

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة الجبالي اليباس - سيدي بلعباس

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير

قسم علوم المالية والمحاسبة



محاضرات في مقياس التسيير المالي

من إعداد:

د -

السنة الجامعية 2021-2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ الْمَوْتَاطِئَ وَالنَّجْمَ الثَّاقِبَ
وَمَا يَكُونُ إِلَّا فِي رَأْيِ عَالَمِ
الْعَالَمِينَ وَالْحَمْدُ لِلَّهِ
الَّذِي هَدَانَا لِهَذَا
وَمَا كُنَّا لِنَهْتَدِيَ لَوْلَا
رَحْمَةُ اللَّهِ الرَّحِيمِ

الفهرس:

<u>الصفحة</u>	<u>العنوان</u>	<u>الرقم</u>
06	المقدمة	
07	الإدارة المالية	01
09	الإطار المفاهيمي للتسيير المالي	02
18	التشخيص المالي للمؤسسة	03
23	المقاربات الكلاسيكية في التسيير المالي مقاربة سيولة - استحقاق - رأس المال عامل	04
32	مقاربة سيولة - استحقاق - النسب	05
42	المنظور الوظيفي للمؤسسة-01	06
51	المنظور الوظيفي للمؤسسة-02	07

64	.....	التحليل المالي المتحرك_ جدول التمويل	08
80	.....	التحليل المتحرك _ جدول تدفقات الخزينة	09
95	.....	الميزانية الاقتصادية	10
102	.....	تحليل المردودية والرافعة المالية	11
112	.....	التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية- ظروف التأكد	12
128	.....	طرق التقييم التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود	13
141	.....	معايير التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية في ظل المخاطرة وعدم التأكد	14

قائمة الجداول والأشكال:

قائمة الجداول

<u>الصفحة</u>	<u>العنوان</u>	<u>الرقم</u>
48	الميزانية الوظيفية	01
67	الجزء الأول من جدول التمويل	02
73	الجزء الثاني من جدول التمويل	03
74	النسب المئوية من جدول التمويل	04
87	جدول تدفقات الخزينة (غير المباشرة)	05
90	جدول تدفقات الخزينة (المباشرة)	06
99	الميزانية الاقتصادية المختصرة	07
100	الميزانية الاقتصادية التفصيلية	08

قائمة الأشكال

<u>الصفحة</u>	<u>العنوان</u>	<u>الرقم</u>
13	المؤسسة والبيئة المالية	01
85	التركيب الوظيفية للخزينة	02
96	البنية العامة للميزانية الاقتصادية	03

قائمة الجداول والأشكال:

يعتبر التسيير الجيد لمالية المؤسسات السبب الرئيسي لضمان نجاحها ماليا، مما يؤدي إلى تطور نشاطها أو تنوعه إن لم نقل ازدهارها و نموها وبالتالي كبر حجمها، فيعد التسيير المالي أداة للمحافظة على اليسر المالي للمؤسسات بحيث يساهم في توفير السيولة اللازمة وسداد الالتزامات في وقتها، وبتعبير آخر فهو يدرس أو يتناول التدفقات المالية للمؤسسة، أو هو عبارة عن عملية مستمرة لمعالجة ودراسة المعلومات ومجموعة من المؤشرات واستنتاج العلاقة السببية بين مختلف عناصر القوائم المالية، لترجم في الأخير في صورة مؤشرات كمية تساعد على تفسير الأحداث وتمكن المتعاملين مع المؤسسة من اتخاذ وترشيد قراراتهم.

كما يعتبر التسيير المالي أداة هامة التي يستعين بها متخذ القرار المالي للمؤسسة، أو أي طرف آخر له علاقة بها كمساهميتها و دائيتها ، وكل من لهم مصالح تتطلب الحصول على أدق المعلومات عن المؤسسة ومدى سلامة مركزها المالي، الأمر الذي لا يمكن الوصول إليه إلا من خلال استعمال أدوات تحليلية مناسبة من قبل محللين قادرين على التعامل مع المعلومات المتاحة ، و مدى ترابطها ، و الأهمية النسبية لكل بند من بنودها.

لهذا نهدف من خلال هذه المطبوعة إلى ترسيخ المفاهيم و المبادئ المتعلقة بالتسيير المالي لطلبة العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، من خلال تقسيمنا لهذا العمل إلى أربعة عشر محاضرة تتناول أساسا الإدارة المالية، الإطار المفاهيمي للتسيير المالي، التشخيص المالي للمؤسسة، مقاربات التسيير المالي: المقاربات الكلاسيكية في التسيير المالي مقارنة سيولة - استحقاق - رأس المال عامل - النسب، المنظور الوظيفي للمؤسسة 01 _ 02، التحليل المالي المتحرك، جدول التمويل، جدول تدفقات الخزينة، الميزانية الاقتصادية، تحليل المردودية والرافعة المالية، التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية- في ظروف التأكد، طرق التقييم التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود (عنصر الزمن)، معايير التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية في ظل المخاطرة وعدم التأكد.

المحاضرة الأولى:

الإدارة المالية

1- مفهوم الإدارة المالية:

تعددت التعاريف التي تناولت مفهوم الإدارة المالية وأهمها تعريف wiston بأنها "تلك الإدارة التي تتكون من ثلاث أجزاء رئيسية من وظائف المدير المالي وهي التخطيط، الرقابة وإدارة رأس المال ومعالجة المشاكل المنفردة"¹ مفاد هذا التعريف أن الإدارة المالية هي الوظيفة الإدارية التي تختص بعملية التحليل، التخطيط والتنبؤ فضلا عن الرقابة وإدارة هيكل أصول المؤسسة من خلال اتخاذ مجموعة من القرارات المتمثلة في القرارات التمويلية وقرارات الاستثمار بهدف تعظيم قيمة المؤسسة.

1-2 - أهداف الإدارة المالية:

عموما يمكن تلخيص أهم أهداف الإدارة المالية فيما يلي:

أ- تعظيم الربح:

ينصب اهتمامها على الاهتمام بالقرارات المتعلقة بالتمويل، الاستثمار وتوزيع الأرباح وتوجيهها لتناسب مع هدف تعظيم الربح، فهي تؤثر على نجاعة القرارات، الحكم على الأداء، زيادة رضا المساهمين وكذا تمس مجالات التوسع والتوظيف؛

ب- تعظيم الربحية:

يعتبر تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة أفضل معيار للحكم على القرارات المالية، يعبر عنه رياضيا

بـ:

القيمة الحالية للمؤسسة = الربح المتوسط المتوقع الحصول عليه / معدل الربح الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه.

¹ - أحمد الصبري، إدارة المال: تحليل هيكله، دار الفكر الجامعية، الإسكندرية، 9002، ص 91.

ج- تعظيم العائد الاجتماعي:

يجب أن لا يكون الهدف الوحيد للمؤسسة هو تحقيق مصالح المساهمين والملاك وإنما يجب أن تتحمل المسؤولية في تحقيق الرفاهية للعاملين لديها، العملاء والمجتمع ككل فضلا عن الاهتمام بالقضايا البيئية (المسؤولية الاجتماعية)؛

1-3- وظائف الإدارة المالية:¹

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

- أ- **التحليل المالي:** هو عملية تحويل الكم الهائل من البيانات إلى معلومات تعتمد عليها الإدارة المالية في تشخيص الوضع المالي للمؤسسة بتاريخ معين لاتخاذ القرارات المالية المناسبة ووضع الخطط المستقبلية واقتراح سياسات مالية من اجل تغيير الأوضاع؛
- ب- **التنبؤ المالي:** يقصد به التعرف على الاحتياجات المالية المستقبلية للمؤسسة والتعرف على أفضل أوجه الدفع، وما ستكون عليه الربحية في المستقبل؛
- ت- **التخطيط المالي:** يقصد به وضع الخطط اللازمة لتحقيق الأهداف العامة للمؤسسة كالأهداف المالية، رسم السياسات المالية صياغة البرامج المالية، وضع الميزانيات التقديرية؛
- ث- **صناعة القرار المالي:** تتعلق الجوانب الرئيسية لاتخاذ القرار بإدارة هيكل التمويل والاستثمار أو إدارة هيكل الأصول المؤسسة وقرارات توزيع الأرباح، فبالنسبة لإدارة هيكل التمويل تعمل الإدارة المالية على تحديد أفضل مزيج من مصادر التمويل الداخلية و الخارجية بما يحقق اقل تكلفة للمؤسسة، بالنسبة لإدارة هيكل أصول المؤسسة فيقوم المدير المالي باتخاذ القرارات الإستثمارية في ظل دراسة العائد والمخاطرة، كذا إدارة رأس المال العامل أو ما يعرف بإدارة الموجودات المتداولة بالنسبة لقرارات توزيع الأرباح على المساهمين يتعين على الإدارة أن تختار إما توزيع الأرباح أو يتم إحجازها لإعادة إستثمارها وكذا كيفية توزيع الأرباح؛

¹ - نعال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 9002، ص78.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- ج- الرقابة المالية: تهدف الرقابة المالية إلى التحقق من أن النتائج المحققة تتطابق مع أهداف الإدارة المالية وكشف الإختلالات في الوقت المناسب لإتخاذ القرارات اللازمة لإصلاحها، كما تهدف إلى التعديل المستمر في الخطط لمسايرة التغيرات الاقتصادية؛
- ح- التعامل مع الأسواق المالية: يتم من خلال الإدارة المالية صياغة وتنفيذ السياسات الخاصة بالتعامل مع أسواق النقد ورأس المال حيث يتم الحصول على الأموال والمتاجرة في الأسهم والسندات؛
- خ- إدارة المخاطر: تعتبر إدارة المخاطر المالية مسؤولة عن تحديد أنواع المخاطر التي يجب التعامل معها مثل مخاطر تقلبات سعر الصرف وأسعار الفائدة، كما تعمل على تغطية هذه المخاطر بأفضل الوسائل.

.....

المحاضرة الثانية:

الإطار المفاهيمي للتسيير المالي

أصبح التسيير المالي منذ بداية القرن الماضي أحد أهم مجالات المعرفة وبرزت هذه الأهمية بعد أزمة الكساد العالمية في بداية الثلاثينيات، حيث شهدت تلك الفترة انهيار كثير من المؤسسات مما دعا إلى ضرورة دراسة محتويات التقارير المالية للمؤسسات بشكل عملي، حتى يتسنى للجهات المهتمة بالنشاطات الاقتصادية لهذه المؤسسات التعرف على أدائها الفعلي والتنبؤ بمستقبلها الاقتصادي وهو ما يمكن تحقيقه من خلال تحليل القوائم المالية.

التسيير المالي هو علم له قواعد ومعايير وأسس يهتم بتجميع المعلومات الخاصة بالقوائم المالية للمؤسسة وإجراء التصنيف اللازم لها ثم إخضاعها إلى دراسة تفصيلية دقيقة وإيجاد الربط والعلاقة فيما بينها، ثم تفسير النتائج التي تم التوصل إليها، البحث عن أسبابها لإكتشاف نقاط القوة والضعف في الخطط والسياسات المالية بالإضافة إلى تقييم أنظمة الرقابة ووضع الحلول والتوصيات اللازمة لذلك في الوقت المناسب (إتخاذ القرارات المناسبة).

محاضرات في مقياس التسيير المالي

ينقسم عمل المسير المالي إلى قسمين أساسيين المحلل المالي الذي يكون على المدى القصير باستعمال التحليل المالي الساكن وعمل المسير المالي الذي يكون على المدى الطويل من خلال التحليل المالي الديناميكي ولقرارات التمويلية والإستثمارية.

2-1- تعريف التسيير المالي

يعرف التسيير المالي على أنه " ذلك المجال الذي يهتم بالكشف عن مواطن الضعف والقوة في المركز المالي وفي مختلف السياسات المالية ويسعى إلى وضع، تطبيق مختلف المخططات المالية وتحقيق الأهداف المسطرة، حيث يستخدم في ذلك مجموعة من الأدوات، الطرق، الأساليب والتقنيات التي تساعد المؤسسة على تقييم وضعيتها المالية وعلى الاندماج مع مكونات المحيط المالي" ¹ كما يعرف على أنه "مجال من العلوم الإدارية الذي يهتم بالجوانب المالية للمؤسسة ويسعى إلى تحقيق أهدافها من خلال تنفيذ وتطبيق مختلف المخططات المالية باستخدام مجموعة من الطرق والأدوات. كما تم تعريفه بأنه " ذلك المجال من علوم التسيير الذي يهتم بالجوانب المالية داخل المؤسسة، ويسعى إلى تحقيق وتطبيق مختلف الأهداف والمخططات المالية، حيث يستخدم في تحقيق ذلك مجموعة من الأدوات والطرق التي تساعد المؤسسة على الاندماج مع مكونات المحيط المالية" ² إذا التسيير المالي يجب على سؤالين هامين هما:

- هل الوضعية المالية الحالية للمؤسسة في تحسين أم في تدهور؟
- هل هذه الوضعية خطيرة بالنسبة للمؤسسة، المساهمين والأطراف الأخرى المهتمة؟

ملاحظة: التحليل المالي يعتبر جزء من التسيير المالي بحيث يعمل على جمع البيانات وحساب المؤشرات المالية ويتبع بعد ذلك بالتفسير والمقارنة وإتخاذ القرارات كما أنه يعتبر خطوة ضرورية يعتمد عليها في فهم المؤشرات المالية ومعرفة دلالاتها وبناء على التحليل يتخذ القرار المناسب.

2-2- نظرة تاريخية عن التسيير المالي:

¹ - سليمان بن ساسي، التسيير المالي محضرات وتطبيقات، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص 19.

² - إلياس الهناني، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 37.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

ترجع نشأة التسيير المالي تاريخياً كأداة إلى اتجاهين: ¹الأول مصرفي، إذ أن التوسع في حجم التسهيلات الائتمانية بحيث دعا المجلس التنفيذي لجمعية المصرفيين في نيويورك عام 1795 إلى إعداد توصية أعضاء الجمعية تفيد أن على المقترض أن يقدم بيانات مكتوبة حول الأصول (الموجودات) والخصوم (المطلوبات) وحق الملكية عند طلب الحصول على تسهيلات مصرفية، وفي عام 1906 تمت التوصية باستخدام هذه البيانات لأغراض التحليل الشامل لوضع المؤسسة المقترضة وبشكل يسمح بمعرفة نقاط القوة والضعف في تلك البيانات. وفي عام 1907 تمت التوصية باعتماد القياس الكمي بواسطة النسب للبيانات المقدمة من قبل المقترضين بهدف تحديد الجدارة الائتمانية، أما الاتجاه الثاني فقد أكدت أدبيات الإدارة المالية على أهمية التحليل المالي، وتعود فكرته كأداة إلى فترة الكساد العظيم عام 1929 والتي كانت نتاجه إفلاس العديد من المؤسسات نتيجة عدم ملاءمتها الفنية والحقيقية لمواجهة الإلتزامات المترتبة عليها . كذلك إن فشل وإفلاس العديد من المؤسسات أكدت الحاجة إلى ضرورة نشر القوائم المالية بهدف قراءة بياناتها وتحليلها للوقوف على المركز الائتماني والمالي للمؤسسات، بالإضافة إلى تطور تقنيات الإستثمار والتمويل في عقد الأربعينيات والخمسينيات جعلت من التحليل المالي وسيلة فعالة لإلتخاذ العديد من القرارات التي تخص المؤسسة أو الأطراف المستفيدة منه، فهذا جانب النظرة الشمولية للتحليل المالي في ظل استخدام الأساليب الكمية الحديثة أو تقنيات الحاسوب وبمستوى عالي من الكفاءة والفعالية الأمر الذي أدى إلى حوسبة التحليل المالي لضمان السرعة والدقة في تدفق التقارير المالي والمعلومات الخاصة بأداء المؤسسة.

على الرغم من دور الإتجاهات السالفة الذكر في تفعيل التحليل المالي كأداة فإنه لا بد من ذكر بعض الأسباب التي أدت إلى زيادة أهمية التحليل المالي في المؤسسات المعاصرة، وهذه الأسباب تكمن

¹ - عدنان تايه النعيمي، أرشد فواد التميمي، التحليل والتخطيط المالي، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 9007، ص 98.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

أساسا في تطور تكنولوجيا الإنتاج والتصنيع، ضغوط الائتمان وتطور ونضوج الأسواق المالية. وتتمثل المراحل التي مر بها التحليل المالي في:

- ما بعد الكساد العظيم (مخاطر الحقوق): الأدوات المستخدمة في هذه المرحلة الميزانية المالية، النسب المالية ورأس المال العامل الصافي؛
- بداية السبعينات (تحليل المخاطر الصناعية): الأدوات المستخدمة في هذه المرحلة تتمثل في الميزانية الوظيفية والإحتياج في رأس المال العامل؛
- نهاية الثمانينات (التحليل ضمن اقتصاد السوق): الأدوات المستخدمة في هذه المرحلة هن المرودية الاقتصادية، أثر الرافعة المالية، أثر المقص والنقطة الميتة؛
- بداية التسعينات حتى الآن (تحليل القيمة): الأدوات المستخدمة في هذه المرحلة جدول تدفقات الخزينة، فائض خزينة الإستغلال، وفائض الخزينة المتاح.

2-3- البيئة المالية والأهداف الأساسية للتسيير المالي:

التسيير المالي هو مجال من علوم التسيير الذي يهتم بالجوانب المالية داخل المؤسسة ويسعى إلى تحقيق وتطبيق مختلف الأهداف والمخططات المالية، حيث يستخدم في تحقيق ذلك مجموعة من الأدوات، الطرق، الأساليب والتقنيات التي تساعد المؤسسة على الإندماج مع مكونات المحيط المالي. هذا الأخير الذي يتكون من مجموعة من العناصر التي قد تكون السبب في نمو المؤسسات وتطويرها، كما قد تكون السبب في تدهورها. فقد تم حصر خمس مكونات أساسية للبيئة المالية للمؤسسة، وهي:

الشكل رقم 01: المؤسسة والبيئة المالية



محاضرات في مقياس التسيير المالي

المصدر: إلياس الهناني وآخرون، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2019، ص37.

- وسائل السداد والتعاملات المالية: تتمثل في وسائل الدفع والائتمان وهي وثائق رسمية تثبت الحقوق المالية بين طرفين منها الأسهم، السندات تساعد المؤسسة على إجراء عدة عمليات التنازل، الاستدانة، التسديد؛

- سوق المال: يعتبر مصدر أساسي للرفع في رأس المال وتتحدد من خلاله القيمة السوقية؛

- الإجراءات القانونية: مختلف القواعد التي تضبط التعاملات المالية للمؤسسة مع مختلف الأطراف؛

المؤشرات المالية العامة: من بين هذه المتغيرات معدلات الفائدة والصرف، معدلات الاقتطاعات المالية والإجتماعية؛

- المؤسسات البنكية والمصرفية: تعمل المؤسسة على تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة عن طريق القروض الطويلة، المتوسطة وقصيرة الأجل.

4-2- المهام الأساسية للتسيير المالي:

تكمن المهام الأساسية لتسيير المالي في:

1- تعظيم قيمة المؤسسة: إن العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة كثيرة فنجد مثلاً الثروة المتراكمة حالياً، المخاطر الخاصة بنشاط المؤسسة، النتائج المنتظرة من النشاطات الحالية والمستقبلية والمخاطر المرتبطة بالبيئة المالية؛

محاضرات في مقياس التسيير المالي

2- المحافظة على مستوى الأداء المالي: تدني تكاليف وتعظيم الإجراءات بصفة مستمرة لتحقيق تراكم في

الثروة؛

3- المحافظة على اليسر المالي: اعتماد على التسيير الفعال للخزينة وبالتالي تحقيق الحد الأدنى من السيولة

النقدية التي تعتبر هامش أمان؛

4- التحكم في المخاطر المالية؛

5- المسؤوليات العملية للتسيير المالي.

2-5 - أهداف التسيير المالي: يهدف التسيير المالي أساسا إلى:

- القيام بتشخيص دقيق للوضع المالي، وذلك من خلال تحليل داخلي أو مراجعة خارجية؛
- تقدير قيمة المؤسسة؛
- توفير أدوات الرقابة للمسيرين للحكم على أثر القرارات التي تم اتخاذها؛
- المحافظة على اليسر المالي؛
- التحكم في المخاطر المالية؛
- تعظيم قيمة المؤسسة أو ثروة الملاك.

2-6- الجهات المستفيدة من نتائج التسيير المالي: تقسم الجهات المستفيدة من نتائج التسيير

المالي إلى جهتين¹:

أ- قطاعات لها إهتمام مباشر بالمؤسسة: هم إدارة المؤسسة، المستثمرون الحاليون والمرقبون،

الموردون، العملاء، الموظفون، المقرضون الحاليون والمرقبون، الدوائر الحكومية و غيرها؛

ب- قطاعات التي ليس لها إهتمام مباشر بالمؤسسة: الدوائر الحكومية الرقابية، الدوائر الحكومية

المسؤولة عن التخطيط وتوجيه الاقتصاد الوطني.

2-7- مصادر معلومات التسيير المالي:

¹ - منير شاكرا أحمد وآخرون، التحليل المالي، مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 9002، ص 97 - 91.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

تختلف المعلومات المستخدمة في التسيير المالي باختلاف مصادرها إلى مصادر داخلية وأخرى خارجية.¹

1-7-أ - المصادر الداخلية: تتمثل في المعلومات الداخلية التي تقدمها مصلحة المحاسبة الموجودة في القوائم المالية كالبيانات المحاسبية الختامية المنشورة وغير المنشورة، وتشمل الميزانية، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية، الإيضاحات المرفقة بتلك البيانات؛ تقرير مدقق الحسابات والتقرير الختامي لأعضاء مجلس الإدارة؛ التقارير المالية الداخلية التي تعد لأغراض إدارية، مثل التوقعات والتنبؤات المالية؛ المعلومات الصادرة عن أسواق المال وهيئات البورصة السمسرة؛ الصحف والمجلات والنشرات الاقتصادية التي تصدر عن الهيئات والمؤسسات الحكومية ومراكز الأبحاث؛ المكاتب الإستشارية.

2-7-ب- المصادر الخارجية: تتحصل المؤسسة عليها من محيطها الخارجي والتي تكون إما معلومات عامة تتعلق بالظروف الاقتصادية حيث تبين الوضعية العامة للإقتصاد في فترة زمنية معينة كالتضخم والتدهور أو معلومات قطاعية لإجراء مختلف الدراسات المالية والإقتصادية.

2-8- المسؤوليات العملية للتسيير المالي: لتحقيق أهداف التسيير المالي يجب إتباع الخطوات التالية:

- تحديد الأهداف والفترة الزمنية المعنية بالدراسة؛
- اختيار المقاربة أو الطريقة المناسبة؛
- جمع المعلومات المحاسبية اللازمة والمعلومات الإضافية؛
- إجراء الحسابات اللازمة باستعمال النسب ووضع المؤشرات في جداول؛
- التحليل والمقارنة النتائج بالمعايير المعتمدة كمرجعية؛
- التفسير من خلال البحث عن الأسباب، وضع الفرضيات والعلاقة الموجودة بين المتغيرات؛
- التشخيص الشامل وهو تحديد نقاط القوة ومواطن الضعف، وضع ملخص في حدود جودة المعلومات المتاحة؛
- وضع التوصيات؛
- اتخاذ القرارات أو إختيار الحل.

2-9- دور المسير المالي:

¹ - محي الدين عبد الرزاق حمزة، أساسيات التحليل المالي، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 18.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

لا يوجد هناك اتفاق كلي حول دور المسير المالي، إلا أن الآراء تجمع على أن هناك وظائف مالية أساسية في المؤسسة تشكل المهمة الرئيسية للمسير المالي وهي التنظيم، التخطيط والرقابة. وتتدخل عوامل كثيرة في تحديد ذلك الدور داخل المؤسسة، ومن أهم تلك العوامل نجد حجم المؤسسة، فإذا كانت المؤسسات الصغيرة تسند مهمة التسيير المالي إلى مدير المؤسسة، فيصبح هو من يتكفل لوحده بكل مهام التسيير بما فيها المالية وما تحتويه من تنظيم وتخطيط ورقابة، أما في المؤسسات الكبيرة تتعدد الأمور، فالإلمام بالوظيفة المالية يستوجب إسنادها إلى إدارة بكاملها، وتصبح مهمة المسير المالي تتمثل في الإشراف والتنسيق فقط، بينما المهام الأخرى فتقوم بها مجموعة من الأفراد تتمثل أدوارهم كمساعدين ماليين داخل الإدارة المالية، وحينها تتمثل وظائف المسير المالي في:¹

- تحليل الوضعية المالية الماضية والحاضرة للمؤسسة بالاستعانة بالكشوفات المحاسبية من ميزانيات محاسبية وجدول حسابات النتائج وغيرها، للوقوف على جوانب القوة والضعف لاستخلاص الحلول المناسبة؛
- وضع خطط مالية في شكل موازنات تقديرية (مبيعات - إنتاج - تمويل - استثمارات - خزينة) مع تحليل الفروق في الموازنات التقديرية السابقة للتوفيق بين سيولة المؤسسة في الأجل القصير ورحبتها في الأجل الطويل؛
- وضع هيكل تمويل يتناسب مع طبيعة نشاط المؤسسة ويتلاءم مع الظروف العامة الخارجية مع تحديد مصادر التمويل المتاحة وتكلفتها ووضع المزيج التمويلي المناسب الذي يعظم منافع المساهمين؛
- وضع برنامج لتسيير الأصول الدائمة يشمل التجديد والتوسع، بما يضمن مسايرة المؤسسة للتطورات التكنولوجية في سوق المنتجات ورفع حصتها في السوق الاستهلاكي، وتأمينها للعملية برأس مال عامل للتوفيق بين سيولة الأصول وإستحقاقية الخصوم؛
- الاحتياط لمواجهة الظروف المالية الخاصة في المؤسسة والتي قد تكون نتيجة مخاطر عامة تفرض على المؤسسة الاندماج عوض الإفلاس.

وتعتبر أهم هذه الخطوات في:

¹ - مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، ص 10.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- **التشخيص المالي:** يتم تحليل الوضعية المالية والخروج بنقاط القوة والضعف من أجل تحضير حلول المناسبة لتجاوز نقاط الضعف وتعزيز نقاط القوة؛
- **اتخاذ القرارات المالية:** بعد تحليل الوضعية المالية تأتي مرحلة إتخاذ القرارات المالية وتطبيقها وتشمل قرارات المشاريع الاستثمارية ومصادر تمويلها، قرارات قصيرة الأجل تتضمن تمويل دورة الإستغلال وتسيير الخزينة، قرارات مالية مرتبطة بتسيير المخاطر المالية؛
- **الرقابة المالية:** تهدف لتحديد الانحرافات في تطبيق ووضع الإجراءات التصحيحية من خلال قرارات مالية جديدة؛

التسيير المالي يتمثل في عملية جمع البيانات المالية ودراسة الوضعية المالية للمؤسسة عن طريق حساب، تحليل ومقارنة مختلف المؤشرات والنسب المالية اعتمادا على مختلف القوائم المالية، ثم بناء على النتائج المستخرجة للعمليات السابقة يتم وضع توليفة من القرارات المالية طويلة وقصيرة الأجل بغرض تحسين وضعية المؤسسة وتعظيم قيمتها، مواجهة كل المخاطر المحيطة بها.

للتسيير المالي دور فعال في مساعدة المؤسسة للوصول لأهدافها المنشودة عن طريق تطبيق مختلف المخططات المالية، ومن هنا يمكن القول أن التسيير المالي ينقسم إلى قسمين:

- **التسيير المالي طويل الأجل:** هو كل ما يتم اتخاذه من قرارات أو تطبيق لمخططات مالية أو إستخدام لأدوات تساهم في تحقيق أهداف المؤسسة على المدى البعيد أي أكثر من سنة، والذي يكون عن طريق التمويل برؤوس الأموال الخاصة أو بواسطة التمويل متوسط وطويل الأجل، وكذا تسيير خطر سعر الفائدة ومخطط التمويل؛
- **التسيير المالي قصير الأجل:** يكون عكس النوع السابق أي كل ما تطبقه أو تستخدمه المؤسسة في السنة الحالية، ويشمل تسيير احتياجات في رأس المال، التخطيط المالي قصير الأجل، التوظيف قصير الأجل وكذا التمويل قصير الأجل.

لقد ذكرنا من بين الخطوات الهامة في منهجية التسيير المالي جمع المعلومات الضرورية وتتضمن معلومات محاسبية (الوثائق المالية والمحاسبية، الحسابات الوسيطة للتسيير، جدول التمويل، تقرير التسيير... الخ)، ومعلومات إضافية تخص المؤسسة نفسها والمحيط وهكذا كلما كانت المعلومات المتاحة كافية وعالية الجودة

محاضرات في مقياس التسيير المالي

كلما كان التحليل ذو مصداقية وفائدة ويعكس الصورة شبه حقيقية للوضع المالية للمؤسسة، كما تتعلق الخطوة الخاصة بإجراء مقارنة للنتائج المتوصل إليها بمعايير يعتمد عليها كمرجع لقياس الانحرافات والإختلالات.

.....

المحاضرة الثالثة:

التشخيص المالي للمؤسسة

قبل قيام المسير المالي بإتخاذ أي قرار يحتاج إلى دراسة تمهيدية تتمثل في تشخيص المشكل، ذلك بتحليل الوضع المالية إلى مكوناتها الأساسية ومن ثم استنباط جوانب القوة والضعف وكل المتغيرات التي تصف هذه الوضع. إن عملية التشخيص هذه تتجزأ إلى مرحلتين أساسيتين عملية فحص داخلي للوضع المالية والتي على أثرها يتعرف المحلل المالي على كل الجوانب المحيطة بالمشكل المطروح، وعملية تحليلية خارجية تتمثل في تحليل مكونات محيط المؤسسة ودراسة علاقة كل عنصر بها ومن ثم مقارنة وضعيتها بعناصر المحيط.

3-1- تعريف: يعرف التشخيص المالي على أنه عملية تحليل للوضع المالي باستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية، بهدف استخراج نقاط القوة ونقاط الضعف ذات الطبيعة المالية.

تعتبر المعطيات المالية التي تقدمها كل من المحاسبة العامة والمحاسبة التحليلية قاعدة أساسية للتحليل، ذلك بصفقتها مصدر المعلومات الرئيس للمحلل المالي، كما تحتاج عملية التشخيص إلى معطيات حول المحيط المالي للمؤسسة والتي من المفروض أن يوفرها نظام المعلومات المالي، وهي معطيات متعلقة بالبنوك، العملاء، الموردون، المنافسين وحالة الاقتصاد ككل.

3-2- الخطوات الأساسية لعملية التشخيص المالي:

محاضرات في مقياس التسيير المالي

تبدأ عملية التشخيص المالي بمرحلتين أوليتين بحيث:¹

أولاً: بتحليل النشاط والإحاطة بمختلف جوانبه كدراسة السوق، المنتج، مراحل التصنيع، شبكات التوزيع، المستخدمين ثم تبني الخيار المحاسبي المعمول به داخل المؤسسة؛

ثانياً: **الشروع في تنفيذ المخطط** بتحليل الهوامش كأرصدة الوسيطة للتسيير، أثر المقص وأثر النقطة الميتة ثم الانطلاق في المشاريع الاستثمارية كحساب الاحتياج في رأس المال العامل والأصول الثابتة التي يجب أن تمويل من تدفقات الخزينة ودراسة المخاطر المالية، سعر الصرف، معدل الفائدة وأن تحقق مردودية كافية بتحليل المردودية الإقتصادية والمردودية المالية (أثر الرافعة المالية)، مقارنة المردودية الإقتصادية بمعدل المردودية المتوقع من المساهمين ومالكي رأس المال (القيمة، مخاطر العسر المالي).

3-3- طرق التشخيص المالي:

يهدف التشخيص المالي إلى تحديد ومعرفة جوانب القوة والضعف في الجانب المالي للمؤسسة، وذلك ضماناً لتحسين الوضع المالي في المستقبل لذلك هناك عدة طرق لتفعيل التشخيص المالي أهمها ما يلي:²

3-3-1- التشخيص التطوري: يقوم التشخيص المالي التطوري على دراسة الوضعية المالية

للمؤسسة لعدة دورات مالية متتالية، حيث يتم تحليل الوضعيات المالية السابقة من أجل تشخيص الوضع الحالي وتقدير الوضعية المالية المستقبلية، لإجراء هذه الدراسة لا بد من امتلاك المؤسسة لنظام معلومات محاسبي ومالي متطور وفعال حتى يتمكن المحلل المالي من رسم التطور المستقبلي للوضعية المالية. فهو يركز على العناصر التالية:

- **تطور النشاط:** أي متابعة التغيرات عبر الزمن، اعتماداً على التغير في رقم الأعمال أو القيمة المضافة أو النتائج المحاسبية... الخ، ومن ثم الحكم على نمو النشاط فيما إذا كان يتطابق مع أهداف المؤسسة ومعطيات السوق وبناء على حالات النمو (مرتفع، مستقر، منخفض) يستطيع المحلل المالي مراقبة التطور في هيكل التكاليف والذي من المفترض أن يتناسب طردياً مع تطور النشاط؛

¹ - P Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 17^{ème} édition, DALLOZ, Paris, 2019, P186.

² - Beatrice GUILLOT, **Analyse financière : les outils du diagnostic financière**, 8^{ème} édition, édition Gualino éditeur, France, 2007, p 38.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- **تطور أصول المؤسسة:** تعبر الأصول عن مجموع الإمكانيات المادية، المعنوية والمالية المستخدمة في ممارسة أنشطة المؤسسات، ومن ثم فمراقبة تطور هذه الإمكانيات يعد ضروري لتشخيص النمو الداخلي والخارجي، كما يعد مؤشرا استراتيجيا هاما يعبر عن الوجهة الإستراتيجية للمؤسسة إن كانت تتجه نحو النمو، البقاء أو الانسحاب من السوق؛
- **تطور هيكل دورة العمليات التشغيلية:** يتكون هيكل دورة العمليات التشغيلية من العملاء، الموردون، المخزونات والتي تشكل في مجموعها الاحتياجات المالية لدورة العمليات التشغيلية، والتي ينبغي مراقبة تطورها عبر الزمن ومقارنة نموها بنمو النشاط (الإرتفاع في رقم الأعمال) من أجل الحكم على مستوى الإحتياجات المالية.
- **تطور الهيكل المالي:** يتشكل الهيكل المالي من مصادر تمويل المؤسسة والمتمثلة أساسا في الأموال الخاصة ومصادر الإستدانة، وبناءً على العناصر السابقة الذكر يمكن للمحلل المالي مراقبة مستويات الاستدانة والتمويل الذاتي ومساهمات الشركاء وتحديد قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها وقدرتها على السداد ومدى استقلاليتها المالية، وتأثير الاستدانة على المردودية... الخ.
- **تطور المردودية:** تعتبر المردودية الأساس الرئيس الذي يقوم عليه الهدف الاقتصادي للمؤسسة كما تعتبر ضمان للبقاء، النمو والاستمرارية، وتعد أحد أهم المؤشرات التي تستخدم في الحكم على أداء المؤسسة من جميع النواحي، وعليه فمراقبة تطور معدلات المردودية يمثل قاعدة أساسية لتشخيص المالي التطوري، وذلك عن طريق نسب المردودية وآلية أثر الرافعة المالية.

3-3-2- التشخيص المقارن:

إذا كان التشخيص التطوري يعتمد على تحليل الوضع المالي ومراقبته عبر الزمن، فإن التشخيص المقارن يركز على تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة مقارنة مع مؤسسات مماثلة في النشاط وعليه فالأساس التي يعتمد عليه التشخيص المقارن هو الحكم على وضع المؤسسة بناءً على معطيات المؤسسات الرائدة في نفس القطاع، وذلك باستخدام مجموعة من الأرصدات والأدوات والمؤشرات المالية.

يهدف المحلل المالي من خلال التشخيص المقارن إلى مراقبة الأداء المالي للمؤسسة بناءً على التغير في المحيط، خصوصا في حالات المحيط غير المستقر.

3-3-3- التشخيص المعياري:

يمكن اعتبار التشخيص المعياري امتداداً للتشخيص المقارن، إلا أنه وبذلل مقارنة وضع المؤسسة بمجموعة مؤسسات تنتمي لنفس القطاع، فإننا نلجأ إلى استخدام معدلات معيارية يتم اختيارها بناء على دراسة شاملة ومستمرة لقطاع معين من طرف مؤسسات ومكاتب دراسات مختصة، ولتوضيح محتوى هذه الطريقة نقدم مجموعة من المعايير كمثال معتمد في بعض النشاطات:

- معدل الهيكل المالي (الديون/ الأموال الخاصة) للمؤسسات البنكية يقدر ب 08 بالمائة؛
- نسبة رقم الأعمال إلى المتر المربع بالنسبة لكبريات الأسواق والمعارض؛
- الديون المتوسطة وطويلة الأجل يجب ألا تتعدى ثلاث أضعاف القدرة على تمويل الذاتي.

3-4- أدوات التشخيص المالي:

يهدف المشخص المالي إلى تحديد نقاط القوة ونقاط الضعف للوضع المالية للمؤسسة، ذلك ضماناً لتحسين الوضع في المستقبل وضماناً لاستمرار التسيير الفعال، وذلك باستخدام مجموعة من الأدوات المتكاملة فيما بينها والتي تظهر من خلال الشكل التالي:

- تحليل الهيكل المالي:

الهدف من هذا التحليل هو ضمان تمويل الاحتياجات المالية دون التأثير على قيود التوازن المالي والمردودية والملاءة المالية... الخ، وذلك اعتماداً على المنظور المالي المرتكز على منظور الذمة المالية ومبدأ السيولة والاستحقاق، أو المنظور الوظيفي المرتكز على المفهوم الوظيفي للمؤسسة والفصل بين النشاطات الرئيسية في التحليل.

- تقييم النشاط والنتائج:

يهتم هذا التحليل بكيفية تحقيق المؤسسة للنتائج والحكم على مدى قدرة النشاط على تحقيق الربحية، ذلك باستخدام الأرصدة الوسيطة للتسيير وهي أرصدة توضيح المراحل التي تتشكل من خلالها كل من الربح والخسارة، ومن خلالها يمكن تحديد الأسباب التي أدت إلى النتيجة المحققة، ومن ثم يمكن تصور الحلول والإجراءات التي تبقى على الوضع أو تحسينه حسب كل حالة.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- تقييم المردودية:

هي وسيلة تمكن المحلل المالي من مقارنة النتائج المحققة مع الوسائل التي ساهمت في تحقيقها، وهي المؤشر الأكثر موضوعية في تقييم الأداء، ويمكن من خلالها إتخاذ قرارات التمويل وقرارات الاستثمار وغيرها.

