

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الجزائر 3

كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية

قسم العلوم التجارية

مطبوعة في المحاضرة حول:

مالية المؤسسة

موجهة لطلبة السنة الثانية مالية ومحاسبة.

من اعداد : د. أيت بن عمر الهام

السنة الجامعية 2019/2018

المقدمة

1	الفصل الأول: مدخل لمالية المؤسسة
1	I- مفهوم مالية المؤسسة
1	II- الوظيفة أو الإدارة المالية
1	1- مفهوم الإدارة المالية
2	2- وظيفة الإدارة المالية
2	3- أهداف الإدارة المالية
5	III- التحليل المالي
5	1- تعريف التحليل المالي
5	2- استعمالات التحليل المالي
6	3- أهداف التحليل المالي
6	4- الأطراف المستفيدة من التحليل المالي
6	5- مراحل التحليل المالي
7	6- علاقة التحليل المالي بالمعلومة المحاسبية
8	الفصل الثاني: التحليل المالي والتوازن المالي
8	I- الميزانية المالية
8	1- تعريف الميزانية المالية
11	2- معايير تصنيف الميزانية المالية
11	II- الميزانية الوظيفية
11	1- مفهوم الميزانية الوظيفية
11	2- الدورات الوظيفية
12	3- خصائص الميزانية الوظيفية
12	4- الأقسام الرئيسية للميزانية الوظيفية
13	5- المعالجة الأساسية للانتقال إلى الميزانية الوظيفية
14	III- التوازن المالي
15	1- رأس المال العامل الصافي
18	2- احتياجات رأس المال العامل
20	3- الخزينة
22	مؤشرات التوازن المالي من المنظور الوظيفي

23	تمرين تطبيقي
28	IV- التحليل المالي بالنسب
28	1- تعريف النسب المالية
29	2- أنواع النسب المالية
31	تمرين تطبيقي
32	الفصل الثالث: قرار الاستثمار
32	I- مفهوم قرار الاستثمار
32	1- مفهوم القرار
32	2- قرار الاستثمار
32	II- ماهية الاستثمار
32	1- تعريف الاستثمار
32	2- أهداف الاستثمار
32	III- أنواع الاستثمارات
32	1- التصنيف حسب الموضوع
33	2- التصنيف حسب وجهة تخصصها
33	3- التصنيف حسب الأهمية الإستراتيجية
33	VI- العوامل الرئيسية المؤثرة على تقييم المشروع الاستثماري
34	V- عناصر المشروع الاستثماري
34	1- المبلغ الإجمالي للاستثمار
35	2- مدة حياة الاستثمار
35	3- التدفقات النقدية الصافية للاستثمار
35	4- نمو احتياجات رأس المال العامل للاستغلال
36	5- القيمة المتبقية للاستثمار
36	6- تحيين التدفقات النقدية
36	تمرين تطبيقي
38	VI- المعايير المالية لتقييم المشاريع الاستثمارية
38	1- طريقة فترة الاسترداد
39	2- القيمة الحالية الصافية
39	3- مؤشر الربحية
40	4- معدل المربود الداخلي
40	تمرين تطبيقي

43	الفصل الرابع: قرار التمويل
43	I - ماهية التمويل
43	1- تعريف التمويل
43	2- العناصر المحددة لأنواع التمويل
43	II - مصادر التمويل
43	1- الأموال الخاصة
47	2- الديون
50	III - تكلفة رأس المال
50	1- تكلفة الأموال الخاصة
51	تمرين تطبيقي
52	2- تكلفة الديون المالية (الاقتراض)
52	تمرين تطبيقي
54	تمرين تطبيقي
54	3- التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال
55	تمرين تطبيقي
57	المراجع

المقدمة:

تهتم مالية المؤسسة بالجوانب المالية داخل المؤسسة، حيث تسعى الى تحقيق و تطبيق مختلف الأهداف والمخططات المالية، وذلك باستعمال مجموعة من الطرق والتقنيات، تسمح بتحليل البيانات المالية في المؤسسة للاطلاع على الوضعية المالية واكتشاف نقاط القوة ونقاط الضعف، وتصحيحها ان لزم الامر، من جهة وتساعد في اتخاذ القرارات من جهة أخرى.

حتى تتمكن المؤسسة التأقلم مع محيطها المالي والمحافظة على بقائها، فعليها تطوير سلوكها لمواجهة مختلف التغيرات (الاجراءات و التشريعات القانونية، مصادر التمويل، وسائل السداد، سوق المال ... وغيرها) لهذا خولت المهام المالية لإدارة مختصة في المؤسسة وهي الادارة المالية والتي من مهامها، التخطيط المالي، التمويل، الاستثمار والرقابة المالية. أما من أهدافها الرئيسية، تحقيق الربحية، تعظيم القيمة الحالية للمؤسسة والمحافظة على السيولة في المؤسسة.

على هذا الاساس ارتأينا تقسيم الملف الى أربع محاور:

1/ مدخل لمالية المؤسسة من خلاله نتعرف على مالية المؤسسة، الادارة المالية والتحليل المالي.

2/ التحليل المالي والتوازن المالي، من خلاله نتعرف على الميزانية المالية والميزانية الوظيفية والتوازن المالي في المؤسسة وكذا التحليل المالي بالنسب.

3/ قرار الاستثمار، من خلال هذا المحور، نتعرف على بعض المفاهيم المتعلقة بالاستثمار، القرار، الاستثمار، أنواع الاستثمار، العناصر الاساسية المكونة للمشروع الاستثماري والمعايير المالية لتقييم المشروع الاستثماري.

4/ قرار التمويل، نتعرف على التمويل، مصادر التمويل وتكلفة رأس المال.

وتتخلل كل محور من هذه المحاور أمثلة تطبيقية.

هذا الملف موجه الى طلبة السنة الثانية شعبة مالية ومحاسبة، وقد تم اعداده وفق برنامج وزارة التعليم العالي والبحث العلمي المذكور في "نموذج مطابقة" لعرض تكوين ل م د لسنة 2015/2014 .

حيث يهدف الى تبيان أسس المالية في المؤسسة الاقتصادية ومعرفة مسبقة بتسيير المؤسسات ووظائف التسيير في المؤسسة.

كما تم التنسيق بين أساتذة المقياس لتقديم نفس المواضيع على مستوى المحاضرة للسنة الدراسية الحالية 2019/2018 على مستوى الكلية.

الفصل الاول: مدخل لمالية المؤسسة:

I مفهوم مالية المؤسسة:

مالية المؤسسة هي ذلك المجال من التسيير الذي يهتم بالجوانب المالية داخل المؤسسة ويسعى إلى تحقيق وتطبيق مختلف الأهداف والمخططات المالية باستخدام مجموعة من الأدوات والطرق والأساليب والتقنيات التي تساعد المؤسسة الاندماج في محيطها المالي.

ف نجد أن المؤسسة تنمو وتتطور في بيئة مالية غير مستقرة، فلضمان بقائها يتحتم عليها تطوير سلوكها لمواجهة مختلف التغيرات و التأقلم معها.

فمن مكونات البيئة المالية:

- 1- مصادر تمويل المؤسسة كالمؤسسات المالية؛
 - 2- الاطار القانوني الذي تنشط فيه والمتمثل في الاجراءات والتشريعات القانونية التي تلتزم بها؛
 - 3- وسائل السداد والتعاملات المالية (تتمثل في فرض وسائل الدفع و الائتمان)؛
 - 4- سوق المال: هو مصدر أساسي للرفع في رأس المال ومعيار للقيمة السوقية للمؤسسة؛
 - 5- المؤشرات المالية العامة: يتأثر المحيط الداخلي والخارجي للمؤسسة بعدة متغيرات منها معدلات الفائدة والصرف، معدلات الاقتطاعات المالية والاجتماعية.
- تخول المهام المالية للمؤسسة للإدارة المالية أو الوظيفة المالية التي نتطرق اليها.

II الوظيفة المالية:

تعتبر الوظيفة المالية من أهم الوظائف في المؤسسة، لأن معظم الأهداف والسياسات والقرارات والعمليات الانتاجية والتسويقية يستحيل النظر اليها بمعزل عن الاعتبارات المالية.

- 1) **مفهوم الوظيفة او الادارة المالية:** كالاتي " الادارة المالية هي تلك الادارة التي تقوم بنشاطات مالية متنوعة وذلك من خلال تنفيذها لوظائف فنية متخصصة كالتحليل المالي، تقييم المشروعات، إعداد وتفسير التقارير المالية، الموازنات التقديرية، الاندماج وغيرها، ومن خلال تنفيذها لوظائف إدارية كالتخطيط، التنظيم، التوجيه، الرقابة ولكن بصيغة مالية. وبانجاز الوظائف بكفاءة تستطيع تحقيق الأهداف المحددة لها و بالتالي المساهمة في تحقيق أهداف المنشأة ".

وعليه يمكن تعريف الادارة المالية بأنها "جميع أوجه النشاط الاداري أو الوظيفة الادارية المتعلقة بتنظيم حركة الأموال اللازمة لتحقيق أهداف المشروع بكفاية انتاجية عالية والوفاء بالتزاماته المستحقة عليه في مواعيدها."

بصفة عامة فالوظيفة المالية هي مختلف النشاطات المالية التي تقوم بها المؤسسة للحصول على الأموال اللازمة واستخدامها بطريقة فعالة، لكي تعود عليها بأكبر الفوائد و أقل التكاليف.

(2) وظيفة الادارة المالية: تتمثل الوظائف الرئيسية للإدارة المالية فيما يلي:

أ- **التخطيط المالي:** دراسة وتقدير حركة الأموال والحصول على صورة شاملة لعمليات ونشاط المؤسسة ووضع الخطط التي تدير عليها المؤسسة في المستقبل لمعرفة الاحتياجات المالية لها.

ب- **الحصول على الأموال (التمويل)**: دراسة مختلف المصادر الداخلية أم خارجية التي يمكن من خلالها الحصول على الأموال اللازمة للمؤسسة.

ج- **استثمار الأموال:** استخدام الأموال المتحصل عليها بصفة محكمة (بعقلانية) تبعاً لأغراض المؤسسة و حاجاتها.

د- **الرقابة المالية:** تتبع ودراسة الأعمال الماضية والحالية للتأكد من مطابقة حركة الأموال للخطة الموضوعية، و ذلك بوضع نظام رقابي فعال يتصف بالمرونة والسهولة والواقعية والوضوح. و تمارس الرقابة المالية من داخل المؤسسة أو من خارجها.

(3) أهداف الادارة المالية: تتمثل أهداف الادارة المالية في:

- تعظيم القيمة الحالية للمؤسسة.
- المحافظة على سيولة المؤسسة.
- تحقيق الربحية.

أ- **القيمة الحالية للمؤسسة:** هي عبارة عن القيمة الحالية للأرباح النقدية المتوقعة الحصول عليها من قبل حملة الأسهم و تمثل السعر السوقي للسهم ضرب عدد الأسهم.

و تتأثر القيمة الحالية للمؤسسة بالعناصر التالية:

- العائد المتوقع للسهم (طردية) إذ يؤدي ارتفاع العائد للسهم إلى زيادة في قيمته وقيمة المؤسسة.
- الأرباح الموزعة (طردية) زيادة نسبة التوزيع تزيد من القيمة الحالية للمؤسسة.
- التوقيت الذي يحصل فيه المستثمر على عائد الاستثمار.
- سعر الخصم في السوق (عكسية) إذ كلما زاد سعر الخصم قلت القيمة الحالية للدينار المتوقع الحصول عليه مستقبلاً.

- توقعات المستثمرين بشأن مستقبل المؤسسة ونشاطها وما لذلك من أثر على الدخل والأرباح الموزعة.
- مدى استعمال المؤسسة للدين حيث تؤدي زيادة الديون إلى زيادة الأرباح لكنها تزيد المخاطر و ذلك لعدم القدرة على تسديد الديون.
- لتحقيق هذا الهدف تم التركيز على الربح والربحية والعائد على الأسهم كرفع للقيمة الحالية للمؤسسة لأن ارتفاع سعر أسهم المؤسسة يدل على زيادة قيمتها السوقية.

ب - السيولة:

1- مفهوم السيولة: للسيولة مفهومين:

- مفهوم كمي: قدرة تحويل الموجودات (الأصول) إلى نقد.

- مفهوم التدفق: Cash Flow السيولة هي كمية الموجودات القابلة للتحويل إلى نقد بالإضافة إلى ما يمكن الحصول عليه من الأموال من المصادر الأخرى.

2- تعريف السيولة: السيولة هي " توفير أموال سائلة كافية لدى المؤسسة لمواجهة الالتزامات المترتبة عليها عند استحقاقها".

أوهي " القدرة على تحويل بعض الموجودات (الأصول) إلى نقدية جاهزة خلال فترة قصيرة دون خسارة كبيرة".

3- أهداف السيولة: من أهداف السيولة نجد:

- الوفاء بالالتزامات المترتبة على المشروع ؛
- تعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها؛
- الاستمرار بالإنتاج والتشغيل؛
- مواجهة الأزمات الطارئة عند وقوعها؛
- الاستفادة من الخصم النقدي المتاح؛
- تنفيذ المشروعات الاستثمارية بتكلفة أقل؛
- القدرة على مواجهة متطلبات النمو والتوسع؛
- المرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة؛
- القدرة على استغلال الفرص.

4- مصادر السيولة:

- بيع السلع نقدا؛
- بيع أصل من الأصول نقدا؛
- تحويل الاصول المتداولة الى نقد؛

- الاقتراض؛
- زيادة رأس المال عن طريق الاحتفاظ بالأرباح.

5- أنواع السيولة:

سيولة الاصول: وهي سرعة تحويل الاصل الى نقد بدون خسائر، وهذا يعتمد على الوقت اللازم للتحويل وعلى درجة الثقة في امكانية القدرة على التحويل الى نقد بدون خسائر.

سيولة المؤسسة: وهي الأموال السائلة (البنك ، الصندوق ، وشبه نقد الأوراق المالية) التي تمكن المؤسسة من مواجهة الالتزامات المترتبة عليها .

6 -أسباب مشاكل السيولة :

- استثمار الأموال في أصول يصعب تحويلها الى نقد بسرعة؛
- عدم تحديد الوقت المناسب لتدفق الأموال للمؤسسة و الوفاء بالالتزامات المترتبة عليها؛
- حصول خسارة لأعمال المؤسسة ؛
- عدم التوازن بين نمو التزامات المؤسسة و بين قدرتها على توفير النقد من عملياتها.

و يترتب على استمرار مشاكل السيولة :

- عدم قدرة المؤسسة على اغتنام الفرص المتاحة؛
- عدم الحصول على الخصم النقدي ؛
- عدم المرونة في اختيار البديل الملائم ؛
- تصفية الأصول في وقت غير مناسب ؛
- الافلاس وتصفية الشركة .

7-أثر السيولة على المؤسسة :

الهدف من ادارة السيولة هو المحافظة على استمرارية المؤسسة ونموها وابعاد مخاطر العسر المالي عليها

(ج) - الربحية: وهي هدف أساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرين ومؤشر يهتم به الدائنون، وهي أداة هامة لقياس كفاءة الإدارة. وتحقق المؤسسة هدفها في الربحية من خلال قراراتين:

❖ قرار الاستثمار .

❖ قرار التمويل .

- 1-قرار الاستثمار: هو القرار المتعلق بكيفية استخدام المؤسسة للموارد المتاحة لها لاقتناء مختلف الاصول.
- 2-قرار التمويل : هو القرار المتعلق بكيفية الحصول على الأموال من المصادر المختلفة لتحقيق عائد مناسب دون التعرض لأخطار كبيرة (بأقل تكاليف) .

