

جامعة الجزائر 3 – إبراهيم سلطان شيبوط



كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

مالية المؤسسة

مطبوعة جامعية موجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس
شعبة المالية والمحاسبة قسم العلوم التجارية

من إعداد الأستاذ: **خوري نبيل**
أستاذ محاضر صنف أ – قسم علوم التسيير

السنة الجامعية: 2020-2021



أهداف التعليم :

تهدف هذه المادة إلى تبيان أسس المالية في المؤسسة الاقتصادية

المعارف المسبقة المطلوبة :

معرفة مسبقة بتسيير المؤسسات و وظائف التسيير في المؤسسة

محتوى المادة:

- 1- الوظيفة المالية في المؤسسة
- 2- التحليل المالي
- 3- التحليل الكلاسيكي
- 4- التحليل الديناميكي
- 5- قرار الاستثمار
- 6- مصادر التمويل

طريقة التقييم: (نوع التقييم و الترجيح)

- مستمر 50 %
- امتحان 50 %

المراجع:

- 1- مبارك لسلوس : التسيير المالي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2004.
- 2- بن سامي الياس و يوسف قريشي : التسيير المالي – دروس و تطبيقات . دار وائل عمان الأردن 2011,
- 3- Patrice vizzavona : La gestion financière , éditions Atol , Paris , 1996
- 4- Pierre vernimmen : Finance de l'entreprise , éditions dalloz , Paris , 2014

قائمة المحتويات:

	المقرر الرسمي بمقياس مالية المؤسسة
	قائمة المحتويات
	قائمة الاشكال
	قائمة الجداول
1	المقدمة
4	الفصل الأول: الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية
4	تمهيد
5	1. تعريف المؤسسة الاقتصادية
8	2. هدف المؤسسة الاقتصادية
8	1.2. هدف المؤسسة حسب نظرية المساهمين (Shareholders theory)
8	2.2. هدف المؤسسة حسب نظرية أصحاب المصالح (stakeholders theory)
10	3. مفهوم الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية
13	4. مكانة الوظيفة المالية بالنسبة للوظائف الأخرى في المؤسسة الاقتصادية
14	5. أهم الوظائف في المديرية المالية
16	خلاصة
17	الفصل الثاني: التحليل المالي في المؤسسة الاقتصادية
17	تمهيد
18	1. القوائم المالية في النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF
19	1.1. الميزانية
22	2.1. جدول النتائج
24	3.1. جدول سيولة الخزينة
25	4.1. جدول تغير الأموال الخاصة
26	5.1. الملحق
27	2. مفهوم التحليل المالي
29	3. التحليل المالي للميزانية وفق منظور السيولة - الاستحقاق
29	1.3. مبادئ السيولة والاستحقاق
30	1.1.3. ترتيب الأصول وفق درجة السيولة وترتيب الخصوم وفق درجة الإستحقاق
31	2.1.3. تقييم عناصر الميزانية بالقيمة الحقيقية
32	2.3. أهم المعالجات اللازمة للميزانية من منظور السيولة - الاستحقاق

32	معالجة 01: إعادة تقييم الأصول بالقيمة الحقيقية
32	معالجة 02: الاعتماد الايجاري
33	معالجة 03: المخزون الدائم
33	معالجة 04: نتيجة السنة المالية
33	معالجة 05: القروض البنكية
34	معالجة 06: المؤونات للأعباء
34	معالجة 07: الأصول الوهمية
35	3.3. ميزانية السيولة
38	4.3. التوازن المالي للمؤسسة
39	1.4.3. رأس المال العامل الصافي (Net Working Capital)
43	2.4.3. إحتياجات رأس المال العامل (Working Capital Requirements)
44	3.4.3. الخزينة الصافية
46	4.4.3. الدورة التشغيلية ودورة التحول النقدي للمؤسسة
48	5.4.3. مبررات الإحتفاظ بالسيولة والحجم الأمثل للنقدية
49	أ. نموذج Baumol (1952)
49	ب. نموذج Miller & Orr (1966)
50	5.3. النسب المالية الملائمة لمنظور السيولة - الاستحقاق
50	أ. نسب السيولة
52	ب. نسب الملاءة المالية
53	ج. نسب الدوران
56	4. التحليل المالي الديناميكي للميزانية
57	1.4. تعريف جدول التمويل
57	2.4. شكل جدول التمويل
57	1.2.4. القسم الأول من جدول التمويل
58	2.2.4. القسم الثاني من جدول التمويل
59	خلاصة
60	الفصل الثالث: قرار الإستثمار في حالة التأكد
60	تمهيد
61	1. القرارات المالية في المؤسسة
61	1.1. قرار الاستثمار
62	2.1. قرار التمويل

63	3.1. قرار توزيع الأرباح
64	2. ماهية الاستثمار
65	3. عناصر الاستثمار
65	1.3. مبلغ إقتناء الأصول الثابتة
65	2.3. المصاريف المرتبطة بإقتناء الأصول الثابتة
65	3.3. الارتفاع الأولي في إحتياجات رأس المال العامل
66	4.3. تكلفة الفرصة البديلة (Opportunity costs)
66	5.3. أثر المشروع الجديد على المشاريع الأخرى للمؤسسة
66	4. عمر المشروع الاستثماري
67	5. القيمة المتبقية من المشروع الاستثماري
67	6. معدل التحيين
68	7. تحديد التدفقات النقدية المتولدة من المشروع الاستثماري
70	8. معايير اختيار الاستثمارات في حالة التأكد
70	1.8. معيار القيمة الحالية الصافية
71	2.8. معيار معدل العائد الداخلي
71	3.8. معيار فترة الاسترداد المستحدثة
73	خلاصة
74	الفصل الرابع: مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية
74	تمهيد
75	1. طرق تمويل المؤسسة الاقتصادية
75	1.1. طرق التمويل طويلة المدى
75	1.1.1. التمويل بالأموال الخاصة
76	أ. التمويل الداخلي بالأموال الخاصة
77	ب. التمويل الخارجي بالأموال الخاصة
77	2.1.1. التمويل بالقرض السندي
77	3.1.1. التمويل بالقرض البنكي طويل المدى
77	4.1.1. التمويل بالقرض الإيجاري
78	2.1. طرق التمويل قصيرة المدى
78	1.2.1. تسيير إحتياجات رأس المال العامل
79	2.2.1. القروض البنكية قصيرة المدى
79	2. سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية

79	1.2. التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
80	2.2. مبرهنة حياد هيكل رأس المال لـ Modigliani & Miller (1958, 1963)
80	1.2.2. الاقتراح الأول (Modigliani & Miller, 1958)
83	2.2.2. الاقتراح الثاني (Modigliani & Miller, 1963)
85	خلاصة
86	الفصل الخامس: تمارين تطبيقية
86	تمهيد
87	التمرين 1
90	التمرين 2
92	التمرين 3
94	التمرين 4
96	التمرين 5
97	التمرين 6
98	التمرين 7
99	التمرين 8
100	التمرين 9
101	التمرين 10
108	التمرين 11
109	التمرين 12
109	التمرين 13
110	التمرين 14
111	التمرين 15
115	التمرين 16
116	التمرين 17
118	خلاصة
119	الخاتمة
121	قائمة المراجع

قائمة الاشكال

الصفحة	العنوان
6	الشكل 1: المنشأة Vs السوق
9	الشكل 2: أهم أصحاب المصالح للمؤسسة الاقتصادية
10	الشكل 3: التطور التاريخي لمهام الوظيفة المالية
11	الشكل 4: واقع ومستقبل الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية
13	الشكل 5: مخطط سلسلة القيمة لـ Michael Porter
15	الشكل 6: مهارات المدير المالي الناجح
23	الشكل 7: مراحل تحديد نتيجة السنة المالية
26	الشكل 8: العلاقات بين القوائم المالية
29	الشكل 9: من الميزانية وفق النظام SCF الى الميزانية وفق منظور السيولة - الاستحقاق
35	الشكل 10: ترتيب عناصر ميزانية السيولة حسب مبدأ السيولة والاستحقاق
38	الشكل 11: حالات التوازن المالي للمؤسس
42	الشكل 12: الخصائص المالية حسب أصناف نشاطات المؤسسة
45	الشكل 13: الحالات الممكنة للخرينة الصافية
47	الشكل 14: دورة التحول النقدي

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان
18	الجدول 1: هيكل النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF
19	الجدول 2: الشكل المختصر للميزانية حسب النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF
20	الجدول 3: الشكل المفصل للميزانية حسب النظام SCF - جانب الأصول
21	الجدول 4: الشكل المفصل للميزانية حسب النظام SCF - جانب الخصوم
24	الجدول 5: التدفقات التي تظهر في جدول سيولة الخزينة
25	الجدول 6: جدول تغير الأموال الخاصة
28	الجدول 7: مجالات التحليل المالي
30	الجدول 8: جدول استحقاقات الحسابات الدائنة والديون
36	الجدول 9: ميزانية السيولة

37	الجدول 10: الشكل المختصر لميزانية السيولة
41	الجدول 11: أهم العوامل المؤثرة في رأس المال العامل الصافي
48	الجدول 12: مبررات الإحتفاظ بالسيولة في المؤسسة
57	الجدول 13: القسم الأول من جدول التمويل
58	الجدول 14: القسم الثاني من جدول التمويل
69	الجدول 15: تحديد التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري
75	الجدول 16: طرق التمويل في المؤسسة الاقتصادية
76	الجدول 17: أهم طرق التمويل بالأموال الخاصة

المقدمة

تُعرّف مالية المؤسسة على أنها مجموعة من الأدوات المُساعدة في عملية إتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الإقتصادية، تشمل هذه الأدوات على كل من النظريات والنماذج والتقنيات المحاسبية والمالية والطرق الكمية، والتي من شأنها تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الإقتصادية ومحيطها، بهدف مساعدة صاحب القرار على إتخاذ قرارات مالية مبنية على أسس ومعايير علمية.

يُعتبر مقياس مالية المؤسسة من بين أكثر المقاييس المثيرة للاهتمام خاصة لطلبة العلوم المالية والمحاسبية، يحتوي مقياس مالية المؤسسة على أهم المفاهيم والمبادئ الأساسية للتسيير المالي للمؤسسة الإقتصادية والتي تسمح للطلاب بتكوين قاعدة معرفية كافية ووافية طيلة مساره التكويني.

إن مقياس مالية المؤسسة يُعتبر المقياس المرجعي لطلبة كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر 3، خاصة بالنسبة لتخصصات الليسانس التالية: المالية والمحاسبة، مالية المؤسسة، المحاسبة والجباية، محاسبة ومراجعة.

يظهر مقياس مالية المؤسسة ضمن المعارف القبلية المطلوبة للعديد من مقاييس الليسانس والماستر من بينها: السياسات المالية للمؤسسة، التسيير المالي، إدارة التدفقات المالية، التحليل والاستراتيجية المالية، النظرية المالية والتحليل المالي.

من خلال هذه المطبوعة سنحاول بإذن الله تعالى تزويد طلبة السنة الثانية ليسانس لشعبة المالية والمحاسبة لقسم العلوم التجارية، بمرجع مختصر للطلبة المبتدئين في مجال التسيير المالي للمؤسسة الإقتصادية.

سنتناول في الفصل الأول الذي جاء تحت عنوان "الوظيفة المالية في المؤسسة الإقتصادية" إلى مدخل للوظيفة المالية من خلال تعريف هذه الأخيرة وتحديد أهدافها، تبيان مفهوم الوظيفة المالية، إظهار مكانة الوظيفة المالية بالنسبة للوظائف الأخرى في المؤسسة الإقتصادية وتوضيح أهم الوظائف في المديرية المالية.

تُعرّف الوظيفة المالية على أنها جميع الأنشطة التي من شأنها إدارة التدفقات النقدية والمالية في المؤسسة من أجل تحقيق الأهداف المسطرة، من بين الأنشطة نذكر مايلي: البحث عن مصادر التمويل، المساعدة في إختيار الإستثمارات، تحليل الوضعية المالية للمؤسسة بصفة دورية، مسك الدفاتر المحاسبية، إعداد الموازنات التقديرية، تسيير العلاقات المالية مع البنوك، إدارة المخاطر المالية، متابعة وتسيير دورة الإستغلال (إحتياجات رأس المال العامل)، التخطيط والتنبؤ المالي وأخير تسطير مختلف السياسات المالية (سياسة الإستثمار، سياسة التمويل، سياسة توزيع الأرباح).

أما في الفصل الثاني الذي جاء تحت عنوان "التحليل المالي في المؤسسة الإقتصادية" فسننتقل إلى المبادئ العامة للتحليل المالي والذي يمكن إعتباره على أنه عملية معالجة مُمنهجة للبيانات المالية بهدف الحصول على المعلومات اللازمة في عملية إتخاذ القرارات المالية.

سننتقل في هذا الفصل إلى القوائم المالية في النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF، والمتمثلة في الميزانية، جدول النتائج، جدول تدفقات سيولة الخزينة، جدول تغير الأموال الخاصة والملحق.

كما سنتناول في هذا الفصل إلى التحليل المالي الساكن للميزانية (التحليل المالي الذي يعتمد على القوائم المالية لسنة مالية واحدة فقط)، نعلم في هذا الفصل على منظور السيولة - الاستحقاق والذي يتصرف فيه المحلل المالي كما لو أنه يحاول الإجابة على السؤال التالي: إذا قامت المؤسسة بتصفية جميع أصولها، فهل تكفي السيولة الناتجة عن ذلك لسداد كل الالتزامات المالية للمؤسسة؟ إن الفرضية الأساسية لمنظور السيولة - الاستحقاق هي "فرضية توقف النشاط".

