



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة/الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير



المجلس العلمي للكلية



ميدان: علوم اقتصادية التسيير وعلوم تجارية  
قسم: العلوم الاقتصادية



# مالية المؤسسة

المقياس: مالية المؤسسة

التخصص: اقتصاد وتسيير المؤسسات

المستوى: السنة الثالثة ليسانس

الدكتور: عادل طلبة

الأساتذة المحكمين	
أ.د مهري عبد المالك	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة
د نبيل شنن	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة
د فريد عوينات	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة

السنة الجامعية 2023-2024



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة/الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير



المجلس العلمي للكلية



ميدان: علوم اقتصادية التسيير وعلوم تجارية  
قسم: العلوم الاقتصادية



# مالية المؤسسة

المقياس: مالية المؤسسة

التخصص: اقتصاد وتسيير المؤسسات

المستوى: السنة الثالثة ليسانس

الدكتور: عادل طلبة

السنة الجامعية 2023-2024

الصفحة	فهرس المحتويات
<b>01</b>	<b>المحور الأول: المالية المؤسسية (الإدارة المالية) والمحيط المالي للمؤسسة</b>
01	1. تعريف الإدارة المالية
05	2. أهداف الإدارة المالية
07	3. خطوات الإدارة المالية
10	4. قرارات الإدارة المالية
12	5. المحيط المالي للمؤسسة
14	أسئلة المحور الأول
<b>15</b>	<b>المحور الثاني: القوائم المالية وتحليل الوضعية المالية للمؤسسة</b>
15	1. مفهوم وأنواع القوائم المالية
19	2. التحليل بواسطة التوازنات المالية
28	3. التحليل بواسطة النسب المالية
34	4. مؤشرات الأداء المالي
38	أسئلة المحور الثاني
<b>41</b>	<b>المحور الثالث : سياسات ومصادر تمويل المؤسسة</b>
41	1. تعريف تمويل المؤسسة
42	2. أهداف تمويل المؤسسة
42	3. مبادئ التمويل المؤسسة
43	4. احتياجات التمويل في المؤسسة
44	5. مصادر تمويل المؤسسة
52	6. مفهوم وأهداف السياسة التمويلية
53	7. محددات السياسة التمويلية للمؤسسة
54	8. مراحل إعداد السياسة التمويلية للمؤسسة
56	أسئلة المحور الثالث
<b>57</b>	<b>المحور الرابع: الهيكل المالي وتكلفة مصادر التمويل والقيمة الاجمالية للمؤسسة</b>
57	1. مفهوم الهيكل المالي للمؤسسة
59	2. الهيكل المالي الأمثل
59	3. تعريف تكلفة مصادر التمويل
60	4. حساب تكلفة مصادر التمويل
64	5. تكلفة رأس المال (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال)

66	6. المرودية وأثر الرافعة المالية (المفهوم وطريقة الحساب)
70	7. قيمة الإجمالية المؤسسة
73	أسئلة المحور الرابع
75	<b>المحور الخامس: استراتيجيات وقرارات الاستثمار في المؤسسة</b>
75	1. تحديد الاستثمار في رأس مال العامل
76	2. سياسات الاستثمار في رأس مال العامل
79	3. أهمية الاستثمار في الأصول (الموجودات) الثابتة
80	4. أصناف الاستثمار في الأصول (الموجودات) الثابتة
80	5. قرار الاستثمار في الأصول (الموجودات) الثابتة
81	6. معايير تقييم المقترحات الاستثمارية
93	أسئلة المحور الخامس
95	<b>المحور السادس: إدارة النقدية في المؤسسة</b>
95	1. مفاهيم مرتبطة بإدارة النقدية
98	2. دوافع الاحتفاظ بالنقدية
99	3. تكاليف الاحتفاظ بالنقدية
99	4. نماذج إدارة النقدية
106	أسئلة المحور السادس
107	<b>قائمة المراجع</b>

## البرنامج الوزاري لمادة: مالية المؤسسة

عنوان الليسانس: السنة الثالثة علوم اقتصادية تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات

السداسي: السادس

وحدة التعليم: الأساسية

المادة: مالية المؤسسة

محتوى المادة:

- المحيط المالي للمؤسسة
- هيكل رأس المال للمؤسسة
- مصادر تمويل المؤسسة
- قرارات وسياسات التمويل في المؤسسة
- قرارات واستراتيجيات الاستثمار في المؤسسة

## تمهيد:

تعد وظيفة الإدارة المالية من أهم الوظائف في المؤسسة الاقتصادية، حيث تؤدي دوراً محورياً في تحقيق أهدافها الاستراتيجية وضمان صلابتها المالية. في هذا الإطار الإدارة المالية تهتم بإدارة الموارد المالية للمؤسسة بطريقة مثلى، من خلال عدة عمليات كالتخطيط المالي، والتحليل، واتخاذ القرارات المالية المتعلقة بأنشطة التمويل والاستثمار وإدارة المخاطر.

ففي عالم الأعمال الديناميكي والتنافسي، أصبحت الإدارة المالية أكثر تعقيداً وتطلباً، حيث يتعين على المؤسسات التعامل مع تقلبات الأسواق المالية، والتغيرات الاقتصادية، والتحديات التكنولوجية. لذا، فإن الفهم العميق لمبادئ الإدارة المالية وأدواتها يعتبر ضرورياً لنجاح أي مؤسسة اقتصادية.

حيث تعمل الإدارة المالية على تعظيم قيمة المساهمين من خلال تحقيق عوائد مرتفعة على الاستثمار، وضمان توفر السيولة اللازمة لتلبية الالتزامات المالية، وإدارة المخاطر المالية بكفاءة. من خلال ما سبق سيتم التطرق في هذه المطبوعة البيداغوجية للمحاور التالية:

- المالية المؤسسة (الإدارة المالية) والمحيط المالي للمؤسسة
- القوائم المالية وتحليل الوضعية المالية للمؤسسة
- سياسات ومصادر تمويل المؤسسة
- الهيكل المالي وتكلفة مصادر التمويل والقيمة الاجمالية للمؤسسة
- استراتيجيات وقرارات الاستثمار في المؤسسة
- إدارة النقدية في المؤسسة

**المحور الأول: مدخل للإدارة المالية والمحيط المالي للمؤسسة**النقاط الأساسية في المحور الأول:

1. مفهوم الإدارة المالية
2. أهداف الإدارة المالية
3. خطوات الإدارة المالية
4. أنواع قرارات الإدارة المالية
5. المحيط المالي للمؤسسة

**1. مفهوم الإدارة المالية**

تعرف الإدارة المالية بأنها مجموع الأنشطة أو العمليات الإدارية في المؤسسة التي يهتم بخلق والمحافظة على القيمة أو حفظ ثروة الملاك، الأمر الذي يستدعي التركيز على عملية اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة وتأثيرها على القيمة الاقتصادية للمؤسسة.<sup>1</sup>

كما عرفت الإدارة المالية (تمويل الشركات) بأنها النشاط أو القسم داخل البنك يقدم الخدمات الاستشارية للعملاء فيما يتعلق ببيع وشراء واندماج الشركات، ولكن أيضاً إدراجها والاستراتيجية المالية الشاملة (تحسين الميزانية العمومية).<sup>2</sup>

فالإدارة المالية عبارة مجموعة من المهام والعمليات - في إطار الهيكل التنظيمي للمؤسسة - تهدف في مجموعها إلى إيجاد مصادر الأموال الممكنة والمناسبة بالنسبة للمؤسسة في إطار محيطها المالي، وذلك بعد تحديد احتياجاتها التمويلية انطلاقاً من برامجها وخططها الاستثمارية، وكذلك برامج تمويلها واحتياجاتها اليومية.

<sup>1</sup> جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللوح، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، (2006)، ص13

<sup>2</sup> Pierre Vernimmen, Definition of financial management,  
website: <https://www.vernimmen.com/Practice/Glossary.php>

في هذا السياق يتمثل الدور الأساسي للمدير المالي في التأكد من أن شركته لديها إمدادات كافية من رأس المال. فالمدير المالي هو على مفترق طرق الاقتصاد الحقيقي (الصناعات والخدمات) وعالم المال بأسواقه المالية المتنوعة والهياكل.

هناك طريقتان للنظر إلى دور الإدارة المالية والمدير المالي:

- البحث عن رأس المال بأقل تكلفة ممكنة، أي وجهة النظر التقليدية؛
- بائع أو تسويق الأوراق المالية بهدف تعظيم قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

تتجلى أهمية الإدارة المالية أو الوظيفة المالية في كون أن القرارات المالية في المؤسسة لها تأثير كبير على استمراريتها وعلى نموها ، كما أن لها تأثير على جميع القرارات الاستراتيجية بالمؤسسة سواء كانت مالية أو غير مالية، الأمر الذي يترتب عليها العديد من الفرص والتداعيات أو التحديات على المؤسسة، لذلك يتعين على المدير المالي أن يحسن تقدير هذه الفرص والتحديات وعرض القضايا المالية على مجلس الإدارة، مع إعداد تقارير يقدم رؤية واضحة مرفقة بالأدلة والحجج لمختلف الأمور ذات التأثير المالي، كما يتطلب هذا الأمر من المدير المالي التمكن في ميادين أخرى مرتبطة بالمؤسسة، كالجوانب الاقتصادية والمحاسبية والإحصائية والكمية، التي تساعده على فهم العلاقات والترابط بين المتغيرات واستخراج المؤشرات والنتائج وتحليلها لاتخاذ القرار المناسب .

### تطور الفكر التمويلي : مر الفكر التمويلي في تطوره بمنهجين أساسيين هما :

المدخل التقليدي للإدارة المالية والمنهج الحديث .

وكما يوحى اصطلاح (الإدارة المالية) - فإن اهتمام مالية الشركات تركز بالفعل على أساليب التمويل المختلفة ، أي أن المفهوم التقليدي لمجال ومهام الإدارة المالية كان محددًا بكيفية الحصول على الأموال للمشروع لمقابلة الاحتياجات المالية له . ثم استعمل بعد ذلك اصطلاح (الحصول على الأموال) بمفهومه الواسع ليعبر عن كيفية تدبير

<sup>1</sup>Pierre Vernimmen, Corporate Finance Theory and Practice, John Wiley & Sons Ltd,2005 ,p29.

الأموال من المصادر الخارجية المتعددة علاوة على المصادر الداخلية للمشروع ، وعليه فإن دراسة الإدارة المالية أصبحت تتكون من ثلاثة عناصر متداخلة ، هي :

- عمليات تدبير الأموال من المؤسسات والأسواق المالية .
- الأدوات المالية المستخدمة لتدبير هذه الأموال .
- العلاقات القانونية/ التشريعية / والمحاسبية التي تربط المشروع بالمصادر الممولة له .

وهكذا كان مجال الإدارة المالية مقصوراً على وصف وحل مشكلات الأدوات المالية للسوق والمؤسسات العاملة فيه، وعملياتها التي بدأت تتزايد بشكل سريع . وهناك جانب آخر لمجال الإدارة المالية يتعلق بالاحتياجات الطارئة للتمويل ، مثل حالات الاندماج والتصفية وإعادة التنظيم ، وهي حالات غير عادية تمر بها المشروعات نادراً . وقد كونت هذه الاحتياجات العنصر الثاني لمجال الإدارة المالية الذي اهتمت به الدراسات الأكاديمية بشكل كبير .

وفيما يلي استعراض موجز لكل من المدخلين التقليدي والحديث للإدارة المالية :

#### المنهج التقليدي :

نشأ هذا المدخل وتطور في بداية العشرينات والثلاثينات ، وسيطرت آرائه على الأبحاث والأدبيات الأكاديمية في فترة الأربعينات وبداية الخمسينات . أما اليوم فينظر إليه كمنهج له عيوبه ومحدداته الكثيرة ، ومنها:

- الاهتمام بطرق معالجة المشكلات المالية دون غيرها .
- التركيز على المبادئ الأساسية وإطار تحليل مفهوم ومجال الإدارة المالية.
- وبالنسبة للعيب الأول - فإن المنهج التقليدي ينتقد في هذا الخصوص للأسباب التالية:
- التركيز على وجهات نظر الجهات المانحة للأموال ، أي جانب العرض المالي وهي عادة من خارج الشركة ، وبالتالي فقد أهملت وجهات نظر المديرين الذين يعملون داخل المشروع المفترض ، وهم المقررون لضرورة الاقتراض الخارجي .
- التركيز على مشكلات التمويل في الشركات المساهمة وعدم الاهتمام بالمشكلات الخاصة بتمويل الأنواع الأخرى للشركات، مثل الشركات الفردية وشركات التضامن.

- الاهتمام بالأحداث المالية النادرة الوجود مثل الاندماج وإعادة التنظيم وتوحيد الحسابات الختامية وغير ذلك من الحسابات الأخرى ، وذلك في الوقت الذي أهملت فيه الأحداث المالية اليومية العادية في الشركات.

- الاهتمام بمعالجة أساليب التمويل طويل الأجل ، وبالتالي أهمل المدخل التقليدي التمويل قصير الأجل بما في ذلك رأس المال العامل .

أما عن العيب الثاني - فقد امتدت مآخذ المدخل التقليدي لتشمل المبادئ الأساسية من حيث محدودية تغطية الأمور المتعلقة بالحصول على الأموال. كما لم يوفق في معالجة عملية تخصيص الأموال ووجوب مقابلة العائد على رأس المال بمستوى الأداء، وكيفية تحديد مثل هذا المستوى، وتغيير التكلفة مع تغيير أو خلط مصادر التمويل. ولذلك أصبح مجال الإدارة المالية وفقاً لهذا المنهج محدوداً للغاية، إلى أن قام المنهج الحديث بمعالجة هذا العيب.

#### المنهج الحديث :

كانت نظرة المنهج الحديث للإدارة المالية عامة وشاملة ، كما يتضمن إطاراً للمبادئ العامة والأدوات التحليلية اللازمة لاتخاذ القرارات المالية . وتشمل المهام المالية لهذا المدخل عملية تدبير الأموال وكيفية صرفها . وبذلك أصبح التركيز منصباً على الاستخدام الأمثل للأموال . أي أن علم (الإدارة المالية) صار موضوعاً مكماً للإدارة بشكل عام . وعليه أصبح المنهج الحديث يشكل طريقة تحليلية للنظر في المشكلات المالية ، ويجب على الكثير من التساؤلات مثل :

- ما المبالغ المالية المطلوب تخصيصها لأي مشروع ؟.
- ما الموجودات التي يجب على المشروع زيادتها ؟.
- كيف يتم اختيار الأساليب المثلى للتمويل ؟.
- ومعنى هذا ، أن مضمون المنهج الحديث للإدارة المالية يمكن وصفه بما يلي :
- حجم المؤسسة الأمثل ونسبة النمو المراد تحقيقها .
- نوعية موجودات المنشأة (متداولة أو ثابتة).
- نوعية مطلوبات المنشأة (قصيرة أو طويلة الأجل).

أي أن الإدارة المالية في ضوء هذا المنهج - يجب أن تعمل على حل مثل هذه المشكلات الثلاث والتي يمكن أن نعبر عنها بالوظائف التالية: الاستثمار، والتمويل، وسياسة توزيع الأرباح. وبالتالي فإن وظائف الإدارة المالية في المنشأة تنقسم إلى ما يلي:

- القرارات المتعلقة بالاستثمار.
- القرارات المتعلقة بالتمويل.
- القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح.

## 2. أهداف الإدارة المالية:

تهدف الإدارة المالية في المؤسسة إلى تحقيق جملة من الأهداف تقليدية ومتطورة ، نورد أهمها فيما يلي:

يلي:

### 2-1-1- تعظيم الربح :

لم يعد تعظيم الربحية الهدف الرئيسي في اطار تطور الإدارة المالية ، لأن هدف تعظيم الربح يتجاهل مجموعة من النقاط نوردتها فيما يلي<sup>1</sup>:

2-1-1-1- توقيت العائد : هدف تعظيم الربحية لا يأخذ بعين الاعتبار التوقيت الزمني ، فكلما كان تحصيل التدفقات النقدية أسرع كلما تم تفضيل المشروع محل التقييم على باقي المشاريع. والسبب في ذلك هو إمكانية إعادة استثمار العائد مرة أخرى لتحقيق عائد إضافي.

2-1-1-2- التدفقات النقدية: رغم اهتمام المساهمين بالأرباح التي تحققها الشركة إلا أن هذه الأرباح لا تمثل التدفقات النقدية المتاحة للمساهمين، وبالتالي فاهتمام المساهمين الأكبر هو بالتدفقات النقدية التي يحصلون عليها ، وهي نوعين تعرضهما فيما يلي:

أ- التوزيعات النقدية (Dividends Cash): التي يتم تدفعا للمساهمين من الأرباح المحققة خلال السنة المالية، وذلك بناء على قرار مجلس الإدارة.

ب- الأرباح الرأسمالية (Gains Capital): الناتجة عن بيع السهم بقيمة أكبر من قيمتها الإسمية أو أكبر من قيمة شراءه.

<sup>1</sup> علي ابراهيم العامري، محمد. الادارة المالية الحديثة، الطبعة الاولى، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، (2013) ، ص 30 .

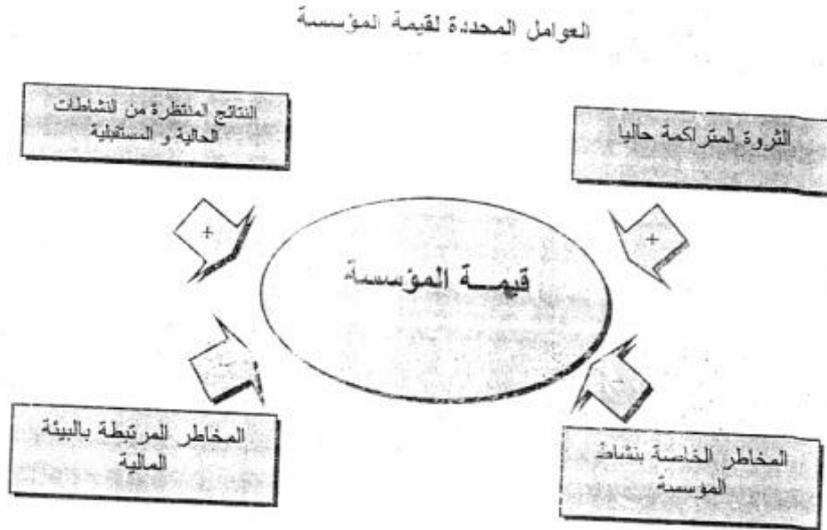
## 2-1-3-المخاطرة :

ترتبط المخاطرة بعدم التأكد من الحصول على العائد المتوقع. تزداد هذه المخاطرة كلما زادت درجة التذبذب أو التغيير في العائد المتوقع. لذا من المفترض أن يكون هناك مبادلة بين المخاطر والعائد، بمعنى أنه كلما ارتفعت المخاطرة كلما توقع أو طلب المستمرون عائد أكبر والعكس صحيح.

## 2-2- تعظيم القيمة السوقية للثروة للملاك:

بسبب تجاهل هدف تعظيم الربحية للنقاط الثلاث سابقة الذكر، أصبح هدف الادارة المالية هو تعظيم القيمة السوقية لثروة المساهمين ، عن طريق تعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة في بورصة الأوراق المالية. القرارات المالية لا بد أن يتم اتخاذها في ضوء تحقيق أهداف إدارة الشركة، تطبيق هذا الهدف يكون من خلال تعظيم أسعار أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية (Maximization of Stock Prices) لأنه وفي أي لحظة زمنية فإن هذه الأسعار تعكس قيمة المؤسسة.

## الشكل رقم (01): العوامل المحدد لقيمة المؤسسة



المصدر: الياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان، 2011، ص40.

**2-3- السيولة:**

مصطلح السيولة في المؤسسة الاقتصادية يستخدم للتعبير عن النقد الجاهز، أو عن سيولة الشركة، أو عن سيولة الأصل، النقد الجاهز مفاده صافي التدفق النقدي، الذي هو عبارة الفرق بين التدفق النقدي للداخل والتدفق النقدي للخارج.

أما سيولة الشركة فتشير لتوفر أموال سائلة (نقد وشبه نقد) كافية لديها وفي الوقت المناسب للوفاء بالتزاماتها عند تواريخ الاستحقاق المختلفة.

أما سيولة الأصل فتعني سهولة وسرعة تحويل هذا الأصل إلى نقد جاهز وبدون خسائر معتبرة . لذا من أهم أهداف إدارة السيولة في المؤسسة المحافظة على رصيد نقدي موجب تستطيع من خلاله مقابلة التزاماتها المستحقة. وإذا لم تستطع الشركة المحافظة على رصيد نقدي موجب ، سيترتب على ذلك نشوء ما يسمى بالعجز النقدي والذي قد يتحول إلى العسر المالي<sup>1</sup>، في هذا الإطار يشير العسر المالي إلى عدم وجود نقد جاهز أو شبه نقد كافيين لمواجهة حاجات المؤسسة مما ينشأ عنه عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية عند استحقاقها. والعسر المالي نوعان:

- **العسر المالي الفني:** تواجه المؤسسة العسر المالي الفني عندما لا يتوفر لديها سيولة كافية لسداد احتياجاتها أو التزاماتها المستحقة ، لكنها تستطيع لاحقاً توفير سيولة لتسديد هذه الالتزامات .
- **العسر المالي الحقيقي:** تواجه المؤسسة العسر المالي الحقيقي عندما تكون القيمة السوقية لجميع موجوداتها -في حال بيعها- لا تكفي للوفاء بالتزاماتها المالية المستحقة ، لذا إن منحت الوقت الكافي لبيع جميع أصولها فإنها لن تستطيع تسديد هذه الالتزامات بحصيلة عملية البيع.

**3. خطوات الإدارة المالية**

الإدارة المالية تشمل العديد من الخطوات التي يتبعها القادة والمدراء في المؤسسات لضمان تحقيق

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2008. ص 40.

الأهداف المالية للشركة بكفاءة. هنا خطوات أساسية لإدارة المالية نوردتها من خلال الشكل التالي:<sup>1</sup>

الشكل رقم (02): خطوات الإدارة المالية



المصدر: من اعداد الباحث

من خلال الشكل أعلى هناك ثلاث خطوات أساسية للإدارة المالية هي:

**3-1- التشخيص المالي:** يعرف التشخيص المالي بأنه تقييم وتحليل وحكم على أداء المؤسسة مالياً، من خلال تقييم وضعها المالي وأداءها المالي الحالي. يهدف هذا التحليل إلى فهم النقاط القوية والضعف في الجانب المالي، وتحديد الفرص والتهديدات المحتملة، ووضع الاستراتيجيات اللازمة لتحسين الأداء المالي وتحقيق الأهداف المالية المرجوة. تشمل عملية التشخيص المالي عادة الخطوات التالية:

- تقييم التقارير المالية: يتم تحليل القوائم المالية الرئيسية مثل قائمة الدخل والميزانية المالية والتدفقات النقدية لفهم الأداء المالي الحالي واتجاهاته على المدى القصير والطويل.
- تحليل النسب المالية: تتضمن هذه الخطوة حساب وتحليل مجموعة من النسب المالية كنسب الربحية و نسب السيولة ، نسب الهيكل المالي لتقييم هيكل وأداء المؤسسة من الجانب المالي وتقييم المخاطر التي تواجهها.
- تقييم الأداء التشغيلي: يتم تحليل عوامل الأداء التشغيلي مثل معدلات النمو، ومستوى الإنتاجية، وتكاليف الإنتاج لتحديد كفاءة استخدام الموارد والتحديات التشغيلية.
- تحليل البيئة الخارجية: يتم تقييم العوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتكنولوجية التي قد تؤثر على الشركة وتحديد التهديدات والفرص.

<sup>1</sup>الياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي ، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص61-62.

- تقييم المخاطر المالية: يتم تحديد وتقييم المخاطر المالية المحتملة التي قد تؤثر على الأداء المالي ووضع استراتيجيات لإدارتها بشكل فعال.
- تحليل التنافسية: يتم تحليل منافسي الشركة وموقعها في السوق وتقييم قوتها التنافسية وتحديد الفرص للتحسين.
- وضع الخطط التصحيحية: استنادا إلى النتائج المستمدة من التحليل، يتم وضع خطط عمل محددة لتحسين الأداء المالي وتحقيق الأهداف المالية.

**ملاحظة: توفير تقييم دقيق للوضع المالي للشركة يساعد القادة والمدراء على اتخاذ القرارات الاستراتيجية الصائبة وتحديد العوامل التي يجب التركيز عليها لتحقيق النجاح المالي المستدام.**

3-2- القرارات المالية : تشمل جميع القرارات التي تتخذها الشركة أو المؤسسة فيما يتعلق بإدارة الموارد المالية والاستثمارية. هذه القرارات تؤثر على النتائج المالية للشركة وعلى قدرتها على تحقيق أهدافها. من بين القرارات المالية التي يجب اتخاذها في المؤسسة الاقتصادية نذكر ما يلي :

1. قرارات التمويل :يشمل ذلك اختيار مصادر التمويل المناسبة مثل القروض، والمساهمات الإضافية، وإصدار الأسهم، وتحديد هيكل رأس المال المثلى للشركة.
2. قرارات الاستثمار :تتعلق بتحديد الاستثمارات في مشاريع جديدة، والأصول الثابتة، والمشاريع التوسعية، وتحديد المعايير والمخاطر المتعلقة بهذه الاستثمارات.
3. قرارات الإدارة النقدية :تشمل تحديد كيفية إدارة التدفقات النقدية وضمان توفير السيولة اللازمة لتشغيل الأعمال بشكل فعال.
4. قرارات التوزيعات الأرباح :تتعلق بتحديد نسبة توزيع الأرباح على المساهمين مقابل إعادة الاستثمار في الشركة.

**ملاحظة: للقرارات المالية دورا حاسما في تحديد استقرار ونجاح المؤسسة الاقتصادية على المدى الطويل، وتتطلب الأمر عادة تحليل دقيق وتقدير أو تنبؤ مبني على بيانات دقيقة في ظل الأسواق المالية وظروف اقتصادية المتغيرة.**

**3-3- المراقبة المالية:** بعد اتخاذ القرارات المالية وتطبيقها في ارض الواقع تأتي مرحلة المراقبة المالية، وذلك لتحديد الانحرافات في تطبيق هذه القرارات واتخاذ اجراءات تصحيحية من خلال قرارات مالية جديدة. فالمراقبة المالية في المؤسسة هي عملية رصد وتقييم ومتابعة الأنشطة المالية في المؤسسة بهدف ضمان تحقيق الأهداف المسطرة، احترام القوانين وضمان سلامة ودقة التقارير المالية المنجزة.

#### 4. أنواع قرارات الإدارة المالية

تتمثل الوظائف الرئيسية للإدارة المالية ب: التمويل، الاستثمار، ادارة رأس المال العامل، توزيع (مقسوم) الأرباح ، وبذلك فإن القرارات الاساسية للإدارة المالية التي تتخذ في اطار هذه الوظائف هي قرارات تمويل، استثمار، ادارة رأس المال العامل، توزيع الأرباح، والتي يمكن ايضاحها فيما يلي :<sup>1</sup>

#### 4-1- قرارات التمويل:

يعرف قرار التمويل بأنه عملية الحصول على الأموال المتاحة والمناسبة للمؤسسة تحقيقا للكفاءة، فهو عملية تحديد مزيج تمويلي مناسب يتشكل من مصادر قصيرة الاجل ومصادر طويل الاجل، سواء كانت هذه المصادر تمويل بالملكية أو تمويل بالدين ، الأمر الذي يجعل تكلفة التمويل الاجمالية في حدها الأدنى لتعظيم ثروة المساهمين ( تعظيم قيمة السوقية للمؤسسة ) ، وهو الهدف الأساسي لكل قرار من قرارات الادارة المالية .