السيولة و الربحية :

يتأثر تعظيم قيمة المؤسسة الحالية بالسيولة والربحية ، حيث تحقيق هذا الهدف يتطلب الموازنة بين هدفي السيولة والربحية مع العلم أنهما هدفين ضروريين (متلازمان) ومتعارضين .

III التحليل المالي :

يعتبر التحليل المالي فرعاً من فروع مالية المؤسسة يهتم بتحليل الأخطار و قيمة المؤسسة بالاستعانة بالقوائم المالية الرسمية و المعلومات المنشورة من أجل مساعدة الأطراف المعنية الحصول على حكم شامل حول وضعية المؤسسة.

1) تعريف التحليل المالي:

هناك عدة تعاريف للتحليل المالي:

- " هو عملية تحويل الكم الهائل من البيانات المالية التاريخية المدونة في القوائم المالية إلى كم أقل من المعلومات و أكثر فائدة لعملية اتخاذ القرارات".
- " هو مجموعة من الطرق التي تسمح بتقدير الوضعية المالية الماضية والحالية و تساعد في اتخاذ قرارات تسيير منسجمة و تقييم المؤسسة".

2)استعمالات التحليل المالي: أغراض استعمال التحليل المالي متعددة أهمها:

- التحليل الائتماني: الهدف منه معرفة قدرة المدين على السداد أو الوفاء بالتزاماته المالية اتجاه المقرض
- التحليل الاستثماري: وهو تقييم الاستثمار في أسهم الشركات ، بمعنى تقييم المؤسسات نفسها .
- تقييم الاندماج وال شراء: وهو تقييم كل شركة وتقدير الأداء المستقبلي لها في حالة انضمام شركة أو أكثر معا .
- تحليل تقييم الأداء : من خلال تقييم ربحيتها وكفاءتها في إدارة موجوداتها وتوازنها المالي وسيولتها .
- التخطيط : إعداد الخطط لمواجهة التغيرات (التذبذبات المستمرة في الأسواق) بتحليل أداء المؤسسة لسنوات سابقة .

(3) أهداف التحليل المالي :

- البحث على شروط التوازن المالي في المدى القصير والبعيد ؛
- التعرف على حقيقة الوضع المالي في المؤسسة باكتشاف نقاط القوة ونقاط الضعف في السياسة المالية؛
- الحكم على أداء وكفاءة الإدارة ؛
- تقييم الخطط والبرامج التشغيلية المطبقة ؛
- بيان وضع ومستوى المؤسسة في القطاع الذي تنتمي له ؛
- استخلاص بعض الحلول والاقتراحات في عملية التسيير المالي بالمساعدة في اتخاذ القرارات الخاصة بالرقابة و التقييم ؛
- الحكم على مستوى أنظمة الرقابة المستخدمة .

(4) الأطراف المستفيدة من التحليل المالي : تتعدد الجهات المستفيدة من التحليل المالي :

- إدارة المؤسسة لمعرفة : - مدى نجاح المؤسسة في تحقيق السيولة ؛
- مدى نجاح المؤسسة في تحقيق الربحية ؛
- معرفة الوضعية المالية للمؤسسة ؛
- تقييم منجزات المؤسسة في مجال التسويق والبيع والانتاج ؛
- التنبؤ بالمستقبل ؛
- المساعدة في الرقابة المالية .
- الدائنون : لمعرفة الوضع الائتماني للمؤسسة وهيكل تمويلها ودرجة السيولة لديها، مدى قدرتها على السداد في المدى الطويل والقصير ودرجة ربحية المؤسسة .
- المستثمرون لمعرفة : - القدرة الادارية للمؤسسة ؛
- نصيب حصة الاسهم في المؤسسة من الارباح ؛
- سياسة المؤسسة في توزيع الارباح ؛
- نسب النمو و التوسع في المؤسسة .
- بيوت الخبرة المالية : لمعرفة معلومات عن المؤسسة و مدى مساهمتها في الاقتصاد المحلي .
- الجهات الرسمية والدوائر الحكومية: لأغراض احتساب الضريبة على دخل المؤسسة ومتابعة نمو و تطور المؤسسة .

(5) مراحل التحليل المالي: يمر التحليل المالي بمجموعة من المراحل وهذا يعتمد على نوع التحليل و أهميته، وأهم هذه المراحل:

- أ - **تحديد هدف التحليل بدقة :** على المحلل المالي أن يحدد بدقة الهدف الذي ينبغي الوصول اليه حتى يتمكن من جمع المعلومات الخاصة فقط بالموضوع المعني ويوفر على نفسه الجهد والعناء والتكاليف .
- ب - **تحديد الفترة الزمنية للتحليل المالي :** تحديد عدد السنوات التي سيتم تحليل بياناتها حتى تحقق عملية التحليل المالي أهدافها فلا بد أن تشمل فترة التحليل للقوائم المالية لعدة سنوات متتالية .
- ج - **اختيار أسلوب التحليل المناسب :** تتعدد اساليب التحليل المالي المتاحة أمام المحلل المالي، منها استخدام أسلوب النسب المالية وغيرها لهذا عليه أن يتخذ الأسلوب المناسب للدراسة.
- د - **إعادة تبويب القوائم المالية :** يتم التبويب السليم للقوائم المالية حتى يسهل عملية التحليل حيث يتم تصنيف الأرقام التي تحتويها، تجزئتها، وضعها في مجموعات محددة ومتجانسة حتى يتمكن من معالجتها وتحقيق هدف التحليل المالي .
- هـ - **التوصل الى الاستنتاجات :** تتم عملية الاستنتاج في ابداء رأي محايد .
- و - **صياغة التقرير:** التقرير هو وسيلة لنقل نتائج العملية التحليلية مع ذكر الاقتراحات التي تتناسب مع النتائج المتواصل اليها.

(6) علاقة التحليل المالي بالمعلومة المحاسبية:

- تعتمد عملية التحليل المالي على القوائم المالية لتحقيق أغراضها المتعددة . فالقوائم المالية تمثل المخرجات الرئيسية لنظم المعلومات المحاسبية. فهذه الأيوة تعتبر نظاما للمعلومات المحاسبية في المؤسسة يقوم بإعداد و تقديم مجموعة القوائم المالية اللازمة لإجراء عملية التحليل المالي و هذا بالتكامل و التنسيق مع نظم المعلومات الفرعية الأخرى و العناصر الآتية المتواجدة في نظام المعلومات:
- **المدخلات:** هي مجموعة من البيانات التي يمكن الحصول عليها من خلال القوائم و التقارير المختلفة التي تنتجها النظم الفرعية في المؤسسة (فضلا عن نظم المعلومات المحاسبية).
 - **العمليات التشغيلية:** هي مجموعة الأساليب التي يمكن استخدامها في عملية التحليل المالي و المتمثلة في مجموعة من الأدوات الاقتصادية و الرياضية و الاحصائية المستخدمة في تحليل مختلف الأنشطة التي تمارس في المؤسسة.
 - **المخرجات:** هي صياغة التقرير الذي يقدمه المحلل المالي عن عملية تحليل للبيانات المالية (المدخلات).
 - **التغذية العكسية:** هي تقييم العناصر السابقة ومدى مساهمتها في الحصول على المعلومات و استفادة مستخدمي القوائم المالية في اتخاذ قراراتهم المختلفة المتعلقة بالمؤسسة.

الفصل الثاني: التحليل المالي والتوازن المالي

I- الميزانية المالية:

(1) تعريف الميزانية المالية:

تعرف الميزانية المالية على أنها أداة من أدوات التحليل المالي الممثلة للبنية المالية للمؤسسة بتاريخ معين في شكل جدول مقسم إلى قسمين، الأول مخصص لعرض عناصر الذمة المالية الموجبة أي الأصول (الاستخدامات) و الذي ينقسم إلى أصول ثابتة و أصول متداولة.

أما القسم الثاني فيظم الموارد الموضوعة تحت تصرف المؤسسة أي الخصوم وهو مقسم بدوره إلى أموال دائمة و ديون قصيرة الأجل.

الميزانية المالية

الأصول	الخصوم
الأصول غير الجارية (الثابتة) شهرة المحل (فارق الشراء) التثبيات المعنوية التثبيات المادية (العينية) التثبيات المالية التثبيات الجارية إنجازها	الأموال الدائمة الأموال الخاصة راس المال احتياطات فرق إعادة التقييم نتيجة الدورة الصافية
	مجموع الأموال الخاصة
	الخصوم غير الجارية (د م ط أ) القروض و الديون المالية ضرائب مؤجلة خصوم مؤونات ديون أخرى غير جارية
	مجموع الخصوم غير الجارية
مجموع الأصول غير الجارية	مجموع الأموال الدائمة

الأصول الجارية (المتداولة) المخزونات (قيم الاستغلال) القيم القابلة للتحقيق الزبائن الحسابات الدائنة المدينون الآخرون خزينة الأصول (القيم الجاهزة) البنك، الصندوق، ح ج ب، القيم المنقولة للتوظيف	الخصوم الجارية (د ق أ) الموردون الضرائب الديون الأخرى خزينة الخصوم (سلفات بنكية، السحب على المكشوف)
مجموع الأصول الجارية	مجموع الخصوم الجارية
مجموع الأصول	مجموع الخصوم

أ/ الأصول: وهي العناصر التي تملكها المؤسسة من أموال ومعدات و مخزونات...، وهي توضح كيفية استثمار الأموال في أصول لتنفيذ عمليات المؤسسة. وتنقسم إلى قسمين: الأصول الثابتة والأصول المتداولة.

1-الأصول الثابتة(غير الجارية): وهي مجموعة للقيم والأموال الدائمة التي اشترتها أو أنشأتها أو حازت عليها المؤسسة ولا يمكن تحويلها إلى نقد خلال فترة قصيرة وهي تتضمن :

-شهرة المحل le goodwill: قدرة المنشأة على تحقيق أرباح غير عادية أو فوق المعدل العادي للعائد على الاستثمار السائد في مجال صناعة أو تجارة معينة. حيث أن القيمة السوقية للمنشأة تزيد عن القيمة السوقية لأصولها.

تنشأ شهرة المحل نتيجة لعوامل عديدة تتفاعل و تؤدي إلى تميز المنشأة ومن أهمها:

- كفاءة الإدارة في تسيير المنشأة؛
- الموقع الاستراتيجي؛
- البضاعة الممتازة؛
- الخدمة المتميزة للعملاء؛
- مركز ائتماني ممتاز يؤدي إلى تزايد قدرتها على منح الائتمان؛
- علاقات عمل جيدة؛
- سياسة إعلانية فعالة؛
- القدرة على المنافسة و مواجهة التقلبات الاقتصادية.

يتم تقييم شهرة المحل عند شراء أو إدماج مؤسسة، حيث يمثل الفارق بين تكلفة الشراء والقيمة الحقيقية للأصول والتزامات المؤسسة المكتسبة.

- التثبيات المعنوية: هي ممتلكات غير ملموسة، لكن تساعد على إنجاح المشروع بأن تعطي لصاحبه حق معين أو امتياز معين مثل: الامتيازات و الحقوق المماثلة (كحقوق الملكية الصناعية أو التجارية ، حقوق المؤلف ، حق الاختراع)، براءات، الإخص والعلماء، البرمجيات المعلوماتية والتثبيات المعنوية الأخرى.

- التثبيات المادية (العينية): هي أصل مادي يتم استعماله من طرف المؤسسة لإنتاج السلع والخدمات كالآلات و المعدات أو لغرض إداري كتجهيزات المكتب أو التأجير للغير كالمباني و الأراضي.

- التثبيات المالية: تعتبر جزءا من محفظة الأصول الثابتة وتقوم المؤسسات بالاستثمار خارج نطاق نشاطها الأساسي وهي استثمارات طويلة الأجل ويتوقع أن يتم إلغاؤها في المستقبل مثل: سندات المساهمة، القروض الممنوحة للغير (الإقراض)، الودائع و الكفالات المدفوعة.

2- الأصول المتداولة: وهي أصول يتم تحويلها إلى سيولة خلال سنة، وهي تسهل تشغيل أنشطة المؤسسة والدورة الاستغلالية. و تتضمن المخزونات، القيم القابلة للتحقيق و القيم الجاهزة.

- المخزونات (قيم الاستغلال):

هي الأصول التي اشترتها أو أنتجتها المؤسسة لغرض إعادة بيعها أو استعمالها في عمليات الصنع وتحويل المواد الأولية إلى منتجات تامة الصنع (كالمواد الأولية، البضائع، المنتجات تامة الصنع).

- القيم القابلة للتحقيق: تمثل مجموع الحقوق التي اكتسبتها المؤسسة بمقتضى علاقاتها مع الغير، وهي الأموال التي تملكها المؤسسة و لم تتحصل عليها بعد، أي أنها مازالت بذمة الغير (كالزبائن، أوراق القبض).

- القيم الجاهزة: وهي الأموال التي تحصلت عليها المؤسسة، وهي تعد من حقوق المؤسسة، وهي السيولة النقدية المتوفرة لدى المؤسسة : الصندوق، البنك، الحساب الجاري البريدي، القيم المنقولة للتوظيف.

ب/ الخصوم: هي الالتزامات التي على المؤسسة تسديدها من ديون قصيرة الأجل و ديون طويلة الأجل.

1- الأموال الدائمة: هي الموارد المالية التي تسدد بعد سنة و تضم الأموال الخاصة (راس المال، الاحتياطات، نتيجة الدورة، فرق إعادة التقييم) والديون طويلة الأجل أي الخصوم غير الجارية كالقروض و المؤونات ، الضريبة المؤجلة .

2- الديون قصيرة الأجل (الخصوم الجارية): هي الأموال التي تسدد خلال سنة واحدة وهي تساهم في تمويل عملية الاستغلال كالموردون، الضرائب، المساهمات البنكية الجارية (سلفات مصرفية).

(2) معايير تصنيف الميزانية: تم تصنيف الميزانية المالية حسب معيارين:

أ-معيار السيولة: تصنف الميزانية المالية حسب درجة سيولة الأصول المتزايدة حيث تزداد درجة سيولة الأصول كلما نزلنا من الأعلى إلى الأسفل. وحسب مدة استحقاقية الخصوم المتناقصة ، حيث الأموال الدائمة التي تستحق خلال أكثر من سنة و الديون قصيرة الأجل تستحق خلال سنة.

ب-المعيار الوظيفي: صنفت الميزانية المالية على أساس انتماء عناصرها إلى إحدى الدورات المالية: دورة الاستغلال، دورة الاستثمار أو دورة التمويل.

-دورة الاستثمار: و تتمثل في الحصول على أصول دائمة طويلة الأجل و التي تساهم في تحقيق التدفقات الصافية للسيولة.

-دورة الاستغلال: وهي العمليات المتكررة التي تؤدي إلى الحصول على أصول مؤقتة(مخزونات، حقوق على الزبائن) و نشوء ديون قصيرة الأجل (موردون، أجور غير مدفوعة، ضرائب و رسوم).

-دورة التمويل: تضم العمليات المالية التي تقوم بها المؤسسة مع ممولائها كالإقتراض.

II-الميزانية الوظيفية:

(1) مفهوم الميزانية الوظيفية:

تبين الميزانية الوظيفية مصدر الأموال ووجهتها، أي أنها تهدف إلى معرفة حركة الأموال أو التدفق النقدي. يهدف تحليل ميزانية المؤسسة من المنظور الوظيفي إلى دراسة الهيكل المالي للمؤسسة بتمييز العمليات وفق الدورات التي تنتمي إليها، فهو تحليل يعتمد على فرضية استمرارية النشاط الاستغلالي.