سنقوم في هذا الفصل بتقديم مختصر للمفاهيم الأساسية التالية: ميزانية السيولة، التوازن المالي للمؤسسة (رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل، الخزينة الصافية)، النسب المالية الملائمة لمنظور السيولة - الاستحقاق، الدورة التشغيلية ودورة التحول النقدي وأخيرا الحجم الأمثل للنقدية.

بينما في الفصل الثالث الذي جاء تحت عنوان "قرار الإستثمار في حالة التأكد" سنقوم بدراسة قرار الإستثمار في ظل الظروف التي تكون فيها كل البيانات والمعلومات المتعلقة بالتدفقات المستقبلية للمشروع الاستثماري معروفة على وجه الدقة.

يحتل قرار الاستثمار مكانة أساسية في الإدارة المالية للمؤسسة، فهو أحد أهم القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة مع قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح.

يحتاج قرار الاستثمار إلى تحديد العناصر الأساسية للاستثمار والتي تشمل جميع المبالغ اللازمة لتنفيذ المشروع الاستثماري ومن بينها: مبلغ إقتناء الأصول الثابتة، المصاريف المرتبطة بإقتناء الأصول الثابتة، الارتفاع الأولي في احتياجات رأس المال العامل، تكلفة الفرصة البديلة وكذلك أثر المشروع الجديد على المشاريع الأخرى للمؤسسة.

كما سنقوم في هذا الفصل بتقديم أهم معايير اختيار الاستثمارات في حالة التأكد والتي تتمثل في: معيار القيمة الحالية الصافية، معيار معدل العائد الداخلي ومعيار فترة الاسترداد المستحدثة.

أما فيما يخص الفصل الرابع والمعنون بـ "مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية" فسننتقل إلى: أهم مصادر تمويل المؤسسة، سياسة التمويل، مفهوم التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ومبرهنة حياض هيكل رأس المال لـ Modigliani & Miller (1958, 1963) (في ظل وجود وغياب الضريبة على الأرباح) والتي تعتبر أحد الركائز الأساسية للفكر المالي الحديث.

يعتبر التمويل العصب الأساس لقيام الأنشطة الاقتصادية إذ لا قيام لأي نشاط مُدر للربح دون تمويل مسبق فيمكن اعتبار المؤسسة الاقتصادية في بادئ الأمر على أنها فكرة استثمارية وجدت التمويل الكافي لتجسيدها.

إن قرار التمويل يكتسح دورا هاما في المؤسسة الاقتصادية فهو يعتبر من أهم القرارات المالية إلى جانب قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح. يعتبر البحث عن مصادر التمويل من أهم المهام المسندة للمسير المالي، إذ يقع على عاتقه عملية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف نشاطات المؤسسة على المدى القصير والطويل.

أما بالنسبة للفصل الخامس والأخير من هذه المطبوعة والمعنون بـ "تمارين تطبيقية" فسندم مجموعة من التمارين التطبيقية المحولة لمقياس مالية المؤسسة، علما أن هذه التمارين تم عرضها في سلاسل الأعمال الموجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس، شعبة المالية والمحاسبة وكذلك في إمتحانات مقياس مالية المؤسسة للسنوات السابقة، تشمل هذه المطبوعة كذلك مجموعة من الأسئلة النظرية التي تهدف لإختبار مدى فهم وإستيعاب الطالب للمفاهيم الأساسية لمالية المؤسسة.

وفي الأخير، أضع بين يدي القارئ البريد الإلكتروني "khouri.nabil@univ-alger3.dz" لاستقبال التساؤلات والملاحظات.

الفصل الأول: الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد

يهدف هذا الفصل إلى تقديم الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية من خلال تعريف هذه الأخيرة وتحديد أهدافها، تبين مفهوم الوظيفة المالية، إظهار مكانة الوظيفة المالية بالنسبة للوظائف الأخرى في المؤسسة الاقتصادية وتوضيح أهم الوظائف في المديرية المالية.

تعتبر الوظيفة المالية من أهم الوظائف داخل المؤسسة الاقتصادية لكونها تتعلق بكل القرارات التي تترتب عنها تدفقات نقدية واردة (cash inflows) وتدفقات نقدية صادرة (cash outflows)، والتي تمثل عصب حياة المؤسسة الاقتصادية وضمان إستمرارية نشاطها.

توسع مفهوم الوظيفة المالية في المؤسسات الاقتصادية توسعا ملحوظا، يرجع ذلك الى عدة أسباب جوهرية نذكر من بينها: التطور التكنولوجي، الابتكار المالي، الدمج المتزايد لعلوم الرياضيات والاحصاء في العلوم المالية، المنافسة المتزايدة على النطاق المحلي والدولي، التدخل المتزايد للحكومات في النشاط الاقتصادي، الدور المتزايد للمنظمات الدولية في النشاط الاقتصادي الدولي والتمويلات الدولية، الأزمات المتكررة (أزمات اقتصادية، أزمات صحية). كل هذه الأسباب جعلت للوظيفة المالية دورا جوهريا داخل المؤسسات الاقتصادية.

تحتل الوظيفة المالية موقع مهم في الهيكل التنظيمي للمؤسسة الاقتصادية، يرجع هذا إلى أهمية القرارات التي تتخذها الإدارة المالية وآثارها المترتبة على القيمة السوقية المؤسسة وسيرورة نشاطها.

انطلاقا مما تقدم، ارتأينا تقسيم هذا الفصل الى العناوين التالية:

- بالنسبة للعنوان الأول سنتطرق الى تعريف المؤسسة الاقتصادية من خلال مقارنة (1937) Ronald Coase التي تبرر وتفسر العدد المتنامي للمؤسسات الاقتصادية عبر العالم. كما سنقدم تعريف المؤسسة الاقتصادية حسب ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر.
- سنتناول في العنوان الثاني هدف المؤسسة الاقتصادية من منظورين وهما منظور نظرية المساهمين (Shareholders Theory) ومنظور نظرية أصحاب المصالح (Stakeholders Theory).
- بينما في العنوان الثالث سنبرز مفهوم الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية وتطور مهامها من خلال تطور التوجه الفكري لعلم الإدارة المالية.
- بالنسبة للعنوان الرابع سنوضح مكانة الوظيفة المالية بالنسبة للوظائف الأخرى في المؤسسة الاقتصادية حسب مخطط سلسلة القيمة لـ Michael Porter.
- سنتناول في العنوان الخامس أهم الوظائف في المديرية المالية حسب القائمة الوطنية للمهن والحرف التي تُعدها الوكالة الوطنية للتشغيل بالجزائر.

1. تعريف المؤسسة الاقتصادية

حتى القرن الثامن عشر، كانت أنشطة إنتاج وتبادل السلع تتم بشكل شبه حصري داخل الأسرة الواحدة أو في إطار النقابات التجارية (Guilds) ولم تكن هناك مؤسسات اقتصادية حقيقية بالشكل الحديث. ظهرت المؤسسات الاقتصادية الأولى في القرن الثامن عشر وكانت ميزتها الأساسية هي أن أفراد العائلة صاحبة المؤسسة يقومون بأغلب الوظائف (الإدارة، البحث عن التمويل، تجنيد وإدارة القوى العاملة، تنظيم عملية الانتاج، التعامل مع الزبائن والموردين، ترويج المبيعات، الصيانة والتصليح).

عرف القرنين الثامن والتاسع عشر انطلاق الثورة الصناعية في إنجلترا (إختراع الآلة البخارية) وانتشار التصنيع والمكننة في أوروبا الغربية أولاً ثم الى جميع أنحاء العالم بنسب متفاوتة.

انطلاقاً من القرن التاسع عشر وبفضل التصنيع والمكننة، أحدث ذلك تغيير عميق في تنظيم المؤسسات الاقتصادية، عرفت هذه الفترة تطور المصانع الكبيرة وظهور وتنامي الطبقة العاملة جراء تعميم نظرية تقسيم العمل في الورشات والمصانع، غير أن إدارة الشركات ظلت في أغلب الحالات شأناً عائلياً.

كان للعائلة دوراً كبيراً في ضمان هوية واستمرارية الأعمال التجارية والسيطرة عليها على مدى عدة أجيال، لعبت العائلة دوراً أساسياً في الحصول على التمويل الذي كان حينها يقوم أساساً على علاقات الثقة بين الناس. يعرف العصر الحالي تنامي كبير للمؤسسات الاقتصادية من حيث العدد والحجم وتحرر إدارتها من الإطار العائلي المحدود. يرجع ذلك الى سببين أساسيين:

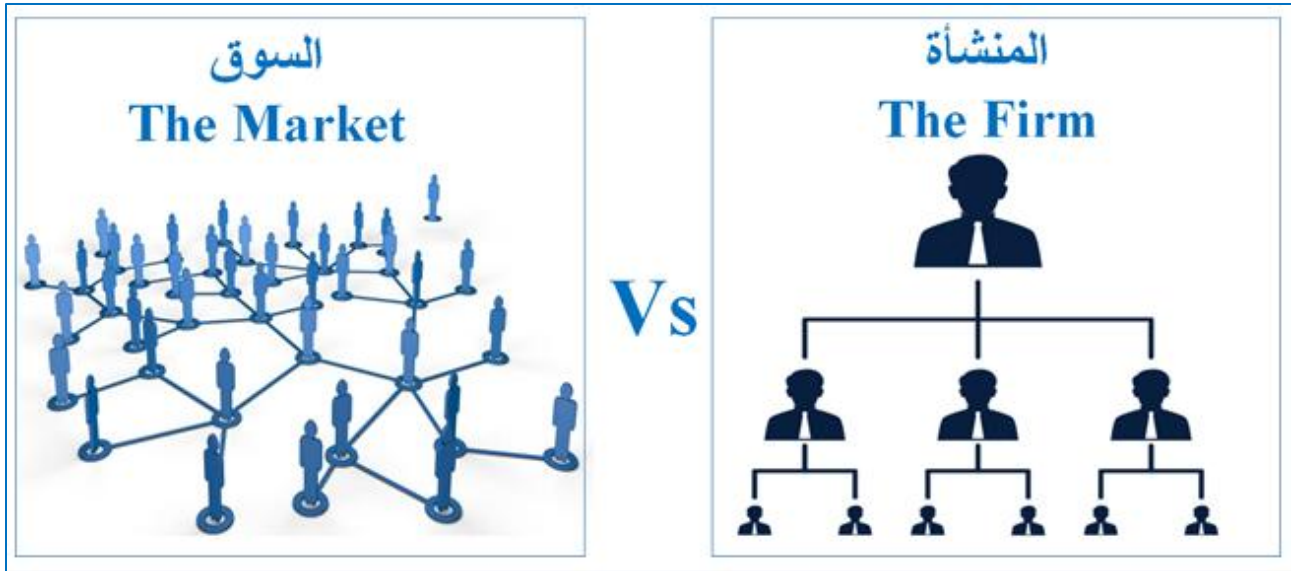
1) التغيرات الجوهرية في المحيط الاقتصادي على المستويين المحلي والعالمي، من خلال ما يلي:

- أ. العولمة: تشجيع التكامل الاقتصادي بين الدول، رفع القيود على انتقال الأشخاص، رفع القيود على التجارة الدولية، تحرير انتقال رؤوس الأموال وتشجيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة.
- ب. ظهور وتنامي الشركات المتعددة الجنسيات: التي ظهرت بعد الحرب العالمية الأولى والثانية على يد الشركات الأمريكية والتي أخذت شكل استثمارات مباشرة خارج الولايات المتحدة الأمريكية نحو أوروبا وكندا في بداية الأمر ثم نحو باقي دول العالم. أصبحت اليوم عملية الإنتاج تتم في عدة دول وهو ما يُعرف بسلسلة الإنتاج العالمية.
- ج. تنامي الأسواق المالية وصناديق الاستثمار: من خلال نقشي الفكر الليبرالي المالي (العولمة المالية)، ظهور صناعة الخدمات المالية (الابتكارات المالية، أدوات الهندسة المالية) وعجز الأسواق المالية المحلية عن استيعاب الفوائض المالية.

- 2) التحفيزات الكثيرة التي تُقدمها أغلب الدول لإنشاء وتطوير نسيج كثيف من المؤسسات الاقتصادية بهدف امتصاص البطالة ودفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد.
- أ. التحفيزات الاقتصادية: من خلال تسهيل تحويل الأرباح من الفروع نحو الشركة الأم، العقود الحصرية التي تمضيها الحكومات مع الشركات وبرامج الدعم الاقتصادي.

ب. التحفيزات التمويلية والجبائية: من خلال الاعانات المالية والتخفيضات والاعفاءات الضريبية. إن العدد المتنامي من المؤسسات الاقتصادية يدفعنا لطرح السؤال التالي: لماذا ظهرت المؤسسات (المنشآت)؟ أو بتعبير آخر: لماذا لا يكتفي الأفراد بإجراء معاملاتهم الاقتصادية من خلال الوساطة في السوق؟

الشكل 1: المنشأة Vs السوق



المصدر: من اعداد المؤلف بتصرف، انطلاقاً من

COASE Ronald (1937), **The nature of the firm**, *Economica*, 4(16), pp.386-405

قام بالإجابة على هذا السؤال العالم الإقتصادي البريطاني Ronald Coase (1937) الحائز على جائزة

نوبل للاقتصاد لسنة 1991، في مقاله الشهير « The nature of the firm » الذي ينص على ما يلي:¹

يمتاز "السوق" بالعلاقات الأفقية الشبكية الناجمة عن عمليات البحث عن الشركاء، التفاوض معهم وإبرام الصفقات والعقود. بالتالي يمكن القول أن السوق عبارة عن تنظيم يمتاز بغياب التسلسل الهرمي بين الفاعلين فيه.