يتوجب على المدراء الماليين عند اتخاذهم لقرار التمويل أن يأخذوا بعين الاعتبار المبادلة بين العائد والمخاطرة لكل مصدر من مصادر التمويل فالعائد هو ما يزيد عن تكلفة التمويل والمخاطرة هي ما يمكن أن يؤثر سلبا على هذه العوائد. إذن فقرار التمويل يتعلق باختيار الهيكل المالي للمؤسسة من خلال تحديد نسب التمويل قصير الاجل وطويل الاجل وكذلك تحديد المزيج المناسب للتمويل من التمويل بالدين والتمويل بالملكية.

<sup>1</sup> أنظر:

علي ابراهيم العامري، محمد. الادارة المالية الحديثة، الطبعة الاولى، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، (2013) ، ص 25-29 .  
حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2008. ص 46-54.

**4-2- قرارات الاستثمار:**

قرار الاستثمار هو تخصيص أو توزيع أموال المؤسسة في هيكل استثماراتها، أي توزيع استثماراتها بين استثمارات قصيرة الأجل (الموجودات المتداولة) مثل: النقد و الودائع المصرفية والحسابات المدينة والمخزونات والأوراق المالية قصيرة الأجل، واستثمارات طويلة الأجل (الموجودات الثابتة) وهو ما يمكن قياسه بنسبة الموجودات المتداولة إلى الموجودات الثابتة.

يعتبر هذا الاختيار ذو أهمية كبيرة لتأثيره على سيولة و ربحية المؤسسة، فالسيولة ( كما عرفناها سابقا هي المقدرة على تحويل الموجود إلى نقد بسرعة و بدون خسارة معتبرة). فإذا كانت الموجودات المتداولة تشكل نسبة كبيرة من الهيكل الاستثماري للمنظمة ( أي أن معظم استثمارات المنظمة قصيرة الأجل ) فهذا يعني أن سيولة المؤسسة عالية تقابلها ربحية محدودة، ويحصل العكس عندما تكون الموجودات الثابتة تشكل النسبة الأكبر من مجمل موجودات المؤسسة عندها قد تزداد ربحيتها ولكن سيولتها تكون منخفضة.

مما سبق يمكن القول أن قرار توزيع استثمارات المؤسسة ما بين موجودات ثابتة و متداولة يحدد العائد المتوقع على إجمالي محفظة الاستثمارات ومخاطرة فقدان السيولة.

**4-3- قرارات إدارة رأس المال العامل:**

لرأس المال العامل عدة أنواع نوردتها فيما يلي:

- **الإجمالي لرأس المال العامل:** يعرف إجمالي رأس المال العامل بأنه مجموع استثمارات المؤسسة في الأصول المتداولة - أي تلك الأصول التي تحويلها الى نقد خلال أقل من سنة-، هذه الأصول المتداولة تضم: النقدية والأوراق المالية والحسابات المدينة والمخزونات.

- **الصافي لرأس المال العامل:** عبارة عن فائض الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة، بعبارة أخرى هو الموجودات المتداولة مطروحا منها المطلوبات المتداولة.

هذا التعريف المقدم لرأس المال العامل مهم لأنه يمدنا بمقياس كمي يقيس درجة الثقة في قدرة الأصول المتداولة ملك المؤسسة على الوفاء بالالتزامات القصيرة الأجل. حيث يستعمل هذا المؤشر من قبل الدائنين

لقياس صلابة المركز المالي للمؤسسة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها المستحقة في حينها، فكلما زادت قيمة الأصول المتداولة بالمقارنة بالخصوم المتداولة، كان ذلك دليلاً على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزامات بسهولة والعكس صحيح، إلا أن القدرة الفعلية للمؤسسة على الوفاء بالتزاماتها تتوقف على نوعية هذه الأصول المتداولة.

#### 4-4- توزيع (مقسوم) الأرباح:

تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها إحدى السياسات المعتمدة من قبل المؤسسة الاقتصادية لمعالجة صافي الربح المحقق، إما باحتجازه أو توزيعه على المساهمين<sup>1</sup>، فالأرباح الموزعة تمثل معدل التدفق النقدي الذي يقدم للمساهمين كمردود أو عائد على استثماراتهم في أسهم المؤسسة، حيث تمثل هذه الأرباح دخلاً بالنسبة للمستثمرين، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي لهم<sup>2</sup>. لذا فهذا النوع من القرارات يجب أن يكون متلائماً (مرتبطاً) مع القرارات المالية الأخرى في المؤسسة، لذا فعند التعامل مع الأرباح المحققة هناك خياران هما: إما أن توزع الأرباح بشكل نقدي (نسبة مئوية معينة من قيمة الأسهم الاسمية يتم دفعها لحامل السهم)، وإما أن يتم احتجازه وإعادة استثمارها.

#### 5. المحيط المالي للمؤسسة

المحيط المالي للمؤسسة هو عبارة عن مجموعة المكونات والأدوات والأحداث المالية التي تحيط بالمؤسسة وتؤثرها فيها، لهذه العناصر أدوار هامة في حياة المؤسسة، فقد تساهم في نموها وتطويرها كما قد تساهم في تدهورها وزوالها<sup>3</sup>، من أهم هذه المكونات نجد: الأسواق المالية، المؤسسات المصرفية، التشريعات والقوانين، المؤشرات المالية، وسائل الدفع والتعاملات المالية.

كما أن مصطلح المحيط المالي للمؤسسة يشير إلى كل العوامل المالية والاقتصادية التي تؤثر على عمليات وأداء ووضعية المؤسسة وبالتالي تحدد حياتها واستمراريتها. كالإيرادات والتكاليف، والربحية، والديون، والتمويل، والاستثمارات، والسيولة، والتقييم، والمخاطر المالية، وغيرها. يعتبر فهم المحيط المالي

<sup>1</sup> احمد محمد غنيم، الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية، 2007، ص 207.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية مصر، 2003، ص 422

<sup>3</sup> الياس بن الساسي، يوسف قرشي، مرجع سابق، ص 37.

أمرًا حيويًا لإدارة الأعمال بنجاح، حيث يساعد في اتخاذ القرارات المالية الصائبة وتحقيق أهداف المؤسسة بكفاءة. وتشتمل هذه البيئة على عوامل مختلفة نذكر منها ما يلي:

**5-1- عوامل الاقتصاد الكلي:** مثل أسعار الفائدة، والتضخم، والنمو الاقتصادي، وأسعار الصرف. تؤثر هذه العوامل على سلوك المستهلك وطلب السوق وظروف العمل العامة.

**5-2- الأسواق المالية:** تعرف الأسواق المالية بأنها مجموعة من الأسواق والمؤسسات والقوانين والتنظيمات والأساليب التي من خلالها تتم المتاجرة بالأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، كما يتم من خلاله تقرير معدلات سعر الفائدة وتقديم الخدمات المالية، تؤثر حالة السوق المالي - بما تحويه من أسواق الأوراق -، على قدرة المؤسسة على تمويل التمويل اللازم والمنسب وإدارة فرص الاستثمار.

**5-3- السياسات واللوائح الحكومية:** يمكن للسياسات الضريبية والسياسات النقدية - التي تضعها البنوك المركزية - والسياسات التجارية واللوائح التي تؤثر على الأداء المالي وعلى إعداد التقارير المالية والامتثال، حيث تؤثر بشكل كبير على القرارات المالية للشركة وبيئة العمل.

ملاحظة: يعد فهم البيئة المالية والتعامل معها بشكل فعال أمرًا ضروريًا للشركات للتكيف مع الظروف المتغيرة وتحديد الفرص وتخفيف المخاطر وتحقيق النجاح المالي على المدى الطويل.

أسئلة المحور الأول:

- 1- ماهي أهداف الإدارة المالية؟
- 2- "الربحية هدف والسيولة قيد" ، اشرح هذه العبارة.
- 3- عرف ما يلي: رأس المال العامل من أعلى ومن أسفل الميزانية FR ؛ الاحتياج في رأس المال العامل BFR؛ الخزينة T.
- 4- أشرح باختصار خطوات الادارة المالية في المؤسسة الاقتصادية.
- 5- عدد مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية.

<b>المحور الثاني: القوائم المالية وتحليل الوضعية المالية للمؤسسة</b>
<b>النقاط الأساسية في المحور الثاني:</b>
1. مفهوم وأنواع القوائم المالية
2. التحليل بواسطة التوازنات المالية
3. التحليل بواسطة النسب المالية
4. مؤشرات الأداء المالي

## 1. مفهوم وأنواع القوائم المالية

### 1-1- مفهوم القوائم المالية

مرحلة جمع المعلومات هي أول مراحل عملية تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ، فجمع المعلومات هي نقطة الانطلاق في عملية التقييم ، يشترط في هذه المعلومات أن تكون ملائمة وفي الوقت المناسب. هذا وتنقسم مصادر المعلومات إلى مصادر داخلية تضم المعلومات التي تتعلق بنشاط المؤسسة وأخرى خارجية تظم المعلومات العامة والمعلومات القطاعية.

أما القوائم المالية فهي عبارة عن مجموعة من البيانات المسجلة وفق مبادئ متعارف عليها محاسبيا يتم من خلالها توضيح نتائج معاملات المؤسسة المالية خلال فترة زمنية معينة (عادة سنة) وذلك من أجل معرفة مركزها المالي وأدائها المالي، كما تعرف بأنها عبارة عن وسائل وأدوات لتجميع وتبويب المعلومات والبيانات المحاسبية وفق أشكال معينة تتضمن جميع المعلومات المتعلقة بنشاط المؤسسة ونتائج أعمالها ومركزها المالي خلال فترة زمنية معينة.

### 1-2- أنواع القوائم المالية: تنقسم القوائم المالية إلى قسمين هما: قوائم مالية أساسية رئيسية و قوائم

مالية ثانوية مكملة في شكل معلومات إضافية.

- **قوائم مالية أساسية:** تضم ما يلي:

**قائمة الدخل:** هي وثيقة محاسبية إدارية تلخص نشاط المؤسسة دورياً، تعد من أهم القوائم المالية الرئيسية ويتم فيها التقرير عن نتائج الأعمال وبيان قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح خلال فترة زمنية معينة (سنة عادة). حيث تعرض الإيرادات والمصروفات بشكل منظم ويتم المقابلة بينها للوصول في النهاية إلى النتيجة الصافية للمؤسسة (ربح أو خسارة).

**قائمة المركز المالي:** تسمى أيضاً قائمة الوضع المالي أو الميزانية المالية، وهي القائمة التي تعرض في الجانب الأيسر مصادر الأموال في المؤسسة (حقوق الملكية والالتزامات) وفي الجانب الأيمن استخدامات هذه الأموال في شكل الأصول ثابتة ومتداولة.

**قائمة التدفقات النقدية:** هي وثيقة محاسبية توضح بالتفاصيل دون مقاصة المقبوضات النقدية والمدفوعات النقدية للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة (سنة مالية عادة)، في هذا الإطار قدم مجلس معايير المحاسبة الدولية المؤسسات توصيات لإعداد هذه القائمة من خلال إصدار المعيار الدولي رقم (07)، الذي يعتبر دليل لإعدادها سواء بالطريقة المباشرة والطريقة غير المباشرة.

- **قائمة التغيير في حقوق الملكية:** والتي يتوجب أن تبين كما يلي:

- جميع التغييرات في حقوق الملكية خلال الفترة.
- التغييرات في حقوق الملكية ما عدا تلك الناتجة عن عمليات مع المالكين مثل: زيادة أو تخفيض رأس المال أو توزيعات الأرباح.

- **قوائم مالية مكملة:** هي المعلومات التي تقصح عنها المؤسسة بعد إفصاحها عن القوائم المالية الرئيسية الأساسية وهي معلومات بالغة الأهمية، لذا يشار عند الإفصاح عنها بأنها جزء من القوائم المالية، وقد أصبحت هذه البيانات تأخذ شكلاً تفصيلياً يوضح من خلاله للمستخدمين معلومات إضافية مفيدة مرتبطة بالبنود الواردة في القوائم المالية الرئيسية، وتغطي المعلومات الإضافية في معظم الأحيان البنود التالية:

- **السياسات المحاسبية:** تبين على أساسها المؤسسة السياسات المحاسبية المتبعة عند إعدادها للقوائم المالية مثل: طريقة اهتلاك الأصول الثابتة وطرق تقييم المخزونات والسياسات المستخدمة في اهتلاك الأصول غير الملموسة...

- **الالتزامات الطارئة أو المحتملة:** هي الالتزامات محتملة الوقوع مستقبلاً ، مرتبطة بحالة عدم التأكد من وقوع الالتزام من عدمه، أو من حيث قيمة وتوقيت هذا الالتزام ، حيث تتعلق بالالتزامات قد تحدث مستقبلاً كالدعاوى القضائية ضد المؤسسة والخسائر المحتملة عن عقود شراء غير قابلة للإلغاء.

- **الأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية:** هي عمليات لاحقة تحدث بعد تاريخ إعداد الميزانية المالية لكن قبل الإفصاح عنها ويمكن تقسيم هذه الأحداث إلى قسمين:

الأول: مرتبطة ببنود في قائمة المركز المالي، الأمر الذي يستدعي إجراء تسويات عليها نتيجة للمستجدات التي طرأت، كحال بعض الذمم المدينة وتأثرها نتيجة لإعدام دين لأحد الزبائن.

الثاني: العمليات التي ترتبط بظهور بدائل أخرى لأحداث مالية معينة غير مرتبطة ببنود موجودة في قائمة المركز المالي ، الأمر الذي لا يستدعي إجراء أي تسويات أو تعديلات محاسبية، بل تقوم المؤسسة بالإفصاح عن هذه الأحداث من خلال الملاحظات الملحقة بقائمة المركز المالي<sup>1</sup> ، مثل: الخسائر الناتجة عن الكوارث الطبيعية بعد نهاية الفترة المالية أو المكاسب أو الخسائر الناتجة عن بعض الاستثمارات الجاهزة للبيع.

### 1-3- مستخدمو القوائم المالية واحتياجاتهم من المعلومات

تلجأ فئات متعددة لاستخدام المعلومات في عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية الرشيدة. وقد حدد الإطار المفاهيمي لإعداد وعرض القوائم المالية - الصادر عن لجنة معايير المحاسبة الدولية - عدد من

<sup>1</sup> راضي خنفر، مؤيد، مطارنة، غسان. تحليل القوائم المالية : مدخل نظري وتطبيقي ، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2006 ، ص 49-51.

الفئات كمستخدمين للقوائم المالية . كما حدد الإطار طبيعة المعلومات التي تحتاجها كل فئة على النحو التالي:<sup>1</sup>

أ- **المستثمرون الحاليون و المحتملون:** أهم المعلومات التي تحتاجها هذه الفئة تتمثل في:

- المعلومات التي تساعد المستثمر في اتخاذ قرار شراء أو بيع أسهم الشركة
- المعلومات التي تساعد المستثمر في تحديد مستوى توزيع الأرباح الماضية، الحالية والمستقبلية وأي تغيير في أسعار أسهم الشركة.
- المعلومات التي تساعد المستثمر في تقييم كفاءة إدارة الشركة
- المعلومات التي تساعد المستثمر في تقييم سيولة الشركة ومستقبلها وتقييم سهم الشركة بالمقارنة مع أسهم شركات أخرى.

ب- **الموظفون:** يحتاج الموظفون في المؤسسة إلى معلومات تتعلق بمدى الأمان الوظيفي ومدى التحسن الوظيفي المتوقع في المستقبل، إضافة إلى معدلات الأجر وحجم المشاركة في الأرباح وكذا مستوى الدخل السنوي.<sup>2</sup>

ج- **الموردين والدائنين التجاريين:** تحتاج هذه الفئة إلى معلومات تساعد في تقدير ما إذا كانت الشركة ستكون زبونا جيدا قادر على سداد ديونه.<sup>3</sup>

د- **الزبائن:** يحتاج الزبائن إلى المعلومات التي تساعد على التنبؤ بضمان توفر المعروض من السلع وضمان استمرار المشروع.<sup>4</sup>

هـ- **المقرضون:** بحاجة إلى معلومات تساعد في تقدير قدرة الشركات المقترضة على توفير النقدية اللازمة لسداد أصل القرض و الفوائد المستحقة عليه في الوقت المناسب.

<sup>1</sup> أبو نصار، محمد. حميدات، جمعه. معايير المحاسبة والإبلاغ المالي، الأردن: دار وائل، (2008)، ص:4.

<sup>2</sup> السيد ناغي، محمود. دراسات في نظرية المحاسبة و المعايير المحاسبية، مصر: المكتبة العصرية، (2002)، ص 94.

<sup>3</sup> أبو نصار، محمد. حميدات، جمعه. مرجع سابق، ص:4.

<sup>4</sup> السيد ناغي، محمود. مرجع سابق، ص:94.

و- **الحكومة ودوائرها المختلفة:** تحتاج هذه الفئات إلى معلومات تساعد في التأكد من مدى التزام الشركات بالقوانين ذات العلاقة مثل: قانون الشركات، قانون الضريبة على الدخل.

ز- **الجمهور:** يحتاجون إلى معلومات تتعلق بأداء الاقتصاد الكلي والأمن الصناعي وكذا الاعتبارات البيئية.<sup>1</sup>

والجدير بالذكر أن فئات مستخدمي القوائم المالية تتسع لتشمل جميع من لهم مصلحة في المؤسسة. معدة القوائم المالية، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر. ومن هذه الفئات التي لم يرد ذكرها ضمن إطار إعداد و عرض القوائم المالية - الصادر عن لجنة معايير المحاسبة الدولية - إدارة المؤسسة والمحللون والمستشارون الماليون و السوق المالي والمنافسون

## 2. التحليل المالي بواسطة التوازنات المالية

### 2-1- تعريف وأهداف التحليل المالي

التحليل المالي هو عملية تحليل وتفسير القوائم المالية المفصح بها وفهمها لاتخاذ قرارات مالية مستقبلية، فهو في جوهره لا يخرج عن الدراسة التفصيلية التحليلية للقوائم المالية -مخرجات النظام المحاسبي- وتحديد الارتباط فيما بينها، وإثارة الأسئلة حول مدلولاتها في محاولة لتفسير الأسباب التي أدت إلى ظهورها بالكيفية التي هي عليها، بهدف اكتشاف نقاط القوة والضعف في السياسات المالية المختلفة.<sup>2</sup>

كما يعرف أيضا بأنه: عملية تقدير شخصي من طرف القائم بعملية التحليل من خلال تقييم الوضع المالي والأداء المالي الماضي والحاضر لمؤسسة معينة ونتائج عملياتها، بهدف التوصل إلى أفضل تقدير وتنبؤ ممكنة عن وضعيتها المالية و أداءها المالي مستقبلا.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> السيد ناغي، محمود. مرجع سابق، ص94.

<sup>2</sup> ناجي الحياي، وليد. الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي (منهج علمي و عملي متكامل )، عمان: مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، (2004)، ص21.

<sup>3</sup> الراوي، خالد. التحليل المالي للقوائم المالية و الإفصاح المحاسبي، عمان: دار المسيرة، (2000)، ص 23.

**2-2- أهداف التحليل المالي:**

يهدف التحليل المالي بشكل أساسي لتحليل ما يلي:

- **التوازن المالي للمؤسسة:** نعتبر مؤسسة اقتصادية -محل التحليل- أنها في حالة توازن مالي أو أن هيكلها المالي في حالة توازن مالي إذا كان هناك توافق وتجانس بين مبدأي سيولة الأصول (استخدامات) واستحقاقية الخصوم (الموارد).
- **الملاءة المالية للمؤسسة:** أي مدى قدرة المؤسسة على الوفاء أو تسديد مختلف ديونها أو التزاماتها لكسب وتعزيز ثقة الدائنين بهذه المؤسسة.
- **المردودية المالية للمؤسسة:** أي تحليل مستوى العائد المحقق في المؤسسة والنتائج عن استغلال وتوظيف الأموال في المؤسسة لتعظيم الأرباح، علما أن زيادة مستوى المردودية المالية يؤدي إلى تعزيز ثقة المساهمين في المؤسسة وإدارتها.

**ملاحظة:** هناك العديد من الفئات التي تستخدم المعلومات الناتجة عن التحليل المالي وهي:

- إدارة المؤسسة
- المستثمرون الحاليون والمحتملون؛
- المقرضون والدائنون؛
- الزبائن والموردون؛
- الجهات والمؤسسات الحكومية؛
- العمال والنقابات

**2-3- شروط التحليل المالي.**

لابد للتحليل المالي من مجموعة من الشروط لضمان دقته ومصداقيته في تقييم والحكم على الوضع

المالي والأداء المالي للمؤسسة محل التحليل والتقييم:

- مدى مرونة التحليل المالي في قياس التغييرات الحاصلة في الفترة المالية (حساسية التحليل)؛

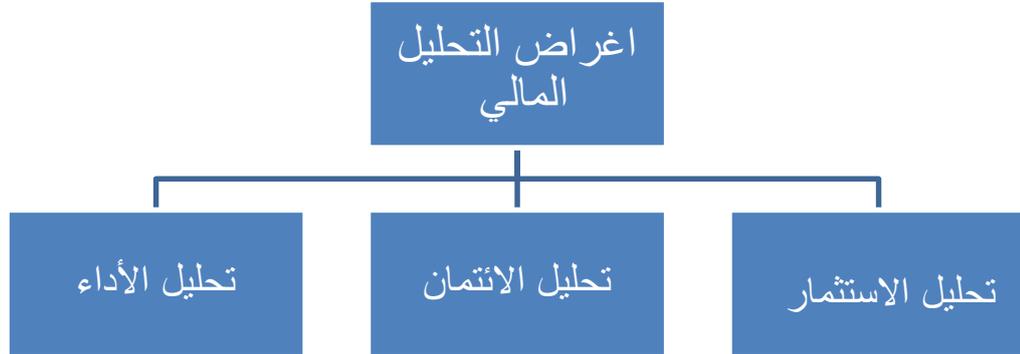
- مدى شمولية التحليل المالي لجميع أنشطة المؤسسة، حيث يظهر المؤشرات المختلفة عن نشاطاتها، علماً أنه قد يتم توجيه التحليل المالي جزئياً لخدمة نشاط معين أو اتخاذ قرار معين في نشاط محدد؛
- مدى كون التحليل المالي اقتصادياً في التكلفة والجهد والوقت لتحقيق أهدافه ضمن فترة مالية محددة؛
- يجب أن يركز التحليل المالي على التنبؤ بالمستقبل بالإضافة إلى دراسة وتقييم الظروف التاريخية للشركة، قد يكون التنبؤ إما قصير الأجل أو طويل الأجل كإعداد خطة تمويل للسنوات المالية القادمة ودراستها أو تقديم توقعات عن صافي التدفقات النقدية خلال السنوات القادمة وتقدير الأرباح المتوقعة؛
- يجب أن يتصف التحليل المالي بالسرعة من ناحية الإنجاز لضمان تزويد متخذ القرار بالمعلومات في الوقت المناسب؛
- يجب أن تكون الأدوات المستخدمة في عملية التحليل فعالة وموضوعية وحديثة لكي يتم التوصل إلى نتائج واقعية ودقيقة.

#### 2-4- تقسيمات التحليل المالي

هناك عدة تصنيفات للتحليل المالي، كما أنه لا توجد أداة تحليلية معينة يمكن وصفها بأنها صالحة لجميع أغراض التحليل، لذا يتم اختيار أداة التحليل الملائمة حسب الغرض من التحليل المالي، ومن هنا يمكن تقسيم التحليل المالي حسب مجموع من المعايير أهمها:

#### 2-4-1- الهدف من استخدام التحليل المالي:

## الشكل رقم (03): أنواع التحليل المالي حسب هدف الاستخدام



المصدر: من إعداد الباحث

- **تحليل الاستثمار:** يهتم هذا المدخل من مداخل التحليل المالي بفئة المستثمرين ممثلة بالمساهمين الحاليين والمرقبين والذين يهتمهم الحصول على معلومات حول الموضوعات التالية:
  - القوة الإيرادية للمؤسسة حالياً ومستقبلاً .
  - مدى كفاءة إدارة المؤسسة في رسم سياستها التمويلية، ومن ثم مدى كفاءتها في استغلال الموارد الاقتصادية المتاحة للمؤسسة وهي المتعلقة بإدارة أصولها وطريقة استثمارها.
  - فرض استمرارية المؤسسة ومعدلات النمو المتوقعة فيها.
  - مؤشرات عن المخاطرة التي تحيط باستماراتهم في المؤسسة فيما لو تعرضت للتصفية أو الإفلاس.
- **تحليل الائتمان:** يعتمد هذا المدخل الدائنون على المدينين القصير وطويل الاجل، وذلك بهدف الحصول على معلومات حول:
  - القدرة على سداد أصل الدين وفوائده عند تواريخ استحقاقها.
  - سياسات التمويل المتبعة وأثارها على هيكل رأس مال المؤسسة.
  - المخاطرة التي تحيط بحقوقهم تجاه المؤسسة والمرتبطة بأولوية المقرض في الحصول على حقوقه فيما لو تعرضت المؤسسة للتصفية أو الإفلاس.

- **تحليل الأداء:** تحليل الأداء يعتبر هام لإدارة المؤسسة لأغراض التخطيط وتقييم الأداء و الرقابة ، علما أن القوائم المالية المناسبة لأغراض تحليل الأداء لا تتوفر جميعها في القوائم المالية المدققة، كما سبقت الإشارة لذلك، بل غالبًا ما تتوفر تلك البيانات في سجلات محاسبة التكاليف أو المحاسبة الإدارية، إلا أنه يمكن للإدارة الحصول على مؤشرات عامة من القوائم المالية المدققة مثل:

- مؤشرات عامة عن النشاط المؤسسة بخصوص الربحية، وسياساتها في التمويل والاستثمار.
- مؤشرات خاصة لتقييم أداء بعض الإدارات، مثل:
  - معدل دوران المدينين، معدل دوران الاستثمارات، معدل دوران المخزونات.
  - معدل دوران رأس المال العامل.<sup>1</sup>

## 2-4-2- التحليل العمودي والتحليل الأفقي للقوائم المالية

في هذا التحليل تتم عملية مقارنة القوائم المالية عن طريق وضع بيانات القوائم المالية لعدة سنوات، ثم فحص التغيرات التي حدثت على كل عنصر داخل تلك القوائم من سنة لأخرى وعبر عدة سنوات، ويبين تحليل القوائم المالية التباينات في هيكل وتوزيع بنود القوائم المالية، وهي أمور يجب بحثها وفهم أسبابها، كما يساعد التحليل العمودي للقوائم المالية في التعرف على النسبة التي يمثلها بند معين إلى إجمالي الأصول (أو إجمالي الخصوم)، ويركز التحليل الهيكلي للميزانية على جانبين هامين هما:<sup>2</sup>

- مصادر الأموال بالنسبة للمؤسسة وكيفية توزيع هذه المصادر بين الخصوم المتداولة والخصوم طويلة الأجل والأموال الخاصة.
- استخدامات الأموال التي يتم الحصول عليها من كافة المصادر، وبالتالي التعرف على مزيج الأصول التي اختارت المؤسسة أداء عملياتها عن طريقه.