(2) الدورات الوظيفية:

-دورة الاستثمار: وهي دورة طويلة تمثل الاستخدامات المستقرة للمؤسسة Les Emplois Stables . وهي نتيجة لقرارات الاستثمار وتتمثل في الأصول الثابتة الإجمالية.

-دورة الاستغلال: تتمثل في مجموعة من العمليات من شراء المواد الأولية و/أو السلع إلى التحصيل من الزبائن. هي دورة قصيرة للمؤسسات التجارية و طويلة للمؤسسات الإنتاجية و تتمثل في:

-أصول الاستغلال(احتياجات التمويل المتولدة من دورة الاستغلال).

-ديون الاستغلال(موارد التمويل المتولدة من دورة الاستغلال).

-دورة خارج الاستغلال: بعض العمليات غير مرتبطة بطريقة مباشرة بالاستغلال(توظيفات مالية، ضرائب على أرباح الشركات، موردو التثبيات) لذلك تضم إلى أصول و خصوم خارج الاستغلال.

-دورة التمويل: وهي تمثل الموارد الدائمة (لأموال الخاصة و الديون المالية)الضرورية لتمويل الاستخدامات المستقرة (الأصول الثابتة).

(3) خصائص الميزانية الوظيفية:

-ظهور عناصر الأصول (سواء استثمارات أو أصول متداولة) بالقيمة الإجمالية أي قيمة الحصول عليها أي تستبعد الميزانية الوظيفية القيمة السوقية.

-إدراج اهتلاك الاستثمارات و خسائر القيمة للمخزونات و للزبائن ضمن الأموال الخاصة.

-إدراج مؤونة الأعباء ضمن الأموال الخاصة.

-إدراج النتيجة الصافية قبل التوزيع ضمن الأموال الخاصة.

(4) الأقسام الرئيسية للميزانية الوظيفية:

الاستخدامات	الموارد
الاستخدامات المستقرة(الأصول الثابتة) تثبيتات معنوية إجمالية تثبيتات مادية إجمالية تثبيتات مالية إجمالية	الموارد المستقرة (الأموال الدائمة) الأموال الخاصة الاهتلاكات خسائر القيمة مؤونة الأعباء والخسائر الديون المالية
أصول متداولة أصول متداولة للاستغلال أصول متداولة خارج الاستغلال خزينة الأصول	خصوم متداولة خصوم متداولة للاستغلال خصوم متداولة خارج الاستغلال خزينة الخصوم

(5) المعالجة الأساسية للانتقال إلى الميزانية الوظيفية:

تسمح هذه المعالجة بتقييم عناصر الأصول بقيمتها الأصلية، مما يتطلب إعادة ترتيب و معالجة الميزانية و حتى بعض العناصر خارج الميزانية كأوراق القبض المخصومة غير المستحقة EENE.

-**رأس المال المكتتب غير المطلوب:** بما أنها أموال لم يتم وضعها تحت تصرف المؤسسة بعد، فيتم حذف المبلغ من الأصول و طرحه من الأموال الخاصة.

-**رأس المال المكتتب غير المدفوع:** يتم تسجيله في الأصول المتداولة خارج الاستغلال .

-**الاهتلاكات و خسائر القيمة:** هي أموال مدخرة لتمويل تجديد الاستثمارات أو الخسائر المرتقبة ، لهذا تعتبر موارد مالية، فيتم حذفها من الأصول(التي تسجل بقيمتها الإجمالية) و إضافتها للأموال الدائمة.

-**الحسابات الجارية للشركاء:** في حالة ما كان هذا الحساب يمثل أموالا مجمدة في المؤسسة فيعتبر حينها ديون مالية. أما في حالة ما كانت الأموال ودائع مؤقتة فيتم تسجيل الحساب في ديون خارج الاستغلال، أما في حالة تخصيص الأموال لرفع رأس المال فيتم ضم الحساب إلى الأموال الخاصة.

-**الأعباء و المنتجات المعايينة سلفا:** يتم تسجيلها إما في الأصول أو الخصوم للاستغلال أو خارج الاستغلال حسب توفر المعلومة.

-**الديون المالية (ما عدا التسبيقات البنكية و السحب على المكشوف)** تعتبر أموالا دائمة.

-**التسبيقات البنكية والسحب على المكشوف(الحسابات البنكية المدينة) soldes créditeurs des banques** تحذف من الديون المالية وتضاف إلى خزينة الخصوم.

-**القيم المنقولة للتوظيف،** حسب طبيعتها، تعتبر أصولا خارج الاستغلال (في حالة خطر الخسائر كالأسهم أو أنها ضعيفة السيولة)، أو تعتبر من عناصر خزينة الأصول(في حالة سيولتها المرتقبة ولا تحمل خطر الخسائر).

-**أوراق القبض المخصومة غير المستحقة:** عند لجوء المؤسسة إلى خصم الأوراق التجارية للحصول على سيولة فإن قيمة الورقة المخصومة لا تظهر في الميزانية. و بمأن المؤسسة مسؤولة عن الورقة حتى يتم دفعها (خشية من عدم دفع الدائن) فيتم إظهار المبلغ في خزينة الخصوم و في الأصول المتداولة للاستغلال.

-**القرض الإيجاري:** هي تلك الاستثمارات التي يتم تمويلها بالقرض الإيجاري، تعتبر في النظام المحاسبي المالي ضمن استثمارات المؤسسة التي يتم اقتناؤها، على هذا الأساس يتم تسجيلها كآلاتي:

-المبلغ الإجمالي للاستثمار في الاستخدامات المستقرة.

-اهتلاك الاستثمار يضاف إلى الأموال الدائمة.

-المبلغ الصافي للاستثمار يضاف إلى الديون المالية.

مثال:

تحصلت مؤسسة على آلة بقرض إيجاري بمبلغ 200000 ون بتاريخ 01/02/ن، مدة اهتلاك الآلة 04 سنوات.

الحل: قسط الاهتلاك = $4/200000 = 50000$ ون.

في السنة ن : تتم معالجة القرض الإيجاري في الميزانية الوظيفية كالآتي:

القيمة الأصلية (الإجمالية): 200000 يتم تسجيلها في الأصول الثابتة.

الإهلاك: 50000 يتم إضافته إلى الأموال الدائمة مع الإهلاكات وخسائر القيمة.

القيمة الصافية: $200000 - 50000 = 150000$ ون، تضاف إلى الديون المالية.

في السنة ن+1:

القيمة الأصلية: 200000 الأصول الثابتة.

الإهلاك: $50000 (ن) + 50000 (ن+1) = 100000$ الأموال الدائمة.

القيمة الصافية: $200000 - 100000 = 100000$ الديون المالية.

III- التوازن المالي:

تسعى أية مؤسسة لتحقيق نوع من التوازن المالي كهدف مبدئي، لأن هذا يمكنها من مواجهة الالتزامات المالية عند مواعيد استحقاقها، و يتم ذلك بتمويل الاستخدامات (الأصول) الثابتة عن طريق الأموال الدائمة و بتمويل الاستخدامات المتداولة عن طريق الديون القصيرة الأجل (الموارد).

الأصول الثابتة = الأموال الدائمة
الأصول المتداولة = الديون القصيرة الأجل
قاعدة التوازن الأدنى

أصول ثابتة	=	أموال دائمة
أصول متداولة	=	ديون قصيرة الأجل

يتمثل التوازن المالي في توفير الاحتياجات المالية للمؤسسة بأدنى تكلفة، واستخدام هذه الأموال ضمن هيكل مالي يحقق لها توازناً مالياً، حيث يضمن لها إمكانية تسديد التزاماتها العامة و ديونها القصيرة خاصة في تواريخ استحقاقها و تجنبها الوقوع في عسر مالي الذي قد يؤدي بها إلى الإفلاس.

تسعى المؤسسة إلى تحقيق التوازن المالي بين السيولة و الربحية -المردودية- وأن تحافظ على التوازن المالي باستمرار حيث أن المؤسسة تفضل أن تتوفر لديها سيولة كبيرة للقيام بمصاريفها من جهة و من جهة أخرى تعمل جاهدة على تحقيق أعلى مردودية بالقيام باستثمار أكبر قدر ممكن من أموالها. لكن على المؤسسة تجنب قدر الإمكان تمويل استثماراتها اعتماداً على الديون قصيرة الأجل تجنباً لأخطار عدم القدرة على سداد الديون في مواعيدها.

فتمويل الأصول الثابتة بالديون قصيرة الأجل يؤدي إلى الخلل في التوازن المالي. فهي أصول طويلة الأجل لذلك لا بد من أموال أو قروض و تسديد طويل الأجل. أما الأصول المتداولة فهي أموال تتحول إلى سيولة في أقل من سنة فإنها تنماشى مع الديون قصيرة الأجل. أي أن الديون قصيرة الأجل يتم تغطيتها بواسطة أصول متداولة سريعة السيولة. لتحليل التوازن المالي للمؤسسة يتم الاعتماد على مؤشرات التوازن المالي : رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل و الخزينة.

1) رأس المال العامل الصافي FRN:

أ- تعريف: رأس المال العامل هو فائض الأموال الدائمة على الأصول الثابتة و هو يمثل هامش الأمان يسمح للمؤسسة بمواجهة اختلالات دورة الاستغلال.

ب - حساب رأس المال العامل الصافي:

من أعلى الميزانية

رأس المال العامل الصافي = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة

إذا FR هو الفرق الموجود بين الموارد الدائمة و الأصول الثابتة الصافية. وهي طريقة تبين لنا حصة الأموال الدائمة المخصصة لتمويل الأصول المتداولة.

من أسفل الميزانية

رأس المال العامل الصافي=الأصول المتداولة - الخصوم المتداولة

عبارة عن فائض الأصول المتداولة عن الخصوم المتداولة، وهو مقياس كمي و نوعي لدرجة الثقة في مقدرة الأصول المتداولة على الوفاء بالتزامات قصيرة الأجل.

الأصول (الاستخدامات)	الخصوم (الموارد)
الأصول الثابتة	الأموال الدائمة
الأصول المتداولة	الخصوم المتداولة
رأس المال العامل	

ج - أنواعه: لدينا نوعين من رأس المال العامل:

رأس المال العامل الخاص FRP

و رأس المال العامل الأجنبي FRE

رأس المال العامل الخاص=الأموال الخاصة - الأصول الثابتة

وهو يبين لنا حصة الأصول الثابتة الممولة بالأموال الخاصة بالمؤسسة، حيث يتم حسابه لمعرفة الاستقلالية المالية للمؤسسة.

رأس المال العامل الأجنبي=الديون الطويلة و المتوسطة الأجل

وهو يبين لنا حصة الأصول الثابتة الممولة بالديون الطويلة و المتوسطة الأجل

د - الحالات الممكنة لرأس المال العامل:

يمكن لرأس المال العامل أن يأخذ ثلاثة حالات: معدوم، موجب أو سالب.

1-رأس المال العامل=0

الأموال الدائمة = الأصول الثابتة

في هذه الحالة الأموال الدائمة تغطي كلية الأصول الثابتة. يمكن أن تحدث اضطرابات في عناصر الأصول و الخصوم تجعل من هذه الوضعية حساسة و قد تواجه خطر عدم التسديد. حيث يمكن أن تعرف الأصول:

المخزونات: بطئ في البيع ، نقص الطلب ، اضطرابات في المخزون

الحقوق : تأخر التحصيل من الزبائن ، زبائن معدومين ، نشوء نزاعات.

في المقابل في الخصوم وجود ديون واجبة التسديد في آجالها. هكذا يمكن أن تكون الأصول المتداولة غير كافية لتغطية الديون القصيرة الأجل في آجالها.

2- رأس المال العامل < 0

الأموال الدائمة < الأصول الثابتة

راس المال العامل موجب، هذا يعني أن المؤسسة تغطي كل أصولها الثابتة بالأموال الدائمة و تحقق فائض من الأموال الدائمة تخصصه لتمويل الأصول المتداولة. حيث يمثل FR هامش أمان لضمان يسر المؤسسة.

3- رأس المال العامل > 0

الأموال الدائمة > الأصول الثابتة

رأس المال العامل سالب: وهو يمثل خلل في هيكل تمويل أصول المؤسسة.

الأموال الدائمة غير كافية لتمويل الأصول الثابتة، مما يؤدي إلى تمويل القسط المتبقي بالديون القصيرة الأجل.

هـ -أسباب رفع وانخفاض رأس المال العامل:

1-رفع رأس المال العامل:

يتم رفع FR لارتفاع الأموال الدائمة من جهة وانخفاض الأصول الثابتة من جهة أخرى.

يكون ارتفاع الأموال الدائمة إما:

-بارتفاع رأس المال(مساهمات جديدة)؛

-احتجاز الأرباح المحققة خلال السنة أي عدم توزيع الأرباح على المساهمين و ضمها إلى الاحتياطات؛

-بارتفاع الديون المتوسطة والطويلة الأجل أي الحصول على قروض جديدة.

و يكون انخفاض الأصول الثابتة بالتنازل عن الاستثمارات.

2- خفض رأس المال العامل:

ينخفض رأس المال العامل لانخفاض الأموال الدائمة من جهة و ارتفاع الأصول الثابتة من جهة أخرى.

يكون انخفاض الأموال الدائمة إما:

-بانخفاض الأموال الخاصة لانخفاض رأس المال بالتنازل عن المساهمة و تحقيق خسارة خلال السنة المالية.

-بانخفاض الديون الطويلة والمتوسطة الأجل لتسديد الديون المالية المترتبة على المؤسسة.

و يكون ارتفاع الأصول الثابتة باقتناء استثمارات جديدة.