يربط الفاعلين علاقات تبادل منافع ولا أحد منهم في وضع يسمح له بالسيطرة على الآخرين. يطلق Coase (1937) على السوق تسمية "محيط التعاون غير الواعي" (Ocean of unconscious cooperation).

أما "المؤسسة الاقتصادية" فتمتاز بالعلاقات الهرمية السلمية بين أفراد المؤسسة والتي تتجم عن عقود إنشاء المؤسسة وعقود التوظيف والتشغيل وغيرها. الميزة الأساسية للمؤسسة هي التسلسل الهرمي بين أفرادها بحيث هناك علاقة تبعية المحكوم (العمال) للحاكم (المدير) أو على حد تعبير Coase (1937) علاقة تبعية الخادم إلى سيده (master / servant subordination). يطلق Coase (1937) على المنشأة (المؤسسة) تسمية "جزيرة السلطة الواعية" (Islands of conscious power).

¹ COASE Ronald (1937), **The nature of the firm**, *Economica*, 4(16), pp.386-405.

بالتالي حسب (Coase 1937) يَكْمُن موقع المؤسسة بالنسبة للسوق كموقع جزيرة يمتاز أصحابها بسلطة واعية في محيط يمتاز أفرادها بالتعاون غير الواعي.²

يَكْمُن سبب وجود المنشأة (المؤسسة) في وجود تكاليف تقف كعائق لبعض المعاملات في السوق، تسمى هذه التكاليف بـ « تكاليف التعاملات (تكاليف إبرام الصفقات) » (Transaction costs) والتي تتمثل في:

- (1) تكاليف التحري والبحث على المعلومات: بهدف البحث عن أحسن العروض بأقل تكلفة.
 - (2) تكاليف التفاوض قبل الصفقة: بهدف التوصل الى إتفاق تجاري بين طرفي العقد.
 - (3) تكاليف تنفيذ الصفقة، متابعتها ومراقبتها: بهدف التحقق من أن الطرف الآخر من العقد يحترم شروط العقد.
- عندما تكون تكاليف إبرام الصفقات مرتفعة جدا، لا تعمل آليات السوق بشكل مُرضٍ. بالتالي يكون إجراء هذه المعاملات داخل تنظيم هرمي (المنشأة) أفضل وأقل تكلفة من اللجوء للسوق لإبرام صفقات. بالتالي يمكن الاستنتاج أن "السوق" و "المؤسسة" هما شكلين بديلين ومتكاملين لتنسيق الأنشطة الإنتاجية والتجارية. فمثلا لإنتاج مواد أولية تدخل في تصنيع منتج نهائي ما، يمكن المقارنة بين قرار إنتاج المواد الأولية داخل المؤسسة (انشاء مصنع تديره المؤسسة) أو قرار البحث عن مُورّد للتعاقد معه والاتفاق على تسليم كميات محددة من المواد الأولية بنوعية محددة تعاقديا، بتاريخ محددة مسبقا وبأسعار متفق عليها مسبقا.
- فإذا كان القرار الثاني أكثر تكلفة أو يسبب للمؤسسة انقطاع في تصنيع المنتج النهائي بسبب نقص أو تذبذب في الكميات المسلمة أو عدم تطابق الجودة والنوعية أو غيرها من الأسباب، في هذه الحالة يكون القرار الاول أفضل للمؤسسة.

من خلال ما سبق، يمكن تعريف المنشأة (المؤسسة) بالمعنى الضيق على أنها: « تنظيم هرمي يتم من خلاله إجراء معاملات إقتصادية تسمح للقائمين عليها بتفادي - أو على الأقل بتقليل - تكاليف إبرام الصفقات ».

بالمعنى الواسع يمكن تبني تعريف ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر (إصدار 2009) الذي ينص على ما يلي: « المؤسسة هي نشاط شخص أو مجموعة من الأشخاص يعملون لتقديم سلع أو خدمات للزبائن. تنشأ المؤسسة عن توفر عدة عوامل: فكرة جيدة تضاف لها مساهمة مالية وموارد بشرية ومادية، دون أن ننسى حقنة من الحماس والمخاطرة ».³

المؤسسة الاقتصادية هي تنظيم يسمح بتنسيق عوامل الإنتاج (أموال، يد عاملة، مؤهلات، تكنولوجيا...) بغرض تحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية مسطرة. للمؤسسة الاقتصادية شخصية معنوية واستقلالية قانونية وهي فاعل أساسي في الاقتصاديات العالمية بما أنها تتبنى عمليات الاستثمار، التجارة وتبادل السلع والخدمات.

² "Islands of conscious power in this ocean of unconscious co-operation like lumps of butter coagulating in a pail of buttermilk." (Coase, 1937).

³ حلقة العمل والتفكير حول المؤسسة (2009)، ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، ص.50. موجود على الموقع التالي: <https://www.algeriacorporategovernance.org>

2. هدف المؤسسة الإقتصادية

يُص ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر (إصدار 2009) على أن: هدف المؤسسة هو إرضاء الزبائن لكسب المال، وهذا يساعد على خلق مناصب شغل، دفع الأجور وتسديد الضرائب والرسوم، فبالتالي تشارك المؤسسة في الحياة الجماعية.⁴

يمكن التفصيل في هدف المؤسسة الإقتصادية بحسب منظور الأطراف الداخلية والخارجية للمؤسسة، التي لها مصالح في المؤسسة وهي كل الأطراف المعنية بإستمرار نشاط المؤسسة.

1.2. هدف المؤسسة حسب نظرية المساهمين (Shareholders theory):

المساهم هو كل شخص طبيعي أو معنوي يملك أسهم المؤسسة. يحقق المساهم عوائد من خلال ما يحصل عليه من أرباح السهم الموزعة أو من خلال ارتفاع القيمة السوقية للسهم جراء الأرباح التي تحققها المؤسسة. تنظر هذه النظرية إلى المؤسسة من منظور المساهمين وتتص على أن هدف المؤسسة يكمن في تعظيم القيمة السوقية للأموال الخاصة للمؤسسة، والتي تساوي القيمة الحالية للأرباح المستقبلية التي يتوقعها المساهمين. يمكن التعبير رياضيا عن هدف المؤسسة كما يلي:

W : ثروة المساهمين

R_t : الأرباح المستقبلية التي يتوقعها المساهمين في الزمن t (من 1 إلى T)

K : معامل التحيين (معدل الإستحداث)

$$MAX \left\{ W = \frac{R_1}{(1+K)^1} + \frac{R_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{R_T}{(1+K)^T} \right\}$$

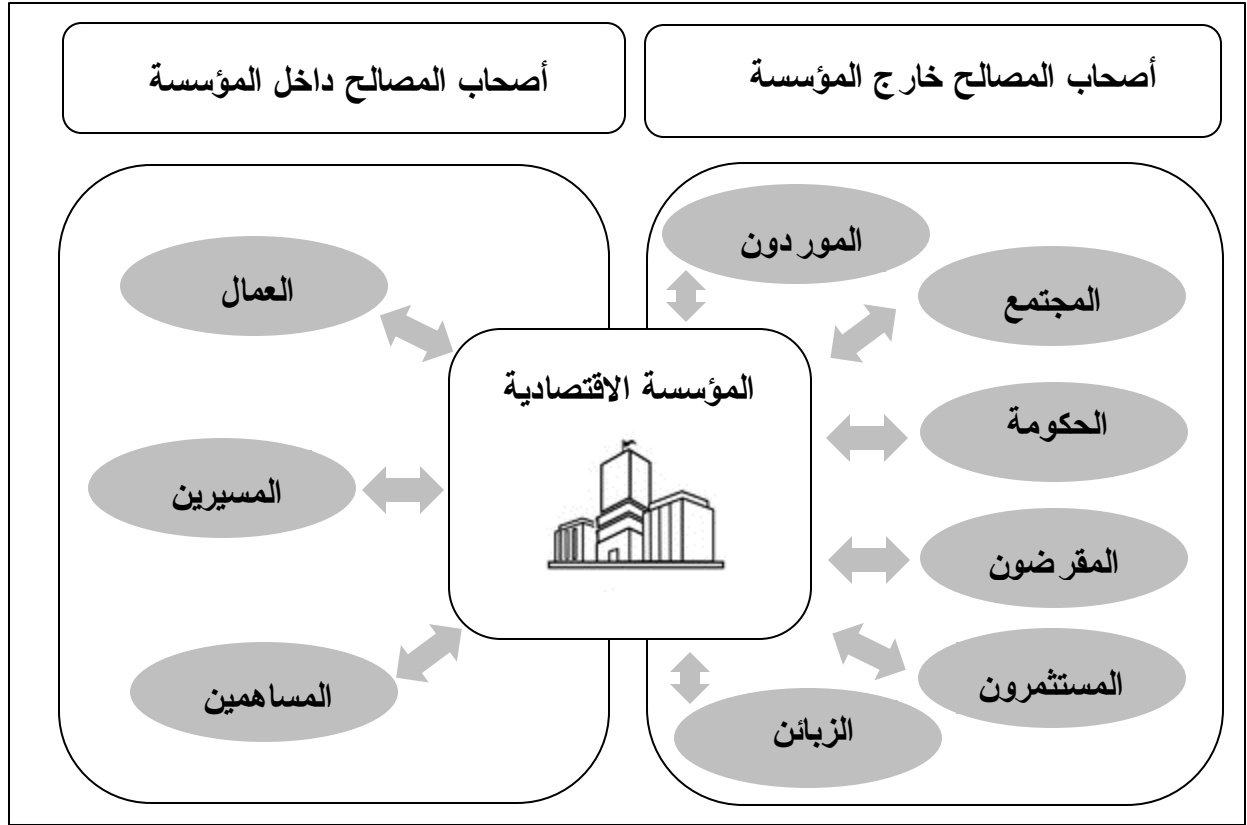
2.2. هدف المؤسسة حسب نظرية أصحاب المصالح (stakeholders theory):

صاحب المصالح هو كل شخص طبيعي أو معنوي يمكن له أن يؤثر في تحقيق أهداف المؤسسة أو يتأثر بتحقيق أهداف المؤسسة.

تنظر هذه النظرية إلى المؤسسة من منظور كل الأطراف المعنية بالمؤسسة بما فيهم المساهمين (أنظر الشكل 2)، يكمن هدف المؤسسة في تحقيق كل مصالح الأطراف المعنية، فبالتالي لا يمكن تبني مقياس واحد لأن مصالح الأطراف المعنية تختلف من طرف إلى طرف آخر.

⁴ حلقة العمل والتفكير حول المؤسسة (2009)، ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، الجزائر، ص.50. موجود على الموقع التالي: <https://www.algeriacorporategovernance.org>

- أهم أهداف أصحاب المصالح على سبيل الذكر لا الحصر كما يلي:
- الموظفين: التوظيف، الأجرة والراتب، الترقية، التكوين، الحماية الاجتماعية
 - المسيرين: ضمان استمرار المؤسسة، نمو المؤسسة، تحقيق الأهداف المسطرة من أصحاب المؤسسة، تحقيق الأهداف المالية من سيولة، ملاءة مالية ومردودية.
 - المساهمين: تعظيم القيمة السوقية للأموال الخاصة للمؤسسة.
 - المقرضين: تسديد القروض، إقامة علاقة تمويلية بأقل مخاطرة
 - مصلحة الضرائب: تعظيم الإيرادات الجبائية
 - الحكومة: امتصاص البطالة ودفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد
 - المجتمع: خلق مناصب الشغل والمحافظة عليها، توفير ظروف عمل جيدة، دمج خريجي الجامعات، المحافظة على البيئة، الاستثمار المسؤول اجتماعيا وغيرها من الأهداف المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات.
- الشكل 2: أهم أصحاب المصالح للمؤسسة الاقتصادية



المصدر: من اعداد المؤلف بتصرف، انطلاقاً من

FREEMAN Edward (1984), **Strategic Management: A Stakeholder Approach**, Pitman Series in Business and Public Policy, United-States.

إن التحديد الدقيق للأهداف يعتبر عملية جوهرية داخل المؤسسة الاقتصادية خاصة في شقها المالي (الهدف المالي)، فهو بمثابة الإطار المرجعي لكل القرارات المالية في المدى القصير وفي المدى الطويل.