<sup>1</sup> محمود جربوع ، يوسف. مدى قدرة المراجع الخارجي من خلال التحليل المالي على اكتشاف الأخطاء غير العادية والتنبؤ بفشل المشروع - دراسة تطبيقية على مراجعي الحسابات القانونيين في قطاع غزة، فلسطين، ، مجلة الجامعة الإسلامية) سلسلة الدراسات الإنسانية (المجلد الثالث عشر - العدد الأول، (2005) ، ص 295 :- 263 . متوفر على الرابط:

[www.iugaza.edu.ps/ara/research/articles/volume%2013-%20Issue%201%20-Human%20-12.pdf](http://www.iugaza.edu.ps/ara/research/articles/volume%2013-%20Issue%201%20-Human%20-12.pdf)

تاريخ المعاينة: (2021/05/12).

<sup>2</sup> عبد العال حماد، طارق. مرجع سابق، (2000) ، ص 87 - 89.

وتجدر الإشارة إلى أنه ينبغي على المحلل عند استخدام القوائم المالية أن يراعي المعايير والأسس المحاسبية التي وضعت على أساسها هذه القوائم.

أ- **التحليل العمودي للقوائم المالية:** يسمح هذا التحليل بالتعرف على التركيب الداخلي للقوائم المالية، بحيث يساعد في إجراء المقارنات مع المؤسسات المماثلة ضمن نفس الصناعة أو القطاع، كما يمكن المقارنة بين المؤسسات على مختلف إحصائياتها. وللقيام بالتحليل العمودي نقوم بما يلي لكل قائمة من القوائم المالية:

- **التحليل العمودي للميزانية العامة:** يسمى أيضا بالتوزيع النسبي لبنود الميزانية، ويتم تحليل القائمة المالية تحليلًا عموديًا من خلال تحديد نسبة كل عنصر إلى مجموع القائمة لتحديد النسبة المئوية أو الأهمية النسبية لهذا العنصر، ومن الأمثلة على ذلك:

- النسبة المئوية للذمم المدينة إلى إجمالي الموجودات.

- النسبة المئوية للنقدية إلى إجمالي الموجودات.

ويمكن إجراء ذلك لباقي عناصر قائمة المركز المالي، ويستدل من هذا التحليل على كيفية توزيع الموجودات أو ما يسمى هيكل المركز المالي للمؤسسة.

- **التحليل العمودي لقائمة الدخل:** يمكن إجراء التحليل العمودي لبنود قائمة الدخل بالحصول على الوزن النسبي لكل عنصر مقارنة بالمبيعات.

- **التحليل العمودي لقائمة التدفقات النقدية:** وذلك من خلال الحصول على الوزن النسبي لكل عنصر بمقارنته بالنقد المحصل.

ب- **التحليل الأفقي (تحليل الاتجاهات):** يهتم التحليل الأفقي بدراسة التغيرات التي تحدث في بنود القوائم المالية من فترة مالية إلى فترة مالية أخرى، كما ويمكن أن يظهر هذا التحليل مبالغ ونسب هذه التغيرات. ويمكن إجراء هذا النوع من التحليل لمختلف بنود القوائم المالية. ولإجراء التحليل الأفقي لابد من توفر مجموعة من القوائم المالية المقارنة لفترة زمنية معينة هي فترة الدراسة أو التحليل، حتى يمكن قياس مبالغ

ونسب التغيرات ثم التوصل إلى نتيجة من تحليل تلك التغيرات<sup>1</sup>.

فالمحلل المالي لأغراض الاستثمار لا يقتصر اهتمامه على معرفة مستوى الأرباح فقط، وإنما يهتم أيضا بمدى الاستقرار فيها واتجاهها، وهذه الصفات النوعية للأرباح يمكن استخلاصها من تفحص السلاسل الزمنية، بينما لا يكشف التحليل العمودي عن مثل هذه المعلومات، فمثلا الربح في سنة معينة - بغض النظر عن حجمه- لا يعطي دلالة ذات معنى حول مدى التحسن أو التراجع في الربحية، ومن أجل الحكم على مدى التذبذب في الأرباح واتجاهها يحتاج المحلل إلى معرفة أرباح المؤسسة محل الدراسة لثلاث إلى خمس سنوات على الأقل<sup>2</sup>.

أي تزداد الفائدة من التحليل الأفقي كلما طالت الفترة الزمنية (سلسلة زمنية من السنوات) التي يتم فيها التحليل، حيث تزداد واقعية التغيرات وموضوعيتها. ويتضمن التحليل الأفقي تحديد نسبة كل بند من بنود القائمة المالية المطلوب تحليلها، ومقارنة نسبة هذا البند في سنة الأساس، لذا يفضل أن يتم اختيار سنة الأساس بحيث يكون فيها النشاط التشغيلي للشركة جيد إذ لا يجوز أن يكون الأداء في سنة الأساس ضعيفا.

ويساهم التحليل الأفقي في إلقاء الضوء على التطور التاريخي لأداء المؤسسة وفهم وتفسير الاتجاهات خلال الفترة المالية لمختلف عناصر القوائم المالية ومدى التغير في الأهمية النسبية لبنود القوائم المالية. ومن خلال التفسير الصحيح للاتجاهات التي اتخذتها البنود المالية للمؤسسة، يمكن تحديد جوانب القوة والضعف، وبالتالي وضع الاقتراحات للحلول المناسبة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> ربابعة، عبد الرؤوف. خطاب، سامي. التحليل المالي و تقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية و السلع، ابوظبي، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006، متوفر على الرابط [www.kantakji.com/fiqh/Files/Accountancy/42016.pdf](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Accountancy/42016.pdf)، تاريخ المعاينة: 2021/03/03.

<sup>2</sup> الخلايلة عبد الحليم، محمود. التحليل المالي باستخدام البيانات المحاسبية، عمان: مطابع الدستور التجارية، الطبعة الرابعة، (2007)، ص 34-35.

<sup>3</sup> ربابعة، عبد الرؤوف، خطاب. مرجع سابق.

## 2-5- معايير التحليل المالي

عملية حساب التوازنات المالية أو النسب المالية أو أي مقياس آخر لقياس الأداء المالي تعتبر عملية ذات قيمة محدودة ما لم يكن هناك معايير يتم على أساسها مقارنة تلك النسب المالية أو المقاييس والحكم عليها. وحتى يكون للمعيار دلالة ويكون مقبولاً، فإنه لا بد من أن يتصف بالخصائص التالية:

- أن يتصف بالواقعية، وبالتالي إمكانية حسابه واقعياً فعلياً، وليس معيار مثالي يتعذر تحقيقه فعلياً؛

- أن يتصف بالاستقرار النسبي، وإن كان هذا لا يمنع من إدخال تعديلات عليه إذا دعت الظروف لذلك بعد إجراء الدراسات اللازمة؛
- أن يتصف بالبساطة والوضوح وسهولة التركيب وأن لا يحتمل أكثر من معنى.

هناك مجموعة من المعايير يستخدمها المحلل المالي في عملية التحليل نذكر منها ما يلي:

**2-5-1- المعايير المطلقة Absolute Standards:** هي المعايير التي تأخذ مقداراً ثابتاً يتم اختياره بناء على تجارب ودراسات ميدانية. ويتم استخدام هذه المعايير لمقارنة ما هو فعلي أو متحقق معها معايير تاريخية: تسمى أيضاً معايير الاتجاه، حيث يتم الاعتماد على الأداء التاريخي للمؤسسة في تقييم أدائها الماضي والحالي، إضافة إلى إمكانية التوقع المستقبلي.

**معايير قطاعية:** وتسمى أيضاً معايير الصناعة، وهي من أكثر المعايير استخداماً، وهي عبارة عن متوسط النسبة المطلوبة من بيانات مجموعة كبيرة من المؤسسات التي تعمل في قطاع واحد في فترة زمنية معينة. يساعد هذا المعيار في مقارنة وضع المؤسسة بالنسبة لمعدل القطاع الذي تعمل به.<sup>1</sup>

**بالإضافة إلى المعايير المستهدفة Targeted Standards:** تُستوحى هذه المعايير من البيانات التي توضع في الخطة، والمحلل المالي يمكنه أن يقارن ما هو متحقق فعلياً مع ما هو مخطط له أن يحصل أو يتحقق، فعلى سبيل المثال يمكن مقارنة نسبة الربحية التجارية مع نسبة الربحية التجارية المخططة؛

<sup>1</sup> ربابعة، عبد الرؤوف. حطاب، سامي. التحليل المالي و تقييم الأسهم و دور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية و السلع، ابوظبي، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006 ،  
[www.kantakji.com/fiqh/Files/Accountancy/42016.pdf](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Accountancy/42016.pdf)، تاريخ المعاينة: 2009/03/33.

## 2-6- مؤشرات التوازن المالي:

نقول عن الهيكل المالي للمؤسسة أنه في حالة توازن مالي أو أن المؤسسة في حالة توازن مالي إذا كان هناك توافق وتجانس بين مبدأي سيولة الأصول (الاستخدامات) واستحقاقية الخصوم (الموارد).

## - رأس المال العامل FR "le fonds de roulement"

هو ذلك الجزء من الأموال الدائمة المخصصة لتمويل الأصول المتداولة (الجارية). هو هامش أمان يمكن المؤسسة من تمويل أصولها المتداولة من جهة ويضمن لها سداد ديونها القصيرة الأجل من جهة أخرى. ويتم حساب رأس المال العامل من خلال إحدى المعادلتين التاليتين:

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

من أسفل الميزانية: رأس المال العامل = الأصول المتداولة - الديون القصيرة الأجل

## -الاحتياج في رأس المال العامل:

يرتبط الاحتياج في رأس المال العامل ارتباطا كبير بدورة الاستغلال في المؤسسة ، لذا يصعب إدراك مدلوله إلا بتوضيح هذه الأخيرة، حيث تتمثل دورة الاستغلال في الفترة الزمنية التي تنحصر بين لحظة عملية شراء المواد الضرورية لسير النشاط ولحظة تحصيل المؤسسة نقدا ما لها من حقوق على عملائها . يتمثل احتياج رأس المال العامل بـ (BFR) في الجزء من احتياج التمويل الناجم عن الأصول المتداولة باستثناء القيم الجاهزة (المخزون والقيم المحققة) غير مغطى بالديون قصيرة الأجل (موارد الدورة) ، ويتكون هذا الاحتياج من نوعين هما: احتياج رأس المال العامل مرتبط بالاستغلال، واحتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال ، حيث يرتبط النوع الأول بالنشاط الاستغلال العادي للمؤسسة، أما النوع الثاني فهو استثنائي غير متكرر ولا يرتبط بالنشاط العادي للمؤسسة ، يمكن التعبير عن الاحتياج من رأس المال العامل رياضيا باستخدام المعادلة التالية:

احتياج رأس المال العامل = احتياجات عمليات الاستغلال - موارد عمليات الاستغلال  
 احتياج رأس المال العامل = (المخزونات + قيم محققة) - (ديون قصيرة الأجل - التسبيقات البنكية)

- **الخبزينة:** تعرف الخبزينة على أنها مجموع الأموال التي تكون بحوزة المؤسسة في شكل سيولة نقدية والتي يمكن الحصول عليها واستعمالها في أي لحظة زمنية، ويتم حسابها كما يلي:

الخبزينة = أصول الخبزينة - خصوم الخبزينة  
 الخبزينة = القيم الجاهزة - التسبيقات البنكية

### 3. التحليل بواسطة النسب المالية

#### 3-1- تعريف وأنواع النسب المالية

النسبة المالية هي علاقة معبرة بين قيمتين أو حسابين - أي ذات معنى أو مدلول - انطلاقاً من الهيكل المالي أو الهيكل الاستغلالي للمؤسسة ، بحيث نحصل على هذه القيم من القوائم المالية ، تحديداً من الميزانية أو قائمة الدخل أو قائمة تدفقات النقدية ، تمكن النسب المالية المحلل المالي من تحديد نواحي القوة أو الضعف في المؤسسة ومن ثم اتخاذ القرارات التصحيحية اللازمة.

تتميز هذه الأداة بسهولة حسابها، يمكن استخدامها فب مقارنة داخلية بين نسب مالية لنفس المؤسسة لعدة سنوات، أو تكون في شكل مقارنة خارجية بين نسب مالية لعدة مؤسسات اقتصادية من نفس النشاط أو بين نسب مالية لمؤسسة معينة مع النسب المالية النموذجية (المثلى) للقطاع الذي تنشط فيه المؤسسة.

#### هذا وتهدف عملية تحليل النسب المالية إلى:

- تزويد المقرضين والمستثمرين بمعلومات تفيدهم في تقييم المؤسسة وقياس قدرتها على مواجهة أهدافهم عند التعامل معها؛
- مساعدة المدير المالي في اتخاذ القرارات المتعلقة بنشاط المؤسسة ومعرفة مواطن القوة والضعف فيها

**3-2-2- أصناف النسب المالية**

يمكن تصنيف النسب المالية كما يلي:

**3-2-1 على أساس مصدر العناصر:**

- النسب المالية لقائمة المركز المالي؛
- النسب المالية لقائمة الدخل؛
- النسب المالية المختلطة وتتضمن نسباً مالية لعناصر من القائمتين كنسبة صافي المبيعات الى رأس المال المستثمر.

**3-2-2- على أساس نوع العلاقة المنسوبة:**

- نسب مالية فعلية: أي المحسوبة انطلاقاً من واقع القوائم المالية الفعلية للفترة المالية الحالية أو الفترات المالية السابقة؛
- نسب مالية معيارية: تحديد ما يجب أن تكون عليه العلاقات بين مكونات القوائم المالية، بهدف إجراء مقارنة مع النسب المالية الفعلية، والنسب المعيارية يمكن أن تكون:
- ✓ نسب معيارية محددة من قبل المؤسسة والمبنية على أساس الموازنات التخطيطية للمؤسسة والمأخوذة من واقع التجارب السابقة؛
- ✓ النسب المعيارية المستنبطة من واقع مؤسسات مماثلة ومتنافسة؛
- ✓ النسب المعيارية الموضوعية من طرف الخبراء للقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه المؤسسة محل التحليل.

**3-2-3- النسب البسيطة والنسب المركبة:**

النسب البسيطة: هي النسب المالية التي تبين طبيعة العلاقة بين بندين من بنود القوائم المالية، بينما النسب المركبة تدرس العلاقة بين عدة بنود أو عدة نسب بسيطة مثل: النتيجة الصافية إلى رقم الأعمال مضرورية بنسبة رقم الاعمال إلى حقوق المساهمين، وأهمية مثل هذه النسب تكمن في إظهار العلاقة الشمولية بين عناصر القوائم المالية.

**3-3- محددات التحليل بالنسب المالية**

كما ذكرنا سابقا النسب المالية عبارة عن علاقات بين بنود الميزانية وبنود قائمة الدخل، أي يوم إقفال القوائم المالية، ولذلك فلا تظهر التغيرات التي تحدث أو التي حدثت خلال السنة أو على مر السنين، بل الأرصدة في يوم تنظيم الميزانية فقط؛ بالرغم من كون النسب المالية أساساً في التحليل المالي، إلا أن هناك الكثير من نقاط الضعف فيها، وأهمها:

- بعض النسب تعالج في شكل إجمالي ، وغالباً ما تكون مضللة، لأن هذه الإجماليات تختلف في نوعيتها وتاريخ استحقاقها كنسبة التداول مثلاً فهي تشمل إجماليات الأصول المتداولة والخصوم المتداولة؛

- تؤثر المعالجة المحاسبية لأي بند من بنود الميزانية على نتيجة التحليل، فمثلاً أصلاً متداولاً قد يعتبره البعض الآخر أصلاً شبه ثابت، وبالتالي قد نصل إلى نتيجتين مختلفتين تماماً من ميزانية واحدة مثل الأصول المتداولة والاستثمارات والأصول الأخرى التي تظهر في الميزانية المالية.

- المعالجة المحاسبية لأي بند يؤثر على الأرباح والخسائر ، كما يحدث في تغير معدلات الاهتلاك أو تقييم المخزونات وما يترتب على ذلك من تأثير على مستوى الأرباح؛

- لا تكون النسب المالية ذات فائدة إلا إذا تم مقارنتها بنسب معيارية حيث تساعد الأخيرة في تقييم الأداء المالي للمؤسسة وتحديد مركزها المالي؛

- يتم التحليل على أساس البيانات الدفترية، ولكن الأهم هو التحليل على أساس الفرصة البديلة، باعتبارها جوهر القرار الاقتصادي الرشيد؛

- تعد القوائم المالية على أساس ثبات قيمة النقود، والتحليل على أساس هذه الفرضية يعتبر مضللاً، خاصة في ظروف عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي في المجتمع وتدهور قيمة النقود.

**3-4- أهم النسب المستخدمة في التحليل المالي.**

يصنف التحليل المالي النسب المالية ضمن مجموعات مختلفة ، كل مجموعة تهدف إلى تحقيق

هدف معين من أهداف التحليل المالي، تتمثل أهم هذه المجموعات فيما يلي:

**3-4-1- نسب الهيكل المالي:** تستخدم هذه النسب لتحديد وضعية الهيكل المالي للمؤسسة وتتمثل

فيما يلي

- **نسبة التمويل الدائم:** وتحسب على النحو التالي:

**نسبة التمويل الدائم تساوي أموال دائمة قسمة أصول ثابتة**

- **نسبة التمويل الخاص:** تهدف هذه النسبة إلى قياس مدى تغطية الأموال الخاصة للأصول الثابتة والمتداولة في المؤسسة، وتحسب كما يلي:

**نسبة التمويل الخاص تساوي أموال خاصة قسمة أصول ثابتة**

**3-4-2-نسب السيولة:** تهدف نسب السيولة إلى قياس درجة سيولة الأصول المتداولة بمكوناتها ومدى تغطيتها للديون قصيرة الأجل، وبالتالي قياس مستوى الملاءة المالية للمؤسسة على المدى القصير. ومن بين هذه النسب ما يلي

- **نسبة السيولة العامة:** وتحسب كما يلي

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \text{أصول متداولة} \div \text{الديون قصيرة الأجل}$$

- **نسبة السيولة المختصرة:** وتحسب كما يلي:

$$\text{نسبة السيولة المختصرة} = (\text{قيم محققة} + \text{قيم جاهزة}) \div \text{ديون قصيرة الأجل}$$

تعتبر هذه النسبة مقبولة إذا كانت ضمن المجال {0,4-0,6}

- **نسبة السيولة الحالية:** وتحسب كما يلي:

$$\text{نسبة السيولة الحالية} = \text{قيم جاهزة} \div \text{ديون قصيرة الأجل}$$

تعتبر هذه النسبة مقبولة إذا كانت ضمن المجال {0,2-0,3}

**3-4-3-نسب المديونية:**

تقيس هذه النسب درجة المديونية وتستطيع من خلالها الجهات المستفيدة (المقرضون والملاك) معرفة مصير مديونيتها وقدرة المؤسسة على تسديد الالتزامات المالية تجاه الغير.<sup>1</sup>

بوجه عام تركز نسب المديونية على قياس مقدرة المؤسسة على خدمة الديون طويلة الأجل وسدادها عندما يحين أجل استحقاقها، كما أنه عندما يحين أجل استحقاق تلك الديون، فإن المؤسسة يجب أن تكون قادرة على سداد تلك الديون إما من أموالها الخاصة (حقوق الملكية) أو الاقتراض من جديد، ولا شك أن

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 133.

قدرة المؤسسة على الحصول أو على سداد تلك الديون طويلة الأجل، غالبا ما تعتمد أو ترتبط بمقدرة المؤسسة على الحصول على رأس المال من المساهمين، ومن هنا فإن العلاقة بين حقوق المساهمين وحقوق الدائنين يجب أن يتم توضيحها وتقييمها معا، أي هي النسب التي تقيس مدى استقلالية المؤسسة ماليا ومدى قدرتها على تسديد ديونها.

أ. نسبة الاستقلالية المالية: لمعرفة مدى استقلالية المؤسسة ماليا، يتم مقارنة الأموال الخاصة بمجموع الخصوم:

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}}$$

يجب أن لا تقل هذه النسبة عن 0.5، وبالتالي يجب أن تساوي الأموال الخاصة أكبر من 50% من مجموع الخصوم. وإلا تفقد المؤسسة استقلاليتها المالية، لأن الديون أكبر من الأموال الخاصة.

ب. نسبة قابلية التسديد: تقيس مدى قابلية المؤسسة للوفاء بديونها بمقارنة مجموع الديون بمجموع الأصول وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة قابلية التسديد} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الخصوم}}$$

إذا كانت هذه النسبة أقل من 0.5 معنى ذلك أن المؤسسة لها ضمانات لديون الغير وبالتالي لها الحظ في الحصول على ديون أخرى في حالة طلبها. أما إذا كانت هذه النسبة أكبر من 0.5 (طبعاً، منطقياً أنها أقل من الواحد) معنى أن ديون المؤسسة تمثل أكثر من 50% من مجموع أصولها وبالتالي فإن أكثر من 50% من أصول المؤسسة ممولة بالديون.

**3-4-4-نسب النشاط:** تقيس هذه النسب المالية استطاعة وكفاءة المؤسسة على إدارة أصولها لتحقيق المبيعات المستهدفة. وتصمم هذه النسب عادة لتحديد عما إذا كان استثمار المؤسسة في كل أصل من أصولها يبدو معقولاً أو أكثر مما ينبغي وذلك في ضوء مستوى المبيعات المخططة

## الجدول رقم (01): نسب النشاط

النسبة	الصيغة	المعدل أو النسبة المرجعية	شرح النسبة
مهلة دوران الزبائن	(الزبائن والحسابات المدينة المماثلة/المبيعات السنوية مع الرسم) * 360	لا تتجاوز 90 يوم ويجب أن تكون أقل من مهلة دوران الموردين	تقيس المدة التي تمنحها المؤسسة لزيائنها لتسديد ما عليهم من ديون.
مهلة دوران الموردين	(الموردين والحسابات المماثلة/المشتريات السنوية مع الرسم) * 360	يجب أن تتجاوز مهلة دوران الزبائن	تقيس المدة التي يمنحها الموردين للمؤسسة لتسديد ما عليها من ديون.
مهلة دوران المخزون من بضاعة أو مواد أو منتجات	(متوسط المخزون/المشتريات السنوية) * 360	تقارن بنظيرتها المرجعية التي تحددها كل مؤسسة على حدى	تقيس هذه النسبة عدد مرات دوران المخزون خلال الدورة المحاسبية، كما توضح سرعة بيع المنتج.
معدل دوران الأصول	رقم الأعمال خارج الرسم/مجموع الأصول	كل هذه النسب تقارن مع نسب أو معدلات	يقيس مدى مساهمة أصول المؤسسة في تحقيق رقم الأعمال
معدل دوران الأصول الثابتة	رقم الأعمال خارج الرسم/الأصول الثابتة	نموذجية تختارها المؤسسة	يقيس مدى مساهمة الأصول الثابتة في تحقيق رقم الأعمال السنوي

المصدر: من اعداد الباحث

## - 3-4-5- نسب المردودية:

تعبر هذه النسبة عن مدى مردودية الأموال الخاصة أو مدى مساهمتها في تحقيق النتيجة، وتسمى أيضا معدل العائد على الأصول الخاضعة<sup>1</sup>، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة المردودية المالية} = (\text{نتيجة الدورة الصافية/الأموال الخاصة}) \times 100$$

فكلما زادت هذه النسبة كلما دل ذلك على وجود تسيير أمثل من طرف المؤسسة لمواردها المالية، وكلما قلت أو انعدمت، كلما تعين على المؤسسة إعادة النظر في سياسة استثمارها للموارد المالية، مع الأخذ بعين الاعتبار البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة.

<sup>1</sup> La banque de France, Mesures de la rentabilité des entreprises, bulletin n° 134 – février

2005,p11,site web :

<https://www.banque->

[france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/archipel/publications/bdf\\_bm/etudes\\_bdf\\_bm/bdf\\_bm\\_134\\_etu\\_1.pdf](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_134_etu_1.pdf) (consultation date 25-07-2022)

ب . **نسبة المردودية الاقتصادية:** تعتبر النسبة الأفضل لقياس ربحية العمليات، خاصة عند المقارنة بين المؤسستين، حيث الأرباح التي تحققها المؤسسة من عملياتها يجب أن تكون كافية وتسمح بالحصول على معدل عائد مناسب على الأصول التي تستخدم لتنفيذ عملياتها<sup>1</sup>:

$$\text{نسبة المردودية الاقتصادية} = \left( \frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{مجموعة الأصول}} \right) \times 100$$

ج . **نسبة المردودية التجارية (معدل دوران الأصول الثابتة):** تقيس هذه النسبة كفاءة المؤسسة فيما يتعلق بمردودية الأصول الثابتة، حيث تقيس ما يضاف من مردود للمبيعات عن كل وحدة نقدية مستثمر من الأصول الثابتة ، وكلما كانت الأصول الثابتة غير مستغلة يجب التنازل عنها أو استبدالها لأنها تشكل عبئا على المؤسسة، وتحسب المردودية التجارية بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة المردودية التجارية} = \left( \frac{\text{نتيجة الدورة الصافية}}{\text{الأصول الثابتة}} \right) \times 100$$

### 5. مؤشرات الأداء المالي (مؤشرات تحليل الأسهم):

هناك العديد من المؤشرات المالية التي تستخدم في تحليل أداء الأسهم، والتي يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

#### 5-1 مضاعف سعر السهم العادي

يقصد بمضاعف سعر السهم العادي بنسبة سعر السهم العادي الواحد إلى العائد لكل سهم عادي، وهو مؤشر تقويمي يستخدم لتقييم مدى التضخم أو الانكماش الحادث في الأسعار السوقية للأسهم، كما أنه يعكس حالة التفاؤل أو التشاؤم بخصوص أسعار الأسهم، وبذلك يحدد عمليات الشراء وبيع الأسهم. وهو يمثل حاصل قسمة سعر إغلاق السهم في نهاية الفترة على عائد السهم الواحد لنفس الفترة، ويحسب وفق الصيغة الموالية:

$$\text{مضاعف سعر السهم العادي} = \frac{\text{سعر السهم العادي الواحد في السوق}}{\text{العائد لكل سهم عادي}}$$

وتشير هذه النتيجة إلى عدد المرات التي تضرب في العائد لكل سهم، بحيث يكون الناتج مساويا لسعر السهم أي القيمة السوقية، ويعني ذلك عدد الوحدات النقدية المطلوبة للحصول على وحدة نقدية واحدة

<sup>1</sup> La banque de France, op-cit, p06.

