفة الهيكل التمويلي للمؤسسة مجتمعة، وذلك من خلال تحديد التشكيلة المناسبة من مصادر التمويل، و التي يتكون منها الهيكل التمويلي. و لا يتحقق ذلك إلا من خلال تحديد كلاً من التكلفة الوسطية المرجحة للأموال بالإضافة إلى تقدير التكلفة الحدية لهذه الأموال.

1.3.4. التكلفة الوسطية المرجحة للأموال:

في هذه الحالة يتم حساب متوسط تكلفة الأموال لهيكل رأس المال، و ذلك من خلال استخراج المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان الفعلية لمصادر التمويل المختلفة المكونة للهيكل التمويلي للمؤسسة، و يتم هذا الترجيح من خلال منح وزن يعادل نسبة كل مصدر من مصادر التمويل إلى مجموع المصادر المكونة للهيكل التمويلي. و بهذا تحدد التكلفة المرجحة للأموال على النحو التالي:

$$K = K_1 (L_1 / V) + K_2 (L_2 / V) + \dots + K_n (L_n / V)$$

حيث تمثل :

$K_1, K_2, \dots, K_n$: تكاليف مختلف مصادر التمويل.

$L_1, L_2, \dots, L_n$: قيم عنا صر التمويل.

V : القيمة الإجمالية لمختلف مصادر التمويل.

نشير إلى أن تحديد التكلفة المتوسطة في هذه الحالة يتم على أساس القيمة المحاسبية، لتحديد نسبة كل مورد من موارد التمويل، و ذلك لصعوبة تحديد القيمة السوقية لبعض العناصر مثل الأوراق المالية غير المتداولة في البورصة التي يصعب تقدير القيمة الحقيقية لها.

بهدف التوضيح أكثر نستعين بمعطيات المثال التالي، أين نفترض بأن الهيكل التمويلي لمؤسسة معينة يتكون من المصادر التمويلية المبينة في الجدول الموالي.

مثال: يبين كيفية حساب التكلفة الوسطية المرجحة للأموال.

مصدر التمويل	المبلغ	النسبة إلى المجموع	تكلفة المصدر	التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال
الأسهم العادية	400000	40 %	19.7	7.9 %
الأسهم الممتازة	100000	10 %	11.6	1.6 %
الأرباح المحتجزة	300000	30 %	18.6	5.3 %
السندات	200000	20 %	9.6	1.9 %
المجموع	1000000	100 %	/	16.7 %

نلاحظ من خلال المثال أعلاه، أن عملية تحديد التكلفة الوسطية المرجحة للأموال قد تمت حسب وزن و أهمية كل عنصر من عناصر التمويل بالنسبة للهيكل التمويلي للمؤسسة، لتحصل في الأخير على التكلفة الكلية لهيكل رأس المال ممثلة في التكلفة المرجحة للأموال.

بالنظر إلى معطيات الجدول نلاحظ بأن السندات تمثل أقل العناصر المستخدمة من حيث التكلفة، في أنها تشكل ما يعادل 20 % فقط من إجمالي الاحتياجات المالية. هذا ما يمكن إرجاعه إلى السياسة المالية الحالية

للمؤسسة. و يبقى دائماً الهدف الأساسي للمؤسسة، والذي يتمثل في كيفية اختيار المصادر التمويلية، التي تحقق أقل تكلفة ممكنة، على أن تكون في نفس الوقت مناسبة للاحتياجات المالية للمؤسسة.

2.3.4. التكلفة الحدية للأموال:

تعرف التكلفة الحدية على أنها " التكلفة المتوسطة للأموال الجديدة أو الإضافية التي تحصل عليها المؤسسة ".
وهي التكلفة الواجبة الاستعمال عند اختيار المشاريع، أين تتصف بعدم التمييز بين القيمة السوقية والقيمة المحاسبية لعناصر التمويل، وترجع أهمية هذه التكلفة إلى تعاضل دورها لأغراض تمويل الأهداف الاستثمارية للمؤسسة ومعظم القرارات المالية لها، حيث أن المؤسسة لن تقبل أي اقتراح استثماري جديد، إلا إذا كان معدل العائد الداخلي له أكبر من تكلفة الأموال الحدية.