3. مفهوم الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية

يرتبط مفهوم الوظيفة المالية بتطور الفكر في ميدان الإدارة المالية، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل 3: التطور التاريخي لمهام الوظيفة المالية

التوجه الفكري لعلم الإدارة المالية	مهام الوظيفة المالية في المؤسسة	
محاور اهتمام المفكرين: عمليات انشاء المؤسسات الجديدة، عمليات الإدماج، طرق التمويل	إهتمت الوظيفة المالية بطرق وإجراءات الحصول على الموارد المالية من أجل تمويل الاستثمارات	العشرينيات للقرن الماضي
محاور اهتمام المفكرين: فتح مجالات جديدة للاهتمام كالتحليل المالي، تقييم كفاءة الأداء، واستمرارية المنشأة	محاور اهتمام الوظيفة المالية: إدارة السيولة، الملاءة المالية، تجنب المشاكل المالية، إجراءات الإفلاس التجاري	فترة الكساد العظيم 1933-1929
التركيز على المسائل الكمية كالتحليل المالي، التخطيط لاستخدام الموارد المالية، تخطيط الاستثمارات الرأسمالية	معالجة آثار الكساد العظيم، إعادة تنظيم المنشآت، الإفلاس والاندماج	الأربعينيات والخمسينات
تكلفة رأس المال، نظرية Modigliani & Miller، نظرية المحفظة لـ Markowitz، نموذج تسعير الأصول المالية CAPM	الاهتمام بالاستثمار، دراسة هيكل رأس المال، الاستثمار في محفظة الأصول المالية	الستينات
نظرية التسعير بالمراجعة APT، نموذج Black & Scholes	استمرار الاهتمام بالاستثمار، تسيير محفظة الأصول المالية، الاستراتيجية المالية	السبعينات
تأثير الضرائب الشخصية Miller، تأثير تكاليف الوكالة والإفلاس، تأثير التضخم على قرار الاستثمار	توسع الاستراتيجية المالية، السياسات المالية للمؤسسة والعلاقة بينهم: سياسة الاستثمار، سياسة التمويل، سياسة توزيع الأرباح	الثمانينات

المصدر: من اعداد المؤلف بتصرف، انطلاقاً من: منير إبراهيم هندي (1999)، الإدارة المالية: مدخل تحليلي

معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، مصر، ص ص 5-7.

نستنتج مما سبق أن الوظيفة المالية هي إحدى الوظائف الأساسية للمؤسسة فهي تهتم بكل الجوانب التي لها علاقة بالنشاط المالي الذي تقوم به المؤسسة. تشمل الوظيفة المالية مجموع المهام والعمليات التي تسعى في مجملها إلى توفير الموارد المالية وتسييرها، تعرف هذه الوظيفة أهمية بالغة لأن معظم الأهداف والسياسات والقرارات يستحيل النظر إليها بدون الإعتبارات المالية.

عرف مفهوم الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية توسعا ملحوظا في الآونة الأخيرة، يرجع ذلك الى عدة أسباب جوهرية نذكر من بينها: التطور التكنولوجي، الابتكار المالي، الدمج المتزايد لعلوم الرياضيات والاحصاء في العلوم المالية، المنافسة المتزايدة على النطاق المحلي والدولي، التدخل المتزايد للحكومات في النشاط الاقتصادي، الدور المتزايد للمنظمات الدولية في النشاط الاقتصادي الدولي والتمويلات الدولية، الأزمات المتكررة (أزمات اقتصادية، أزمات صحية). كل هذه الأسباب جعلت للوظيفة المالية دورا جوهريا داخل المؤسسات الاقتصادية.

في سنة 2019، أصدرت شركة KPMG⁵ نتائج دراسة دولية قامت بها، والتي تمثلت في سبر آراء لعينة⁶ من 859 مدير ومسؤول لمؤسسات في أمريكا، أوروبا، آسيا وأفريقيا. كانت الأسئلة تتمحور حول مستقبل الوظيفة المالية. نستخلص من نتائج الدراسة الشكل التالي:

الشكل 4: واقع ومستقبل الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية

التوجه الفكري لعلم الإدارة المالية	مهام الوظيفة المالية في المؤسسة
نمذجة أسعار المشتقات المالية إدارة المخاطر وتغطيتها المالية السلوكية المعايير المحاسبية الضبط والرقابة في الأسواق المالية علوم تخمين المخاطر علم البيانات (Data Science) النكاء الاصطناعي تعلم الآلة (Machine Learning)	حوكمة البيانات نظم المعلومات المحاسبي والمالي توفير التقارير لمختلف أصحاب المصالح إدارة التحول الرقمي للوظيفة المالية التخطيط والاستراتيجية المالية تسيير محفظة الأصول المالية تخمين المخاطر الإدارة المالية لاستراتيجيات إدماج المؤسسات

المصدر: من اعداد المؤلف بتصرف، انطلاقا من

KPMG (2019), **Future ready finance survey 2019**, KPMG International Cooperative, Switzerland.

⁵ تعتبر KPMG واحدة من أربع أكبر شركات الخدمات والاستشارات المالية في العالم، تمتلك KPMG شبكة مؤسسات متواجدة في 147 دولة عبر العالم.

⁶ العينة تحتوي على: 23% مدراء ماليين، 14% مدراء عاميين تنفيذيين، 18% مدراء تنفيذيين، 45% مدراء

تُعرّف الوظيفة المالية على أنها: جميع الأنشطة التي من شأنها إدارة التدفقات النقدية والمالية في المؤسسة من أجل تحقيق الأهداف المسطرة.

من بين الأنشطة نذكر مايلي:

- البحث عن مصادر التمويل
 - المساعدة في إختيار الإستثمارات
 - تحليل الوضعية المالية للمؤسسة بصفة دورية
 - مسك الدفاتر المحاسبية
 - إعداد الموازنات التقديرية
 - تسيير العلاقات المالية مع البنوك
 - إدارة المخاطر المالية
 - متابعة وتسيير دورة الإستغلال (إحتياجات رأس المال العامل)
 - التخطيط والتنبؤ المالي... إلخ
 - تخطيط مختلف السياسات المالية (سياسة الإستثمار، سياسة التمويل، سياسة توزيع الأرباح)
- يتّأس الوظيفة المالية المدير المالي للمؤسسة (CFO – Chief Financial Officer) الذي تُسند إليه مهام الإستشراف، التحليل، التنظيم، التنسيق، الرقابة، الإتصال، التفاعل وإتخاذ القرارات المالية.
- بالتالي يعتبر المدير المالي الشخص المخول بممارسة مهام الإدارة المالية، ونظرا لأهمية المهام التي يقوم بها والقرارات التي يتخذها، فإن المدير المالي يحتل موقعا متقدما في الهيكل التنظيمي للمؤسسة، حيث جرت العادة أن يكون ارتباطه مباشرة بالرئيس التنفيذي للمؤسسة (CEO – Chief Executive Officer).
- يساعد المدير المالي في مهامه العديد من المصالح، نذكر على سبيل المثال:⁷

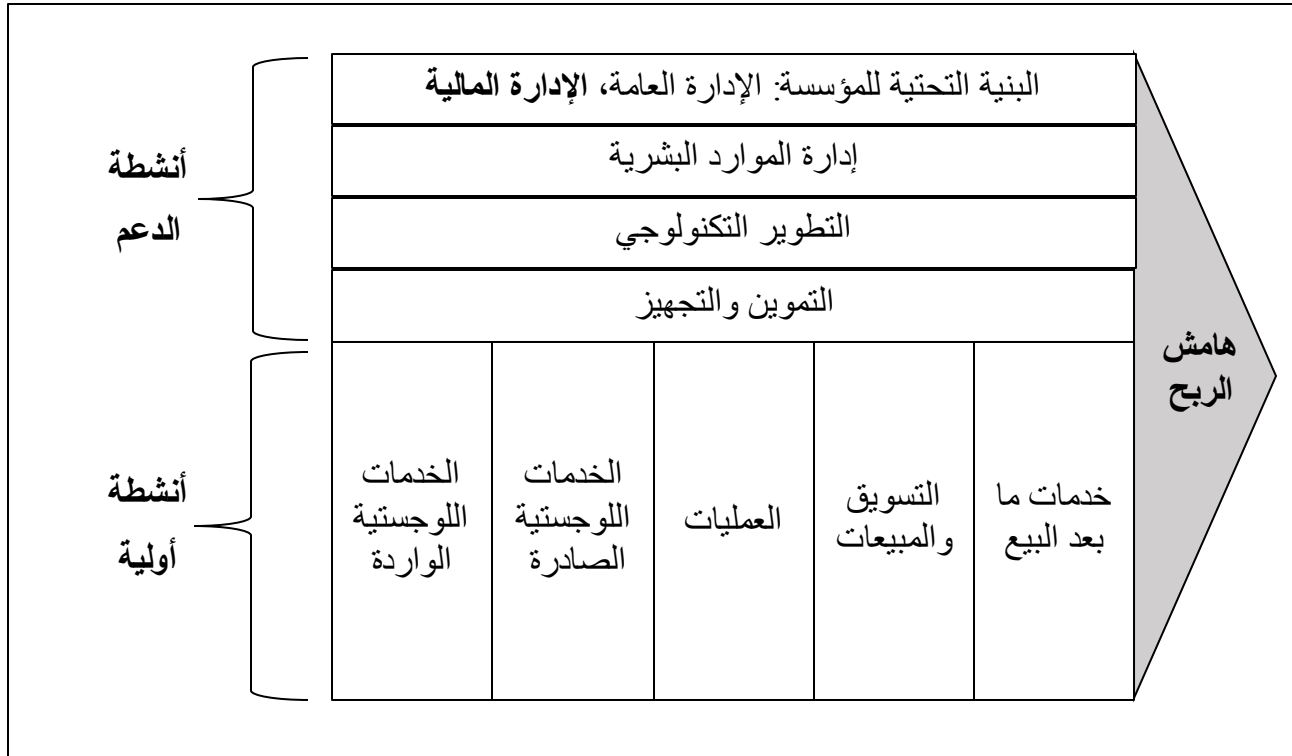
- مصلحة المحاسبة المالية.
- مصلحة المحاسبة الإدارية (محاسبة التكاليف).
- مصلحة تسيير الخزينة.
- مصلحة التخطيط المالي.
- مصلحة إدارة الائتمان.
- مصلحة النفقات الرأسمالية.

⁷ المجمع الدولي العربي للمحاسبين القانونيين (2014)، منهاج محاسب اداري دولي عربي معتمد: المحاسبة الإدارية والإدارة المالية، الجزء الثاني، الأردن، ص.46.

4. مكانة الوظيفة المالية بالنسبة للوظائف الأخرى في المؤسسة الاقتصادية

نعمد فيما يلي على مخطط سلسلة القيمة (Value Chain Diagram) للعالم الإقتصادي الأمريكي Michael Porter والذي يُقسّم أنشطة المؤسسة إلى أنشطة أولية (Primary Activities) وأنشطة الدعم (Support Activities)، كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل 5: مخطط سلسلة القيمة لـ Michael Porter



المصدر: من اعداد المؤلف انطلاقاً من

PORTER Michael (2008), **Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance**, Free Press, United-States.

من خلال الشكل السابق، نلاحظ أن هنالك نوعين من الأنشطة التي تساهم في تحقيق هامش الربح في المؤسسة الاقتصادية، وهما:

1) الأنشطة الأولية: هي جميع الأنشطة التي لها أثر مباشر على الميزة التنافسية للمؤسسة والمتمثلة فيما يلي:

- الخدمات اللوجستية الواردة: تخزين المدخلات، التفريغ والمراقبة
- الخدمات اللوجستية الصادرة: تسليم السلع، توصيل المنتجات
- العمليات: الإنتاج، التعبئة، التغليف
- التسويق والمبيعات: الترويج، الإعلانات والإشهاريات، سياسة الأسعار
- خدمات ما بعد البيع: الفترة التجريبية، الصيانة، التحديثات الدورية المجانية، الدعم الفني

- (2) أنشطة الدعم: هي تلك الأنشطة التي تساعد على الرفع من كفاءة الأنشطة الأوليّة، والتي بدورها تؤدي لتحسين الميزة التنافسية للمؤسسة. تتمثل أنشطة الدعم فيما يلي:
- البنية التحتية للمؤسسة: الإدارة العامة، الإدارة المالية
 - إدارة الموارد البشرية: التوظيف، التكوين، الترقية
 - التطوير التكنولوجي: البحث، التطوير، الابتكار
 - التموين والتجهيز: المواد الأولية، الآلات والتثبيات

تُعتبر الوظيفة المالية من بين أنشطة الدعم وهي إحدى عناصر البنية التحتية للمؤسسة (Infrastructures) فهي بالتالي من بين الأنشطة الثانوية التي تساعد على الرفع من مستوى فعالية الأنشطة الأوليّة، والتي بدورها تؤدي إلى خلق قيمة مضافة وتحقيق هامش ربح للمؤسسة وخلق ميزة تنافسية للمؤسسة. من خلال ما سبق، يمكن الاستنتاج أن الإدارة المالية للمؤسسة تهتم بالإجابة على مجموعة من الانشغالات أهمها مايلي:

- (1) ماهي الاستثمارات طويلة الأجل الواجب على المؤسسة أن تستثمر فيها؟ ماهي الأنشطة التي تسعى المؤسسة التوسع فيها؟ ماهي التثبيات (المباني، الآلات والمعدات) التي تحتاجها المؤسسة؟
- (2) ماهي أفضل توليفة تمويلية للمؤسسة (الهيكل الأمثل لرأس المال)؟
- (3) كيف يتم إدارة العمليات المالية اليومية بشكل يضمن التسيير الأمثل للنقدية وحسابات الزبائن والموردين؟

5. أهم الوظائف في المديرية المالية

حسب القائمة الوطنية للمهن والحرف التي تُعدها الوكالة الوطنية للتشغيل، تظهر وظائف المديرية المالية تحت تبويب يحمل عنوان "وظائف الدعم للمؤسسة" وهو ما يتوافق مع مخطط سلسلة القيمة (Michael Porter) الذي تم التطرق له أعلاه. تشرف المديرية المالية على الوظائف التالية:⁸

- الإدارة المالية والمحاسبة
- التحليل المالي
- تمويل المؤسسة
- تسيير الخزينة
- التدقيق والمراجعة المحاسبية والمالية
- مراقبة التسيير (المحاسبة التحليلية، لوحة القيادة)

⁸ الوكالة الوطنية للتشغيل (2020)، القائمة الوطنية للمهن والحرف، الجزائر. موجود على الموقع التالي: <http://name.anem.dz>

تختلف الوظائف المسندة للمدير المالي باختلاف العديد من العوامل من بينها حجم المؤسسة، بيئة المؤسسة وطبيعة نشاطها. إن الدور التقليدي للمدير المالي يتمثل أساساً في مسك السجلات المحاسبية، إعداد التقارير المالية والسهر على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في الأوقات المحددة.