(2) احتياجات رأس المال العامل BFR:

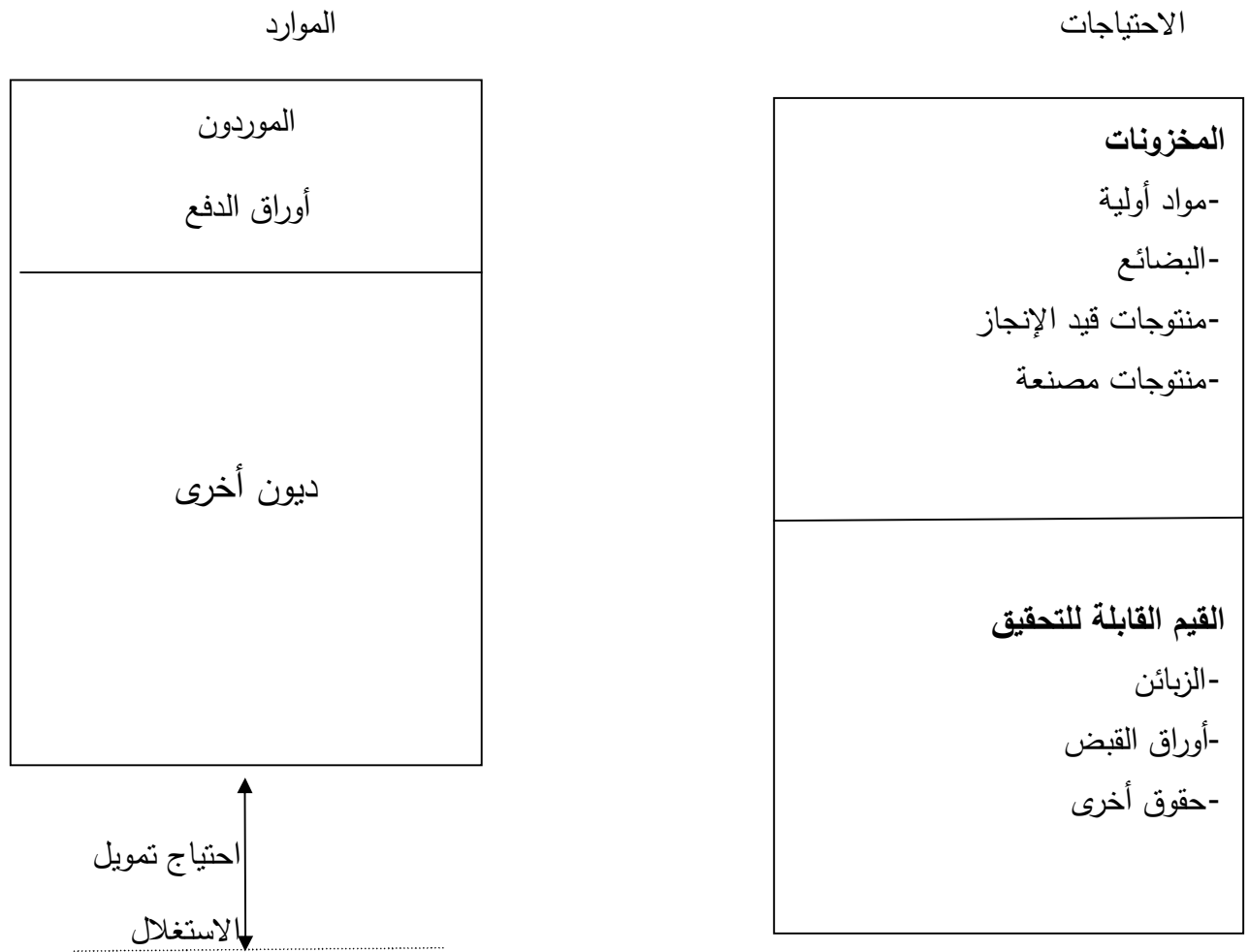
بعد حصول المؤسسة على الاستثمارات الضرورية لنشاطها الإنتاجي، عليها تمويل احتياجاتها المرتبطة بدورة الاستغلال. حيث هناك فوارق زمنية بين المصاريف التي تقوم بها المؤسسة للقيام بعملية الإنتاج من جهة، والإيرادات التي تتحصل عليها من عملية بيع السلع و الخدمات التي أنتجتها من جهة أخرى.

كما أن المؤسسة في حاجة إلى المواد الأولية و السلع الوسيطة المستهلكة في الزمن حسب الاحتياجات الإنتاجية. و يمكن للمؤسسة الاستفادة من تسهيلات للدفع يمنحها لها المورد، مما يؤخر في الزمن تسديد هذه الأعباء و يمكن لها منح تسهيلات الدفع للزبائن وهكذا تسجل حقوق على الزبائن يتم تحصيلها بعد مدة من عملية البيع.

بهذا تنشأ احتياجات رأس المال العامل من الفوارق الزمنية بين المدفوعات والتحصيلات للتدفقات المرتبطة بالنشاط الإنتاجي للمؤسسة.

احتياجات رأس المال العامل = الاحتياجات المرتبطة بالدورة – الموارد المتولدة من الدورة

حيث احتياجات رأس المال العامل هي جزء من الاحتياجات المرتبطة بالنشاط الاستغلالي و غير الممولة من الموارد المتولدة من نفس النشاط.



يتم حساب احتياجات رأس المال العامل BFR بالعلاقة التالية:

$$BFR = \text{الأصول المتداولة} - \text{ماعدى خزينة الأصول} - \text{الخصوم المتداولة} - \text{ماعدى خزينة الخصوم}.$$

حالات احتياجات رأس المال العامل:

نقيس احتياجات رأس المال العامل، رأس المال العامل الذي يفرضه النشاط، لذلك لدينا:

- 1- $BFR < 0$ وهي قدرة المؤسسة على تحويل أصولها المتداولة إلى سيولة غير كافية لتسديد الديون قصيرة الأجل. ففي هذه الحالة يوجد احتياج لتمويل دورة الاستغلال.

BFR-2 > 0 هي قدرة المؤسسة على تحويل أصولها المتداولة إلى سيولة كافية و أكثر لتسديد الديون القصيرة الأجل حيث أن المؤسسة تحقق مصادر تمويل من دورة الاستغلال و نجد حساب الموردون أهم من حساب الزبائن ، فالمؤسسة تعرف إعانة من مورديها.

طرق تمويل احتياجات رأس المال العامل:

1-الديون القصيرة الأجل: يتم تمويل احتياجات التمويل بقرض الموردین، حيث تعرف المؤسسة تسهيلات من مورديها بشرائها على الحساب وبذلك تأجيل الدفع لاحقا ، حيث تعتبر د ق أ موردا للتمويل.

2-رأس المال العامل: وهي سيولة توجد في المتاحات التي تحت تصرف المؤسسة.

3-التسبيقات المصرفية: وهي تعتبر قرض من البنك قصير الأجل وهو إما سحب على المكشوف أو خصم الأوراق التجارية ، وهي مصدر تكميلي للموارد الأخرى.

(3) الخزينة:

أ-تعريف: تمثل الخزينة الفرق بين احتياجات وموارد التمويل. حيث يمكن تقييم احتياجات المؤسسة باحتياجات رأس المال العامل والموارد المتاحة لتمويل هذه الاحتياجات هي رأس المال العامل.

الخزينة الصافية للمؤسسة تمثل الرصيد الصافي للاحتياجات و الموارد. في حالة ما تفوق الاحتياجات الموارد، تكون خزينة المؤسسة سالبة، أما في حالة ما تفوق الموارد الاحتياجات تكون الخزينة موجبة.

كما تمثل الخزينة مجمل المتاحات التي تمكن المؤسسة من تمويل نفقاتها في الأجل القصير، وفي هذه الحالة الخزينة الصافية تمثل الفرق بين خزينة الأصول وخزينة الخصوم.

ب-حساب الخزينة:

من أعلى الميزانية:

تمثل الخزينة الفرق بين فائض الموارد الطويلة الأجل (FR) و احتياجات التمويل قصيرة الأجل (BFR).

الخزينة TN = رأس المال العامل الصافي FRN – احتياجات رأس المال العامل BFR

خزينة صافية سالبة

أصول	خصوم
احتياجات رأس المال العامل BFR	رأس المال العامل الصافي FRN
	الخزينة الصافية TN

خزينة صافية موجبة

أصول	خصوم
احتياجات رأس المال العامل BFR	رأس المال العامل الصافي FRN
الخزينة الصافية TN	

من أسفل الميزانية:

تمثل الخزينة الفرق بين أصول الخزينة (المتاحات، القيم المنقولة للتوظيف) وخصوم الخزينة (تسبيقات بنكية، السحب على المكشوف، أوراق القبض المخصومة غير المستحقة).

$$\text{الخزينة الصافية} = \text{خزينة الاصول} - \text{خزينة الخصوم}$$

ج-وضعية الخزينة

$$\text{الخزينة موجبة } TR < 0 \iff BFR < FR :$$

في هذه الحالة الموارد المالية للمؤسسة FR كافية لتغطية احتياجاتها BFR و مما يدل على وضعية مالية جيدة تمكن المؤسسة من مواجهة نفقات إضافية دون اللجوء إلى الاقتراض.

و هو نوع من التوازن المالي مع يسر مقبول للمؤسسة Une solvabilité satisfaisante.

إذن $BFR < FR$ يدل على أن الأموال الدائمة تستطيع تمويل الأصول الثابتة و احتياجات رأس المال العامل مع تحقيق خزينة موجبة.

و هو يدل على أن المتاحات في أسفل الأصول أكبر من التسبيقات البنكية للخزينة و الفارق بينهما هو نفسه الفارق بين FR و BFR.

الخزينة سالبة $BFR > FR \iff 0 > TR$:

لا تكفي الموارد المالية للمؤسسة لتغطية احتياجاتها ، لذي تلجأ إلى موارد مالية إضافية قصيرة الأجل لتغطية العجز. حيث نجد أن جزء من احتياجات رأس المال العامل تم تمويلها بقروض بنكية قصيرة الأجل (تسهيلات بنكية، السحب على المكشوف، الخصم). تصبح هذه الوضعية خطر مالي على المدى القصير في حالة ما إذا المؤسسة لم تستطع زيادة سريعة للموارد المالية الطويلة الأجل أو تحديد (حصر) احتياجات الاستغلال على المدى القصير.

الخزينة صفرية $BFR = FR \iff 0 = TR$:

الموارد المالية للمؤسسة تكفي لتغطية احتياجاتها $BFR = FR$ أي أن الأموال الدائمة تغطي الاستثمارات و احتياجات رأس المال العامل. هي حالة توازن مالي، و لكن المؤسسة لا تملك احتياطي لتمويل نفقات إضافية في الاستثمار أو في الاستغلال. هي وضعية مقبولة و لكن مع الخزينة الصفرية، يجب متابعة من قريب تطور FR و BFR لتفادي المفاجأة غير السارة. حيث هذه الوضعية يمكن أن تضع المؤسسة في مشاكل عدم القدرة على التسديد (Problèmes de solvabilité).

مؤشرات التوازن المالي من المنظور الوظيفي:

راس المال العامل الصافي الاجمالي $FRNG$ هو فائض الاموال الدائمة بعد تغطية الاستخدامات المستقرة.

$$FRNG = \text{الاموال الدائمة} - \text{الاستخدامات المستقرة}$$

لدينا احتياجات رأس المال العامل للاستغلال و احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال.

أ- احتياجات رأس المال العامل للاستغلال $BFRE$:

وهي تمثل عناصر الأصول والخصوم المرتبطة مباشرة بعملية الاستغلال، عمليات التمويل، الإنتاج والبيع. والتي تتمثل في الأصول خاصة في المخزونات ، الزبائن و تسبيقات للموردين، وهي احتياجات الاستغلال. وتتمثل في الخصوم في الديون اتجاه الموردين وتسبيقات من الزبائن وهي موارد الاستغلال لذلك:

$$BFRE = \text{احتياجات الاستغلال} - \text{موارد الاستغلال}$$

ب- احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال $BFRHE$:

هي عناصر الأصول و الخصوم التي تتأثر بالنشاط الجاري للمؤسسة دون أن تكون في دورة الاستغلال. في الأصول هي حقوق المؤسسة ناتجة عن عمليات خارج الاستغلال مثل حساب مدينون آخرون، كتسبيقات للمستخدمين.

في الخصوم هي ديون تم الحصول عليها خارج عمليات الاستغلال مثل الضرائب على أرباح الشركات و موردو التثبيات في حالة اقتناء تجهيزات على الحساب من موردين لعملية غير مرتبطة بالاستغلال، لذلك:

$$\text{BFRHE} = \text{احتياجات خارج الاستغلال} - \text{موارد خارج الاستغلال}$$

$$\text{الخزينة الصافية TN} = \text{خزينة الاصول} - \text{خزينة الخصوم}$$

تمرين 1: لدينا الحسابات التالية المستخرجة من ميزان المراجعة بعد الجرد بتاريخ 12/31/ن لشركة الآمال:

195000	رأس المال
16000	الاحتياطات القانونية
35000	الاحتياطات الأخرى
2160	ترحيل من جديد
55340	نتيجة الدورة
23500	مؤونة الأعباء و الأخطار
75000	قروض بنكية
12000	ديون مالية أخرى
34000	شهرة المحل
40000	الأراضي
62000	المباني
75000	تركيبات تقنية، معدات و أدوات صناعية
35000	معدات النقل
6500	معدات مكتب
2800	الأثاث
1800	سندات المساهمة
1600	الودائع و الكفالات المدفوعة
32160	اهتلاك المباني
37000	اهتلاك التركيبات التقنية، المعدات و الأدوات الصناعية
20160	اهتلاك معدات النقل
2500	اهتلاك معدات المكتب
17000	المواد الأولية و اللوازم
109000	المخزونات من البضائع
40000	المخزونات من المنتجات
1500	خسائر القيمة عن المواد الأولية
11400	خسائر القيمة عن المخزونات البضائع

34300	موردو المخزونات و الخدمات
1348	موردو سندات الواجب دفعها effef à payer
6600	موردو التثبيات
19767	موردو الفواتير لم تصل إلى صاحبها
119200	الزبائن
34650	الزبائن و السندات المطلوب تحصيلها
4200	الزبائن المشكوك فيهم
1580	الزبائن,المنتجات التي لم تعد فواتيرها بعد
8000	المستخدمون,الأجور المستحقة
5600	المستخدمون,التسبيقات و المدفوعات على الحساب الممنوحة.
11200	الهيئات الاجتماعية
8100	الدولة,الإعانات المطلوب استلامها
19246	الرسوم على القيمة المضافة الواجب دفعها TVA à décaisser
2260	الضرائب الأخرى و الرسوم المماثلة
4690	الشركاء, الحسابات الجارية
1707	الأعباء المعاينة مسبقا.
465	المنتجات المعاينة مسبقا
1315	خسائر القيمة على حسابات الزبائن
1287	القيم المنقولة للتوظيف
10880	البنك
15000	الحساب البريدي الجاري
2127	الصندوق

المطلوب:- إعداد الميزانية المالية في 12/31/ن

- حساب مؤشرات التوازن المالي.

الأصول:

تثبيتات مالية أخرى:

$$44300 = 2800 + 6500 + 35000$$

اهتلاك التثبيتات المادية الأخرى

$$23780 = 1120 + 2500 + 20160$$

الزبائن و الحسابات الملحقه

$$159630 = 1580 + 4200 + 34650 + 119200$$

المتاحات (القيم الجاهزة)

$$29294 = 2127 + 15000 + 10880 + 1287$$

الخصوم:

الاحتياطات:

$$51000 = 35000 + 16000$$

ديون مالية أخرى:

$$16690 = 4690 + 12000 \text{ (حساب جاري-الشركاء)}$$

الموردون و الحسابات الملحقه:

$$55415 = 19767 + 1348 + 34300$$

الديون الجبائية و الاجتماعية :

$$40706 = 2260 + 19246 + 11200 + 8000$$

الميزانية المالية في 12/31/ن

المبالغ	الخصوم	المبلغ الصافي	المؤونات و خسائر القيمة	المبلغ الإجمالي	الأصول
195000	الأموال الخاصة رأس المال				الأصول الثابتة
51000	الاحتياطات	34000		34000	تثبيات معنوية
2160	ترحيل من جديد				شهرة المحل
55340	نتيجة الدورة	40000		40.000	تثبيات مادية
303500	المجموع	29840	32160	62000	الأراضي
		38000	37000	75000	المباني
	الخصوم غير الجارية				تركيبات تقنية، معدات و أدوات
23500	مؤونة الأعباء والأخطار	20520	23780	44300	صناعية
75000	قروض بنكية				تثبيات مادية أخرى
16690	ديون مالية أخرى	1800		1800	تثبيات مالية
		1600		1600	سندات المساهمة
					الودائع و الكفالات المدفوعة
115150	المجموع	165760	92940	258700	المجموع

الأصول الجارية(المتداولة)				الخصوم الجارية	
المخزونات				الموردون و الحسابات الملحقه	55415
المخزونات من البضائع	109.000	11400	97600	موردو التثبيات	6600
المواد الأولية و اللوازم	17000	1500	15500	ديوان الاستغلال (جبائية و	40706
المخزونات من المنتجات	40000	-	40000	اجتماعية)	
القيم القابلة للتحقيق				ديون أخرى (المنتجات	465
الزبائن و الحسابات الملحقه	159630	1315	158315	المعاينة مسبقا)	
حقوق أخرى					
تقسيمات للمستخدمين	5600		5600		
الدولة -إعانات -	8100		8100		
مدينون آخرون (الأعباء المعاينة	1707		1707		
مسبقا)					
المتاحات	29294		29294		
المجموع	370331	14215	356116	المجموع	103186
مجموع الأصول	629031	107155	521876	مجموع الخصوم	521876

الميزانية المختصرة :

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
الأصول الثابتة		الأموال الدائمة	
تثبيات معنوية	34000	الأموال الخاصة	303500
// مادية	128360	الخصوم غير الجارية	115190
// مالية	3400	(د.م.ط.أ)	
المجموع	165760	المجموع	418690
الأصول الجارية(المتداولة)		الخصوم الجارية	103186
المخزونات	153100	(د.ق.أ)	
القيم القابلة للتحقيق	173722		
المتاحات	29294		
المجموع	356116	المجموع	103186
مجموع الاصول	521876	مجموع الاصول	521876

حساب مؤشرات التوازن المالي:

ر م ع ص FRN = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة

$$252930 = 165760 - 418690 =$$

أو ر م ع ص = الأصول المتداولة - الديون ق أ

$$252930 = 103186 - 356116 =$$

إ ر م ع BFR = (الأصول المتداولة-المتاحات) - (د ق أ - التسبيقات المصرفية)

$$223636 = (0 - 103186) - (29294 - 356116) =$$

الخزينة = المتاحات - التسبيقات المصرفية

$$29294 =$$

$$29294 = 223636 - 252930 = \text{إ ر م ع} - \text{ر م ع ص}$$

IV التحليل المالي بالنسب :

تعتبر النسب المالية إحدى طرق التحليل المالي الأكثر شيوعا في الحياة المهنية بسبب سهولة تطبيقها وتعدد الأغراض التي تحققها. أساس هذا الأسلوب من التحليل المالي هو إيجاد العلاقة بين القوائم المالية، شريطة أن تكون هذه العلاقة ذات مدلول.