من العوائد. ويلاحظ أن قيمة هذا المؤشر تكون أكبر من الصفر بافتراض عدم وجود خسائر، كما تعكس نتيجة هذا المؤشر عدد السنوات التي يمكن للمستثمر أن يسترد فيها ما دفعه لشراء السهم.<sup>1</sup>

### 5-2- نسبة الربح لكل سهم عادي

يحسب هذا المؤشر من خلال قسمة صافي الربح بعد الفائدة والضريبة على عدد الأسهم العادية المصدرة، على وفق صيغة المعادلة الموالية:

$$\text{العائد لكل سهم عادي} = \text{صافي الربح بعد الفائدة والضريبة} / \text{عدد الأسهم العادية}$$

تعد نتيجة هذه العلاقة مؤشرا ماليا مهما، تعكس الأداء الذي مارسته إدارة المؤسسة لتعزيز مركز قوتها في السوق، فزيادة قيمة هذا المؤشر يعطي انطباع حسن عن إدارة المؤسسة لدى المستثمرين وحملة الأسهم، في حين يشير انخفاضها وهبوطها إلى تدهور الأداء، وبالتالي فهي حالة من حالات الضعف.<sup>2</sup>

### 5-3- القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية

يقدم مؤشر القيمة السوقية للسهم العادي إلى قيمته الدفترية شكلا آخر لنظرة المستثمر إلى أسهم المؤسسة، ويوضح هذا المؤشر ما يضيفه السوق من قيمة على السهم العادي قياسا بما هو مسجل كقيمة دفترية لذلك السهم في السجلات. ويتم حساب هذا المؤشر بعدد المرات، حيث يستخدم أولا القيمة الدفترية للسهم التي تساوي مجموع حق الملكية ( رأس المال والاحتياطيات ) مقسوما على عدد الأسهم، أي:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = (\text{رأس المال} + \text{احتياطي الأرباح}) / \text{عدد الأسهم العادية}$$

وبعد إيجاد القيمة الدفترية للسهم، يتم استخراج المؤشر وفق الصيغة الآتية:

$$\text{القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية} = \text{القيمة السوقية للسهم} / ((\text{رأس المال} + \text{احتياطي الأرباح}) / \text{عدد الأسهم العادية})$$

**ملاحظة:** كلما زادت قيمة هذا المؤشر عن معيار المقارنة كلما عكس ذلك قوة المؤسسة مصدرة السهم في تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد.

<sup>1</sup> محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 91.

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، (2008)، ص 143.

**4-5- عائد التوزيعات للسهم العادي**

يتم حساب هذا المؤشر من خلال الصيغة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{عائد التوزيعات للسهم} = \frac{\text{الأرباح الموزع للسهم}}{\text{السعر السوقي للسهم}}$$

يساعد حساب هذا المؤشر في الحكم على مدى إمكانية الاستمرار في الاستثمار في السهم حالياً وأيضاً إمكانية الاستثمار المستقبلي، وذلك عند المقارنة مع عائد الاستثمارات الأخرى في السوق فإذا كانت قيمة هذا المؤشر مرتفعة، فإن ذلك يعكس الرغبة القوية للمستثمر في استمرار الاحتفاظ بالسهم، وأيضاً في إعادة استثمار أموالهم داخل المؤسسة، والعكس صحيح.

**5-5 العائد لفترة الاقتناء**

يعبر هذا المؤشر عن الربح الحقيقي الذي يحصل عليه حامل السهم الذي احتفظ بسهمه لفترة زمنية محددة، محصورة بين تاريخ شراء السهم وتاريخ بيعه ويتم حساب هذا المؤشر وفق المعادلة الموالية:

$$\text{العائد لفترة الاقتناء} = ((\text{سعر البيع للسهم} + \text{سعر الشراء للسهم}) + \text{العائد الذي حصل عليه}) / \text{سعر الشراء للسهم}$$

وتعكس قيمة هذا المؤشر مستوى الربح الذي حققه المستثمر من جراء تجارته في السهم شراء وبيعاً، حيث كلما زادت النسبة كلما عكست هذه الحالة عن جدوى شراء السهم والاحتفاظ به في حين يشير الانخفاض عن عدم اقتصادية الاستثمار في تجارة الأسهم.

**5-6- معدل دوران السهم العادي**

يعد من أهم المؤشرات التي تعلن عنها أسواق الأوراق المالية هو مؤشر دوران السهم العادي، حيث تعكس قيمة هذا المؤشر مدى الإقبال على السهم في سوق الأوراق المالية، ممثلاً بكمية الأسهم المتداولة ومقدار الصفقات المالية المبرمة في السوق طلباً على الأسهم، ويحسب هذا المؤشر من خلال العلاقة الآتية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، المرجع المذكور سابقاً، ص 150.

<sup>2</sup> الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، السنة الجامعية 2005-2006، ص 207.

معدل دوران السهم العادي = عدد الأسهم المتداولة خلال السنة / عدد الأسهم المسجلة بتاريخ الميزانية

## تمارين المحور الثاني:

الأسئلة:

1- عرف رأس المال العامل؟ وفسر دلالاته من أعلى وأسفل الميزانية؟

2- ماهي العوامل المؤثرة على مستوى رأس المال العامل؟

3- اذكر اهم النسب التي ارتكز عليها التحليل المالي؟

**تمرين 1:** إليك حسابات الميزانية لمؤسسة ABC في 2022-12-31 :

2022	2021	الحسابات الميزانية
553000	153000	رأس المال
242000	172000	أرباح محتجزة
100000	180000	قروض طويلة الأجل
66000	80000	دائونوا المحزونات
961000	585000	الإجمالي
90000	140000	الأراضي
200000	200000	مباني
(21000)	(11000)	اهتلاك المباني
386000	136000	معدات نقل سيارات
(56000)	(20000)	اهتلاك معدات نقل سيارات
8000	12000	مصاريف مدفوعة مقدما (تامين)
110000	2000	المخزون
136000	52000	الذمم المدينة
108000	74000	النقدية
961000	585000	الإجمالي

المطلوب:

1. إعادة تنظيم الميزانية المالية للمؤسسة ABC بتاريخ 2022-12-31
2. حساب رأس المال العامل بطريقتين
3. حساب الاحتياج في رأس المال العامل
4. حساب الخزينة
5. حساب نسب الهيكل المالي ونسب السيولة مع التحليل.

**تمرين 2:** قدمت إليك قائمة المركز المالي وقائمة الدخل لأحد الشركات لسنة 2022:

2021	2022	الخصوم	2021	2022	الأصول
		رؤوس الاموال الخاصة			الأصول غير الجارية (تثبيات)
225000	225000	راس المال	647180	686110	الألات والمعدات (القيمة
187975	187975	الاحتياطات	16440	60720	الصفافية)
169975	259835	الارباح المحتجزة			تثبيات أخرى(القيمة الصفافية)
582950	672810	مجموع رؤوس الاموال الخاصة	663620	746830	مجموع الاصول الثابتة
		الخصوم غير الجارية			الأصول الجارية
75750	76460	سندات	778890	1150390	المخزونات
285900	312730	قروض طويلة الاجل	340610	483180	الحسابات المدينة
361650	389190	مجموع الخصوم غير الجارية	186210	211270	اوراق مالية قصيرة الاجل
			98840	26080	النقدية
211210	339350	الخصوم الجارية			
270970	376530	حسابات دائنة			
641390	839870	البنك السحب على المكشوف			
		قروض قصيرة الاجل			
1123570	1555750	مجموع الخصوم الجارية	1404550	1870920	مجموع الاصول الجارية
2068170	2617750	مجموع الخصوم	2068170	2617750	مجموع الاصول
<b>قائمة الدخل</b>					
					<b>البند</b>
2825690	3717230				رقم الاعمال
(2322800)	(3053660)				تكلفة المبيعات
502890	663570				مجمل الدخل (هامش الربح الإجمالي)
(262100)	(357870)				المصاريف التشغيلية
240790	305700				الدخل التشغيلي
25380	36910				منتجات اخرى
266170	342610				الدخل قبل الفوائد والضرائب EBIT
(124980)	(143460)				الفوائد المدينة
141190	199150				الدخل قبل الضريبة
(30000)	(64290)				الضرائب
111190	134860				الدخل بعد الضريبة ( النتيجة الصفافية)
(39380)	(45000)				الارباح الموزعة
71810	89860				الارباح المحتجزة

**المطلوب:**

## 1- حساب ما يلي :

- رأس المال العامل بطريقتين
- الاحتياج في راس المال العامل
- الخزينة

2- الحكم على ربحية وفعالية ونشاط وسيولة الشركة خلال العامين 2021 و2022. من خلال النسب التالية: الهامش الإجمالي إلى رقم الأعمال؛ الربح بعد الضريبة إلى رقم الأعمال؛ الربح بعد الضريبة إلى مجموع الأصول؛ الأصول المتداولة إلى الالتزامات المتداولة؛ نسبة السيولة السريعة ؛ نسبة النقدية؛ معدل دوران الأصول؛ معدل دوران المخزون؛ نسبة المديونية؛ نسبة الديون إلى حقوق المساهمين؛ تغطية الفوائد.

## المحور الثالث : سياسات ومصادر تمويل المؤسسة

1. تعريف تمويل المؤسسة
2. أهداف عملية تمويل المؤسسة
3. مبادئ التمويل في المؤسسة
4. احتياجات التمويل في المؤسسة
5. مصادر تمويل المؤسسة
6. مفهوم وأهداف السياسة التمويلية
7. محددات السياسة التمويلية
8. مراحل إعداد السياسة التمويلية

## 1. تعريف تمويل المؤسسة :

يعرف التمويل على أنه: مختلف الأنشطة التي تتضمن جملة من الأعمال تقوم بها المؤسسات والأفراد للحصول على النقدية اللازمة للوفاء بالالتزامات المستحقة تجاه الغير في مواعيد استحقاقها ، أما تمويل المؤسسة فيعرف بأنه: تلك الوظيفة أو مهمة مرتبطة بالإدارة المالية في المؤسسة ، تختص بعمليات التخطيط للأموال و بحث المصادر المتاحة والمناسبة للحصول عليها ، لتوفير الاحتياجات المالية الضرورية لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة<sup>1</sup>، الأمر يساعد على تحقيق الأهداف وتحقيق التوازن في رغبات أصحاب المصالح في المؤسسة.

أي أن التمويل المؤسسة هو عملية توفير الأموال الضرورية لتجسيد المشاريع الاقتصادية وتطويرها، وذلك في الوقت الحاجة إليها ، لا بد أن يتوفر هذه الأموال بالقيم المطلوبة في الوقت المناسب ، إذن فالهدف من تمويل المؤسسة هو المساهمة تطوير المشاريع في الوقت المناسب.

ومن خلال التعاريف السابقة ، نسجل ما يلي:

- تمويل المؤسسة يتعلق بالحصول على المبالغ النقدية ( الأموال السائلة ) لا العينية أو المعنوية.

<sup>1</sup> محمد شفيق، وآخرون، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط 9، 1997، ص9.

- لا بد أن تتم عملية التمويل في الوقت المناسب ساعة الحاجة إليها.
- الهدف الرئيسي من التمويل هو تغطية الاحتياجات المالية لمختلف الأنشطة في المؤسسة.
- يحكم نظام التمويل عوامل عدة منها، العرف السائد في السوق التمويلية، نمط العلاقة بين العرض والطلب على الأموال، إضافة إلى القوانين والإجراءات المنظمة للتعامل في السوق التمويلية، وكذا سلوك البائعين والمشتريين للفرصة الاستثمارية.

## 2- أهداف تمويل المؤسسة

يهدف تمويل المؤسسة إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، من خلال ارتباطه بالأنشطة الثلاثة الأساسية في كل المؤسسة المتمثلة في: الاستثمار، التمويل، الاستغلال وبالإضافة إلى إدارة الأرباح المحققة (سياسة توزيع الأرباح).

## 3- مبادئ تمويل المؤسسة

تتمثل أهم مبادئ تمويل المؤسسة فيما يلي:<sup>1</sup>

- الاستحقاق:** مفاد هذا المبدأ أن الأموال المتحصل عليها من مصادر التمويل المختلفة لها تاريخ استحقاق معين يجب تسديدها بحلول هذا التاريخ.
- الحق في العوائد:** مصادر تمويل المؤسسة لها الحق في الحصول على جزء من الأرباح المحققة، حسب الأولوية وذلك بداية بالدائنين ثم المساهمين.
- الحق في الأصول:** حيث إذا تعذر على المؤسسة تسديد التزاماتها اتجاه مصادر تمويلها في تاريخ الاستحقاق، فإنها تتعرض للإفلاس والتسوية، عندها يحق لهذه المصادر الحصول على جزء من مقابل عملية التنازل حسب الأولوية سابقة الذكر.
- الملائمة:** تنوع مصادر التمويل وتعددتها يعطي للمؤسسة فرصة المفاضلة بينها لاختيار مصدر التمويل الملائم الذي يناسب سياستها التمويلية (من حيث التوقيت والشروط والحجم).
- الموازنة بين المخاطرة والعائد:** من خلال عدم السعي إلى تحمل بمخاطر مالية جديدة ما لم يكن هناك عائد إضافي يتوقع تحقيقه من عملية التمويل.

<sup>1</sup> محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، اطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص99.

-**القيمة الزمنية للنقود:** مفاده أن القوة الشرائية لوحدة النقد التي يمكن الحصول عليه حالياً أعلى من قيمتها في المستقبل .

-**كفاءة أسواق الأوراق المالية:** باعتبار أن هدف تمويل المؤسسة هو تعظيم قيمة السوقية للمؤسسة (تعظيم ثروة المساهمين ) ، فلا يمكن الحكم على تحقيق هذا الهدف من عدمه، إلا من خلال سوق كفاء تعكس فيه قيم الأوراق المالية في أي لحظة نوعية المعلومات المتاحة لدى جمهور المستثمرين.

- **الأخذ بعين الاعتبار التأثيرات الضريبية:** عند اتخاذ أي قرار تمويلي لا بد للمسير المالي أن يأخذ بعين الاعتبار تأثيرات الضريبة على القرار التمويلي، فجميع التدفقات النقدية يجب أن تحسب بعد خصم الضرائب.

#### 4. احتياجات التمويل في المؤسسة

يمكن تقسيم احتياجات التمويل في المؤسسة إلى قسمين أساسيين هما: تمويل الاستثمار (دورة الاستثمار) وتمويل الاستغلال (دورة الاستغلال)، المرتبطتان بالنشاط العادي للمؤسسة، مع احتمال حدوث ظروف غير عادية أو استثنائية تفرض على المؤسسة البحث عن مصادر تمويل أخرى.

#### 4-1- تمويل دورة الاستثمار: من الأمثلة على تمويل دورة الاستثمار نذكر ما يلي:

- تمويل الاستثمارات الرأسمالية لتوسيع المؤسسة أو تحسين البنية التحتية أو تطوير منتجات جديدة أو التوسع في نطاق الأعمال أو دخول أسواق جديدة
- تمويل الابتكار والبحث والتطوير: يتطلب الاستثمار في الابتكار والبحث والتطوير تمويلاً خاصاً لدعم عمليات التطوير واستحداث المنتجات والخدمات الجديدة
- تمويل الاستحواذ والاندماج: فعند الاستحواذ على مؤسسات أخرى أو الاندماج معها، تحتاج المؤسسة إلى تمويل إضافي لتنفيذ هذه العمليات.

4-2- تمويل دورة الاستغلال : من أمثلة على تمويل دورة الاستغلال نذكر ما يلي: تمويل رأس المال العامل من خلال توفير الأموال اللازمة للأنشطة اليومية للمؤسسة بما فيها دفع الأجور والرواتب وتغطية التكاليف العامة، وتمويل عمليات الإنتاج اليومية والتي تشمل تمويل عمليات الشراء والمبيعات وإدارة المخزون وتسويات الديون والاحتياجات النقدية اليومية للمؤسسة.

## 5- مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية

أساليب التمويل لأي مؤسسة اقتصادية - بصفة عامة - أما أن تكون عن طريق حقوق الملكية ( أي زيادة أسهم رأس المال أو من خلال التمويل الذاتي ) أو عن طريق الاستدانة ( والتي تكون في شكل قروض مصرفية أو إصدار سندات على مستوى بورصة الأوراق المالية ) . وحتى تتمكن الإدارة المالية في المؤسسة من اتخاذ قرار التمويل الأمثل، يجب المفاضلة والمزج بين أسلوبَي التمويل المشار إليهما . ويتم ذلك بعد التعرف على مزايا وعيوب البدائل التمويلية المختلفة.

## 5-1- مزايا و عيوب البدائل التمويلية

سنتطرق في هذه النقطة من خلال توضيح الفروق بين كل من حقوق الملكية و الاقتراض (الديون)، حيث يلخص الجدول التالي مزايا و عيوب كل من بديل من البدائل التمويل سابقة الذكر، وذلك فيما يلي:<sup>1</sup>

أولا : حقوق الملكية

مزايا حقوق الملكية	عيوب حقوق الملكية
* لا توجد دفعات سداد ثابتة مستحقة للمساهمين على المؤسسة، حيث تتم توزيعات الأرباح طبقا للنقدية المتاحة، وقد لا يتم توزيع أرباح من الأساس في حالة تعذر ذلك .	* إصدار أسهم جديدة من نفس النوع قد يؤدي إلى انخفاض عائد السهم.
* لا يتم استرداد رأس المال المدفوع.	* مصروفات إصدار الأسهم، تعتبر مرتفعة مقارنة بالمصروفات الإدارية للاقتراض.
* ارتفاع نسبة حقوق الملكية، تؤدي إلى ارتفاع قدرة المنشأة على الوفاء بكافة التزاماتها في وقتها و بصورة منتظمة ( الملاءة الائتمانية )	* زيادة نسبة حقوق الملكية في الهيكل التمويلي للمنشأة يؤدي إلى رفع تكلفة التمويل - كما سيتم توضيحه لاحقا.
	* زيادة رأس المال عن طريق دعوة شركاء جدد للمساهمة يؤدي إلى انخفاض حصة الشركاء القدامى.

<sup>1</sup> الجمعية المصرية للأوراق المالية ، دليل المستثمر لتمويل الشركات ،مرجع سابق ، ص 6

* لا تحقق توزيعات الأرباح على المساهمين أي وفورات ضريبية للمنشأة.	
---	--

**ثانياً : الاقتراض**

عيوب الاقتراض	مزايا الاقتراض
* يتم الالتزام بسداد مصاريف خدمة الدين بغض النظر عن تحقيق المؤسسة للأرباح من عدمه	* يتميز بتكلفة تمويل منخفضة نسبياً حيث أن مصروفات خدمة الدين معفاة من الضرائب.
* القرض له تاريخ استحقاق محدد يجب في نهايته سداد أصل القرض وجميع الفوائد المترتبة	* يعتبر مصدر تمويل مؤقت يمكن سداه (من خلال اقساط عادة) و التخلص من أعبائه في أي وقت.
* يؤدي القرض إلى رفع المخاطر التي تواجهها المؤسسة خاصة المخاطر المالية.	* عموماً لا يؤدي إلى انخفاض العائد على السهم بل إلى العكس في بعض الأحيان.
* القرض له الأولوية في التسوية في حالة التصفية.	* القرض لا يعطي للطرف المقرض حق التدخل في إدارة المؤسسة .

من خلال ما سبق يتضح خطأ المفهوم السائد، الذي مفاده أن تمويل الاستثمارات الإضافية عن طريق زيادة رأس المال أفضل لأنه لا يحمل المؤسسة فوائد مباشرة على رأس المال المدفوع. والحقيقة أن التمويل عن طريق الاقتراض أفضل من ناحية تخفيض تكلفة التمويل، فمصاريف خدمة الدين تضاف إلى باقي المصاريف وتؤدي إلى تحقيق وفورات ضريبية (هذا الأمر لا تنطبق في حالة تمتع المؤسسة بإعفاءات ضريبية). لكن يجب أن الحذر من التوسع في الاقتراض، لأنه كلما توسعت المؤسسة في الاقتراض كلما ارتفعت المخاطر المرتبطة بشركتك من وجهة نظر الجهة المقرضة، مما يدفعها إلى رفع سعر الفائدة في حالة طلبها لقرض جديد .

كما يعرض التوسع في الاقتراض المؤسسة أيضاً إلى مخاطر الإفلاس، فزيادة الديون تعني ارتفاع عبء الفوائد المستحقة، مما يزيد من احتمال عدم القدرة على سداد الاقساط عندما يحل تاريخ استحقاقاته. ولكن في نفس الوقت، فإن زيادة رأس مال الشركة من خلال إصدار أسهم جديدة و طرحها في سوق المال، لأن ذلك سيأتي بمساهمين جدد قد يتدخلون في الإدارة، و يتحكمون في قراراتك على عكس ما كانت عليه.

ويمكن أن يكون المساهمون القدامى، أصحاب القرار الأول في شركتهم إذا احتفظوا بنسبة تمثل الأغلبية في رأس المال و بذلك يبقى لهم سلطة ادارة الشركة .

ملاحظة: قبل اتخاذ قرار التمويل السليم، من الضروري التعرف على طبيعة مصادر التمويل المختلفة.

### 5-2-2- طبيعة مصادر التمويل

ينبغي أولاً التعرف على مصادر التمويل المتاحة طبقاً لآجالها والطبيعة الخاصة المميزة لكل منها، بالإضافة إلى العوامل التي تؤثر فيها تشكيلها. في هذا الصدد تنقسم مصادر التمويل إلى مصادر قصيرة الاجل ومصادر متوسطة وطويلة الأجل ، والتي سنتطرق لها فيما يلي:

#### 5-2-1- مصادر التمويل قصيرة الأجل

يغطي التمويل قصير الأجل عادة فترة أقل من سنة، و يعتمد عليه في ضوء الحاجة الموسمية للأموال طبقاً لطبيعة النشاط ، وهو بذلك يتميز عن استخدام مصادر التمويل طويلة الأجل التي قد تؤدي إلى وجود أموال معطلة لمدد زمنية متفاوتة مما قد يؤثر سلباً على الربحية .  
ويتميز هذا التمويل بأنه لا يتيح تدخلاً أو تأثيراً من قبل الدائنين على الإدارة (إلا في حالات التعثر الواضحة) ، كما أنه قد يهدد سلامة المؤسسة، في حالة عدم توافر السيولة اللازمة لسداد هذا التمويل عند استحقاقه،  
تتمثل أهم مصادر التمويل قصيرة الأجل في: القروض المصرفية والائتمان التجاري والدفعات المقدمة.

#### أ- القروض المصرفية:

تستطيع المؤسسات الحصول على قروض من البنوك لفترة زمنية محدودة، وفي هذه الحالة لا بد من تحديد نوع القرض ومدته وسعر الفائدة المطبق، وطريقة سداد والضمانات المطلوبة سواء كان ضماناً شخصياً أو عينياً، حتى يمكن تحديد تكلفة هذا النوع من الائتمان.

وتعتبر أسعار فوائد القروض المصرفية (سواء صناعية أو تجارية أو خدمية أو زراعية... الخ) المحدد لتكلفة الائتمان المصرفي، والتي تمثل في نفس الوقت الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يجب على مالكي المؤسسة الحصول عليه أو تحقيقه.

لأي أنه يجب إلا يقل معدل العائد على الاستثمار الواجب تحقيقه عن معدل الفائدة (تكلفة التمويل) وإلا يلغى المصدر لعدم الجدوى، ويبحث المدير المالي عن مصدر تمويل أفضل، حتى يصل لمزيج مصادر

التمويل المناسبة التي تقل تكلفتها عن معدل العائد المتوقع على الاستثمار، أو على الأقل تكون مساوية لها.

### ب- الائتمان التجاري

يعتبر الائتمان التجاري أحد أنواع التمويل قصير الأجل الذي تحصل عليه الشركة من الموردين نظير الدفع المؤجل خلال فترة محددة و يتمثل في البيع بالأجل إلى المشتري، وعادة ما يكون في شكل تسهيلات تتعلق بتأجيل سداد قيمة المشتريات من السلع والمواد الأولية والمواد الخام التي تحتاجها الشركة للتشغيل .

وغالبا ما تعتمد المؤسسات على هذا النوع من التمويل في نشاطها بالمقارنة مع استخدامها الأنواع الأخرى من التمويل قصير الأجل وبصفة خاصة الائتمان المصرفي.

وتختلف الشروط والخصومات المرتبطة بالائتمان التجاري باختلاف شروط البيع. ويقع على عاتق المحللين المقارنة بين شروط البيع وتكلفة الائتمان المترتبة عليه وبين تكلفة التمويل من مصادر أخرى للحصول على الاحتياجات المالية بأقل تكلفة.

### ج- الدفعات المقدمة من الزبائن

تحصل بعض المؤسسات على تمويل من الزبائن، في صورة دفعات تحت الحساب بمجرد التعاقد وقبل تسلمهم البضاعة المطلوبة بمدة تتحدد وفقا لطبيعة الصناعة، وينتشر استخدام هذا المصدر في الصناعات التي تتسم بطابع الإنتاج بالطليبة أو في مجال المقاولات. وتعد الدفعات المقدمة من الزبائن أقل مصادر التمويل تكلفة على الإطلاق حيث أنها لا تضيف أية تكاليف على المؤسسة مقابل استخدامها هذه الأموال.

### 5-2-2- مصادر التمويل طويلة الأجل:

تشكل مصادر التمويل طويلة الأجل ما يسمى بهيكل رأس المال في المؤسسة، من هذه المصادر نجد الأسهم سواء كانت العادية أو الممتازة ، السندات بمختلف أنواعها ( التي تشمل السندات غير المضمونة ، والسندات المضمونة برهن ، وسندات الدخل .. ) ، والديون أي القروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل ، والاحتياطات، والأرباح المحتجزة ، والتمويل عن طريق القرض الايجاري . حيث يقع على عاتق الإدارة

العليا بأي مؤسسة اقتصادية مسئولية اختيار هيكل رأس المال المناسب، وهذا يتطلب الاختيار السليم لمصدر التمويل المتاح والمناسب، وتتمثل مصادر التمويل الطويلة الأجل بالخصوص فيما يلي:

### 1 - حقوق الملكية ( رأس المال ، التمويل الذاتي ، الأسهم الممتازة )

تمثل حقوق الملكية أهم مصدر من مصادر التمويل للشركات، وتنقسم إلى رأس المال والتمويل الذاتي.

#### أ- رأس المال المملوك:

يعتبر رأس المال المصدر الأساسي للتمويل في بداية حياة المؤسسة، ويمثل أهم مصدر للتمويل طويل الأجل سواء بالنسبة للمشروعات الفردية، أو شركات الأشخاص وبالطبع في حالة المشروع الفردي فإن مالكه يقدم رأس المال بكامله ، أما بالنسبة لشركات الأشخاص والشركات ذات المسئولية المحدودة فالشركاء يساهمون في تقديم رأس المال كل حسب حصته المقررة .

أما بالنسبة لشركات المساهمة، و التي تعتبر الأكثر قدرة على تجميع رؤوس الأموال، فإن رأس المال يوزع على عدد من الحصص المتساوية لا تقل كل منها عن قيمة معينة ويطلق عليها مصطلح " الأسهم العادية "، كما قد يتم عرضها للبيع لأشخاص و شركات محددة، فيما يعرف بالطرح الخاص أو لجمهور غير محدد سلفا فيما يعرف بالطرح العام.<sup>1</sup>

السهم العادي باعتباره ورقة ملكية له عدة قيم: قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية<sup>2</sup>، حيث تتمثل القيمة الاسمية للسهم في القيمة المدونة على قسيمة السهم والتي ينص عليها في عقد التأسيس.

أما القيمة الدفترية فهي مجموع قيمة حقوق الملكية - التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكنها تتضمن الاحتياطيّات والأرباح المحتجزة - مقسمة على عدد الأسهم العادية المصدرة. في حين القيمة السوقية هي عبارة عن القيمة التي يباع بها السهم في بورصة الأوراق المالية ، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.

<sup>1</sup> الجمعية المصرية للأوراق المالية ، دليل المستثمر لتمويل الشركات ، مصر ، 2003 ، ص 09.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، كلية التجارة - جامعة طنطا ، دار المعارف بالإسكندرية ، مصر ، 2002 ، ص 7.