مع إتساع أنشطة المؤسسة وتنامي حجمها، تتوسع كذلك الوظائف المسندة للمدير المالي، فيتغير دوره مع تطور المؤسسة ودرجة تفرُّع العمليات فيها وتعقيدها. في هذه الحالة يُسندُ للمدير المالي مهام جديدة من أهمها: إدارة المخاطر، إدارة الأصول ومصادر التمويل، التسيير الأمثل لهيكل رأس المال، إدارة رأس المال العامل، إدارة نظم المعلومات وتسيير محافظ الأصول المالية.

بالتالي يحتاج المدير المالي الى قاعدة واسعة من المعارف والمهارات النظرية والتطبيقية حتى يتمكن من أداء وظيفته على أكمل وجه. لا يقتصر مؤهلات المدير المالي على الجانب المالي فقط بل تشمل كذلك العديد من الجوانب من أهمها: المحاسبة، الجباية، الرياضيات والاحصاء، الاعلام الآلي والتقنيات الكمية للتسيير.

الشكل 6: مهارات المدير المالي الناجح



المصدر: من اعداد المؤلف

خلاصة

من خلال هذا الفصل قمنا بتقديم الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية من خلال تعريف هذه الأخيرة وتحديد أهدافها، تبيان مفهوم الوظيفة المالية، إظهار مكانة الوظيفة المالية بالنسبة للوظائف الأخرى في المؤسسة الاقتصادية وتوضيح أهم الوظائف في المديرية المالية.

توصلنا إلى مجموعة من النتائج نذكر أهمها في النقاط التالية:

- يكمن سبب وجود المؤسسة الاقتصادية في وجود تكاليف تقف كعائق لبعض المعاملات في السوق، تسمى هذه التكاليف بتكاليف إبرام الصفقات والتي تتمثل في تكاليف التحري والبحث على المعلومات، تكاليف التفاوض قبل الصفقة وتكاليف تنفيذ الصفقة، متابعتها ومراقبتها. بالتالي يمكن تعريف المؤسسة الاقتصادية على أنها تنظيم هرمي يسمح بتقليص تكاليف إبرام الصفقات.
- إن العدد المتنامي من المؤسسات الاقتصادية يرجع الى سببين أساسيين وهما: التغيرات الجوهرية في المحيط الاقتصادي على المستويين المحلي والعالمي (العولمة، ظهور وتنامي الشركات المتعددة الجنسيات، تنامي الأسواق المالية وصناديق الاستثمار) والتحفيزات الكثيرة التي تقدمها أغلب الدول لإنشاء وتطوير نسيج كثيف من المؤسسات الاقتصادية بهدف امتصاص البطالة ودفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد.
- إن هدف المؤسسة من منظور نظرية المساهمين هو تعظيم القيمة السوقية للأموال الخاصة للمؤسسة. أما بالنسبة لمنظور نظرية أصحاب المصالح فيكمن هدف المؤسسة في تحقيق كل مصالح الأطراف المعنية.
- ارتبط مفهوم الوظيفة المالية بتطور الفكر في ميدان الإدارة المالية، تعتبر الوظيفة المالية إحدى الوظائف الأساسية للمؤسسة فهي تهتم بكل الجوانب التي لها علاقة بالنشاط المالي الذي تقوم به المؤسسة. تشمل الوظيفة المالية مجموع المهام والعمليات التي تسعى في مجملها إلى توفير الموارد المالية وتسييرها.
- تُعتبر أنشطة الوظيفة المالية من بين أنشطة الدّعم وهي إحدى عناصر البنية التحتية للمؤسسة فهي بالتالي من بين الأنشطة الثانوية التي تساعد على الرفع من مستوى فعالية الأنشطة الأوليّة، والتي بدورها تؤدي إلى خلق قيمة مضافة وتحقيق هامش ربح للمؤسسة وخلق ميزة تنافسية للمؤسسة.
- تشرف المديرية المالية على الوظائف التالية: الإدارة المالية والمحاسبة، التحليل المالي، تمويل المؤسسة، تسيير الخزينة، التدقيق والمراجعة المحاسبية والمالية، مراقبة التسيير (المحاسبة التحليلية، لوحة القيادة).
- إن الدور التقليدي للمدير المالي يتمثل أساسا في مسك السجلات المحاسبية، إعداد التقارير المالية والسهرة على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في الأوقات المحددة. مع إتساع أنشطة المؤسسة وتنامي حجمها، تتوسع كذلك الوظائف المسندة للمدير المالي، فيتغير دوره مع تطور المؤسسة ودرجة تفرّع العمليات فيها وتعقيدها. في هذه الحالة يُسندُ للمدير المالي مهام جديدة بالإضافة الى مهامه التقليدية.

الفصل الثاني: التحليل المالي في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد

يهدف هذا الفصل إلى تقديم المبادئ العامة للتحليل المالي في المؤسسة الاقتصادية والذي يمكن إعتبره على أنه عملية معالجة مُنظمة ومُنَهجة للبيانات المالية بهدف الحصول على المعلومات اللازمة في عملية إتخاذ القرارات المالية، ينقسم هذا الفصل الى العناوين التالية:

- بالنسبة للعنوان الأول سنتطرق الى القوائم المالية في النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF، والمتمثلة في الميزانية، جدول النتائج، جدول تدفقات سيولة الخزينة، جدول تغير الأموال الخاصة والملحق.
- إن النظام المحاسبي والمالي الجزائري يعتمد إلى حد معتبر على المعايير المحاسبية الدولية (IAS/IFRS) وهذا يرجع الى سببين أساسيين وهما: الرفع من درجة مقروئية المعلومات المالية والرفع من درجة مصداقية المعلومات المالية.
- سنتناول في العنوان الثاني إلى مفهوم التحليل المالي بإعتباره مجموعة من التقنيات التي من شأنها تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية كما أنه يغطي عدة المجالات من بينها: التحليل الائتماني، تحليل الاندماج والشراء، تحليل تقييم الأداء، التحليل من أجل التخطيط، التحليل الاستثماري.
- أما في العنوان الثالث سنتناول التحليل المالي الساكن للميزانية (التحليل المالي الذي يعتمد على القوائم المالية لسنة مالية واحدة فقط). يعتمد هذا العنوان على منظور السيولة - الاستحقاق والذي يتصرف فيه المحلل المالي كما لو أنه يحاول الإجابة على السؤال التالي: إذا قامت المؤسسة بتصفية جميع أصولها، فهل تكفي السيولة الناتجة عن ذلك لسداد كل الالتزامات المالية للمؤسسة؟ نستنتج مما سبق أن الفرضية الأساسية لمنظور السيولة - الاستحقاق هي "فرضية توقف النشاط".
- يتطرق هذا العنوان إلى العناصر التالية: مبادئ السيولة والاستحقاق، أهم المعالجات اللازمة للميزانية من منظور السيولة - الاستحقاق، ميزانية السيولة، التوازن المالي للمؤسسة (رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل، الخزينة الصافية)، النسب المالية الملائمة لمنظور السيولة - الاستحقاق، الدورة التشغيلية ودورة التحول النقدي وأخيرا الحجم الأمثل للنقدية.
- بالنسبة للعنوان الرابع سنتناول التحليل المالي الديناميكي للميزانية من خلال جدول التمويل والذي يسمح بإعطاء صورة أوضح للحركات المالية الطارئة على الدورة المالية.

1. القوائم المالية في النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF

إن النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF تم تصميمه في إطار إصلاحات إقتصادية قامت بها السلطات الجزائرية بهدف جوهري وهو الرفع من درجة مقروئية ودرجة مصداقية المعلومات المالية الواردة في القوائم المالية للمؤسسات الجزائرية. إن الدافع الأساسي لهذه الإصلاحات الإقتصادية في شقها المحاسبي والمالي، هو المنافسة الدولية الشرسة أين تحاول كل دولة إستقطاب أكبر عدد ممكن من المستثمرين وأرباب العمل.

إن النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF يعتمد إلى حد معتبر على المعايير المحاسبية الدولية (IAS/IFRS) وهذا يرجع الى السببين التاليين:

- **الرفع من درجة مقروئية المعلومات المالية:** كان من الضروري للسلطات وللمؤسسات الجزائرية أن تخاطب المستثمرين وأرباب العمل من شتى أنحاء العالم بـ "لغة محاسبية" متفق عليها ويفهمها الجميع إلى حد ما، وهو ما تسمح به المعايير المحاسبية الدولية (IAS/IFRS) إلى حد معتبر. فبالتالي تصبح القوائم المالية المَعْدَة وفق النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF سهلة الفهم والاستيعاب، مما يسهل للمستثمر الدولي عملية تحليل القوائم المالية ودراسة مردودية المؤسسة مثلاً.
 - **الرفع من درجة مصداقية المعلومات المالية:** إن إعداد القوائم المالية وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية (IAS/IFRS) يسمح بتقديم "معلومات مالية موثوقة" إلى حد معتبر وذات مصداقية كافية، مما يسمح للمستثمر الدولي ببناء قرارات الاستثمار على أسس سليمة.
- يعتمد النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF على إطار تصوري محدد ومجموعة من المبادئ والمعايير المحاسبية منصوصة في القانون رقم 07-11 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007 المتضمن النظام المحاسبي والمالي (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 74 الصادر بتاريخ 25 نوفمبر 2007). هيكل هذا القانون كما يلي:

الجدول 1: هيكل النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF

المواد	العنوان	الفصل
05-02	التعاريف ومجال تطبيق النظام المحاسبي والمالي	1
09-06	الإطار التصوري والمبادئ المحاسبية والمعايير المحاسبية	2
24-10	تنظيم المحاسبة	3
30-25	الكشوف المالية (القوائم المالية)	4
36-31	الحسابات المجمعة والحسابات المدمجة	5
40-37	تغيير التقديرات والطرق المحاسبية	6
43-41	أحكام ختامية	7

المصدر: القانون رقم 07-11 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007 المتضمن النظام المحاسبي والمالي (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 74)

تعتبر القوائم المالية للمؤسسة أحد أهم مصادر البيانات التي يُعتمد عليها لتحليل الوضعية المالية للمؤسسة. يُحدّد النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF القوائم المالية كما يلي:⁹

- الميزانية
- جدول النتائج
- جدول سيولة الخزينة
- جدول تغير الأموال الخاصة
- الملحق

1.1. الميزانية

تصف الميزانية بصفة منفصلة عناصر الأصول وعناصر الخصوم. تُمثل الأصول كل مورد تتحكم فيه المؤسسة بهدف جني مزايا إقتصادية مستقبلية. أما الخصوم فتُمثل كل إلتزام حالي للمؤسسة ناجم عن أحداث ماضية، عند إنقضاء هذا الإلتزام يترتب عن ذلك نقص في موارد المؤسسة. تبرز الميزانية بصفة منفصلة الفصول الآتية:

- الأصول: التثبيات المعنوية، التثبيات العينية، الإهلاكات، المساهمات، الأصول المالية، المخزونات، أصول الضريبة (مع تمييز الضرائب المؤجلة)، الزبائن والمدينين الآخرين والأصول الأخرى (أعباء مثبتة مسبقاً)، خزينة الأصول.
- الخصوم: رؤوس الأموال الخاصة قبل عمليات التوزيع، الاحتياطات، النتيجة الصافية للسنة المالية، الخصوم غير الجارية، الموردون والدائنون الآخرون، خصوم الضريبة (مع تمييز الضرائب المؤجلة)، المرصودات للأعباء وللخصوم المماثلة (منتوجات مثبتة مسبقاً)، خزينة الخصوم.

الجدول 2: الشكل المختصر للميزانية حسب النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF

الأصول	قيمة إجمالية	إهلاك / مؤونة	قيمة محاسبية صافية	الخصوم	قيمة محاسبية صافية
الأصول الغير جارية الأصول الجارية				رؤوس الأموال الخاصة الخصوم غير الجارية الخصوم الجارية	

المصدر: القرار المؤرخ في 26 يوليو 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها.

⁹ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 19 الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009 المتضمنة للقرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها.

الشكل التالي يقدم جانب الأصول للميزانية حسب النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF.

الجدول 3: الشكل المفصل للميزانية حسب النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF - جانب الأصول

الأصول	ملاحظة	إجمالي N	إهلاك رصيد N	صافي N	صافي N-1
الأصول غير الجارية فارق بين الإقتناء تشبيكات معنوية تشبيكات عينية أراض مباني تشبيكات عينية أخرى تشبيكات يجري إنجازها تشبيكات مالية					
مجموع الأصول غير الجارية					
الأصول الجارية مخزونات حسابات دائنة الزبائن الضرائب الموجودات الأموال الموظفة الخزينة					
مجموع الأصول الجارية					
المجموع العام للأصول					

المصدر: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 19 الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009 المتضمنة للقرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، ص.28.

الشكل التالي يقدم جانب الخصوم للميزانية حسب النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF.