1) تعريف النسب المالية:

يمكن تعريف النسبة المالية "على أنها تعني نسبة رقم معين من أرقام القوائم المالية إلى رقم آخر من أرقام نفس القائمة المالية، أو قائمة مالية ثانية. بحيث يكون أحدهم مقاما و الثاني بسطا". حتى يكون للنسبة معنى

$$\text{لابد أن يكون البسط و المقام علاقة سببية، مثلا: } \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}} \text{ أو } \frac{\text{الأيحاء المالية}}{\text{النتيجة}}.$$

على المحلل المالي أن يختار النسب المالية التي تناسب موضوع التحليل، شريطة أن تكون قليلة العدد ومستقلة بعضها عن البعض، إلا أنها تكمل أحدهما الأخرى.

ليس للنسب المحسوبة معنى لتعطي حكما موضوعيا إلا إذا قورنت مع:

- النسب المماثلة لسنوات سابقة لنفس المؤسسة لتتبعها في الزمن لغرض إظهار اتجاه الظاهرة المدروسة؛
- نسب نموذجية تحدها المؤسسة لنفسها كأهداف تسعى لتحقيقها.
- متوسط نسب القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة.

(2) أنواع النسب المالية:

تصنف النسب وفقا للنشاط، أو المهمة المراد تقييمها إلى عدة مجموعات:

-نسب التمويل وهي التي تقيس درجة المديونية.

-نسب السيولة وهي التي تقيس قدرة الأداء للالتزامات قصيرة الأجل.

-نسب النشاط و الدوران التي تقيس الكفاءة في إدارة الأصل.

-نسب المردودية والتي تقيس الربحية والعائد.

-نسب الهيكلية تقيس الأقسام الرئيسية للميزانية.

أ - نسب الهيكلية: ويمكن ذكر بعضها وهي:

نسبة الأصول الثابتة = أ. ثابتة / مج الأصول.

نسبة الأصول المتداولة = أ. المتداولة / مج الأصول.

نسبة الأصول الخاصة = أ. خاصة / مج الأصول

نسبة المتاحات = المتاحات / مج الأصول.

نسبة قيم الاستغلال = قيم الاستغلال (المخزونات) / مج الأصول.

ب - نسب السيولة: تقيس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في الأجل القصير أي ملاءة المؤسسة وهي:

• نسبة السيول العامة = الأصول المتداولة / الديون قصيرة الأجل، و يجب أن تفوق الواحدة. وهي

تدل على رأس مال عامل موجب و أن الأموال الدائمة تمول جزء من المخزونات.

• نسبة السيول المختصرة = القيم القابلة للتحقيق + المتاحات / د.ق.أ

وهي تكون قريبة من الواحد. و يتم حذف المخزونات في حالة ما يكون معدل دورانها بطيء.

• نسبة السيول الفورية = القيم الجاهزة / د.ق.أ تكون قريبة من الواحدة.

ج - نسب التمويل: تقيس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في الأجل الطويل، وهي تقارن الأموال التي

جاء بها أصحاب المشروع بالأموال المقترضة.

• نسبة الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الخصوم

تقيس نسبة حصة المساهمين مقارنة بمجموع موارد المؤسسة، حيث أن:

- 20% تمثل الحدود الدنيا ؛

- 60% تمثل الحدود القصوى.

• نسبة التمويل الخاص = الاموال الخاصة / الاصول الثابتة

تبين هذه النسبة إمكانية المؤسسة في تمويل أصولها الثابتة بواسطة الأموال الخاصة.

• نسبة المديونية = مجموع الديون / مجموع الخصوم. تبين الاستدانة الإجمالية للمؤسسة

- **معدل الاستدانة = الديون المالية/الأموال الخاصة.** تبين هذه النسبة تبعية المؤسسة للمؤسسات المالية، يجب ألا تتعدى 1.

- **نسبة التمويل الدائم = الأموال الدائمة/الأصول الثابتة**
وهي تمثل رأس المال العامل، في حالة أكبر من الواحد، فيعني أن المؤسسة تمويل استثماراتها الثابتة وتخصص الباقي لتمويل احتياجات دورة الاستغلال.

د - نسب النشاط والدوران (نسب التشغيل)

تسمح هذه النسب بدراسة و تقييم سياسة التشغيل، للمكونات الأساسية لدورة الاستغلال، المنتهجة من طرف مسيري المؤسسة .

مدة دوران المخزونات: تقارن هذه النسب كل نوع من المخزون الى المشتريات السنوية الملائمة. تقيس متوسط المدة النظرية لبقاء مخزون ما في المخازن لمختلف مراحل سيرورة التحويل أو التوزيع الخاصة بالمؤسسة.

• مدة دوران المخزونات

$$\text{مدة دوران البضائع} = \frac{\text{المخزون المتوسط للبضائع}}{\text{تكلفة شراء البضائع HT}} \times 360$$

$$\text{مدة دوران المواد الأولية} = \frac{\text{المخزون المتوسط للمواد الأولية}}{\text{تكلفة شراء م.أ. المستهلكة (HT)}} \times 360$$

$$\text{مدة دوران المنتجات تامة الصنع} = \frac{\text{المخزون المتوسط للمنتوج التام الصنع}}{\text{تكلفة الانتاج المباع HT}} \times 360$$

$$\text{المخزون المتوسط} = \frac{\text{مخ}1 + \text{مخ}2}{2}$$

• مدة دوران الزبائن و الموردين:

$$\text{مدة دوران قرض الزبائن} = \frac{\text{الزبائن + أوراق القبض}}{\text{رقم الأعمال TTC}} \times 360 \text{ يوم}$$

تسمح هذه النسبة بمعرفة الاجل المتوسط للتحويل بالأيام.

$$\text{مدة دوران دين الموردين} = \frac{\text{الموردين + أوراق الدفع}}{\text{مشتريات TTC}} \times 360 \text{ يوم}$$

تسمح هذه النسبة بمعرفة الأجل المتوسط للتسديد المقدم من الموردين.

هـ - نسب المردودية: تقيس معدلات المردودية نتائج الأداء العام للمؤسسة و من بينها نتائج مختلف لقرارات التي اتخذها المديرين، وهي نسب تهم المستثمرين والمديرين.

- نسبة المردودية الاقتصادية = $\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأصول الاجمالية}}$

تقيس مردودية الوسائل الاقتصادية التي و ضعتها المؤسسة تحت تصرفها.

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

تقيس مردودية الاموال الخاصة، لهذا فهي تهم المساهمين.

- المردودية التجارية = $\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رقم الأعمال (HT)}}$

تمرين 2: من الميزانية المالية السابقة يطلب منكم حساب النسب المالية التالية:

- السيولة العامة، السيولة المختصرة، الاستقلالية المالية، التمويل الدائم، معدل الاستدانة، المردودية المالية.

الحل:

- نسبة السيولة العامة = $\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}} = \frac{356.116}{103186} = 3.45$

- نسبة السيولة المختصرة = $\frac{\text{تق. ت + المتاحات}}{\text{دق. أ}} = \frac{29294 + 173722}{103186} = 1.96$

- نسبة الاستقلالية المالية = $\frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الخصوم}} = \frac{303500}{521876} = 0.58 = 58\%$

- نسبة التمويل الدائم = $\frac{\text{الاموال الدائمة}}{\text{الاصول الثابتة}} = \frac{418690}{165760} = 2.52$

- معدل الاستدانة = $\frac{\text{الديون المالية/الاموال الخاصة}}{303500/115190} = 0.38$

- المردودية المالية = $\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \frac{55340}{303500} = 0.18 = 18\%$

الفصل الثالث: قرار الاستثمار

I - مفهوم قرار الاستثمار:

(1) **مفهوم القرار** يُعرف اتخاذ القرار بأنه الاختيار من بين مجموعة البدائل بعد دراسة النتائج المترتبة عن كل بديل و أثرها في تحقيق الاهداف .

(2) قرار الاستثمار:

تعد قرارات الاستثمار من اهم القرارات التي تواجه ادارة المؤسسة. حيث تهدف المؤسسة من وراء هذا القرار الى استخدام الاموال المتاحة بشكل يؤدي الى تعظيم ربحيتها و بأقل تكلفة ممكنة .

II - ماهية الاستثمارات :

(1) تعريف الاستثمار:

"هو استخدام مبلغ مالي في عملية ينتظر من ورائها أرباحا مستقبلية موزعة عبر الزمن "

(2) أهداف الاستثمارات:

ان الهدف الاساسي لأي مشروع استثماري هو زيادة عائداته بالإضافة الى الاهداف الموائية :

-تخفيض تكلفة السلعة المنتجة؛

-زيادة القدرة الانتاجية للاستثمارات السابقة ؛

-زيادة حجم المبيعات في المؤسسة.

فالمؤسسة من خلال الاستثمارات تحاول تحسين القدرة الانتاجية القائمة بإدخال التكنولوجيا المتطورة او زيادة عدد الخطوط الانتاجية مما يؤدي الى زيادة في العائدات و تحقيق سيولة اعلى، او تحاول من خلال الاستثمارات فتح اسواق جديدة و بالتالي زيادة مبيعات المؤسسة مما يؤدي الى زيادة الربحية .

III -أنواع الاستثمارات: تصنف الاستثمارات كما يلي :

(1) التصنيف حسب الموضوع (حسب طبيعتها) :

- **الاستثمارات المادية:** وهي اصل مادي يتم استعماله من طرف المؤسسة كالجهاز الانتاجي، المباني المعدات والادوات ، معدات النقل وغيرها .

- **الاستثمارات غير المادية:** هي اصول غير ملموسة تساعد على انجاح المشروع بإعطاء لصاحبه حق معين، او امتياز معين، كالرخص و العلامات، براءة الاختراع، التكوين، البحث والتنمية وغيرها .

- **الاستثمارات المالية:** هي استثمارات في القيم المالية طويلة الاجل و يتوقع الغاؤها في المستقبل .

(2) التصنيف حسب وجهة تخصصها :

- استثمارات الاحلال: باستبدال التجهيزات بأخرى جديدة للحفاظ على القدرة الانتاجية للمؤسسة .
- استثمارات التوسع: بحيازة وسائل اضافية لرفع القدرة الانتاجية.
- استثمارات انتاجية او استثمارات التطوير: بتطوير التجهيزات او التقنيات لتحسين الانتاجية، او بتحسين الفاعلية بالاستثمار في العنصر البشري .
- استثمار التنوع او التجديد: تنوع النشاط بدراسة واعتماد منتجات جديدة وبالبحث عن اسواق جديدة .

(3) التصنيف حسب الاهمية الاستراتيجية: من بين هذه الاستثمارات :

- الاستثمارات الهجومية: تسمح هذه الاستثمارات للمؤسسة من الاستيلاء على حصص جديدة في السوق و يكون لها موقع استراتيجي مقارنة بمنافسيها .
- الاستثمارات الدفاعية: هي استثمارات تسمح للمؤسسة الحفاظ على مكانتها في السوق.

IV-العوامل المؤثرة على تقييم المشروع الاستثماري:

- العوامل التي تؤثر على تقييم اي مشروع استثماري، واتخاذ القرارات فيما يخصه متعددة ، منها :
 - الربحية :هي من اهم الاهداف التي تسعى اليها المؤسسة من وراء استثمارات. فالقرارات الاستثمارية تبنى بشكل اساسي على مؤشرات الربحية، حيث تسمح المفاضلة بين البدائل المختلفة .
 - التضخم: يعني التضخم انخفاض قيمة النقود وارتفاع المستوى العام للأسعار مع زيادة في عرض النقود و هذا يعني ان الدينار الذي سيدفع اليوم للاستثمار لا يعود غدا بنفس القيمة التي هي عليها الان. و الصعوبة تكمن في تحديد معدل التضخم، اذ يجب ان يعكس تقويم المشاريع الاستثمارية توقعات التغير في الاسعار في المستقبل .
 - السوق :يتمثل في دراسة الطلب على منتجات المؤسسة، مع تقدير حجم الانتاج المتوقع و طاقته الانتاجية التصميمية ودراسة وتحليل هيكل الاسعار للمنتج المحلي والمستورد و منه تسعير المنتج الجديد على اساس تكلفة الانتاج المتوقعة ، و دراسة البدائل المنافسة ، وتأثيرها على الانتاج و الطلب مستقبلا و تحديد قنوات البيع و التوزيع .
 - التمويل : و يتمثل في كيفية الحصول على الاموال اللازمة لتمويل الاستثمارات وحجمها و مصادرها ، و على المؤسسة عند تحديد مصادر تمويلها الاخذ بعين الاعتبار مجموعة من النقاط (هيكل التمويل ، المرونة ، التكلفة ، الزمن)حيث تشكل ابعادا مهمة في القرار المالي .

- **الوقت :** لدينا نوعين من الاستثمارات، استثمارات رأسمالية (طويلة الاجل) تحتاج الى اموال ضخمة و يكون فيها عنصر المخاطرة اكبر وتحتاج الى وقت طويل لتحقيق العائد، و استثمارات (قصيرة الاجل) تحتاج الى اموال قليلة و يكون فيها عنصر المخاطرة اقل و تعود بعائدها بعد مدة قصيرة .

- **التكاليف:** للمشروع نوعين من التكاليف، الكلفة الثابتة او الاستثمارية (الآلات، المعدات، وسائل الانتاج،....) وتكاليف المشروع التشغيلية وهي التكاليف المباشرة (تكلفة المواد الخام، واجور العمال) و التكاليف الانتاجية غير المباشرة (السلع الوسيطة، الطاقة، الصيانة،...).

- **المخاطرة :** المخاطرة هي احتمالات الخسارة التي يمكن ان تتعرض لها المؤسسة و التي يتم تقييمها بدراسة مدى التغير في العائدات المتوقعة. والظروف الاقتصادية والسياسية في البلد من العناصر الاخرى للمخاطرة في اتخاذ القرارات الاستثمارية .