في هذا الاطار للأسهم العادية مجموعة من المزايا والعيوب بالنسبة لحاملها ، نورد المزايا - أولاً-  
فيما يلي :

- الحق في نقل الملكية سواء بالبيع أو بالتنازل بسهولة وفي وقت قصير؛
- حق الحصول على نصيب من الأرباح المقررة عن الفترة ؛
- تحمل مسؤولية محددة بصفة حامل السهم في رأس مال الشركة؛
- حق التصويت في الجمعيات العمومية؛
- حق الأولوية في شراء الأسهم الجديدة؛
- حق التفويض .

أما العيوب فتتمثل في عدم جواز رجوع حامل السهم على الشركة المصدرة لاسترداد قيمته ، وإنما يضطر إلى عرضه للبيع في سوق المال ، كما انه في حالة إفلاس الشركة المصدرة ليس هناك ما يضمن تمام استرداده للقيمة التي سبق له أن اشترى بها السهم، سواء عند إصداره أو عند السوق الثانوية ( سوق التداول).

وقد يصل الأمر إلى عدم تمكنه من الحصول على أي شيء على الإطلاق. كذلك فإنه ليس من حق حامل السهم العادي، المطالبة بجزء من أرباح الشركة طالما لم تقرر جمعيتها العمومية توزيع أرباح. وفي ما يخص الشركة المصدرة ، تمثل الأسهم العادية أحد أهم مصادر التمويل طويلة الأجل الدائمة وتتطوي على العديد من المزايا، من ضمنها عدم التزام بإجراء توزيعات - حتى في السنوات التي تحقق الشركة فيها أرباحاً من النشاط - بالإضافة إلى أن إصدار المزيد من الأسهم العادية يقلل من الاعتماد على الأموال المقترضة من البنوك ، ويؤدي ذلك إلى زيادة حجم القدرة الافتراضية للشركة في المستقبل وخفض المخاطر المتعلقة بالافتراض .

## 2- التمويل الذاتي

يقصد بالتمويل الذاتي تمويل الاحتياجات الاستثمارية للمؤسسة باستخدام الأرباح المحتجزة والاحتياطيات التي تم تراكمها من خلال ممارسة النشاط الخاص بها ولم يتم توزيعها على المساهمين .

مع ملاحظة انه يجب أن يكون هناك توازن بين سياسة التوزيع واحتجاز الأرباح مراعاة لرغبات المساهمين على كل من المدى القصير والطويل. فسياسة التوسع في التوزيع النقدي تعني انخفاض القدر المحتجز لاعتبارات النمو المستقبلية و بالتالي انخفاض معدل النمو المتوقع ، ومن ثم انخفاض سعر أسهم المنشأة في السوق على المدى الطويل .

وفي الوقت نفسه يجب التأكد من أن الإدارة المالية في المؤسسة لديها الفرص لاستثمار الأرباح المحتجزة بمعدل عائد أعلى من معدل الذي يمكن للمساهم أن يحققه من خلال فرص استثمارية أخرى مماثلة في درجة المخاطر، في حالة ما لو كان قد استلم هذه الأرباح المحتجزة في صورة توزيعات نقدية، مع مراعاة التكاليف التي يتحملها المساهم في سبيل الاستثمار في فرصة بديلة أخرى.

### 3 - الأسهم الممتازة

الاسهم الممتازة هي أحد مصادر التمويل الخارجية الهامة، التي قد تعتمد عليها المؤسسات في بعض الحالات لتوفير قدر محدد من التمويل بشروط تتوافق ورغبة المؤسسة المصدرة لها. ويتعين طبقاً للقواعد والأحكام الخاصة بإصدار هذا النوع من الأسهم أن تكون قد تضمن النظام الأساسي للشركة عند تأسيسها ما يفيد بجواز إصدار أسهم ممتازة وكافة شروطها وامتيازاتها.

السهم الممتاز يشترك مع السهم العادي في كونه جزء من حقوق ملكية في المؤسسة، ويتمثل معه في أن له قيمة اسمية وقيمة سوقية، غير أن السهم الممتاز لا يتمتع بنصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة<sup>1</sup>. لذا فالقيمة الدفترية للأسهم الممتازة تتمثل في قيمتها المسجلة في سجلات الشركة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة أ لذا فالقيمة الدفترية للسهم الممتاز هي ذاتها القيمة الاسمية له. ولحامل هذه الأسهم الممتازة أولوية أو امتياز على حملة الأسهم العادية في الحصول على جزء -من حقوقه أو كلها - عند التصفية أوفي حالة توزيع الأرباح ، وتتحدد بنسبة مئوية ثابتة تسدد سنويا من صافي ربح الشركة قبل إجراء التوزيعات على الأسهم العادية.

على هذا يمكن النظر إلى الأسهم الممتازة باعتبارها مصدرا للتمويل يمزج بين الأسهم العادية والديون، فيشابه الأول في كونه جزء من رأس المال ويشابه الأخير في أنه يرتب التزاما على الشركة واجب السداد في حالة تحقيق الأرباح. و لكن يلاحظ أن تكاليف الفوائد تعتبر من المصاريف التحميلية التي تخصم

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، مرجع سابق ذكره ، ص 27

من الوعاء الخاضع للضريبة وبالتالي تحقق وفورات ضريبية، في حين تعد المدفوعات لحملة الأسهم الممتازة توزيعاً للأرباح ولا يمكن خصمها قبل التوصل إلى الوعاء الضريبي وبالتالي لا يتحقق أي وفر ضريبي . كما أن امتياز أصحاب الأسهم الممتازة لا يقف في بعض الأحيان عند أسبقية الحصول على الأرباح وعلى الحقوق عند التصفية ( مقارنة بالأسهم العادية ) بل يمتد ليشمل امتيازاً أخرى تتوقف على نوعية الأسهم الممتازة مثل<sup>1</sup> :

- الأسهم المجمعة للأرباح
- أسهم لها حق المشاركة في الأرباح
- أسهم لها حق التصويت
- أسهم قابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

وفيما يلي بعض الخصائص العامة التي قد تتميز بها الاسم الممتازة مع الأخذ في الاعتبار أنه بالضرورة أن تتوفر تلك الخصائص مجتمعة في السهم الممتاز، و إنما قد يتوافر بها خاصية أو أكثر وفقاً لشروط طرح تلك الأسهم كما تحددها الشركة المصدرة و هي: قابلية السداد، قابلية التحويل لأسهم عادية، قابلية تجميع الأرباح، قابلية المشاركة في الأرباح.

### ثانياً - الديون

تنقسم الديون طويلة الأجل بصفة عامة إلى قروض مصرفية وسندات. نوردتها فيما يلي:

#### أ- القروض المصرفية

تلجأ المؤسسات الاقتصادية بهدف تمويل استثمارات طويلة الأجل إلى المؤسسات المالية ، خاصة إلى البنوك التجارية للحصول على مصادر تمويل طويلة الأجل، في شكل قروض طويلة الأجل لتمويل دورة الاستثمار

#### ب- سندات الشركات

تمثل السندات عقد بين طرفين ينص على عملية الإقراض والاقتراض ، الطرفين هما مصدر السند (المقترض ) ومشتري السند ( المقرض ).حيث يتعهد المقترض من خلال عقد السند بالالتزامات التالية:

<sup>1</sup> الجمعية المصرية للأوراق المالية ، دليل المستثمر لتمويل الشركات ، مصر ، 2003 ، ص11

– أن يسدد لحامل السند كامل القيمة الاسمية له في تاريخ الاستحقاق.

– يسدد عائد دوري لحامل السند في مواعيد محددة وبمعدل معين يتم الاتفاق عليه كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند (كوبون).

## 6- مفهوم وأهداف السياسة التمويلية

تعرف السياسة التمويلية للمؤسسة الاقتصادية بأنها الاستراتيجيات والقرارات التي تتخذها المؤسسة لإدارة الموارد المالية الخاصة بها وتحقيق أهدافها المالية على المدى القصير والطويل. يشمل ذلك كيفية تمويل النشاط التشغيلي للمؤسسة وتنفيذ مشاريع الاستثمار وإدارة التسهيلات الائتمانية وتحديد الهيكل المالي الأمثل<sup>1</sup>.

تتضمن أهداف السياسة التمويلية للمؤسسة عدة جوانب، نذكر منها يلي

1. توفير التمويل اللازم (تلبية الاحتياجات التمويلية): الهدف الأساسي للسياسة التمويلية هو توفير التمويل اللازم للمؤسسة لتنفيذ أنشطتها بكفاءة وبشكل مستدام.
2. تحقيق الاستقلال المالي: تسعى المؤسسة إلى تحقيق مستوى من الاستقلال المالي من خلال تنويع مصادر التمويل وتقليل التبعية عن القروض البنكية أو المستثمرين الخارجيين.
3. تحقيق الربحية: تهدف السياسة التمويلية إلى تحقيق عوائد مالية ملائمة للمساهمين والمستثمرين من خلال الاستثمارات وإدارة الديون بكفاءة.
4. تحقيق النمو والتوسع: تهدف السياسة التمويلية إلى دعم النمو والتوسع في الأعمال من خلال توفير التمويل اللازم لتوسيع الإنتاج أو دخول أسواق جديدة أو تطوير منتجات جديدة.
5. تخفيض تكلفة التمويل: تهدف السياسة التمويلية إلى تحقيق هيكل مالي مثلى يسمح بتحقيق التمويل بأقل تكلفة ممكنة، سواء كان ذلك من خلال استخدام القروض، أو إصدار الأسهم، أو توفير التمويل من مصادر داخلية.

ملاحظة: تتطلب السياسة التمويلية اتخاذ قرارات استثمارية وتمويلية متوازنة تحقق التوازن بين المخاطر والعائدات المحتملة، وتحقيق الهدف الرئيسي للمؤسسة الاقتصادية وهو تعظيم قيمتها السوقية.

<sup>1</sup> محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص103.

أما أهداف السياسة التمويلية (فهي تتقاطع مع أهداف تمويل المؤسسة)، وتتمثل فيما يلي:

- تمويل الاستثمارات ودورة الاستغلال
- ضمان مستوى من السيولة
- تعظيم المردودية
- التأقلم مع المحيط المالي

#### 7- محددات السياسة التمويلية

تتمثل محددات السياسة التمويلية في مجموعة العوامل الداخلية والخارجية التي تؤثر على صياغة

وتنفيذ السياسات المالية للمؤسسة. تتضمن هذه المحددات عدة عوامل نذكر منها ما يلي:

**التكلفة:** لتكلفة التمويل تأثير كبير ومباشر على السياسة التمويلية باعتبار أنها من أهم العناصر التي تركز عليها القرارات المالية، باعتبار أن تكلفة التمويل هي الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، لذا فالاستثمار الذي لا يحقق عائد يعادل على الأقل تكلفة تمويله يتم رفضه باعتباره غير مجدي اقتصاديا.

**المخاطرة المالية:** ترتبط المخاطرة بشكل كبير بالتمويل بالاستدانة، لذا فالمخاطر المالية مرتبطة بالهيكل المالي للمؤسسة، الأمر الذي يحتم على المؤسسة مراعاة هذه المخاطر عند وضع سياستها التمويلية. .

**المردودية:** تعتبر المردودية من أهم العوامل المحددة للسياسة التمويلية في المؤسسة، لأنها تعد من أهم العوامل المحددة لقرار قبول الاستثمار من جهة وقبول مصدر التمويل من جهة أخرى، لذا يجب أن تكون المردودية المحققة أكبر تكلفة الأموال مع مراعاة المخاطرة المالية ، ومن ثم اقتراح سياسة تمويلية مناسبة لتمويل هذا الاستثمار، لأنه مردودية أقل من تكلفة التمويل سيكون لها تأثير سلبي على الأرباح ، وبالتالي انخفاض قيمة السهم والقيمة السوقية للمؤسسة.

بالإضافة للمحددات السابقة ، هناك محددات أخرى سنتطرق لها فيما يلي:

- **هدف المؤسسة:** يتوقف نهج السياسة التمويلية بشكل كبير على أهداف المؤسسة، سواء كانت توسيع الأعمال أو زيادة الربحية أو تحقيق الاستقلال المالي.

- **حجم المؤسسة ومرحلة نموها:** يتوقف نهج السياسة التمويلية أيضًا على حجم ومرحلة نمو المؤسسة، حيث يمكن أن تحتاج المؤسسات الناشئة إلى مزيد من التمويل لتوسيع نشاطها مقارنة بالمؤسسات الناضجة.
- **الأوضاع والسياسات الاقتصادية الكلية:** تؤثر السياسات الاقتصادية العامة مثل السياسة النقدية والسياسة المالية والقوانين والتشريعات على بيئة الاستثمار ، معدلات الفائدة، معدلات التضخم، ومعدلات النمو الاقتصادي.

### 8- مراحل إعداد السياسة التمويلية

مراحل إعداد السياسة التمويلية تتضمن عدة خطوات منظمة ومتسلسلة لتحقيق الأهداف والتنفيذ الفعال، نردها فيما يلي:

#### 8-1- تحليل الوضع الحالي وتحديد الاحتياجات المالية:

القرارات التمويلية يتم اتخاذها في إطار الاستراتيجية المالية للمؤسسة، فبعد وضع الأهداف العامة للاستراتيجية المالية وتشخيص الوضعية والأداء الماليين للمؤسسة بغية تحديد نقاط قوة وضعف المؤسسة من الناحية مالياً ، يتم تحديد طبيعة الاستثمارات الواجب تجسيدها لتحقيق أهداف هذه الاستراتيجية<sup>1</sup>، فالعمل على تحليل دقيق للوضع المالي الحالي للمؤسسة، مثل هيكل رأس المال، والالتزامات المالية الحالية. احتياجات دورة الاستثمار ودورة الاستغلال.

#### 8-2- تحديد أنواع مصادر التمويل الممكنة:

عند هذه الخطوة يحدد المسير المالي مختلف أنواع التمويل من مصادرها المتاحة (أو المتوفرة) أمام المؤسسة، هذه المصادر قد تكون ذاتية ملك للمؤسسة أو من خلال البحث في مصادر التمويل الخارجية، وذلك بمراعاة عدة عوامل أو المحددات كطبيعة الاحتياج في حد ذاته ، فإذا كان احتياج في رأس المال العامل فإن طبيعة التمويل سيكون قصير الأجل ، أما إذا كان الاحتياج مرتبط بالاستثمار فطبيعة التمويل ستكون متوسط أو طويل الأجل<sup>2</sup>، كما توجد مجموعة أخرى من العوامل التي تحدد إمكانية اعتماد مصدر التمويل بعينه مثل: الاستقلالية المالية للشركة، درجة تحمل المخاطرة ، الوضعية المالية للمؤسسة،

<sup>1</sup> Vernimmen Pierre, OP-CIT, P 2136

<sup>2</sup> ibid, P 2136.

الضمانات المملوكة، نوعية النمط التمويلي السائد في البلد التي تنشط فيها المؤسسة ، لأن السياسة التمويلية تتوقف على المحيط المالي وبالتالي ليست نفسها بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية.

### 8-3- المفاضلة بين مصادر التمويل

بعد ضبط مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، يفاضل المدير المالي بين هذه المصادر التمويلية المتاحة من أجل اختيار المزيج التمويلي المناسب، الذي يحقق أهداف السياسة التمويلية في المؤسسة ، عملية المفاضلة بين المصادر تتم بالاستناد للعديد من المعايير -كما ذكرنا سابقا- ، لإن اختيار مصدر تمويلي معين سوف يكون له أثر على الهيكل المالي للمؤسسة وعلى قيمة المؤسسة تبعاً.

### 8-4- التفاوض مع الجهات الممولة

لابد للمدير المالي من التفاوض مع مختلف الأطراف التي تم اختيارها ضمن المزيج التمويلي المناسب لتمويل احتياجات المؤسسة، ومن أهم هذه الأطراف ذكر المساهمون الحاليون والبنوك ...

### 8-5- الحصول على مصادر التمويل المختارة:

آخر مرحلة من مراحل السياسة التمويلية هي الحصول على التمويل من مصادره المختارة لتجسيد السياسة التمويلية للمؤسسة<sup>1</sup>، الأمر الذي يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين وتعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية.

<sup>1</sup> محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص 111.

## أسئلة المحور الثالث:

1. تطرق بقدر من التفصيل للأهداف المرجوة من عملية تمويل في المؤسسة الاقتصادية.
2. ماهي مختلف احتياجات التمويل في المؤسسة الاقتصادية؟
3. اشرح هدف الاستقلال المالي وبين علاقته بتكلفة الاستدانة.
4. اشرح محددات السياسة التمويلية في المؤسسة الاقتصادية.

المحور الرابع: الهيكل المالي وتكلفة مصادر التمويل والقيمة الاجمالية للمؤسسة	
مواضيع أساسية في المحور الرابع:	
1.	مفهوم الهيكل المالي للمؤسسة
2.	محددات الهيكل المالي
3.	تعريف تكلفة مصادر التمويل
4.	حساب تكلفة مصادر التمويل
5.	تكلفة رأس المال (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال)
6.	المردودية وأثر الرافعة المالية (المفهوم وطريقة الحساب)
7.	القيمة الاجمالية للمؤسسة

### 1- مفهوم الهيكل المالي ومحدداته

قبل بحث العوامل التي تؤثر في الهيكل المالي للمؤسسة ، لابد أولاً من توضيح مفهوم هذا الأخير

فيما يلي:

#### 1-1- مفهوم الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي بأنه مختلف المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل

استثماراتها المختلفة<sup>1</sup>، والتي تتكون من جانب الخصوم من الميزانية المالية المؤسسة وهي:

- الديون قصيرة الأجل، وهي الأموال التي حصلتها المؤسسة من الغير، وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عادة عن سنة المالية.

- الديون الطويلة الأجل، والتي تتكون من الائتمان المصرفي طويل الأجل والسندات المصدرة.

<sup>1</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، الطبعة الثانية، دار وائل، الأردن ، 2002 ، ص: 389 .

- مجموعة حقوق المساهمين والمتكونة من رأس المال المدفوع الممثل بالأسهم ( العادية والممتازة ) والأرباح غير الموزعة.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن الديون الطويلة الأجل بالإضافة لمجموعة حقوق المساهمين تمثلان مصادر للتمويل الطويلة الأجل، ويصطلح عليها: **هيكل رأس المال**.

## 1-2-2- محددات الهيكل المالي

يمكن تلخيص أهم المحددات الرئيسية للهيكل المالي فيما يلي:<sup>1</sup>

### 1-2-1- معدل نمو المبيعات

يعد نمو المبيعات مستقبلا مقياسا لمدى التضاعف المحتمل في الإيرادات للسهم الناتج عن الرفع المالي ( مجموع الديون إلى مجموع أصول المؤسسة )، حيث تكون أسعار بيع الأسهم العادية عادة مرتفعة في حالة المؤسسة التي تتمتع بمعدل مرتفع لنمو المبيعات والإيرادات، لذا يعتبر التمويل بالأسهم العادية مفضلا في مثل هذه الحالة.

### 1-2-2- درجة استقرار المبيعات

ترتبط درجة استقرار مبيعات المؤسسة بنسب الاقتراض ارتباطا مباشرا، فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات والإيرادات تتمكن المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض (الفوائد المترتبة على القروض) بأقل درجة من المخاطر والعكس إذا كانت المبيعات والإيرادات متذبذبة، حيث تجد المؤسسة صعوبة في دفع هذه الالتزامات في تواريخ استحقاقها.

### 1-2-3- المنافسة

يعتبر استقرار هامش الربح ذو أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسة، وبذلك فإن سهولة دخول مؤسسات أخرى في الصناعات التي تنتمي إليها المؤسسة سيؤثر سلبا على هامش الربح لديها، فالصناعة التي تعرف معدل نمو مرتفع ، عادة تكون هوامش الربح فيها مرتفعة ، ولكن ينتظر أن تضيق هذه الهوامش إذا كانت هذه الصناعة تدرج ضمن الصناعات التي يسهل على الشركات الجديدة أن تنظم إليها، وبالتالي تكسب حصة في سوقها.

<sup>1</sup> محمد عثمان إسماعيل، الإدارة المالية في منظمات الأعمال: مدخل لاتخاذ القرارات المالية، 1998 ، ص: 49 .

**1-2-4- هيكـل الأصول**

يؤثر هيكل الأصول المؤسسة على مصادر تمويلها بعدة صور، فالمؤسسات التي تتميز بغلبة أصول ثابتة، تحتاج مصادر تمويل طويلة الاجل كالقروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة، ومن ناحية أخرى، فإن المؤسسات التي تتكون أغلب أصولها في شكل ذمم ومخزونات تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل.

**1-2-5- اتجاهات المسير المالي**

اتجاهات المسير المالي تأثر مباشرة على اختيار مصادر التمويل، حيث يحاول المسير المالي - الذي يحمي مصالح ملاك المؤسسة عادة- تجنب الإفراط في استخدام القروض ، وما يترتب على ذلك من مخاطر مالية ، كما انه من ناحية أخرى يفضل بعض ملاك المؤسسات الصغيرة تجنب إصدار الأسهم العادية، حتى يتسنى لهم السيطرة الكاملة على إدارة الشركة.

**1-2-6- اتجاهات المقرض**

اتجاهات وآراء المقرضين تلعب دورا مهم في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة، ففي كثير من الأحيان يرفض المقرضون الزيادة غير الطبيعية في نسب الاقتراض حتى لا تتهدد مصالحه في المؤسسة. وعليه، فإن الهيكل المالي لا يتوقف على اتجاهات إدارة المؤسسة أو ظروفها الداخلية، بل هناك ظروف خارجية تساهم في تحديد الهيكل المالي.

**2- الهيكل المالي الأمثل:**

الهيكل رأس المال الأمثل (والذي هو جزء من هيكل التمويل): عبارة عن مزيج من الديون (D) وحقوق الملكية (E) الذي يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد والمخاطرة بطريقة تؤدي إلى تعظيم القيمة لسهم في بورصة الأوراق المالية.

**3- تعريف تكلفة مصادر التمويل**

تكلفة مصادر التمويل هي التكاليف الواجب تحمل للحصول على مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، سواء كانت في شكل حقوق ملكية أو ديون، يقتضي تقدير تكلفة الأموال الوقوف على تكلفة

كل عنصر من عناصر الهيكل المالي، باعتبار أن تكلفة عنصر التمويل تساعد المدير المالي على اختيار المصدر المناسب للتمويل احتياجاته المالية.

#### 4- حساب تكلفة مصادر التمويل

##### 4-1- تكلفة الاقتراض طويلة الأجل

##### التكلفة الاسمية للاقتراض

يمكن تعريف تكلفة الاقتراض بأنها معدل العائد الذي يتم دفعه لأصحاب الأموال المقترضة. ويمكن حساب تكلفة قرض أو دين يسدد بالتقسيم بموجب المعادلة التالية:

$$K_d = \frac{2mC}{P(s+1)}$$

#### بحيث:

$K_d$ : التكلفة الاسمية للاقتراض

C: الفائدة أو الدفعة - قسط-

m: عدد المرات التي يعطى فيها القسط خلال السنة.

s: عدد المرات التي يعطى فيها القسط خلال مدة القرض

تكلفة الاقتراض الحقيقية: تعرف تكلفة الاقتراض طويل الأجل بأنها التكاليف ( بعد الضرائب ) الواجب

تحملها للحصول على الأموال من خلال وسيلة الإقراض طويل الأجل.<sup>1</sup>

ويتم حساب تكلفة الاقتراض طويل الأجل على افتراض أنه يتم عن طريق إصدار السندات بواسطة

المعادلة الموالية:

$$K_{cd} = K_d (1 - T)$$

#### حيث أن:

$K_{cd}$  : تمثل تكلفة الحقيقية للاقتراض طويل الأجل.

<sup>1</sup> زياد رمضان، مرجع سابق، ص: 556 .

$K_d$  : عائد السند لموعد استحقاقه.

$T$  : معدل الضريبة على الأرباح.

**مثال:** تقترض شركة 1000 دينار بفائدة 6% سنويا، على أن تسدد هذا القرض على شكل دفعات شهرية متساوية على مدة 5 سنوات.

**المطلوب:** حساب تكلفة الاقتراض الاسمية والحقيقية علما ان معدل الضريبة 30 %

الحل:

لدينا:

$$K_{cd} = K_d (1 - T)$$

$$\Rightarrow K_{cd} = 0.06(1-0.3) = 0.042$$

$$\Rightarrow K_{cd} = 4.2\%$$

#### 4-2- تكلفة الأسهم العادية

وهو المعدل الذي يستعمله المستثمر لخصم أرباح السهم العادية المتوقعة، ليتوصل إلى تقدير قيمته

في السوق، وهناك طريقتان لتقدير تكاليف الأسهم العادية المتداولة التي يتكون منها رأس مال المؤسسة.<sup>1</sup>

#### 4-2-1- طريقة نموذج تسعير الأصول المالية

حسب هذه الطريقة، يتم حساب تكلفة الأسهم العادية وفق الصيغة الآتية:

$$R^* = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

**حيث أن:**

$R^*$  : تمثل العائد المطلوب والذي يعتبر تكلفة السهم.

$R_f$  : معدل العائد الخالي من الخطر.

$\beta$  : بيتا السهم وهي عبارة عن سعر المخاطرة.

$R_m$  : عائد السوق.

<sup>1</sup> زياد رمضان، مرجع سابق، ص: 392 .

ونظرا لصعوبة معرفة بيتا السهم، فإنه تم إنشاء مؤسسات متخصصة ، حيث تهتم بحساب بيتا المؤسسات المهمة وتنتشر ما يعرف باسم كتاب البيتا وتقوم بمراجعته دوريا، وهذا ما يساعد المحللين الماليين والمستثمرين الذين يستخدمون النماذج التي يدخل معامل بيتا في تكوينها، مثل نموذج تسعير الأصول المالية.

#### 4-2-2- طريقة معدل النمو الثابت

تفترض هذه الطريقة أن أرباح الأسهم العادية تنمو بمعدل نمو ثابت، وتحسب تكلفة الأسهم العادية وفق نموذج جوردن " Gordon " كما يلي:

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + G$$

**حيث أن:**

$K_s$  : تكلفة الأسهم العادية حسب نموذج جوردن.

$D_1$  : أرباح السهم في نهاية السنة القادمة.

$P_0$  : سعر السهم في السوق.

$G$  : معدل النمو.

#### 4-3- تكلفة الأسهم الممتازة

تعرف تكلفة الأسهم الممتازة بأنها: " معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير، هذا المعدل يساوي توزيعات الأرباح للسهم الممتاز الواحد مقسوما على صافي السعر الذي تحصل عليه المؤسسة عند بيع سهم واحد من إصدار جديد للأسهم الممتازة ".<sup>1</sup>

ويمكن استخراج تكلفة الأسهم الممتازة كما يلي:

$$K_{pS} = \frac{D_t}{P_0 - C} \times 100$$

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وإبراهيم سلطان وجلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 1999 ، ص: 348 .

**حيث أن:**

$K_{PS}$  : تكلفة التمويل عن طريق الأسهم الممتازة.

$D_t$  : ربح السهم الممتاز .

$P_0$  : سعر بيع السهم الممتاز .

$C$  : عمولة بيع السهم الممتاز .