- تحليل التدفقات المالية:

يمثل التحليل الأكثر تطورا مقارنة بالتحليل الوظيفي والتحليل الذمي، حيث يمكن باستخدام جداول التدفقات المالية تحليل التوازن المالي والوقوف على أسباب العجز أو الفائض في الخزينة، وتحديد الدورة المسؤولة عن هذا العجز أو ذلك الفائض، كما يحتوي هذا التحليل على مجموعة من المؤشرات ذات البعد الاستراتيجي والتي لها دور في إتخاذ بعض القرارات الإستراتيجية، والمساعدة في تقييم الإستراتيجية المتبناة من طرف المؤسسة.

كل هذه الوسائل وغيرها تمثل منظومة متكاملة تستخدم في المرحلة التي تسبق مرحلة إتخاذ القرار، إذ تمثل الأرضية الأساسية التي تجعل المسير يتخذ قراره إستنادا إلى أسس دقيقة وموضوعية.

هناك من يرى أن أدوات التشخيص المالي تكمن في تحليل الهيكل المالي المقصود به هنا هو أموال المؤسسة سواء كانت خاصة (جماعية) أو ديون، ويتم تحديده بالربحية، السيولة، المردودية معدل النمو، حجم المؤسسة، هيكل الأصول¹ وهذا بهدف ضمان تمويل الاحتياجات دون التأثير على التوازن المالي والمردودية والملاءة المالية، بالاعتماد على منظور الذمة المالية ومبدأ السيولة والاستحقاق أو على المنظور الوظيفي بالفصل بين النشاطات الرئيسية في التحليل. تقييم النشاط والنتائج (تقييم المردودية) بحيث يتم تعريف المردودية بأنها النسبة بين النتيجة المحققة والوسائل المستعملة لتحقيق هذه النتيجة، ولذلك فهي القدرة على الوفرة النقدية (تحقيق الأرباح) من طرف المؤسسة، وأخيرا التدفقات المالية².

المحاضرة الرابعة: مقاربات التسيير المالي

المقاربات الكلاسيكية في التسيير المالي

¹ - Jonthan Berk, Peter Demazro, **Finance d'entreprise**, édition française dirigée par Gunther Capelle-Blanca, Nicolas Coudere Pearson éducation, France, 2008, P 63.

² - ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية الجزائر، 2008، ص 14.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

مقاربة سيولة - استحقاق

رأس المال عامل

شهدت مقاربات التسيير المالي تطورا عبر الزمن، حيث انتقل من المقاربة الكلاسيكية الساكنة إلى المقاربة الديناميكية، تتضمن المقاربة الكلاسيكية الساكنة كلا من التحليل سيولة - استحقاق والذي ظهر بعده التحليل الوظيفي، أما المقاربة الديناميكية فتتمثل في التحليل المعتمد على التدفقات والحركات المالية.

1-4- المقاربات الكلاسيكية في التسيير المالي.

1-4- التحليل المالي وفق مقاربة سيولة - استحقاق (المقاربة الذمية):

يتمثل الهدف من هذا التحليل في تشخيص خطر الإفلاس المالي، وبمعنى أدق خطر اللاسيولة *illiquidité* وعدم القدرة على التسديد *insolvabilité* على المدى القصير. فلتقدير درجة العسر المالي وخطر الإفلاس تهتم هذه المقاربة بتقييم عناصر الأصول والخصوم، ومقاربة أجال إستحقاق عناصر الخصوم مع أجل تحقق (تسديد) عناصر الأصول وتحويلها إلى سيولة. تعرف **الميزانية على أنها** مرآة عاكسة للوضع المالي للمؤسسة في وقت معين فتبين ما لدى المؤسسة من موجودات وما عليها من مطالبات من قبل الملاك أو من قبل الغير ولهذا تسمى أيضا قائمة المركز المالي، وتتمثل في جدول يظهر في جانبه الأيمن مجموع الاستخدامات وتسمى الأصول أي ممتلكات وموجودات المؤسسة وفي جانبه الأيسر مجموعة الموارد وتسمى الخصوم، حيث تحافظ الميزانية دائما على توازنها لأن مصادر الأموال تساوي أوجه استخدامها.¹ في الواقع، الميزانية عبارة عن أسلوب للتعبير وتجميع الأموال الاقتصادية، حسب أنواعها بشكل نقدي في تاريخ معين ومصادر تكوينه. فهي عبارة عن قائمة مالية تصدر غالبا في نهاية السنة المالية، ومن خلالها يتم التعرف على الذمة المالية للمؤسسة، حيث تتعدد أساليب التسيير المالي وأهمها رأس المال العامل.

- مبادئ ترتيب ومعالجة عناصر الميزانية وفق هذا التحليل:

- مبادئ ترتيب عناصر الميزانية: ترتب عناصر الميزانية وفق معايير درجة السيولة بالنسبة لعناصر الأصول ومعايير درجة الاستحقاق بالنسبة لعناصر الخصوم.
- الأصول: تنقسم إلى أصول غير جارية وأصول جارية؛

¹ - بن ربيع حنيفة، الواضح في المحاسبة المالية وفق المعايير الدولية، منشورات كليك، الجزائر، 2015، ص 43.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- الخصوم: تنقسم إلى رؤوس الأموال الخاصة، الخصوم غير الجارية والخصوم الجارية.

4-2- أسس التحليل وفق مقارنة سيولة - إستحقاق:

- دراسة خطر العسر المالي من خلال رأس المال العامل سيولة - إستحقاق:

تقضي هذه القاعدة بضرورة تمويل الاستخدامات لأكثر من سنة (الاستثمارات) بموارد مستقرة لأكثر من سنة وتمويل الاستخدامات لأقل من سنة بموارد مدتها تقل عن السنة. إلا أن تحقق هذه القاعدة مرتبط بمجموعة من المخاطر كخطر تباطؤ عناصر الأصول أو الخصوم لأقل من سنة، وتبعاً لقاعدة التوازن المالي السابقة من الضروري توفير هامش إضافي لمواجهة المخاطر الطارئة، الذي يتم تقديره حسب قدرات المؤسسة وطبيعتها وتطورها يتمثل هذا الهامش في رأس المال العامل سيولة FRL. بحيث يعرف رأس المال العامل على أنه " جزء من رؤوس الأموال التي تصلح لتمويل الاحتياجات ناقص عناصر الأصول الناتجة عن دورة الاستغلال، ولتحقيق السير العادي لنشاط المؤسسة.¹ فيحسب ر.م.ع بطريقتين من أعلى الميزانية وإما من أسفلها:

من أعلى:

$$\text{ر.م.ع} = (\text{الأموال الخاصة} + \text{الخصوم غير الجارية}) - \text{الأصول غير الجارية}$$

من الأسفل:

$$\text{ر.م.ع} = \text{الأصول الجارية} - \text{الخصوم الجارية.}$$

مثال: لتكن لدينا الميزانية المالية المختصرة التالية

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
- الأصول غير	2 164 000	الأموال الخاصة	1 000 000

¹ - جواد العبيدي، مقدمة في الإدارة المالية، دار أجد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2017، ص 175.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

1 389 000	الخصوم غير الجارية	3 261 000	الجارية
3 036 000	الخصوم الجارية		-الأصول الجارية
5 425 000	المجموع	5 425 000	المجموع

وعليه يمكننا حساب رأس المال العامل حسب الطريقتين السابقتين:

$$\text{ر.م.ع} = (\text{الأموال الخاصة} + \text{الخصوم غير الجارية}) - \text{الأصول غير الجارية.}$$

$$\text{ر.م.ع} = (1\ 000\ 000 + 1\ 389\ 000) - 2\ 164\ 000$$

$$\text{ر.م.ع} = 2\ 389\ 000 - 2\ 164\ 000$$

$$\text{ر.م.ع} = 225\ 000 \text{ دج}$$

$$\text{ر.م.ع} = \text{الأصول الجارية} - \text{الخصوم الجارية.}$$

$$\text{ر.م.ع} = 3\ 036\ 000 - 3\ 261\ 000$$

$$\text{ر.م.ع} = 225\ 000 \text{ دج}$$

3-4- فلسفة التحليل وفق مقارنة سيولة- استحقاق:

تتمثل فلسفة التحليل في مجموعة من القواعد المعتمدة في هذا التحليل وهي:

*- قاعدة التوازن المالي الأدنى:

محتوى هذه القاعدة أنه يستوجب إبقاء الموارد المستخدمة في تمويل الأصول لمدة لا تقل عن مدة إبقاء الاستثمارات لتفادي الإضطرابات التي قد تحدث الميزانية لأقل من سنة ولتحقيق هذا الهدف يجب أن يكون رأس المال العامل موجب أي أكبر من (0) الصفر.

أ - منظور أعلى الميزانية:

يعبر رأس المال العامل على العلاقة الأموال الخاصة والخصوم غير الجارية مع الأصول غير الجارية ويمكن حصر ثلاث حالات رأس المال العامل.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

الحالة الأولى: رأس المال العامل موجب

في هذه الحالة يعبر عن فائض الأموال طويلة الأجل (الباقى) بعد تمويل كل الأصول الثابتة غير الجارية، المؤسسة إستطاعة تمويل أصولها غير الجارية بواسطة مواردها المالية الدائمة وحققت فائض يتمثل في ر.م.ع وذلك على النحو التالي:

الأصول غير الجارية	الأموال الخاصة + الخصوم غير الجارية
زيادة	////////////////////////////////////
الأصول الجارية	الخصوم الجارية

الحالة الثانية: رأس المال العامل سالب

في هذه الحالة الأموال طويلة الأجل غير كافية لتمويل جميع الاحتياجات المالية غير جارية (جزء فقط) مما يستدعي البحث عن موارد أخرى لتغطية العجز في التمويل

الأصول غير الجارية	الأموال الخاصة + الخصوم غير الجارية
////////////////////////////////////	نقص
الأصول الجارية	الخصوم الجارية

- الحالة الثالثة: رأس المال العامل معدوم

هي حالة نادرة أي التوافق التام في الهيكل الموارد والاستخدامات وتمثل الوضع الأمثل ليسر المالي.

الأصول غير الجارية	الأموال الخاصة + الخصوم غير الجارية
الأصول الجارية	الخصوم الجارية

ب- منظور أسفل الميزانية

يعبر رأس المال العامل عن الفرق بين الأصول الجارية والخصوم الجارية حيث يمثل قدرة المؤسسة على الاستجابة للاستحقاقات قصيرة الأجل عن طريق أصولها قصيرة الأجل وهي الأكثر قابلية للتحويل إلى سيولة (أموال سائلة) أي تسديد القروض قصيرة الأجل وهناك ثلاث حالات.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

الحالة الأولى: رأس المال العامل موجب

الأصول الجارية أكبر من الخصوم الجارية أي ان المؤسسة تستطيع مجابهة ديون قصيرة الأجل باستخدام أصولها الجارية ويبقى فائض مالي يمثل هامش أمان وهو ر.م.ع حيث تحقيق السيولة له دور هام في التوازن المالي للمؤسسة.

الحالة الثانية: رأس المال العامل سالب

الأصول الجارية أقل من الخصوم الجارية أي أن المؤسسة لا تستطيع مجابهة ديون قصيرة الأجل باستخدام أصولها الجارية وبمعنى عجز في التمويل.

الحالة الثالثة: رأس المال العامل معدوم التساوي

الأصول الجارية تتعادل والخصوم الجارية أي أن المؤسسة تستطيع مجابهة ديون قصيرة الأجل باستخدام أصولها الجارية ودون أن يبقى فائض مالي وهي تمثل الوضع الأمثل لكنها حالة نادرة.

* - قاعدة الإستدانة القصوى:

تهتم هذه القاعدة بالديون طويلة الأجل التي لا بد أن نضع لها حداً، بحيث لا يتعدى إجمالي هذه الديون إجمالي الأموال الخاصة، وهي قاعدة 50/50 وان لا يتعدى 3 سنوات من التمويل الذاتي.

* - قاعدة التمويل الأقصى:

تنص على إن كل عملية استثمار يجب أن لا يتعدى مستوى الاستدانة فيها 50 بالمائة إلى 70 بالمائة من قيمة الاستثمار المعني.

* - الانتقادات الموجه لهذا التحليل (تحفظات)

يعاني هذا التحليل من عدد من النقائص كانت سببا في توجيه التحفظات التالية له:

- يفترض هذا التحليل استمرار النشاط ولا يعطي إجابات عن حالة توقف النشاط؛

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- الاعتماد على مبدأ السيولة يشوبه كثير من الانتقادات فقد توجد أصول غير الجارية ذات سيولة أعلى من بعض الأصول الجارية؛
- لا يحدد المستوى الأمثل لرأس المال العامل بل يفترض أن هذا الأخير إذا كان موجب فقط فالمؤسسة متوازنة ماليا؛
- إمكانية تباطؤ دوران الأصول الجارية؛
- الخسائر التي يمكن أن تتعرض لها الأصول الجارية أي انخفاض قيم عناصرها؛
- تجاهل هذا النوع من التحليل لمفهوم الخزينة بالرغم من افتراضه أنها موجبة في حالة وجود رأس مال عامل موجب؛
- الاعتماد على النسب المالية أمر صعب لأنها تعتمد في حسابها على المعلومات المعلنة فقط، كما أن مقارنة القوائم المالية خلال فترة زمنية طويلة قد يكون صعب بسبب احتمالية تبني طرق محاسبية مختلفة، وليس لها مدلول لوحدها مما يتطلب مقارنتها مع نسب في مؤسسات نفس القطاع أو مع نسب معيارية.
- لا يوجد مستوى أمثل أو محدد لرأس المال عامل سيولة إستحقاق؛

مثال 02: لتكن لدينا الميزانية المالية لسنة 2012 التالية

الأصول	إجمالي	اهتلاك	الرصيد	الخصوم	الرصيد
الأصول غير الجارية				رؤوس الأموال الخاصة	
- تثبيطات معنوية	10.000	-	10.000	- رأس المال	400.000
- تثبيطات مادية	200.000	50.000	150.000	- علاوات	15.000
- تثبيطات جاري	150.000	-	150.000	- نتيجة صافية	25.000
إنجازها	80.000	-	80.000		
- تثبيطات مالية	60.000	-	60.000		
- سندات أخرى					
المجموع	500.000	50.000	450.000	المجموع	440.000
الأصول الجارية				الخصوم غير الجارية	

محاضرات في مقياس التسيير المالي

100.000	قروض وديون ط أ	100.000	-	100.000	-مخزونات سلعية
35.000	-ديون أخرى	60.000	-	60.000	-الزبائن
27.000	-مؤونات	30.000	-	30.000	-الضرائب
		25.000	-	25.000	-الأموال الموظفة
162.000	المجموع	10.000	-	10.000	-الخزينة
	الخصوم الجارية				
35.000	موردون				
15.000	ضرائب				
23.000	ديون أخرى				
73000	المجموع	225.000	-	225.000	المجموع
675.000	المجموع	675.000	50.000	725.000	المجموع

المطلوب:

- حساب رأس المال العامل بالطريقتين مع التعليق
- حساب نسب المالية - سيولة مع التعليق

II- أجب عن الأسئلة التالية :

- ما المقصود باليسر المالي؟
- ما هي الأنشطة المسؤولة عنها الوظيفة المالية؟
- لماذا يهتم الدائنون بالوضع المالية للمؤسسة؟
- اشرح كيف يمكن اعتبار رأس المال العامل سيولة مؤشرا عن المتانة المالية للمؤسسة؟
- ما يعني وجود نسب التداول السريع أكبر من الواحد؟
- ما هي الفكرة الرئيسية التي يدور حولها التحليل المالي وفق مقارنة سيولة- استحقاق؟

محاضرات في مقياس التسيير المالي

الحل

I- حساب رأس المال العامل

الطريقة الأولى: رأس المال العامل = (الأموال الخاصة + الخصوم غير الجارية) - الأصول غير الجارية

$$450.000 - (162.000 + 440.000) =$$

$$= 152.000 \text{ دج}$$

الطريقة الثانية: رأس المال العامل = الأصول الجارية - الخصوم الجارية

$$73.000 - 225.000 =$$

$$= 152.000 \text{ دج}$$

التعليق:

رأس المال العامل موجب بمعنى أن المؤسسة متوازنة ماليا من أعلى الميزانية لأن الأموال الدائمة (الأموال الخاصة والخصوم غير الجارية) تمول الأصول غير الجارية مع باقي فائض، أما من أسفل الميزانية وهي متوازنة ماليا لأن الخصوم الجارية مغطاة بالأصول الجارية مع باقي فائض يضمن استمرارية مواجهة المستحقات قصيرة الأجل.

* حساب النسب المالية:

- نسبة التداول = الأصول الجارية / الخصوم الجارية

$$= 73.000 / 225.000$$

$$= 308 \%$$

محاضرات في مقياس التسيير المالي

المؤسسة لديها وضعية سيولة جيدة وقابلية تسديد قوية لأنها قادرة على تغطية إلتزاماتها المستحقة بواسطة موجوداتها السائلة (أي ليس هناك صعوبة في مواجهة المستحقات)

-نسبة التداول السريع = الأصول الجارية - المخزون السلعي / الخصوم الجارية

$$73.000 / 100.000 - 225.000 =$$

$$= 171 \%$$

المؤسسة لها قدرة على مواجهة خصومها الجارية دون اللجوء إلى بيع المخزون السلعي.

-نسبة النقدية = الأصول النقدية / الخصوم الجارية

$$73000 / 10.000 =$$

$$= 13 \%$$

هذه النسبة ضعيفة في المؤسسة وهي غير قادرة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل.

-II- الإجابات

- اليسر المالي يتحقق عندما تكون المؤسسة قادرة على الوفاء بالتزاماتها وقت إستحقاقها.
- الوظيفة المالية مسؤولة عن الأنشطة التي تسعى إلى البحث عن مصادر التمويل الممكنة بعد تحديد الإحتياجات، كذا الإستخدام الأمثل لتلك الموارد.
- يهتم الدائون بالوضعية المالية للمؤسسة لمعرفة وضعها الائتماني وهيكل تمويلها ودرجة السيولة والربحية لديها ومدى قدرتها على السداد.
- يعتبر رأس المال العامل سيولة مؤشرا عن المتانة المالية للمؤسسة لأنه متى كان موجبا دل على أن المؤسسة ضامنة لتوازنها المالي (تمويل الأصول بموارد لا تقل مدتها عن مدة بقاء هذه الأصول) وقادرة على مواجهة المخاطر.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- وجود نسبة تداول سريعة أكبر من الواحد معناه أن المؤسسة قادرة على تغطية الإلتزامات المستحقة عليها (الخصوم الجارية) بواسطة موجودات سائلة دون اللجوء إلى البيع المخزون السلعي.
- الفكرة الرئيسية التي يدور حولها التحليل المالي وفق مقارنة سيولة- استحقاق هي الاهتمام بأمرين أساسيين:
 - * مواجهة العسر المالي (خطر عدم السيولة)
 - * مواجهة خطر الإفلاس

.....

المحاضرة الخامسة: مقاربات التسيير المالي

المقاربات الكلاسيكية في التسيير المالي

مقاربة سيولة - استحقاق

النسب

1-5- تعريف:

يقوم هذا التحليل على أساس تقييم مكونات القوائم المالية من خلال علاقتها ببعضها البعض، بالاستناد إلى معايير محددة بهدف الخروج بمعلومات عن مؤشرات الظروف السائدة في المؤسسة موضوع التحليل،¹ تعرف النسبة على أنها "العلاقة بين قيمتين ذات معنى على الهيكل المالي أو الاستغلالي، وهذه القيم تؤخذ من الميزانية أو من جدول حسابات النتائج أو منهما معا (وقد تستعمل نسب أخرى بالكميات أو بالوحدات المادية). كما تعرف على أنها "العلاقة بين متغيرين (رقمين) تربطهما علاقة عضوية أو دلالة مشتركة، حين يصعب الاستدلال بكل واحد منهما بشكل مطلق، فالرقم المالي المجرد في كثير من الأحيان يكون الاعتماد عليه مضللا عندما يكون بشكل منفرد، وبالتالي يجب النظر إلى الأرقام وهي مرتبطة أو منسوبة إلى بعضها حتى تتمكن من الوصول إلى صورة معينة عن الوضع المالي للمؤسسة محل

¹ - محمد عبد السلام أحمد، إبراهيم السيد، إدارة الموارد المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2017، ص 47.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

الدراسة¹، كما تعطي النسبة معلومة قابلة للاستعمال في التحليل المالي، وتزود المؤسسة بقيم مختلف المؤشرات كالمردودية والاستقلالية المالية والقابلية الإيفائية².

تبرز أهمية النسب المالية في كون تلك الأرقام المطلقة التي ترد في الحسابات الختامية قد لا تعني شيئا، ولا تفصح بوضوح عن الوضع المالي، مما يستدعي ربط بعضها ببعض للحصول على نتائج ذات مضمون، فهي تؤدي إلى تحديد الأثر المستقل لحجم الأرقام الحسابية التي تحققها المؤسسات ذات الأحجام المتباينة³. هذه النسب تسمح بإعطاء تفسير لنتائج السياسات المتخذة من طرف المؤسسة وبصفة موضوعية وفي إطار الشروط الخارجية المفروضة على المؤسسة، وتكون عملية الحكم على نتائج النسب غالبا في شكل مقارنة داخلية (ديناميكية) أو خارجية بين عدة مؤسسات ويمكن ملاحظة أن⁴:

- لا يكون للنسب أي معنى إذا لم تكن مقاسة مع نسب نموذجية للمؤسسة أو لفرع اقتصادي تنتمي إليه المؤسسة؛
- تكون النسبة صعبة التفسير في حالة أخذها منفصلة عن النسب الأخرى لنفس المؤسسة؛
- يجب ربط النسب بالنتائج المالية للمؤسسة عند وجود إنحرافات كبيرة عن القيمة النموذجية لها؛
- لكن قد يكون لبعض النسب معنى منفصلا مثل نسبة (الأموال الجاهزة/ الديون لمدة قصيرة جدا) فإذا كانت تقل عن 01 فهذا يعني أن المؤسسة لا يمكن لها أن تواجه ديونها القصيرة فهي في خطر؛
- يمكن حساب عدد لا نهائي من النسب المالية لنفس المؤسسة، إلا أنه ليست جميعها ذات معنى مهم، لذا فيجب على المستعمل لهذه النسب أن يقوم باختيار الأهم منها ويتفادى النسب المتشابهة أو ذات المعنى المتطابق، مع العلم أن النسب المستعملة تختلف باختلاف نوع المؤسسة وأهداف الشخص الذي يستعملها، حيث يسعى المسير المالي إلى أهداف تختلف عن أهداف المصرفي أو المساهم أو الزبون، ورغم ما للنسب من معنى وسهولة في الحساب فإنه لا يمكن اعتبارها ذات إجابة تلقائية في حالة استعمالها لأي مشكل إذ يجب إتخاذ الحذر في إختيار وتفسير النسب.

¹- مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012، ص 44.

²- Patrice Vizzavona, Gestion Financière, Berti édition, Alger, 1999, p 5.

³- صادق الحسيني، التحليل المالي والمحاسبي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 1998، ص 227.

⁴- ناصر دادي عدون، التحليل المالي دروس وتمارين، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1999، ص 52.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

عموماً يسمح التحليل المالي عن طريق النسب بمتابعة نمو وتطور المؤشرات المالية للمؤسسة، وقد أصبح هذا النوع من التحليل من الأمور المهمة والمألوفة والواسعة الانتشار، إلى درجة أنه أصبح لا يتصور أن يتم تحليل بيانات أية مؤسسة دون استخدام النسب المالية، لذلك بات تطوير النسب وتركيزها في منظور متكامل يغطي كافة أوجه النشاط في المؤسسة من القضايا التي تشغل بال المهتمين والمحللين الماليين.

2-5- أهداف التحليل المالي بالنسب:

للتحليل المالي باستخدام النسب أهمية متزايدة في تحليل الحسابات الختامية كون تلك النسب مؤشرات كمية يسترشد بها المحلل المالي في تقييم الماضي والحاضر والتقدير للمستقبل، ويهدف التحليل المالي من خلال النسب إضافة لذلك إلى:¹

- توفير البيانات اللازمة لاتخاذ القرارات ورسم السياسات وإجراء المقاربات على مختلف المستويات بما فيها تلك المقاربات بين المؤسسات المتجانسة؛

- تمكين أجهزة الرقابة الداخلية والخارجية من القيام بأعمالها بفعالية وجدية وذلك من خلال توفير المعلومات التحليلية.

3-5 - مواصفات النسب المالية الجيدة:

تتميز النسب المالية الجيدة بالوضوح والدلالة وقابليتها للمقارنة بالنسب المالية السابقة أو النسب النمطية، إضافة إلى كونها قادرة على كشف وقياس نقاط الضعف والقوة في المؤسسة، زيادة على ذلك يستدعي التحليل الجيد أن تكون النسب قادرة على سد الاحتياجات من المعلومات اللازمة للتحليل وقد شهد مجال استخدام النسب في التحليل المالي تطوراً تمثل في إنتقاء النسب الجيدة بالاعتماد على الخاصيتين التاليتين:

- القدرة التنبؤية للنسب، بحيث يمكن استخدام قيمة النسبة كمؤشر مسبق على احتمال وقوع أحداث معينة مستقبلاً بصورة تستوجب اتخاذ إجراءات وقائية؛
- قدرة النسبة على الاحتفاظ بالحد الأقصى من المعلومات التي تتوافر في العديد من النسب الأخرى، بحيث يمكن الاستعانة بنسبة واحدة عن عدة نسب عند تقييم مجال محدد من الأداء، بشرط أن يتحقق الغرض نفسه.

¹ - أبو الفتوح علي فضالة، التحليل المالي وإدارة الأموال، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1999، ص 22.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

4-5- خصائص النسب المالية : يمكن حصر أهم خصائص النسب المالية في النقاط التالية:

- **التجانس**: بمعنى أن تكون المقادير المنسوبة إلى بعضها البعض معرفة بدقة ووضوح، وأن تكون قابلة للمقارنة فيما بينها من حيث محتواها، تواريخ وضعها الخ؛
- **الدلالة**: أن تكون النسبة معبرة عن الأهداف المتوخاة من التحليل المالي (طلب الحصول على قرض بنكي، الحصول على ائتمان الموردين ... الخ)؛
- **الإنتقاء**: لكي تكون عملية التحليل مركزة وذات فعالية، ينبغي الاقتصار على إختيار من بين عدد لا حصر له من النسب الممكنة، بحيث عدد محدود منها يكون أحسن معبر عن جانب أو عدة جوانب من الوضعية المالية المراد تحليلها مثل السيولة، النشاط، المردودية الخ؛
- **الذاتية**: يتوقف اختيار النسبة المالية على المحلل المالي ذاته، سواء كانت المؤسسة نفسها أو أحد الأطراف المتعاملين معها، حيث يمكن حساب نسب مختلفة لتحليل نفس الظاهرة.

5-5- أنواع النسب:

النسب المالية كثيرة ومتشعبة، لذا جرى تقسيمها إلى عدة مجموعات تبعا لأهداف التحليل، فتنقسم المجموعات بحيث نجد لها نسب تصنف حسب المجال الذي تنشق منه، ونسب ذات صلة بالواقع ونسب حسب المجال الذي تختص به، وهي كما يلي:

5-6- نسب السيولة ونسب التشغيل:

1- نسب السيولة: يكمن هدف نسب السيولة في تحليل مقدرة المؤسسة على سداد إلتزاماتها المالية عند إستحقاقها، وهي تبين مدى سرعة تحويل الأصول الجارية إلى سيولة جاهزة، وتتكون من:¹

- **نسبة التداول**: السيولة العامة: السيولة الجارية:

نسبة التداول = الأصول الجارية / الخصوم الجارية

¹ - الزبيدي حمزة محمود، التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفضل، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2000، ص 65.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

مفادها مدى الوفاء بالخصوم الجارية، قياس التوازن المالي، تحقيق التناسق بين الإستخدامات القصيرة والمصادر المالية قصيرة الأجل (فورا)، لكن إرتفاعها يدل على أن المشروع لا يستخدم موارده المالية المتاحة إستخداما أمثلا فيجب أن تتجاوز هذه النسبة الواحد الصحيح 01 والقيمة المقبولة هي 02.

- نسبة السيولة السريعة (الصارمة):

تعتبر هذه النسبة أداة أدق من سابقتها للحكم على سيولة المؤسسة، فهي تقيس السيولة الحقيقية التي تتمتع بها المؤسسة لمواجهة التزاماتها. بمعنى آخر السيولة المتوفرة حقيقةً لدى المؤسسة ابتعادا عن خطر الاعتماد على الأصول الأصعب تحويلا إلى سيولة نقدية.¹

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

تسمح هذه النسبة بتقدير أفضل لقدرة المؤسسة على تغطية إستحقاقاتها قصيرة الأمد.

- نسبة السيولة النقدية: (الخزينة الفورية) يعتبر مؤشر السيولة النقدية أكثر المؤشرات دقة في تقييم سيولة المؤسسة، وتحسب هذه النسبة انطلاقا من العلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة النقدية} = \frac{\text{الأصول النقدية وشبه نقدية}}{\text{الخصوم الجارية}}$$

هي قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل بناء على ما يتوفر لديها من أصول نقدية وشبه نقدية فقط، مستبعدين جميع الأصول فهي تهتم بالفترة القصيرة. بمعنى آخر إن هذه النسبة تقيس القدرة على الوفاء الفوري بالاستحقاقات من الديون قصيرة الأجل وذلك باللجوء للسيولة المتوفرة في الخزينة، لكن يبقى استخدام هذه النسبة محدود لأنها قد لا تكون مؤشرا على سلامة الوضع المالي للمؤسسة، هذا إذا نظرنا إلى هذه الزيادة على أنها أرصدة مجمدة غير منتجة، كما قد يبرر إنخفاض هذه النسبة أن المؤسسة تسعى إلى عدم الإبقاء على أصول غير منتجة، مما قد يخفض ظاهريا من السيولة ولكنه يفيد في زيادة القدرة على الوفاء بالالتزامات. عموما كلما كانت كبيرة فهو شيء جيد وإيجابي ودل على سلامة الوضع المالي للمؤسسة، أما القيمة المقبولة فهي من 20 إلى 30 بالمائة.

¹ - منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل لصناعة القرارات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 54.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

ملاحظة: لا توجد نسبة معيارية للسيولة لأن كل مؤسسة لها خاصيتها وقطاعها، نوع الموردن وكذا الزبائن، فهناك مؤسسات مالية، مصرفية، تجارية، فقد تكون منخفضة في القطاع الصناعي أو الخدمي.

2- نسب التشغيل: (الإنتاجية، النشاط)

تقيس هذه النسبة مدى كفاءة استخدام الموارد الاقتصادية، كإدارة المخزون والذمم المدينة، الأصول الثابتة وذلك بإجراء مقارنة بين مستوى المبيعات ومستوى الإستثمار في عناصر الموجودات، علاقة بين الأصول الجارية وغير الجارية، تسييرها الجيد يرفع من المبيعات مما يزيد من الربحية والسيولة (قياس كفاءة وفعالية الإدارة في استخدام ما لديها من استثمارات في خلق وتوليد المبيعات)، كما تساعد على كشف مواطن الضعف، وهي تساعد من له إهتمام بكفاءة الأداء والربحية على المدى الطويل.

$$\text{معدل دوران مجموع الأصول} = \text{صافي المبيعات} / \text{مجموع الأصول}$$

يتأثر هذا المعدل كثيرا بحجم المؤسسة وطبيعة الصناعة، فالمؤسسات الضخمة تقوم بالاستثمار المكثف في الأصول غير الجارية، بعكس المؤسسات الصغيرة التي تفصل بعض عملياتها وتعهدها بها إلى مصانع أخرى متخصصة، مما يقلل من الاستثمار في الأصول غير الجارية، وتعكس هذه النسبة كفاءة الإدارة من خلال استخدامها لمصادر المؤسسة الاستثمارية لغرض توليد المبيعات، وذلك من خلال معرفة عدد مرات استخدام الأصول (الاستثمار) في خلق المبيعات.¹

إذا كانت منخفضة فهذا يدل على المؤسسة لا تنتج مبيعات بحجم الكافي مقارنة مع حجم الاستثمار في إجمالي الأصول، فيجب زيادة المبيعات. إذا كانت مرتفعة دل ذلك على فعالية استخدام الأصول أو هناك نقص في الاستثمار في الموجودات فيجب رفع الأصول لرفع المبيعات.

$$\text{معدل دوران الأصول غير جارية} = \text{صافي المبيعات} / \text{أصول غير جارية}$$

تقيس كفاءة استعمال الأصول غير الجارية فكلما كانت مرتفعة دل ذلك على استعمال الجيد

3- نسبة الملاءة: الاستقلال المالي، هيكل رأس المال

¹ - محمد صالح الخناوي، رسيمة قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1997، ص 69.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

نسبة الإستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الأموال الدائمة

تقيس هذه النسبة الاستقلالية المالية للمؤسسة، مقارنة الأموال الخاصة بالأموال الدائمة، بحيث يجب أن تكون أكبر من 0.5 أما حسب البنوك الفرنسية يجب أن تساوي أو تفوق الـ 50 بالمائة لتستفيد المؤسسة من قروض¹. أو يتم حسابها بقسمة الأموال الخاصة على مجموع الخصوم على أن تساوي أو تفوق الثلث 3/1 للحكم بمدى إستقلالية المؤسسة.

4- نسب المديونية: (الهيكل التمويلي)

نسب المديونية هي عبارة عن نسب تقيس الاستقرار المالي للمؤسسات وهي من المؤشرات المهمة في معرفة مدى اعتماد المؤسسة على مصادر أموال من الغير الديون التي قد تكون طويلة ومتوسطة أو قصيرة الأجل. وهن تحسب بالعلاقتين التاليتين:

نسبة المديونية الطويلة = ديون طويلة الأجل / مجموع الخصوم

أو

نسبة المديونية القصيرة = ديون قصيرة الأجل / مجموع الخصوم

5- نسب المردودية: (الربحية)

هي نسب الربحية تمثل المردودية المتأتبة من استخدام عنصر من العناصر المحركة للنشاط في المؤسسة، كما أنها تقيس مدى فعالية المؤسسة في استخدام الموارد المتاحة للمؤسسة، ويمكن ذكر أهم النسب المستخدمة في هذا الإطار كما يلي:

6- نسبة المردودية الاقتصادية:

تشير المردودية الاقتصادية إلى كفاءة استخدام الأصول الثابتة في المؤسسة بمقارنة النتائج المحققة بالأموال المستثمرة ويمكن حسابها بالعلاقة التالية:

المردودية الاقتصادية = النتيجة الصافية / مجموع الأصول.

¹ - الزبيدي حمزة محمود، مرجع سبق ذكره، ص 60.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

يجب أن تكون أكبر من الصفر، تعبر عن كم وحدة تدرها النتيجة الخام من الأموال الدائمة (الأصول الاقتصادية).

- نسبة المردودية المالية:

يتم من خلالها مقارنة رؤوس الأموال الموظفة من طرف المؤسسة بالنتائج التي تحققت أو بمعنى آخر مدى كفاءة الإدارة في توليد الأرباح من الأموال الخاصة، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الأموال الخاصة} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

يجب أن تكون أكبر من الصفر، تعبر عن كم وحدة تدرها النتيجة الصافية من الأموال الخاصة.

- مؤشر الرافعة المالية:

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{المردودية المالية}}{\text{المردودية الاقتصادية}}$$

يجب أن تكون أكبر من الصفر، تعبر عن أن الاستدانة مشجعة لرفع مردودية الأموال المستثمرة.

تمرين: إذا كانت لديك ميزانية مؤسسة النسيج والقطن كما يلي:

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
367.000	- الأموال الخاصة	463.000	-الأصول غير الجارية:
252.000	رأس المال الاجتماعي	75.000	التشبيات المعنوية
64.000	احتياطات	320.000	التشبيات المادية
(23.000)	مرحل من جديد	68.000	التشبيات المالية
74.000	نتيجة الدورة	53.300	-الأصول الجارية
187.000	- خصوم غير جارية	37.700	المخزونات
135.000	ديون الاستثمار	15.600	الزبائن
52.000	ديون طويلة الأجل	18.700	البنك
46.000	الخصوم الجارية	65.000	الصندوق
41.500	موردون		
4.500	قروض بنكية		
600.000	مجموع الخصوم	600.000	مجموع الأصول

المطلوب: - قدم تشخيصا ماليا لهذه الوضعية من خلال مؤشرات التوازن المالي؟

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- قدم تشخيصا ماليا لهذه الوضعية من خلال النسب؟
- حدد أثر الرفع المالي، إذا قررت المؤسسة الاقتراض والرفع من المديونية بمعدل فائدة 10 % علما أن قروض السنة الحالية هي 135000 وما أثر ذلك على المردودية إذا كانت النتيجة الخام تساوي 42000 دج، ومعدل الضرائب على الأرباح تساوي 25 % هل الاستدانة مشجعة في هذه الحالة ولماذا؟

الحل:

-التشخيص من خلال المؤشرات التوازن المالي :

- رأس المال العامل = الخصوم غير الجارية - الأصول غير جارية

- رأس المال العامل = 554000 - 463000

- رأس المال العامل = 91000 دج

- الاحتياج لرأس المال العامل = الخصوم الجارية - الأصول جارية

- الاحتياج لرأس المال العامل = 53300 - 41500

- الاحتياج لرأس المال العامل = 11.800 دج

- الخزينة = رأس المال العامل - الاحتياج لرأس المال العامل

- الخزينة = 91.000 - 11.800

- الخزينة = 79.200 دج

- الخزينة = خزينة الأصول - خزينة الخصوم

- الخزينة = 83.700 - 4.500

- الخزينة = 79.200 دج

التعليق: المؤشرات موجبة مما يعني أن:

- رأس المال العامل موجبة، يعني أن الموارد الدائمة تغطي بكفاية الاستخدامات الدائمة طويلة

الأجل؛

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- احتياجات رأس المال العامل موجبة، يعني أن للمؤسسة احتياجات تمويلية بمقدار (11800)؛
- الخزينة موجبة، هذا يدل على أن رأس المال العامل يغطي كل الاحتياجات التمويلية ويبقى ما مقداره (79200) في الخزينة.