الجدول 4: الشكل المفصل للميزانية حسب النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF - جانب الخصوم

N-1	N	ملاحظة	الخصوم
			رؤوس الأموال الخاصة رأس مال تم إصداره رأس مال غير مستعان به علاوات وإحتياطات فوارق إعادة التقييم نتيجة صافية
			مجموع رؤوس الأموال الخاصة
			الخصوم غير الجارية قروض وديون مالية ضرائب مؤجلة ومرصود لها ديون أخرى غير جارية مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا
			مجموع الخصوم غير الجارية
			الخصوم الجارية موردون وحسابات ملحقه ضرائب ديون أخرى خزينة سلبية
			مجموع الخصوم الجارية
			المجموع العام للخصوم

المصدر: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 19 الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009 المتضمنة للقرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، ص.29.

- نقدم فيما يلي أهم التعاريف المعتمدة في النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF والمتعلقة بعناصر الميزانية:¹⁰
- ✓ الأصول غير الجارية: هي أصول مخصصة للاستعمال بصورة مستمرة لحاجات نشاطات المؤسسة (الآلات، المعدات، وسائل النقل، البرمجيات...). تقوم المؤسسة بالحيازة على هذه الأصول بهدف استعمالها على المدى الطويل.
 - ✓ الأصول الجارية: هي أصول ترتقب المؤسسة إنجازها أو بيعها أو إستهلاكها في إطار دورة الإستغلال العادية (مخزون السلع، مخزون المواد الأولية، حسابات الزبائن...). وهي كذلك أصول تتم حيازتها بهدف إجراء معاملات على المدى القصير. تشمل الأصول جارية أموال الخزينة (السيولة الجاهزة).
 - ✓ الخصوم الجارية: هي خصوم تتوقع المؤسسة إنقضاءها في إطار دورة الإستغلال العادية (حسابات الموردين، ديون قصيرة الأجل...). تشمل كذلك كل الخصوم التي تتم تسويتها خلال الأشهر الاثني عشر التي تلي تاريخ إقفال السنة المالية.
 - ✓ الخصوم غير الجارية: تشمل الإلتزامات المالية للمؤسسة التي تفوق مدة إستحقاقها العام الواحد كالقروض البنكية المتوسطة المدى.
 - ✓ رؤوس الأموال الخاصة: تشمل أساسا الأموال التي يأتي بها الشركاء والمساهمين لصالح المؤسسة بالإضافة الى الأرباح التي تجنيها المؤسسة من نشاطها والتي لم يتم توزيعها على شكل أرباح السهم. إن رؤوس الأموال الخاصة ليست خصوما واجبة التسديد، بل تمثل الفرق الموجب بين أصول المؤسسة وخصومها (الجارية وغير الجارية).

2.1. جدول النتائج

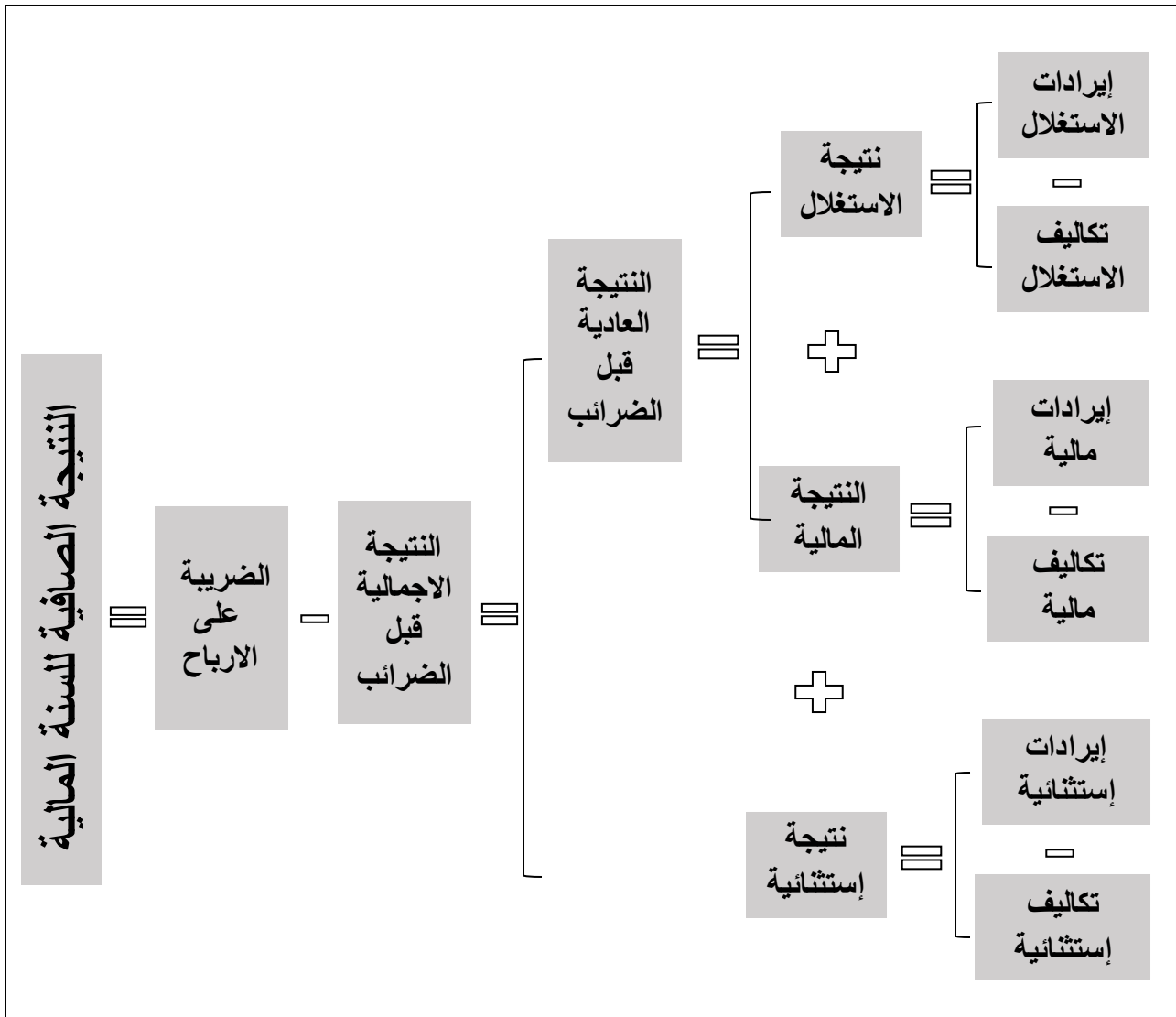
حساب النتائج هو بيان ملخص لجميع إيرادات (منتجات) وأعباء المؤسسة خلال السنة المالية. يبرز حساب النتائج النتيجة الصافية للسنة المالية (ربح أو خسارة). المعلومات الدنيا المقدمة في حساب النتائج هي الآتية:

- تحليل الأعباء حسب طبيعتها، الذي يسمح بتحديد مجاميع التسيير الرئيسية الآتية: الهامش الإجمالي، القيمة المضافة، الفائض الإجمالي عن الإستغلال
- منتجات الأنشطة العادية
- المنتجات المالية والأعباء المالية

¹⁰ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 19 الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009 المتضمنة للقرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مآونة الحسابات وقواعد سيرها، ص ص. 82-

- أعباء المستخدمين
- الضرائب والرسوم والتسديدات المماثلة
- مخصصات الإهلاك وخسائر القيمة التي تخص التثبيات العينية والمعنوية
- نتيجة الأنشطة العادية (نتيجة النشاط العادي والدائم للمؤسسة)
- أعباء ومنتجات النشاطات غير العادية (النشاطات الإستثنائية)
- النتيجة الصافية للسنة المالية قبل التوزيع

الشكل 7: مراحل تحديد نتيجة السنة المالية



المصدر: من اعداد المؤلف بتصرف، انطلاقاً من الشكل النموذجي لجدول النتائج الموجود في القرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها (الجريدة الرسمية العدد 19 الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009).

3.1. جدول سيولة الخزينة

- يسمح جدول سيولة الخزينة بتقييم مدى قدرة المؤسسة على توليد الأموال وخلق التدفقات النقدية، يسمح كذلك بمعرفة كيف تستعمل المؤسسة سيولتها. يُقدم جدول سيولة الخزينة مداخل ومخرجات الموجودات المالية الحاصلة أثناء السنة المالية حسب منشأها (مصدرها):
- التدفقات المالية التي تُولدها أنشطة الإستثمار.
 - التدفقات الناشئة عن أنشطة التمويل التي من شأنها تغيير حجم وهيكل الأموال الخاصة والقروض.
 - التدفقات التي تُولدها الأنشطة العملية (الأنشطة الغير مرتبطة لا بالإستثمار ولا بالتمويل).
 - تدفقات أموال متأتية من فوائد وحصص أسهم، تُقدّم كلا على حدى وتُرتب بصورة دائمة من سنة مالية إلى سنة مالية أخرى في الأنشطة العملية، أنشطة الإستثمار أو أنشطة التمويل.

الجدول 5: التدفقات التي تظهر في جدول سيولة الخزينة

التحصيلات المقبوضة من عند الزبائن المبالغ المدفوعة للموردين والمستخدمين الفوائد والمصاريف المالية الأخرى المدفوعة الضرائب عن النتائج المدفوعة	تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة العملية
التدفقات الناجمة عن اقتناء التثبيتات العينية والمعنوية التحصيلات الناجمة عن التنازل عن التثبيتات العينية والمعنوية التدفقات الناجمة عن اقتناء التثبيتات المالية التحصيلات الناجمة عن التنازل عن التثبيتات المالية الفوائد المحصلة من التوظيفات المالية الحصص والاقساط المقبوضة من النتائج المستلمة	تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار
التحصيلات الناجمة عن اصدار أسهم الحصص والتوزيعات التي تم القيام بها التحصيلات المتأتية من القروض تسديدات القروض	تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل

المصدر: القرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 19 الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009، ص.35.

4.1. جدول تغير الأموال الخاصة

يسمح هذا جدول بتحليل التدفقات التي أثرت في كل فصل من فصول رؤوس الأموال الخاصة للمؤسسة خلال السنة المالية. المعلومات الدنيا المطلوب تقديمها في هذا الجدول تخص الحركات المرتبطة بما يلي:

- النتيجة الصافية للسنة المالية.
- تغييرات الطريقة المحاسبية وتصحيحات الأخطاء التي لها أثر على الأموال الخاصة للمؤسسة.
- الأعباء والمنتجات المسجلة في رؤوس الأموال الخاصة في إطار تصحيح أخطاء هامة.
- العمليات على رأس مال المؤسسة (الرفع، التخفيض، التسديد...).
- توزيع النتيجة والتخصيصات المقررة خلال السنة المالية.

الجدول 6: جدول تغير الأموال الخاصة

الاحتياطات والنتيجة	فرق إعادة التقييم	فارق التقييم	علاوة الاصدار	رأس مال الشركة	
					الرصيد في 31 ديسمبر N
					تغيير الطريقة المحاسبية تصحيح الأخطاء الهامة إعادة تقييم التثبيات الأرباح والخسائر غير المدمجة الحصص المدفوعة زيادة رأس المال صافي نتيجة السنة المالية
					الرصيد في 31 ديسمبر N-1
					تغيير الطريقة المحاسبية تصحيح الأخطاء الهامة إعادة تقييم التثبيات الأرباح والخسائر غير المدمجة الحصص المدفوعة زيادة رأس المال صافي نتيجة السنة المالية
					الرصيد في 31 ديسمبر N-2

المصدر: القرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، ص.37.