وفي هذه الحالة العمولة نسبة إلى قيمة السهم الممتاز يجب تطبيق الصياغة التالية :

$$K_s = \frac{D_t}{P_0 (1 - \alpha)} \times 100$$

حيث :  $\alpha$  : تمثل نسبة الإصدار إلى قيمة السهم الممتاز .

**مثال تطبيقي:** نفترض أن الحصة النقدية للاسهم الممتازة للمؤسسة ما تبلغ 10 ون، وقد باعت السهم الممتاز بسعر 100 ون ، كما تتحمل الشركة مصاريف إصدار قدرها 2.5% إذا ما أرادت إصدار أسهم ممتازة جديدة .وعليه تكون مصاريف الإصدار لكل سهم ممتاز 2.5 ون وهو ما يجعل الشركة تحصل على 97.5 ون عن كل سهم ممتاز تبيعه، لذلك تكون تكلفة الأسهم الممتازة لشركة :

$$K_s = \frac{10}{100.(1 - 0.025)} = 0.10256 \approx 10.3\%$$

**4-4 - تكلفة الأرباح غير الموزعة (المحتجزة):**

التمويل عن طريق الأرباح غير الموزعة يعتبر كتمويل عن طريق زيادة الأسهم العادية المتداولة التي يتألف منها رأس مال المؤسسة<sup>1</sup>، لذا فتكلفة الأرباح غير الموزعة تساوي تكلفة الأسهم العادية وتحسب وفق الصيغة الآتية:

$$R_D = \frac{D_1}{P_0} + G$$

**حيث أن:**

$R_D$  : تكلفة التمويل عن طرق الأرباح غير الموزعة.

<sup>1</sup> زياد رمضان، مرجع سابق، ص: 396 .

$D_1$  : أرباح السهم في نهاية السنة.

$P_0$  : سعر السهم في السوق.

$G$  : معدل نمو أرباح السهم العادي.

**ملاحظة:** بعد حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، يتم الوصول إلى تحديد ما يسمى بتكلفة رأس المال، والتي سيتم توضيحها في النقطة الموالية.

## 5- تكلفة رأس المال (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال)

يؤدي تحديد ومعرفة تكلفة رأس المال إلى مساعدة المستثمر على اتخاذ قراراته الاستثمارية حيث تستخدم في استحداث عوائد الأوراق المالية.

### 1- تعريف تكلفة رأس المال واستخداماتها

قبل تبيان استخدامات تكلفة رأس المال، سيتم تعريفها فيما يلي:

#### 1-1- تعريف تكلفة رأس المال

تعرف تكلفة رأس المال بأنها: "معدل العائد الواجب على المؤسسات أن تحققه من استثماراتها لكي تستطيع أن تحافظ على قيمتها في السوق، وأن تجتذب الأموال التي تحتاج إليها لتمويل انشطتها."<sup>1</sup> كما تعرف بأنها: "مصطلح مركب يجمع تكاليف لأشكال مختلفة من مصادر التمويل، إذ أن تكلفة كل مصدر لا يتميز فقط بالنسبة المفروضة وإنما أيضا بطبيعته."<sup>2</sup> وعليه، فإن لكل مصدر من مصادر التمويل تكاليف خاصة به، وتشكل تكلفة رأس المال بالنسبة للمؤسسة المعدل المرجح للتكاليف عناصر هيكل رأس المال، والتي تم توضيحها سابقا.

#### 1-2- استخدامات تكلفة رأس المال

معرفة تكلفة رأس المال بالنسبة لمؤسسة تستخدم فيما يلي:<sup>3</sup>

- اختيار المشاريع الاستثمارية حيث يقارن معدل العائد الداخلي لهذه المشاريع بتكلفة رأس المال في المؤسسة، ويتم اختيار المشروع إذا كان معدل عائده الداخلي يساوي أو يفوق تكلفة رأس المال في المؤسسة.

<sup>1</sup> زياد رمضان، مرجع سابق، 2002، ص: 390.

<sup>2</sup> محفوظ جبار، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، الجزائر العاصمة: دار هومه، 2002، ص: 16.

<sup>3</sup> زياد رمضان، مرجع سابق، 2002، ص: 399.

- تستخدم تكلفة رأس المال في المؤسسة كمعدل لخصم التدفقات النقدية عند تقييم المشاريع الإستثمارية باستخدام معيار صافي القيمة الحالية أو معيار مؤشر الربحية.
- كما تستخدم تكلفة رأس المال في مجالات التقييم الأخرى، كتقييم الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة وحساب السعر العادل لها.

## 2- حساب تكلفة رأس المال

بصفة عامة يمكن حساب تكلفة رأس المال باستخدام العلاقة التالية :

$$WACC = K = \sum w_i . K_i$$

بحيث :  $w_i$  : تمثل معامل ترجيح تكلفة تمويل كل عنصر، أما  $K_i$  : فهي تكلفة تمويل كل عنصر.

### 2-1- تكلفة رأس المال في حالة عدم وجود ضرائب على الأرباح

من خلال تعريف تكلفة رأس المال التي سبق توضيحها، فإنها تمثل متوسط تكلفة أموال الملكية وتكلفة القروض طويلة الأجل مرجحة بنصيب كل من مصدر من مصادر الهيكل الإجمالي لرأس المال المؤسسة، حيث تعطى بالعلاقة الآتية:

$$WACC = K = K_e \frac{E}{E+D} + K_d \cdot \frac{D}{E+D}$$

**حيث أن:**

$K$  : معدل تكلفة رأس المال.

$K_e$  : تكلفة الاموال المملوكة ( العادية، الممتازة، والأرباح غير الموزعة ).

$K_d$  : تكلفة القروض طويلة الأجل.

$E$  : قيمة الأسهم (الاموال المملوكة).

$D$  : قيمة القروض.

## 2-2- تكلفة رأس المال في حالة وجود ضرائب على الأرباح

تتغير تكلفة رأس المال بتغير تكلفة الديون، باعتبار أن هذه الأخيرة تعتبر من الأعباء الواجب خصمها من الوعاء الضريبي.

وعليه، فإن تكلفة رأس المال عند إدخال عنصر الضريبة على الأرباح تحسب وفق الصيغة الموالية:

$$WACC = K = K_e \frac{E}{E+D} + K_d (1-T) \frac{D}{E+D}$$

حيث أن:

T : يمثل معدل الضريبة على الأرباح.

وعليه، فإن تكلفة رأس المال تعكس الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار والتي تتأثر بهيكل التمويل، حيث كلما غيرت المؤسسة هيكلها التمويلي كلما تغيرت تكلفة رأس المال، وهو ما يبين أهمية دراسة الهيكل التمويلي الذي له تأثير على القرارات التمويلية والقرارات الاستثمارية.

## 6- المردودية وأثر الرافعة المالية

## 1-6- المردودية

المردودية هي العلاقة الموجودة بين النتائج المتحصل عليها والوسائل التي استخدمت للحصول على هذه النتائج<sup>1</sup>. وفي هذا المحور سنتطرق إلى نوعين أساسيين هما:

- المردودية الاقتصادية: تحسب بالعلاقة التالية :

المردودية الاقتصادية = النتيجة الإجمالية قبل الفوائد والضرائب / مجموع الأصول

$$R_e = EBIT / D+E$$

- المردودية المالية: تحسب بالعلاقة التالية :

المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

<sup>1</sup> الياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 281.

$$R_e = R_{net} / E$$

## 6-2- الرفع المالي أو الرافعة المالية:

الرفع المالي هو مدى اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية ، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا تعتمد على الأسهم ممتازة لسد هذه الاحتياجات ، فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى حاملي الأسهم الممتازة ، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة.

- **أثر الرافعة المالية:** هو نسبة التغير التي تحدث في عائد السهم العادي EPS نتيجة لتغير بنسبة معينة في صافي الربح قبل دفع الفوائد والضرائب EBIT، فأثر الرفع المالي يرتبط باستخدام الديون في تمويل استثمارات المؤسسة حيث يبين العلاقة بين EBIT و EPS .

### حساب أثر الرافعة المالية :

يحسب بالعلاقة التالية:

$$R_f = R_e (1 - T) + (R_e - i) D/E (1 - T)$$

مردودية الأموال الخاصة = المردودية الاقتصادية (T - 1) + اثر الرفع المالية (T - 1)

حيث:

T: معدل الضريبة

i: معدل الفائدة

D: الديون

E: الأموال الخاصة

**مثال تطبيقي:** بغرض تمويل إجمالي استثماراتها و البالغة 10000 ون تدرس إحدى المؤسسات

الاقتصادية إختيار احد البدائل التمويلية التالية:

البديل 4	البديل 3	البديل 2	البديل 1	البديل التمويلي
2000	5000	8000	10000	الأموال الخاصة E
8000	5000	2000	0	الأموال المقرضة D
%400	%100	25%	0	D/E

- كما أن معدل العائد على الاستثمار (المردودية الاقتصادية  $R_e$ ) الذي تحققه المؤسسة يتغير تبعا للظروف الاقتصادية التي سوف تسود و ذلك على النحو التالي: 15 % أو 10 % أو 08 %
  - معدل الفائدة على الأموال المقرضة  $i = 10\%$
  - معدل الضريبة على الأرباح  $T = 50\%$
- المطلوب:** دراسة أثر البدائل التمويلية على المردودية المالية للمؤسسة.
- الحل:

الحالة الأولى: عندما المردودية الاقتصادية تساوي 15% نحسب المردودية المالية عبر المراحل التالية:

الحالة الأولى: $R_e = 15\%$				
البديل 4	البديل 3	البديل 2	البديل 1	البديل التمويلي
1500	1500	1500	1500	النتيجة قبل ف و ض
(800)	(500)	(200)	0	الفوائد
700	1000	1300	1500	النتيجة قبل الضريبة
350	500	650	750	مقدار الضريبة
350	500	650	750	النتيجة الصافية
% 17.5	% 10	% 8.125	% 7.5	المردودية المالية

المردودية الاقتصادية للمؤسسة أكبر من تكلفة الاقتراض ( $R_e > i$ ) وبالتالي أثر الرافعة يلعب دورا ايجابيا و يزيد في مردودية الأموال الخاصة

الحالة الثانية: عندما المردودية الاقتصادية تساوي 10% نحسب المردودية المالية عبر المراحل التالية:

الحالة الثانية:  $R_e=10\%$

البديل 4	البديل 3	البديل 2	البديل 1	البديل التمويلي
1000	1000	1000	1000	النتيجة قبل ف و ض
(800)	(500)	(200)	0	الفوائد
200	500	800	1000	النتيجة قبل الضريبة
(100)	(250)	(400)	(500)	مقدار الضريبة
100	250	400	500	النتيجة الصافية
% 5	% 5	% 5	% 5	المردودية المالية

المردودية الاقتصادية للمؤسسة مساوية لتكلفة الاقتراض ( $R_e=i$ )  
و بالتالي ليس هناك أثر للرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة

الحالة الثالثة: عندما المردودية الاقتصادية تساوي 8% نحسب المردودية المالية عبر المراحل التالية:

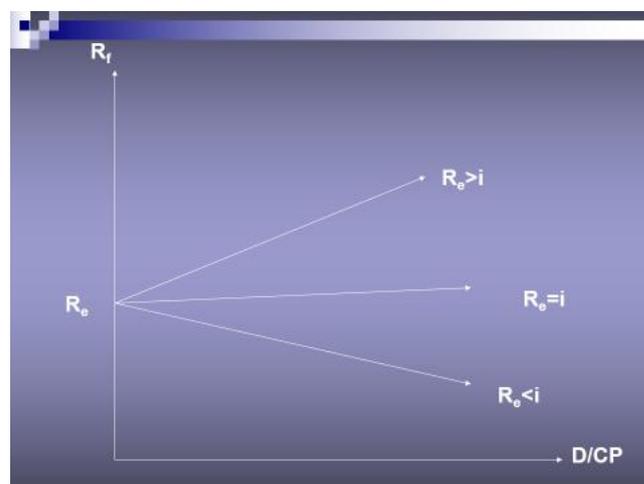
الحالة الثالثة:  $R_e=08\%$

البديل 4	البديل 3	البديل 2	البديل 1	البديل التمويلي
800	800	800	800	النتيجة قبل ف و ض
(800)	(500)	(200)	0	الفوائد
0	300	600	800	النتيجة قبل الضريبة
0	(150)	(300)	(400)	مقدار الضريبة
	150	300	400	النتيجة الصافية
% 0	% 3	% 3.75	% 4	المردودية المالية

المردودية الاقتصادية للمؤسسة أقل من تكلفة الاقتراض ( $R_e < i$ )  
و بالتالي زيادة الاقتراض ينعكس سلبا على مردودية الأموال الخاصة

من خلال ما سبق يمكن تمثيل المردودية المالية في ظل الحالات الثلاثة للمردودية الاقتصادية من خلال

الشكل التالي:



## 7- القيمة السوقية للمؤسسة (EV)

## 7-1- تعريف القيمة السوقية للمؤسسة:

القيمة السوقية للمؤسسة هي عبارة عن قيمة مجموع رؤوس الأموال المستثمرة في المؤسسة، وهي تمثل تطلع على الأداء الوظيفي الذي ينتظره المستثمرون من ادارة المؤسسة، فقيمة السوقية للمؤسسة هي ما تساويه في لحظة زمنية معينة، حيث تتطور هذه القيمة بصفة مستمرة، وخاصة عندما تكون المؤسسة مسعرة في بورصة الأوراق المالية، نتيجة لذلك فإن قيمتها هي قيمة أصولها الاقتصادية التي تتكون أساسا من أموالها الخاصة بقيمتها السوقية أي رسملتها في البورصة والقيمة السوقية للديون المؤسسة، حيث تتغير هذه القيمة سواء بالزيادة أو النقصان حسب محددات انفة الذكر، أما في حالة كون المؤسسة غير مسعرة في البورصة فإنه يتم تحديد قيمة المؤسسة من خلال تقييم أصول المؤسسة التي تعبر عن قيمة المؤسسة.

## 7-2- أهم العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للمؤسسة

القيمة السوقية للمؤسسة هي عبارة عن القيمة الحالية للأرباح النقدية المتوقع الحصول عليها من قبل حملة الأسهم، وتمثل هذه القيمة السعر السوقي للسهم مضروبا في عدد الأسهم، وتتأثر القيمة الحالية للمؤسسة بالعديد من العناصر أهمها<sup>1</sup>:

- العائد المتوقع للسهم : حيث يؤدي ارتفاع العائد للسهم إلى زيادة تلقائية في قيمته وقيمة المؤسسة.
- الأرباح الموزعة : زيادة نسبة التوزيع تزيد من القيمة الحالية للمؤسسة، والعكس صحيح.
- التوقيت الذي يحصل فيه المستثمر على العائد لإعادة استثماره.
- سعر الخصم في السوق، إذ كلما زاد سعر الخصم قلت القيمة الحالية للربح المتوقع الحصول عليه مستقبلا، والعكس صحيح.
- المخاطر المتوقعة للمؤسسة، ويتم التعبير عن المخاطر العالية باختيار نسبة خصم عالية عند إيجاد القيمة الحالية للمؤسسة، والعكس صحيح.
- توقعات المستثمرين بشأن مستقبل المؤسسة ونشاطها لما لذلك من أثر مباشر على الدخل والأرباح الموزعة.

<sup>1</sup> محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص 185-186.

- مدى استعمال المؤسسة للديون حيث تؤدي زيادتها إلى زيادة الأرباح، لكنها في نفس الوقت زيادة المخاطر.

### 7-3- طريقة الحساب القيمة الاجمالية للمؤسسة

بصورة عامة تحسب من خلال العلاقة التالية :

القيمة الاجمالية للمؤسسة = القيمة السوقية + القيمة السوقية للديون

$$Value = \frac{FCF_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} + \frac{FCF_3}{(1 + WACC)^3} + \dots + \frac{FCF_\infty}{(1 + WACC)^\infty}$$

### 7-3-1- نموذج القيمة الحالية لتدفقات لأرباح الأسهم: يعتبر هذا النموذج أن المردود المتوقع لورقة

مالية في المؤسسة يأتي من مصدرين للعوائد الممكن توقعهما عوائد الأسهم والأرباح/أو الخسائر لرأس المال، وينقسم هذا النموذج إلى نوعين:

- **عوائد الأسهم الثابتة:** حسب هذه الفرضية عائد السهم المتوقع يبقى ثابتا وبالتالي فإن قيمة السهم تكون ما كما يلي:

$$ke = \frac{D_1}{P_0} \Rightarrow P_0 = \frac{D_1}{K_e}$$

حيث أن:

$K_e$ : تكلفة الأسهم العادية حسب نموذج جوردن.

$D_1$ : أرباح السهم في نهاية السنة القادمة.

$P_0$ : سعر السهم في السوق.

- عوائد الأسهم المتزايدة (معدل نمو): حسب هذه الطريقة فإن قيمة السهم يتم تحديدها كما يلي

$$ke = \frac{D_1}{P_0} + G \Rightarrow P_0 = \frac{D_1}{K_e - G}$$

حيث أن:

$K_e$ : تكلفة الأسهم العادية حسب نموذج جوردن.

$D_1$ : أرباح السهم في نهاية السنة القادمة.

$P_0$ : سعر السهم في السوق.

$G$ : معدل النمو.

### نموذج فيشر ( Modèle Lrwing Fisher ) :

يقوم هذا النموذج على مبدأ أن قيمة المؤسسة تتحدد وفقا لقسائم الأرباح ( العوائد ) التي ستدفع كل سنة،

وعليه يقوم المقيم بتحيين القدرة على توزيع الأرباح باستمرار، إذا فقيمة السهم تساوي القيمة الحالية

للتدفقات المستقبلية لقسائم الأرباح المستحقة ، ويكتب العلاقة كما يلي:

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^n}$$

حيث:

$P$ : قيمة السهم

$D_t$ : قسيمة الربح للسنة  $t$

$P_n$ : قيمة السهم عند إعادة بيعه في نهاية الفترة

$i$ : معدل الخصم او الاستحداث

$n$ : تمثل المدة المتوقعة لاستحداث قسائم الأرباح

## تمارين المحور الرابع :

التمرين الأول:

تريد الشركة ABC ايجاد طريقة مثلى لكيفية الاستعانة من عدمها بالديون لرفع ربحية السهم، وكان أمامها البديلين التاليين:

البديل 2	البديل 1	البيان
80 مليون ون	100 مليون ون	الاموال الخاصة (اسهم عادية)
20 مليون ون	0	سندات طويلة الاجل
10%	/	معدل العائد على السندات
100 مليون ون	100 مليون ون	E+D
40 مليون	40 مليون	EBIT

المطلوب:

1. أحسب المردودية الاقتصادية للبديلين
2. اذا كان  $IBS = 30\%$  أوجد جدولا تفاضليا بين البديلين عند  $EBIT = 40$  مليون
3. أحسب الرافعة المالية وأثر الرافعة المالية للبديلين
4. أحسب المعدل الموزون لتكلفة راس المال WACC للبديل الثاني علما أن عدد الاسهم المتداولة 8 مليون سهم عادي و السعر الحالي 12 ون للسهم الواحد و الأرباح الموزعة للسنة 1.5 ون للسهم الواحد ، كما تقدر الشركة معدل نمو الثابت للأرباح الموزعة بـ 4% .

**تمرين الثاني:** شركة تفكر في مشروع جديد من شأنه أن يكون مماثلا من حيث المخاطر لمشاريعها

القائمة. الشركة تحتاج إلى معدل الخصم لأغراض التقييم. والشركة لديها ما يكفي من النقد في الصندوق لتوفير التمويل اللازم للمشروع. أيضا، الشركة:

-لديها 1 000،000 سهم عادي متداولة، السعر الحالي 11,25 ون للسهم الواحد و من المتوقع أن يكون أرباح العام المقبل 1 ون للسهم الواحد ، كما تقدر الشركة نمو الأرباح بمعدل 5% سنويا بعد ذلك

-لديها 150 000 الأسهم الممتازة متداولة ، سعر البيع 9.50 ون للسهم الممتاز الواحد مع تحمل

عمولة اصدار 5% للسهم الممتاز الواحد و الأرباح الموزعة = 0.95 ون للسهم الممتاز الواحد

لديها ايضا ما مجموعه 10000000 ون (القيمة الاسمية) من الديون في شكل سندات تستحق بعد 10 سنوات. يتم دفع كويونات سنوية بمعدل قسيمة من 11.3%. وحاليا السندات تباع بـ 106% من القيمة الاسمية للسند .

**المطلوب:** علما ان معدل الضريبة للشركة هو 40%. ما هو معدل الخصم المناسب للمشروع الجديد؟

**تمرين الثالث:** تتوقع مؤسسة ABC ربح تشغيلي بمقدار 100.000 ون، لديها 250.000 ون سندات بـ 8%، تكلفة الرأس المال العادي 10% ،

1- أحسب قيمة المؤسسة والتكلفة المتوسطة المرجحة تبعا لمدخل الدخل الصافي (بتجاهل ضريبة الدخل).

2- إذا تم زيادة الديون (السندات) إلى 400.000 ون ماذا ستكون قيمة المؤسسة والتكلفة المتوسطة المرجحة ؟

المحور الخامس: استراتيجيات وقرارات الاستثمار في المؤسسة	
مواضيع أساسية في المحور الخامس:	
1.	تحديد الاستثمار في رأس مال العامل
2.	سياسات الاستثمار في رأس مال العامل
3.	أهمية الاستثمار في الأصول (الموجودات) الثابتة
4.	أنصاف الاستثمار في الأصول (الموجودات) الثابتة
5.	قرار الاستثمار في الأصول (الموجودات) الثابتة
6.	معايير تقييم المقترحات الاستثمارية

### 1- تحديد الاستثمار في رأس مال العامل

لدينا مفهومين أساسيين لرأس المال العامل هما :

**الأول رأس المال العامل الإجمالي :** يعرف بأنه مجموع استثمارات المؤسسة في الأصول المتداولة (الموجودات المتداولة)، أي إجمالي الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقد خلال أقل من سنة، هذه الأصول تشمل النقد والأوراق المالية والحسابات المدينة والمخزونات .

أما المفهوم الثاني فهو **رأس المال العامل الصافي:** الذي يعرف بأنه فائض الأصول (الموجودات) المتداولة على الخصوم (المطلوبات) المتداولة (ديون قصيرة الاجل)، كما يعرف بأنه عبارة عن الأصول المتداولة مطروحا منها الخصوم المتداولة .

تكمن أهمية هذا التعريف في إعطاء مقياسا كميا لدرجة الثقة في مقدرة الأصول المتداولة على الوفاء بالالتزامات القصيرة الأجل بالمؤسسة الاقتصادية. وهو مقياس يستعمل من قبل الدائنين للتعرف على صلابة المركز المالي للمؤسسة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها في تواريخ الاستحقاق، إذ كلما زاد مقدار الأصول المتداولة على تغطية المطلوبات المتداولة، كان ذلك دليلا كميا على قدرة المؤسسة على الوفاء بالالتزامات بيسر مالي والعكس صحيح، لكن القدرة الفعلية للمؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية تتوقف بشكل كبير

على نوعية الأصول المتداولة وسرعة تحولها الى نقد . ولتحديد حجم الاستثمار في رأس المال العامل لابد من الإجابة على السؤالين التاليين :

### السؤال الأول: ماهو مستوى الاستثمار في رأس المال العامل؟

وذلك من ناحية المقدار ومن ناحية نوعية الاستثمارات المتداولة لتلبية حجم معين من المبيعات مرتبط بدراسة السوق

### السؤال الثاني: كيف يتم تمويل هذا المستوى من رأس المال العامل؟

الإجابة على السؤالين تكون من خلال تحديد عملية المبادلة بين العائد والمخاطرة، إذ لا توجد وجهة نظر موضوعية ودقيقة ، وفي هذا الاطار نجد ما يلي: سياسة متحفظة ؛ سياسة معتدلة؛ سياسة مخاطرة . وهو ما سننظر له في النقطة الموالية

### 2-سياسات الاستثمار في رأس مال العامل

تتضمن السياسات المرتبطة بالاستثمار في رأس المال العامل قرارات تتعلق بإدارة الأصول المتداولة، وإدارة الخصوم المتداولة من النواحي التالية :

- تكوين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة.

- كيفية استعمالها .

- أثر تركيبتها على المردودية والمخاطر في المؤسسة.

تعتبر سياسات رأس المال العامل الفعالة ضرورية لنمو المؤسسة على المدى الطويل واستمراريتها . فإذا لم يتوافر لدى المؤسسة رأس المال العامل الكافي لزيادة الإنتاج والمبيعات، فقد تفوتها فرص زيادة المبيعات وزيادة الأرباح. كذلك المؤسسة التي تحتفظ بمستوى مرتفع من رأس المال العامل تتوفر لديها سيولة لمواجهة التزاماتها عند تواريخ الاستحقاق لكن قد تنخفض فيها الربحية، و إذا وقع العكس فقد تواجه المؤسسة الأعباء نتيجة لتدني تصنيفها الائتماني والذي قد يصل بها لحد التصفية الإجبارية.

من خلال ما سبق ، نقول أن إدارة رأس المال العامل هي عملية مستمرة تتضمن العديد من العمليات والقرارات اليومية التي تحدد ما يلي :

- مستوى استثمار المؤسسة في الأصول المتداولة .
- نسبة الدين قصير الأجل و طويل الأجل الذي ستستعمله المؤسسة لتمويل الأصول .
- حجم الاستثمار في كل بند من بنود الأصول .
- مصادر التمويل و كيفية توزيعها بين مختلف المصادر .
- يختلف الاستثمار في الأصول المتداولة عن الاستثمار في الأصول الثابتة من منظور المدة الزمنية اللازم لاستعادة الأموال المستثمرة في أصل معين؛ ففي حالة الاستثمار في الأصول الثابتة مثل : الأرض والأبنية والآلات، فإن المؤسسة تحتاج الى سنوات عديدة لاستعادة ما تم استثماره، في حين يتم تسوية الاستثمار في الأصول المتداولة خلال فترة قصيرة تعتمد على الدورة التجارية بالمؤسسة.
- فسياسات الاستثمار في رأس المال العامل تعنى بإدارة الأصول والخصوم قصيرة الأجل في المؤسسة، وهي تهدف إلى ضمان أن المؤسسة لديها ما يكفي من السيولة لتلبية التزاماتها قصيرة الأجل والحفاظ على عملياتها اليومية بسلاسة. تتضمن سياسات الاستثمار في رأس المال العامل القرارات المتعلقة بكيفية إدارة النقد، والمخزون، والذمم المدينة، والذمم الدائنة.

هناك ثلاثة أنواع رئيسية من سياسات الاستثمار في رأس المال العامل:<sup>1</sup>

-**السياسة المحافظة:** تهدف هذه السياسة إلى تقليل المخاطر وضمان مستوى عال من السيولة. حيث تحتفظ المؤسسة بمستويات مرتفعة من الأصول المتداولة (مثل النقد والمخزونات) مقارنة بالخصوم المتداولة. فمستويات المخزونات والنقد تكون مرتفعة لضمان القدرة على تلبية الطلبات و الوفاء بالالتزامات

<sup>1</sup> أنظر:

علي ابراهيم العامري، محمد. مرجع سابق ، ص 173-175 .  
حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق .ص 237-238.

بسرعة. مما قد يؤدي إلى انخفاض العائد على الاستثمار بسبب تكاليف التخزين والنقد غير المستخدم بشكل فعال.