3.3.4. استخدامات التكلفة المتوسطة المرجحة و التكلفة الحدية للأموال:

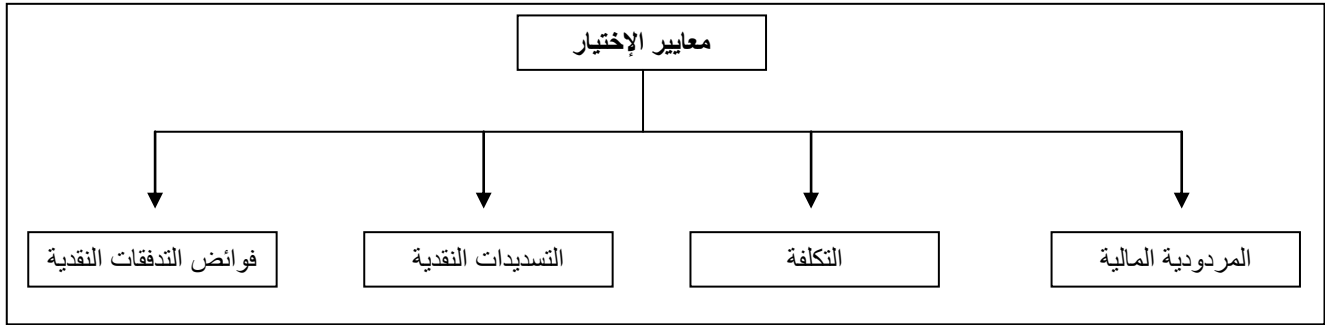
تكمن أهمية تكلفة الأموال في أنها تمثل تلك التكلفة التي تسعى المؤسسة دائماً إلى تخفيضها إلى أدنى حد ممكن، و ذلك من خلال التخطيط السليم لبناء هيكل التمويل قصدي تحقيق الهيكل التمويلي الأمثل.
ما يمكن ملاحظته أن تكلفة الأموال الإضافية تبقى ثابتة إلى أن يتم استنفاد مصادر الأموال الخاصة كاملة، بعد ذلك يبدأ هذا المتوسط مباشرة في الارتفاع التدريجي، نتيجة لزيادة الأموال المتولدة من خلال إصدار أسهم عادية جديدة، والتي تتميز بتكلفة مرتفعة. تضمن تكاليف الإصدار بالإضافة إلى تكاليف أخرى، ما يؤدي إلى ارتفاع نسبي في متوسط التكلفة.

من جهة أخرى فإن أهمية التكلفة الحدية تظهر من خلال الاعتماد عليها في عملية تقييم الاقتراحات الاستثمارية للمؤسسة، حيث لا يتم قبول إلا تلك الاستثمارات التي يزيد معدل العائد الداخلي لها عن تكلفة الأموال الحدية لهذه الاستثمارات. كما يجب أن يكون مؤشر الربحية أكبر من الواحد الصحيح، و عند استخدام معدل خصم يعكس تكلفة الأموال الحدية.

5. معايير اختيار مصادر التمويل

أمام متخذ القرار التمويلي مجموعة من المعايير المالية الكمية، والتي تتعلق بقيود التوازن المالي والمردودية، وسنقتصر في هذه الحالة على معايير: المردودية المالية، تكلفة مصدر التمويل.