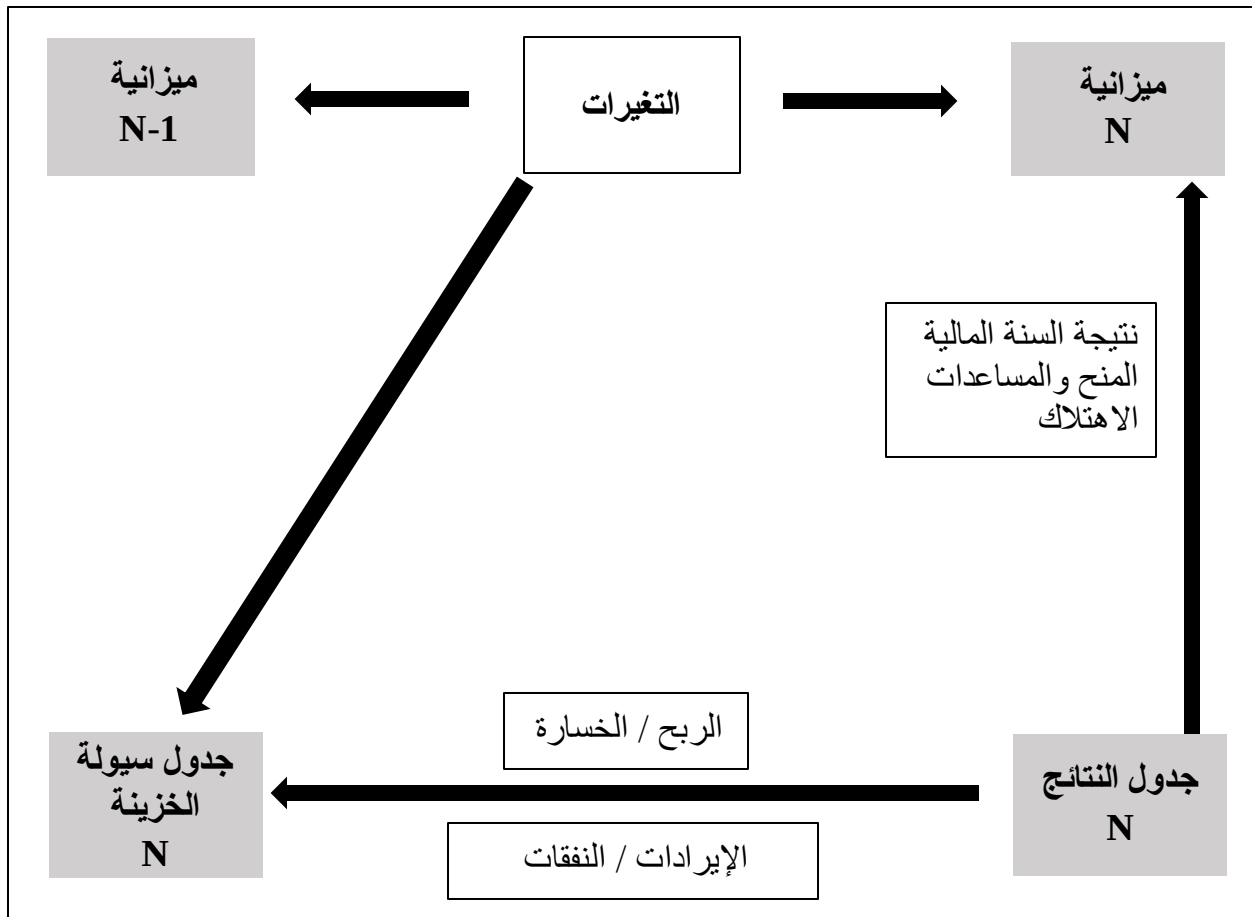
5.1. الملحق

يحتوي ملحق الكشف المالية على المعلومات التي تكتسي طابعا هاما لفهم العمليات الواردة في الكشف المالية، نذكر من بين هذه المعلومات الهامة ما يلي:

- القواعد والطرق المحاسبية المعتمدة لمسك المحاسبة وإعداد الكشف المالية.
- مكملات إعلامية ضرورية لحسن فهم الميزانية، حساب النتائج، جدول سيولة الخزينة...
- المعلومات التي تخص الكيانات المشاركة والمؤسسات المشتركة، الفروع أو الشركة الأم وكذلك المعاملات التي تتم مع هذه الكيانات أو مسيرتها: طبيعة العلاقات، نمط المعاملة، حجم ومبلغ المعاملات، سياسة تحديد الأسعار التي تخص هذه المعاملات.
- المعلومات ذات الطابع العام أو التي تعني بعض العمليات الخاصة الضرورية للحصول على صورة وافية ووفية للكشف المالية للمؤسسة.

من خلال ما سبق، يمكن أن نستنتج أهم العلاقات الموجودة بين القوائم المالية كما في الشكل التالي:

الشكل 8: العلاقات بين القوائم المالية



المصدر: من اعداد المؤلف

2. مفهوم التحليل المالي

يتمثل التحليل المالي في مجموعة من التقنيات التي من شأنها تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية. تشمل هذه التقنيات كل الطرق والأدوات الكمية والكيفية التي يستعملها المحلل المالي في عملية تقييم الأداء المالي للمؤسسة في الماضي والحاضر وتوقع ما سيكون عليه أداء المؤسسة في المستقبل.¹¹

بالتالي يمكن أن نقول إن التحليل المالي يسمح بتقويم الموقف المالي للمؤسسة في الماضي والحاضر والمستقبل، بما يسمح بتحديد نقاط القوة ونقاط الضعف في أداء المؤسسة بهدف استغلال الفرص المتاحة واتخاذ التدابير التصحيحية الملائمة.¹²

يقوم بعملية التحليل المالي أخصائي يطلق عليه اسم "المحلل المالي"، الذي يتصرف كالطبيب الذي لا يمكنه وصف علاج ملائم إلا بعد التدقيق في الوضعية الصحية لمريضه.

إن التحليل المالي يسمح بتحقيق عدة أهداف من بينها: تحديد المركز المالي للمؤسسة، تحديد المركز الائتماني للمؤسسة، تخطيط السياسات المالية، الحكم على مدى صلاحية السياسات المالية والتشغيلية المتبعة، تحديد مركز المؤسسة في قطاع نشاطها، اختبار كفاءة إدارة المؤسسة وتحليل القيمة الاستثمارية للمشروع.¹³

يعتمد التشخيص المالي أساساً على البيانات المحاسبية التي توفرها القوائم المالية، وهو ما يسمح بتوفير المعلومات اللازمة في عملية اتخاذ القرارات، بالإضافة إلى المعلومات المتوفرة في التقارير الداخلية والخارجية التي تتعلق بالمؤسسة (التقارير المالية، تقارير المدقق الداخلي، تقارير المدقق الخارجي، التقارير البنكية، الموازنات التقديرية...).

يمكن كذلك تعريف التحليل المالي على أنه عملية منظمة تهدف لتحويل الكم الهائل من البيانات إلى معلومات مختصرة وذات دلالة لمستعملها (المسير، المورد، الزبون، البنك، المستثمر...)، تهدف هذه العملية أساساً إلى تقييم أداء المؤسسة، التنبؤ بمستقبلها واتخاذ القرارات السليمة.¹⁴

يقوم بالتحليل المالي أطراف خارجية وأخرى داخلية:

- **الأطراف الخارجية التي تقوم بالتحليل المالي:** من بينها البنوك، حاملي السندات، المحللون الماليون في مكاتب الاستشارة، والمستثمرين في الأسواق المالية. هذه الأطراف لها إطلاع محدود على الموقف المالي للمؤسسة وتعتمد أساساً على القوائم المالية فقط.
- **الأطراف الداخلية التي تقوم بالتحليل المالي:** تتمثل أساساً في الإدارة المالية للمؤسسة التي لها إطلاع تام على الموقف المالي للمؤسسة، بحكم موقعها الرفيع في الهيكل الهرمي للمؤسسة.

¹¹ شيجة خميسي (2013)، التسيير المالي للمؤسسة دروس ومسائل محلولة، دار هوم، الجزائر، ص.47.

¹² عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي (2017)، الإدارة المالية، الطبعة الخامسة، مكتبة الملك فهد الوطنية، مطابع السروات، المملكة العربية السعودية، ص.49.

¹³ جميل أحمد توفيق (2013)، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، لبنان، ص.77.

¹⁴ جمال اليوسف، فواز الحموي (2017)، الإدارة المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، ص.61.

يغطي التحليل المالي العديد من المجالات كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول 7: مجالات التحليل المالي

المجالات	يهدف التحليل المالي الى:
التحليل الائتماني	التعرف على الأخطار المتوقع أن يواجهها المقرض في علاقته مع المقترض تقييم مخاطرة عدم السداد
تحليل الاندماج والشراء	تقييم المؤسسة لتحديد القيمة السوقية للمؤسسة المزعم شراءها تقييم الأداء المالي المستقبلي للمؤسسة تقييم وفورات الحجم الناجمة عن عملية الاندماج
تحليل تقييم الأداء	تحليل الربحية والمردودية تحليل الملاءة المالية والسيولة تقييم كفاءة الإدارة المالية والإدارة العامة تحديد اتجاهات النمو
التحليل من أجل التخطيط	التحليل المالي من أجل مواجهة التقلبات المستمرة التخطيط والاستراتيجية المالية السياسات المالية للمؤسسة
التحليل الاستثماري	تقييم العائد من الاستثمار تحديد الهيكل الأمثل لرأس المال

المصدر: المصدر: من اعداد المؤلف بتصرف، انطلاقاً من

سالم صلال الحسيناوي (2014)، أساسيات الإدارة المالية، دار المدينة الفاضلة، العراق، ص. 240.

يتفرع التحليل المالي الى تحليل ساكن وتحليل ديناميكي كما هو مبين فيما يلي:

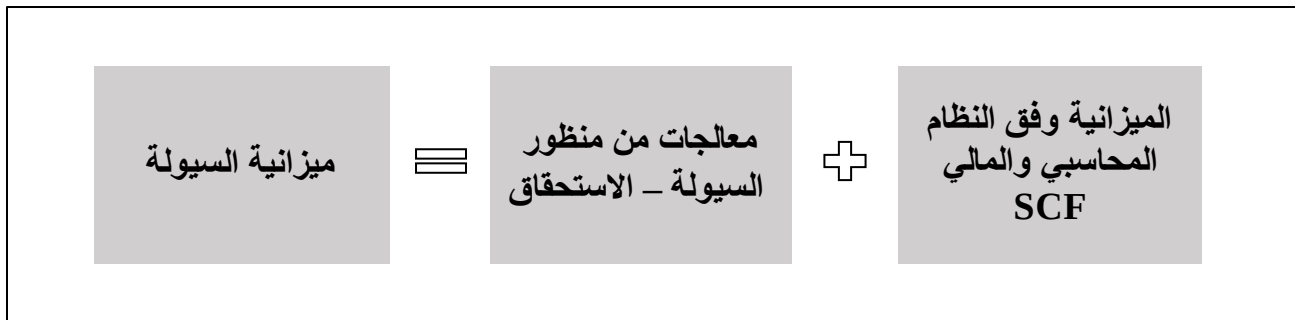
- **التحليل المالي الساكن:** هو التحليل المالي الذي يعتمد على القوائم المالية لسنة مالية واحدة فقط.
- **التحليل المالي الديناميكي:** هو التحليل المالي الذي يعتمد على القوائم المالية لعدة سنوات مالية متتالية.

3. التحليل المالي الساكن للميزانية وفق منظور السيولة - الاستحقاق

يُطلَقُ على منظور السيولة - الاستحقاق تسميات عديدة من بينها "المنظور المالي" و "منظور الذمة المالية". يعتمد التحليل المالي للميزانية وفق هذا المنظور على "ميزانية السيولة"، التي تُعرَف على أنها وثيقة تُصوِّر الذمة المالية للمؤسسة بعد اجراء المعالجات اللازمة من منظور السيولة - الاستحقاق. عند تحليل الميزانية وفق منظور السيولة - الاستحقاق، يتصرف المحلل المالي كما لو أنه يحاول الإجابة على السؤال التالي: إذا قامت المؤسسة بتصفية جميع أصولها، فهل تكفي السيولة الناتجة عن ذلك لسداد كل الالتزامات المالية للمؤسسة؟ نستنتج مما سبق أن الفرضية الأساسية لمنظور السيولة - الاستحقاق هي "فرضية توقف النشاط".

تتطلب ميزانية السيولة من الميزانية المُعدّة وفق النظام المحاسبي والمالي (SCF) وتضفي عليها معالجات وتعديلات لازمة من منظور السيولة - الاستحقاق كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل 9: من الميزانية وفق النظام المحاسبي والمالي الى الميزانية وفق منظور السيولة - الاستحقاق



المصدر: من اعداد المؤلف.

1.3. مبادئ السيولة والاستحقاق

يسمح مبدأ السيولة والاستحقاق بتحليل الملاءة المالية للمؤسسة (Solvency):

- الملاءة المالية (Solvency): يمكن تعريفها على أنها قدرة المؤسسة على تسديد إلتزاماتها المالية على المدى القصير، المتوسط والطويل، فبالتالي تمثل الملاءة المالية قدرة المؤسسة على إمتلاك أصول بما فيه الكفاية للوفاء بالتزاماتها عند إستحقاقها. كما تُعرَف الملاءة المالية أيضا على أنها قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية حتى في حالة التصفية (الإفلاس).
- السيولة (Liquidity): الملاءة المالية للمؤسسة في المدى القصير تُسمى السيولة (Liquidity) والتي تُعرَف على أنها قدرة المؤسسة على تسديد الديون المُستَحَقّة في أقل من سنة واحدة بإستخدام التدفقات المتاحة في أقل من سنة واحدة.
- الإستحقاق: درجة الإستحقاق مرتبطة بمواعيد تسديد القروض الممنوحة للمؤسسة، يمثل تاريخ إستحقاق الدين ذلك التاريخ المحدد مسبقا والذي يجب أن تسدد فيه المؤسسة دينها وإلا فهي في حالة عدم السداد.

تعتمد معالجة الميزانية وفق مقارنة السيولة والإستحقاق على المبدئين التاليين:

1.1.3. ترتيب الأصول وفق درجة السيولة وترتيب الخصوم وفق درجة الإستحقاق

تشمل ميزانية السيولة على جانبين:

- جانب الأصول مُرتَّب حسب مبدأ السيولة المتزايدة ومبدأ السنوية، من الأصول الأقل سيولة في أعلى الميزانية (أكثر من سنة واحدة) إلى الأصول الأكثر سيولة في أسفل الميزانية (أقل من سنة واحدة)، مع إعادة تقييم عناصر الأصول بالقيم الحقيقية.
- وجانب الخصوم مُرتَّب حسب مبدأ الاستحقاق ومبدأ السنوية، من أطول مدة إستحقاق في أعلى الميزانية (أكثر من سنة واحدة) إلى أقل مدة إستحقاق في أسفل الميزانية (أقل من سنة واحدة).