-**السياسة المعتدلة:** تقوم هذه السياسة على الموازنة بين المخاطر والعوائد. حيث تحتفظ المؤسسة بمستويات معتدلة من الأصول المتداولة والخصوم المتداولة. وذلك لتحقيق توازن بين السيولة والكفاءة في استخدام رأس المال. ولتحقيق عائد معقول مع الحفاظ على مستوى معقول من الأمان المالي.

-**السياسة العدوانية:** تهدف هذه السياسة إلى زيادة العوائد عن طريق تقليل الأصول المتداولة إلى أدنى حد ممكن. حيث تحتفظ المؤسسة بمستويات منخفضة من النقد والمخزونات وتعتمد على التمويل القصير الأجل بشكل أكبر لتمويل الأصول المتداولة.

لذا يمكن أن تؤدي هذه السياسة إلى تحقيق عوائد أعلى، لكنها تزيد من المخاطر، مثل مخاطر عدم القدرة على تلبية الالتزامات المالية قصيرة الأجل أو الانقطاعات في الإنتاج بسبب نقص المخزون.

## 2-1- عناصر رئيسية لإدارة رأس المال العامل

لإدارة رأس المال العامل لابد من أداة العناصر التالية:

- إدارة النقد: من خلال الحفاظ على التوازن الأمثل بين النقد المتاح والأصول السائلة الأخرى لتلبية الالتزامات المالية بشكل فعال.
- إدارة المخزونات: أي تحديد المستوى الأمثل للمخزونات لتقليل تكاليف التخزين وتجنب النفاذ.
- إدارة الذمم المدينة: من خلال تحديد سياسات الائتمان المناسبة للزبائن وتحسين عمليات التحصيل لتسريع التدفقات النقدية.
- إدارة الذمم الدائنة: الاستفادة من شروط الدفع الممنوحة من الموردين لتحسين التدفقات النقدية دون التأثير سلباً على العلاقات معهم.

## 2-2- استراتيجيات تحسين رأس المال العامل

- تسريع التحصيل من الزبائن: باستخدام خصومات للدفع قبل اجال الاستحقاق أو تحسين إدارة الائتمان.
- إدارة المخزون بشكل أكثر فعالية: من خلال تطبيق تقنيات مثل : تقنية في الموقت المناسب Just-In-Time لتقليل مستويات المخزون.
- تمديد شروط الدفع للموردين: دون الإضرار بالعلاقات معهم، مما يساعد في تحسين التدفقات النقدية.

## 3- أهمية الاستثمار في الأصول (الموجودات) الثابتة

تكمن أهمية الاستثمار في الأصول (الموجودات) الثابتة فيما يلي:<sup>1</sup>

- صعوبة عملية التنبؤ بمستقبل الأصول الثابتة: حيث صاحب ذلك ارتفاع في درجة المخاطرة، نتيجة لاحتمال عدم قدرة الإدارة على استغلال هذه الأصول بأفضل طريقة ممكنة لتحقيق الأرباح.
- ضخامة المبالغ المستثمرة في الأصول الثابتة: لإن تطور المؤسسات الصناعية واستقرارها وبقائها في السوق يعتمد بدرجة أساسية على عملية الاستثمار في الأصول الثابتة. فبدون هذه الاستثمارات الثابتة لا تستطيع المؤسسة أن تنمو وتتطور.
- خصوصية الأصول الثابتة: فغالبية عناصر الأصول الثابتة تمتاز بخصوصية معينة، ويتعين على إدارة المؤسسة أن تأخذ هذه الخصوصيات بعين الاعتبار، إذ أن عناصر الأصول الثابتة تتباين فيما بينها من حيث عوائدها وإنتاجيتها. طبيعتها، واستخدامها، وعمرها الافتراضي، وتكلفتها...
- تقادم عناصر الأصول الثابتة: تتعرض الأصول الثابتة إلى التقادم سبب الاستخدام أو التقادم التقني، إذ إن جميع عناصر الأصول الثابتة استثناء الأراضي تتعرض قمتها إلى النقص (الاهتلاك) التدريجي نتيجة الاستخدام. وتطلب هذا الأمر استبدالها بأصول أحر تقوم مقامها، مما ستلزم متابعتها ومراقبتها لأجل تنفيذ عملية الاستبدال.

<sup>1</sup> معاوية كريم العماني، فاطمة بنت حسن بن سعيد المفردى الياضي، العوامل المحددة للاستثمار في الأصول الثابتة دراسة تطبيقية من وجهة نظر المديرين في عينة من شركات القطاع الصناعي محافظة ظفار - سلطة عمان، المجلة العربية للإدارة، مج 36، ع 2 - ديسمبر (كانون الأول)، 2016، ص 233-234.

#### 4- أصناف الاستثمار في الأصول (الموجودات) الثابتة

تنقسم الأصول الثابتة إلى نوعين رئيسيين:

- **الأصول الثابتة الملموسة:** يقصد بها الأصول المنتجة للسلع والخدمات ، حيث إنها موجودة بشكل فعلي وملموس .ويتضمن هذا النوع من الأصول الأراضي، والآلات، والمباني، والمعدات، والأثاث، والإنشاءات وغيرها
- **الأصول الثابتة غير الملموسة (معنوية):** عكس الأصول الثابتة الملموسة هي غير موجودة شكل فعلي وملموس في المؤسسة، وعادة لا تنتج السلع والخدمات بشكل مباشر، إنما يتم تحويل الأفكار الناجمة عنها إلى سلع وخدمات تستخدم في التشغيل والأنشطة بالمؤسسة.<sup>1</sup>

#### 5- قرار الاستثمار في الأصول (الموجودات) الثابتة

قرار الاستثمار في الأصول الثابتة بالمؤسسة الاقتصادية يتطلب تخطيطا دقيقا واستراتيجية محكمة لضمان تحقيق الأهداف المالية والاقتصادية للمؤسسة. فيما يلي خطوات وإرشادات لتوجيه عملية اتخاذ قرار الاستثمار في الأصول الثابتة بالمؤسسة:

##### 5-1 تحديد الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة

- **النمو والتوسع:** هل الهدف هو توسيع العمليات وزيادة الحصة السوقية؟
- **زيادة الكفاءة:** هل هناك حاجة لتحسين العمليات وتخفيض التكاليف؟
- **التجديد والابتكار:** هل تحتاج المؤسسة إلى تحديث المعدات أو الاستثمار في التكنولوجيا الجديدة؟

##### 5-2 تحليل الوضع المالي للمؤسسة: من خلال تحليل القوائم المالية للتأكد من توفر الموارد المالية

اللازمة للاستثمار دون التأثير السلبي على السيولة.و تحليل الديون والالتزامات لضمان أن الالتزامات الحالية لن تتعارض مع الاستثمار الجديد.

<sup>1</sup> معاوية كريم العماني، فاطمة بنت حسن بن سعيد المفردى اليافعي، مرجع سابق،ص233.

5-3- دراسة الجدوى الاقتصادية : عند طريق تقييم التكلفة والعائد) حساب تكاليف الاستثمار مقابل العوائد المتوقعة) وتحليل العائد على الاستثمار (ROI).

5-4- تقييم المخاطر: من خلال تحليل المخاطر: تحديد المخاطر المرتبطة بالاستثمار (مثل المخاطر المالية، السوقية، التشغيلية)، وضع استراتيجيات للتخفيف من تأثير المخاطر المحتملة.

5-5- اختيار نوع الأصول الثابتة : بين الأصول المادية (مثل المعدات، العقارات، المركبات) والأصول المالية (مثل الأسهم، السندات، الاستثمارات الأخرى) والأصول غير الملموسة (مثل البرمجيات، حقوق الملكية الفكرية)

5-6- التخطيط والتنفيذ: من خلال وضع خطة عمل تنفيذية (تحديد الجدول الزمني، الميزانية، والمسؤوليات) ومراقبة الأداء بصورة منتظمة لتفادي الانحرافات في الاهداف المسطرة.

#### 6- معايير تقييم المقترحات الاستثمارية

هناك عدة معايير للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية (الأصول الثابتة) في المؤسسة نورد أهمها فيما يلي:

#### 6-1- الطرق التي لا تأخذ بعين الاعتبار عامل القيمة الزمنية للنقود

##### - طريقة فترة الاسترداد البسيطة

حسب هذه الطريقة يفضل أو يتم اختيار البديل الاستثماري الذي تكون مدة استرداد تكلفته الاستثمارية المنفقة أسرع من البدائل الاستثمارية الأخرى. وتستخدم هذه الطريقة عادة في الحالات التي ينبغي استبعاد مجموعة من البدائل الاستثمارية بسرعة. ولحساب فترة الاسترداد البسيطة هناك حالتين هما:

- حالة التدفقات النقدية المتساوية: لغرض حساب هذه الفترة يتطلب تقدير حجم الانفاق الاستثماري ( $I_0$ ) وتقدير صافي التدفقات النقدية (NCF) المتوقع تحقيقها (الفرق بين التدفق النقدي الداخل والتدفق النقدي الخارج والمرتبط بتشغيل المقترح الاستثماري) سنويا، في هذه الحالة يتم حساب فترة الاسترداد بالعلاقة التالية:

$$\frac{I_0}{NCF}$$

قاعدة القرار الاستثماري:

- إذا كانت فترة الاسترداد أقل من المدة النموذجية، فإن المشروع يكون مقبولا.
- إذا كانت فترة الاسترداد أكبر من المدة النموذجية، فإن المشروع مرفوضا.
- إذا كانت فترة الاسترداد تساوي المدة النموذجية، فإن المشروع يكون مقبولا.

- حالة التدفقات النقدية غير المتساوية:

في بعض الأحيان نجد أن التدفقات النقدية الداخلة للمشروع تكون مختلفة ومتباينة من سنة لأخرى، وفي هذه الحالة تكون معادلة حساب فترة الاسترداد كما يلي:

فترة الاسترداد = الاستثمار المبدئي (التكلفة الاستثمارية) / متوسط التدفقات النقدية السنوية

**مثال تطبيقي:**

فلو فرضنا أن مقترح استثماري تبلغ كلفته الاستثمارية 10000 دينار يتوقع تحقيق مكاسب (صافي تدفقات نقدية) نقدية متساوية 3000 دينار سنويا ولمدة خمس سنوات فإن فترة استرداد هذا الاستثمار هي:

$$3.33 \text{ سنة} = \frac{10000}{3000}$$

باستخدام هذه الطريقة تحدد أولا فترة الاسترداد الخاصة بكل مقترح استثماري ثم ترتب المقترحات الاستثمارية على هذا الأساس لكي تعطي الأولوية للاقتراح ذات الفترة الأقصر، أي تلك التي تحقق تدفقات نقدية داخلة سريعة. ويتم تحديد هذه الأولوية بناء على نقطة تمثل أقصى فترة استرداد يمكن للإدارة قبولها. وللتوضيح لنفترض وجود: خطة استثمارية مقترحة يكون فيها حجم التدفق النقدي الداخل والخارج كالاتي:

السنة	التدفق النقدي الخارج	التدفق النقدي الداخل
0	-10000	صفر
1	-5000	3000
2	صفر	4000
3	صفر	5000
4	صفر	5000
5	صفر	5000
6	صفر	5000

المطلوب: حساب فترة الاسترداد

إن مجموع التدفق النقدي الخارج من المؤسسة لهذا المقترح الاستثماري هي (15000) دينار ولغرض تحديد عدد السنوات التي تستطيع بها إدارة الشركة من تغطية هذه الكلفة.

**الحل:**

لدينا: فترة الاسترداد = الاستثمار المبدئي (التكلفة الاستثمارية) / متوسط التدفقات النقدية السنوية

متوسط التدفقات النقدية السنوية = 4500

فترة الاسترداد = 4500 / 15000 = 3.33 سنة

**مزاي وعيوب فترة الاسترداد:****- المزايا**

- تعتبر هذه الطريقة مهمة بالنسبة للمشاريع التي تتميز بالتطور التكنولوجي والتقدم الفني والتي تحتاج إلى إحلال سريع، لذا نجدها تهتم بفترة الاسترداد والتي تفضل أن تكون قصيرة؛
- تعتبر هذه الطريقة مهمة بالنسبة للمشاريع أو للمؤسسات التي تتعرض للتغيرات الموسمية، وعليه تكون مهتمة باسترجاع الأموال المستثمرة خلال فترة نموذجية قصيرة؛
- كما تعتبر هذه الطريقة مهمة بالنسبة للمؤسسات التي تعاني من مشكلة السيولة، والتي نجدها مهتمة جدا باسترداد الأموال المستثمرة وذلك بغية إعادة استثمارها في مجالات أخرى.

**- العيوب:**

- تتجاهل طريقة فترة الاسترداد القيمة الزمنية للنقود ؛
- تستعمل فترة الاسترداد لقياس المدة اللازمة لاسترجاع المبالغ أو الأموال المستثمرة وليس في حساب الربحية، وهذا مخالف لأحد أهداف المشاريع الاستثمارية والمتمثل في تعظيم الربحية من الاستثمار

**ب- طريقة معدل العائد المحاسبي.**

يعرف معدل العائد المحاسبي بأنه النسبة المئوية الناتجة عن قسمة متوسط العائد السنوي على متوسط التكاليف الاستثمارية". كما يعرف بأنه سعر الفائدة الذي يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي ينتجها المشروع وبين التكاليف التي يتطلبها المشروع المقترح.

يمكن تلخيص المدلول الرياضي لمعدل العائد المحاسبي فيما يلي: من الأساليب الشائعة في تقييم المقترحات الاستثمارية التي تحتويها الموازنة الاستثمارية هو أسلوب متوسط معدل العائد أو ما يسمى بمعيار معدل العائد المحاسبي الذي يتجاهل هذا الأسلوب القيمة الزمنية للنقود  $Time\ Vaue\ of\ Money$  أي يتجاهل التغير الحاصل في قيمة وحدة النقد عبر الزمن (قيمة العملة).

ويلاحظ في أسلوب متوسط معدل العائد  $Average\ Rate\ of\ Return$  والمعروف اختصاراً بـ (ARR) يهتم بالمعلومات والبيانات المحاسبية أكثر من اهتمامه على التدفق النقدي للمقترح الاستثماري.

ومن أكثر النماذج استخداما لتحقيق أو حساب ARR هو النموذج التالي:

$$\text{متوسط معدل العائد} = \frac{\text{متوسط الأرباح السنوية المتوقعة بعد الضريبة}}{\text{متوسط الاستثمار خلال عمر المقترح الاستثمار}}$$

مزايا وعيوب معدل العائد المحاسبي:

المزايا:

-سهولة هذا المعيار في الفهم والتطبيق؛

- يعتبر هذا المعيار من الوسائل الرقابية الذاتية عند تنفيذ المشاريع، لأن يمكن مقارنته مع معدل تكلفة رأس المال؛

- يأخذ بعين الاعتبار القيمة المتبقية للمشروع في نهاية العمر الافتراضي ويحدد قيمة العائد الاقتصادي المتوقع تحقيقه منه؛

العيوب:

ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- يتجاهل معدل العائد المحاسبي توقيت تحقيق الأرباح، لذا فهذا المعيار يتجاهل القيمة الزمنية للنقود.

- يتجاهل هذا المعيار فرضية إعادة استثمار العائد المحقق من المشروع في عمليات استثمارية أخرى.

## 2- الطرق التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود..

أ- طريقة فترة الاسترداد بسعر الخصم.

تعالج هذه الطريقة أحد أهم عيوب طريقة فترة الاسترداد البسيطة وهي عدم أخذ القيمة الزمنية للنقود بعين

الاعتبار عند تقييم المشاريع الاستثمارية ، حيث تأخذ فترة الاسترداد بسعر الخصم هذا العامل بعين

الاعتبار عن طريق حساب القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية باستخدام سعر الخصم، ويتم حساب

القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية حسب العلاقة التالية:

$$Va_{NCF} = NCF(1 + r)^{-i}$$

حيث:

القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية في الفترة i	$Va_{NCF}$
للتدفقات النقدية الصافية في الفترة i	NCF
معدل الخصم	r
الفترة i	i

## أ- طريقة صافي القيمة الحالية

تعد طريقة صافي القيمة الحالية من أكثر الطرق استخداماً في تقييم البدائل الاستثمارية، أهمية هذه الطريقة تأتي من أنها تعكس مقدار ما تساهم به الإدارة المالية في سبيل تعظيم ثروة الملاك وبالتالي إحداث تغيير إيجابي في القيمة السوقية للسهم.<sup>1</sup>

ويمكن كتابة العلاقة الرياضية لصافي القيمة الحالية على النحو التالي:

$$VAN = \sum \frac{CF_n}{(1+r)^n} + RV(1+r)^{-n} - I_0$$

وإذا كانت التدفقات النقدية ثابتة تصبح العلاقة على النحو التالي:

$$VAN = CF * \frac{1-(1+r)^{-n}}{r} + RV(1+r)^{-n} - I_0$$

حيث:

<sup>1</sup> - باديس بوعزة، المرجع السابق، ص: 418.

صافي القيمة الحالية	$VAN$
صافي التدفق النقدي السنوي	$CF$
القيمة المتبقية (الخردة)، قيمة الانقراض	$RV$
المعدل الخصم	$r$
الاستثمار المبدئي	$I_0$
العمر الافتراضي للمشروع	$n$

وفي تقييمها للبدائل الاستثمارية تفترض هذه الطريقة الخطوات التالية:<sup>1</sup>

- أدنى لمعدل العائد المتوقع من الاستثمار يسمى معدل الخصم أو سعر الفائدة أو تكلفة الفرصة البديلة للأموال أو تكلفة الأموال أو معدل العائد المطلوب، حيث يفترض استقرار هذه الحد خلال سنوات العمر الافتراضي.
- تحسب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة السنوية (الإيرادات النقدية) وذلك باستخدام الحد الأدنى لمعدل العائد (سعر الفائدة) كسعر للخصم.
- تطرح القيمة الحالية للاستثمار (والمساوية لقيمة الاستثمار الأصلي) من القيمة الحالية للتدفقات النقدية لنحصل على صافي القيمة الحالية. فإذا كانت نتيجة صافي القيمة الحالية (بعد الطرح) موجبة يقبل الاقتراح الاستثماري لكونه يضمن تحقيق نسبة عائد أطبر من الحد الأدنى لكلفة الأموال (أي معدل العائد المطلوب تحققه). أما إذا كانت النتيجة سالبة فإن المقترح الاستثماري سوف يرفض العائد المتوقع سوف يكون أقل من كلفة الأموال.
- أما إذا كانت النتيجة صفرا (أي أن العائد مساوي تماما لكلفة الأموال) فإن المقترح الاستثماري سوف يكون مرغوبا أيضا، لذلك فإن المقترحات الاستثمارية التي تحقق نتائج موجبة أو صفر تكون هي المقبولة قياسا بالمقترحات التي تحقق نتائج سالبة.

**مثال تطبيقي:** لنفرض الحالية الاستثمارية التالية:

قيمة الاستثمار	6000 دينار
التدفقات النقدية السنوية	2000 دينار
العمر الانتاجي	5 سنوات
معدل الخصم	8%
قيمة الانقراض	صفر

ولغرض تحديد صافي القيمة الحالية سوف نتبع الخطوات التالية:<sup>2</sup>

حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية مخصومة بسعر الفائدة المحددة وذلك خلال السنوات الخمس، وباستخدام جداول القيمة الحالية نحصل على القيمة الحالية الكلية للتدفقات النقدية خلال السنوات الخمس وكما يلي:

<sup>1</sup>Jack Forget , Financement et rentabilité des investissements: Maximiser les revenus des investissements, Ed. d'Organisation, 2005.

<sup>2</sup> باديس بوعزة، مدخل الى الرياضيات المالية وتطبيقاتها ، دار الهدى ، عين مليلة، الجزائر، 2012، ص:420.

## الجدول رقم(04): حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية

التدفقات النقدية خلال					القيمة الحالية	القيمة الحالية لمبلغ
				السنة	لدينار واحد بسعر	التدفقات النقدية الداخلة
(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	8%	
				2000	x 0.926	= 1852
			2000		x 0.857	= 1714
		2000			x 0.794	= 1588
	2000				x 0.735	= 1470
2000					x 0.681	= 1362
القيمة الحالية الكلية للتدفقات النقدية خلال السنوات الخمس						7986

نقترح القيمة الحالية للاستثمار من القيمة الحالية للتدفقات النقدية فنحصل على صافي القيمة الحالية:

$$1986 = 6000 - 7986 \text{ صافي القيمة الحالية}$$

وبما أن نتيجة صافي القيمة الحالية موجبة فإن المقترح المطروح سوف يكون مرغوباً من قبل الإدارة

المالية.

### ج- طريقة مؤشر الربحية.

رغم المزايا التي يحققها معيار صافي القيمة الحالية في المفاضلة بين المقترحات الاستثمارية المطروحة في الموازنة الاستثمارية، إلا أنه من الصعب تحديد الربحية النسبية Profitability للمقترحات الاستثمارية استناداً إلى معيار صافي القيمة الحالية، وذلك عندما تكون كلفة الاستثمار مختلفة فيما بين المقترحات الاستثمارية وهي الحالية الأقرب إلى الواقع العملي إذ من النادر أن تتساوى تكاليف الاستثمار فيما بين المقترحات.

وسبب ذلك يعود إلى أن صافي القيمة الحالية يمثل قيمة نقدية مطلقة Absolute Monetary Value غير مرتبطة بكلفة الاستثمار الرأسمالي، فإذا كان صافي القيمة الحالية لمقترح استثماري هي الأعلى فإن ذلك لا يعني أن هذا المقترح هو الأعلى ربحية إذا كانت كلفته الاستثمارية مرتفعة أيضاً ، مما يعني تضليل لمتخذ القرار الاستثماري. وبسبب ذلك فقد تم تحويل معيار صافي القيمة الحالية إلى معيار آخر سمي بمعيار مؤشر الربحية Pofitability Index أو نسبة المنفعة إلى الكلفة Benefit–Cost Ratio حيث يحقق هذا المعيار الربحية النسبية للمقترح الاستثماري وذلك بقسمة القيمة الحالية لعوائد المقترح الاستثماري على كلفة المقترح الاستثماري.

### -الصيغة الرياضية لدليل الربحية:

يعبر عن دليل الربحية بالصيغة التالية:

$$IP = \frac{\sum_{i=1}^n CF(1+r)^{-n}}{I_0}$$

$$IP = \frac{VAN}{I_0} + 1$$

VAN: القيمة الحالية الصافية.

$I_0$ : الاستثمار المبدئي.

وقاعدة القرار في المفاضلة بين المقترحات هو زيادة قيمة المؤشر عن الواحد عدد صحيح أو نقصانه عنه أي:

- إذا كانت قيمة مؤشر الربحية أكبر من 1: هذا يعني أن المقترح الاستثماري مقبول من الناحية التحليلية حيث يحقق معدل عائد على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب ويكون المقترح الأفضل هو الذي يبتعد كثيراً عن (1) عدد صحيح.

- إذا كانت قيمة مؤشر الربحية يساوي 1: هذا يعني أن العائد المتوقع من المقترح الاستثماري يغطي العائد المطلوب والتالي يمكن قبوله أو رفضه. (نجأ الى معايير أخرى للتقييم)

- إذا كانت قيمة مؤشر الربحية  $> 1$ : هذا يعني أن المقترح الاستثماري مرفوض لأن معدل العائد على الاستثمار أقل من معدل العائد المطلوب مما يعني أن المقترح الاستثماري خاسر من الناحية التقييمية.

#### د- طريقة معدل العائد الداخلي:

معدل العائد الداخلي هو المعدل الذي يجعل لنا المعادلة التالية  $VAN = 0$ ، أي هو المعدل الذي يساوي بين مجموع التدفقات النقدية محينة والتكلفة الأولية للاستثمار.

#### - الصيغة الرياضية:

يحسب معيار معدل العائد الداخلي بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

في حالة تساوي التدفقات النقدية:

$$\frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r} = \frac{I_0}{CF}$$

نستعمل الجدول المالي رقم 04.

في حالة عدم تساوي التدفقات النقدية: في هذه الحالة لا يمكننا استعمال الجدول المالي بل نعتمد على

طريقة التجربة والخطأ ثم نقوم بحصر TRI بين قيمتين  $r_1$  و  $r_2$  كما يلي:

$$r_1 \rightarrow VAN_1 > 0$$

$$r_2 \rightarrow VAN_2 < 0$$

ثم نقوم بحساب TRI كما يلي:

$$TRI = r_1 + (r_2 - r_1) \frac{VAN_1}{VAN_1 - VAN_2}$$

قاعدة القرار الاستثماري:

هناك حالتين:

إذا كان  $TRI > r$  قبول المشروع الاستثماري.

إذا كان  $TRI < r$  رفض المشروع الاستثماري.

<sup>1</sup> - Pierre Vernimmen, op-cit,P722.

## مزاي وعيوب معيار معدل العائد الداخلي:

المزايا:

- أن هذا المعيار يتميز بالموضوعية وبالتالي يعتبر مقياسا دقيقا لربحية المشروع الاستثماري.
- يمكن استخدامه في ترتيب المشروعات من حيث درجة ربحيتها وجدواها المالية.
- يراعي التغير في القيمة الزمنية للنقود ومن ثم يساعد على تحديد فاعلية المشروع الاستثماري وقيمه الاقتصادية.

العيوب:

- عندما تكون مشاريع متبادلة فإن معيار صافي القيمة الحالية يكون أكثر جدوى في المفاضلة بين هذه المشاريع.
- يفترض حسب هذا المعيار أن التدفقات النقدية الداخلة سيعاد استثمارها بمعدل يساوي معدل العائد الداخلي ، وهذا ما يصعب تحقيقه في ظل اعتبارات عدم التأكد، ومن ثم يلاحظ أن هذا المعيار لا يأخذ بعين الاعتبار المخاطرة وظروف عدم التأكد.

**تمارين المحور الخامس:****التمرين الاول:**

قدمت لك المعطيات التالية المتعلقة بمشروع استثماري ( أله إنتاجية جديدة)

- راس المال المستثمر (التكلفة الابتدائية) يساوي 9000 وحدة نقدية

- مدة حياة المشروع 5 سنوات ، يهتك بطريقة الاهتلاك الخطي

تقديرات المشروع الاستثماري موضحة في الجدول التالي:

5	4	3	2	1	السنوات
12000	12000	12000	12000	9000	رقم الاعمال خارج الرسم
4800	4800	4800	4800	3600	المصاريف المتغيرة
3000	3000	3000	3000	3000	المصاريف الثابتة (ما عدا الاهتلاك)

**المطلوب:**

1. أحسب التدفقات النقدية المنتظرة من هذا المشروع الاستثماري خلال مدة حياته علما أن الضريبة

على أرباح الشركات 30%

2. أحسب القيمة الحالية الصافية (VAN) ، علما أن معدل الخصم يساوي 8%،

3. ارسم منحنى القيمة الحالية بدلالة معدل الخصم في المجال  $(t \geq 0)$ .

**التمرين الثاني:**

تريد إحدى المؤسسات المفاضلة بين مشروعين استثماريين تكلفتها الأولية هي 8100 وحدة نقدية و

5800 وحدة نقدية على التوالي، وينتج عن المشروع الثاني قيمة باقية قدرها 310 وحدة نقدية، أما

التدفقات النقدية الصافية المتوقعة من المشروعين فهي موضحة في الجدول التالي:

الثاني	الأول	المشروع
		نهاية السنة
1200	1800	الأولى
1350	2000	الثانية
200	2400	الثالثة
1320	2340	الرابعة
1210	1900	الخامسة
1100	-	السادسة

المطلوب : ما هو المشروع الذي تختاره المؤسسة بطريقة مؤشر الربحية إذا علمت أن المشروعين بديلين علما أن معدل الخصم 4%.