V- عناصر المشروع الاستثماري:

من المعطيات الاساسية التي يركز عليها اختيار الاستثمارات :

-المبلغ الاجمالي للاستثمارات ؛

-مدة حياة الاستثمار ؛

-التدفقات المترتبة عن الاستثمارات (التكاليف للتسديد و الايرادات للتحصيل)؛

-القيمة المتبقية للاستثمار؛

-احتياجات رأس المال العامل للاستغلال؛

-تحيين التدفقات النقدية .

(1 المبلغ الاجمالي للاستثمار: يشمل مجموع النفقات التي تتحملها المؤسسة لتنفيذ المشروع الاستثماري و الذي يتكون اساسا من :

-سعر شراء الاصل؛

-التكاليف الملحقه بالشراء (النقل، الجمارك،....)؛

-تكاليف التركيب؛

-تكاليف التشغيل و تكوين العمال .

بالنسبة للاستثمارات الخاصة بمنتجات جديدة ، فيجب تحديد الاحتياج الى راس المال العامل للاستغلال الذي يترتب عن هذا الاستثمار. و في حالة استثمارات الاحلال يتم استبعاد القيمة المتبقية للاستثمار المتنازل عنه.

تكلفة الاستثمار = تكلفة الاستثمار + $\Delta BFRE$ - القيمة المتبقية للأصل القديم

(2) **مدة حياة الاستثمار:** هي مدة استغلال المشروع، وهي الحياة الاقتصادية ولعدم قدرة تقديرها تستبدل و تقدر بمدة الاهتلاك .

(3) **التدفقات النقدية الصافية للاستثمار:** او العوائد المالية السنوية، وهي الفرق بين الايرادات و النفقات المقدرة سنويا للمشروع الاستثماري .

التدفق النقدي للاستغلال او القدرة على التمويل الذاتي $CAF = \text{النتيجة الصافية} + \text{مخصصات الاهتلاكات}$

جدول التدفقات النقدية(مثال مدة حياة المشروع 5 سنوات)

5	4	3	2	1	0	البيان / السنوات
					بداية السنة 1	
x	x	x	x	x		التحصيلات Encaissement -القدرة على التمويل الذاتي CAF -سعر التنازل عن الاستثمار -استرجاع قيمة احتياجات رأس المال العامل للاستغلال BFRE
						المدفوعات Décaissement -قيمة الاستثمار -تغير احتياجات رأس المال العامل للاستغلال $\Delta BFRE$
	x	x	x	x	x	

(4) نمو احتياجات رأس المال العامل للاستغلال :

ينتج عن المشروع الاستثماري زيادة النشاط العام للمؤسسة طيلة مدة حياته، مما يتطلب تعبئة موارد مالية لتمويل احتياجات الاستغلال .

عند نهاية المشروع يتم استرجاع الاموال المستثمرة في دورة الاستغلال اي استرجاع BFRE.

(5) القيمة المتبقية للاستثمار :

عند انتهاء مدة استعمال الاستثمار، يمكن التنازل عنه. فتضاف قيمة التنازل الى التدفقات النقدية .

(6) تحيين التدفقات النقدية :

عادة يتم استثمار راس المال مع بداية السنة، بينما التدفقات النقدية المترتبة عنه تتحقق في نهاية السنة. نظرا للفرق الزمني بينهما من الضروري جعلهما في تاريخ واحد و ذلك بتحيين التدفقات النقدية ، فمعدل التحيين هو معدل المردودية الادنى المنتظر من المؤسسة .

تمرين 3:

مشروع استثماري يتطلب مبنى قيمته 60000 ون، مدة حياته 10 سنوات، كما يتطلب آلات تكاليف شرائها 40000 ون، النقل والتركيب 10000 ون، التأمين 10000 ون، مع قيمة متبقية تقدر بـ 10000 ون. دراسة الجدوى قدر بـ 10000 ون، اما الاحتياج لراس المال العامل لانطلاق المشروع فقدر بـ 20000 ون (يسترجع كليا مع نهاية المشروع) خلال 5 سنوات . قدرت ايرادات المشروع بـ:

140، 145، 150، 153، 155 على الترتيب؛

اما الاجور: 46، 47، 48، 48، 49 على الترتيب؛

و المواد الاولية: 40، 42، 43، 5، 43، 44 على الترتيب؛

و الاعباء الاخرى: 10، 10، 11، 11، 11 على الترتيب.

يعرف الاستثمار اهتلاكا خطيا اما معدل الضريبة على ارباح الشركات 19%.

المطلوب :

- حساب تكلفة الاستثمار ، راس المال المهلك ثم الاهتلاك.

- اعداد جدول التدفقات النقدية الصافية .

الحل:

- حساب تكلفة الاستثمار:

=المبنى+ الالة + النقل و التركيب +التأمين+ دراسة الجدوى +BFRE

$$130000 = 10000 + 10000 + 10000 + 40000 + 60000$$

$$150000 = 20000 + 130000$$

راس المال المهتك = تكلفة الاستثمار - القيم المتبقية و المسترجعة

$$\text{المبنى} = 5 \times (10/60000) = 30000$$

$$\text{القيمة المتبقية} = 30000 - 60000 = 30000$$

القيم المتبقية و المسترجعة = المبنى + الالة + BFRE

$$60000 = 20000 + 10000 + 30000 =$$

$$\text{اذن راس المال المهتك} = 150000 - 60000 = 90000$$

$$\text{الاهتلاك} = 5/90000 = 18000$$

اعداد جدول التدفق النقدي للاستغلال او CAF

الوحدة: 10^3

البيان \ السنوات	1	2	3	4	5
الايرادات	140	145	150	153	155
الاعباء	96	99	102	102,5	104
التدفق النقدي الاجمالي	44	46	48	50,5	51
الاهتلاك	18	18	18	18	18
النتيجة قبل الضريبة	26	28	30	32,5	33
الضريبة 19%	4,94	5,32	5,7	6,18	6,27
النتيجة الصافية	21,06	22,68	24,3	26,32	26,73
الاهتلاك	18	18	18	18	18
التدفق النقدي للاستغلال	39,06	40,68	42,3	44,32	44,73

الوحدة 10³

اعداد جدول التدفق النقدي الصافي او التدفق الصافي للخزينة

5	4	3	2	1	0	
						التحصيلات
44,73	44,32	42,3	40,68	39,06		التدفق النقدي للاستغلال
10						استرجاع القيمة المتبقية للاستثمار
20						استرجاع BFRE
						المدفوعات
					- 130	قيمة الاستثمار
					- 20	BFRE
74,73	44,32	42,3	40,68	39,06	- 150	التدفق النقدي الصافي

VI- المعايير المالية لتقييم المشاريع الاستثمارية :

تسمح هذه المعايير من مقارنة وترتيب مختلف المشاريع محل الدراسة، ثم انتقاء المشروع او المشاريع المقبولة .

(1) طريقة فترة الاستردادDR: تعرف فترة الاسترداد بالزمن اللازم الذي تتساوى من خلاله التدفقات النقدية السنوية الصافية للمشروع مع مبلغ راس المال المستثمر .

ا - في حالة تساوي التدفقات النقدية السنوية الصافية ، تحسب فترة الاسترداد بالمعادلة التالية :

$$DR = I^0 / CN_t$$

حيث : DR:فترة الاسترداد

I^0 :مبلغ الاستثمار الاولي

CN_t : التدفق النقدي السنوي

ب- في حالة عدم تساوي التدفقات النقدية السنوية :

يتم تحديد فترة الاسترداد بطريقة تجميعية اي على اساس تجميع التدفقات النقدية الصافية التي يحققها المشروع للوصول الى مبلغ الاستثمار وعنده تكون السنة هي الفترة اللازمة ليسترد المشروع تكلفته .

(2) القيمة الحالية الصافية:VAN

تعرف القيمة الحالية الصافية بالفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة لاستثمار مبلغ معين و بين القيمة الحالية لتكلفة الاستثمار (القيمة الحالية هي المبالغ التي نتحصل عليها في المستقبل و نعرف قيمتها الان (في التاريخ 0)).

فاذا كانت القيمة الحالية الصافية موجبة فهذا يعني ان القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة اكبر من القيمة الحالية للمبلغ المستثمر و منه المشروع مربحا و العكس صحيح .

تمثل نسبة التحيين المستعملة تكلفة راس المال التي يتغير مستواها حسب شروط الحصول على الموارد المالية .

حساب القيمة الحالية الصافية :

ا- في حالة تساوي التدفقات النقدية، يتم استخدام العلاقة التالية :

$$VAN = CN_t \left[\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right] - I_0$$

حيث :

CN_t: التدفق النقدي السنوي

i: معدل التحيين

n: مدة الاستثمار

I₀: مبلغ الاستثمار الاولي

ب- في حالة عدم تساوي التدفقات النقدية ، يتم استخدام العلاقة التالية :

$$VAN = \left[\sum_{t=1}^n CN_t (1+i)^{-t} \right] - I_0$$

3- مؤشر الربحية IP:

يعد مؤشر الربحية من المؤشرات التي يمكن الاعتماد عليها في قبول او رفض البدائل الاستثمارية ، و يمكن حسابه من العلاقة التالية :

$$IP=1+VAN/I_0$$

$$IP=1/I_0 \times \sum_{t=1}^n CN (1+i)^{-t} \quad \text{أو}$$

4- معدل المردود الداخلي: TRI

ان معدل المردود الداخلي x هو المعدل الذي يجعل القيمة الحالية الصافية مساوية للصفر. او بمعنى آخر هو ذلك المعدل الذي يتساوى عنده راس المال المستثمر ومجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية . يتم حسابه بالعلاقة التالية :

$$\sum_{t=1}^n CN_t(1+x)^{-t} - I_0 = 0$$

$$I_0 = \sum_{t=1}^n CN_t(1+x)^{-t} \quad \text{أو}$$

يتم حل معدل العائد الداخلي بكثرة بالطريقة التالية:

حساب VAN موجب و VAN سالب ثم حساب TRI:

(معدل التحيين الاكبر - معدل التحيين الاصغر) x VAN لمعدل التحيين الاصغر

معدل العائد الداخلي = معدل التحيين الاصغر +

VAN للمعدل الاصغر - VAN للمعدل الاكبر

يقبل المشروع اذا كان معدل المردود الداخلي اكبر من معدل المردودية الادنى الذي تطلبه المؤسسة

اي $i < x$

تمرين 4: اعتمادا على التدفقات النقدية للتمرين 3 السابق يطلب منكم :

- حساب القيمة الحالية الصافية علما ان معدل التحيين هو 10%.

- حساب فترة الاسترداد.

- حساب مؤشر الربحية.

- حساب معدل العائد الداخلي.

الحل:

1- حساب القيمة الحالية الصافية:

$$VAN = [39,06(1,1)^{-1} + 40,68(1,1)^{-2} + 42,3(1,1)^{-3} + 44,32(1,1)^{-4} + 74,73(1,1)^{-5}] - 150$$

نأخذ 6 أرقام بعد الفاصلة بالنسبة لمعامل التحيين $t^{-1}(1,1)$

$$VAN = [35,50 + 33,62 + 31,78 + 30,27 + 46,40] - 150 \\ = 177,5 - 150 = 27,57$$

2- حساب فترة الاسترداد:

السنة	CN_t	CN المجمعة	CN المحينة	CN المحينة المجمعة
1	39,06	39,06	35,50	35,50
2	40,68	79,74	33,62	69,12
3	42,3	122,04	31,78	100,24
4	44,32	166,36	30,27	130,51
5	74,73	241,09	46,40	176,91

- تتحصر فترة الاسترداد بدون تحيين للتدفقات النقدية بين السنة 3 و 4 و لتحديد بدقة نقوم بعملية الاستكمال:

في السنة الرابعة لدينا:

$$44,32 \xleftarrow{12 \text{ شهرا}}$$

$$\text{و الفرق بين (122,04 - 150) 27,96} \xleftarrow{x \text{ شهرا}}$$

$$X = (27,96 \times 12) / 44,32 = 7,5$$

و عليه فترة الاسترداد هي 3 سنوات و 7 اشهر .

- تتحصر فترة الاسترداد بتحيين التدفقات النقدية بين السنة 4 و 5.

$$46,40 \xleftarrow{12 \text{ شهرا}} \text{ في السنة 5 لدينا}$$

$$\text{و الفرق (130,51 - 150) 19,49} \xleftarrow{x \text{ شهرا}}$$

$$X = (19,49 \times 12) / 46,40 = 5$$

و عليه فترة الاسترداد هي: 4 سنوات و 5 اشهر .

3- حساب مؤشر الربحية:

$$IP=1+VAN/I_0=1+27,57/150$$

$$IP=1+0,1838$$

$$IP=1,1838$$

المشروع مقبول في حالة VAN و IP ، فيما يخص مؤشر الربحية فكل دينار مستثمر (منفق) يؤدي الى الحصول على 1,1838 اي ميزة الدينار هي 0.1838 .

4- حساب معدل العائد الداخلي TRI:

$$[39,06(1+x)^{-1}+40,68(1+x)^{-2}+42,3(1+x)^{-3}+44,32(1+x)^{-4}+74,73(1+x)^{-5}] -150=0$$

لدينا عند معدل التحيين 10%، القيمة الحالية الصافية=27,57

و عند 20%، القيمة الحالية الصافية = - 13.31

معدل العائد الداخلي = $10\% + \frac{13,31 - 27,57}{27,57} \times 10 = 10\% + 50,67\% = 60,67\%$

$$6,7+10\%$$

$$TRI = 16,7\%$$

الفصل الرابع: قرار التمويل

I - ماهية التمويل:

ان عملية التمويل من المهام الهامة التي تواجه المؤسسة، حيث تتمثل في ايجاد الاموال اللازمة لتمويل مختلف انشطتها .

فالتمويل هو عبارة عن تدبير والحصول على الاموال الضرورية لاستمرار نشاط المؤسسة ، كما انه عبارة عن طرق و كفايات الحصول على هذه الموارد المالية باقل تكلفة ممكنة. على هذا الاساس يمكن اعطاء تعريف وحيد للتمويل لتعدد التعاريف .

(1) تعريف التمويل: "هو مجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الاموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة و تحديد المزيج التمويلي الامثل من مصادر التمويل المفترضة، الاموال المملوكة من اجل تغطية استثمارات المؤسسة. "

(2) العناصر المحددة لأنواع التمويل: تقوم المؤسسة باختيار التمويل المناسب بالمفاضلة بين المصادر المتاحة و اختيار الانسب منها، و ذلك بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها. ومن المعايير المعتمدة في اتخاذ قرار التمويل ما يلي :

ا - الملائمة : و يعني الملائمة بين الاموال المستخدمة و مجمل الاصول التي يتم تمويلها بتلك الاموال .

ب-المرونة: و يقصد بها قدرة المؤسسة على تعديل مصادر التمويل تبعا لحاجياتها للأموال، اي الملائمة بين الظروف المالية السائدة و بين مصادر الاموال. بعبارة أخرى قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الاموال المقترضة تبعا للتغيرات في الحاجة للأموال.

ج-التوقيت :اختيار المؤسسة الوقت المناسب للحصول على الاموال باقل تكلفة ممكنة .

د-العائد :هو حجم العائد على الاستثمار المتوقع الحصول عليه من تلك الاموال المقترضة .

هـ-الخطر: ان قرارات اختيار مصادر التمويل المناسبة تحتاج الى دراسة الخطر المترتب عن كل مصدر تمويلي (وهنا الخطر التمويلي يعني مدى تعرض المؤسسة لمخاطر الافلاس لزيادة اعباء خدمة الدين).