2- التشخيص من خلال النسب:

<u>النسب</u>	<u>العلاقة</u>	<u>التعليق</u>
مؤشرات الملاءة	الاستقلالية المالية = أموال خاصة / أموال دائمة $0,662 = 554000 / 367000$	0.662 أكبر 0.5 استقلال مالي اتجاه الدائنين
	الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / إجمالي الخصوم = 0.61	0.61 أكبر 3/1 استقلال مالي
مؤشرات السيولة	السيولة العامة = أصول جارية بما فيها الخزينة / خصوم جارية بما فيها الخزينة $2.98 = (83.700 + 53.300) / (4.500 + 41.500)$ السيولة المتوسطة = الأصول الجارية مع الخزينة - المخزونات / الخصوم الجارية مع الخزينة = 2.15 السيولة الضيقة = الخزينة (النقديات) / خصوم جارية مع الخزينة = 1.81	كل المؤشرات أكبر من 0.1، كل الأصول قابلة للتحقيق، تغطي بكفاية الديون قصيرة الأجل
مؤشرات المديونية	المديونية الطويلة = الخصوم غير جارية / مجموع الخصوم $0.31 = 600.000 / 187.000$ المديونية القصيرة = الخصوم الجارية / مجموع الخصوم $0.06 = 600.000 / 41.500$	هيكل ووزن المديونية من إجمالي الخصوم
مؤشرات المردودية	المردودية المالية = (النتيجة الخام - الفوائد) * (1 - ع) / الأموال الخاصة $0.0582 = (13.500 - 42.000) * (1 - 0.25) / 367.000$	< 0، تعبر عن كم وحدة تدرها النتيجة الصافية من الأموال الخاصة
مؤشر الرافعة المالية	المردودية الاقتصادية = 42.000 * (1 - 0.25) / 502000 = 0.0607 الرافعة المالية = المردودية المالية - المردودية الاقتصادية $Lf = ROE - ROA = 0,0582 - 0,0627 = - 0,0045$ $Lf = (ROA - i) * DF / CPr$ $= (0,0627 - 0,1 * 0,75) * 135000 / 367000 = -0,0045$	< 0، تعبر عن كم وحدة تدرها النتيجة الخام من الأموال الدائمة، الأصول الإقتصادية
مؤشر الرافعة المالية	زيادة الرافعة المالية = المردودية الاقتصادية - المردودية المالية $0.0045 > 0$ هذا يعني أن زيادة الرافعة المالية غير مشجعة زيادة مردودية الأموال المستثمرة	زيادة الرافعة المالية = المردودية الاقتصادية - المردودية المالية $0.0045 > 0$ هذا يعني أن زيادة الرافعة المالية غير مشجعة زيادة مردودية الأموال المستثمرة

كانت خزينة المؤسسة موجبة وتساوي (1000) ورأس مال العامل أقل من الصفر ويساوي (-1000)، والاحتياجات في رأس المال العامل أقل من الصفر ويساوي (-2000)؛ ما ينتج خزينة تساوي (1000)؛

محاضرات في مقياس التسيير المالي

المؤسسة في حالة عسر مالي طويل الأجل	رأس المال العامل $FR > (1000 -)$ 0
المؤسسة ليس لها احتياج في رأس المال العامل	احتياج رأس المال العامل $BFR > (-2000)$ 0
توجد أموال في خزينة المؤسسة أي ليس لها حاجة للتمويل قصير الأجل.	الخبزينة الصافية = رأس المال العامل - الاحتياج رأس المال العامل الخبزينة الصافية = $1000 - 2000 + 1000 = 1000$
بالمحصلة فان المؤسسة ليست في حالة توازن مالي، وهي ليست في صحة مالية جيدة.	

فظاهريا تبدو المؤسسة في صحة مالية جيدة طالما أن لها أموال في الخزينة، لكن في الحقيقة رأس

مال العامل أقل من الصفر، ما يعني أنها غير متوازنة على المدى الطويل، ويتطلب الأمر إما رفع الموارد

الدائمة أو تخفيض الإستخدامات الدائمة.

.....

المحاضرة السادسة: مقاربات التسيير المالي

المقاربات الكلاسيكية في التسيير المالي

المنظور الوظيفي للمؤسسة -01-

يتجاوز التحليل المالي الوظيفي القصور الذي ظهر في التحليل وفق المقاربة الذمية التي تعتمد على

مبدأ السيولة - استحقاق، التي تعرف المؤسسة على أنها وحدة تملك ذمة مالية يعبر عنها من خلال الميزانية

المالية، ليعرفها على أنها وحدة اقتصادية لها عدة وظائف، فيقدم معيار آخر لترتيب عناصر الموارد

والإستخدامات، لذلك عرف بالتحليل الوظيفي فمن خلاله يتم التركيز على دراسة نشاط المؤسسة المتكون

أساسا من الموارد المالية (دورة التمويل) وكيفية استعمالها لتمويل إستخدامات دورتي الاستثمار والاستغلال.

1-6 - المفهوم الوظيفي للمؤسسة:

محاضرات في مقياس التسيير المالي

تعرف المؤسسة الاقتصادية وفقا لهذا المفهوم على أنها وحدة اقتصادية لها وظائف أساسية تتمثل في وظيفة الاستغلال، الإستثمار والتمويل ومهمتها تحقيق الهدف العام للمؤسسة، لذلك تجاوز هذا المفهوم فكرة الذمة المالية للمؤسسة، وفيما يلي نتطرق إلى هذه الوظائف الرئيسية التالية:¹

أ- وظيفة الاستغلال: يعتبر مفهوم وظيفة الاستغلال ركيزة أساسية في هذا التحليل، حيث يعبر عن النشاط الرأسي وتحدد طبيعة المؤسسة أن كانت صناعية، تجارية أم خدمية ويتجزأ إلى المراحل التالية:

- مرحلة الإمداد(التموين بالمواد الأولية ومستلزمات النشاط): تتم هذه العلاقة وفق للعلاقة مع الموردون وبناء القدرات التفاوضية للمؤسسة.

- مرحلة التخزين الأولى (المخزون القبلي): تخزن المؤسسة المواد المشتراة بسبب استمرارية النشاط، الحيطه والحذر، فترات الانتظار.... الخ.

- مرحلة التصنيع(الإنتاجية): وهي مرحلة تحويل المدخلات إلى منتجات ذات قيمة إستعمالية؛

- مرحلة تخزين المنتجات التامة والنصف مصنعة (المخزون البعدي): ذلك لمواجهة إحتياجات العملاء، تجنب مخاطر توقف النشاط، مواجهة حالات إنقطاع التوريد والتحكم في الأسعار.... الخ؛

- مرحلة البيع: تشمل التوزيع، النقل، التسليم، الترويج وخدمات ما بعد البيع؛

- مرحلة التحصيل: في الغالب تمنح المؤسسة آجالا للعملاء ومن ثم تظهر فترة بين عملية البيع وعملية التحصيل تتحدد حسب الإتفاق بين المؤسسة والعملاء؛

ب- وظيفة الاستثمار: يعني الاستثمار التخلي عن نقود متوفرة حاليا على أمل زيادتها في المستقبل أو بتعبير آخر تحويل طبيعة الملكية النقدية للأموال إلى ملكية أصول من طبيعة متميزة لإستعملها في عدة دورات إنتاج كالأراضي، المباني، الآلات.... الخ، يتمثل دور الاستثمار في تزويد المؤسسة بمختلف التجهيزات وتقوم هذه الوظيفة بعمليتين أساسيتين هما إما حيازة الاستثمار أو التنازل عن الاستثمار.

ج- وظيفة التمويل: يعرف التمويل بأنه عملية البحث عن التوليفة المثلى من مصادر الأموال التي تحقق أهداف الإدارة المالية، يتمثل دور هذه وظيفة في تمويل وتغطية الاحتياجات المالية للنشاط، سواء

¹ - إلياس بن ساسي وآخرون، التسيير المالي - الإدارة المالية، دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019، ص 86.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

كانت متعلقة بالاستثمار، الاستغلال وكذا الوظيفة المالية نفسها،¹ يتمثل في تغطية الاحتياجات المالية للنشاط سواء متعلقة بالاستغلال أو الاستثمار وذلك بالاعتماد على مصادر مالية داخلية (تمويل ذاتي) أو مصادر خارجية.

2-6- مفهوم الميزانية الوظيفية:

2-6-أ- تعريف: تتمثل الميزانية الوظيفية في كونها ميزانية تقوم على أساس إحصاء للموارد والاستخدامات في المؤسسة وفق مساهمتها في مختلف الدورات الاقتصادية (دورة الاستثمار، دورة التمويل ودورة الاستغلال)، وهي أداة محاسبية تستخدم للتحليل المالي للمؤسسة، وتقوم الميزانية بالتساوي بين جانبي الموارد والاستخدامات من خلال تساوي عناصر الأصول والخصوم. يتم بناء الميزانية الوظيفية انطلاقاً من الميزانية المالية، وتنقسم إلى أربعة مستويات.

2-6-ب- الأسس التي تبنى عليها الميزانية الوظيفية:

- يصطلح على الأصول بالاستخدامات والخصوم بالموارد؛
 - تحسب الاستخدامات بالقيم الإجمالية أي دون طرح المؤنات الإهتلاكات مع النظر إلى الإهتلاكات والمؤنات على أنها موارد متوسطة وطويلة الأجل؛
 - ترتيب عناصر الاستخدامات والموارد وتصنيفها تبعاً لإنتمائها إلى وظيفة الاستغلال، خارج الاستغلال أو وظيفة الاستثمار أو وظيفة التمويل حيث يستبعد مفهوم السيولة - استحقاق؛
 - تستبعد الميزانية الوظيفية القيمة السوقية ولا تأخذ إلا قيمة الحصول على الأصل سواء تثبتات أو أصول استغلال (القيمة الأصلية)؛
 - تعد الميزانية الوظيفية للتأكد من استمرار نشاط المؤسسة.
- فالميزانية الوظيفية تقوم على إظهار تدفقات الموارد وإستخداماتها المتراكمة على أساس القيمة الأصلية (إيراد أو مصروف) وتصف حسب الدورة التي ينتمي إليها المورد أو الاستخدام.

3-6- بناء الميزانية الوظيفية

¹ - بقاش وليد، بن دادة عمر، حاجة المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 24، العدد 21، جوان 2011، ص 55.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

يتمثل إعداد الميزانية الوظيفية في تصنيف إقتصادي بعد تعديل ومعالجة بعض بنود الميزانية المالية من خلال ثلاثة عناصر أساسية:

- **الاستخدامات المستقرة التي تكون دورة الاستثمار:** تضم الأصول غير الجارية الإجمالية التي تكون في الميزانية المالية، أي كل التثبيتات المعنوية، المادية والمالية بالإضافة إلى الأعباء الواجبة التوزيع على عدة دورات؛

- **الأصول والخصوم الجارية التي تكون دورة الاستغلال:** هي كل ما يتعلق بدورة النشاط مثل مخزون منتجات تامة، القيم المنقولة للتوظيف، وTVA الرسم على القيمة المضافة القابلة للطرح على السلع والخدمات؛

- **الموارد الدائمة التي تكون دورة التمويل:** تشمل الأموال الخاصة والديون التي تحصل عليها المؤسسة بالإضافة إلى مخصصات الأعباء والخسائر، الإهلاكات، مخصصات تدني عناصر الأصول التي تحمل إلى جانب الخصوم ضمن الموارد الخاصة في شكل احتياطات وكذا النتيجة غير موزعة.

فلإعداد الميزانية الوظيفية هناك بعض العناصر داخل الميزانية يجب تعديلها ك:¹

- **الإهلاكات وخسائر القيمة:** يتم تحويلها إلى موارد دائمة وهي تمثل أموال مدخرة لذلك تعتبر كمصدر للتمويل الذاتي يستخدم في تجديد الاستثمارات وتغطية الخسائر المحتملة؛

- **رأس المال المكتتب غير المطلوب ح/ 109:** يمثل الجزء الغير المطلوب من رأس المال، حيث يطرح من جانب الأصول باعتباره أصل وهمي يظهر بأعلى الميزانية، وتطرح قيمته من الأموال الخاصة بالتحديد من حساب 101؛

- **الأرباح الموزعة على الشركاء ح/ 457:** ترتب حسب درجة الطلب عليها إما مع الأموال الخاصة ضمن الموارد الدائمة أو مع الموارد خارج الاستغلال أو مع موارد الخزينة وفي حال عدم توفر أي معلومة عليها تصنف ضمن موارد خارج الاستغلال؛

- **الفوائد المستحقة عن القروض والاقراض:** هذه الفوائد الناتجة عن الاقتراض تسدد في مدة أقل من سنة، ففي حالة حان موعد سدادها في الأجل القصير تطرح من الديون المالية وتضاف للموارد خارج

¹ - بومدين ببول، محاضرات في مقياس التسيير المالي مدعمة بأمثلة وتمارين محلولة، مطبوعة جامعية، جامعة باتنة، 2017/2018، ص 22.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- الاستغلال، بينما فوائد التثبيتات المنتظر تحصيلها في الأجل القصير فيتم طرحها من التثبيتات المالية وتضاف إلى الإستخدامات خارج الاستغلال؛
- **فوارق التحويل للأصول والخصوم: ح/177** يمثل فارق التحويل (الصرف) أصول، الاعتراف بخسارة التبادل الكامنة (تدني في الحقوق إرتفاع قيمة الديون). بينما يمثل فارق التحويل خصوم إعترا ف بربح تبادل كامن (إرتفاع قيمة الحقوق، أو تدني في قيمة الديون). حتى يتم المحافظة على المبدأ الاقتصادي لتحليل الموارد والإستخدامات المتمثل في التسجيل بالقيم الحقيقية، فيتم بذلك حذف فوارق التحويل وإدماجها في حساباتها الأصلية (ديون موردين او حقوق عملاء في الغالب). ففوارق التحول أصول والمتعلقة بحقوق العملاء يتم إضافتها لحقوق العملاء، بينما تسجل فوارق التحويل أصول والخاصة بديون الموردين فتطرح من ديون الموردين؛
- **مؤونة الأخطار ح/15:** إذا كانت غير مبررة تضم إلى الإحتياطات بعد فرض الضريبة على إعتبارها ربح إضافي للمؤسسة، إما إذا كانت مبررة فترتب حسب طبيعة الأعباء، موارد الاستغلال في حالة ما إذا كانت المؤونة متعلقة بالنشاط العادي للمؤسسة، أو تصنف على أنها موارد خارج الاستغلال إذا كانت المؤونة متعلقة بالأنشطة الاستثنائية للمؤسسة؛
- **فوائد القروض المتعلقة بالدورة والتي لم يكن وقت استحقاقها:** ينبغي تحويلها من ديون طويلة الأجل إلى قصيرة الأجل خارج الاستغلال، سواء تعلق بحقوق (تثبيتات) أو ديون (قروض). وعليه يتم تخفيضها من الديون المالية، وإضافتها إلى الديون خارج الاستغلال وهذا بالنسبة للفوائد المستحقة على القروض، وإما تخفيضها من التثبيتات المالية وإضافتها إلى الحقوق خارج الاستغلال وهذا بالنسبة للفوائد على الأصول المالية الثابتة؛
- **التكاليف واجبة التوزيع على عدة سنوات ح/481:** تكتسب المبالغ الكبيرة لهذه المصاريف صفة الاستثمار لما لها من تأثير على مستقبل المؤسسة، وبالتالي ينبغي إعادة تبويبها ضمن الاستخدامات الدائمة بالمبلغ الصافي الذي كان يظهر في جانب أصول الميزانية المالية؛
- **الأوراق المالية القابلة للتداول (قيم التوظيف المنقولة ح/50):** حسب طبيعتها، فإنها تعتبر بمثابة إما أصول خارج الاستغلال (مثلا في حالة مخاطر تحقيق خسائر على الأسهم أو أنها قليلة السيولة)، أو عناصر ضمن خزينة الأصول (إن كانت تتمتع بسيولة عالية أو أنها بدون مخاطر خسائر)؛

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- **علاوات تسديد السندات ح/169**: عبارة عن الفارق بين إصدار السندات وسعر تسديدها عند حلول أجل إستحقاقها (تلجأ بعض المؤسسات لهذا الأسلوب لتشجيع الإقبال عليها، بصفة عامة، هذه العناصر التي تظهر ضمن الأصول لا تعد قيما وعليه تحذف من جانب الأصول، وتطرح من مبلغ القروض السندية في جانب الخصوم (تظهر بإشارة سالبة ضمن المصادر الدائمة)؛
- **تدني قيمة الأصول الثابتة (الإهلاكات)**: تمثل هذه العناصر رؤوس أموال مدخرة من اجل تمويل تجديد التثبيات أو احتمال تدني بعض القيم، وبهذا فهي تشكل مصادر تمويل، وعليه يتم حذفها من جانب الأصول (بمعنى ان التثبيات والمنقولات تقيم بقيمتها الإجمالية) وتضاف ضمن المصادر الدائمة للخصوم (أي ضمن مؤونات الأخطار والتكاليف)؛
- **الأعباء والنتائج المقيدة سلفا**: إذا كانت هذه الأعباء والنواتج المقيدة سالفا تتعلق بالنشاط الأساسي للمؤسسة فهي تصنف كاستخدامات بالنسبة للأعباء وموارد الاستغلال بالنسبة للنواتج، وإذا كانت متعلقة بالأنشطة الإستثنائية للمؤسسة فهي تصنف كاستخدامات خارج الاستغلال بالنسبة للأعباء وموارد خارج الاستغلال بالنسبة للنواتج.
- **بالنسبة للعناصر خارج الميزانية**: ونجد منها:
 - **الأوراق التجارية المحصلة والغير المخصومة**: يمكن للمؤسسة أن تلجأ إلى خصم الأوراق التجارية التي تمتلكها إتجاه الزبائن لدى البنك قبل موعد تحصيلها إذا كانت بحاجة إلى سيولة، وهي بذلك حق تم التخلي عنه وبالتالي لا تظهر في الميزانية، ومع ذلك فهي ملزمة بتعويض البنك في حالة إفلاس الزبون، حيث تضاف إلى حساب الزبائن والحسابات المرتبطة ضمن موارد الاستغلال وتضاف إلى الخصوم الجارية ضمن الإعتمادات الجارية للبنك؛
 - **التمويل الإيجاري**: لقد تم إدماج الوسائل المستخدمة من المؤسسة والممولة عن طريق عقد إيجاري في الميزانية المحاسبية حسب SCF ويظهر أيضا في الميزانية الوظيفية كونه ضروري لسير نشاط المؤسسة من خلال إضافة القيمة الأصلية للأصل إلى أن يتم إضافتها إلى الاستخدامات المستقرة، وما يقابل الإهلاك المتراكم المحسوب يتم إضافتها إلى الموارد الخاصة الدائمة، وما يقابل الجزء الغير المهلك يتم إضافته إلى الديون الطويلة الأجل. بهذا تتم كل التسويات الخاصة بعناصر الميزانية، والجدول الموالي يوضح شكل الميزانية الوظيفية:

محاضرات في مقياس التسيير المالي

الجدول رقم 01: الميزانية الوظيفية

الموارد	الإستخدامات
R_d الموارد الدائمة - الأموال الجماعية - الديون طويلة ومتوسطة الأجل - مجموع الإهلاكات والمؤونات	E_s الإستخدامات المستقرة (قيم مالية) - الإستثمارات المالية والمعنوية - الأصول ذات الطبيعة المستقرة
R_{ex} موارد الإستغلال - مستحقات الموارد	E_{ex} إستخدامات الإستغلال - المخزونات الإجمالية - حقوق العملاء وملحقاتها
R_{hex} موارد خارج الإستغلال - موارد أخرى	E_{hex} إستخدامات خارج الإستغلال - حقوق أخرى
R_ه موارد الخزينة - الإعتمادات البنكية الجارية (قروض الخزينة)	E_ه إستخدامات الخزينة - المتاحات
مجموع الموارد R (بقيمة إجمالية)	مجموع الإستخدامات E (بقيمة إجمالية)

المصدر: إلباس الهناني، مرجع سبق ذكره، ص 73.

تمرين:

لتكن لديك المعطيات التالية حول نشاط المؤسسة ص لسنة 2005:

- مخزون خارج الاستغلال 7.000
- مخزون الاستغلال = ؟
- الزبائن 30.000 منها 7.000 خارج الاستغلال؛
- حقوق الضرائب 13.000 منها 10.000 للاستغلال؛

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- المدينون الآخرون 12.000 منها 5.000 خارج الاستغلال؛
- الموردون 41.000 منها 6.000 خارج الاستغلال؛
- ديون ضرائب 14.500 منها 1.500 خارج الاستغلال؛
- ديون أخرى 14.500 منها 2.500 خارج الاستغلال؛
- قيمة الاحتياج في رأس مال عامل للاستغلال ضعف قيمة الاحتياج في رأس مال العامل خارج الاستغلال.

المطلوب:

1. احسب BFRhex و BFR G و SFR ex مع التعليق .
2. احسب قيمة مخزون الاستغلال.
3. إذا علمت أن المؤسسة تتوقع أن تحقق خلال سنة 2006 ضعف رصيد خزنتها الحالية ($Tn = 4000$) بنفس مستوى BFR G .
- احسب قيمة رأس المال العامل لسنة 2005 مع التعليق.
- احسب مقدار رأس مال العامل اللازم حتى تحقق المؤسسة هدفها نهاية 2006.

الحل:

- حساب إحتياج رأس مال عامل خارج الاستغلال = استخدامات خارج الإستغلال - موارد خارج

الإستغلال

$$\text{الاستخدامات خارج الإستغلال} = 5.000 + 3.000 + 7.000 + 7.000 = 22.000$$

$$\text{الموارد خارج الإستغلال} = 2.500 + 1.500 + 6.000 = 10.000$$

$$\text{إحتياج رأس مال عامل خارج الاستغلال} = 22.000 - 10.000 = 12.000$$

$$\text{إحتياج رأس مال عامل للاستغلال} = 2 \times \text{إحتياج رأس مال عامل خارج الاستغلال}$$

$$\text{إحتياج رأس مال عامل للاستغلال} = 2 \times 12.000 = 24.000$$

محاضرات في مقياس التسيير المالي

إحتياج رأس مال عامل الإجمالي = إحتياج رأس مال عامل للاستغلال + إحتياج رأس مال عامل خارج
 الاستغلال إحتياج رأس مال عامل الإجمالي = 36.000

2- حساب مخزون الاستغلال

نحسب أولا موارد الاستغلال

موارد الاستغلال = موردون + ديون الضرائب + ديون أخرى

موارد الاستغلال = 35.000 + 13.000 + 12.000 = 60.000

إحتياج رأس مال عامل للاستغلال = استخدامات الاستغلال - موارد الاستغلال

24.000 = استخدامات الاستغلال - 60.000

استخدامات الاستغلال = 24.000 + 60.000 = 84.000

استخدامات الاستغلال = مخزون + زبائن + حقوق الضرائب + مدينون آخرون

84.000 = 7.000 + 10.000 + 23.000 + 44.000 = مخزون

جدول يوضح احتياجات رأس المال العامل

المبالغ	الموارد	المبالغ	الاستخدامات
60.000	موارد الاستغلال	84.000	استخدامات الاستغلال
35.000	- موردون	44.000	- مخزون
13.000	- ديون ضرائب	23.000	- زبائن
12.000	- ديون أخرى	10.000	- حقوق الضرائب
		7.000	- مدينون آخرون
10.000	موارد خارج الاستغلال	22.000	استخدامات خارج الاستغلال
6.000	- موردون	7.000	- مخزون
1.500	- ديون ضرائب	7.000	- زبائن
2.500	- ديون أخرى	3.000	- حقوق الضرائب
		5.000	- مدينون آخرون

محاضرات في مقياس التسيير المالي

3- حساب رأس مال العامل لسنة 2005

رأس مال العامل الإجمالي = الإحتياج رأس مال العامل الإجمالي + الخزينة

$$\text{رأس مال العامل الإجمالي} = 4.000 + 36.000 = 40.000$$

4- حساب رأس مال العامل اللازم لبلوغ المؤسسة هدفها عام 2006

- الخزينة 2006 = رأس مال العامل 2006 - إحتياج رأس مال العامل 2006

$$- \text{رأس مال العامل 2006} = 2 * 4.000 - 36.000$$

$$- \text{رأس مال العامل 2006} = 36.000 + 8.000 = 44.000$$

.....

المحاضرة السابعة: مقاربات التسيير المالي

المقاربات الكلاسيكية في التسيير المالي

المنظور الوظيفي للمؤسسة - 02-

1-7- التشخيص المالي من خلال الميزانية الوظيفية:

التحليل الوظيفي يدرس الميزانية وفق دورة الاستثمار، دورة الاستغلال ودورة الخزينة، هذا العرض للموارد والاستخدامات يسمح بحساب رأس المال العامل الإجمالي، إحتياجات رأس المال العامل للاستغلال وخارج الاستغلال والخزينة، بالإضافة إلى مجموعة من النسب المالية المتعلقة بالميزانية الوظيفية. بحيث يعتمد التحليل الوظيفي في تحديد التوازن الدائم للمؤسسة على ضرورة تغطية الموارد الدائمة لإجمالي الاستخدامات

محاضرات في مقياس التسيير المالي

المستقرة وتمويل احتياجات دورة الاستغلال بالفائض من تلك الموارد الدائمة المتاحة، وهذا الفائض يسمى برأس المال العامل الصافي الإجمالي FRNG.

2-7- مستويات الميزانية الوظيفية:

- مستوى رأس المال العامل الوظيفي FRNG:

يسمى رأس المال العامل الصافي المستخرج من الميزانية الوظيفية برأس المال العامل الصافي الوظيفي (fonds de roulement net global) (FRNG)¹، ويتمثل في فائض الأموال الدائمة بعد تمويل الاستخدامات الثابتة الذي يخصص لتمويل الاستخدامات الجارية، ويقاس بالفرق بين الموارد الدائمة (رؤوس الأموال الخاصة والخصوم غير الجارية + الإهلاكات والمؤونات) والاستخدامات المستقرة (أصول غير جارية)، وكلما زادت قيمته زادت قدرة وسهولة تمويل دورة الاستغلال. لذلك غالبا ما يكون موجبا، أما أن كان سالبا فهذا يعني أن المؤسسة تمول جزء من الأصول الثابتة عن طريق ديون الاستغلال (ديون قصيرة الأجل)²؛

يرتبط مبلغ رأس المال العامل بالقرارات المالية طويلة الأجل الخاصة بسياسة الإستثمار وسياسة التمويل، لذلك فغالبا ما يتميز بالثبات في الآجال القصيرة، ويحسب بالعلاقة التالية:

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

ويمكن أن يأخذ الحالات التالية:

- $0 < FR_{NG}$: يتحقق ذلك عندما تكون $E_s < R_d$ وبالتالي فإن المسير المالي يجعل المؤسسة تبتعد عن خطر العسر المالي، وفي المقابل فإن هذه السياسة يمكن أن تؤثر سلبا على أرباح المؤسسة، وذلك بسبب استخدام موارد طويلة الأجل ذات التكلفة المرتفعة في تمويل استخدامات الدورة، التي يجب أن تمول بموارد قصيرة الأجل ذات التكلفة المنخفضة (مثلا القروض قصيرة الأجل تحسب على أساس فائدة بسيطة وليست مركبة) ، إضافة إلى تعقد إجراءات و ضمانات الحصول على التمويل طويل الأجل؛

¹ - Gerorge Langlois, Michèle Mollet, Manuel de gestion financière, Berti Edition, Alger, 2011, P 35.

²-13- Nathalie Taverdet -popiolek, Guide du choix d'investissement, éditions d'organisation, Paris, 2006, P51.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- $0 > FR_{NG}$: يتحقق ذلك عندما تكون $Es > R_d$ وبالتالي فإن المسير المالي يجعل المؤسسة

تقترب عن خطر العسر المالي، بسبب أن المؤسسة قامت بتمويل الإستخدامات المستقرة ذات العمر الإقتصادي الطويل بموارد الدورة قصيرة الأجل، وفي المقابل فإن هذه السياسة يمكن أن ترفع من أرباح المؤسسة وذلك بسبب إستخدام موارد قصيرة الأجل ذات التكلفة المنخفضة أو المنعدمة في تمويل الإستخدامات المستقرة التي من المفروض أن تمويلها بمراد طويلة الأجل ذات التكلفة المرتفعة؛

- $0 = FR_{NG}$: تسمى بمبدأ التغطية يتحقق ذلك عندما تكون $Es = R_d$ وبالتالي فإن المؤسسة

حققت الشرط الأدنى للتوازن المالي الذي يسمح لها بتغطية أصولها الثابتة بالأموال الدائمة دون تحقيق فائض أو عجز.

- مستوى الإحتياج في رأس المال العامل: تؤدي التباينات الزمنية التي تحدث لعناصر

الاستغلال وعناصر خارج الاستغلال في غالب الأحيان إلى إحتياجات في التمويل، وتنقسم إلى نوعين

تباينات متعلقة بالتدفقات الحقيقية (زمن الشراء، زمن التحويل، زمن البيع) والتدفقات المالية (عدم

التسديد نقدا لكل ما يباع ويشترى). يتولد الإحتياج المالي للإستغلال عندما لا تستطيع المؤسسة مواجهة

ديونها المترتبة عن النشاط بواسطة حقوقها لدى المتعاملين ومخزوناتهما وبالتالي يتوجب البحث عن مصادر

أخرى لتمويل هذا العجز، وهو ما يصطلح عليه بالإحتياج في رأس المال العامل. وتعبير آخر فينتج عن

الأنشطة العادية للمؤسسة مجموعة من الإحتياجات بسبب تفاعل مجموع عناصر الأصول والخصوم الخاصة

بدورة الاستغلال فيتولد الإحتياج المالي للإستغلال، فهو عبارة عن عدم كفاية الموارد المتولدة من الاستغلال

(خصوم الاستغلال) في تغطية الاستخدامات الخاصة بدورة الاستغلال (أصول الاستغلال)، وفي حالة التي

يكون فيها سالبا يدل على مورد إضافي للمؤسسة، كما قد يتولد أيضا عن الأنشطة الإستثنائية إحتياجا،

هذا العجز يصطلح عليه بالإحتياجات في رأس مال العامل وعلى هذا الأساس فإن:

- الإحتياجات في رأس المال العامل = إحتياجات الدورة - موارد الدورة.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

..... أو

- الاحتياجات في رأس المال العامل = الاحتياجات في رأس المال العامل للاستغلال +
الاحتياجات في رأس المال العامل خارج الاستغلال

$$- \text{BFR}_{\text{ex}} = \text{BFR}_{\text{ex}} + \text{BFR}_{\text{hex}}$$

أ- مستوى الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFR_{ex} : يتشكل بالفرق بين استخدامات الاستغلال وموارده.

- إحتياج ر.م.ع إستغلال هو: إستخدامات الإستغلال - موارد الإستغلال

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

ب- مستوى الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال BFR_{hex} وهو الفارق بين الاستخدامات خارج الاستغلال والموارد خارج الاستغلال.

إحتياج ر.م.ع خارج الإستغلال هو: إستخدامات خارج الإستغلال - موارد الإستغلال

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

يمكن للاحتياجات في رأس المال العامل أن تأخذ الحالات التالية:

- $0 < \text{BFR}$: إذا كانت قيمته كبيرة وموجبة فيعاب على المسير المالي في هذه الحالة أنه لم يبحث عن موارد قصيرة الأجل والتي تكون غالباً تكلفتها منخفضة.

- $0 > \text{BFR}$: في هذه الحالة تكون احتياجات الدورة أقل من موارد الدورة ويعاب على المسير في هذه

الحالة أنه لم يستخدم تلك الموارد في توسيع دورة الاستغلال وبالتالي زيادة نشاط المؤسسة؛

- $0 = \text{BFR}$: في هذه الحالة تتساوى موارد الدورة واحتياجاتها.

- مستوى الخزينة الصافية الإجمالية T_{ng} : تتشكل الخزينة الصافية الإجمالية عندما تستخدم

المؤسسة رأس مالها العامل الصافي الإجمالي في تمويل احتياجات رأس المال العامل (للاستغلال وخارج الاستغلال) فإذا تمكنت من تغطية هذا الاحتياج يكون رصيد الخزينة موجب (فائض)، وفي العكس تكون

محاضرات في مقياس التسيير المالي

الخزينة سالبة وهي حالة عجز وهي تتشكل بالفرق بين استخدامات الخزينة (خزينة موجبة) وموارد الخزينة (خزينة سالبة).

فتحسب الخزينة الصافية الإجمالية بطرح الموارد الخزينة من إستخدامات الخزينة أو بالفرق بين رأس المال العامل والإحتياجات.

$$T_{ng} = FR_{NG} - BFR_g$$

$$T_{ng} = E_t - R_t$$

يمكن للخزينة الإجمالية الصافية أن تأخذ الحالات التالية:

$T_{ng} < 0$ بمعنى أن $BFR_g < FR_{NG}$ هذا مفاده أن الخزينة الصافية موجبة مما يدل على أن

المؤسسة قادرة على تسديد ديونها في آجالها، وهذه الحالة تعبر عن التوازن المالي الجيد للمؤسسة، غير أنها في نفس الوقت تبين أن المؤسسة قامت بتجميد جزء من أموالها الثابتة لتغطية رأس المال العامل، وهو ما يطرح عليها مشكلة الربحية أي تكلفة الفرصة البديلة الضائعة، لذلك يتوجب عليها معالجة الوضعية عن طريق شراء مواد أولية أو تقديم تسهيلات للزبائن؛

$T_{ng} = 0$ بمعنى أن $BFR_g = FR_{ng}$ وهي ما تعرف بالخزينة المثلى، والوصول إلى هذه الحالة يتم

بالاستخدام الأمثل للموارد المتاحة للمؤسسة وفق الإمكانيات المتاحة عن طريق تفادي مشاكل عدم التسديد زمنه التحكم في السيولة دون التأثير على الربحية؛

$T_{ng} > 0$ بمعنأن $BFR_g > FR_{ng}$ الخزينة سالبة وتدل على أن المؤسسة غير قادرة على

تسديد ديونها في آجالها، وهو ما يهدد وجود المؤسسة في حال لم تتخذ الإجراءات الكفيلة بحله، مما يجعل المؤسسة في هذه الحالة تطالب بحقوقها الموجودة لدى الغير أو تلجأ إلى الاقتراض من البنوك أو التنازل عن بعض إستثماراتها التي لا تؤثر على طاقتها الإنتاجية. ومن أجل تحسين التوازن المالي يجب:

- الرفع من رأس المال العامل الصافي الإجمالي: وهذا من خلال:

- زيادة الموارد الدائمة عن طريق رفع المساهمات في رأس المال أو الإقتراضات المالية؛

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- تخفيض من حجم الاستخدامات الثابتة عن طريق التنازل عن بعض التثبيتات التي لا تؤثر على النشاط العادي للمؤسسة؛

- التخفيض من الاحتياجات رأس المال العامل الإجمالي: وهذا من خلال:

- رفع المدة المتعلقة بتسديد ديون الموردين؛

- تخفيض المدة المتعلقة بتحصيل الحقوق من عند الزبائن.

7-3- شروط التوازن المالي الوظيفي

لكي يتحقق التوازن المالي الوظيفي يجب أن يتحقق ما يلي:

الشرط الأول: رأس المال العامل موجب أي $FR_{ng} > 0$

يتحقق ذلك إذا تمكنت المؤسسة من تمويل الاستخدامات المستقرة باستعمال الموارد الدائمة وبقاء فائض يمثل رأس المال العامل الوظيفي.

معناه

$$FR_{ng} > 0 \Rightarrow R_d > E_s$$

$$R_d = E_s + FR_{ng}$$

الشرط الثاني: أن تغطي رأس المال العامل الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي إذ لا يكفي أن يتحقق للمؤسسة رأس المال العامل موجب بل يجب أن يكفي هذا الهامش لتغطية احتياجات دورة الاستغلال ودورة خارج الاستغلال.

$$FR_{ng} > BFR_{ex} + BFR_{hex}$$

الشرط الثالث: أن تتوفر خزينة موجبة ويتحقق ذلك عند تحقق الشرطين السابقين وفي هذه الحالة تتمكن إستخدامات الخزينة من تغطية موارد الخزينة

$$FR_{ng} > BFR \Rightarrow T_n > 0$$

7-4- حالات العجز في الخزينة (الخلل المالي):

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- حالة الخطأ في سياسة المالية للمؤسسة: يحدث عجز الخزينة إذا خلت المؤسسة بمبدأ التغطية وقامت بتمويل الإستخدامات المستقرة عن طريق موارد الاستغلال (تمويل إستثمارات طويلة الأجل من ديون قصيرة الأجل) فيؤدي ذلك إلى إنكسار في رأس مال العامل الصافي الإجمالي مع بقاء الاحتياجات على حالها وبالتالي تنتقل المؤسسة من حالة فائض إلى العجز لذا يجب التنازل عن جزء من الاستثمارات أو الحصول على قروض طويلة الأجل أو الحصول على قروض بنكية جديدة؛

- حالة نمو سريع وغير متحكم فيه: إذا أقدمت المؤسسة على تحقيق معدلات نمو في رقم أعمالها أكبر من إمكانياتها الحالية، فإن ذلك يؤدي إلى تضخيم في الاحتياجات في رأس المال العامل بسبب ارتفاع بعض العناصر مثل الزبائن، أوراق القبض مع بقاء رأس المال العامل الصافي الإجمالي على وضعه الطبيعي بالتالي تستهلك الفوائض المالية فهناك عجز في الخزينة، ويمكن معالجة هذه الوضعية من خلال إعادة النظر في المخطط التنموي من خلال التراجع عن استهداف أسواق إضافية، تركيز الجهود التجارية والاستثمارية على حصة سوقية تتناسب مع الإمكانيات المتاحة.

- سوء تسيير عناصر الاستغلال:

في كثير من الأحيان يتم تسيير عناصر الاستغلال بشكل عشوائي يظهر من خلال تباطؤ شديد في دوران المخزون، منح أجال طويلة للعملاء والعكس للموردين، تضخم إحتياج ر.م.ع الدائم يؤدي إلى إتهام ر.م.ع والخزينة ومنه يحدث عجز مالي يتمثل في عجز الخزينة يستلزم الصرامة في تسيير المخزونات والعلاقة مع الزبائن والموردين، تبني سياسة علمية دقيقة يمكن للمؤسسة لتسيير مخزونها، تسيير العلاقة الدائنة بين العملاء والموردين من خلال اعتماد قاعدة التحصيل قبل التسديد، منح آجال للعملاء تتناسب مع الآجال الممنوحة من الموردين.

- حالة الخسارة المتراكمة:

محاضرات في مقياس التسيير المالي

إذا حققت المؤسسة خسائر متتالية تؤدي إلى تآكل أصول والأموال الدائمة في تدهور مستمر (خزينة سالبة). **فالحل:** ترشيد النفقات وتقليل التكاليف والاستهلاك دون المساس بالجودة مما يؤدي إلى إنعاش رقم الأعمال عن طريق التسويق، تعظيم الحصة السوقية، جلب أكبر عدد ممكن من العملاء؛

-حالة تدهور في النشاط:

في حالة مواجهة مشكلة تسويقية ناتجة عن معطيات المحيط مما يؤدي إلى انخفاض في رقم الأعمال وبالتالي انخفاض في الإيرادات وارتفاع التكاليف فتتخفف قدرة المؤسسة على تمويل الذاتي مما يؤثر على مستويات رأس المال العامل وتتحول هذه الحالة إلى خسائر متراكمة؛ وكحل لهذا الوضع على المؤسسة تحسين الوضعية الإستراتيجية للمؤسسة في السوق، وفي حال سيطرة المنافسين على السوق فإن المؤسسة تكون أمام خيار الانسحاب التدريجي ثم تغيير النشاط.