معايير المفاضلة بين البدائل التمويلية



1. معيار المردودية المالية:

في إقتصاديات سوق المال المنتشرة بتسارع كبير مؤخراً، فإن معظم المؤسسات الإقتصادية تسعى إلى تعظيم الأرباح وبالتالي تنامي أرباح الأسهم، والذي يتحقق من خلال تعظيم المردودية المالية، والتي تحسب اعتماداً على العلاقة التالية :

$$\text{المردودية المالية (Rcp)} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

هذه هي العلاقة الأبسط والأسهل حساباً للمردودية المالية، إذ تسعى المؤسسة إلى أن تكون نسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة أكبر ما يمكن، أي تحقيق نتيجة موجبة بأقل حجم من الأموال الخاصة ممكن، وبالتالي يتعاضد الربح على الأسهم، كما تتعاضد القدرة على التمويل الذاتي، إلا أن المردودية المالية يمكن حسابها بدلالة كل من نسبة الهيكل المالي (الإستقلالية المالية) والمردودية الإقتصادية وتكلفة الإستدانة والضريبة على الربح، وهو ما يعرف بعلاقة أثر الرافعة المالية والتي يمكن من خلالها إعادة كتابة علاقة المردودية المالية كالآتي :

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

هذا الشكل الجديد للمردودية المالية والذي يحوي العناصر المتحركة في مصادر التمويل، يمكن إستخدامه كآلية لإتخاذ القرار التمويلي، وذلك إعتقادا على حالات أثر الرافعة المالية المتضمنة في المردودية المالية، حيث يمكن إعادة صياغة العلاقة أعلاه كالآتي :

$$R_{cp} = [R_e + (R_e - i) D/CP] (1 - IS)$$

حيث يمكن حصر الحالات التالية :

- $R_e > i$ (المردودية الإقتصادية أكبر من تكلفة الإستدانة) : مجال الإستدانة،

- $R_e = i$ (المردودية الإقتصادية تساوي تكلفة الإستدانة) : ذروة الإستدانة،

- $R_e < i$ (المردودية الإقتصادية أقل من تكلفة الإستدانة) : التقليل من الإستدانة.

2. معيار تكلفة رأس المال :

تتحمل المؤسسة بسعيها نحو تمويل إحتياجاتها المالية تكاليف مصادر هذه الإحتياجات، حيث تؤثر هذه التكاليف على النتائج والمردودية الإجمالية، ومنه إستوجب الأمر قياس تكلفة كل مصدر على حدا والمتمثلة في تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الديون، تكلفة التمويل الذاتي....إلخ.

أ- تكلفة الأموال الخاصة :

تتمثل تكلفة الأموال الخاصة بمعدل المردودية المنتظرة من طرف المساهمين وتحسب إما بنماذج التحيين، أو إستعانة بنموذج توازن الأصول المالية MEDAF .

- نماذج التحيين :

تعتبر النظرية المالية أن قيمة سهم تساوي القيمة الحالية (المحسوبة إعتقادا على معدل المردودية المنتظرة من طرف المساهمين) لمجموع الأرباح المنتظرة لفترات زمنية مستقبلية.

إذا كان C_0 سعر السهم في الزمن 0، وإذا كانت $D_1, D_2, D_3, \dots, D_n$ الأرباح المنتظرة،

وإذا كان C_n سعره عند n و t معدل المردودية المنتظر من طرف المساهمين، وعليه يكون

$$C_0 = \sum D_i (1+t)^{-1} C_n (1+t)^{-n}$$

هذه العلاقة تسمح بحساب t بدلالة C_0 ومجموع أرباح الأسهم C_n ، حيث نبرهن ذلك فيما يلي :

في حالة توجه عدد الفترات الزمنية n نحو اللانهاية الموجبة، وبقاء أرباح الأسهم ثابتة أو تتغير بمعدل نمو ثابت g ، فإن :

- في حال بقاء أرباح الأسهم ثابتة فإن :

$$C_0 = D (1+t)^{-1} + D (1+t)^{-2} + \dots + D (1+t)^{-n} + C (1+t)^{-n}$$

وبما أن العلاقة أعلاه هي مجموعة متتالية هندسية، فيمكن إعادة كتابتها على النحو التالي :

$$C_0 = D [1 - (1+t)^{-n}/t] + C_n (1+t)^{-n}$$

لما يتجه n نحو اللانهاية الموجبة فإن $(1+t)^{-n}$ يتجه نحو 0 ، وعليه يكون لدينا

$$t = D/C_0$$

- في حالة نمو أرباح الأسهم:

يكون لدينا

$$C_0 = D_1(1+t)^{-1} + D_1(1+g)(1+t)^{-2} + \dots + D_1(1+g)^{n-1}(1+t)^{-n} + C_n(1+t)^{-n}$$

ومنه فإن :

$$\begin{aligned} C_0 &= D_1(1+t)^{-1} \times [(1+g)^n (1+t)^{-n} - 1] / [(1+g)(1+t)^{-1} - 1] \\ &= D_1 \times [(1+g)^n (1+t)^{-n} - 1] / (g-t) \end{aligned}$$

لما يتوجه n نحو اللانهاية الموجبة فإن $(1+g)^n (1+t)^{-n}$ يؤول نحو الصفر مع $g < t$ ومنه يكون لدينا :

$$t = (D_1 / C_0) + g$$

حينها نتحصل على ما يعرف بعلاقة جوردن

- نموذج الأصول المالية المتوازنة MEDAF :

عادة ما يستخدم هذا النموذج في تقييم المردودية المنتظرة من إستثمار مرتبط بمخاطر معينة، وعلى هذا الأساس تعرف المردودية المنتظرة من طرف المساهمين على أنها مردودية الأصول دون مخاطر مقدرة بمعدل مخاطر يعادل B مرة مخطر السوق وتحسب من خلال العلاقة التالية :

$$E(R_X) = R_F + B [E(R_M) - R_F]$$

حيث :

$E(R_X)$: الأمل الرياضي للمردودية المنتظرة من طرف المستثمرين الخاصة بالسهم X .

R_F : مردودية الأصول دون مخاطر (هو الأصل ذو مردودية متعددة خلال فترة زمنية معينة مثل أذونات الخزينة، قروض الدولة... إلخ).

$E(R_M)$: الأمل الرياضي لمردودية السوق.

$E(R_M) - R_F$: قسط مخطر السوق.

B : معامل منحنى الإنحدار بين R_X و R_M .

خاتمة

إن الهدف الأساسي من تلقين مقياس التحليل المالي المتقدم للطلبة، يندرج تحت إطار بلوغ جملة من الأهداف تساعد على توظيف مكتسباتهم وكفاءاتهم في مجال تخصصاتهم، سواء لمواصلة دراساتهم العليا أو في المجال المهني في مجال الأعمال..

ومن خلال هذه المحاضرات، نهدف إلى ما يلي:

- إكتساب المفاهيم الأساسية للطلبة، المرتبطة بمالية المؤسسة والبيئة المالية لها؛
 - تدريب الطلبة على أساليب التحليل المالي ومناهج إتخاذ القرارات المالية؛
 - التعمق في المناهج الحديثة لمواضيع الإدارة المالية المتقدمة؛
 - توظيف الأساليب الإحصائية والرياضية في مواضيع الإدارة المالية المتقدمة؛
 - خلق كفاءات لتحليل وتقييم الأداء المالي للمؤسسة.
- وتعتبر هذه المحاضرات إطاراً مرجعياً للطلبة، وذلك لما تتضمنه من مفاهيم ومحتوى بيداغوجي يتماشى مع البرامج الحديثة، والنظام المحاسبي المالي في ظل مستجدات البيئة المالية والمحاسبية الجزائرية الجديدة.

المراجع:

أولا: باللغة العربية.