II مصادر التمويل : يمكن للمؤسسة الاعتماد على الاموال الخاصة لتغطية احتياجاتها من الاموال على شكل تمويل ذاتي او رفع راس المال، و في حالة عدم كفايتها، تلجأ الى الموارد الخارجية على شكل ديون .

(1)الاموال الخاصة :هي اموال موضوعة تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة بغرض تمويل احتياجاتها المالية و الاستثمارية. و هي تمثل المجموع الجبري للحصص، فروقات اعادة التقييم، النتيجة قبل التوزيع

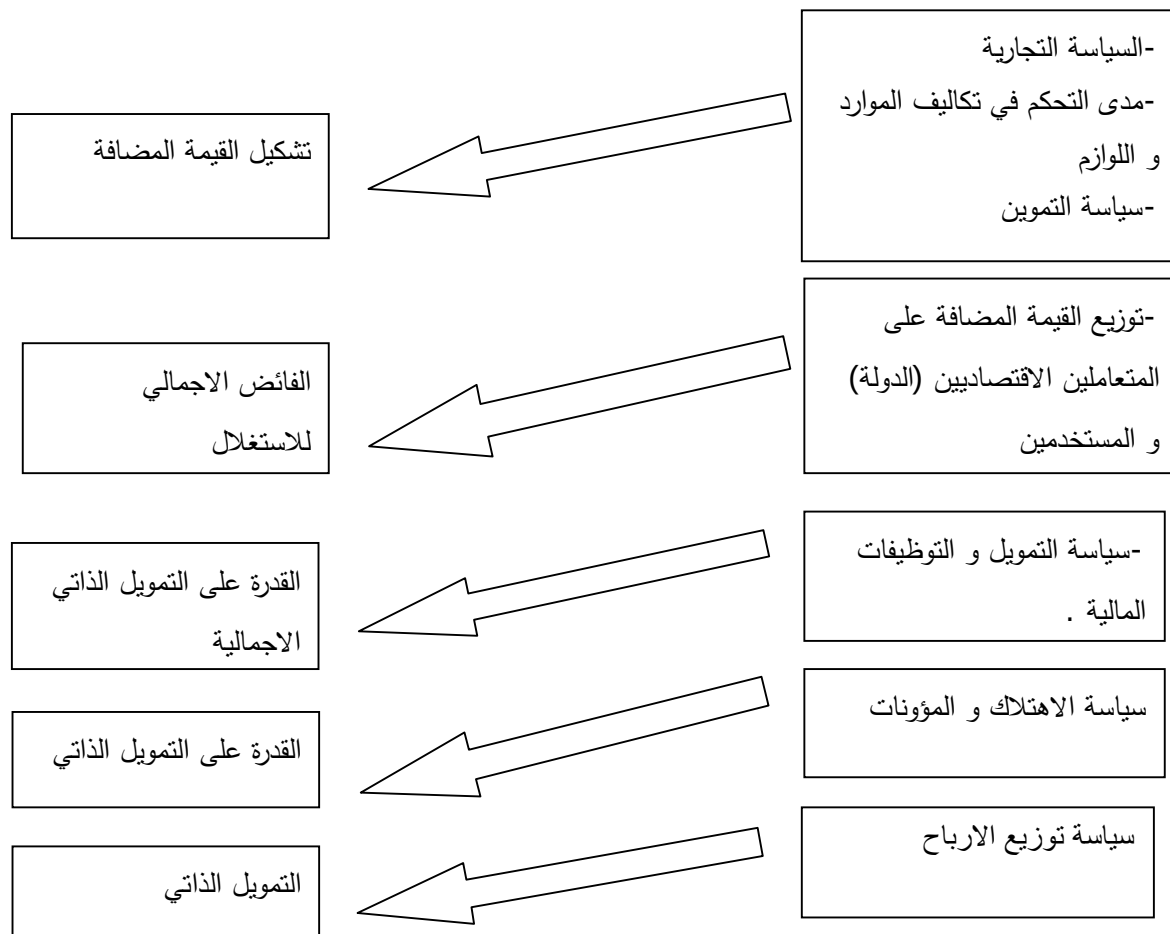
واعانات الاستثمار. وهي مصدر تمويلي للمؤسسة، تساهم مع الاموال المقترضة في تمويل نشاطات المؤسسة .

يتمثل التمويل بالأموال الخاصة في نوعين و هما التمويل الذاتي و رفع راس المال .

١-التمويل الذاتي : هي مجموعة من الموارد المالية التي يمكن الحصول عليها من النشاط الاساسي للمؤسسة، فهو تلك النتائج الاجمالية التي يعاد استثمارها في المستقبل بعد توزيع مكافآت راس المال لينتج عنها فائض نقدي موجه لتمويل نمو المؤسسة .

تكوين التمويل الذاتي : يتم تشكيل التمويل الذاتي بواسطة عدة عناصر اساسية نوضحها فيما يلي :

شكل رقم 1: مراحل تشكيل التمويل الذاتي



يوضح لنا الشكل اعلاه مراحل تكوين التمويل الذاتي .

-ينطلق من الايرادات التجارية المحققة ، حيث يغطي رقم الاعمال الاستهلاكات الوسيطية ليكون مؤشر القيمة المضافة .

- تغطي القيمة المضافة المحققة مصاريف المستخدمين و مصاريف الضرائب و الرسوم لتشكل الفائض الاجمالي للاستغلال EBE

EBE=القيمة المضافة - (مصاريف المستخدمين +ضرائب و رسوم)

-الفائض الاجمالي للاستغلال يعبر عن اداء دورة الاستغلال و قدرتها على توليد فوائض مالية، و التي تساهم في تغطية المصاريف المالية و مصاريف اخرى .

-القدرة على التمويل الذاتي CAF: هو النتيجة الاجمالية المحققة حسب المراحل السابقة، و هو الحصيلة النهائية للتدفقات المالية الحقيقية قبل توزيع الارباح .

CAF=النتيجة الصافية +الاهتلاكات و المؤونات -استرجاع على خسارة القيمة والمؤونة - حصة اعانة الاستثمار المحولة الى ناتج - فائض القيمة للتنازل عن الاستثمار .

-التمويل الذاتي : هو الرصيد المتبقي من القدرة على التمويل الذاتي بعد توزيع مستحقات المساهمين ، حيث يمثل الفوائض المالية التي يعاد استثمارها .

التمويل الذاتي CAF= -الارباح الموزعة على المساهمين .

ان تحقيق تمويل ذاتي مرتفع في المؤسسة يجعلها تحقق الاستقلالية المالية و الاستقرار في التمويل ، اما في حالة ضعف التمويل الذاتي تلجأ المؤسسة الى فتح راس مالها للمساهمة مما يفقدها استقلاليتها بتعرضها لقيود المساهمين .

توجه الفوائض المالية المحققة على شكل تمويل ذاتي نحو تسديد الديون و تعزيز مستوى الاموال الخاصة بضم الاحتياطات ، فذلك يؤدي الى توسيع حجم الاستثمار .

ب - رفع راس المال : في حالة عدم تغطية الاحتياجات المالية بالتمويل الذاتي، تلجأ المؤسسة الى رفع راسمالها والذي ياخذ عدة صيغ:

1-زيادة راس المال بمساهمات عينية: و ذلك بوضع استثمار مادي او معنوي تحت تصرف المؤسسة. و بذلك تزيد الاصول و ترتفع الاموال الخاصة، والاموال الدائمة. كما تؤثر هذه الزيادة في الاصول المتداولة بزيادتها، بزيادة الطاقة الانتاجية (نمو النشاط).

2- زيادة راس المال بمساهمات نقدية: اي على شكل نقود سائلة و الذي يؤدي الى ارتفاع الاموال الخاصة و السيولة المالية. و تكون المساهمة عن طريق:

-**الاسهم العادية :** وهي عبارة عن حصص متساوية القيمة لراس مال الشركة. وهي وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويلة الاجل. تقوم شركات الاسهم باصدارها مرة واحدة خلال مدة حياتها، اي عند التأسيس

تنتهي المساهمة مع تصفية الشركة ، يتحصل حامل السهم العادي على ارباح عندما تقرر الشركة توزيعها و يتحمل المخاطر التي تتعرض لها الشركة ، و كل هذا بمقدار مساهمته فيها. و يحق لحامل السهم العادي التصويت في الجمعية العامة (المشاركة في التسيير).

للسهم قيم مختلفة:

- القيمة الاسمية وهي القيمة التي ينص عليها في عقد تأسيس الشركة و هي راس المال /عدد الاسهم .
- القيمة الدفترية وهي قيمة السهم المحاسبية، و هي موجودات الشركة مطروحا منها جميع الالتزامات في ذلك الوقت اي حقوق الملكية /عدد الاسهم المصدرة او صافي (الاصول)(الموجودات)-الديون المختلفة)/عدد الاسهم .
- القيمة السوقية هو سعر السهم في السوق المالي والذي يتحدد وفق الظروف الاقتصادية العامة و اداء الشركة المتوقع و ظروف العرض و الطلب .
- القيمة التصفوية هي قيمة السهم عند تصفية الشركة، وهي تساوي الاموال المتبقية بعد التصفية / عدد الاسهم .

-الاسهم الممتازة : هي تجمع بين صفتي الاسهم و السندات .

فمن الخصائص التي تجمعها مع الاسهم العادية :

- انها اموال ملكية ؛
- ليس لها موعد استحقاق ؛
- تحصل على نصيبها من الارباح.
- اما من الخصائص التي تجمعها مع السندات :
- ربحها محدد سنويا كنسبة مئوية؛
- ليس لها حق الادارة و التصويت .
- عند التصفية تأتي الاسهم الممتازة بعد الديون في الاولوية و قبل المساهمين العاديين .

3- زيادة راس المال بضم الاحتياطات : هو عبارة عن ضم الاحتياطات الموضوعة في شكل ارباح غير موزعة الى الاموال الخاصة . و هذا النوع من التمويل لا يؤدي الى تحسين لا الهيكل المالي و لا التوازن المالي، وانما هو مجرد اعادة ترتيب موارد المؤسسة .

4- زيادة راس المال عن طريق تحويل الديون: هذه الوسيلة لا تؤدي الى ارتفاع مستوى السيولة النقدية و تدمج في شكل اموال خاصة دائمة ، و تأخذ شكلين حسب طبيعة الدين :

-**تحويل الديون قصيرة الاجل** :ان تحويل الديون قصيرة الاجل الى الاموال الخاصة يؤدي الى تحسين راس المال العامل الصافي و بذلك تزيد الموارد المالية المخصصة لتمويل الاصول المتداولة .

-**تحويل الديون المتوسطة و الطويلة الاجل** : هذا الشكل لا يؤدي الى تغيير تركيبة الهيكل المالي انما يحسن الاستقلالية المالية باستبعاد اجال الاستحقاق .

(2) الديون (الاستدانة): عادة الاموال الخاصة لا تكفي لتمويل احتياجات المؤسسة ، و حتى تحافظ على مستوى مقبول للاستثمار ، تلجا الى الاستدانة للحصول على الاموال ، بشروط و اجراءات تختلف باختلاف المصدر التمويلي .

أ - القرض السندي : القرض السندي يعتبر دعوة عامة للدخار و هو وسيلة للتمويل خاصة بالمؤسسات الكبرى و الهيئات العامة ، حيث تلجا المؤسسة الى الجمهور من اجل الاكتتاب و ايداع اموالهم لديها .
تلجا المؤسسة عند اصدار السندات الى وساطة بنك او مجموعة بنوك مقابل عمولة خدمات او عمولة ضمان .

تعريف السند : عبارة عن وثيقة تبيعها المنشأة للجمهور بقيمة اسمية محددة و تحمل فائدة محددة يتم دفعها اما كل ستة اشهر مرة او كل سنة مرة و لها موعد استحقاق طويل نسبيا .
يتم اصدار السندات بوسيلتين :

- الاصدار الخاص :حيث تباع السندات المصدرة ، لعدد محدود من المستثمرين و هي التي تصدر عن طريق البنك المركزي .

- الاصدار العام :حيث تعرض السندات للبيع على الجمهور العام ، و هي التي تصدر عن الشركات و المؤسسات الخاصة .

مقارنة بين السندات و الاسهم :

-يمثل السند ديناً على الشركة في حين يمثل السهم حقاً في الملكية؛

-يحصل حامل السند على عائد ثابت هو الفائدة في حين يحصل حامل السهم على الربح اذا تحقق؛

-يتقدم (يسبق) حملة السندات في حقوقهم كدائنين على حملة الاسهم ؛

-للسندات اجل محدود تسدد قيمته و لا اجل لاسهم؛

- لا حق لحملة السندات المشاركة في التسيير في المؤسسة (كالتصويت و المشاركة في الادارة)
و لحملة الاسهم الحق في ذلك .

اسباب اللجوء الى السندات (القرض السندي) :

من بين اسباب اختيار القرض السندي بالنسبة للمؤسسة ما يلي :

- الاستفادة من مزايا الربح المالي : حيث يشترط ان تكون تكلفة السند اقل من العائد المتوقع على استثمار الاموال المقترضة حتى يبقى بين التكلفة و المردود فائض يحسن العائد على حقوق اصحاب المؤسسة .
- التكلفة :تكلفة الاقتراض محدودة حيث السندات لا تشارك في الارباح في حالة زيادة في تحقيقها .
- الميزة الضريبية: تعتبر الفائدة المدفوعة على السندات من النفقات بذلك تزيد من النفقات الخاضعة للضريبة.
- زيادة موارد التمويل المتاحة للمؤسسة .

ب- قرض الايجار (الاستئجار):

الاستئجار هو عقد يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها لمالك اصل من الاصول لقاء انتفاع الاول بالخدمات التي يقدمها الاصل المستأجر لفترة معينة .

يقوم المستأجر بدفع مبلغ الاستئجار والمسمى بالدفعات النقدية لمالك الاصل وهي تمثل كلفة الاصل مضافا اليه الفوائد .

تلجأ المؤسسة لاستئجار الاصول بدلا من شرائها لأسباب عديدة:

- اما حاجتها لذلك الاصل مؤقتة و موسمية ؛
 - اما لا تسمح لها امكانياتها الخاصة بشرائه ؛
 - اما تكلفة استئجار الاصل اقل من تكلفة الحصول عليه عن طريق قرض؛
 - اما بسبب التطورات التكنولوجية .
- الاستئجار نوعين :الاستئجار التمويلي و الاستئجار التشغيلي و لكل خصائصه ، منها ان الاول ينتهي عقده بالتملك اما الثاني له حق الغاء عقد الايجار و اعادة الاصل الماجور قبل انتهاء مدة الايجار .
- عند نهاية مدة عقد الايجار ، تكون امام المستأجر ثلاثة خيارات :
- التنازل عن الاصل ؛
 - تجديد مدة الاستئجار؛
 - شراء الاصل .

جـ- القروض البنكية: تلجأ المؤسسة الى الاستدانة من البنوك تبعاً للهدف المحدد ، حيث تقسم القروض حسب الاستخدامات الى :

1- قروض الاستثمار: تقدم من البنوك لتمويل الاستثمارات المادية والمعنوية، وهي تعتبر من الموارد المالية الدائمة. منها القروض المتوسطة الاجل تتراوح مدتها من سنتين الى 7 سنوات ، موجهة لتمويل بعض العمليات الرأسمالية للمؤسسات مثل شراء الآلات . والقروض طويلة الاجل تصل مدتها الى 10 سنوات و توجه لتمويل الاستثمارات طويلة الاجل مثل الحصول على عقارات : اراضي ، مباني لمختلف استعمالات المؤسسة .