-حالة إفلاس عميل مهم:

إذا كانت السياسة التسويقية تركز على عميل وحيد فإن أي تغيير في وضعيته المالية يحدث أثارا مباشرة على وضعية المؤسسة مثل حالة الإفلاس واختفاء هذا العميل مما يؤدي إلى انخفاض حاد في رقم الأعمال وتنقل إلى حالة تدهور في النشاط، مما يستوجب تحسين الوضعية السوقية للمؤسسة (طرق إستراتيجية)؛

-في حالة وجود طفرة تكنولوجية جديدة يملكها المنافس وحالة ظهور منتجات جديدة بديلة فما على المؤسسة إما المنافسة أو الإستجابة وتغيير النشاط.

7-5- الانتقادات الموجهة لتحليل المالي الوظيفي:

- يفقد مؤشر BFR دلالة في قطاع الخدمات نظرا لغياب عناصر المخزونات بها؛

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- يعتمد التحليل المالي الوظيفي على الميزانية الوظيفية التي أدمجت تدني قيمة الأصول بالأصول الجارية والتي تعتبر من عناصر الاستغلال ضمن الموارد الدائمة؛
- الخزينة حسب هذا التحليل غامضة ولا يمكن التعرف على كيفية تشكيلها ولا الأنشطة المسؤولة عن حالات الفائض والعجز؛
- إعماده على الميزانية المحاسبية التي تعتبر صورة لوضعية المؤسسة في لحظة ما دون إعطاء رؤية ديناميكية لهذه الوضعية؛
- إعتبره الإ اعتماد على البنكية الجارية (السحب على المكشوف) من موارد الخزينة التي يتم الإ اعتماد عليها بشكل نادر في حين أن الحياة العملية أثبتت غير ذلك حيث يتم الإ اعتماد عليها بشكل يومي فتتشكل موارد دائمة بمرور الزمن؛
- يفقد مفهوم FR_{ng} دلالتة في قطاع الخدمات الذي يعتمد على الاستثمارات المعنوية بشكل كبير والتي لا تظهر في الميزانية تطبيقاً لمبدأ الحيطة والحذر.

تمرين: لتكن لدينا ميزانية المؤسسة أ بتاريخ 31-12-ن كما يلي:

الأصول	الخام	الإهلاك	الصافي	الخصوم	المبلغ
تثبيتات مادية	3000	1250	1750	رؤوس أموال خاصة	3210
تثبيتات مالية	965	-	965	ديون مالية	1200
مخزونات	2400	110	2290	ديون أخرى ط أ	800
زبائن	1150	70	1080	موردون	1250
حقوق الاستغلال	640	-	640	ديون الاستغلال	130
حقوق خارج الاستغلال	160	-	160	ديون ق ا خارج الاستغلال	310
متاحات	15	-	15		
المجموع	8330	1430	6900	المجموع	6900

المطلوب:

أولاً: - تشكيل الميزانية المالية وفق مقارنة سيولة - استحقاق

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- حساب رأس المال العامل سيولة؟
- حساب نسبة التداول ونسبة التداول السريعة مع التعليق؟
- ثانياً: - إعداد الميزانية الوظيفية؟
- حساب رأس المال العامل الوظيفي؟
- حساب BFR_{EX} BFR_{HEX} BFR_G مع التعليق
- حساب صافي الخزينة مع التعليق؟

ثانياً: أجب بصح أو خطأ مع التعليق

- 1- تؤدي الزيادة في مخزون الاستغلال إلى ارتفاع الاحتياجات في رأس المال العامل خارج الاستغلال؟
- 2- يؤدي النقص في ديون الموردين إلى انخفاض الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي؟
- 3- إذا كانت موارد الاستغلال أكبر من الاستخدامات خارج الاستغلال يكون الاحتياج رأس مال العامل للاستغلال سالبا؟
- 4- إذا كان الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال سالبا والإحتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال موجبا يكون الاحتياج رأس المال العامل الإجمالي موجبا؟

الحل

أولاً: إعداد الميزانية المالية

الأصول	الخام	الإهلاك	الصافي	الخصوم	المبلغ
--------	-------	---------	--------	--------	--------

محاضرات في مقياس التسيير المالي

3210	الأموال الخاصة	1750	1250	3000	الأصول غير جارية تثبيتات مادية
3210	المجموع	965	-	965	تثبيتات مالية
1200	خصوم غير جارية				
800	ديون مالية				
800	ديون أخرى ط أ				
2000	المجموع	2715	1250	3965	المجموع
	خصوم جارية				الأصول الجارية
1250	موردون	2290	110	2400	مخزونات
130	ديون الاستغلال	1080	70	1150	زبائن
310	ديون ق ا خارج	640	-	640	حقوق الاستغلال
	الاستغلال	160	-	160	حقوق خارج
		15	-	15	الاستغلال
					متاحات
1690	المجموع	4185	180	4365	المجموع
6900	المجموع	6900	1430	8330	المجموع

2- حساب رأس المال العامل

$$1-2 \text{ ر م ع} = \text{الأموال خاصة} + \text{الخصوم غير جارية} - \text{الأصول غير جارية}$$

$$2495 \text{ دج} = 2715 - 5210 =$$

$$2-2 \text{ ر م ع} = \text{الأصول الجارية} - \text{الخصوم الجارية}$$

$$2495 \text{ دج} = 1690 - 4185 =$$

ر م ع أكبر من الصفر إذا المؤسسة متوازنة ماليا

3- حساب النسب المالية مع التعليق

- نسبة التداول السريع = الأصول الجارية / الخصوم الجارية = $1690 / 4185 = 247.3$

محاضرات في مقياس التسيير المالي

لدى المؤسسة وضعية جيدة لتغطية إلتزاماتها

● نسبة التداول السريع = الأصول الجارية - المخزون / الخصوم الجارية

$$112.13 = 1690 / 2290 - 4185 =$$

لدى المؤسسة القدرة على مواجهة خصومها الجارية دون بيع المخزون السلعي

ثانيا: الميزانية الوظيفية:

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
	موارد دائمة		الإستخدامات المستقرة
3210	- رأس المال الخاص	3000	- تثبيتات مادية
2000	- الخصوم غير جارية	965	- تثبيتات مالية
1430	- اهتلاك و مؤونات		
6640	المجموع	3965	المجموع
	موارد الاستغلال		إستخدامات الاستغلال
1250	موردون	2400	مخزونات
130	ديون استغلال	1150	زبائن
		640	حقوق الاستغلال
1380	المجموع	4190	المجموع
	موارد خارج الاستغلال		استخدامات خارج الاستغلال
310	ديون قصيرة الأجل	160	حقوق خارج الاستغلال
310	المجموع	160	المجموع
	موارد الخزينة		استخدامات الخزينة
-	-	150	متاحات
-	مجموع الخزينة	150	مجموع الخزينة

محاضرات في مقياس التسيير المالي

المجموع	8330	المجموع	8330
---------	------	---------	------

2-2: حساب رأس المال العامل الوظيفي FRNG

- رأس المال العامل الوظيفي الإجمالي = الموارد الدائمة - الاستخدامات المستقرة

$$= 6640 - 3965$$

$$= 2675 \text{ دج}$$

- الاحتياج رأس المال العامل للاستغلال = استخدامات الاستغلال - موارد الاستغلال

$$= 4190 - 1380$$

$$= 2810 \text{ دج}$$

- الاحتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال = استخدامات خارج الاستغلال - موارد

خارج الاستغلال

$$= 160 - 310$$

$$= -150 \text{ دج}$$

- الاحتياج رأس المال العامل الإجمالي = الاحتياج رأس المال العامل للاستغلال +

الاحتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال

$$= 2810 - 150$$

$$= 2660 \text{ دج}$$

يلاحظ أن الاحتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال سالب مما يعني يجب تحقيق موارد خارج

الاستغلال كما أن الاحتياج رأس المال العامل الإجمالي أقل من رأس المال العامل الوظيفي الإجمالي مما يجعل

شرط التوازن المالي بالمؤسسة محققا.

- حساب الخزينة:

الخزينة = استخدامات الخزينة - موارد الخزينة

$$= 15 - 0$$

$$= 15 \text{ دج}$$

ثانياً:

- الخزينة موجبة مما يعني أن المؤسسة متوازنة مالياً
- خطأ: تؤدي الزيادة في المخزون الاستغلال إلى ارتفاع الاحتياج رأس المال العامل للاستغلال
- خطأ: بل تؤدي إلى ارتفاع الاحتياج رأس المال العامل الإجمالي
- خطأ: لأن الأول للاستغلال والثاني خارج الإستغلال
- خطأ: لأنها عملية الجمع والإشارة تتقيد بالأعلى قيمة

.....

المحاضرة السابعة: مقاربات التسيير المالي

التحليل المالي المتحرك

جدول التمويل

لقد اعتمد التحليل المالي الكلاسيكي بشكل مطلق على الميزانية - سواء في تحليل سيولة_ استحقاق أو التحليل الوظيفي التي تصور الوضعية المالية للمؤسسة في لحظة معينة، ففي بداية الثمانينات تغير الاهتمام بالهيكل المالي من الاهتمام بالهيكل المالي مثل المردودية والتوازنات المالية للمؤسسة إلى الاهتمام بالخزينة، بحيث أصبح من الواجب معرفة كيفية تشغيلها خلال السنة، لإظهار تدفقات أموال المؤسسة لا بد من دراسة مكتملة للتحليل الساكن تعمل على تسجيل التدفقات المالية أو التغيرات التي تطرأ على الأصول والخصوم استناداً على الميزانيات المقارنة المتتالية. فبغية معرفة وفهم العناصر التي تشكلت هذا التغير نستعمل أدوات التحليل المالي الديناميكي (جدول التمويل وجدول تدفقات الخزينة) اللذان نحن بصدد دراستهما.

1-7- تعريف جدول التمويل:

محاضرات في مقياس التسيير المالي

جدول التمويل هو الذي يوضح تغيرات الذمة المالية للمؤسسة خلال دورة مالية معينة استنادا على سنة مرجعية (سنة الأساس)، حيث يوضح من خلال ميزانيتين وظيفيتين التغيرات التي حدثت في الموارد المالية للمؤسسة والاستعمالات التي خصصت لها خلال نفس الفترة.

عرف هذا الجدول بعدة تسميات، ففي فرنسا نجد مركز الميزانيات لبنك فرنسا يطلق عليه تسمية جدول الموارد والاستخدامات، بينما المخطط المحاسبي العام PCG يطلق عليه اسم جدول التمويل والبعض الآخر يسميه بجدول التدفقات.

فهو "هو جدول يتضمن الموارد المالية للمؤسسة استخدامها في فترة زمنية محدد وكما يبين التغيرات في ثروة المؤسسة لنفس الفترة"، فمركز الميزانيات لبنك فرنسا عرفه كما يلي " جدول الموارد والاستخدامات يوضح الاستخدامات والموارد الجديدة للدورة، بمعنى احتياجات التمويل الناشئة خلال تلك الدورة وسائل التمويل المستخدمة لذلك، كما يوضح أيضا التأثير النهائي لمختلف العمليات المحققة على خزينة المؤسسة".¹ فهو يحدد التدفقات المالية بين كل من الموارد والاستخدامات اعتمادا على تحديد الفرق بين ميزانيتين وظيفيتين لسنتين متتاليتين، وهو بذلك يسعى إلى تحديد التدفقات النقدية للموارد والاستخدامات في المدى الطويل والقصير بالاعتماد على ميزانيتين وظيفيتين لسنتين متتاليتين وما ينتج عنهما تغير في المعادلة الأساسية للخزينة.

$$\Delta FRNG = \Delta BFR + \Delta Tn$$

7-2- أهداف جدول التمويل:

جدول التمويل يمكن الحلل المالي من تحقيق أربعة أهداف رئيسية، تتمثل في:²

- دراسة خطر عدم تحقق السيولة: ونقصد بها عدم القدرة على تسديد الديون القصيرة الأجل؛
- دراسة قدرة المؤسسة على الوفاء: ونقصد بها قدرة المؤسسة على تسديد ديونها المالية ذات الأجل الطويل؛
- دراسة تطور الهيكل المالي: وهي مرتبطة بطبيعة الموارد المحصل عليها لتمويل استخدامات الدورة؛

¹ - Georges Deppallens. Jean – Pierre Jobard, gestion financière de l'entreprise, édition Sirey, 10 éditions, Parie, p 353.

² - Daniel Antraigues, Op Cit,

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- دراسة تطور شروط الاستغلال: وهي مرتبطة بالتحكم في الأصول الجارية للمؤسسة.

7-3- خصائص جدول التمويل:

كل عناصر جدول التمويل هي عبارة عن تدفقات حقيقية أي تدفقات ديون أو حقوق مالية (التغير في الإقراض أو الإقتراض) أو غير مالية (تغير الحقوق تجاه الزبائن أو الديون الضريبية والاجتماعية)، هذه الخاصية هي التي تميز جدول التمويل وجدول تدفقات أموال الخزينة، كما أن جدول التمويل يظهر التغير في الخزينة الصافية في آخر الجدول وبشكل يبينها وكأنها بقايا. في هذا الجدول كل الحركات لا تعبر عن تدفق لا تؤخذ بعين الاعتبار كالإيداع من حساب إلى حساب، كما أنه يعتبر جدول للموارد والاستخدامات.

7-4- بناء جداول التمويل:

من خلال ما نصت عليه المادة 517 الفقرة 07 من المخطط المحاسبي العام PCG فعلى المؤسسة تقديم الملاحق الخاصة بنظامها المحاسبي والذي يجب أن تتضمن جدول التمويل،¹ وهذا الأخير يتم إعداده تبعاً لأعمال الجرد، وفي نفس الوقت الحسابات السنوية والملفات التلخيصية، خلال الأربعة أشهر التي تتبع إغلاق الدورة.² يقوم جدول التمويل حسب PCG على التدفقات النقدية الطويلة الأجل وقصيرة الأجل ومنه ينتج لدينا جزئين هما:

- الجزء الأول من جدول التمويل:

يتم إعداد الجزء العلوي لجدول التمويل إنطلاقاً من ميزانيتين متتابعين وجدول حسابات النتائج وبعض الجداول التي يتم نشرها ضمن الملاحق كجدول الإهلاكات وجدول التثبيتات. يتمثل الهدف من

¹ - Georges Depallens, Jean Pierre Jobard, Op Cit, P 200.

² -Daniel Antraigue, Op Cit.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

إعداد الجزء الأول في تقييم التغير في رأس المال العامل الوظيفي، عندما يكون هذا التغير موجب فهذا معناه أن نشاط الدورة نتج عنه **مورد صافي**، في المقابل عندما يكون هذا التغير **سالب** فهذا معناه أن نشاط الدورة نتج عنه **استخدام صافي**. لذلك وقبل إعداد هذا الجدول يجب التمييز بين كل ما هو مورد وما هو استخدام، فكل زيادة في عناصر الاستخدامات المستقرة أو نقصان في الموارد الدائمة (**تغير مدين**) تعتبر استخدام، وكل زيادة في الأموال الدائمة وكل نقصان في عناصر الأصول الثابتة (**تغير دائن**) تعتبر **مورد**. يحتوي هذا الجزء على العناصر التالية:

– الموارد طويلة الأجل: التي جلبتها المؤسسة والتي تتمثل في تغير الموارد الدائمة بين الدورة السابقة والحالية؛

– الاستخدامات طويلة الأجل: التي كونتها المؤسسة والتي تتمثل في التغيير في الاستخدامات المستقرة بين الدورة السابقة والدورة الحالية. الجدول التالي يبين لنا مضمون الجزء الأول.

الجدول رقم 02 : الجزء الأول من جدول التمويل

المبالغ	الموارد الدائمة Rd	المبالغ	الاستخدامات المستقرة Es
.....	CAF القدرة على التمويل الذاتي	.....	حيازة تبيئات
.....	التنازل عن الإستثمارات	.....	مصاريف موزعة على عدة سنوات
.....	الحصول على قروض	.....	تسديد القروض
.....	رفع رأس المال	.....	تخفيض رأس المال
.....		.....	تسديد مكافأة رأس المال
.....	التغيرات في الموارد الدائمة	(.....)	التغيرات في الاستخدامات المستقرة
التغيرات في الموارد الدائمة- التغيرات في الاستخدامات المستقرة			
التغير في رأس مال العامل الصافي الإجمالي			

وبالتالي فإن الجزء الأول من جدول التمويل يظهر لنا التغير في رأس المال العامل الصافي الإجمالي.

$$FRNG = \Delta R_d - \Delta E_s$$

1- الاستخدامات المستقرة: تحتوي على العناصر التالية:

1- **حيازة التثبيتات:** يرفع من التثبيتات الإجمالية وهو يمثل استخدام، تسديد أو عدم تسديد قيمة هذه الاستثمارات أثناء الدورة لا يؤثر على تحديد التغيير في رأس المال العامل الوظيفي، لكنه يؤثر على التغيير في الاحتياجات لرأس المال خارج الاستغلال في حالة عدم تسديدها قبل إغلاق الدورة، ويؤثر على التغيير في الخزينة الصافية في حالة تسديدها قبل إغلاق الدورة، وهي تشمل التثبيتات المعنوية، المادية والمالية التي تم حيازتها (اقتنائها) أو إنشاؤها خلال الدورة الحالية تعطى بالعلاقة التالية:

- **تثبيتات الدورة الحالية:** تثبيبات الدورة السابقة + الحيازة - التنازل أو من خلال المعادلة التالية:

- **تثبيتات الدورة الحالية:** تثبيبات الدورة السابقة + الحيازة - إهلاك الدورة الحالية - القيمة المحاسبية الصافية المتنازل عنها.

ملاحظة: التثبيتات قيد الإنجاز والتي تظهر في حساب التثبيتات عند استلامها من طرف المؤسسة خلال السنة الحالية فالجزء المتعلق بالدورة السابقة لا ينبغي حسابه مرة ثانية عند الانتهاء من إنجاز التثبيت، وهذا عند تحويله إلى حساب 20 بالنسبة للتثبيتات الغير الملموسة والحساب 21 بالنسبة للتثبيتات الملموسة، ولذلك فالحركات الدائنة في الحساب 23 تثبيبات قيد التنفيذ إلى غاية بداية الدورة IN يجب طرحها من مبلغ التثبيتات المنشأة والتي أصبحت في إطار الخدمة خلال الدورة الحالية.

- **تسديد القروض المالية:** تتمثل في أقساط السنوية للقروض والمسددة خلال الدورة الحالية ويمكن حسابها بالعلاقة التالية:

قروض الدورة الحالية: قروض الدورة السابقة + الحصول على قروض - تسديد القروض

- **تخفيض رأس المال:** وهي عملية معاكسة للرفع في رأس المال، تتم من خلال خروج بعض المساهمين أو بسبب ضم الخسائر المتراكمة؛

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- المصاريف الموزعة على عدة سنوات: هي المصاريف التي توزع على عدة سنوات وبالتالي تخفض من المصاريف ما يؤدي إلى إنعاش النتيجة؛
- تسديد مكافأة رأس المال (الأرباح الموزعة): هي الأرباح التي حققتها المؤسسة في الدورة السابقة والتي تم توزيعها خلال الدورة الحالية؛
- توزيع الأرباح: تتعلق بالأرباح المحققة خلال الدورة السابقة والتي يتم تسديدها خلال الدورة الحالية وتظهر في حساب 457 الشركاء الحصص الواجب دفعها، وتحسب ب:
الأرباح القابلة للتوزيع = الأرباح الصافية للدورة $N-1$ + ترحيل من جديد للدورة $N-1$
- الأرباح الموزعة = الأرباح القابلة للتوزيع - الاحتياطات الجديدة - الترحيل من جديد للدورة N

2- الموارد الدائمة: تحتوي على العاصر التالية:

- القدرة على التمويل الذاتي CAF : تمثل المورد المالي المنتج من طرف المؤسسة، يعتبر عن الفرق بين تدفقات الإيرادات وتدفقات المصاريف، وتمثل تدفق خزينة محتمل (محتمل وليس أكيد لان هذه التدفقات لا تعبر بالضرورة عن تحصيل أو تسديد).¹ هي قدرة المؤسسة على تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة، هذه النتيجة يضاف إليها عنصرين هامين يعتبران موردا داخليا للمؤسسة يمكن حسابها ب:

- القدرة على التمويل الذاتي تساوي النتيجة الصافية + مخصصات الإهلاكات والمؤونات.
- القدرة على التمويل الذاتي تساوي النتيجة الصافية + مخصصات الإهلاكات والمؤونات وخسائر القيمة - استرجاعات على خسائر القيمة والمؤونات + نواقص القيمة عن خروج أصول المثبتة غير المالية - فوائض القيمة عن خروج الأصول المثبتة غير المالية + فارق التقييم عن أصول مالية (نواقص القيمة) - فارق التقييم عن أصول مالية (فوائض القيمة) + الخسائر الصافية عن التنازل عن الأصول المالية - الأرباح الصافية عن التنازل عن الأصول المالية.²

¹- Chantal Buisserat, Analyse financière, Berti édition, Alger, 201, P142-143.

²- يوسف بومدين، فاتح ساحل، تسيير التسيير المالي للمؤسسة، دار بلقيس، الجزائر، 2016، ص 112.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- **التنازل عن التثبيتات:** يعتبر التنازل عن التثبيتات الغير ملموسة والمالية موارد دائمة ولذلك يتم احتسابها بسعر التنازل في جدول التمويل والذي يمثل مورد نهائي للمؤسسة، تفاصيل التنازل عن التثبيتات يمكن الحصول عليها من جدول التثبيتات، كما يعتبر مورد دائم انخفاض التثبيتات المالية المتعلق بالاسترجاع المحصل عن الحقوق المتعلقة بالمساهمات، الإقراض، الودائع والكفالات المدفوعة. كما تمثل مورد، تحصيلها قبل إغلاق الدورة يرفع من القيم المتاحة، لكن في حالة التنازل عنها على الحساب ولم يتم تحصيلها قبل إغلاق الدورة فإن المبلغ يسجل في حساب حقوق التنازل عن التثبيتات، وهذا ما يؤدي إلى الرفع من الاحتياجات لرأس المال العامل خارج الاستغلال، تشمل كل التثبيتات المتنازل عنها بسعر السوق.

- **الحصول على قروض مالية:** تتمثل في القروض المتحصل عليها خلال الدورة الحالية من المؤسسات المالية والمصرفية عدا الإعتمادات البنكية الجارية ويمكن حسابها بالعلاقة التالية:

قروض الدورة الحالية: قروض الدورة السابقة + الحصول على قروض - تسديد القروض

- **الرفع في رأس المال:** تتضمن ارتفاع رأس المال من خلال المساهمات الجديدة النقدية أو حسب طبيعتها والتي ينتج عنها بالضرورة ارتفاع في رأس المال وبعبارة أخرى هي الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة بمختلف الطرق كإصدار الأسهم أو الحصول على إعانات الاستثمار وغيرها.

ملاحظة: ارتفاع رأس المال الناتج عن إدماج الاحتياطات والمتعلق بتحويل فقط بين حسابات رأس المال لا يعتبر مورد جديد.

- **زيادة في الديون المالية:** تتعلق بالحصول على قروض جديدة طويلة الأجل لأكثر من سنة بما فيها تلك المرتبطة بعقود الإيجار التمويلي.

الجزء الثاني: من جدول التمويل

يمكننا التعريف بهذا الجزء من خلال ثلاث عناصر رئيسية بحيث يتمثل الهدف من إعدادها في التعرف على كيفية تخصيص التغير في رأس المال العامل الوظيفي، حيث أنه يمكن من مراقبة كيفية استغلال رأس المال العامل الوظيفي على مستوى حسابات أصول وخصوم الاستغلال، كما أنه يوضح التغير في كل حساب من حسابات الأصول والخصوم الجارية المحققة خلال الدورة، حيث يتم حساب التغيرات من خلال حساب الفرق بين المبلغ الإجمالي لميزانية الدورة N والفترة N-1 أي دون الأخذ في الحسبان نواقص القيمة الناتجة عن تدهور قيمة الأصول. وهو يحتوي على العناصر التالية:

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- الموارد قصيرة الأجل: التي جلبتها المؤسسة خلال الدورة الحالية و التي تتمثل في

ΔR_t et ΔR_{hex} , ΔR_{ex}

- الاستخدامات قصيرة الأجل: التي كونتها المؤسسة خلال الدورة الحالية و التي تتمثل في:

ΔE_t et ΔE_{hex} , ΔE_{ex} .

بالتالي فان الجزء الثاني من جدول التمويل يظهر لنا التغير في الاحتياج في رأس المال العامل (للاستغلال وخارج الإستغلال) والتغيير في الخزينة، وذلك من خلال:

- الإرتفاع في المخزونات والحقوق: بالقيم الإجمالية يمثل إستخدام، أما إنخفاضها يمثل مورد؛

- الإرتفاع في الموردين والديون الأخرى: يمثل مورد، أما انخفاضها يمثل استخداما.

* رأس المال العامل للاستغلال: التغير في المخزونات، العملاء، الحسابات الملحقه ناقص التغير في الموردون، الحسابات الملحقه

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

* إحتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال: التغير في المدينون الآخرون ناقص التغير في الديون الأخرى؛

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

محاضرات في مقياس التسيير المالي

* التغير في الخزينة: التغير في البنك، الصندوق، الحساب الجاري، ناقص التغير في الإعتمادات البنكية الجارية.

$$\Delta T_n = \Delta E_t - \Delta R_t$$

-5-7 مفهوم الاستخدام والموارد في الجدول:

- الارتفاع في عناصر الأصول الجارية ينشأ عنها احتياج لرأس المال العامل الوظيفي والذي يتم تسجيله بالخانة الأولى التي تخص الإحتياجات؛
- في حين إنخفاض هذه العناصر ينشأ عنه مورد لرأس المال العامل الوظيفي ويتم تسجيله في الخانة الثانية الخاصة بالجدول (الموارد)؛
- الإرتفاع في عناصر الخصوم الجارية ينشأ عنه مورد لرأس المال الوظيفي ويتم تسجيله في الخانة الثانية؛
- بينما الإنخفاض في هذه العناصر ينشأ عنه إحتياج في الخانة الأولى التي تخص الإحتياجات؛
- أما بالنسبة للقاعدة التي يستدل بها عند حساب التغير فهي الرصيد يساوي الموارد ناقص الإحتياجات.

الجدول رقم 03: الجزء الثاني من جدول التمويل

البيان	1 الاستخدامات	2 الموارد	الرصيد -1
--------	---------------	-----------	-----------

محاضرات في مقياس التسيير المالي

2			
	.....	.....	+ مخزونات + عملاء - موردون
.....	(.....)	.....	التغير في رأس المال العامل للاستغلال
	.....	.....	+ مدينون آخرون - ديون أخرى
.....	(.....)	.....	التغير في رأس المال العامل خارج الاستغلال
	.....	.....	+ متاحات - إتمادات جارية
.....	(.....)	.....	التغير في الخزينة الصافية
<p>التغيرات قصيرة الأجل = التغير في رأس المال العامل للاستغلال + التغير في رأس المال العامل خارج الاستغلال + التغير في الخزينة الصافية</p>			

Source : Jean Barreau, gestion financière : manuel et application, 15^{ème} édition, Dunod, Paris 2006, P 200-206

6-7- استغلال وتفسير جدول التمويل:

يعتبر جدول التمويل أداة مهمة للمحلل المالي خاصة إذا كان متعدد السنوات، فهو يمكن من تحديد سياسة الاستثمار والتمويل المتبعة من طرف المؤسسة، ويمكن كذلك من تأكيد تحقق التوازن المالي، والتحقق من كون رأس المال العامل الوظيفي يغطي الاحتياجات المالية الإجمالية للمؤسسة. لذلك يمكن إعتبار جدول التمويل كترجمة لخلاصة السياسة المالية المتبعة من طرف المؤسسة وللمساعدة على تفسير هذه السياسة يمكن حساب مجموعة من النسب التالية انطلاقاً من جدول التمويل المعد انطلاقاً من ميزانيتين وظيفيتين متتاليتين (على الأقل) وهي موضحة كالتالي:

محاضرات في مقياس التسيير المالي

<u>التحليل</u>	<u>طريقة الحساب</u>	<u>التفسير</u>
تطور سيولة المؤسسة	$\Delta \text{FRNG} = \Delta \text{BFR} - \text{Tn}$	التغير في خزينة المؤسسة يفسر عن طريق تطور تغطية الاحتياجات لرأس المال العامل الإجمالي عن طريق رأس المال العامل فإذا كان: $\Delta \text{FRNG} < \Delta \text{BFR}$ فهذا يعني انخفاض الخزينة الصافية والعكس صحيح
تطور قدرة الوفاء	الديون المالية / $4 > \text{CAF}$	المؤسسة يجب أن تكون لها القدرة على تسديد ديونها المالية عن طريق القدرة على التمويل الذاتي خلال 4 سنوات على الأكثر
تطور الهيكل المالي	<u>سياسة التمويل:</u> - مقارنة الموارد الخاصة (CAF + ارتفاع رأس المال + التنازل عن الاستثمارات) مع ارتفاع الديون المالية. - سياسة الاستثمارات الاستغلال (المادية) / متوسط مخصصات الإهتلاكات المتراكمة $1 <$ - سياسة الأرباح الموزعة مع القدرة على التمويل الذاتي $2 <$	- الاستقلالية المالية للمؤسسة هل تبقى متحكمة فيها عند اللجوء إلى الاقتراض، وهل المؤسسة قادرة على تمويل نمو نشاطها بنفسها؟ - المؤسسة هل لديها القدرة على الأقل التجديد في وسائل إنتاجها؟ - المؤسسة هل تفضل أكثر التمويل الذاتي (إعادة الاستثمار) أو تعويض المساهمين
تطور شروط الاستغلال	تطور الاحتياج لرأس المال العامل للاستغلال: $(\Delta \text{BFR}_{\text{ex}} / \text{BFR}_{\text{ex}}) / (\Delta \text{CA} / \text{CA}) \leq 1$ CA : رقم الأعمال السنوي	يجب أن يتناسب تطور الاحتياج لرأس المال العامل للاستغلال مع تطور رقم الأعمال السنوي، فالتضخم غير العادي في المخزونات أو الحقوق اتجاه الزبائن هو من أعراض العسر المالي.

Source :Daniel Antraigue, Op Cit

ملاحظة:

تكمّن فائدة جدول التمويل في نوع وطبيعة المعلومات التي من شأنها المساعدة على ضبط وفهم تطور الهيكل المالي وسيولة المؤسسة، وهذا ما لا تستطيع باقي الكشوفات من ميزانية وجدول حسابات

محاضرات في مقياس التسيير المالي

النتائج منحه لان المعلومات المقدمة من قبل هذه الأخيرة تخص حالة ثابتة للمؤسسة وبذلك لا تسمح للأطراف الخارجية من مقرضين وماليين والإمام بجميع العمليات التي أحدثت تغير في ثروة المؤسسة طوال فترة النشاط. وعليه من خلال جدول التمويل نستطيع شرح الكيفية التي انتقلت بها المؤسسة من توازن مالي في بداية النشاط إلى توازن مالي آخر النشاط.

7-7- تفسير جدول التمويل:

- المقصود بتفسير جدول التمويل هو التساؤل عن أسباب تغير رأس المال العامل، وتقييم هذا التغير في إطار ظروف المؤسسة، تنصب عملية التفسير هذه على الإجابة على الأسئلة العامة التالية:
- هل الموارد المالية الخاصة بالدورة محل الدراسة كانت كافية لتمويل الاستخدامات المحققة خلال الدورة ومن ثم زيادة رأس المال العامل؟ أم اضطرت المؤسسة إلى تمويل هذه الاستخدامات بواسطة هامش الضمان، ومن ثم انخفاض رأس المال العامل؟
 - ما هي طبيعة ومصادر الموارد المالية الناشئة خلال الدورة موضوع الدراسة؟ بمعنى آخر، ما هي سياسة التمويل المنتهجة من طرف المؤسسة؟ هل تعتمد في تمويلها على قدرتها على التمويل الذاتي وبيع جزء من أصولها الثابتة، أم أنها تعتمد على التمويل الخارجي؟
 - فيما استخدمت المؤسسة الموارد المالية التي تولدت خلال الدورة موضوع التقييم؟ هل استعملتها خاصة في الاستثمار، أم في تسديد ديونها المالية؟ هل قامت بتوزيع الأرباح؟ وإلى أي حد لم تؤثر هذه التوزيعات سلبا على برنامج الاستثمار؟
 - هل التطور المسجل في رأس المال العامل يشكل خطرا على التوازن المالي للمؤسسة؟ لمعرفة ذلك يجب دراسة تغير الاحتياجات في رأس المال العامل وتطور الخزينة؟
 - هل تغير الاحتياجات في رأس المال العامل ناتج عن النشاط الاستغلالي العادي للمؤسسة أم عن النشاط خارج الاستغلال؟ إذا كان التطور المسجل نتيجة خارج الاستغلال، فإنه يعتبر استثنائي وغير مؤهل للتكرار؟

يعتبر جدول التمويل أداة مهمة للتحليل بالنسبة للمؤسسة فأعداده يسمح بالإجابة عن العديد من الأسئلة المرتبطة أساسا بتمويل المؤسسة والأسئلة التي يجيب عنها تتمثل في هل يولد نشاط المؤسسة موارد

محاضرات في مقياس التسيير المالي

كافية؟ أي نوع من التمويل حققته المؤسسة؟¹ وللإجابة على هذا السؤال تبين على ماذا إعتداد المؤسسة أعلى مواردها الذاتية أو الخارجية.

- كيف هو تطور الديون؟ ومن أين تأتي موارد المؤسسة الجديدة؟ من نشاطاتها أو التنازل عن الإستثمارات أو من المساهمين أو القروض التي تمنحها البنوك.
- هل تمكنت المواد الجديدة من تمويل الإستخدامات الجديدة المتمثل عموما في توزيع الأرباح، الحيازة على استثمارات جديدة، تسديد الديون؟
- هل التغير الحاصل على مستوى الاحتياج لرأس المال العامل والخزينة الصافية يمثل موردا أو إستخداما بالنسبة للدورة؟

8-8- الانتقادات الموجهة لجدول التمويل:

رغم الإضافات التي قدمها جدول التمويل للتشخيص والتحليل المالي من خلال تجاوزه للتحليل الساكن، إلا أنه لا يخلو من الانتقادات التي نذكر منها:

- تعتبر القدرة على التمويل الذاتي موردا دائما إلا أنه عند الحساب يتم إدماج نواقص قيمة تدني المخزون والحقوق وهي عناصر جارية، حيث كان من الأحرى إقصاؤها.
- التغير في الخزينة الصافية المتحصل عليها اعتمادا على الجدول لا يعطي صورة واضحة حول الدورة المسؤولة عن الفائض أو العجز حيث يعطي الجدول الخزينة الصافية الإجمالية دون التمييز بين دورة الاستغلال، التمويل والاستثمار وهي المصادر الأساسية للعجز أو الفائض في الخزينة.

مثال: قدمت إليك الميزانيتين لمؤسسة BDESR للسنين 2019/2018.

الأصول	2018	2019	الخصوم	2018	2019
الأصول غير الجارية	83.300	93100	الأموال الخاصة	73500	74400
-تثبيات معنوية	4.500	5.000	-رأس مال الشركة	53.000	55.000

¹ - A Burlaud, J. Y Eglem, P. Mykita. Dictionnaire de gestion, édition Foucher, paris, 1995, P

محاضرات في مقياس التسيير المالي

2.500	2.500	-احتياطيات	26.000	26.000	- أراضي
1.800	9.800	-فارق التقييم	56.300	47.500	-مباني
1.300	1.200	-الترحيل من جديد	1.500	1.500	-معدات وأدوات
13.300	6.500	-الإهلاكات	2.000	1.800	-تثبيات أخرى
500	500	-المؤونات الأخرى	2.300	2.000	-سندات مساهمة
15.000	11.000	ديون طويلة الأجل	15.100	20.800	الأصول الجارية
15.000	11.000	-ديون استثمار	2.900	3.900	-مواد ولوازم
18800	19600	خصوم جارية	3.000	6.000	-منتجات تامة
6.000	2.300	-موردون	600	1.000	-سندات أخرى
2.300	3.000	- حسابات الشركاء	4.000	2.300	-زبائن
6.500	8.500	-ديون الإستغلال	300	1.200	-أوراق قبض
3.200	5.000	-أوراق الدفع	3.000	2.100	-البنك
800	800	-سلفات مصرفية	1.300	4.300	- قيم منقولة
108.200	104.100	المجموع	108.200	104.100	المجموع

المطلوب: - حساب الجزء الأول والثاني من جدول التمويل / تفسير النتائج

الحل

المبالغ	البيان
100	النتيجة الصافية
6800	+مخصصات الإهلاكات
-	+ مخصصات مؤونات
-	-تنازل عن التثبيات
-	+قيمة محاسبية صافية للتثبيات
-	-مؤونات مسترجعة

محاضرات في مقياس التسيير المالي

6900	التغير في قدرة التمويل الذاتي
------	-------------------------------

2- جزء الأول من جدول التمويل

المبلغ	المصادر	المبلغ	الإستخدامات
6900	CAF	-	-أرباح موزعة
200	رأس المال	-	+تسديد الديون
400	الديون (ارتفاع تعكس الإشارة)	-	+حيازة استثمارات (تثبيتات)
		500	+تثبيتات معنوية
		-	+أراضي
		8800	+مباني
		200	+تثبيتات أخرى
		300	+سندات مساهمة
		-	+معدات و أدوات
		800	+فرق التقييم
12900	التغير في الموارد الدائمة	17800	التغير في الاستخدامات المستقرة

التغير في رأس المال العامل الإجمالي = التغير في الموارد الدائمة - التغير في الاستخدامات المستقرة

$$4900- = 17800 - 12900 =$$

التفسير:

لم تكن المؤسسة من تغطية حاجاتها طويلة الأجل بواسطة مواردها طويلة الأجل وبالتالي هي بحاجة إلى مصادر تمويل أخرى سواء كانت طويلة الأجل أو قصيرة الأجل أو تفتح رأس المال للمساهمة أو يضح المساهمين سيولة في المؤسسة.