#### التمرين الثالث:

مشروع استثماري قيمته الحالية الصافية (VAN) تساوي 59700 وحدة نقدية عند معدل خصم 10% ، ومعدل العائد الداخلي يساوي 12%.

المطلوب: حساب التدفق النقدي السنوي و رأس المال المستثمر ، اخذ في الحسبان أن مدة حياة المشروع هي 5 سنوات وأن التدفقات النقدية السنوية متساوية. والقيمة المتبقية معدومة.

المحور السادس: إدارة النقدية في المؤسسة	
مواضيع أساسية في المحور السادس:	
1.	مفاهيم مرتبطة بإدارة النقدية
2.	دوافع الاحتفاظ بالنقدية
3.	تكاليف الاحتفاظ بالنقدية
4.	نماذج ادارة النقدية

### 1. مفاهيم مرتبطة بإدارة النقدية

#### 1-1- تعريف التدفقات النقدية

النقدية cash: هي النقدية الجاهزة والحسابات الجارية والودائع تحت الطلب. النقدية المعادلة cash equivalent: هي الاستثمارات قصيرة الاجل ذات السيولة المرتفعة والتي تكون قابلة للتحويل الى سيولة نقدية وغير خاضعة لمخاطر هامة للتغير في قيمتها نتيجة تغير أسعار الفائدة أو العوامل الاخرى..

التدفقات النقدية cash flows : هي عبارة عن التدفقات المستلمة والتدفقات المدفوعة من النقدية وما يعادلها ، فثلا تعتبر الإيرادات المحصلة في فترة معينة تدفقات نقدية داخلية لخزينة المؤسسة في حين تعتبر المصاريف المدفوعة في فترة معينة تدفقات نقدية خارجة من خزينة المؤسسة . وما يجب ملاحظه أن التدفق النقدي لا يشمل مثلا المبيعات الآجلة أو المستحقات المالية لدى الزبائن والتي لم تحصل بعد. كما أن التدفق النقدي يقسم إلى فئتين : التدفق الداخل والتدفق الخارج.<sup>1</sup>

#### 1-2- أنواع التدفقات النقدية

يوضح جدول التدفقات النقدية مجموعة تغيرات الخزينة التي تنتج من الأنشطة المرتبطة بالاستغلال؛ الاستثمار؛ التمويل؛ هذه التغيرات تمثل مؤشرات هامة لدراسة سيولة المؤسسة ويسرها المالي، كما توضح كذلك أدائها المالي ككل، ويقسم هذا الجدول التدفقات النقدية إلى ثلاثة أقسام هي:<sup>2</sup>

- التدفقات النقدية من أنشطة الاستغلال ؛

<sup>1</sup> علي ابراهيم العامري، محمد.مرجع سابق،ص179.

<sup>2</sup> عبد العال حماد ، طارق. التقارير المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2002)، ص253.

- التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية؛
- التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية.

### 1-2-1- التدفقات النقدية من أنشطة الاستغلال

ينتج هذا التدفق النقدي من النشاط العادي للمؤسسة، ويبين قدرتها على تسديد القروض، وتوزيع الأرباح، والقيام باستثمارات جديدة، ويحدد صافي هذا التدفق بالفرق بين المقبوضات المتأتية من نواتج الاستغلال ومدفوعات أعباء الاستغلال.

مقبوضات الاستغلال: وتتمثل في :

- الإيرادات الناتجة من بيع السلع والخدمات

-أرباح القروض والأوراق المالية التي تستثمر فيها المؤسسة

مدفوعات الاستغلال: تتمثل في مجموعة المصاريف النقدية والمتعلقة بالاستغلال، وهي كما يلي:

- المبالغ المسددة لشراء البضاعة المواد الاولية والمواد واللوازم

-المبالغ المدفوعة لقاء الخدمات التي تلقتها المؤسسة

-تسديد مصاريف المستخدمين.

-تسديد الضرائب والرسوم.

-تسديد فوائد القروض المتحصل عليها.

-بقية المصاريف النقدية غير المرتبطة بنشاط الاستثمار والتمويل

### 1-2-2- التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية

وهي التدفقات النقدية المتعلقة ببيع وشراء الأصول الثابتة ويتطلب تحديدها تحليل عناصر الميزانية

في جانب الأصول والتي لم يتم تحليلها عند تحديد التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، ويمكن دراسة

هذه العناصر كما يلي:

مقبوضات الاستثمار: وتتمثل في المتحصلات النقدية من بيع القيم الثابتة

مدفوعات الاستثمار: تتمثل في:

-النقد المدفوع لشراء المعدات والأدوات.

-النقد المدفوع لشراء أسهم وسندات طويلة الأجل.

-النقد المدفوع مقابل استثمارات أخرى طويلة الأجل.

### 1-2-3- التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية

تتمثل الأنشطة التمويلية في مجموع العمليات التي تمكن المؤسسة من الحصول على الموارد من

المساهمين ودفع لهم الأرباح، كذلك الحصول على القروض وتسديدها

مقبوضات التمويل: تتمثل في:

-النقد المتحصل من إصدار سندات طويلة الأجل.

-النقد المتحصل من إصدار أسهم جديدة أو زيادة رأس المال.

-النقد المتحصل من القروض.

مدفوعات التمويل: وتتمثل في:

-النقد المدفوع على توزيع الأرباح.

-النقد المدفوع لتسديد السندات.

-النقد المدفوع لتسديد القروض.

ملاحظة: مجموع صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستغلالية والاستثمارية والتمويلية يعطي لنا التدفق النقدي الذي حققته المؤسسة على مدار السنة المالية.

### **3- الدراسة الحركية للسيولة واليسر المالي من خلال جدول تدفقات الخزينة**

يعتبر جدول تدفقات النقدية أداة فعالة في دراسة السيولة واليسر المالي لما يوفره من معلومات

تتعلق بمختلف النشاطات التي تمارسها المؤسسة من إنتاج وبيع، وشراء، وتمويل وغيرها، وتعرض هذه المعلومات في شكل تدفقات نقدية وشبه نقدية الداخلة والخارجة.

تعرف قائمة التدفقات النقدية بأنها قائمة مالية أساسية تعرض المتحصلات النقدية (المقبوضات)

والمدفوعات النقدية وصافي التغير في النقدية من خلال ثلاثة أنشطة رئيسية هي أنشطة الاستغلال، وأنشطة

الاستثمار، وأنشطة التمويل للمؤسسة اقتصادية خلال فترة زمنية محددة، بصوره تؤدي إلى توفيق رصيد

النقدية في أول الفترة وآخر الفترة مع باقي القوائم المالية.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> خالد الراوي، "التحليل المالي لقوائم المالية والإفصاح المحاسبي"، عمان: دار المسيرة للنشر و التوزيع، (2000)، ص41.

من الفوائد المحققة عند عرض قائمة التدفقات النقدية مع قائمة المركز المالي للمؤسسة وقائمة الدخل تتمثل فيما يلي:

- تقدم معلومات حول الهيكل المالي للمؤسسة (وتتضمن السيولة والقدرة على الوفاء بالديون) وقدرة المؤسسة بالتأثير على المبالغ وتوقيت تدفقاتها النقدية بما يمكنها من التكيف مع المتغيرات في الظروف والفرص المختلفة.

- تقدم معلومات تساعد مستخدمي القوائم المالية في تقييم المتغيرات في الأصول والالتزامات وحقوق الملاك في المؤسسة.

- تعزيز قابلية المقارنة لنتائج الأنشطة التشغيلية بين المؤسسات المختلفة نظرا لتحديد أثار السياسات المطبقة.<sup>4</sup>

ملاحظة: يقصد بالنقدية هنا النقدية بمعناها الشامل سواء أكانت نقدية بالخرزينة أم نقدية بالبنوك،

كما يدخل في مفهوم النقدية بالمعنى الشامل ما يعتبر في حكم النقدية.

## 2-دوافع الاحتفاظ بالنقدية

الاحتفاظ بالنقدية من قبل المؤسسات له دوافع متعددة. يمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

2-1- دوافع المعاملات (الاحتياجات اليومية): المؤسسات يحتاجون النقدية لتغطية النفقات اليومية والمعاملات العادية مثل شراء السلع والخدمات، دفع الرواتب، والمصاريف التشغيلية.

2-2- دوافع الاحتياط (الطوارئ): الاحتفاظ بمبالغ نقدية كاحتياطي لمواجهة الطوارئ أو النفقات غير المتوقعة مثل الأعطال الطارئة أو الأحداث غير المخطط لها.

2-3- دفع المضاربة ( الفرص الاستثمارية): الاحتفاظ بنقدية جاهزة لاستغلال الفرص الاستثمارية المفاجئة التي قد تتطلب توفر سيولة سريعة.

2-4- دافع التعويض (تجنب التكاليف البنكية): بعض الأفراد والشركات يفضلون الاحتفاظ بالنقدية لتجنب التكاليف المرتبطة بالخدمات البنكية مثل رسوم السحب والتحويل.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> أبو نصار، محمد. حميدات، جمعه. معايير المحاسبة و الإبلاغ المالي، الأردن: دار وائل، (2008)، ص55.

<sup>5</sup> علي إبراهيم العامري، محمد. مرجع سابق، ص181.

**3- تكاليف الاحتفاظ بالنقدية**

الاحتفاظ بالنقدية له نوعين من التكاليف: تكاليف مباشرة وغير مباشرة. يمكن تلخيص هذه التكاليف المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية في النقاط التالية:

**3-1- تكاليف الاحتفاظ (الفرصة البديلة):**

إن احتفاظ المؤسسة بالنقدية يترتب عليه ظهور تكلفة الفرصة البديلة (الاحتفاظ بالنقدية)، وهي مقدار العائد الذي يمكن أن تخسره الشركة نتيجة الاحتفاظ بالأموال على شكل نقدي بدلا من استثمارها القصير الاجل (فقدان العائد المحتمل من تلك الاستثمارات)، أي هي تكلفة متغيرة حيث كلما زادت كمية النقدية المحتفظ بها كلما زادت التكلفة المترتبة عن ذلك. وعليه، إذا نظرنا إلى تكلفة الاحتفاظ بالنقدية بمعزل عن العوامل الأخرى فإنه يكون من صالح المؤسسة الاحتفاظ بأقل ما يمكن من النقدية لتقليل تكلفة الاحتفاظ

**3-2- تكلفة المعاملات (تكلفة تحويل الأوراق المالية):**

هي تكلفة أو مقابل الوقت والجهد والأعمال المالية كالوساطة المالية التي تدفعها المؤسسة في السوق المالية لتنفيذ عملية بيع الأوراق المالية قصيرة الآجل، فإذا نظرنا إلى تكلفة تحويل الأوراق المالية إلى نقدية منفردة سنجد أنه من صالح المؤسسة أن تقوم بأقل عدد من التحويلات الممكنة للتخفيض من تكاليف التحويل.

إذن يمكن حساب التكاليف الكلية للاحتفاظ بالنقدية من خلال المعادلة التالية:

$$\text{التكاليف الكلية} = \text{تكاليف الاحتفاظ} + \text{تكلفة المعاملات}$$

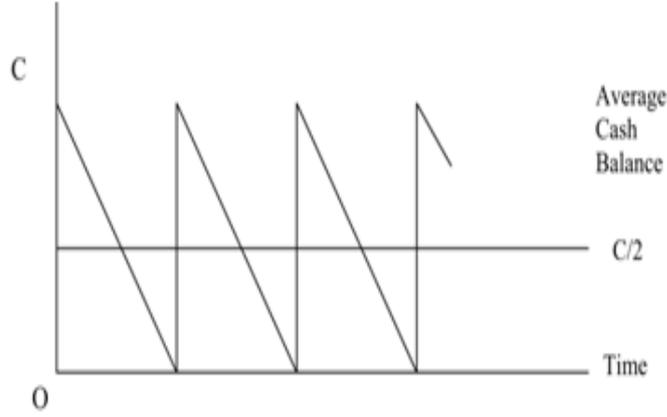
**4- نماذج إدارة النقدية ( تحديد الرصيد النقدي الأمثل)**

يستلزم المبادلة بين هاتين التكلفةتين بهدف تدنية التكاليف الكلية وذلك على النحو التالي:<sup>6</sup>

<sup>6</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص264.

## 1-4 - نموذج باومول Baumol Model

الشكل رقم (04): نموذج باومول لإدارة النقدية



المصدر: من إعداد الباحث.

لتحديد حجم النقد الأمثل وفق نموذج باومول نستخدم المعادلة التالية:

$$QM^* = \sqrt{\frac{2 * FC * DM}{HC}}$$

حيث:

✓ QM: حجم النقد الأمثل باومول

✓ FC: تكلفة الطلبية الواحدة لتحويل الاستثمارات القصيرة الأجل إلى نقدية سائلة مثلا تكاليف

السمسرة

✓ DM: كمية السيولة الجاهزة التي تحتاجها المؤسسة خلال فترة زمنية (سنة عادة)

✓ HC: تكلفة الفرصة البديلة فيما لو تم استخدام السيولة في وجهة أخرى بدلا من تجميدها

أما التكاليف الكلية للاحتفاظ بالنقدية فتحسب وفق المعادلات التالية:

تكلفة المعاملات:

$$\text{تكلفة المعاملات} = FC * \frac{DM}{QM}$$

تكلفة الفرصة البديلة:

$$\text{تكلفة الاحتفاظ} = HC * \frac{QM}{2}$$

بجمع تكلفة المعاملات و تكلفة الفرصة البديلة نحصل على التكاليف الكلية:

$$TC = FC * \frac{DM}{QM} + HC * \frac{QM}{2}$$

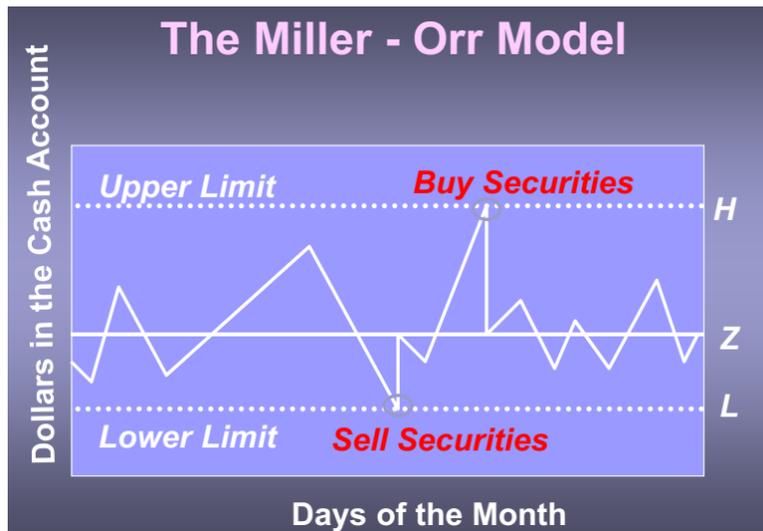
أما عدد الطلبيات (N) فيحسب بالعلاقة الرياضية التالية:

$$N = \frac{DM}{QM}$$

**2-4- نموذج اور- ميلر The Miller - Orr Model**

جاء هذا النموذج لتدارك نقائص او الفرضيات غير الواقعية لنموذج بومول حيث اعتبر التدفقات النقدية متغير عشوائي، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (05): حركة النقدية وفق نموذج اور- ميلر



المصدر: من إعداد الباحث

يلاحظ من الشكل اعلاه فإن الحد الأدنى يعبر عن مخزون الامان من النقد، ويحدد بناءً على خبرة المدير المالي في ضوء:

- ✓ أن مقدار ما نحتاجه يتغير كل يوم
- ✓ كلفة المعاملة وكلفة الفرصة من النقد معبراً عنها على أساس يومي

**وبالتالي فإن النموذج يخبرنا بما يلي :**

- ✓ مستوى النقد الحالي بعد حدوث التدفق الداخل وهي نقطة  $Z$  (نقطة العائد)
- ✓ الحد الاعلى للنقد عند نقطة  $H$  وهنا يجب أن تقوم الشركة بشراء الأوراق (استثمار الفائض) المالية قصيرة الاجل لتعيد الرصيد الى نقطة  $Z$
- ✓ الحد الأدنى للنقد عند نقطة  $L$  وهنا يجب أن تقوم الشركة ببيع الأوراق المالية قصيرة الاجل لتعيد الرصيد الى نقطة  $Z$

يحدد النموذج النقطة (نقطة الرجوع)  $Z^*$  رياضياً بالمعادلة التالية:<sup>7</sup>

$$Z^* = \sqrt[3]{\frac{3 \cdot F \cdot \sigma^2}{4K}} + L$$

يحدد النموذج نقطة  $H$  (الحد الاعلى) رياضياً بالمعادلة:

$$H = 3Z - 2L$$

قيمة الاستثمارات التي يتم شراؤها ( $I_b$ ) = الحد الاعلى للنقدية - الرصيد النقدي الامثل

أي:

<sup>7</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق. ص 268-270.

$$I_b = UL - Z$$

قيمة الاستثمارات التي يتم التنازل عنها ( $I_s$ ) = الرصيد النقدي المستهدف - الحد الأدنى من النقدية

أي:

$$I_s = Z - L$$

مثال تطبيقي: قدمت لك المعلومات التالية:

أولاً:

- متوسط الإيراد السنوي للأصول المتداولة: 8 % ؛
- تكلفة الطلبية الواحدة لتحويل الاستثمارات قصيرة الاجل الى سيولة جاهزة : 200 دج؛
- احتياجات الشركة من السيولة 500000 دج خلال السنة مع افتراض ان التدفقات النقدية كانت منتظمة.

المطلوب:

1. تحديد الحجم الاقتصادي الامثل من السيولة الواجب الاحتفاظ بها
2. المتوسط الامثل للخزينة
3. التكلفة الكلية للاحتفاظ بالسيولة
4. تحديد عدد الطلبيات (المعاملات) على النقد

ثانياً:

- يقدر متوسط التدفق النقدي اليومي بـ 75000 دج؛
- تباين صافي التدفقات النقدية 280000 دج؛
- التكاليف الثابتة المترتبة عن عمليات التنازل او اقتناء الاستثمارات قصيرة الاجل 100 دج ؛
- سعر الفائدة على الايداعات قصيرة الاجل 0,033 % يوميا.

المطلوب: أحسب ما يلي:

1. نقطة التحول (الانعطاف) المثلى
2. الحد الاعلى للنقدية؛ متوسط الرصيد النقدي
3. قيمة الاستثمارات قصيرة الاجل التي يتم التنازل عنها أو اقتناؤها علما ان الشركة ترغب الحفاظ على 750 كحد أدنى من السيولة الجاهزة في الخزينة.

حل المثال التطبيقي:

أولاً:

لدينا:

1- تحديد الحجم الاقتصادي الامثل من السيولة الواجب الاحتفاظ بها:

$$QM^* = \sqrt{\frac{2 \cdot FC \cdot DM}{HC}}$$

$$QM^* = \sqrt{\frac{2 \cdot 200 \cdot 500000}{0.08}}$$

$$QM^* = 50000$$

2- المتوسط الامثل للخزينة :

$$QM^*/2 = 50000/2 = 25000$$

3- التكلفة الكلية للاحتفاظ بالسيولة:

$$TC = FC \cdot \frac{DM}{QM} + HC \cdot \frac{QM}{2}$$

$$TC = 200 \cdot \frac{500000}{50000} + 0.08 \cdot \frac{50000}{2}$$

$$TC = 2000 + 2000 = 4000$$

عدد الطلبيات فيحسب بالعلاقة الرياضية التالية:

$$N = \frac{DM}{QM}$$

$$N = \frac{500000}{50000} = 10$$

ثانيا:

1- حساب نقطة التحول (الانعطاف) المثلى:

$$Z^* = \sqrt[3]{\frac{3 \cdot F \cdot \sigma^2}{4K}} + L$$

$$Z^* = \sqrt[3]{\frac{3 \cdot 100 \cdot 280000}{4 \cdot 0.00033}} + 750 = 2603.11$$

2- حساب الحد الاعلى للنقدية و متوسط الرصيد النقدي

$$UL = 3Z - 2L = 3 \cdot 2603.11 - 2 \cdot 750 = 6309.33$$

$$Z^*/2 = 1301.55$$

3- حساب قيمة الاستثمارات قصيرة الاجل التي يتم التنازل عنها أو اقتناؤها :

$$I_b = UL - Z = 6309.33 - 2603.11 = 3706.22$$

$$I_s = Z - L = 2603.33 - 750 = 1853.33$$

**تمارين المحور السادس:****أسئلة:**

- 1- تطرق لأنواع التدفقات النقدية في المؤسسة.
- 2- اشرح نموذج بومول لإدارة النقدية ، ثم أذكر عيوب هذا النموذج ؟
- 3- عرف تكلفة الفرصة البديلة وتكلفة المعاملات ؛ وحدد علاقة كل منها بمستوى الرصيد النقدي؟

**التمرين الأول:**

يتسم التدفق النقدي الداخل والخارج في شركة استراد وتصدير بعدم الانتظام، وأن تباين صافي التدفقات النقدية 26900 دج؛ متوسط العائد اليومي للاستثمارات قصيرة الاجل 0,028% ؛ التكاليف الثابتة المترتبة عن عمليات التنازل أو اقتناء الاستثمارات قصيرة الاجل 150 دج للطبقة الواحدة؛ مع العلم أن الشركة ترغب في الحفاظ على 1000 دج كحد أدنى من السيولة الجاهزة في الخزينة.

**المطلوب: أحسب ما يلي:**

1. نقطة الانعطاف المثلى
2. الحد الاعلى للنقدية، معدل الرصيد النقدي
3. قيمة الاستثمارات قصيرة الاجل التي يتم التنازل عنها أو اقتناؤها
4. مثلا بيانيا النقاط السابقة

**تمرين الثاني: قدمت لك المعلومات التالية:**

- متوسط الإيراد السنوي على الاستثمارات قصيرة الأجل: 10 % ؛
- تكلفة الطبقة الواحدة لتحويل الاستثمارات قصيرة الاجل الى سيولة جاهزة : 250 دج؛
- احتياجات الشركة من السيولة 600000 دج خلال السنة مع افتراض أن التدفقات النقدية كانت منتظمة.

**المطلوب:**

1. حساب الحجم الاقتصادي الأمثل من السيولة الواجب الاحتفاظ بها؟
2. حساب المتوسط الأمثل للخزينة؟

3. حساب التكلفة الكلية للاحتفاظ بالسيولة؟

4. تحديد عدد الطلبات (المعاملات) على النقدية؟

## قائمة المراجع:

## أ-باللغة العربية

1. أبو نصار، محمد. حميدات، جمعه. معايير المحاسبة والإبلاغ المالي، الأردن: دار وائل، (2008).
2. أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية، 2007.
3. باديس بوعزة، مدخل الى الرياضيات المالية وتطبيقاتها ، دار الهدى ، عين مليلة، الجزائر، (2012).
4. جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحح، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية ،(2006).
5. الجمعية المصرية للأوراق المالية، دليل المستثمر لتمويل الشركات، مصر، (2003).
6. الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، السنة الجامعية 2005-2006.
7. حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2008 .
8. خالد الراوي، "التحليل المالي لقوائم المالية والإفصاح المحاسبي"، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع، (2000).
9. الخلايلة عبد الحليم، محمود. التحليل المالي باستخدام البيانات المحاسبية، عمان: مطابع الدستور التجارية، الطبعة الرابعة، (2007).
10. دكتور منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، كلية التجارة - جامعة طنطا ، دار المعارف بالإسكندرية ، مصر ، (2002).
11. راضي خنفر، مؤيد، مطارنة، غسان. تحليل القوائم المالية : مدخل نظري وتطبيقي ، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع، (2006).
12. الراوي، خالد. التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، عمان: دار المسيرة، (2000).
13. ربابعة، عبد الرؤوف. خطاب، سامي. التحليل المالي و تقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية و السلع، ابوظبي، الإمارات العربية المتحدة، مارس

- 2006، متوفر على الرابط [www.kantakji.com/fiqh/Files/Accountancy/42016.pdf](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Accountancy/42016.pdf) ، تاريخ المعاينة: 2021/03/03.
14. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، الطبعة الثانية، دار وائل، الاردن، 2002 .
15. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، الطبعة الثانية، دار وائل، الاردن ، (2002).
16. عبد العال حماد ، طارق. التقارير المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2002)، ص253.
17. عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية مصر، (2003)..
18. علي ابراهيم العامري، محمد. الادارة المالية الحديثة، الطبعة الاولى، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، (2013).
19. محفوظ جبار، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية ، الجزء الأول، الجزائر العاصمة: دار هومه، (2002) .
20. محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، اطروحة دكتوراه ، علوم اقتصادية، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
21. محمد شفيق، واخرون، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط ، (1997).
22. محمد صالح الحناوي وإبراهيم سلطان وجلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، (1999) .
23. محمد عثمان إسماعيل، الإدارة المالية في منظمات الأعمال: مدخل لاتخاذ القرارات المالية، (1998).
24. محمود جربوع ، يوسف. مدى قدرة المراجع الخارجي من خلال التحليل المالي على اكتشاف الأخطاء غير العادية والتنبؤ بفشل المشروع - دراسة تطبيقية على مراجعي الحسابات القانونيين في قطاع غزة، فلسطين، ، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية) المجلد الثالث عشر - العدد الأول، ( 2005 ) ، متوفر على الرابط : [www.iugaza.edu.ps/ara/research/articles/volume%2013-Issue%201%20-Human%20-12.pdf](http://www.iugaza.edu.ps/ara/research/articles/volume%2013-Issue%201%20-Human%20-12.pdf) : (2021/05/12).
25. معاوية كريم العماني، فاطمة بنت حسن بن سعيد المفردى الياضي، العوامل المحددة للاستثمار في الأصول الثابتة دراسة تطبيقية من وجهة نظر المديرين في عينة من شركات القطاع الصناعي محافظة ظفار - سلطة عمان، المجلة العربية للإدارة، مج 36 ، ع 2 - ديسمبر (كانون الأول)، 2016.

26. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، كلية التجارة – جامعة طنطا ، دار المعارف بالإسكندرية ، مصر ، (2002).
27. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الرابعة، (2000).
28. ناجي الحياي، وليد. الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي(منهج علمي و عملي متكامل )، عمان: مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، (2004).
29. الياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي ، دار وائل للنشر والتوزيع ،عمان،(2011).

## ب-باللغة الاجنبية

30. Jack Forget , Financement et rentabilité des investissements: Maximiser les revenus des investissements, Ed. d'Organisation, 2005
31. La banque de France, Mesures de la rentabilité des entreprises, bulletin n° 134 – février 2005,p11,site web : [https://www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/archipel/publications/bdf\\_bm/etudes\\_bdf\\_bm/bdf\\_bm\\_134\\_etu\\_1.pdf](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_134_etu_1.pdf) (consultation date25-07-2022)
32. Pierre Vernimmen, Corporate Finance Theory and Practice, John Wiley & Sons Ltd,2005 ,p29.
33. Pierre Vernimmen, Definition of financial management, website:<https://www.vernimmen.com/Practice/Glossary.php>
34. Pierre Vernimmen, Definition of financial management, website:<https://www.vernimmen.com/Practice/Glossary.php>