يتم تسديد قروض الاستثمار بإحدى الطرق التالية :

- عن طريق دفعات ثابتة؛

- عن طريق الاهتلاك الثابت ؛

- في اخر مدة القرض او ما يسمى in fine.

يشترط الحصول على قروض الاستثمار ضمانات يفرضها البنك على المقترض عادة ما تكون الاستثمار الذي تم تمويله او الرهن .

2- قروض الاستغلال: تهدف الى تمويل دورة الاستغلال، وهي قروض قصيرة الاجل تهدف الى سد الحاجيات المالية للدورة ، الناتجة عن التباعد الزمني بين عمليات البيع و آجال التحصيل وهي قروض مرتبطة بالتوازن المالي على المدى القصير. و تأخذ الاشكال التالية :

-تسهيلات الصندوق: هي بمثابة تسهيلات لخزينة المؤسسة تتحصل عليها من البنوك التجارية بهدف تغطية مختلف الفوارق التي يمكن ان تقع بين المدخلات و المخرجات من فترات النشاط . تتمثل العملية في اعطاء حق للمؤسسة ان يكون رصيد حسابها الجاري لدى البنك مدينا لعدد معين من الاشهر ، لتغطية عجز الآني لخزينة المؤسسة (لتسديد الاجور ،شراء مواد اولية)

-السحب على المكشوف : هو قرض قصير الاجل موضوعا تحت تصرف المؤسسة من قبل البنك و هو لا يختلف كثيرا عن تسهيلات الصندوق ، يسمح بالمواجهة المؤقتة لاحتياجاتها المالية لعمليات معينة كتغطية احتياجات راس المال العامل ، مدته تتعدى الشهر احيانا .

- القرض الموسمي: هو نوع خاص من القروض البنكية ينشأ عندما يقوم البنك بتمويل نشاط موسمي لاجل زبائنه ، مدته لا تتجاوز السنة .

-خصم الاوراق التجارية يمكن للمؤسسة التي بحوزتها اوراقا تجارية بتحويلها الى سيولة قبل مواعيد استحقاقها بخصمها لدى البنك مقابل التنازل عن جزء من قيمتها و تحمل مصاريف وعمولات الخصم .
يسمح الخصم بالتعجيل في دفع قيمة الاوراق التجارية من جهة و التنازل عن قيمة الدين لصالح البنك ونقل ملكية الاوراق التجارية اليه من جهة اخرى .

د - الائتمان التجاري :هو تمويل قصير الاجل ، يمنحه المورد للمشتري عندما يقوم هذا الاخير بشراء بضائع او مواد اولية مقابل وعد بالتسديد في تاريخ لاحق .
الائتمان التجاري ينتج عن العمليات التجارية العادية للمؤسسة لذلك يعتبر مصدر تمويل تلقائي او طبيعي كما يؤدي تمديد فترة التمويل و زيادة حجم المشتريات الى حصول المؤسسة على تمويل اضافي .
تأخذ طريقة التسديد الاشكال التالية:

1-الحساب الجاري المفتوح : تتمثل في التسجيلات في الدفاتر المحاسبية لكل من المؤسسة و مورديها لهذه العمليات ، حيث تسجل المؤسسة ما عليها من ديون اتجاه مورديها ، و بالمقابل يسجل الموردون ما لديهم من حقوق اتجاه المؤسسة محاسبيا من خلال حساب العملاء .

2-الاوراق التجارية :تتمثل اساسا في السند لأمر والكمبيالة، يتم تحريرها من قبل المؤسسة بمبلغ المشتريات لفائدة المورد كسداد لقيمتها ، تسجل الاوراق التجارية محاسبيا ، من خلال حساب اوراق الدفع في المؤسسة ، بينما تظهر في الدفاتر المحاسبية للمورد من خلال اوراق القبض. هذه الاوراق قابلة للتظهير للغير او خصمها لدى البنك قبل موعد استحقاقها و تحويلها الى سيولة نقدية ، مقابل عمولة الخصم التي تمثل عائد للبنك لقاء العملية .

III تكلفة رأس المال:

تتحمل المؤسسة في سعيها نحو تمويل احتياجاتها المالية تكاليف مصادر هذه الاحتياجات، حيث تؤثر هذه التكاليف على النتائج والمردودية الإجمالية. لذلك يمكن قياس البعض منها، تكلفة الأموال الخاصة و تكلفة الاستدانة(لاقتراض).

(1) تكلفة الأموال الخاصة: يمثل معدل المردودية المطلوب من المساهمين على أموالهم المستثمرة في المؤسسة. هناك عدة طرق لتقييم تكلفة الأموال الخاصة منها نموذج نمو ارباح الأسهم.
نموذج نمو أرباح الأسهم وهو نموذج Shapiro-Gordon ، يسمح بتقييم الأسهم بتحيين الأرباح بمعدل نمو ثابت.

باعتبار أرباح الأسهم المستقبلية تزيد بمعدل نمو ثابت g. الأرباح Dt للسنة t يمكن التعبير عنها بدلالة الأرباح D1 للسنة 1 بالعلاقة التالية:

$$Dt=D_1(1+g)^{t-1}$$

ومن خلال النموذج العام لتقييم السهم فإن سعر السهم في الوقت الحاضر و المتمثل بـ V_0 يساوي إلى مجموع ارباح الاسهم المستقبلية المحينة و التي تؤول إلى مالا نهاية.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+R_i)^t}$$

حيث: V_0 : هو سعر السهم في الزمن الحاضر (0)

D_t : هو ارباح الاسهم المستقبلية للسنة t

R_i : تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة و هو معدل التحيين.

باعتبار عدد الفترات t تؤول إلى مالا نهاية و أن أرباح الأسهم تكون متزايدة تتحصل على العلاقة النهائية التالية:

$$V_0 = D_1 / (R_i - g)$$

ومنه:

$$R_i = D_1 / V_0 + g$$

تمرين 5:

يريد مستثمر شراء عددا من أسهم الشركة "X" فتحصل على المعلومات التالية من محلل مالي ببورصة الجزائر: بعد سنة أي $t=1$ ربح السهم يساوي 240 دج، سعر السهم حاليا في $t=0$ يساوي 2000 دج، ومن المتوقع أن ينمو ربح السهم بمعدل 5% سنويا . ما هو معدل العائد المنتظر من هذا المستثمر .

$$\begin{aligned} R_i &= D_1 / V_0 + g \\ &= 240 / 2000 + 0.05 \\ &= 0.17 = 17\% \end{aligned}$$

2- تكلفة الديون المالية (الإقتراض):

من الناحية المحاسبية تمثل تكلفة الديون المالية المصاريف المالية الصافية للمصادر المالية الخارجية الفوائد، العلاوات، العمولات، وأعباء أخرى (معدل الفائدة قبل الضريبة مطروحا منه الوفورات الضريبية) مقدار الفائدة $\times$ (معدل الضريبة)).

من الناحية المالية تكلفة الإقتراض هو معدل العائد الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات الداخلة و التدفقات الخارجة المرتبطة بعملية التمويل أي المعدل الذي يتساوى عنده مبلغ القرض الفعلي الذي تحصلت عليه المؤسسة مع مجموع الأقساط الدورية المسددة من طرفها. أي:

$$D = \sum R / (1 + K_d) + V / (1 + K_d)^n$$

حيث:

D : هو صافي المتحصلات من الأموال المقترضة.

K_d : تكلفة الإقتراض.

R: الفوائد الدورية (التسديدات rembursement).

V: قيمة القرض المسدد في تاريخ الاستحقاق.

تمرين 6:

قرض استثماري قدره 1000ون يسدد بعد 04 سنوات بمعدل فائدة 10% .إعداد جدول إهلاك القرض بالطريقتين: -التسديد بدفعات ثابتة . - التسديد بالإهلاك الثابت.

1- التسديد بدفعات ثابتة:

$$\begin{aligned} A &= C_0 \times i / 1 - (1+i)^{-n} \\ &= 1000 \times 0.1 / 1 - (1.1)^{-4} \\ &= 1000 \times 0.315471 \\ A &= 315.47 \end{aligned}$$

حيث:

A: مبلغ الدفعة

C₀: مبلغ القرض

i: معدل الفائدة

حساب الفائدة : $I = 1000 \times 10\% = 100$

السنة الأولى : $315.47 = A$ <= الإهلاك $215.47 = 100 - 315.47$

السنة الثانية: $I = 1000 - 215.47 \times 10\% = 78.45$

الإهلاك $237.02 = 78.45 - 315.47$

السنة الثالثة: $I = 784.53 - 237.02 \times 10\% = 54.75$

الإهلاك $260.72 = 54.75 - 315.47$

السنة الرابعة: $I = 260.72 - 547.51 \times 10\% = 28.68$

الإهلاك $286.79 = 28.68 - 315.47$

جدول الإهلاك السنوي

السنوات	رأس المال المتبقي	الإهلاك	الفوائد	الدفعات
1	1000	215,47	100	315,47
2	784,53	237,02	78,45	315,47
3	547,51	260,72	54,75	315,47
4	286,79	286,79	28,68	315,47

2- التسديد باهلاك ثابت :

الاهتلاك $= 1000 / 4 = 250$

جدول الاهتلاك :

السنوات	رأس المال المتبقي	الاهتلاك	الفوائد	الدفعات
1	1000	250	100	350
2	750	250	75	325
3	500	250	50	300
4	250	250	25	275

تمرين 7:

ليكن لدينا قرض قيمته 1000ون بمعدل فائدة 12%، يسدد بعد اربع سنوات و معدل الضريبة على الارباح يساوي 3/1.

-حساب تكلفة القرض

جدول الاهتلاك : يسدد القرض دفعة واحدة في نهاية الفترة بما يسمى in fine

السنوات	مبلغ القرض	الفوائد	الاهتلاك	الدفعات	لوفورات الفوائد	الضريبة على	التسديدات الصافية
1	1000	120	-	120	40=3/1×120	80	80
2	1000	120	-	120	40	80	80
3	1000	120	-	120	40	80	80
4	1000	120	1000	1120	40	1080	1080

حساب تكلفة القرض:

$$1000=80(1+K_d)^{-1}+80(1+K_d)^{-2}+80(1+K_d)^{-3}+1080(1+K_d)^{-4}$$

$$K_d=8\%$$

(3) التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال CMPC: هي عبارة عن التكلفة المتوسطة لمختلف مصادر التمويل للمؤسسة الاموال الخاصة (FP) والديون المالية (D). وتمثل معدل المردودية الادنى المنتظر من المشاريع الاستثمارية لهذا تعتبر مؤشر هام في اتخاذ قرار الاستثمار.

حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال :

C رأس المال = الأموال الخاصة + الديون

و لدينا النسبتين : الأموال الخاصة / رأس المال ، الديون / رأس المال

K_E : مردودية الأموال الخاصة.

K_d : تكلفة الديون.

و نتحصل على القانون:

$$CMPC = (FP/C \times K_E) + (D/C \times K_d)$$

و عند فرض الضريبة على أرباح الشركات يضرب الجزء الثاني بـ $(1-t)$ و تصبح العلاقة كالتالي:

$$CMPC = (FP/C \times K_E) + (D/C \times K_d)(1-t)$$

تمرين 8:

يقدر رأس المال مؤسسة x بـ 1000.000 ون منها 750.000 ون أموالا خاصة أي $\frac{3}{4}$ و 250.000 ون ديون أي $\frac{1}{4}$. ينتظر المساهمون معدل مرد ودية يقدر بـ 12% أما معدل الفائدة على الديون فيقدر بـ 7%. تخضع المؤسسة إلى الضريبة على الأرباح بمعدل 19%.

تسعى المؤسسة الاستثمار في تجهيزات جديدة بتكلفة 100.000 ون ، مدتها الاقتصادية 05 سنوات التدفقات النقدية المنتظرة من هذا الاستثمار هي:

السنة الأولى	السنة الثانية	السنة الثالثة	السنة الرابعة	السنة الخامسة
20000	25000	30000	35000	35000

المطلوب:

1- حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال .

2- حساب القيمة الحالية الصافية.

الحل: 1- حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال

$$\begin{aligned} \text{CMPC} &= (750000/1000000 \times 0.12) + (250000/1000000 \times 0.07) \times (1 - 0.19) \\ &= 0.09 + 0.014175 \\ &= 10.4175\% \end{aligned}$$

2- حساب القيمة الحالية الصافية

$$\begin{aligned} \text{VAN} &= [20000(1+10.42)^{-1} + 25000(1+10.42)^{-2} + 30000(1+10.42)^{-3} + 35000(1+10.42)^{-4} \\ &\quad + 35000(1+10.42)^{-5}] - 100000 \\ &= [18112.66 + 20504.275 + 22283.22 + 23543.8 + 21322.035] - 100000 \\ &= 105765.99 - 100000 \\ &= 5765.99 \end{aligned}$$

المراجع

I- بالعربية

- 1- الحاج طارق، مبادئ التمويل، عمان، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2010.
- 2- الشنطي أيمن، الحدرب زهير، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، الأردن، دار البداية الطبعة الأولى 2010.
- 3- الشخي حمزة، لجزاري إبراهيم، الإدارة المالية الحديثة، عمان، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 1998.
- 4- بن ساسي الياس، قريشي يوسف، التسيير المالي، الجزائر، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية 2011.
- 5- جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، لبنان، دار النهضة العربية.
- 6- خميسي شيخة، التسيير المالي للمؤسسة، الجزائر، دار هومه، 2010.
- 7- زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2010-2011.
- 8- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الإسكندرية، مصر، دار الجامعة الجديدة، 2002.
- 9- كراجة عبد الحليم و آخرون، الإدارة و التحليل المالي، عمان، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية 2006.
- 10- مصطفى رشيد، النقود و المصارف و الائتمان، مصر، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1999.

II - بالفرنسية

- 1- Beysul Aytac, Cyrille Mandou, Investissement Et Financement De L'entreprise, France, De Beock Supérieur.
- 2-Cohen Elie, Gestion Financière De L'entreprise Et Développement Financier, Paris, EDICEF, 1991.
- 3-Grand Guillot, Béatrice Et Francis, Exercices D'analyse Financière, Gualino, 5eme Ed, 2010-2011.
- 4- Legros Georges, Finance D'entreprise, Paris, Dunod, 2eme Ed, 2014.
- 5- Meyer Gilles, Finance D'entreprise, Paris, Hachette Supérieur 2010.

III-المواقع الإلكترونية:

1-Fekkak.L ,Gestion Financière, Exercice Corrigés, Faculté Des Sciences Juridiques Et Economiques De Fes,2014-2015.

<http://btscgo.perso.sfr.fr/fsjes.usmba.ac.ma/cours/fekkak>

2-مختلف مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية.

<http://www.btscgo.taelim.com./showthread>

3-آليات تمويل المؤسسات الصغيرة

<http://thesis.univ-biskra.dz>

4-Choix Des Investissements Et Du Financement, Exercices Corrigés. file:///C:/users/ choix des investissement et de financement

5-التحليل المالي بين المحاسبة و الإدارة

<http://islamfin.go-forum.net/montada-f23>

6-بحث كامل عن التحليل المالي

<http://www.lmdbnimessous.prog.f1/forum/index.php>

7-عرض عام حول الوظيفة المالية في المؤسسة

<http://softsb.com/forum/topic13369.html>

8-التسيير المالي و التحليل المالي لا خلط بعد اليوم

<http://islamfin.go-forum.net/mountada-f23/topic>