2/ إعداد الجزء الثاني من جدول التمويل

محاضرات في مقياس التسيير المالي

البيان	الإستخدامات 1	الموارد 2	الرصيد 1-2
+مواد ولوازم	-	1000	
+منتجات تامة الصنع	-	3000	
+سندات أخرى	-	4000	
+زبائن	1700	-	
+أوراق القبض	-	900	
-موردين	-	3700	
-حسابات الشركاء	700	-	
-ديون استغلال	2000	-	
-أوراق الدفع	1800	-	
ΔBFR_{ex}	6200	9000	-2800
خارج الاستغلال	00	00	00
ΔBFR_{hex}	00	00	00
+البنك	900	-	
+قيم منقولة للتوظيف	-	-3000	
-سلفات مصرفية	-	-	
ΔT_n	900	3000	-2100
$\Delta BFRNG + \Delta T_n$			-4900
			-2800+0 -2100

التفسير:

نستنتج من الجدول أن المؤسسة لم تتمكن من تحقيق التوازن المالي قصير الأجل وبالتالي لم تتمكن من تغطية الاحتياجات في رأس المال العامل للاستغلال بواسطة رأس المال العامل الإجمالي، كما تم تحقيق عجز في الخزينة قدره 2100 لهذا على المؤسسة البحث عن موارد مالية أخرى قصيرة الأجل لتمول العجز.

.....

المحاضرة الثامنة: مقاربات التسيير المالي

التحليل المالي المتحرك

جدول تدفقات الخزينة

تم استخدام هذا الجدول لأول مرة من طرف الشركات الأمريكية في مطلع السبعينات أما في فرنسا تم إعتماده في التسعينات وهذا للعدة أسباب كتطور العمليات والأفكار إلى جانب عالمية التبادل؛ تضاعف المؤسسات متعددة الخدمات؛ كما أدت الأزمة الاقتصادية خلال التسعينات إلى الرفع في عدد الشركات التي تعاني من الصعوبات والحاجة المتزايدة إلى إدراج الأدوات التي من شأنها أن تحم من المشاكل التي تعاني منها خزينة المؤسسة بدقة؛ بالإضافة إلى تطور أنظمة ووسائل معالجة المعلومات (الإعلام الآلي).

01-08- تعريف:

يعرف جدول تدفقات الخزينة "حركة إدخال أو إخراج السيولة، وجدول تدفقات الخزينة هو تلك الأداة الدقيقة المستخدمة للحكم على فعالية تسيير الموارد واستخداماتها، وذلك اعتمادا على عنصر الخزينة، الذي يعد الأكثر موضوعية في الحكم على تسيير المؤسسة، مما يعتبر كجدول قيادة في يد الإدارة العليا، تتخذ على ضوءه مجموعة من القرارات الهامة كتغيير النشاط أو توسيعه أو الانسحاب منه أو النمو...، ويهدف إلى إعطاء مستعملي الكشوفات المالية أساسا لتقييم مدى قدرة المؤسسة على توليد الأموال، وكذلك معلومات بشأن استخدام السيولة المتاحة لدى المؤسسة"¹. كما عرف على أنه "جدول من شأنه أن يدرس تطور الحالة المالية للمؤسسة من سنة إلى أخرى وهذا بالنظر إلى التدفقات الجارية للخزينة. فيهدف تحليل جدول تدفقات الخزينة إلى تجزئة الخزينة الإجمالية حسب الدورات الأساسية لنشاط المؤسسة"² وهو "تلك الأداة المستخدمة للحكم على فعالية تسيير الموارد المالية واستخداماتها، وذلك اعتمادا على عنصر الخزينة الذي يعد المعيار الأكثر موضوعية في الحكم على تسيير مالية المؤسسة" فهو جدول يشرح كيفية تغير الخزينة ويظهر التدفقات التي تشرح الميكانيزمات المالية للمؤسسة، ومساهمة كل

¹- A. Kaddouri et Mimeche, cours de comptabilité financière selon les normes IAS/IFRS et le SCF - 2007, ENAG Editions, Alger 2009, P 102-104.

²- إلياس الهناني وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص

محاضرات في مقياس التسيير المالي

وظيفة في التغيير الإجمالي للخزينة (أي حركة إدخال وإخراج السيولة)، فهو جدول يوضح حركة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة خلال فترة زمنية معينة.

8-2- أهمية وأهداف جدول تدفقات الخزينة:

تكمن أهمية دراسة وتحليل جدول تدفقات الخزينة في تحليل أحسن لملاءة المؤسسة بحيث تسمح بإعطاء حكم أفضل للسيولة الآتية وملاءة المؤسسة، كما تساهم في تسهيل فهم المعلومات من خلال مفهومي المقبوضات والمدفوعات، تسهيل الطرق التقديرية (مخطط التمويل) باستعمال أسس حساب تدفقات الاستغلال وتقييم مختلف سياسات وظائف المؤسسة فيسمح بفصل التدفقات حسب الوظائف بمعرفة أحسن لسياسة كل وظيفة على مستوى المؤسسة (الاستثمار، الاستغلال، التمويل....).

كما يهدف جدول تدفقات الخزينة إلى إظهار كيفية تغير الخزينة من دورة إلى أخرى، من خلال ثلاث وظائف أساسية، وبالتالي شرح مساهمة كل وظيفة في تغير الخزينة، وتتمثل الوظائف التي تكون هذا الجدول في:

- **وظيفة التمويل:** تسمح بإظهار الطريقة التي مولت بها المؤسسة احتياجاتها الفعلية أو العكس أي الطريقة التي سددت بها المؤسسة ديونها (حركة الديون وحركة رأس المال)؛
- **وظيفة الاستثمار:** وتتمثل في الأنشطة التي تتعلق باقتناء أو استبدال أو بيع الأصول غير المتداولة؛
- **وظيفة الاستغلال:** وتضم كل العمليات التي قامت بها المؤسسة في إطار نشاطها العادي والتي لا تظهر فيوظيفتين السابقتين؛

هذه الوظائف الثلاثة تنتج ثلاث تدفقات: تدفق الخزينة للتمويل، تدفق الخزينة للاستثمار وتدفق الخزينة للاستغلال، ولهذا صممت جداول تدفقات الخزينة لتحقيق الأغراض التالية:

- معرفة المركز النقدي للمؤسسة؛
- بيان التدفقات النقدية المرتبطة بالأنشطة التشغيلية، الاستثمارية والتمويلية؛
- يعتبر أداة لتقييم السيولة وربحية المؤسسة؛
- تقييم مدى قدرة المؤسسة على مواجهة وسداد التزاماتها وكذا مدى قدرتها على توزيع الأرباح.

3-8- مكونات جدول تدفقات الخزينة:

هيكّل جدول تدفقات الخزينة يركز على التمييز بين مختلف الوظائف التي تميز نشاط المؤسسة، لذلك هذا الجدول يجب أن يظهر موبوا حسب طبيعة الأنشطة المتعلقة بالمؤسسة إلى تدفقات للأنشطة العملية، تدفقات للاستثمار وتدفقات للتمويل، أي أنه يقدم مدخلات ومخرجات الموجودات المالية الحاصلة أثناء السنة المالية حسب مصادرها إلى ثلاث مجموعات رئيسية:

● تدفقات الخزينة المرتبطة بالاستغلال:

تعتبر التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة العملية مؤشرا هاما لبيان مدى قدرة المؤسسة على إنشاء تدفقات نقدية من عملياتها الرئيسية، هي التدفقات التي تولدها أنشطة الاستغلال والأنشطة خارج الاستغلال، حيث توفر لنا معلومات حول طاقة المؤسسة لمواجهة تسديدات ديونها ودفع أقساط أرباح المساهمين، وكذا الشروع في استثمارات جديدة دون الاعتماد على التمويل الخارجي، وهي تدفقات غير مرتبطة بعمليات الاستثمار والتمويل. ومن أمثلة التدفقات النقدية عن العمليات التشغيلية المقبوضات النقدية من بيع السلع والخدمات، المقبوضات النقدية من الأتاوى والرسوم، مدفوعات الأجور، مدفوعات نقدية مقابل تكلفة السلع أو الخدمات، تسديد فوائد القروض، تحصيل فوائد الإقراض للغير، دفع الضرائب. فيتم إنشاء التدفقات النقدية من الأنشطة الرئيسية المنتجة لإيرادات المؤسسة، ولذلك فهي تنتج عن العمليات والأحداث الأخرى التي تدخل في تحديد صافي الربح أو الخسارة، ومن أمثلة تدفقات الخزينة من الأنشطة العملية ما يلي:¹

- التحصيل النقدي من بيع السلع وتقديم الخدمات؛
- المدفوعات النقدية للموردين مقابل الحصول على سلع أو خدمات؛
- المدفوعات النقدية للمستخدمين؛
- التحصيلات والمدفوعات النقدية كشركات التأمين؛
- المدفوعات النقدية كالضرائب، إلا إذا كانت خاصة بأنشطة استثمارية أو تمويلية؛
- التحصيلات والمدفوعات النقدية المتعلقة بعقود محتفظ بها للتعامل أو الإيجار.

¹ -Gerorge Langlois, Michèle Mollet, Op, Cit, P 99.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

ملاحظة: نفقات الاستغلال تتشكل من العمليات اليومية للمؤسسة كحشاء البضائع، المواد المنتجات بالأجل ما ينتج عنه مصاريف وإيرادات الاستغلال، مما يجعلنا نحصل على فائض خزينة الاستغلال (من خلال الفرق بين تحصيلات ونفقات الاستغلال عادة يكون موجب).

● تدفقات الخزينة المرتبطة بالاستثمار:

تدفقات الاستثمار هي تدفقات أموال الخزينة الناتجة عن دخول وخروج الاستخدامات المستقرة تتضمن كل القيم الثابتة المادية والمعنوية وكذلك المالية، وتكمن أهمية معرفة تدفقات هذه الدورة في تمكين مستخدمي الكشوف المالية من معرفة إلى أي مدى تم استهلاك النفقات من أجل زيادة النواتج وتدفقات أموال الخزينة المستقبلية. وهي التدفقات التي تولدها أنشطة الاستثمار، وتسمح بقياس المبالغ الموجهة لتجديد وتنمية نشاط المؤسسة من أجل الحفاظ أو تحسين مستوى تدفقات الخزينة، تتضمن هذه التدفقات المقبوضات والمدفوعات الناجمة عن اقتناء أو التنازل عن القيم المادية (الأراضي، المباني، المعدات والأدوات...)، غير المادية (البراءات، العلامات....) والمالية (الضمانات، المدفوعة، سندات التوظيف مستبعدة في حساب الخزينة...)، شراء أو التنازل عن قسط من رأس مال شركات أخرى، إمداد القروض أو التسبيقات، إقراض الغير وتحصيل أفساط الإقراض، بيع الأسهم والسندات، إذا فهي تتميز بضخامة الإعتمادات المالية المخصصة لها من جهة والمدة الزمنية التي يستغرقها إسترجاع هذه النفقات.

- **تدفقات الخزينة المرتبطة بعمليات التمويل:** وهي التدفقات الناجمة عن تغيير حجم وبنية الأموال الخاصة أو القروض، وهي تعمل على تسطير مختلف مصادر التمويل (الداخلية أو الخارجية) ومختلف المدفوعات المتعلقة بتوزيع الأرباح، الاقتراض وتسديد القروض، إصدار الأسهم والسندات أو أي قروض أخرى، المدفوعات النقدية للمساهمين في سبيل شراء أو إسترداد أسهم سبق للمؤسسة إصدارها، التحصيلات النقدية الناتجة عن الحصول على قروض طويلة الأجل،

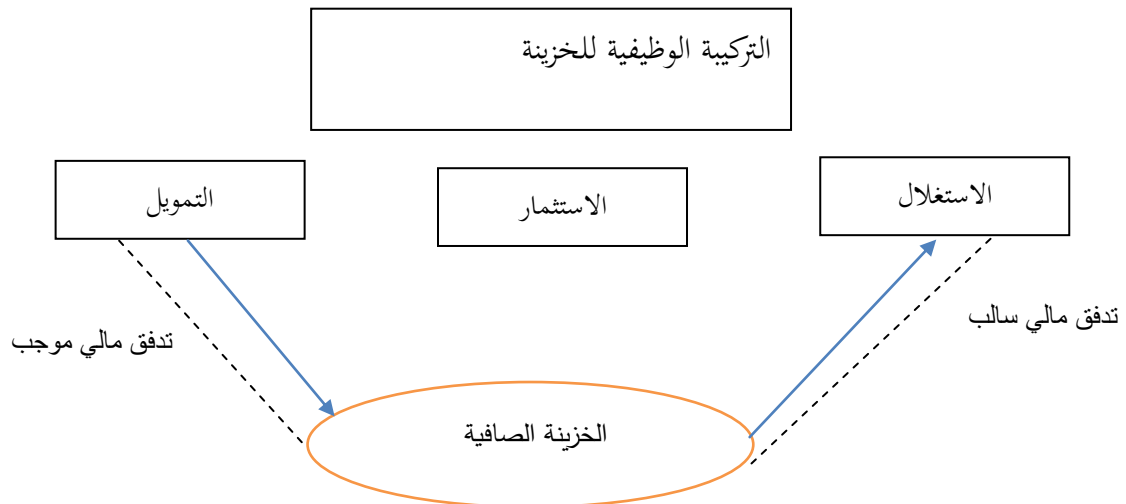
يتمثل دور الموارد المالية في تمويل الاحتياجات المالية الناتجة عن دورة الاستغلال والاستثمار وهو ما يصطلح عليه فائض الخزينة المتاح السالب، ويستوجب تغطية بالموارد المالية الخارجية، أما المصادر الرئيسية للتمويل فهي:

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- دورة رأس المال (أموال جماعية): حيث تدعم الأموال الجماعية من خلال الأموال المقدمة من طرف المساهمين مقابل أجزاء من الأرباح توزع في شكل مكافأة رأس المال؛
 - دورة الاستدانة (القروض): حيث تلجأ المؤسسة إلى جلب قروض وذلك مقابل تسديدها مستقبلا مع مكافأة مالية تتمثل في الفوائد المسددة.
- لضمان عملية تمويل فعالية يتوجب على المؤسسة جمع قدر من الإمكانيات المالية يفوق احتياجاتها إلا أن ذلك يتطلب البحث عن طرق لتوظيف هذه الأموال الفائضة لأن ذلك يولد إيرادات مالية، بشرط أن تكون عملية الاسترجاع هذه الأموال سريعة في حالات الاحتياج الأني.
- *لا يدخل ضمن النشاطين الآخرين تعويضات الموردين، تسويات أقساط التامين، تعويضات الدعاوى.

منه أصبحت الخزينة وفق هذا الجدول تحسب بناء على منظور ديناميكي بالاعتماد على حركة تدفقات الخزينة، ومنظور تفصيلي يعتمد على تفكيك الخزينة حسب مصدرها، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 02: التركيبة الوظيفية للخزينة



محاضرات في مقياس التسيير المالي

المصدر: إلياس الهناني، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 123.

بجيث تمثل الأسهم المتقطعة في التدفقات النقدية السالبة كنفقات الاستغلال، حيازة الاستثمارات، تسديد الأقساط أما الأسهم المتواصلة فتتمثل في التدفقات الموجبة مثل التحصيلات عن الاستثمارات المتنازل عنها، الاستدانة وبالتالي فالخزينة هي مركز جميع التدفقات النقدية وتغيير المعيار الأكثر موضوعية في الحكم على مستوى التوازن المالي ودرجة السيولة النقدية.

يمكننا تحويل العلاقة الأساسية للخزينة من منظور ديناميكي على النحو التالي

$$\Delta T_{Ng} = \Delta FR_{Ng} - \Delta BFR_{Ng}$$

وهي:

الحصول على قروض جديدة + الرفع في الأموال الخاصة + التنازل عن الاستثمارات ومنه تتكون ثلاث مستويات

- حيازة استثمارات جديدة - التنازل عن الاستثمارات
- تسديد مكافأة رأس المال - الرفع في الأموال الخاصة
- تسديد الديون البنكية والمالية - الحصول على قروض جديدة

ومنه نجد أن:

الخزينة الصافية = خزينة دورة الاستغلال + خزينة الاستثمار + خزينة التمويل

يمكن تجميع كل هذه المعطيات في جدول خاص يدعى جدول تدفقات الخزينة.

ملاحظة: حالات فيها فائض خزينة الاستغلال سالبا:

- بداية النشاط: نفقات الاستغلال أكبر تحصيلات الاستغلال تأخر يؤدي إلى عجز الخزينة؛
- نمو المرتفع للنشاط: فنشاط مرتفع يؤدي إلى ارتفاع التدفقات وبالتالي يؤدي إلى تأخر التحصيلات؛

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- التذبذب الفصلي للنشاط: أحيانا هناك تذبذب في تحصيلات الأموال.

4-8- طرق عرض جدول تدفقات الخزينة:

المعيار IAS7 الدولي الخاص بجدول التمويل الذي صودق عليه في جويلية 1977، بحيث نص على إلزام المؤسسات بتقديم معلومات عن التغيرات الفعلية في الخزينة، وذلك بإعداد جدول يوضح تدفقات أموال الخزينة حسب مصدرها: الأنشطة العملية، الاستثمار والتمويل. حدد المعيار المحاسبي IAS7 والنظام المحاسبي المالي بالجزائر (2007) طريقتين لعرض جدول تدفقات الخزينة هما الطريقة المباشرة والطريقة غير مباشرة.

1-4-8- جدول تدفقات الخزينة (طريقة غير مباشرة)

إن الطريقة المباشرة التي أوصى بها المشرع الجزائري تركز على تقديم الأجزاء الرئيسية لدخول وخروج التدفقات النقدية الإجمالية (الزبائن، الموردين، الضرائب...) قصد الحصول على تدفق للخزينة صافي، ثم تقرب التدفق الصافي مع النتيجة قبل الضريبة للفترة المعينة، والجدول الأتي يوضح نموذجا عن هذه الطريقة:

جدول رقم 05: جدول تدفقات الخزينة (غير المباشرة)

N+2	N+1	N	التدفقات المالية
			تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال التحصيلات المقبوضة من الزبائن -المبالغ المدفوعة للموردين والمستخدمين -الفوائد والمصاريف المالية الأخرى المدفوعة -الضرائب على النتائج المدفوعة
			= تدفقات الخزينة قبل العناصر غير العادية (الاستثنائية)

محاضرات في مقياس التسيير المالي

			± تدفقات الخزينة المرتبطة بالعناصر غير العادية
			صافي تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال أ
			تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار - تسديدات لحيازة قيم ثابتة مادية ومعنوية + التحصيلات على عمليات التنازل للقيم الثابتة المادية والمعنوية - تسديدات لحيازة قيم ثابتة مالية + التحصيلات على عمليات التنازل عن القيم الثابتة المالية + الفوائد المحصلة من التوظيفات المالية + الحصص والأقساط المقبوضة من النتائج المستلمة
			صافي تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار ب
			تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل + التحصيلات الناتجة عن إصدار الأسهم - حصص الأرباح وغيرها من التوزيعات التي تم القيام بها + التحصيلات المتأتية من القروض - تسديدات القروض أو الديون الأخرى المماثلة
			صافي تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل ج
			تأثيرات تغيرات سعر الصرف على السيولة وشبه السيولة
			تغير الخزينة للفترة (أ + ب + ج)
			الخزينة ومعادلاتها عند افتتاح السنة المالية
			الخزينة ومعادلاتها عند إقفال السنة المالية
			تغير الخزينة خلال الفترة
			المقارنة مع النتيجة المحاسبية

محاضرات في مقياس التسيير المالي

ويحتوي جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة على ثلاثة أجزاء رئيسية من التدفقات:

أ- **تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال:** أنشطة العمليات العادية التي تنشأ منها منتجات المؤسسة وغيرها من الأنشطة غير مرتبطة بالاستثمار التمويل. يتم حساب العناصر المكونة لتدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال على النحو التالي:

- **التحصيلات المقبوضة من الزبائن:** تحسب كما يلي: ح/ 70 المبيعات من البضائع والمنتجات المصنعة، الخدمات المقدمة والمنتجات الملحقة ما عدا ح/ 709 التخفيضات والتزيلات الحسومات الممنوحة + الرسم على القيمة المضافة على المبيعات - التغير في رصيد حساب 41 الزبائن والحسابات الملحقة (رصيد 1 آخر مدة - رصيد أول مدة).

ملاحظة: هناك تحصيلات أخرى معنية بهذا العنصر وهي: ح/ 74 إعانات الاستغلال + ج/ 757 المنتجات الاستثنائية عن عمليات التسيير + ح/ 758 المنتوجات الأخرى للتسيير الجاري + التغير في ح/ 487 المنتوجات المسجلة مسبقاً.

- **المبالغ المدفوعة للموردين والمستخدمين:** وتحسب كما يلي: ح/ 60 المشتريات المستهلكة ما عدا ح/ 609 التخفيضات المتحصل عليها من المشتريات + الرسم على القيمة المضافة على المشتريات + ح/ 61 الخدمات الخارجية + ح/ 62 الخدمات الخارجية الأخرى + الرسم على القيمة المضافة للخدمات الخارجية والخارجية الأخرى - التغير في رصيد ح/ 401 موردو المخزونات والخدمات - التغير في رصيد ح/ 467 الحسابات الأخرى المدينة أو الدائنة + ح/ 63 أعباء المستخدمين - التغير في ح/ 42 المستخدمين والحسابات الملحقة - التغير في ح/ 43 الهيئات الاجتماعية والحسابات الملحقة.

هناك مبالغ مدفوعة لتعاملين آخرين وهي معنية بهذا العنصر وتحدد على النحو الآتي: ح/ 64 الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة + ح/ 65 الأعباء العملياتية الأخرى - التغير في رصيد ح/ 445 الدولة، الضرائب على رقم الأعمال - التغير في رصيد ح/ 486 الأعباء المسجلة مسبقاً.

- **فوائد ومصاريف مالية أخرى مدفوعة:** تتمثل في ح/ 66 الأعباء المالية؛

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- الضرائب على النتائج المدفوعة: تحسب كما يلي: ح/695 الضرائب على الأرباح المبنية على نتائج الأنشطة العادية - التغير في رصيد ح/ 444 الدولة كالضرائب على النتائج.
- تدفقات الخزينة المرتبطة بالعناصر غير العادية: تحدد بالفرق بين ح/ 77 منتجات العناصر غير العادية ح/67 أعباء العناصر غير العادية؛
- ب- تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الإستثمار: تنشأ عن عمليات تسديد الأموال من أجل اقتناء استثمار، وتحصيل للأموال عن طريق التنازل عن أصل ثابت، يتم حساب العناصر المكونة لتدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الإستثمار على النحو الآتي:
- تسديدات لحيازة قيم ثابتة مادية ومعنوية: تحسب حسب العلاقة الآتية: التغير في القيم الثابتة المادية والمعنوية للسنة المالية + القيمة المحاسبية الصافية عن القيم الثابتة المادية والمعنوية؛ :
- التحصيلات عن عمليات التنازل للقيم الثابتة المادية والمعنوية: وتمثل في سعر التنازل عن القيم الثابتة المادية والمعنوية؛
- تسديدات لحيازة قيم ثابتة مالية: تحسب حسب العلاقة الآتية:
التغير في القيم الثابتة المالية + القيمة المحاسبية الصافية للتنازل عن القيم الثابتة.
- التحصيلات عن عمليات التنازل عن القيم الثابتة المالية: تتمثل في سعر التنازل عن القيم الثابتة المالية.
- الفوائد المحصلة من توظيفات الأموال: تتمثل في ح/76 المنتجات المالية.
- ج- تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل: هي تدفقات ناجمة عن تغيير حجم وبنية الأموال الخاصة أو القروض، يتم حساب العناصر المكونة لها على النحو الآتي:
- التحصيلات في أعقاب إصدار أسهم: تتمثل في التغير في ح/ 101 رأس المال الصادر أو رأس مال الشركة أو الأموال المخصصة أو أموال الاستغلال + التغير في ح/ 103 العلاوات المرتبطة برأس مال الشركة.
- الحصص وغيرها من التوزيعات التي تم القيام بها: وتمثل في ح/12 نتيجة السنة المالية السابقة مطروحا منه التغير في ح/106 الاحتياطات؛

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- التحصيلات المتأتية من القروض: وتتمثل في التغير في ح/16 الإقتراضات والديون المماثلة مضافا إليه تسديدات السنة المالية؛
- تسديدات القروض أو الديون الأخرى المماثلة: وتتمثل في الديون الجديدة المتحصل عليها خلال السنة المالية (التحصيلات المتأتية من القروض) مطروحا منها التغير في ح/16 الإقتراضات والديون أما تأثيرات سعر الصرف على السيولة وشبه السيولة فتتمثل في تأثيرات تغير سعر الصرف على الأموال في الصندوق والودائع والالتزامات ذات الأجل القصير سهلة التحول إلى سيولة (التوظيفات ذات الأجل القصير وعالية السيولة).

الجدول رقم 06: جدول تدفقات الخزينة (طريقة المباشرة)

N+2	N +1	N	التدفقات المالية
			القدرة على التمويل الذاتي CAF -التغير في احتياجات ر.م.ع ΔBFR
			خزينة الاستغلال أ
			+ التنازل عن الاستثمارات (التثبيات) - حيازة التثبيات
			خزينة الاستثمارات ب
			+الرفع في الأموال الخاصة -مكافأة رأس المال
			خزينة الأموال الخاصة ج
			قروض جديدة -تسديد القروض
			خزينة الاستدانة د
			خزينة التمويل هـ = ج + د

محاضرات في مقياس التسيير المالي

			الخزينة الإجمالية و = أ + ب + ج + هـ
--	--	--	--

منه أصبحت الخزينة تحسب بناءً على منظور ديناميكي بالاعتماد على الحركة التدفقات المالية ومنظور تفصيلي يعتمد على تفكيك الخزينة الإجمالية على الدورات الأساسية المكونة للنشاط الأساسي للمؤسسة، وهذا ما يوضحه الشكل التالي.

تمرين: إليك المعطيات المالية لمؤسسة sona خلال الفترة الزمنية المبينة في الجدولين التاليين:

2002	2001	2000	الميزانية في 31-12-ن
17.200	18.960	21.220	الاستثمارات الإجمالية
28.600	24.200	23.330	المخزونات
42.900	31.500	25.700	مستحقات العملاء
100	140	180	المتاحات
88.800	74.800	70.400	مجموع الأصول
20.300	20.200	20.000	الأموال الخاصة
600	700	800	الإحتياطيات
11.500	13.000	14.200	الديون المتوسطة وطويلة الأجل
14.200	9.500	10.700	الموردون
42.200	31.400	24.700	الإعتمادات البنكية
88.800	74.800	70.400	مجموع الخصوم

2002	2001	2000	حسابات النتائج
97.000	92.000	82.000	رقم الأعمال
99.800	93.400	82.500	إيرادات الاستغلال
95.100	89.400	(78.800)	مصاريف الاستغلال

محاضرات في مقياس التسيير المالي

4.700	4.000	3.700	نتيجة الاستغلال
300	400	300	إيرادات مالية
(3.900)	(2.900)	(2.300)	مصاريف مالية
3.600-	2.500-	2.000-	النتيجة المالية
1.900	1.500	1.300	إيرادات استثنائية
(1.800)	(1.600)	1.400	مصاريف استثنائية
100	100-	100-	النتيجة الاستثنائية
600	700	800	الضريبة على الأرباح
600	700	800	النتيجة الصافية

المطلوب: احسب المؤشرات المالية التالية: (غير مباشرة)

- تدفق خزينة الاستغلال؟
- تدفق الخزينة المتاحة؟
- الانخفاض في الاستدانة الصافية؟

ذلك إذا علمت:

انه لم تتم عملية رفع رأس المال في حين تم توزيع أرباح قيمتها 600 وحدة نقدية كل سنة.

9- مخصصات الإهلاكات والمؤونات هي 5.300 و 5.100 و 4.800 وحدة نقدية.

10- حدد الأسباب التي أدت إلى تدهور خزينة دورة الاستغلال وأثر ذلك على الخزينة الإجمالية للمؤسسة

11- أوجد تصورا عاما حول الحلول التي تساعد المسيرين في المؤسسة على الخروج من هذا المأزق المالي.

الحل

جدول تدفقات الخزينة بالطريقة غير مباشرة

محاضرات في مقياس التسيير المالي

2002	2001	التدفقات المالية
600	700	النتيجة الصافية
4800	5100	+مخصصات الإهلاكات والمؤونات
5400	5800	1 قدرة التمويل الذاتي
4400	900	التغير في المخزونات
11400	5800	+التغير في العملاء
-4700	1200	-الموردين
11.100	7900	2 التغير في احتياج رأس المال العامل
5400	5800	القدرة على التمويل الذاتي CAF
(11.100)	(7900)	-التغير في احتياجات ر.م.ع ΔBFR
(5.700)	(2.100)	فائض خزينة الاستغلال 2-1. أ
.....	.....	+ التنازل عن الاستثمارات (التشبيات)
(1760)	(2.260)	-حيازة التشبيات
(1.760)	(2.260)	ب تدفق خزينة الاستثمارات
(7.460)	(4.360)	ب تدفق الخزينة المتاح أ +
		(2.260-2.100-) (1760-5700-)
.....	.....	+الرفع في الأموال الخاصة
(600)	(600)	-مكافأة رأس المال
(600)	(600)	ج خزينة الأموال الخاصة
.....	.....	قروض جديدة

محاضرات في مقياس التسيير المالي

(1.500)	(1200)	-تسديد القروض
(1.500)	(1.200)	خزينة الاستدانة د
(2.100)	(1.800)	خزينة التمويل هـ = ج + د
(9.560)	(6.160)	الخزينة الإجمالية: و = أ + ب + هـ

الأسباب التي أدت إلى تدهور خزينة دورة الاستغلال

يرجع السبب في تدهور تدفق خزينة الاستغلال لسنة 2002 إلى الارتفاع الكبير الذي شهده التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال والذي ارتفع بوتيرة القدرة على التمويل الذاتي، في إشارة إلى عدم تحكم المؤسسة في كل من أجال المخزونات التي ارتفعت قيمتها النقدية لعدة إضعاف، وأجال العملاء التي ارتفعت بضعفين وبالرغم من تحسن علاقة المؤسسة بمورديها الذين منحوها أجال معتبرة مقارنة بالسنة الماضية إلا أن مستوى الاحتياج في رأس المال العامل لسنة 2002 قفز من 7900 و نقدية سنة 2001 إلى 11.100 سنة 2002 الأمر الذي تسبب في عجز في سيولة نتج عن عدم قدرة المؤسسة على تغطية هذا الاحتياج بواسطة القدرة على التمويل الذاتي التي انخفضت من 5800 سنة 2001 إلى 5400 سنة 2002.

التصور العام حول الحلول:

للخروج من هذا المأزق على المؤسسة أن تعود إلى تطبيق سياسة تسيير عناصر الاستغلال التي كانت سائدة سنة 2001 وذلك بتبني سياسة تسيير مخزون عقلانية تركز على التقليل من حجم الإنتاج إلا بما يتوافق مع مستوى المبيعات، وإعادة التفكير في الآجال التي منحت للعملاء سنة 2002 وذلك بتدنيها مجددا إلى مستوى السابق والمحافظة على العلاقة الجيدة التي تربطها بالموردين أو تعزيزها للحصول على أجال دفع أطول إن أمكن ذلك مستقبلا.

المحاضرة العاشرة:

الميزانية الاقتصادية

10-1- الميزانية الاقتصادية

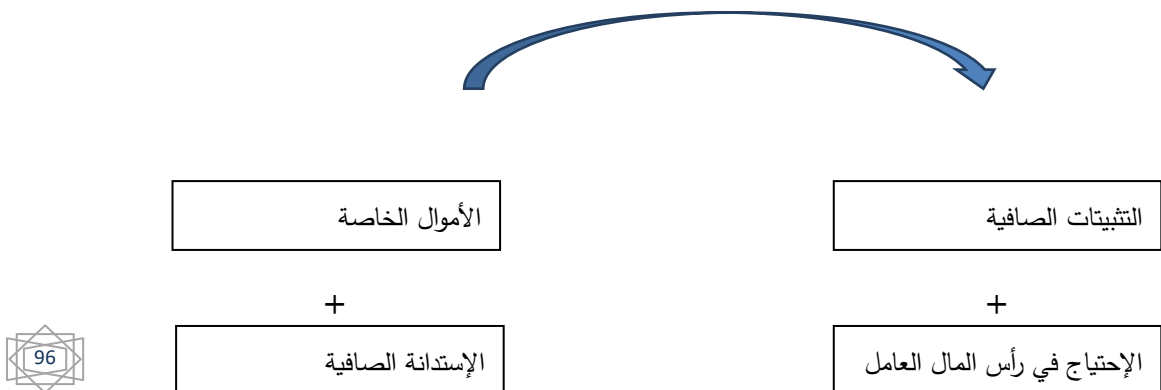
تعدد قراءات الميزانية وتوجد قراءتين أساسيتين وهما: قراءة مالية (كلاسيكية) وقراءة إقتصادية التي تعتبر الميزانية عبارة عن مجموع الإستخدامات الموجهة إلى دورة الإستغلال وتحليل لمختلف مصادر تمويل هذه الإستخدامات تجمع هذه المعطيات في وثيقة واحدة تكون الميزانية الاقتصادية. فالشكل التالي يوضح القراءة المزدوجة للميزانية.

الأموال الخاصة	جرد	الإستخدامات	مصدر
جرد الإلتزامات	الممتلكات	أو مورد	

10-2- مكونات الميزانية الاقتصادية:

إنطلاقاً من مفهوم الميزانية الاقتصادية تشكل هذه الميزانية من المركبات الأساسية والتي يبينها الشكل التالي:

الشكل رقم 03: البنية العامة للميزانية الاقتصادية



10-3- الأصول الاقتصادية:

نعني بها مجموع الاستخدامات وتتكون من الأجزاء التالية:

*الاستثمارات الصافية: تتمثل في مجموع الاستثمارات التي كونتها المؤسسة من اجل ممارسة مختلف أنشطتها.

*-استخدامات موارد الاستغلال: وتتجزأ إلى:

- استخدامات الاستغلال: تتمثل في مجموع مصاريف الاستغلال غير المستهلكة و/ أو غير مباعة (المخزون) ومجموع المنتجات و/أو البضائع المباعة غير المحصلة (استحقاقات العملاء)؛

- موارد الاستغلال: تتكون من مصاريف الاستغلال غير المسددة (مستحقات الموارد) وتحصيلات الاستغلال غير المستلمة (التسبيقات التجارية) يتمثل الفرق بين استخدامات الاستغلال وموارد الاستغلال في رصيد الاحتياج لرأس المال العامل للاستغلال.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

* - الموارد والاستخدامات خارج الاستغلال: المتمثلة في الفرق بين الاستخدامات خارج الاستغلال والموارد خارج الاستغلال والمعبرة عن رصيد الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال.

ومجموع الرصدين يساوي الاحتياج في رأس المال العامل

$$\text{BFR} = \text{BFR}_{\text{ex}} + \text{BFR}_{\text{hex}}$$

* - الأصل الاقتصادي: تتمثل في مختلف العناصر المستخدمة في دورة الاستغلال أما التحليل المحاسبي

فيعتبر الأصول الاقتصادية مجموع الاستثمارات الصافية والاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي، أي أن

الأصول الاقتصادية = إستثمارات الإستغلال + الإحتياج لرأس المال العامل.

* رأس المال المستثمر في الاستغلال:

نعني به مجموع المواد التي تمول الأصول الاقتصادية بنوعين من المواد:

- الأموال الجماعية: تتمثل في تلك الأموال التي وضعت بمناسبة تأسيس المؤسسة ومختلف

الأموال التي كونتها المؤسسة ونتيجة لممارسة نشاطاتها واشترآكاتها المساهمين بواسطة الأسهم

والديون المحولة.

- الإستدانة الصافية: هي مفهوم مالي حديث يعتمد على تحديد مستوى الإستدانة اعتمادا

على قيمة الديون البنكية والمالية المستحقة على المؤسسة والأموال السائلة الموجودة اعتمادا

على الاستدانة الإجمالية والمتمثلة في مجموع الديون القصيرة، المتوسطة وطويلة الأجل ويطرح

المتاحات (حسابات الصندوق والبنك) والتوظيفات المالية تحصل على الاستدانة الصافية.

- الديون المتوسطة والطويلة الأجل:

+موارد الخزينة قصيرة الأجل (الحسومات والاعتمادات البنكية الجارية)

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- التوظيفات المالية

- المتاحات (حسابات الصندوق البنك)

= الإستدانة الصافية

أس المال المستثمر في الإستغلال: هي الأموال المستخدمة لممارسة النشاط وتتمثل في مجموع الأموال الجماعية والاستدانة الصافية أي:

رأس المال المستثمر في الاستغلال = الأموال الخاصة + الاستدانة الصافية

والجدول التالي يبين لنا البنية الأساسية للميزانية الاقتصادية:

جدول رقم 07: الميزانية الاقتصادية المختصرة

المبالغ	البيان
	الإستثمارات الصافية أ
	المخزونات + مستحقات العملاء - مستحقات الموردين - إحتياج رأس المال العامل للاستغلال - إحتياج رأس المال العامل خارج لاستغلال
	الإحتياج رأس المال العامل ب
	الأصول الاقتصادية ج = أ + ب
	الأموال الجماعية د
	الديون طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل

محاضرات في مقياس التسيير المالي

	-التوظيفات المالية -المتاحات
	الإستدانة الصافية هـ
	= رأس المال المستثمر في الإستغلال و $\Delta = +$ هـ

10-4- بناء الميزانية الاقتصادية:

-المبدأ الأساسي: تساهم الميزانية الاقتصادية في حل الكثير من المشاكل التقنية، ومن بينها:

-المساهمة في حساب الإحتياج في رأس المال العامل الإجمالي والأصول الاقتصادية وهما مؤشران هامان في تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة؛

تساهم في بناء جدول التدفقات المالية، إذ من خلال المجمعات المالية لميزانية الاقتصادية يمكن بسهولة إعداد جدول تدفقات الخزينة وبالتالي فبناء الميزانية الاقتصادية لا يهدف إلى جرد ممتلكات وديون المؤسسة بل يتعدى ذلك إلى تحديد الاحتياجات المالية للمؤسسة، من ثم جمع مصادر تمويلها وخصوصا تحديد رأس المال الضروري لتمويل عمليات الإستغلال والمتمثلة في تمويل كل من احتياجات رأس المال العامل وإستثمارات الإستغلال.

10-5- المراحل الأساسية للبناء:

تمر عملية بناء الميزانية الاقتصادية بالمراحل الأساسية التالية:

- **توزيع النتيجة:** إذا كانت النتيجة خسارة فهذا يؤدي إلى الانخفاض في الأموال الخاصة؛ أما إذا كانت ربح فتوزع مكافأة رأس المال في الدورة التالية، أما الأرباح غير الموزعة فتضاف إلى الأموال الخاصة؛

- **حساب التدفقات بالقيمة الصافية؛**

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- إدماج أوراق الاستلام القابلة للحسم: يتم إدماجها بإضافة قيمتها إلى كل من حساب العملاء والاعتمادات البنكية الجارية، ذلك من اجل الفصل بين دورة الاستغلال (آجال العملاء) ودورة التمويل (الحسومات)؛

- إدماج قيم قروض الإيجار: تعد قروض الإيجار من التعهدات خارج الميزانية المحاسبية، لذا إعادة إدماجها ضمن الاستثمارات والديون الطويلة والمتوسطة الأجل؛

الجدول التالي يبين المكونات التفصيلية للميزانية الاقتصادية.