- سيد محمود الهواري، سعيد توفيق عبيد، الإدارة المالية قرارات الأجل الطويل وقيمة المنشأة، جامعة عين شمس، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
- أبو الفتوح على فضالة، التحليل المالي وإدارة الأموال، ط1، دار الكتاب العالمية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1999.
- أحمد رمضان نعمة الله وآخرون، النظرية الاقتصادية الكلية، قسم الاقتصاد، الإسكندرية، 2000.
- أقاسم عمر، محاضرات في التسيير المالي، قسم العلوم التجارية، جامعة ادوار.
- الجمهورية الديمقراطية الشعبية، قرار المؤرخ في يوليو 2008، يحدد قواعد والتقييم والمحاسبة ومحتوى الكشف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 19، المؤرخة في 25 مارس 2009.
- الهواري سيد محمود، الإدارة المالية، الاستثمار والتمويل طويل الأجل، دار الجيل للطباعة والنشر، 2005.
- الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الثانية، 2011.
- بلعور سليمان، التسيير المالي محاضرات وتطبيقات، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2015.
- بن حمودة محبوب، تكلفة رأس المال معدل مردودية ومقياس لاتخاذ القرار الاستثماري، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 1992.
- جمعة حميدات، حسام خدّاش، منهاج محاسب عربي قانوني، الجمع العربي للمحاسبين، طبعة 1، عمان، الاردن، 2013.
- حنفي عبد الغفار، الإدارة المالية المعاصرة مدخل إتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1990.
- حنفي عبد الغفار، الإدارة المالية المعاصرة، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993.
- حياة نجار، محاضرات في التحليل المالي للمؤسسة الاقتصادية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، السنة الجامعية 2015/2016.
- زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- زينب حسين عوض، الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.

- سعيدة بورديم، التسيير المالي، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قلمة.
- سليمة نشنش، دور المعلومة المحاسبية في إتخاذ قرار الاستثمار المالي مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير ، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2004.
- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2002.
- عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- عبد القادر بوعزة، التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2004.
- عقيل جاسم عبد الله، مدخل في تقييم المشروعات (الجدوى الاقتصادية والفنية وتقييم جدوى الأداء)، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 1999.
- عليوش قريوع كمال، قانون الاستثمارات في الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.
- عمر صخري، التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994.
- عيادي عبد القادر، دور وأهمية نظام المعلومات المحاسبية في اتخاذ قرارات التمويل، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الشلف، 2008.
- فركوس محمد، الموازنات التقديرية (أداة فعالة للتسيير)، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 1995.
- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ط01 ، 2009.
- محمد بلقاسم، حسن بجلول، الإستثمار و إشكالية التوازن الجهوي (مثال الجزائر)، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر 1990.
- محمد صالح الحناوي و نحال فريد مصطفى، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية-مدخل اتخاذ القرارات، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
- مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية: البورصة في عالم النقد والمال ، ج1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
- مفلح محمد العقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2014.

- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ط04، 1999.
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ط06، 2006..
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
- ناصر دادي عدون، محمد فتحي نواصر، دراسة الحالات المالية، دار الآفاق، الجزائر، 1991.
- ناظم الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، جامعة العلوم التطبيقية، الأردن، ط04، 1999.
- يخلف عبد الرزاق، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة، دراسة الواقع البورصات العربية وآفاقها المستقبلية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2001 .

ثانيا: باللغة الأجنبية.

- Babusiaux Denis, **Décision d'investissement et calcul économique des entreprises**, Edition technique, paris, 1995.
- Daniel sopel , **Finance d'entreprise** ,les éditions d'organisation, Paris ,1997.
- Pierre - Conso, Farouk Hemici, **Gestion Financière de l'entreprise**, Dunod ,11^{ème} édition, Paris, 2005.
- Griffiths Degos., **Gestion financière de l'analyse de la stratégie**, 2^{ème} édition, éd d'organisation, Paris, 2001.
- Jacques Margerin et gérard Ausset , **Choix des investissement**, éd d'organisation, paris, 1987.
- MLOUDI Boubker, **Investissement et stratégie de développement**, éd O.P.U, Alger, 1988.
- Pierre André dufugeur, Amme gazeengel , **introduction à la finance d'entreprise**, Edition Dunod, paris, 1980.
- Thierry Ananou : **Investissement et capital**, Edition Mémo seuil, Paris, 1997.