الجدول رقم 08: الميزانية الإقتصادية التفصيلية

N+2	N+1	N	الميزانية الاقتصادية
			التثبيات المعنوية التثبيات المادية التثبيات المالية قروض الإيجار
			الأصول الثابتة In
			مخزونات البضائع + مخزونات المواد والتموين +مخزونات المنتجات تامة الصنع + مستحقات العملاء منها أوراق الاستلام القابلة للحسم + الحقوق التشغيلية الأخرى
			استخدامات الدورة التشغيلية 1
			مستحقات الموردون للعمليات التشغيلية +ديون التشغيلية الأخرى
			موارد الدورة التشغيلية 2
			= الاحتياج في رأس المال العامل للعمليات التشغيلية 1 - 2 = 3
			حقوق خارج الدورة التشغيلية -ديون خارج الدورة التشغيلية

محاضرات في مقياس التسيير المالي

			= الاحتياج في رأس المال العامل خارج الدورة التشغيلية 4.....
			الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي $4+3 \text{ BFR}$
			الأصول الاقتصادية $AE = In + \text{BFR}$
			رأس المال الجماعي +احتياطات +ارتباط بين الوحدات +نتيجة الدورة +فرق إعادة التقييم = الأموال الجماعية 1.... الأقساط المقتطعة (قروض الإيجار) 2.... = الأموال الخاصة الإجمالية $2+1 = \text{CP}$
			مؤونات الأخطار والتكاليف
			الديون البنكية والمالية المتوسطة وطويلة الأجل +قروض الإيجار +الإعتمادات البنكية الجارية (منها أوراق الاستلام القابلة للحسم) -التوظيفات المالية -النقديت = الاستدانة الصافية D
			رأس المال المستثمر في العمليات التشغيلية $\text{CP} + \text{PRC} + \text{D}$ = الأصول الاقتصادية

المحاضرة الحادي عشر:

تحليل المردودية والرافعة المالية

قبل تحديد المردودية الاقتصادية والمالية يجب توضيح بعض المفاهيم انطلاقاً من الميزانية الاقتصادية. فتعتبر الميزانية الاقتصادية الأداة التي تمكن المحلل المالي من جمع المعلومات المالية والتي تساعد في تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة ولهذا نجد قراءتين للميزانية:

- **القراءة المالية:** هي القراءة التقليدية للميزانية حيث تعبر الميزانية عن جمع أو مجرد لممتلكات المؤسسة من جهة ومجموع الالتزامات من جهة أخرى وهي الميزانية المالية.
- **القراءة الاقتصادية:** تعبر عن مجموع الاستخدامات الموجهة إلى دورة الاستغلال وتحليل مختلف مصادر التمويل هذه الاستخدامات، تجمع هذه المعلومات في وثيقة واحدة تكون الميزانية الاقتصادية. تتمثل مكونات الميزانية الاقتصادية في:

الأصول الاقتصادية	الموارد المالية
التثبيتات	أموال خاصة
احتياجات رأس المال العامل BFR	الديون

الموارد المالية = رأس المال الموظف في دورة الاستغلال

الأصول الاقتصادية = أصول ثابتة الصافية + BFR احتياجات رأس المال العامل

من هذه الميزانية نصل إلى تحديد المردودية الاقتصادية والمالية، كما هو موضح أسفله.

1-11 تحليل المردودية:

- مفهوم المردودية:

تعرف المردودية بشكل عام أنها "النسبة بين النتيجة المحققة والوسائل المستعملة لتحقيق هذه النتيجة"، قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح بصفة دائمة في إطار نشاطها أو أنها تقيس قدرة الأموال الموظفة على تحقيق عوائد مالية بصفة مستمرة". أما المؤشرات المستعملة في حساب المردودية فهي مختلف النواتج مثل نتيجة الاستغلال، النتيجة الجارية قبل الضرائب، النتيجة الصافية. أي الأرصدة المحددة في

محاضرات في مقياس التسيير المالي

جدول النتائج والواقعة بين القيمة المضافة والنتيجة الصافية، التي تقسم على مجاميع رأس المال مثل مجموع الأصول، الأموال الخاصة ورقم الأعمال.

11-2- الأنواع المختلفة للمردودية: وهي:¹

- **المردودية التجارية:** هي المردودية التي تحققها المؤسسة من خلال مجموع مبيعاتها، حيث تعكس الربح المحقق من المبيعات الصافية، يمكن توضيح المردودية التجارية في العلاقة التالية:

$$\text{المردودية التجارية} = (\text{الهامش الإجمالي} / \text{رقم الأعمال خارج الرسوم}) \times 100$$

$$= \text{النتيجة الصافية} / \text{رقم الأعمال السنوي الصافي}$$

- **المردودية المالية:** هي مقياس لقدرة المؤسسة على تحقيق أرباح صافية كافية لضمان استمرار نشاطها، تهتم بإجمالي نشاط المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية، التي تبين مردودية الأموال المستثمرة في المؤسسة بالنسبة للمساهمين.

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

- **المردودية الاقتصادية:** تقيس الفعالية الاقتصادية في استخدام الأصول المتاحة للمؤسسة أي تقيس قدرة الأصول الاقتصادية على تحقيق فوائض في إطار النشاط الاستغلالي (الرئيسي) دون اعتبار لشروط التمويل سياسات الاستثمار والتوزيع وهي تمثل مردودية رأس المال الاقتصادي.

$$- \text{المردودية الاقتصادية} = \text{الفائض الإجمالي للاستغلال} / \text{رقم الأعمال}$$

$$- \text{المردودية الاقتصادية} = \text{الفائض الإجمالي للاستغلال} / \text{الأصول الاقتصادية}$$

11-3- تحليل المردودية الاقتصادية:

تعتبر المردودية الاقتصادية عن قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من بيع منتجاتها في السوق، بشكل مستقل عن كل سياسة تمويل أو الإهلاك أو الضرائب على الأرباح، أي الكفاءة الصناعية والتجارية للمؤسسة، أي تبين لنا قدرة المؤسسة على خلق أموال تضمن لها تحديث التجهيزات والمعدات أو توسيع مجال إنتاجها.

¹-Pierre Ramage, Analyse et Diagnostic Financier, Edition d'organisation, Paris, 2001, p 144.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

يجب أن تكون معتبرة في حالة انتماء المؤسسة إلى قطاع صناعي، من اجل تغطية التثبيتات الضخمة، وأي تراجع في هذه النسبة حتما يؤدي إلى زيادة الاستدانة وتدهور التوازن المالي للمؤسسة.

المردودية الاقتصادية = الفائض الإجمالي للإستغلال EBE / الأصول الاقتصادية

المردودية الاقتصادية = النتيجة العملياتية / الأصول الاقتصادية

المردودية الاقتصادية = النتيجة العملياتية / مجموع الأصول

مع العلم أن الأصول الاقتصادية = الأصول غير جارية + BFR

ويمكن أن تكون حسب الحالات التالية:

- المردودية سالبة تعني لا وجود للمردودية.
- المردودية أكبر من 10 % تعد مقبولة.
- المردودية أكبر من 0 % وأصغر من 5 % تعني وجود مردودية ضعيفة.
- المردودية أكبر من 5 % وأصغر من 10 % تعني وجود مردودية متوسطة.

كما يمكن تحديد المردودية الاقتصادية الصافية وذلك بطرح الإهلاكات والمؤونات من النتيجة العملياتية وطرح التثبيتات المالية من الأصول غير الجارية.

المردودية الاقتصادية الصافية = النتيجة العملياتية ماعدا (مخصصات الإهلاكات والمؤونات + فوائض القيمة) / الأصل الاقتصادي الصافي أو مجموع الأصول.

مع الأصول الصافية = الأصول غير جارية ماعدا التثبيتات المالية + احتياجات رأس المال العامل

والذي يستعمل في تشخيص المؤسسة، بينما تستعمل المردودية الإجمالية في تحليل القطاع.

4-11 تحليل المردودية المالية: هي مؤشر عن مردودية الأموال المستثمرة، هذا المعدل

للمردودية يحسب بالمقارنة بين العائد المحقق وقيمة الأموال المستثمرة.

تتم هذه النسبة أساسا المساهمين، بحيث تمثل مؤشر على قدرة المؤسسة على التعويض للمساهمين، سواء على شكل أرباح موزعة أو في شكل مخصصات احتياطات والتي ترفع من قيمة الأسهم بجوزتهم.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

المردودية المالية = النتيجة الصافية للدورة / الأموال الخاصة.

كما أن المردودية المالية يمكن أن تكون حسب الحالات التالية:

- في حالة كون R_f أصغر من 0 % معناه لا يوجد مردودية مالية؛
- في حالة كون R_f أكبر من 5 % أو يساوي 0 % معناه توجد مردودية ضعيفة؛
- في حالة كون R_f أكبر من 10 % أو يساوي 5 % معناه توجد مردودية متوسطة؛
- في حالة كون R_f أصغر أو يساوي 10 % معناه توجد مردودية مقبولة.

إن الأسباب المؤدية إلى تراجع المردودية المالية، تكمن أساسا في التعرض للعوارض الظرفية كحالة التراجع المفاجئ للمبيعات، أو المرور بمرحلة انتقال كدخول في سوق أو طرح منتج جديد، أو أسباب مالية واستثنائية، مثلا نتيجة مالية سالبة من جراء الإفراط في الاستدانة.

في حالة استمرار ذلك لعدة سنوات، معناه وجود تخلف هيكلية للمؤسسة على المستوى الاقتصادي أو التقني، من جراء مثلا تلاؤم المنتج مع السوق الذي يؤدي إلى تراجع المبيعات الخ.

11-5- تحليل الرافعة:

أ- مفهوم الرافعة: يقصد بالرفع المالي (الرافعة المالية) لجوء المؤسسة إلى القروض طويلة الأجل لرفع ربحية السهم، وبالتالي فإن الرفع المالي يقيس الأثر الإيجابي أو السلبي لمديونية المؤسسة على مردوديتها المالية. وبقراءة معمقة يمكن القول أن الرفع المالي يتلخص في العلاقة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية عند مستوى استدانة معين. بشكل عام نقول إنه يوجد أثر للرافعة في حالة كون تغير مقدار يؤدي إلى تغير واسع أو كبير للمقدار الآخر المرتبط به (سواء بالزيادة أو النقصان)، ونميز بين:

- الرافعة التشغيلية: التي تقيس أثر تغير نتيجة الاستغلال من جراء تغير نشاط المؤسسة، أي العلاقة بين النسبة المئوية لتغير النتيجة الجارية قبل الضرائب والنسبة المئوية لتغير حجم نشاط المؤسسة (Q) أو رقم الأعمال (CA) والتي تمثل المرونة نتيجة الاستغلال مقارنة بحجم النشاط.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

الرافعة التشغيلية $LE =$ التغير بالمائة للنتيجة الجارية قبل الضرائب / التغير بالمائة لحجم نشاط المؤسسة Q
(Q)

$$LE = Q(P-V) * [Q(P-V) - F]$$

مع العلم أن: V التكلفة المتغيرة للوحدة، Q الكمية المباعة، P سعر البيع للوحدة، F التكاليف الثابتة
كما تبين الرافعة التشغيلية أثر تراجع أهمية التكاليف الثابتة للوحدة على نتيجة الاستغلال، بحيث كلما ابتعدت المؤسسة عن عتبة المردودية كلما انخفضت التكاليف الثابتة للوحدة وتراجع ثقل هذه التكاليف في التكلفة الكلية، ومن ثم تنخفض الرافعة التشغيلية كلما ازداد رقم الأعمال المحقق.

-6-11 الرافعة المالية:

هي قياس أثر اللجوء للاستدانة على مردودية الأموال الخاصة، أي ارتباط المردودية بالمردودية الاقتصادية، هيكل التمويل وتكلفة الاستدانة.

$$\text{المردودية المالية} = (\text{المردودية الاقتصادية} + \text{الرافعة المالية}) * (1 - IBS)$$

$$Rf = [Re + (Re-I) \times \frac{D}{C}] (1-IBS)$$

مع العلم أن:

$$I = \text{تكلفة الاستدانة (مجموع المصاريف المالية / مجموع الديون المالية)}$$

$$D = \text{مستوى الاستدانة المالية}$$

$$C = \text{مجموع الأموال الخاصة}$$

$$Re = \text{المردودية الاقتصادية}$$

$$IBS = \text{معدل الضريبة على أرباح الشركات}$$

يمكن تجزئة المردودية المالية إلى مجموعة من النسب، بحيث يتوقف أثر الرافعة المالية على عاملين:

- درجة المديونية الإجمالية المعبر عنها "ذراع الرافعة" = مجموع الديون / الأموال الخاصة

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- فرق الرافعة المالية المتمثلة في الفرق بين المردودية الاقتصادية ونسبة المديونية

- مع نسبة المديونية = المصاريف المالية / مجموع الديون

ومنه الرافعة المالية = (ذراع الرافعة * فرق الرافعة) (IBS-1)

- العلاقة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية:

لتوضيح هذه العلاقة، أخذا في الاعتبار تأثير الضرائب، سنأخذ مثال عن مؤسستين، مؤسسة "أ"

تعتمد على الأموال الخاصة فقط في تمويلها، والمؤسسة "ب" تعتمد على التمويل المزدوج الأموال الخاصة والديون المالية.¹

ملاحظات: إن العلاقة التي تربط معدل المردودية الاقتصادية بمعدل المردودية المالية تتلخص في الآتي:

- بالنسبة للمؤسسة غير المستدينة :

المردودية المالية = (المردودية الاقتصادية) * (IBS -1)

البيان	رموز المتغير	المؤسسة أ	المؤسسة ب
مجموع الأصول الاقتصادية		200.000	200.000
الأموال الخاصة	C	200.000	50.000
الديون	D	-	150.000
الفائض الإجمالي للاستغلال	EBE	40.000	40.000
المردودية الاقتصادية قبل الضريبة	Re	%20	%20
معدل الضرائب على أرباح الشركات	IBS	%40	%40
المردودية الاقتصادية بعد الضرائب	Re(1-IBS)	%12	%12
تكلفة الديون	I	-	%10
مصاريف مالية	I*D	-	15.000
النتيجة الإجمالية	Rg	40.000	25.000
المردودية المالية قبل الضريبة	Rf= Rg / C	%20	%50
النتيجة الصافية	Rn=Rg (1-IBS)	24.000	15.000
المردودية المالية بعد الضريبة	Rn	%12	%30

المردودية المالية بعد الضريبة = التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي Rn = Rg (1-IBS) المطبق في المؤسسة الجامعية، الجزائر، ص 224.

$$R_f = R_e(1 - IBS)$$

إذا المرودية المالية هي المرودية الاقتصادية عند مستوى استنادة معدوم.

- بالنسبة للمؤسسة المستدينة:

- المرودية المالية = (المرودية الاقتصادية + الرافعة المالية) * (1 - IBS)

$$- R_f = [R_e + (R_e - I)D/C](1 - IBS)$$

عند مستوى استنادة معين (غير معدوم)، المرودية المالية هي المرودية الاقتصادية مضافا إليها اثر

الرفع المالي، حيث:

أثر الرفع المالي =

$$(R_e - I)D/C(1 - IBS)$$

فالمرودية المالية ترتبط بالمرودية الاقتصادية وتكلفة الديون، حيث إذا كان:

- المقدار $(R_e - I) < 0$: بمعنى تكلفة الديون أكبر من معدل المرودية الاقتصادية؛

- الأموال الخاصة تختلف عن الصفر؛

- ذراع الرفع أو ما يطلق عليه مستوى الاستنادة كبير $(D/C > 1)$.

فان معدل المرودية المالية يكون أكبر من معدل المرودية الاقتصادية، وهذا يعني أن المؤسسة استفادت

من الأثر الإيجابي للرفع المالي.

للاستنادة أثر إيجابي على المؤسسة، إلا أنها تبقى محدودة لعدة أسباب أهمها:¹

- يحدد المقرضون التزامهم عادة بالنسبة لأموالهم الخاصة (الديون = 1 إلى 2 الأموال الخاصة)؛

- تكلفة الديون تابعة لمستوى الاستنادة، حيث كلما زادت الديون كلما تقلص المقدار

$(R_e - I)$ ؛

- تزايد الاستنادة يقلل من استقلالية المؤسسة.

- الخطر المالي يزداد مع الاستنادة.

1- حياة نجار، محاضرات في التحليل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مطبوعة جامعية، جامعة جيجل، 2016، ص 45.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

في ظل ظروف معينة تصبح الاستدانة خطرا يهدد مستقبل المؤسسة، لتوضيح ذلك نعتمد نفس المثال السابق مع تغيير بعض المعطيات، نفترض أن هناك تباطؤ اقتصادي كبير جعل الفائض الإجمالي للاستغلال ينخفض من 40.000 على 5.000. إذن نتساءل عن الآثار المترتبة عن هذا الانخفاض¹؟

البيان	رموز المتغير	المؤسسة أ	المؤسسة ب
مجموع الأصول الاقتصادية		200.000	200.000
الأموال الخاصة	C	200.000	50.000
الديون	D	-	150.000
الفائض الإجمالي للاستغلال	EBE	5.000	5.000
المردودية الاقتصادية قبل الضريبة	Re	2.5%	2.5%
معدل الضرائب على أرباح الشركات	IBS	40%	40%
المردودية الاقتصادية بعد الضرائب	Re(1-IBS)	1.5%	1.5%
تكلفة الديون	I	-	10%
مصاريف مالية	I*D	-	15.000
النتيجة الاجمالية	Rg	5.000	(10.000)
المردودية المالية قبل الضريبة	Rf= Rg / C	2.5%	20%-
النتيجة الصافية	Rn=Rg (1-IBS)	3.000	6.000
المردودية المالية بعد الضريبة	Rf= Rn / C	1.5%	12%-

من النتائج يتبين لنا أن اثر الرفع المالي سلبي وذلك لان الاستدانة في ظل الظروف الجديدة خفضت من المردودية المالية للمؤسسة، لتصحيح الوضع لابد من تخفيض تكلفة الديون من خلال التخلص أو التقليل من الديون.

فرق الرافعة والتسيير الأمثل لعتبة المديونية: للرفع المالي ثلاث حالات، وهي:

عمليا، تستعمل المؤسسة فرق الرافعة كتقنية لتسيير المستوى الأمثل للمديونية، لهذا الغرض، هناك

ثلاث حالات ممكنة:

مستوى المديونية	يكون في الحد الأعلى	يكون في الحد الأدنى	إختياري
$Re-I > 0$	$Re-I < 0$	$Re-I = 0$	

¹ - زغيب مليكة، بوشقير ميلود، مرجع سبق ذكره، ص 90.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

أثر منعدم على	أثر سلبي على	أثر إيجابي على	أثر الرافعة المالية
المردودية المالية	المردودية المالية	المردودية المالية	على المردودية المالية

الحالة الأولى: للرفع المالي أثر إيجابي في الحالة التي تكون فيها المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة

الديون، حيث كلما زاد مستوى الاستدانة وزاد المقدار $Re-I$ ، كلما ارتفعت مردودية الأموال الخاصة.

الحالة الثانية: للرفع المالي أثر حيادي في الحالة التي تتساوى فيها المردودية الاقتصادية مع تكلفة

الديون، وهو ما يعني ثبات الأموال الخاصة عند نفس المستوى؛

الحالة الثالثة: للرفع المالي أثر سالي في الحالة التي تكون فيها المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة

الديون، حيث كلما زاد مستوى الاستدانة، كلما أدى ذلك إلى إنخفاض المردودية المالية.

عندما تكون نسبة المردودية الاقتصادية أقل من نسبة المديونية، تنخفض المردودية المالية كلما زاد

مستوى المديونية، تتسم هذه الحالة بأثر سلبي للرافعة المالية.

تمرين: لتكن لديك المعلومات التالية عن مؤسسة ص :

- رقم الأعمال خارج الرسم = 10.000 دج سنويا؛
- أعباء الاستغلال 9.000 دج، منها $3/2$ تكاليف ثابتة؛
- الهامش على التكاليف المتغيرة 7.000 دج، الأصول الثابتة 3.000 دج ، الاحتياجات في رأس المال العامل للاستغلال 2.000 دج معدل الضريبة $3/1$ ، الديون المالية 4.000 دج المصاريف المالية 400 دج سنويا.

المطلوب:

- حساب المردودية الاقتصادية والمردودية المالية؛
- حساب أثر الرفع المالي - حلل النتائج؛

محاضرات في مقياس التسيير المالي

الحل:

1- حساب معدل المردودية الاقتصادية والمالية:

• معدل المردودية الاقتصادية = الفائض الإجمالي للاستغلال / مجموع الأصول الاقتصادية

$$= 5000 / 1.000 = 20\%$$

• معدل المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

$$= (400 - 1.000) * 3/2 / 1000 =$$

$$= 40\%$$

حيث: الأصول الاقتصادية = أصول ثابتة + الاحتياجات في رأس المال العامل

$$= 3.000 + 2.000 = 5.000 \text{ دج}$$

أموال الخاصة = أصول اقتصادية - ديون مالية

$$= 4.000 - 5.000 = 1.000 \text{ دج}$$

2. حساب أثر الرفع المالي:

$$\text{أثر الرفع المالي} = [(Re-I)D/C](1-IBS)$$

$$= [(0.2-0.1) * 4.000/1.000] * 2/3 = 26.67\%$$

- تحليل النتائج: بما أن الرفع المالي موجبا فإن الأثر إيجابي على المردودية المالية للمؤسسة، وهذا على

اعتبار أن شروط الاستدانة محققة، حيث:

$$- (Re-I) = 10\% > 0;$$

$$- \text{الأموال الخاصة} \neq 0;$$

- مستوى الاستدانة (ذراع الرفع) = $D/C = 1000/4000 = 4$ معتبر (الديون المالية تمثل 4

مرات الأموال الخاصة).

المحاضرة الثانية عشر:

التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية

يوفر التحليل المالي لمستخدميه معلومات كثيرة وثمينة عن حالة المؤسسة، لكنه لا يغني عن القيام بنوع آخر من الدراسة والتمحيص والممثل في تحليل تقني واقتصادي للمشروع موضوع التمويل، لأنه وإن كانت الوضعية المالية الراهنة للمؤسسة جيدة فقد تكون النتائج المنتظرة من المشروع سلبية، وإذا كان حجم المشروع كبير من الممكن أن تؤدي إلى التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة مستقبلا بشكل يمكن أن يعرض أموال المساهمين أو المقرضين للخطر. ويقتضي المنطق الاقتصادي في حالة المفاضلة بين المشاريع أن يتم اختيار المشروعات الاستثمارية في أية فترة زمنية بحيث تحقق أفضل استخدام للموارد التمويلية المتاحة من منظور الأهداف المختارة، لذلك يجب أن يتم أولا تقييم كل مشروع تقييما مطلقا على حدى لمعرفة المنفعة الصافية المتوقعة لكل مشروع توصلا لقبول بعضها مبدئيا واستبعاد المشروعات الخاسرة من الحساب.

12-1- مفهوم الاستثمار:

يعتبر الاستثمار من المصطلحات الشائعة الاستعمال، فقد تعددت التعاريف المقترحة للاستثمار والتي تختلف من اقتصادي إلى آخر "هو إستغلال الموارد المتاحة ووضع توقعات مستقبلية للزيادة منها"، وهو "حيازة آلات ووسائل الإنتاج من قبل متعامل اقتصادي بهدف الحفاظ على أو تطوير رأس المال الثابت لديها" ومهما كان نوع الاستثمار فإن أي مستثمر يسعى إلى تحقيق جملة من الأهداف كت تحقيق العائد الملائم، المحافظة على رأس المال الأصلي للمشروع، استمرارية الدخل وزيادته، ضمان السيولة اللازمة. فرغم اختلافها إلا أنها تدور حول أهمية إتخاذ القرارات الخاصة بتوظيف الأموال، والغرض منها إتخاذ القرارات الخاصة بالإنفاق الاستثماري لما لها من أهمية بالغة في نمو المؤسسة، ونموها هذا مقترن بتحقيق الأرباح. ومن ثم فالاستثمار يبنى على أربعة دعائم هي:¹

¹ - حامد العربي الحضيرى، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية، القاهرة، 2000، ص 19.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

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

- البعد الثلاثي للاستثمار:

يمكننا التمييز بين ثلاثة مفاهيم للاستثمار هي المالي والمحاسبي والاقتصادي.

- **المفهوم المالي للاستثمار:** حسب الاستثمار هو كل اكتساب للأصول سواء كانت ثابتة أو متداولة، ملموسة أو غير ملموسة، إضافة إلى الاحتياجات المتولدة من دورة الاستغلال. ويشترك هذا المفهوم مع المفهوم المحاسبي من حيث المدة إلا أن المفهوم المالي أوسع من ذلك، ومن هذه الزاوية فالاستثمار يؤدي إلى تقليص النفقات على المدى البعيد وزيادة الإيرادات، كما يهتم هذا المفهوم بالتوازن عبر الزمن بين الاستخدامات والموارد، ويجب التفريق هنا بين نقطتين:¹
- الأصول المتعلقة بالاستغلال والتي تستعمل كوسائل والآلات عمل؛
- الأصول خارج الاستغلال تستعمل بطريقة غير مباشرة لتحسين ظروف العمل.

¹ - jacques margerin, gerard ausset, **Investissement et financement**, édition couroux, Paris, 1990, P15.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

ب- المفهوم المحاسبي: يعتبر الاستثمار حسب المفهوم المحاسبي رأس مال ثابت سواء كان منتجا أو غير منتج، أي أن الاستثمار هو كل أصل منقول أو غير منقول، مادي أو معنوي تم الحيازة عليه أو أنتج من قبل المؤسسة ويبقى فيها بشكل دائم أي لمدة تزيد عن السنة.¹

الاستثمار هو العملية التي تخصص من خلالها الشركة الموارد لمشاريع على أمل الحصول على إيرادات منها مرة أخرى خلال مدة معينة، فالاستثمار هو إلتزام طويل الأجل لرأس مال الشركة للحفاظ على أو تحسين وضعها الاقتصادي.²

أما حسب النظام المحاسبي المالي الجزائري، فقد عرف الاستثمار بأنه الأصول المثبتة والتي تنقسم إلى:³

- **تثبيتات مادية:** (مباني، معدات، تجهيزات إلخ) وهي أصول مملوكة للمؤسسة من أجل استعمالها في الإنتاج أو تقديم الخدمات، سواء لأغراض إدارية أو لأجل تأجيرها للغير، ويفترض أن مدة استعمالها تتعدى الدورة المحاسبية؛

- **تثبيتات معنوية:** أموال التجارة، براءات، امتيازات) وهي أصول قابلة للتمييز، غير نقدية وغير مادية مراقبة ومستعملة من قبل المؤسسة في إطار أنشطتها العادية؛

- **التثبيتات المالية الأخرى:** والتي تضم التثبيتات المالية وحافطة السندات.

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

● **خصائص الاستثمار:** مهما كانت طبيعة ونوع الاستثمار، فإنه يتميز بالخصائص التالية:

- **تكاليف الاستثمار:** يقصد بتكاليف الاستثمار أو التكاليف الاستثمارية، ذلك الإنفاق اللازم لدراسة وإقامة وتنفيذ الاستثمار وإعداده في صورة صالحة للبدء في التشغيل العادي، ولتحديد قيمة

¹-N Popiolek, Guide du choix d'investissement, édition Organisation, Paris, 2006, P03.

² - **Agence universitaire de la francophonie**, Manuel de gestion, Volume 2, Ellipse AUF, Paris, 1999, P 232.

³ - هوام جمعة، المحاسبة المعقدة وفقا للنظام المحاسبي الجديد والمعايير المحاسبية الدولية، **IAS/IFRS**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 201، ص 40.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

الاستثمار من المهم الأخذ بالاعتبار مجموع الاستخدامات اللازمة لإنجاز المشروع، ومن بين هذه الاستخدامات: مصاريف الدراسة والبحث التجاري والتقني المرتبط بالمشروع؛ مصاريف تكوين العاملين؛ الأصول الثابتة (الآلات، وسائل الإنتاج....)؛ مصاريف نقل المعدات؛ مصاريف الشراء (الجمارك، النقل)؛ مصاريف التركيب.

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

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

- **مدة الحياة المادية للاستثمار:** هي مدة تواجد الاستثمار بالمؤسسة، وتعطى من طرف المصالح التقنية، وتمثل المدة المثلى للاستغلال.

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

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

ومن بين مختلف المفاهيم السابقة، المدة القصيرة هي التي تؤخذ مدة حياة الاستثمار الفعلية لذا فهي مدة حياة المنتج.

● **أهداف الاستثمار:** تطورت أهداف الاستثمار مع التطور الذي حدث في الفكر المالي والنظرية المالية، وبالرغم من اختلاف أنواع الاستثمار فإن المستثمر يسعى دوما لتحقيق جملة من الأهداف كتحقيق العائد الملائم؛ ضمان السيولة اللازمة المحافظة على رأس المال الأصلي للمشروع، استمرارية الدخل وزيادته، يساعد على جلب الأموال المحلية والخارجية لتحقيق التنمية الاقتصادية، عن طريق استغلال المستثمر لجميع

محاضرات في مقياس التسيير المالي

الإمكانات المتواجدة في البلد أو عن طريق مساهمته في الثببات الخارجية، يحقق معظم حاجيات الأفراد والجماعات بتوفير الخدمات والسلع، ويعمل على تحسين الأوضاع المعيشية للأفراد كبناء المرافق العامة، له دور فعال في العملية الإنتاجية بحيث يوظف جميع عناصر الإنتاج من أجل إيجاد سلع وخدمات في المجتمع، كما يساعد في التنمية الاقتصادية خاصة عند توظيف عناصر الإنتاج الرأسمالية منها، والتي تكمن في الآلات والمعدات والمباني، يساعد في توسيع حجم ونطاق السوق وتوفير أكبر كمية ممكنة لمتطلبات المستهلكين والمنتجين، ويساهم في زيادة وتحسين الإنتاج الوطني وتسويقه، يساعد في توفير مناصب شغل جديدة ورفع الدخل الفردي والوطني، كما يقلل ويحد من التبعية الأجنبية بتحقيق الاستقلال الاقتصادي الذي يؤدي إلى تعزيز الاستقلال السياسي.

- تقييم المشاريع الاستثمارية:

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

- مفهوم عملية تقييم المشاريع:

تعتبر عملية تقييم المشاريع جزءا من عملية التخطيط سواء كانت على مستوى المشروع أو على مستوى الاقتصاد الوطني، وما هي سوى مرحلة لاحقة لدراسات الجدوى الاقتصادية للمشاريع ومرحلة سابقة لمرحلة تنفيذ المشروع، تلك المرحلة التي يترتب عليها اتخاذ القرار إما بالتنفيذ أو التخلي عن المشروع أو تأجيله لفترة لاحقة.

يمكن أن تعرف عملية التقييم على أنها " وضع المعايير اللازمة التي يمكن من خلالها التوصل إلى إختيار المشروع المناسب من بين عدة بدائل مقترحة، الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة واستنادا إلى أسس علمية" كما يمكن أن يعرف تقييم المشروع على أنه " البحث عن المؤشرات التي تسمح بتوضيح

محاضرات في مقياس التسيير المالي

الجوانب الإيجابية والسلبية لمشروع أو برنامج ما مقارنة بالأهداف المسطرة مسبقاً وتكمن أهداف عملية التقييم في:

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

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

- معايير التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية في ظروف التأكد:

يقصد بظروف التأكد توفر كافة المعلومات عن البدائل المقترحة والتي تسمح بإجراء المقاضلة بينها وصولاً إلى اختيار البديل الأفضل، وأن التقييم هنا يبنى على مجموعة من الاعتبارات يجب مراعاتها قبل البدء في عملية التقييم هي:¹ يفترض أن المشروعات الاستثمارية عديمة المخاطرة تماماً؛ يجب تقييم المشروعات الاستثمارية على أساس صافي التدفقات النقدية بعد الضريبة؛ إن النفقات الاستثمارية تتم في بداية السنة الأولى للمشروع، كما تحقق العائدات أو التدفقات في نهاية كل سنة، بمعنى أنه توجد فترة واحدة أو أكثر للإنفاق الاستثماري تتبع بفترة واحدة أو أكثر من العائدات النقدية.

تنحصر المهمة هنا باختيار المعيار المناسب للهدف المحدد من إقامة المشروع المقترح، ويتم الاعتماد في ذلك على استخدام بعض الأساليب والصيغ الرياضية الإحصائية والحسابية.

¹ - محمد محمود العجلوني، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار اليازوري، الأردن، 2009، ص 285.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

توجد عدة أساليب للتقييم المالي للمشروعات الاستثمارية، ويمكن تقسيم هذه الأساليب إلى مجموعتين الأولى تتجاهل القيمة الزمنية للنقود وتتضمن فترة الاسترداد، معدل العائد على الاستثمار، دليل الربحية غير المخصوم. والثانية تراعي القيمة الزمنية للنقود وتتضمن صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي ودليل الربحية المخصوم.

حيث يعتمد في تقييم المشاريع الاستثمارية على المقارنة بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المتوقعة منها، والتي يتم المفاضلة على أساسها ويتم استخدام عدة معايير لتقييم الاستثمارات ومن ثم اختيار المشروع ذو المردودية العالية وفيما يلي نحاول التفصيل في ذلك:

1-12 - طريقة فترة الاسترداد:

تعرف فترة الاسترداد على أنها " عدد السنوات التي يسترد فيها المشروع أصل المبلغ المستثمر من صافي تدفقاته النقدية السنوية، إذ يتراكم هذا التدفق من سنة لأخرى يبلغ المبلغ المقارن مع أصل الاستثمار"¹ كما تعرف على أنها " الفترة المقدرة واللازمة لكي يسترجع المشروع الاستثماري أمواله المستثمرة فيه، وهي الفترة التي تتساوى عندها التدفقات النقدية الداخلة والخارجة"²، " هي الفترة اللازمة لتساوي النفقات الاستثمارية للمشروع مع التدفقات النقدية الصافية أي الزمن اللازم لتحصيل تدفقات نقدية صافية تكفي لتغطية نفقات الاستثمار"³ طبقا لهذه الطريقة يتم اختيار المشروع الاستثماري الذي يمكن للمستثمر أو المقرض من استرداد تكاليفه الاستثمارية في أسرع وقت ممكن، ويقصد بفترة الاسترداد تلك الفترة الزمنية اللازمة لكي يسترد المشروع خلالها التكاليف الاستثمارية التي أنفقت عليه. تمثل الأموال المستثمرة في المشروع أهمية كبيرة في عملية التقييم التجاري، ذلك أن المستثمر يرغب في معرفة السقف الزمني الذي يحصل فيه مرة ثانية على الأموال المستثمرة من خلال الأرباح المتوقعة من تنفيذ المشروع، ويفضل المشروع الذي يقترن بأقصر فترة استرداد، فهي تمثل الوقت اللازم لاسترجاع الاستثمار الأولي، وتقبل المشاريع التي لها مدة استرجاع الاستثمار الأولي الأقل، فوفقا لهذه الطريقة تتم

¹ - E Brighan, J Houston, **Fundamentals of financial management**, Harcourt college publisher series in finance, 2end , usa, 2000, P 115.

² - كاظم جاسم العيسوي، **الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، تحليل نظري وتطبيقي**، دار المناهج، ط1، الأردن، 2005، ص

114.

³ - يحيى غني النجار، **تقييم المشروعات**، الطبعة الأولى، 2010، ص 131.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

المفاضلة بين المقترحات الاستثمارية حسب الفترة الزمنية التي يتم فيها استرداد الإنفاق الاستثماري المبدئي، أين يتم اختيار المقترح الاستثماري الذي يسترجع أمواله بشكل أسرع وفي أقصر فترة زمنية.¹

لكي يتم حساب فترة الاسترداد يتم أولاً حساب صافي التدفق النقدي المتراكم لسنوات المشروع من بداية فترة الإنشاء وحتى نهاية عمر المشروع، فإذا ظهر في إحدى السنوات صافي تدفق نقدي متراكم مساوياً للصفر فإن فترة الاسترداد تساوي تلك السنة أي أن المشروع يسترد تكاليفه الاستثمارية عند نهاية تلك السنة، أما إذا لم يظهر في أي من سنوات التشغيل صافي تدفق نقدي متراكم مساوياً للصفر، وتحولت قيمة هذا الصافي المتراكم من سالب إلى موجب، فإن ذلك يعني أن فترة الاسترداد تكون بعد آخر سنة ظهر فيها صافي التدفق النقدي المتراكم سالب وعلى وجه التحديد خلال السنة التي تليها مباشرة، أما إذا لم يتحول صافي التدفق النقدي المتراكم حتى نهاية عمر المشروع إلى موجب فإن ذلك يعني إنتهاء المشروع قبل استرداد تكاليفه الاستثمارية بالكامل ويكون المتبقي منها بقيمة آخر صافي التدفق النقدي متراكم سالب. وفقاً لهذه الطريقة فإن المستثمر يقوم بتحديد فترة زمنية لكل فرصة استثمارية متاحة كحد أقصى لاسترداد قيمة أمواله المستثمرة، ويتم ترتيب نتائج الفرص الاستثمارية المتاحة وفقاً لطول فترة الاسترداد، وليتم حساب فترة الاسترداد يجب الفصل بين حالتين:²

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

فترة الاسترداد = التكلفة الاستثمارية الأولية / صافي التدفق النقدي السنوي (صافي العائد السنوي)

بحيث التكلفة الاستثمارية الأولية = تكلفة الأصول الثابتة + رأس المال العامل.

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

¹ خليل محمد خليل عطية، دراسة الجدوى الاقتصادية، مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث، مصر الطبعة 01، 2008، ص 75-78.

² عدنان تايه، وآخرون، الإدارة المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط5، الأردن، 2014، ص 158.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

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

فترة الاسترداد = الاستثمار المبدئي للمشروع / صافي التدفقات النقدية

مثال 01: في ما يلي صافي تدفقات النقدية (CF) للمشروعين (A) و (B) بالألف دج

السنوات	صفر	01	02	03	04	05	06	07
المشروع A	(100)	30	30	40	20	10	-	-
المشروع B	(100)	30	30	30	30	30	30	30

المطلوب: حساب فترة الاسترداد لكل من المشروعين.

الحل: سنة صفر مما يعني أن الاستثمار فوري ولا توجد فترة إنشاء.

السنوات	صفر	01	02	03	04	05	06	07
المشروع A	(100)	30	30	40	20	10	-	-
ص.ت.ن متراكم	(100)	(70)	(40)	الصفـر	20	30	-	-
المشروع B	(100)	30	30	30	30	30	30	30
ص.ت.ن متراكم	(100)	(70)	(40)	(10)	20	50	80	110

يلاحظ أنه في المشروع (A) هناك صافي التدفقات النقدية متراكم يساوي الصفر في السنة الثالثة مما يعني أن فترة استرداد المشروع (A) هي 03 سنوات. أي أن المشروع (A) سيسترد تكاليفه الاستثمارية وهي 100 ألف دج بالكامل بعد 03 سنوات من بداية التشغيل وذلك من خلال صافي التدفقات النقدية التي يتوقع أن يحققها خلال تلك السنوات.

أما المشروع (B) فلم يظهر ص ت ن متراكم يساوي الصفر ولكن تحول من سالب إلى موجب بعد السنة الثالثة. لذا فان فترة الاسترداد يمكن حسابها كما يلي:

$$\text{فترة الاسترداد} = 3 + \frac{30}{10} = 3.33 \text{ سنة}$$

محاضرات في مقياس التسيير المالي

يلاحظ أنه في المشروع (B) حتى نهاية السنة الثالثة يكون متبقي 10 آلاف دج لم تسترد بعد والتي يتم استردادها من 30 ألف دينار قيمة صافي التدفقات النقدية للسنة الرابعة بنسبة الثلث من تلك السنة لذا تكون فترة الاسترداد 3 سنوات و ثلث.

بفرض أن العمر الإنتاجي للمشروع (B) هو 03 سنوات فقط فإنه لن يتحول صافي التدفقات النقدية المتراكم إلى موجب في هذه الحالة، بمعنى أنه سوف ينتهي عمر الإنتاجي للمشروع قبل أن يسترد تكاليفه الاستثمارية الـ 100 ألف دج كاملة حيث يكون استرد منها 90 ألف دج ويبقى 10 آلاف دج لن تسترد.

مثال 02: نفترض أن هناك مشروعين استثماريين وكانت التكاليف الاستثمارية اللازمة لكل منها 100.000 دج وان صافي التدفقات النقدية للمشروع الأول 25.000 دج والثاني 20.000 دج في هذه الحالة نجد أن فترة استرداد المشروعين تحسب كما يلي:

$$\text{فترة الاسترداد المشروع الأول} = 100.000 / 25.000 = 4 \text{ سنوات}$$

$$\text{فترة الاسترداد المشروع الثاني} = 100.000 / 20.000 = 5 \text{ سنوات}$$

بما أن فترة الاسترداد للمشروع الأول أقل فترة الاسترداد للمشروع الثاني فإن القرار يكون بقبول المشروع الأول صاحب الأفضلية.

مثال 03: ما هي فترة الاسترداد لمشروع استثماري تكلفته 80.000 دج حيث كانت تدفقاته السنوية المقدرة لـ 05 سنوات كالتالي بالترتيب: 20.000 - 16.000 - 24.000 - 20.000 - 28.000.

الحل: يتم حساب التدفقات النقدية المتراكمة حيث تصبح كالتالي:

$$\text{السنة الأولى: } 20.000 \text{ دج}$$

$$\text{السنة الثانية: } 20.000 + 24.000 = 44.000 \text{ دج}$$

$$\text{السنة الثالثة: } 44.000 + 16.000 = 60.000 \text{ دج}$$

محاضرات في مقياس التسيير المالي

السنة الرابعة: $60.000 + 20.000 = 80.000$ دج فترة الاسترداد تكون في نهاية السنة الرابعة

السنة الخامسة: $80.000 + 28.000 = 108.000$ دج

القرار الاستثماري:

- إذا كانت فترة الاسترداد أقل من المدة النموذجية فإن المشروع يكون مقبولاً؛
- إذا كانت فترة الاسترداد أكبر من المدة النموذجية فإن المشروع يكون مرفوضاً؛
- إذا كانت فترة الاسترداد تساوي المدة النموذجية فإن المشروع يكون مقبولاً.

ملاحظة: للمفاضلة بين المقترحات الرأسمالية البديلة باستخدام معيار فترة الاسترداد يتم اختيار المشاريع ذات فترة الاسترداد الأقصر، أما إذا كانت المشاريع مستقلة عن بعضها البعض فهنا يتم قبول المشاريع التي لا تتجاوز المدة المثلى المعمول بها من قبل المؤسسة.

ففي المثال الأول بفرض أن فترة الاسترداد المطلوبة 03 سنوات فإنه يقبل المشروع (A) لأن فترة إستراده تساوي الفترة المطلوبة. ويرفض المشروع (B) لأن فترة إستراده أكبر من الفترة المطلوبة.

- في حالة المفاضلة بين المشروعات: يعتبر المشروع الأفضل هو الذي تكون فترة استرداده أقل بالرجوع إلى الحالة السابقة فإن المشروع (A) أفضل من المشروع (B) لأن فترة استرداده أقل.

- مزايا ومأخذ مؤشر فترة الاسترداد:

● المزايا:¹

- البساطة وسهولة حسابها؛
- يحقق مؤشر فترة الاسترداد قدراً من الأمان للمشروعات التي تتأثر أعمالها بالتقلبات الاقتصادية والتكنولوجية والفنية السريعة.

● المأخذ:

¹- شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الإستثمارية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، 143.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- تعتبر طريقة فترة الاسترداد من الطرق الستاتيكية، كونها تتجاهل أثر القيمة الزمنية للنقود في تحديد قيم التدفقات النقدية السنوية خلال العمر الافتراضي للمشروع، سيما في حالة الظروف التي تتسم بعدم استقرار الأوضاع الاقتصادية التي تتميز بدرجة مخاطرة عالية؛
- لا تأخذ فترة الاسترداد بعين الاعتبار التدفقات النقدية التي تحصل بعد فترة الاسترداد، كما أنها لا تراعي قيمة المشروع بعد انتهاء عمره الافتراضي، كما أنها تساوي بين السنوات ذات الربحية المرتفعة والأخرى ذات الربحية المنخفضة من خلال اعتمادها على المتوسطات الحسابية للتدفقات النقدية؛
- تشجيع يشجع مؤشر فترة الاسترداد على الاستثمار في المشروعات الصغيرة التي تكون فترة استردادها صغيرة؛
- تؤدي إلى تحقيق عكس الهدف من الاستثمار وهو تعظيم الربح، حيث أن هذا المؤشر يتطلب تخفيض المخاطر بتقصير فترة الاسترداد مما يعني تقليل العوائد لأن العوائد تزداد بزيادة درجة المخاطرة.
- يؤدي استخدام طريقة فترة الاسترداد على قبولاً أو رفض المشروعات الاستثمارية على أساس سرعتها في استرجاع قيمة الاستثمار المبدئي للمشروع، وعادة ما توضع بعض فترات استرداد قصوى ترفض جميع المشروعات الاستثمارية التي تزيد فترات استردادها عن هذا الحد الأقصى.

2-12 - معدل العائد المحاسبي Taux Moyen de Rendement

يعرف فمتوسط العائد المحاسبي بأنه " النسبة المئوية لمتوسط صافي الربح المحاسبي السنوي بعد خصم الإهلاك والضرائب على متوسط قيمة الاستثمار المقترح".¹

يعتمد هذا المعيار على مفهوم الربح المحاسبي، الذي يسمح بتحديد معدل معين لمردودية المشروع،¹ كما يعتمد على نتائج الأرباح والخسائر في القيود المحاسبية، فهو عبارة عن النسبة المئوية بين متوسط

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، دراسة الجدوى الاقتصادية لإتخاذ القرارات الإستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 140.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

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

المعدل العائد المحاسبي = (متوسط العائد السنوي / متوسط التكلفة الاستثمارية) $\times 100$

$$TCR = \frac{\frac{1}{n} \sum_{n=0}^N C}{I_0} \times 100$$

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

- القرار الاستثماري:

- إذا كان معدل العائد المحاسبي يساوي معدل العائد الأمثل فإن المشروع مقبول؛
- إذا كان معدل العائد المحاسبي أكبر معدل العائد الأمثل فإن المشروع مقبول؛
- إذا كان معدل العائد المحاسبي أصغر معدل العائد الأمثل فإن المشروع مرفوض.

- مزايا و مآخذ المعدل المتوسط للعائد:²

- المزايا: يمتاز معدل العائد المحاسبي بعدة مزايا أهمها:
- سهولة الحساب والفهم؛

¹ - سعيدي كريمة، قيدرزي خديجة، الموازنة الاستثمارية ودورها في التخطيط طويل المدى، مرجع سبق ذكره، ص 47.

² - عبد المطلب عبد الحميد، دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، نفس المرجع، ص 143.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- يأخذ في الإعتبار عامل الربحية المتوقعة من الاستثمار المتمثلة في التدفقات النقدية المتحصل عليها حتى بعد تغطية قيمة الاستثمار الأولي، وهو ما أهمله معيار فترة الاسترداد؛
- يعتمد على المعدل المحاسبي الأعلى لإختيار المشروع بدلا من الزمن في فترة الاسترداد .
- المأخذ:¹
- لا يمكن المقاضلة بين المشاريع الاستثمارية التي تحقق عائد متساوي بالرغم من وجود اختلاف بين صافي الربح المحقق لكل مشروع؛
- الاعتماد على الربح بدلا من التدفق النقدي مما لا يساعد المدير المالي الذي يهتم بالتدفق النقدي وليس الربح؛
- لا يفرق بين الوحدة النقدية المحققة في السنة الأولى من عمر المشروع والوحدة النقدية المحققة في السنة الأخيرة؛
- يتجاهل القيمة الحالية للنقود، فهو لا يفرق بين الوحدة النقدية المحققة من السنة الأولى من عمر المشروع والوحدة النقدية المحققة في السنة الأخيرة؛
- يتجاهل طول العمر الاقتصادي للمشروع، والمكاسب الكلية التي يمكن تحقيقها خلال هذا العمر، بحيث أنه يساوي بين المشروعات ذات المعدلات المتساوية في العائد وإن اختلفت تدفقاتها النقدية من حيث توقيت حدوثها أو مجموعها.

مثال: فيما يلي صافي التدفقات للمشروعين، (A) و (B) بالألف دج

السنوات	صفر	01	02	03	04	05	06	07
المشروع (A)	(100)	30	30	40	20	10	-	-
المشروع (B)	(100)	30	30	30	30	30	30	30

المطلوب: حساب معدل متوسط العائد TCR للمشروعين، وأيها أفضل؟

¹- سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، 2002، ص 90.

الحل:

- حساب معدل متوسط العائد TCR للمشروع (A)

$$TCR(A) = \frac{\sum_1^5 CF}{100} \times 100 = 26 \%$$

- حساب معدل متوسط العائد TRM للمشروع (B)

$$TCR (B) = \frac{\sum_1^7 CF}{100} \times 100 = 30\%$$

من خلال معدل متوسط العائد TCR للمشروعين يتضح أن المشروع (B) هو الأفضل لأنه يحقق معدل عائد متوسط أعلى من المشروع (A)، هذا من جهة ومن جهة أخرى يجب أن يكون هذا المعدل أكبر من متوسط معدلات الفائدة في السوق.

3-12 - مؤشر الربحية غير المخصص:

نجد مؤشر الربحية غير المخصص الذي يقيم الاستثمار بناء على العلاقة بين إجمالي التدفقات النقدية وتكلفته أو هو نسبة التدفقات النقدية الداخلة إلى التدفقات النقدية الخارجة (التكلفة المبدئية) ويعطى بالعلاقة التالية:

دليل الربحية غير المعدل = إجمالي التدفقات النقدية / تكلفة الاستثمار.

أو

مؤشر الربحية غير المخصص (IP) = التدفقات النقدية الداخلة / التدفقات النقدية الخارجة

حيث التدفقات النقدية الخارجة = التكلفة المبدئية للمشروع.

• القرار الاستثماري:

- إذا كان مؤشر الربحية يساوي 01 فإن الوحدات النقدية لا تحقق لا ربح ولا خسارة، أي أن التدفقات النقدية الخارجة تساوي التدفقات النقدية الداخلة (قبول المشروع)؛

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- إذا كان مؤشر الربحية أكبر 01 فإن الوحدات النقدية تحقق ربح، أي أن التدفقات النقدية الخارجة تفوق التدفقات النقدية الداخلة (قبول المشروع)؛

- إذا كان مؤشر الربحية أقل 01 فإن الوحدات النقدية تحقق خسارة، أي أن التدفقات النقدية الخارجة تقل عن التدفقات النقدية الداخلة (رفض المشروع)؛

مثال: لدينا مشروعين استثماريين وكانت التدفقات النقدية الداخلة للمشروع الأول 50.000 دج وتكلفة المشروع 50.500 دج في حين أن التدفقات النقدية الداخلة للمشروع الثاني 16.000 دج وتكلفته 9.000 دج.

المطلوب: أي المشروعين أفضل باستخدام مؤشر الربحية غير المخصص؟

الحل:

مؤشر الربحية = التدفقات النقدية الداخلة / التدفقات النقدية الخارجة

$$\text{مؤشر الربحية للمشروع الأول} = 50.500 / 50.000 = 0.99$$

$$\text{مؤشر الربحية للمشروع الثاني} = 9.000 / 16.000 = 1.77$$

بما أن مؤشر الربحية للمشروع الثاني أكبر من 01 ومؤشر الربحية للمشروع الأول أقل من 01 فإنه يقبل المشروع الثاني ويرفض المشروع الأول.

.....

المحاضرة الثالثة عشر:

طرق التقييم التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود (عنصر الزمن)

تعتبر هذه المعايير التي تأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود وهي:

13-1 - معيار صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية:

تعرف القيمة الحالية على أنها " الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي ستحقق على مدى عمر المشروع وبين قيمة الاستثمار المبدئي له"، وهي " يتمثل في الفرق بين القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية الداخلة خلال سنوات التشغيل والقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية الخارجة خلال فترة الإنشاء"، وهي " الفرق بين القيم الحالية للتدفقات النقدية الداخلة والقيم النقدية الخارجة بمعنى خصم التدفقات النقدية إلى لحظة الصفر"¹ وحسابه يجب تتبع بعض الخطوات كاختيار معدل خصم مناسب للتدفق النقدي، إيجاد القيمة الحالية للمكاسب النقدية السنوية المتوقعة والمخصومة بالمعدل المختار، إيجاد القيمة الحالية للاستثمار المبدئي للمشروع، طرح القيمة الحالية للاستثمار المبدئي من القيمة الحالية للمكاسب النقدية المتوقعة لنحصل على صافي القيمة الحالية للمشروع،² وتتضمن طريقة صافي القيمة الحالية تعديل الوقت لجميع التدفقات النقدية عن طريق معامل الخصم باستخدام معدل العائد المطلوب من المشروعات الاستثمارية (أي تكلفة التمويل)، يتمركز حساب المعيار حول تقدير وحساب قيمة صافي التدفقات النقدية الحالية التي يحققها المشروع خلال عمره الإنتاجي، فإذا كان هذا الصافي "موجباً" كان المشروع مربحاً، أما إذا كان "سالباً" اعتبر المشروع خاسراً، وعندما يكون لدينا أكثر من بديل أو فرصة استثمارية، فإن الأولوية تعطى للبديل الذي يعطي أكبر صافي قيمة حالية، ويتم حساب هذا المعيار من خلال العلاقة:

$$\text{صافي القيمة الحالية} = \text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة} - \text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة}.$$

¹ - أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات، الدار الجامعية، 2005، ص 35.

² - نفس المرجع، ص 36.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

يتم حساب صافي القيمة الحالية، وهي الفرق بين القيمة الحالية وتكلفة الاستثمار، أي الفرق بين مجموع التدفقات النقدية المتولدة عن الاستثمار والمحينة إلى زمن بداية النشاط مع رأس المال المستثمر في المشروع، وذلك على النحو التالي:

$$VAN = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+t)^n} - I_0$$

I_0 تكلفة الاستثمار

CF_i التدفق النقدي للفترة i

$(1+t)^n$ معامل التحيين

t معدل التحيين

n العمر الافتراضي للاستثمار

في حالة الاستثمار الفوري والذي يحقق صافي تدفق سنوي متساوي خلال سنوات التشغيل فإنه يمكن حساب VAN من خلال قانون القيمة الحالية لدفعات متساوية بالعلاقة التالية:

$$VAN = \left[CF_i \times \frac{1-(1+t)^{-n}}{t} \right] - I_0$$

أما في حالة وجود قيمة متبقية فتحسب وفق العلاقة التالية:

$$VAN = \sum_{i=1}^n CF_i(1+t)^{-n} + CR(1+t)^{-n} - I_0$$

ملاحظة: يمثل معدل الخصم أو التحيين المستخدم الحد الأدنى لما يطلبه المستثمر كعائد على أمواله المستثمرة في المشروع.

- نتائج ودلالة مؤشر صافي القيمة الحالية لتقييم المشروعات:

عند قياس صافي القيمة الحالية التي يحققها المشروع الاستثماري فإن النتيجة حتما ستكون واحدة من ثلاث احتمالات هي:

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- $0 < VAN$: أي صافي القيمة الحالية موجب:

مما يعني أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة. ويكون المشروع في هذه الحالة يحقق العائد المطلوب (معدل الخصم) وزيادة.

- $0 = VAN$: أي صافي القيمة الحالية معدومة:

مما يعني أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، ويكون المشروع في هذه الحالة يحقق العائد المطلوب (معدل الخصم) فقط.

- $0 > VAN$: أي صافي القيمة الحالية سالبة:

مما يعني أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة أصغر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، ويكون المشروع في هذه الحالة يحقق أقل من العائد المطلوب (معدل الخصم).

- في حالة القيمة المتعارضة: يختار المشروع الاستثماري الذي يحقق أعلى قيمة موجبة لصافي القيمة الحالية؛

- في حالة المشاريع المستقلة: يكون اختيار جميع الاختيارات ذات القيمة الموجبة توافر الموارد المالية اللازمة لتغطية تكاليفها وإذا تعذر ذلك يختارون ذات أعلى قيمة موجبة لصافي القيمة الحالية.

وفي ضوء تلك النتائج يمكن تقييم المشروعات كما يلي:

- في حالة قرارات القبول أو الرفض: تقبل المشروعات التي تحقق VAN أكبر أو يساوي الصفر، وترفض المشروعات التي تحقق VAN أصغر من الصفر وذلك عند معدل التحيين المحدد.

- في حالة المفاضلة بين المشروعات: المشروع الأفضل الذي يحقق VAN أكبر عند نفس معدل الخصم المحدد.

- افتراضات نموذج صافي القيمة الحالية:

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- إن تكلفة رأس المال والمتمثلة في t في النموذج تبقى ثابتة خلال عمر المشروع، بمعنى لا يتم استخدام دين أو حقوق الملكية جديدة في تركيبة رأس المال القائمة خلال عمر المشروع؛
 - إن عمر المشروع قد حدد بنوع من التأكد ولا يوجد أية احتمالية في تعديل المشروع لاحقا كذلك لا مجال لتعديل هذا العمر حتى نتيجة بطلان إستمراره من الناحية التكنولوجية؛
 - إن التدفقات النقدية المتوقعة دقيقة ومؤكدة بمعنى أن التدفقات النقدية لن تتغير مستقبلا، حتى في حال وجود تذبذب فسوف تتبع قانونا احتماليا محدد مسبقا؛
- في حال أن أحد هذه الافتراضات لن يكون قائم فإن النتائج المشتقة من النموذج سوف تصبح عديمة الفائدة، كذلك أن هذه الافتراضات لا يمكن أن تكون قائمة في ظروف الواقعية لذا يفقد نموذج القيمة الحالية الصافية الكثير من قيمته العملية حتى قبل أن نقيم قيمة البدائل الاستثمارية.

- مزايا و مآخذ المعدل المتوسط للعائد:

- المزايا: يتمتع معيار صافي القيمة الحالية بالمزايا التالية:¹
 - الإعتراف بالقيمة الزمنية للنقود؛
 - الأخذ في الحسبان كل التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع؛
 - إستخدام معدل العائد المطلوب في حساب صافي القيمة الحالية؛
 - تعتبر أكثر ملائمة لهدف تعظيم ثروة المساهمين.
- المآخذ: يحتوي معيار صافي القيمة الحالية على العيوب التالية:²
- يتجاهل ربحية الدينار الواحد من الاستثمار مما يجعل المفاضلة بين المشروعات المختلفة في تكاليفها الاستثمارية غير موضوعية، حيث يركز على قياس صافي القيمة الحالية دون الأخذ في الاعتبار القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة كتكاليف استثمارية والتي تولد عنها الإيراد، وبالتالي نصيب كل دينار من صافي القيمة الحالية؛
 - مشكلة اختيار معدل الخصم المناسب وما يرتبط من مخاطر عدم التأكد؛
 - لا يعطي ترتيبا سلميا للمشروعات الاستثمارية وذلك في حالة الاختلاف في قيمة الاستثمار؛

¹- عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 170.

²- حسين إبراهيم بلوط، إدارة المشاريع ودراسة جدواها الاقتصادية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، ط01، 2002، ص 329.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- يتجاهل عوامل عدم التأكد، وما يرتبط بها من مخاطر لها أثر على هذه القيمة؛
- صعوبة المقارنة بين صافي القيمة الحالية لكل مشروع.
- الانتقادات:

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

وفقاً لهذه الطريقة يعتبر المشروع مقبولاً مبدئياً إذا كان صافي القيمة الحالية أكبر من الصفر، ويمكن المفاضلة بين عدة مشاريع مقبولة مبدئياً بإيجاد صافي القيمة الحالية إلى القيمة الاستثمارية لكل مشروع، ثم ترتيب المشروعات تنازلياً وفق القيم المحتسبة ثم اختيار المشروعات ذات القيمة الأكبر، وتكون القاعدة فيما يتعلق بالمشروعات الاستثمارية المستقلة قبول جميع المشروعات التي تكون صافي قيمتها الحالية المتوقعة موجبة ورفض المشروعات الأخرى، وفي حالة المشروعات المتبادلة تكون القاعدة قبول المشروع الذي يعطي أعلى قيمة موجبة لصافي القيمة الحالية ورفض جميع المشروعات الأخرى.¹

مثال: فيما يلي صافي التدفقات النقدية للمشروعين (A) و (B) بالألف دج:

السنوات	صفر	1	2	3
المشروع (A)	(90)	60	20	40
المشروع (B)	(90)	40	40	40

المطلوب: تقييم كل من المشروعين على حدى باستخدام صافي القيمة الحالية عند معدل خصم 10 % ثم المفاضلة بينهما؟

الحل:

السنوات	صفر	1	2	3
المشروع (A)	(90)	60	20	40
مشروع (B)	(90)	40	40	40
معامل القيمة الحالية %10	1	0.909	0.826	0.751

¹ - محمد محمود العجلوني، مرجع سابق، ص 294.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

30.04	16.52	54.54	(90)	القيمة الحالية (A)VA
30.04	33.04	36.36	(90)	القيمة الحالية (B)VA
VAN(A) = 11.1				
VAN (B)= 9.44				

$$\text{معامل التحيين}_1 = (1+t)^{-n}$$

$$0.909 = 1 - (1.1) =$$

$$CF * (1+t)^{-n} = VA$$

$$60 * 0.909 = VA$$

$$54.54 = VA$$

$$I_0 - [(1+t)^{-n}] = VAN$$

$$30.04 + 16.52 + 54.54 = VAN$$

$$90 - 101.1 =$$

$$11.1 =$$

يلاحظ أن معامل القيمة الحالية للسنة صفر هو الواحد صحيح لأن الاستثمار فوري بمعنى أن القيمة الحالية لدينار الآن هي دينار، وللوصول إلى صافي القيمة الحالية يتم جمع القيمة الحالية لجميع صافي التدفقات النقدية بدء من السنة (صفر) حتى السنة الثالثة مع مراعاة الإشارة السالبة في سنة صفر. وبناء على نتائج صافي القيمة الحالية التي يحققها المشروعان فإنه عند تقييم كل مشروع على حدى فإن كلا المشروعين يقبل لأن كل منهما يحقق صافي القيمة الحالية موجب أما في حالة المفاضلة بين المشروعين فإن المشروع (A) أفضل من المشروع (B) لأنه يحقق صافي القيمة الحالية أعلى.

-2-13 مؤشر معدل العائد الداخلي (Taux de Rentabilité Interne)

TRI)-TIR ou

محاضرات في مقياس التسيير المالي

يعرف بأنه " معدل الإستحداث الذي يجعل من صافي القيمة الحالية معدومة، أي يجعل التدفقات النقدية المتوقعة للإستثمار متساوية مع التكلفة الأولية في بداية الفترة"¹ وهو يمثل معدل الخصم الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، يعتبر مقياساً دقيقاً للربحية، ويستخدم من قبل البنك الدولي والمؤسسات التمويلية الأخرى في إجراء كافة التحليلات في الجانب المالي والاقتصادي للمشاريع التي تتولى هذه المؤسسات تمويلها في البلدان النامية، فعند استخدام مؤشر صافي القيمة الحالية فلا بد من اختيار معدل خصم مناسب لقياس القيمة الحالية، وإذا كانت نتيجة القيمة الحالية الصافية موجبة فإن المشروع يحقق العائد المطلوب وزيادة بمعنى أن عائد أعلى من معدل الخصم، ولكن دون تحديد هذا العائد، من هنا جاءت فكرة مؤشر معدل العائد الداخلي من أجل البحث عنه وتحديد معدل العائد الذي يتوقع أن يحققه المشروع.²

يكون اختيار المعدل سليماً عندما تتساوى قيمة التدفقات الداخلة حالياً مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة للمشروع المقترح، مما يعني أن معدل الخصم سيجعل صافي القيمة الحالية للمقترح صفراً.

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

- استخراج معدل العائد الداخلي TIR:

لتحديد معدل العائد الداخلي يتم تحديد سقفين لمعدل الخصم، سقف أعلى يكون قيمة موجبة وسقف أدنى يكون قيمة سالبة، وبين هذا المعدل وذاك يمكن استنتاج معدل العائد الداخلي، وفق طريقتين:³

-1 طريقة التجربة والخطأ:

حيث يتم اختيار معدل خصم معين ومن ثم حساب صافي القيمة الحالية للمشروع عند ذلك المعدل، فإذا كانت (VAN=0) فإن معدل الخصم المستخدم هو معدل العائد الداخلي، أما إذا كانت النتيجة (0<VAN) فإن معدل العائد الداخلي يكون أعلى من معدل الخصم المستخدم لذا يجب

¹ - الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط03، 2004، ص 169.

² - التكريتي إسماعيل يحي وآخرون، المحاسبة الإدارية "قضايا معاصرة"، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 232.

³ - Jacques Chrissos, Roland Gillet, Décision d'investissement, 4^{ème} édition, Dareios, France, 2016, p 156-157.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

اختيار معدل خصم أعلى من السابق وحساب VAN عند ذلك المعدل، أما إذا كانت النتيجة ($VAN < 0$ سالبة) فإن معدل العائد الداخلي يكون أصغر من معدل الخصم المستخدم لذا يجب اختيار معدل خصم أقل من السابق وحساب VAN عند ذلك المعدل، وهكذا يتم تكرار ذلك وحصر القيمة تدريجياً، حتى الوصول إلى معدل الخصم الذي عنده VAN يساوي الصفر ويكون معدل الخصم المستخدم عندئذ هو معدل العائد الداخلي الذي يحققه المشروع.

2- الطريقة الرياضية: نظراً لصعوبة تطبيق الطريقة السابقة فإنه يمكن الاعتماد على الطريقة الرياضية التي تتطلب حساب VAN للمشروع عند معدلي خصم مختلفين ويفضل أن تكون VAN عند معدل الخصم الأصغر موجبة وعند المعدل الأكبر سالبة، وكلما كانت القيمة قريبة من الصفر أكثر كلما كانت النتائج أكثر دقة ويمكن استنتاج معدل العائد الداخلي رياضياً من خلال العلاقة التالية:

$$TIR = t1 + \frac{(t2 - t1) \times VAN(t1)}{VAN(t1) - VAN(t2)}$$

مع الأخذ بعين الاعتبار أن معدل العائد الداخلي المحسوب باستخدام هذه العلاقة هو تقريبي وتزداد دقته إذا تم مراعاة أن تكون VAN_1 موجبة، VAN_2 سالبة، والقيم قريبة من الصفر، علماً بأنه يمكن باستخدام برامج الحاسوب حساب جميع المؤشرات السابقة بسهولة ودقة متناهية.

● دلالة مؤشر معدل العائد الداخلي:

- في حالة قرارات القبول أو الرفض: تقبل المشروعات التي تحقق معدل عائد داخلي أكبر أو يساوي معدل العائد المطلوب، وترفض المشروعات التي تحقق معدل عائد داخلي أصغر من معدل العائد المطلوب.

- المفاضلة بين المشروعات: المشروع الأفضل هو الذي يحقق معدل عائد داخلي أعلى.

● مزايا ومآخذ مؤشر معدل العائد الداخلي:¹

- المزايا:

- يعتبر مقياساً دقيقاً للربحية ويتميز بالموضوعية إلى أبعد الحدود؛

¹- يوحنا عبد الأدم، سليمان اللوزي، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم كفاءة أداء المنظمات، دار الميسرة للنشر والتوزيع، ط01، 2000، ص 176.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- يوفر تحديد رأس المال الذي يستخدم في حالة إتباع طريقة القيمة الحالية الصافية؛
- الأخذ في الاعتبار القيمة الزمنية للنقود؛
- الاستخدام الواسع من طرف المحللين؛
- تسهيل العمل أمام الإدارة للتفاضل بين البدائل على أساس معدل العائد الداخلي الذي يحققه كل مشروع؛

- يستخدم من قبل المؤسسات المالية الدولية كالبنك الدولي، الصندوق الدولي للتنمية الزراعية...؛
- يمكن استخدامه في ترتيب المشروعات من حيث درجة ربحيتها وجدواها الاقتصادية؛
- يتفادى مشكلة اختيار معدل الخصم وما يرتبط بها من مخاطر.

- الْمَأْخُذ:

يتطلب جهد في استخراج بدقه، ولكن يمكن التغلب على هذه المشكلة باستخدام الحاسوب، يفترض أن التدفقات النقدية الداخلة سيعاد استثمارها بمعدل يساوي معدل العائد الداخلي، وهذا ما يصعب تحقيقه في ظل اعتبارات عدم التأكد، يمكن أن يؤدي إلى نتائج تتعارض مع نتائج معيار صافي القيمة الحالية؛ عدم الأخذ بعين الاعتبار قيمة التدفقات الاستثمارية التي تتطلبها المشاريع محل المقارنة؛ الصعوبات الحسابية التي تتطلبها معدل العائد الداخلي؛ يعاب عليه ما يتعلق بافتراض أن إعادة استثمار التدفقات النقدية تكون بنفس معدل العائد المحسوب.

مثال: فيما يلي صافي التدفقات النقدية التي يتوقع أن يحققها أحد المشروعات الإستثمارية (دج)

السنوات	0	1	2	3	4
التدفقات النقدية	(100.000)	41.000	47.700	23.300	11.100

المطلوب: تقييم المشروعات باستخدام مؤشر معدل العائد الداخلي، علما أن معدل العائد المطلوب 12% استرشد بمعدلي خصم 10% و 12% .

محاضرات في مقياس التسيير المالي

الحل:

يتم حساب VAN للمشروع عند معدلي خصم 10% و 12%، فإذا كانت النتيجة VAN=0 عند أي من المعدلين فيكون هو المعدل لعائد الداخلي، وإذا لم يعط أي منها VAN=0 نطبق العلاقة الرياضية.

السنوات	0	1	2	3	4
CF	(100.000)	41.000	47.700	23.300	11.100
معامل القيمة الحالية عند معدل خصم 10%	1	0.909	0.9264	0.7513	0.6830
القيمة الحالية	(100.000)	37.273	39.419	17.505	7.581
معامل القيمة الحالية عند معدل خصم 10%	1	0.8929	0.7972	0.7118	0.6355
القيمة الحالية	(100.000)	36.609	38.026	16.585	7.054
VAN₁₀	1.778				
VAN₁₂	(51.726)				

يمكن تطبيق العلاقة الرياضية كما يلي:

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

$$TIR = 10\% + \frac{(12 - 10) \times 1778}{1778 - (-1726)} = 11\% \quad \text{معدل العائد الداخلي}$$

يلاحظ أنه VAN₂ قيمة سالبة تحولت إلى موجبة مع إشارة (-) التي في المقام وحيث أن معدل العائد المطلوب 12% والمشروع يحقق معدل عائد داخلي 11% (أقل من المطلوب) لذا يرفض المشروع.

مؤشر الربحية (IP) Indice de Rentabilité -3-13

يسمى كذلك مؤشر القيمة الحالية، وهو حاصل قسمة التدفقات النقدية الداخلة إلى التدفقات النقدية الخارجة، كما يقصد بمنسوب الربحية نصيب كل دينار من القيمة الحالية للتكاليف الاستثمارية (صافي

محاضرات في مقياس التسيير المالي

التدفقات النقدية الخارجية) من صافي القيمة الحالية التي يحققها المشروع، يتعامل هذا المعيار مع القيمة الزمنية للنقود، ويحسب كالآتي:¹

$$\text{مؤشر الربحية} = \frac{\text{التدفقات النقدية الداخلة}}{\text{التدفقات النقدية الخارجة (التكلفة الأولية الاستثمارية)}}$$

$$IP = \frac{\sum_{i=0}^n CF_i (1+T)^{-i}}{I_0}$$

وفي حالة وجود فترة إنشاء أو توزيع التكلفة الاستثمارية على عدة فترات:

$$IP = \frac{\sum_{i=0}^n CF_i (1+T)^{-i}}{\sum_{i=0}^n I_t (1+T)^{-i}}$$

ينتج عن تطبيق هذا المعيار ثلاث احتمالات هي:

- $IP > 1$: هذا يعني أن القيمة الحالية لمجموع العوائد أكبر من القيمة الحالية لتكاليف المشروع، ما يدل

على أن المشروع مربح وذو جدوى اقتصادية، وله صافي قيمة حالية موجبة؛

- $IP < 1$: في هذه الحالة تكون القيمة الحالية لمجموع المدخلات أقل من القيمة الحالية للمخرجات، أي

أن المشروع ليس له ربحية أو جدوى اقتصادية، وبالتالي حقق صافي قيمة حالية سالبة؛

- $IP = 1$: هنا تتساوى القيم الحالية للعوائد والتكاليف، وهذا يعني أن المشروع ليس لديه جدوى

اقتصادية أو ربحية، وصافي قيمته الحالية معدومة ويكون أساس الاختيار هنا مثلاً يعود على اعتبارات أخرى

اجتماعية وسياسية.

- دلالة مؤشر دليل الربحية:

وفي ضوء النتائج السابقة يمكن تقييم المشروعات كما يلي:

¹-Mouna Boujelbéne Abbes, **cours financement et budgétisation**, université virtuelle de Tunis, 2012, p 15-16.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- في حالة قرارات القبول أو الرفض: تقبل المشروعات التي تحقق منسوب ربحية أكبر من أو يساوي الواحد، وترفض المشروعات التي تحقق منسوب ربحية أصغر من الواحد وذلك عند معدل الخصم المحدد؛
- المفاضلة بين المشروعات: المشروع الأفضل الذي يحقق منسوب ربحية أكبر عند نفس معدل الخصم المحدد؛
- حالة خاصة: في حالة الاستثمار الفوري والذي يحقق صافي تدفق سنوي متساوي في سنوات التشغيل يتم حساب منسوب الربحية مباشرة من خلال العلاقة التالية:

$$IP = [CF^*(1 - (1+t)^{-n}) / t] / I_0$$

مع مراعاة أنه إذا كانت VAN محسوبة مسبقا للمشروع فإنه يمكن استخدامها مباشرة والقسمة على التكاليف الاستثمارية الفورية I_0 .

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

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

مزايا وماآخذ مؤشر الربحية: ¹

● المزايا:

- يعكس هذا المعيار فعالية وإنتاجية الاستثمار؛ غالبا ما يستخدم كمعيار مرجح لمعيار صافي القيمة الحالية بغرض ترتيب المشروعات الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة؛ لا يعالج مشكلة الخطر وعدم التأكد الذي يصاحب التدفقات النقدية؛ يساعد في ترتيب البدائل الاستثمارية ذات الربحية والتي لها جدوى اقتصادية، بمعنى أن البديل الذي يكون دليل ربحيته أكبر من بقية البدائل الأخرى يكون هو الأفضل.

¹- ثناء محمد طعيمة، نظم المعلومات المحاسبية في تقييم المشروعات الاستثمارية، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، ط01، 2002، ص83.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

● المآخذ:

- لا يعالج مشكلة الخطر وعدم التأكد التي تصاحب التدفقات النقدية الداخلة والخارجة؛
- يعتمد تطبيقه على تحديد معامل أو سعر الخصم المناسب وهذا ما يعني أن الخطأ في تحديد هذا المعامل سيكون له أثر على اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد؛
- يتجاهل نمط ووقت التدفق النقدي عند ترتيب المشاريع الاستثمارية.

مثال: فيما يلي صافي التدفقات النقدية التي يتوقع أن يحققها أحد المشروعات الاستثمارية (دج)

السنوات	0	1	2	3	4
CF	(100.000)	41.000	47.700	23.300	11.100

المطلوب: تقييم المشروعات باستخدام مؤشر الربحية IP معدل العائد المطلوب 12%.

من خلال التعويض في المعادلة

$$IP = \frac{\sum_{i=0}^n CF_i(1+T)^{-i}}{I_0}$$

$$IP = \frac{[41.000(1+0.12)^{-1} + 47.700(1+0.12)^{-2} + 23.300(1+0.12)^{-3} + 11.100(1+0.12)^{-4}]}{100.000}$$

$$IP = \frac{98.274}{100.000}$$

$$IP = 0.98$$

ظهور مؤشر ربحية هذا المشروع بقيمة 0.98 أقل من 1 يدل على ربحية الدينار الواحد المستثمر

المتوقعة في ظل العائد المطلوب 12% أقل من الدينار الواحد، في هذه الحالة تكون القيمة الحالية لمجموع

المدخلات أقل من القيمة الحالية للمخرجات، أي أن المشروع ليس له ربحية أو جدوى اقتصادية.

المحاضرة الرابعة عشر

في ظل المخاطرة وعدم التأكد

لقد لوحظ أن تطبيق معايير تقييم المشاريع الاستثمارية في ظروف التأكد تتم في إطار ثابت وبناء على فروض معينة، أما إذا تغير واحد أو أكثر من تلك الفروض فإن القرار سيتأثر سلبيا أو إيجابيا، مما دفع بعض الباحثين والمهتمين بدراسات الجدوى إلى التفكير في إيجاد أساليب معينة تمكن من الحكم على جدوى المشاريع والمفاضلة بينها في ظل تلك الظروف، وتتناول هذه الأساليب العديد من المتغيرات واحتمالات تغيراتها المستقبلية وأثرها على النتائج المحصلة بالمعايير السابقة. ويمكن الإشارة هنا إلى عدد من الأحداث غير المتوقعة التي تقف وراء حالة عدم التأكد دون أن يكون للمشروع تأثير فيها، كالأحداث العالمية أو على المستوى الإقليمي والوطني كالأزمات السياسية أو الاقتصادية، والتي تؤثر في العلاقات الخارجية للدول مثل نشوب الحرب؛ أحداث على المستوى البضاعة مثل التغيير في التكنولوجيا؛ أحداث على مستوى المشروع مثل التغيير في الإدارة أو حالة حصول حريق أو عطل كبير.

14-1 - مفهوم المخاطرة وعدم التأكد:

- هي الانحراف المعياري النسبي لعوائد الاستثمار المتوقعة، وهي تعني درجة التقلب في عوائد الاستثمارات المتوقعة، وتزداد درجة المخاطرة كلما زادت درجة التقلب في إيرادات والعوائد المتوقعة والعكس صحيح،¹ وهي "فرصة تكبد أذى، تلف، ضرر أو خسارة"²، ومنه متخذ القرار يصعب عليه اتخاذ القرار في حالة المخاطرة لأنها تحتوي على مجموعة كبيرة من العوامل التي تؤثر في إتخاذ القرار وهذه العوامل مختلفة.

- عدم التأكد:

¹ - عثمان سعيد عبد العزيز، دراسات الجدوى المشروعات النظرية وتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 289.

² - طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)، الدار الجامعية، تانيس، 2003، ص 356.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

هي الحالة التي يتعذر معها وضع أي توزيع احتمالي موضوعي لعدم توافر بيانات ويعتمد ذلك على الخيارات الشخصي، أي هي توفر المعلومات الكافية أو اللازمة للتقييم والمفاضلة والهدف منها هو الوصول إلى تقليل من المخاطر خاصة في ظل عدم القدرة على التنبؤ وعدم التأكد. ويكمن الفرق بين المخاطرة وعدم التأكد بأنه يكون اتخاذ القرار عن طريق معلومات احتمالية أما في عدم التأكد فيتأخذ القرار يكون على أساس أنه من غير الممكن التنبؤ بالمستقبل.

14-2- مؤشر صافي القيمة الحالية على أساس المخاطرة (القيمة النقدية المتوقعة):

من المعروف في دنيا الأعمال أن الاستثمارات تتعلق دائما بالمستقبل وعليه فإن العائد على هذه الاستثمارات غير يقينية بمعنى أنه ليس أمامنا إلا أن نتوصل إلى تقدير للعائد الذي نتوقعه على هذا الاستثمار، وطالما أن التحليل هنا تحكمه التوقعات فالأمر يتطلب استخدام نظرية الاحتمالات لحساب متوسط القيمة المتوقعة للتدفق النقدي الاستثماري والتي تسمى بالتوقع أو الأمل الرياضي *l'espérance mathématique* للتدفقات النقدية، كما يمكن تعريف القيمة المتوقعة بأنها متوسط الأرباح المرجحة والمناظرة لمختلف النتائج المحتملة، علما بأنه يتم وزن كل من هذه الأرباح أو ترجيحها، بناء على مدى احتمال تحقيقها. وبصفة عامة يمكن التعبير عن التدفقات المتوقعة بالمعادلة التالية:¹

$$E(CF) = \sum_{i=1}^N CF_i \times P_i$$

حيث $E(CF)$: القيمة المتوقعة للتدفق النقدي (الأمل الرياضي)

CF_i : التدفق النقدي

P_i : احتمال تحقق التدفق النقدي أو القيمة المتوقعة

لتوضيح كيفية حساب متوسط التدفق النقدي لمشروع استثماري، فلنفترض أن تقديرات تدفقات نقدية على

أحد الأسهم كانت كما يلي:

حالات النشاط الاقتصادي	الاحتمال	التدفق النقدي
كساد	0.2	-0.02

¹ - سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات (الاستثمار، التمويل، التحليل المالي)، مدخل في التحليل واتخاذ القرار، نفس المرجع السابق،

محاضرات في مقياس التسيير المالي

0.06	0.3	عادي
0.14	0.5	رواج

لحساب متوسط التدفق أو العائد المتوقع على الاستثمار في هذا السهم - نستخدم المعادلة

السابقة كما يلي:

$$E(CF) = (-0.02 \times 0.2) + (0.06 \times 0.3) + (0.14 \times 0.5)$$

$$E(CF) = 0.084 \text{ DA}$$

ومن الملاحظ أن هذا المتوسط يعني في الحقيقة أن التدفق النقدي أو العائد المتوسط هو 0.084 دج (وهو متوسط مرجح)، وذلك لأنه متوسط للتدفقات المختلفة مع كل حالة ولكنه مرجحاً باحتمال حدوث كل حالة.

وإذا كانت المخاطرة في أبسط معانيها تعني احتمال حدوث شيء غير مرغوب فيه، وهذه المخاطرة تعكس أحد حالات عدم التأكد، فإن المخاطرة إذن تعبر عن التقلبات التي قد تحدث في العائد على الاستثمار. كما أن العائد على الاستثمار قد يكون سالب وهذا يتوقف على الوضع الاقتصادي الذي قد يكون سيئاً أو عادياً أو جيداً، وإذا كان هناك أكثر من مقياس إحصائي لحساب درجة المخاطرة للاستثمار إلا أنه من المفضل استخدام أسلوب التباين أو الانحراف المعياري كمقياس في هذا الخصوص.

14-3 - التباين (الانحراف) المعياري أسلوب لقياس درجة المخاطرة:

يستعمل أسلوب التباين la variance أو الانحراف المعياري écart type لقياس تشتت عائدات أو التدفقات النقدية المقدرة عن القيمة المتوقعة لها، ويحسب تباين توزيع التدفقات النقدية أو عائدات المشروع الاستثماري بحساب انحراف كل قيمة مقدرة للتدفق النقدي السنوي CF_i عن القيمة المتوقعة $E(CF)$ ، ثم نرفع النتائج إلى التربيع، وبعد ذلك نضرب الحاصل في احتمال التحقق P_i والنتائج المتحصل عليها تستعمل كمقياس للتعبير عن التشتت¹، ويسمى اصطلاحاً بالتباين (V) ويحسب بتطبيق العلاقة التالية:

$$V = \sum_{i=1}^N P_i (CF_i - E(CF_i))^2$$

¹ - ناظم محمد نوري، طاهر فاضل البياني، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، عمان، ط1، 01، 1999، ص 323.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

ويحسب بالعلاقة التالية:

$$V = \sum_{i=1}^N (P_i CF_i^2) - \sum_{i=1}^N (P_i ECF_i^2)$$

لحساب تباين عائدات السهم السابق لتحديد درجة المخاطرة الاستثمارية، نجري الخطوات التالية:

P*	((CF _i - E(CF _i)) ²)	(CF _i - E(CF _i)) ²	CF _i - E(CF _i)	P
	0.00081	0.0041	-0.064	0.2
	0.00017	0.0005	-0.024	0.3
	0.00156	0.0031	0.056	0.5

ومنه التباين $V = 0.00156 + 0.00017 + 0.00081 = 0.0025$ دج

ملاحظة: بما أن النتيجة المتحصل عليها هي دنانير مربعة والتي لا تنطوي على أي معنى اقتصادي، استوجب علينا ولتفادي هذا اللبس يستحسن أن نقيس درجة المخاطرة هنا على أساس الانحراف المعياري والذي يرمز له بالرمز (δ)، علما أن النتيجة في كلتا الحالتين تؤدي دائما إلى نفس القرار وإحصائنا وكما هو متعارف عليه فإن الانحراف المعياري هو الجذر التربيعي للتباين أي:

$$\delta = \sqrt{V}$$

إذا الانحراف المعياري لعائد السهم هو $\delta = \sqrt{0.0025} = 0.05$ دج

عليه يكون العائد والمخاطرة للاستثمار في المثال السابق هو: العائد المتوقع = 0.084 دج المخاطرة = 0.05 دج على ضوء كل من العائد والمخاطرة السابقين للاستثمار، يمكننا الانتقال إلى تحديد كيفية اختيار مشروع استثماري ضمن عدد من البدائل المتاحة، وذلك يتطلب تقدير كل من العائد المتوقع ومخاطره في كل فرصة استثمارية على حدى، ثم بعد ذلك نقوم بتحديد معامل الاختلاف (C) لكل فرصة استثمارية حتى يمكن اتخاذ قرار بأفضل هذه الفرص.

ولتوضيح فلسفة التقييم لاتخاذ قرار بأفضل فرصة استثمارية من بين عدة فرص متاحة، نفترض أن هناك

أربع 04 فرص استثمارية متاحة، توافرت عنها البيانات التالية:

محاضرات في مقياس التسيير المالي

المخاطرة الانحراف المعياري دج	العائد المتوقع دج	الفرصة الاستثمارية
0.05	0.084	الأولى
0.061	0.12	الثانية
0.103	0.15	الثالثة
0.304	0.25	الرابعة

المطلوب: أي من هذه الفرص يمكن أن نختار إذا كنا نريد اختيار بديل واحد من بين بدائل استثمارية الأربعة؟ هل نختار الفرصة الرابعة لكونها تعطي أكبر عائد؟ أم نختار الفرصة الثانية لأنها تحمل أدنى درجة من المخاطر؟

لحسم هذا الخلاف الذي يواجهه متخذ القرار (المستثمر)، يجب استخدام الاصطلاح الإحصائي الذي يعرف بمعامل الاختلاف C (ارتباط معامل الاختلاف)، حيث يتحدد كما يلي:

$$C = \frac{\delta(CF)}{E(CF)} \text{ :معامل الاختلاف}$$

باستخدام هذا المعامل في تقييم الفرص الاستثمارية الأربع، يلاحظ أن معامل الاختلاف لكل من

هذه الفرص وفقا لمعادلته السابقة يتحدد كما يلي:

معامل الاختلاف	الفرصة الاستثمارية
0.595	الأولى
0.508	الثانية
0.69	الثالثة
1.22	الرابعة

- مفهوم معامل الاختلاف: أنه مقياس نسبي حيث انه يقيس عدد وحدات الخطر بالنسبة لوحدة واحدة من العائد المتوقع، فعلى سبيل المثال نلاحظ أن الفرصة الاستثمارية الأولى 0.595 وحدة خطر في مقابل وحدة واحدة من العائد المتوقع، أي أن كل 01 دج عائد تقابل أقل من وحدة مخاطرة، في حين أن الفرصة الاستثمارية الرابعة يلاحظ أن كل وحدة عائد منها تقابلها 1.22 دج مخاطرة. وغالبا ما يفضل

محاضرات في مقياس التسيير المالي

متخذ القرار أن يحصل على وحدات عائد أكبر نسبيا من وحدات الخطر التي تصاحب عملية الاستثمار، ولذلك فإن أفضل بديل استثماري من بين الفرص الاستثمارية الأربع هو البديل الثاني حيث يحمل هذا البديل أقل قدر من درجة المخاطرة بالنسبة للعائد.

14-4 - مؤشر صافي القيمة الحالية على أساس المخاطرة (في حالة فترة الاسترداد أكثر من سنة):

قمنا حتى الآن بتحليل مشكلة التقييم المالي للمشاريع في ظل ظروف الخطر أو عدم التأكد على أساس فترة زمنية واحدة (سنة واحدة)، أي أننا افترضنا إمكانية إهمال تأثير عامل الزمن، لكن باعتبار أن من خصائص الإنفاق الاستثماري أنه يتعامل مع المشاريع المتوسطة وطويلة الأجل، فكيف تكون عملية التقييم في هذه الحالة؟ للإجابة عن هذا الإشكال نتبع الخطوات التالية:

• حساب القيمة المتوقعة (الأمل الرياضي) لصافي القيمة الحالية E(VAN):

يمكن حسابها بتطبيق العلاقة التالية:

$$E(VAN) = \sum_{i=1}^N \frac{E(CF_i)}{(1+T)^i} - I_0$$

حيث:

$E(CF_i)$: القيمة المتوقعة للتدفق النقدي للسنة i ؛

T : معدل التحوين أو الخصم.

• حساب تباين صافي القيمة الحالية V(VAN):

$$V(VAN) = \alpha^2 V_1 + \alpha^4 V_2 + \alpha^6 V_3$$

$$\alpha = \frac{1}{(1+T)^2} \text{ حيث:}$$

ومنه يكون:

$$V(VAN) = \frac{V_1}{(1+T)^2} + \frac{V_2}{(1+T)^4} + \frac{V_3}{(1+T)^6}$$

وبالتعميم على N سنة نحصل على العلاقة التالية:

$$V(VAN) = \sum_{i=1}^N \frac{V_i}{(1+T)^{i*2}}$$

محاضرات في مقياس التسيير المالي

• حساب الانحراف المعياري لصافي القيمة الحالية (VAN) δ

كما سبق وأن أشرنا فإن الانحراف المعياري هو الجذر التربيعي للتباين، ولهذا يكون الانحراف المعياري لصافي القيمة الحالية في هذه الحالة كما يلي:

$$\delta(VAN) = \sqrt{V(VAN)}$$

• حساب معامل الاختلاف: C

معامل الاختلاف هو حاصل قسمة الانحراف المعياري لصافي القيمة الحالية على أملها الرياضي، والعلاقة التالية تعكس ذلك.

$$C = \frac{\delta(VAN)}{E(VAN)}$$

14-5 - أسلوب شجرة القرار: l'arbre de décision

يعد أسلوب شجرة القرار من الأساليب الهامة والأدوات التحليلية المستخدمة لإتخاذ القرارات في ظل المخاطرة و حالات عدم التأكد حيث توضح شجرة القرار بالنسبة لمتخذ القرار كافة العوامل المتعلقة باتخاذ القرار، كما أنها توضح كافة البدائل والعائد المتوقع لكل بديل في ظل كل حدث من الأحداث المتوقع حدوثها. تمثل شجرة القرار شكل بياني موضحا عليه الكثير من الأفعال أو البدائل الممكنة ومن الحالات الطبيعية وتستخدم شجرة القرارات عندما يكون هناك صعوبة أمام متخذ القرار ببناء جدول النتائج الشرطية سواء كان معبرا عن هذه النتائج بالأرباح أو الخسائر أو المنفعة، حيث تشير المربعات في هذه الشجرة إلى المواقع التي يتخذ فيها القرار أما العقد الدائرية فتشير إلى المواقع التي يظهر فيها حالات الطبيعة وهناك أسهم تصل ما بين المربعات ويوضع عليها الاحتمالات أما القيم النهائية المعروفة بالعوائد (نتائج القرار) توضع في نهاية الأسهم المعبرة عن كل نتيجة نحصل عليها من كل حالة من حالات، حيث:

□ المواقع التي يتم اتخاذ القرار فيها؛

○ العقد الدائرية هي التي تظهر فيها حالات الطبيعة؛

→ سهم يوضع عليه الاحتمالات المتوقعة لحالات الطبيعة؛

R العائد المتوقع من كل بديل يوضع في نهاية السهم

محاضرات في مقياس التسيير المالي

الدائرة تمثل نقطة القرار وهي النقطة التي يتم عندها اختيار لواحد من البدائل المتعددة والمتاحة أمام المستثمر أما المربع المواقف المحتملة والتي يعبر عن أحد المواقف المحتملة للمستثمر أن يواجهها بعدة اختياره للبدائل.

● مفهوم شجرة القرارات:

شجرة القرار عبارة عن تمثيل بياني لعملية القرار وتتكون هذه الشجرة من العناصر التالية: نقاط القرار، البدائل، نقاط الفرص والحدث، حالات الطبيعة، العوائد. تعتبر شجرة القرارات من الأدوات التي يعتمد عليها متخذ القرار لحل المشكلات المتعلقة باختيار المشاريع الاستثمارية، خاصة في حالة أن يمر حل المشكلة بعدة مراحل، كما أن شجرة القرارات تساعد على استخدام الاحتمالات المشتركة واللاحقة للتوصل إلى أفضل حل للمشكلة، إن شجرة القرارات تبدأ دائما بنقطة قرار، والتي تمثل في النهاية القرار الذي سوف نتوصل له لحل المشكلة.

اعتمادا على المعلومات المتاحة التي توضحها شجرة القرار تتم المفاضلة، اعتمادا على إيجاد صافي القيمة الحالية لكل بديل استنادا على معدلات خصم تأخذ في حسابها ظروف المخاطرة التي تحيط بكل بديل، ثم يتبع ذلك إيجاد القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية مع الأخذ في الحسبان احتمالات حدوث كل حالة، طالما أن القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية موجبة فإن البديل يكون مقبولا من الناحية الإقتصادية، وعندما تتعدد فرص الاستثمار المتنافسة التي تكون صافي القيمة الحالية لها موجبة يتم اختيار البديل المناسب والذي يتمتع بأكبر قيمة حالية صافية.

يوجد في شجرة القرار نوعين من المنابت مربع يمثل نقطة قرار ودائرة تعبر عن حدث صدفة (أي عشوائي) ويجب أن تشمل بيانات شجرة بيانات شجرة القرار على الاحتمالات الخاصة بالفروع التي تخرج من منابت الأحداث والإيرادات الخاصة بالبدائل المختلفة للمشاريع الاستثمارية.

● استخدام شجرة القرارات في تقييم المشاريع الاستثمارية:

شجرة القرارات هو تعبير مجازي لما يمكن أن يكون عليه الحال بالنسبة للقرارات التي تتخذ من قبل المدير أو من هو بموقعه، حيث من المعروف أنه في الواقع العملي إذا تم اتخاذ قرارا على سبيل المثال بإنشاء

محاضرات في مقياس التسيير المالي

مصنع معين، فان هكذا نوع قرار أساسي يمكن أن تتفرع منه قرارات أخرى ثانوية تعتمد على مؤشرات أخرى مثل مستوى الطلب أو حجم الاستثمار.

من هذه القرارات الثانوية يمكن أن تتفرع قرارات ثانوية أكثر خصوصية وذلك بالاعتماد على نسب احتمالية معينة، حيث يؤخذ في هذه الحال كافة البدائل الممكنة للقرار وفق احتمال تحقق معين، إن القرار الأساسي والقرارات الثانوية وما يرتبط بها من قرارات فرعية أخرى تشكل في مجموعها أشبه بالشجرة وفروعها، ويتم عادة في هكذا نوع من الأساليب رسم الشجرة وفق اتجاهات المختلفة والمتمثلة بالبيانات (أرباح أو تكاليف) والنسب الإحتمالية بحيث تتضح العلاقات أيضا بين الفروع والأصل.

لهذا فإن شجرة القرار هي عبارة عن أسلوب كمي تصويري وبياني للعناصر والعلاقات التي تتكون فيها المشكلة وفي ظل حالات المخاطرة المختلفة للطبيعة، إن الشكل البياني للشجرة يعتبر بمثابة الدليل أو المرشد لمتخذ القرار نحو بيان ذلك الفرع من الشجرة الذي يمكن أن يؤدي إلى أفضل النتائج وأقل المخاطر.

إن شجرة القرارات تستخدم في تمثيل تفرعات القرار في ظل حالات المخاطرة المختلفة، حيث يمكن التعبير عن العناصر الأساسية لمشكلة القرار عن طريق نقاط ويعبر عنها بالعقد وعادة تكون على نوعين:
أولاً: البدائل وتمثل الوسائل المتاحة بيد متخذ القرار لمواجهة التحديات التي أمامه من حالات الطبيعة المختلفة؛

ثانياً: حالات الطبيعة المتوفرة وهي تلك المواقف المستهدفة من قبل متخذ القرار والمعبر عنها بقيم رقمية معينة، قد تكون هذه القيم إيرادات أو عوائد مالية متوقعة أو تكاليف أو خسائر متوقعة يمكن أن تنجم أو تتحقق فيما لو تم اعتماد بديل أو استراتيجيات معينة.

بعد الإنتهاء من تمثيل وتصوير المشكلة من خلال شجرة القرارات يتم بعد ذلك تثبيت المعلومات عليها، ومن ثم يجري حساب المردودات والعوائد وفقا للاحتمالات المثبتة على كل فرع من فروع الشجرة، فأهم ما تتصف بها شجرة القرارات هو أن الحساب يتم في نهاية الشجرة و أطرافها البعيدة رجوعا إلى بدايتها وفق أسلوب يعرف بالمرور التراجعي، أي أن المرور التراجعي يبدأ بالقرار المرتبط بالأهداف البعيدة

محاضرات في مقياس التسيير المالي

للشجرة والمتعلق بتحديد اتجاهات ومستويات معينة من ظواهر المشكلة، ثم بعد ذلك تتوصل عملية اتخاذ القرارات من قرار فرعي إلى قرار فرعي آخر أكثر قربا إلى أصل مشكلة القرار وهكذا حين بلوغ المرحلة الأخيرة التي تتضح من خلالها كل ما يتعلق بالمشكلة.

1- خطوات رسم شجرة القرارات:

سيتم رسم شجرة القرار بداية من اليسار إلى اليمين:

- رسم شجرة القرار باستخدام المربعات للتعبير عن القرارات (S) واستخدام الدوائر للتعبير عن حالات الطبيعة (R)؛
- تقييم شجرة القرار بغرض التأكد من احتوائها على كل العوائد المحتملة؛
- حساب قيم الشجرة ابتداء من اليمين والاتجاه نحو اليسار؛
- حساب القيم المتوقعة للبدائل من خلال ضرب قيم العوائد في احتمالاتها.

ووفقا لشجرة القرار نجد الحالات التالية:¹

- معيار أقصى الأقصى: هو معيار التفاؤل التام من خلاله يختار متخذ القرار الحدث الذي يحقق أقصى صافي قيمة حالية أي أننا نختار الفعل ذو المنفعة الكبرى، حيث يتوقع حدوث حالة الطبيعة التي تعطي أعظم ربح ممكن.
- معيار أعظم الأقل: تبعا لهذا المعيار يتم إيجاد أقل منفعة لكل فعل ثم نختار من جملة من جملة أقل المنافع الفعل ذو المنفعة الكبرى، أو الذي يحقق أدنى قيمة أو أقل صافي قيمة حالية، ويمثل هذا المعيار وجهة نظر متخذ القرار المتشائم حيث عند حدوث أسوأ الظروف يعطيه هذا المعيار أقل الخسائر، وبالتالي فإننا نفاضل بين البدائل الاستثمارية بناء على مبدأ الحيطة والحذر.
- معيار أدنى الأدنى: يمثل معيار التشاؤم التام، وفيه يحدد في كل بديل الحدث الذي يحقق أدنى قيمة ثم يختار متخذ- القرار البديل الذي يحقق أدنى قيمة حالية محققة من بين القيم المحققة للمبادئ.

¹ - سعيد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 216-217.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

● **معيار Laplace:** يعرف أيضا بالمعيار العقلاني لأنه يفترض عدم وجود أسباب مقنعة لترجيح أي حالة من حالات الطبيعة، ففي حالة عدم معرفة متخذ القرار بفرض حدوث حالات الطبيعة قد يكون الافتراض الأمثل هو إعطاء كل حالات الطبيعة نفس احتمال الحدوث، حيث Laplace اقترح إعطاء كل المنافع في الجدول فرصا متساوية وعليه بنى معياره على أخذ متوسط المنفعة لكل فعل ومن ثم اختار الفعل ذو أكبر منفعة أو أعلى متوسط منفعة، من مزايا هذا المعيار سهولة التطبيق والحساب، أما أهم عيوبه كونه أقل واقعية.

● **تحليل التعادل:** يرتكز هذا الأسلوب على تحليل نقطة التعادل من خلال دراسة العلاقات بين الإيرادات والتكاليف، صافي الأرباح عند مستويات مختلفة من الإنتاج والمبيعات، ويقصد بنقطة التعادل تلك النقطة التي يتحقق عندها التساوي بين الإيرادات الكلية والتكاليف.

● مزايا وماآخذ المعيار:¹

- المزايا:

- تسهيل للمدير عملية معرفة نتائج الاستراتيجيات المطروحة ومخاطرها؛
- تبين لنا تسلسل القرارات والأحداث التي تنتج عنها الأرباح والخسائر؛
- تناسب هذا العيار مع المشاكل التي تحتاج إلى قرارات متعاقبة.

● المآخذ:

- صعوبة المعيار من حيث الفهم والتطبيق في حالة تعقد المتغيرات وتداخلها.

14-6- أسلوب تحليل الحساسية L'analyse de sensibilité :

من أهم طرق تقييم المشاريع المقترحة هو تحليل الحساسية الذي يعد من أهم الأدوات المستخدمة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري بشكل عام وتقييم المشاريع الاستثمارية بشكل خاص، فتحليل الحساسية بشكل عام يتعلق بتوضيح آثار حالات عدم التأكد في النماذج الرياضية، حيث إن الغاية الأساسية من

¹ - لقساسي هاجر، معايير تقييم المشاريع الاستثمارية، مرجع سابق، ص 42.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

استخدام تحليل الحساسية هو توضيح آثار عوامل معينة على حالة النظام تحت الدراسة ، أي بمعنى آخر تحليل الحساسية يستخدم لمواجهة حالات عدم التأكد عند اتخاذ القرار الاستثماري.

إن السبب وراء استخدام تحليل الحساسية في تقييم المشاريع الاستثمارية يعود إلى عدة عوامل أهمها خطأ القياس، التشخيص غير الدقيق لعوامل المشروع، أحداث المستقبل غير متوقعة.

● تعريف تحليل الحساسية:

تحليل الحساسية بشكل عام يشار إليه على أنه مقدار التغير الحاصل في مقاييس الربحية التجارية للمشروع (القيمة الحالية، معدل العائد الداخلي) نتيجة التغير الحاصل في أحد أو أكثر من قيم العوامل المحددة للمشروع. بحيث يعتبر رياضياً بأنه الدراسة من أجل تحديد كيف يمكن للتغيرات المحتملة أو الأخطاء المحتملة في تقييم المعاملات والتقديرات أن تؤثر على مخرجات النموذج¹

طبقاً لكوبر *couper* إن تحليل الحساسية يستخدم لتحديد أثر العوامل الفنية والاقتصادية على ربحية المشروع، ومن خلال تحليل الحساسية يتم فحص الخطأ في تقدير كل عامل من عوامل المشروع وأثار هذه العوامل على المشروع ككل، أي يتم هنا تطبيق مبدأ ماذا لو؟ *What if*، فمثلاً نقول ماذا لو زاد تقدير رأس المال بنسبة 15% عن المتوقع؟، أو ماذا يحصل لو انخفض الطلب على منتجات المشروع بمقدار 20% عن المتوقع؟

فيهدف تحليل الحساسية إلى تحديد درجة تأثير ربحية المشروع بالتغيرات الغير مواتية في بعض المتغيرات الأساسية مثل معدل الخصم، أسعار المخرجات، أسعار المدخلات، سعر بيع الوحدة، تكلفة الوحدة.... إلخ.² تحليل الحساسية هو طريقة حسابية تستخدم للتنبؤ بآثار التغير الحاصل في مخرجات نظام نتيجة تغير في قيم المدخلات، وهذه الطريقة تستخدم غالباً في تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل المخاطرة وعدم التأكد، ويشار أيضاً إلى تحليل الحساسية على أنه مقدار التغير الذي يحصل في مدخلات المشروع (الكلفة، دخل، قيمة الاستثمار...) نتيجة للتقدير غير الدقيق لهذه العوامل أو لأسباب أخرى، والذي بدوره يؤثر

¹ - أمين السيد أحمد لطفي، تقييم المشروعات الاستثمارية باستخدام مؤشر كارلو للمحاكاة، دار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 63.

² - صلاح الدين حسين السيسي، دراسة الجدوى وتقييم المشروعات بين النظرية والتطبيق، دار الفكر العربي، القاهرة، 2003، ص 211.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

على عوامل معينة أو على التقييم الإجمالي للمشروع، وهناك من يذكر على أن تحليل الحساسية هو أداة تساعد في تحديد عنصر المخاطرة وعدم التأكد التي تجابه المشاريع الاستثمارية. فكلما كانت درجة حساسية الربحية للتغيير في أي متغير من المتغيرات الأساسية منخفضة كانت درجة التأكد من التوقعات مرتفعة، وكان احتمال نجاح المشروع أعلى والعكس صحيح فإن تحليل الحساسية يقيس كيفية التغيير في كفاءة المشروع عند اقتراف التغيير في أحد أو أكثر من المتغيرات الأساسية للمشروع.

● مجالات تغير حساسية المشروعات الاستثمارية:

إن جميع المشروعات ينبغي أن تخضع لإجراء تحليل الحساسية ولمعظم المشاريع هناك حساسية للتغير في خمس مجالات رئيسية:

– حساسية المشروع لزيادة التكاليف:

يجب أن يتم اختبار حساسية أي مشروع في حالة تجاوز التكاليف فالمشروعات تميل إلى الحساسية الشديدة بالنسبة لزيادة التكاليف (خاصة التأسيس أو التكاليف الاستثمارية) لأن معظم تلك التكاليف تنفق في وقت مبكر في المشروع ويكون لها وزن كبير في عملية الخضم، ويمكن أن تحول الزيادة في التكاليف المشروع من مجدا إلى غير مجدي ولذا يجب أن يتوصل القائم بجدوى المشروع إلى مدى يتحمل المشروع زيادة التكاليف وهذه إشارة هامة لمتخذي قرارات الاستثمار في المشروع.

– حساسية المشروع لتأخير فترة التنفيذ:

يؤثر التأخير في التنفيذ أو تأخير تسليم المعدات على مقاييس جدوى المشروع، ومن ثم فإن إجراء اختبار حساسية المشروع لتأخير التنفيذ هام جدا في دراسة الجدوى الاقتصادية.

– حساسية المشروع لانخفاض أسعار منتج المشروع:

كثيرا ما تتغير الأسعار عن الأسعار المتوقعة عند تقييم جدوى المشروع، وبالتالي تؤثر على قيمة عوائد المشروع، ولمعظم المشاريع حساسية مختلفة لانخفاض أسعار بيع منتجاتها. ولذا فإن القائم بدراسة

محاضرات في مقياس التسيير المالي

الجدوى الاقتصادية وضع عدد من الافتراضات البديلة حول الأسعار المستقبلية لمنتجات المشروع مثلا في حالة انخفاض الأسعار 10 % أو 20 % وهكذا وتحديد تأثير ذلك على مقياس جدوى المشروع.

-حساسية المشروع لانخفاض الإنتاج:

يواجه أي مشروع خلال عمره الإنتاجي عوامل كثيرة تؤدي إلى انخفاض الإنتاج، تأخير إمدادات المواد الخام تؤدي إلى انخفاض الطاقة الإنتاجية، وعدم القدرة على تسويق كل الناتج أو انخفاض الأسعار تؤدي الإنتاج، ظروف جوية مختلفة تواجه المشروع الزراعي تؤدي إلى انخفاض الإنتاج وعوامل كثيرة إن اختبار تحديد مدى حساسية مقياس جدوى المشروع بالنسبة لانخفاض الإنتاج تفيد في اتخاذ القرار حول تنفيذ المشروع.

-حساسية الربحية لمعدل الخصم:

تحليل الحساسية لاختيار درجة تأثر صافي القيمة بتغير معدل الخصم، و يتمثل معدل الخصم في معدل تكلفة الأموال، بحسب وفق العلاقة التالية:

$$E_p = \frac{\Delta VAN}{\Delta R} \times \frac{\sum RI_i}{\sum VA}$$

=E_p = مرونة الربحية؛ VAN: صافي القيمة الحالية؛ RI: أسعار الخصم؛ VA: القيمة الحالية؛

• مزايا تحليل الحساسية:¹

- يعتبر تحليل الحساسية إدارة الاستثمار بصورة دراسية ذات أهمية خاصة لمعرفة مدى تأثير معدل العائد الداخلي بتغيير العناصر الأساسية؛
- يظهر تحليل الحساسية أي المشروعات أكثر حساسية وتأثير بالظروف المقترضة وبالتالي يمكن اتخاذ القرار أن يحذر من تلك المشروعات التي ترفع فيها درجة الخطر؛
- يسمح بتوفير قدر من البيانات والمعلومات عن المتغيرات الرئيسية ومدى مساهمة كل منها في درجة الخطر؛

¹ - نصيرة إبراهيم حمود، طاووس حمداني، استخدام أسلوب الحساسية في تقييم المشاريع الاستثمارية، الأردن، دراسات العلوم الإدارية، 2015، ص 433.

محاضرات في مقياس التسيير المالي

- يمثل هذا الأسلوب تحليلاً انتقادي للعناصر والعوامل والمتغيرات؛
- يمكن استخدامه متخذ القرار الاستثماري أو صاحب المشروع من تقييم المخاطر؛
- يستخدم بدائل أكثر تشاؤماً من التقديرات العادية تحت ظروف اليقين؛
- يعتبر مفيد في المراحل الأولى من إعداد المشروع؛
- يمكن قياس درجة الحساسية باستخدام مقياس المرونة لاعتبارات المقارنة بين المشروعات.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

- 1- أحمد الصيرفي، إدارة المال: تحليل هيكله، دار الفكر الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 2- إلياس الهناني، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، دار واقل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 3- أبو الفتوح علي فضالة، التحليل المالي وإدارة الأموال، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1999.
- 4- الزبيدي حمزة محمود، التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2000.
- 5- أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات، الدار الجامعية، 2005.
- 6- أمين السيد أحمد لطفي، تقييم المشروعات الاستثمارية باستخدام مؤشر كارلو للمحاكاة، دار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 7- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط3، 2004.
- 8- التكريتي إسماعيل يحي وآخرون، المحاسبة الإدارية "قضايا معاصرة"، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 9- بن ربيع حنيفة، الواضح في المحاسبة المالية وفق المعايير الدولية، منشورات كليك، الجزائر، 2015.
- 10- ثناء محمد طعيمة، نظم المعلومات المحاسبية في تقييم المشروعات الاستثمارية، ابتراك للنشر والتوزيع، مصر، ط01، 2002.
- 11- جواد العبيدي، مقدمة في الإدارة المالية، دار أمجد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2017.
- 12- حامد العربي الحضيرى، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية، القاهرة، 2000.
- 13- حسين إبراهيم بلوط، إدارة المشاريع ودراسة جدواها الاقتصادية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، ط01، 2002.
- 14- خليل محمد خليل عطية، دراسة الجدوى الاقتصادية، مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث، مصر الطبعة 01، 2008.
- 15- زغيب مليكة، بوشقير ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.

قائمة المراجع

- 16- سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، 2002.
- 17- سليمان بن ساسي، التسيير المالي محضرات وتطبيقات، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، 'oiu'، 2016
- 18- شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الإستثمارية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 19- صادق الحسيني، التحليل المالي والمحاسبي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 1998.
- 20- صلاح الدين حسين السيسي، دراسة الجدوى وتقييم المشروعات بين النظرية والتطبيق، دار الفكر العربي، القاهرة، 2003.
- 21- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)، الدار الجامعية، تانيس، 2003، ص 356.
- 22- عثمان سعيد عبد العزيز، دراسات الجدوى المشروعات النظرية وتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 23- عدنان تايه، وآخرون، الإدارة المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط5، الأردن، 2014.
- 24- عبد المطلب عبد الحميد، دراسة الجدوى الإقتصادية لإتخاذ القرارات الإستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 25- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 26- كاظم جاسم العيساوي، الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، تحليل نظري وتطبيقي، دار المناهج، ط1، الأردن، 2005.
- 27- منير شاعر أحمد وآخرون، التحليل المالي، مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 9002.
- 28- محي الدين عبد الرزاق حمزة، أساسيات التحليل المالي، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
- 29- محمد عبد السلام أحمد، إبراهيم السيد، إدارة الموارد المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2017.

قائمة المراجع

- 30- محمد صالح الحناوي، رسيمة قريصاص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1997.
- 31- محمد محمود العجلوني، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار اليازوردي، الأردن، 2009.
- 32- مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012.
- 33- ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية الجزائرية، 2008.
- 34- ناصر دادي عدون، التحليل المالي دروس وتمرين، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1999.
- 35- نصيرة إبراهيم حمود، طاووس حمداني، استخدام أسلوب الحساسية في تقييم المشاريع الاستثمارية، الأردن، دراسات العلوم الإدارية، 2015.
- 36- نحال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 37- هوام جمعة، المحاسبة المعمقة وفقا للنظام المحاسبي الجديد والمعايير المحاسبية الدولية، IAS/IFRS، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 38- يحيى غني النجار، تقييم المشروعات، الطبعة الأولى، 2010.
- 39- يوسف بومدين، فاتح ساحل، تيسير التسيير المالي للمؤسسة، دار بلقيس، الجزائر، 2016.
- 40- يوحنا عبد الأدم، سليمان اللوزي، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم كفاءة أداء المنظمات، دار الميسرة للنشر والتوزيع، ط01، 2000.
- 41- حياة نجار، محاضرات في التحليل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مطبوعة جامعية، جامعة جيجل، 2016.
- 42- بقاش وليد، بن دادة عمر، حاجة المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 24، العدد 21، جوان 2011.
- 43- بومدين بروال، محاضرات في مقياس التسيير المالي مدعمة بأمثلة وتمرين محلولة، مطبوعة جامعية، جامعة باتنة، 2018/2017.

المراجع باللغة الأجنبية:

- 1- Agence universitaire de la francophonie, Manuel de gestion, Volume 2, Ellipse AUF, Paris, 1999.
- 2- A. Kaddouri et Mimeche, cours de comptabilité financière selon les normes IAS/IFRS et le SCF - 2007, ENAG Editions, Alger 2009.

- 3- Beatrice GUILLOT, Analyse financière : les outils du diagnostic financière, 8^{eme} édition, édition Gualino éditeur, France, 2007.
- 4- Chantal Buissart, Analyse financière, Berti édition, Alger, 2010.
- 5- E Brighan, J Houston, Fundamentals of financial management, Harcourt college publisher series in finance, 2^{end}, usa, 2000.
- 6- Jonthan Berk, Peter Demazro, Finance d'entreprise, édition française dirigée par Gunther Capelle-Blanca, Nicolas Coudere Pearson éducation, France, 2008.
- 7- Jacques margerin, gerard ausset, Investissement et financement, édition couroux, Paris, 1999.
- 8- Jacques Chrissos, Roland Gillet, Décision d'investissement, 4^{eme} édition, Dareios, France, 2016.
- 9- Georges Deppallens. Jean Pierre Jobard, gestion financière de l'entreprise, édition Sirey, 10 éditions, Paris.
- 10- Gerorge Langlois, Michèle Mollet, Manuel de gestion financière, Berti Edition, Alger, 2011.
- 11- Pierre Ramage, Analyse et Diagnostic Financier, Edition d'organisation, Paris, 2001.
- 12- P Vernimmen, Finance d'entreprise, 17^{eme} édition, DALLOZ, Paris, 2019.
- 13- N Popiolek, Guide du choix d'investissement, édition Organisation, Paris, 2006.
- 14- Nathalie Taverdet -popiolek, Guide du choix d'investissement, éditions d'organisation, Paris, 2006.