يتم إعادة ترتيب عناصر الميزانية اعتماداً على جدول إستحقاقات الحسابات الدائنة والديون، الذي يعتبر أحد الجداول المدرجة في الملحق، والذي يتم فيه تصنيف الحسابات الدائنة (الحقوق) والديون وفقاً "لفترة المتبقية" حتى تاريخ الاستحقاق، كما هو مبين فيما يلي:

الجدول 8: جدول استحقاقات الحسابات الدائنة والديون

الفصول	ملاحظات	لمدة عام على الأكثر	مدة أكثر من عام و 5 أعوام على الأكثر	أكثر من 5 أعوام	المجموع
الحسابات الدائنة القروض الزبائن الضرائب المدينون الآخرون					
المجموع					
الديون الاقتراضات ديون أخرى الموردون الضرائب الدائنون الآخرون					
المجموع					

المصدر: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 19 الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009 المتضمنة القرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، ص.43.

إنطلاقاً مما سبق يمكن القول أن مقارنة السيولة - الاستحقاق هي مقارنة تَهْمُ بالدرجة الأولى المُفْرَضِينَ (البنوك، حاملي السندات)، فهي تسمح لهم بالتأكد من أن المؤسسة قادرة على تسديد الأموال المُفْرَضَة.

2.1.3. تقييم عناصر الميزانية بالقيمة الحقيقية

عند إعداد ميزانية السيولة يتم تقييم عناصر الأصول على أساس القيمة الحقيقية إن وُجِدَت (القيمة السوقية)، يَنْتُج عن ذلك فوارق التقييم بالشكل التالي:

القيمة الحقيقية < القيمة المحاسبية الصافية = (+) فائض القيمة يزيد من قيمة الأموال الخاصة

القيمة الحقيقية > القيمة المحاسبية الصافية = (-) نقص القيمة ينقص من قيمة الأموال الخاصة

بهذا الشكل يمكن أن نقول إن ميزانية السيولة تُعَبِّر عن الذمة المالية للمؤسسة حيث أن السيولة هي قدرة تحويل عناصر الأصول إلى نقد، أما درجة الإستحقاق فهي مرتبطة بمواعيد تسديد القروض الممنوحة للمؤسسة ولهذا وجب على المحلل المالي ترتيب عناصر الذمة المالية للمؤسسة وفق ترتيب يسمى بالترتيب العقلاني، ويكمن الهدف من إعداد ميزانية السيولة في السماح للأطراف الخارجية (البنوك، الموردون) بتحليل الوضعية المالية للمؤسسة.¹⁵

نستنتج مما سبق أن منظور السيولة - الاستحقاق يهتم أساساً بخطر العسر المالي والتوقف عن دفع الالتزامات، لهذا يظهر مبدأ السنوية كمعيار أساسي.

عند تحليل الميزانية وفق منظور السيولة - الاستحقاق، يتصرف المحلل المالي كما لو أنه يحاول الإجابة على السؤال التالي: إذا قامت المؤسسة بتصفية جميع أصولها، فهل تكفي السيولة الناتجة عن ذلك لسداد كل الالتزامات المالية للمؤسسة؟ نستنتج مما سبق أن الفرضية الأساسية لمنظور السيولة - الاستحقاق هي "فرضية توقف النشاط".

¹⁵ شريحة خميسي (2013)، مرجع سابق، ص. 57.

2.3. أهم المعالجات اللازمة للميزانية من منظور السيولة – الاستحقاق

عند اعداد ميزانية السيولة، يتصرف المحلل المالي كما لو أنه يحاول الإجابة على السؤال التالي: إذا قامت المؤسسة بتصفية جميع أصولها، فهل تكفي السيولة الناتجة عن ذلك لسداد كل الالتزامات المالية للمؤسسة؟ نستنتج مما سبق أن الفرضية الأساسية لمنظور السيولة – الاستحقاق هي "فرضية توقف النشاط". فيما يلي نقدم أهم المعالجات اللازمة وفقا لمنظور السيولة – الاستحقاق والتي تسمح للمحلل المالي بالانتقال من الميزانية المعدة وفقا للنظام المحاسبي المالي (SCF) الى ميزانية السيولة.

معالجة 01: إعادة تقييم الأصول بالقيمة الحقيقية

إن الهدف من صياغة ميزانية السيولة هو تحديد الذمة المالية الحقيقية للمؤسسة والتي تسمح بتقييم الملاءة المالية والسيولة، بالتالي ينبغي للمحلل المالي أن يقوم بعملية إعادة تقييم عناصر الأصول بالقيمة الحقيقية إن وُجِدَتْ وإن كان ممكن تحديدًا بصفة وافية وكافية. أما إذا تعذر تحديد القيمة الحقيقية للأصول فتظهر هذه الأخيرة في ميزانية السيولة بالقيمة المحاسبية الصافية.

إن الفرق بين القيمة الحقيقية والقيمة المحاسبية الصافية للأصول ينتج عنه فوارق القيمة، تكون هذه الفوارق تارة موجبة (فائض القيمة) وتارة سالبة (نقص القيمة)، بالتالي يظهر مجموع فوارق القيمة إما موجبا وإما سالبا، فإذا كان موجبا يُضاف للأموال الخاصة أما إذا كان سالبا يُطرح من الأموال الخاصة. ينص المعيار الدولي للمحاسبة (IAS 16) أن القيمة العادلة للأصول العينية (الأراضي، المباني، الممتلكات، التجهيزات والمعدات) هي عادة قيمتها السوقية، والتي تحدد عن طريق التثمين الذي يجريه مُثَمِّنون مهنيون أكفاء. وحينما يتعذر تحديد القيمة السوقية فيتم تقييمها بالتكلفة الجارية الخاضعة للاستهلاك.

معالجة 02: الاعتماد الإيجاري

يتمثل الإعتماد الإيجاري (Leasing) في عملية تجارية ومالية مُمارَسة من طرف مؤسسات مؤهلة قانونا (البنوك، المؤسسات المالية، شركات الإعتماد الإيجاري)، تقوم على عقد إعتماد إيجاري يجمع بين طرفين وهما شركة التأجير (المؤجر) والمتعامل الاقتصادي (المستأجر). يلتزم المؤجر بموجب هذا العقد بتأجير أصول (منقولة أو غير منقولة) لفائدة المستأجر، مقابل دفع إيجارات لمدة محددة في العقد. عند انقضاء هذه المدة يمكن للمستأجر أن يكتسب الأصول المؤجرة كليا أو جزئيا. بالتالي يتضمن الإعتماد الإيجاري خيار الشراء لفائدة المستأجر.¹⁶ إن الأصول التي تفتنيها المؤسسة بموجب عقد الإعتماد الإيجاري ليست ملكية قانونية للمؤسسة خلال مدة سريان العقد، بالتالي لا يمكن استعمالها كضمانات في حالة التصفية.

¹⁶ الأمر رقم 96 – 09 المؤرخ في 10 يناير 1996، المتعلق بالإعتماد الإيجاري، المواد من 07 الى 09.

يتعين على المحلل المالي خصم مبلغ الإعتماد الإيجاري من التثبيات في جانب الأصول، أما بالنسبة لجانب الخصوم فيتعين:

- خصم مبلغ الإعتماد الإيجاري من الديون لأكثر من سنة إذا كانت المدة المتبقية للعقد الإيجاري أكثر من سنة
- خصم مبلغ الإعتماد الإيجاري من الديون لأقل من سنة إذا كانت المدة المتبقية للعقد الإيجاري أقل من سنة.

معالجة 03: المخزون الدائم

يتمثل المخزون في أصول تمتلكها المؤسسة موجهة للبيع في إطار نشاط الاستغلال الجاري للمؤسسة، تظهر حسابات المخزون ضمن الأصول الجارية في الميزانية المعدة وفقا للنظام المحاسبي والمالي (SCF). يمثل المخزون الدائم مستوى معين من المخزون الكلي يُعتبر ضروري للنشاط التجاري أو الصناعي للمؤسسة، وبالتالي يمكن إعتباره ضمن تثبيات المؤسسة.

وفقا لأحكام النظام المحاسبي والمالي الجزائري (SCF) يمكن للمؤسسة تصنيف المخزون ضمن الأصول الجارية أو الأصول غير الجارية (التثبيات) حسب وجهته أو إستعماله في المؤسسة.¹⁷ وبالتالي إذا كان المخزون موجه لإستخدامات دائمة يمكن للمؤسسة في هذه الحالة تصنيفه ضمن الأصول غير الجارية.

معالجة 04: نتيجة السنة المالية

يتم إعداد ميزانية السيولة بعد توزيع نتيجة السنة المالية، وفقا لمنظور السيولة - الاستحقاق لا يمكن اعتبار كل نتيجة السنة المالية كمورد مالي (مصدر للسيولة)، بل يجب استبعاد الجزء من النتيجة الموزع على شكل أرباح السهم. إن الفترة الممتدة بين قرار التخصيص (قرار توزيع الأرباح) والتاريخ الفعلي لدفع أرباح السهم، يتم فيها تسجيل أرباح السهم محاسبيا ضمن الحسابات الجارية للشركاء، وبالتالي تظهر أرباح السهم في ميزانية السيولة ضمن الديون المستحقة لأقل من سنة.

معالجة 05: القروض البنكية

يتم تصنيف القروض البنكية في ميزانية السيولة إلى "ديون لأكثر من سنة" أو "ديون لأقل من سنة" وفقا "للمدة المتبقية للاستحقاق"، عكس ميزانية النظام المحاسبي والمالي (SCF) التي تُصنّف فيها القروض وفقا "لمدة الاستحقاق الأصلية".

بالتالي تسمح ميزانية السيولة بتحديد المبالغ المستحقة فعليا في المدى القصير، فإذا كان على المؤسسة قرض طويل المدى وإقتراب أجل إستحقاقه لأقل من سنة فيتم تصنيفه ضمن الديون المستحقة لأقل من سنة.

¹⁷ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 19 الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009 المتضمنة القرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشف المالية وعرضها وكذا مآونة الحسابات وقواعد سيرها، ص.13.

معالجة 06: المؤونات للأعباء

حسب النظام المحاسبي والمالي (SCF) المؤونات للأعباء هي خصوم يكون استحقاقها أو مبلغها غير مؤكد.¹⁸ تعتبر المؤونات للأعباء من أشغال نهاية الدورة أين يقوم المحاسب بتسجيل المؤونات للأعباء والخسائر المحتملة في حسابات التكاليف، والتي تشكلها المؤسسة لمواجهة مخاطر محتملة (المنازعات والغرامات) أو أعباء كبيرة محتملة (التكاليف التي لا يمكن تحميلها لسنة مالية واحدة).

عند اعداد ميزانية السيولة، يجب على المحلل المالي التقييم المحكم للمؤونات للأعباء من أجل التقدير الدقيق لمبلغ الديون المستحقة، يتوجب على المحلل المالي إعادة تصنيف المؤونات من أجل التمييز بين:

- المؤونات المستحقة فعلا على المدى القصير (أقل من سنة): والتي تمثل خصوم جارية
- المؤونات المستحقة على المدى المتوسط والطويل (أكثر من سنة): والتي تمثل خصوم غير جارية
- المؤونات التي لها احتمال ضئيل جدا للتحقق: والتي يمكن للمحلل المالي اعتبارها ضمن الأموال الخاصة

معالجة 07: الأصول الوهمية

يظهر في ميزانية النظام المحاسبي والمالي، بعض حسابات الأصول التي ليس لها قيمة سوقية (أو قيمة سوقية تؤول الى الصفر)، من بينها: الأعباء المعاينة مسبقا، بعض عناصر المحل التجاري.

تظهر هذه الأخيرة في ميزانية النظام المحاسبي والمالي لأسباب تتعلق بالتقنيات والمبادئ المحاسبية وكذلك من أجل التوازن الحسابي للميزانية (مجموع الأصول يساوي مجموع الخصوم).

تعتبر هذه الأصول من منظور السيولة "أصولا وهمية"، ففي حالة التصفية لا يمكن للمؤسسة بيعها (قيمة سوقية معدومة)، فبالتالي يتوجب على المحلل المالي إستبعاد الأصول الوهمية من ميزانية السيولة.

بالنسبة للمحل التجاري، يتوجب على المحلل المالي التمييز بين العناصر الممكن بيعها في حالة تصفية المؤسسة (العناصر التي لها قيمة سوقية) من العناصر التي لا يمكن بيعها في حالة تصفية المؤسسة (قيمة سوقية معدومة).

ينكون "المحل التجاري" (fonds de commerce)¹⁹ من عناصر ملموسة (المواد والأدوات، البضائع) وعناصر غير ملموسة (حقوق الايجار، العلامات التجارية، براءات الاختراع، رخص الاستغلال، الرسوم والنماذج الصناعية) مخصصة للاستغلال التجاري أو الصناعي للمؤسسة، تسعى المؤسسة من خلال المحل التجاري لجلب الزبائن والاحتفاظ بهم. بالتالي يعتبر الزبائن أهم عنصر من عناصر المحل التجاري.

¹⁸ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 19 الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009 المتضمنة القرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشف المالية وعرضها وكذا مَوْنَة الحسابات وقواعد سيرها، ص.14.

¹⁹ يرجع ظهور مفهوم المحل التجاري للقانون الجبائي الفرنسي لـ 28 فيفري 1872 والذي كان أول مرة يخضع فيها المحل التجاري للرسوم ولحقوق نقل الملكية المفروضة من الخزينة العمومية الفرنسية. في بداية الامر إعتبر المشرع الفرنسي العناصر الملموسة فقط من المحل التجاري، ولكن تطور التشريع الفرنسي ليشمل المحل التجاري العناصر غير الملموسة كالزبائن.

بالنسبة للأصول الوهمية، تتم المعالجة كما يلي:

- جانب الأصول: حذف مبلغ الأصول الوهمية
- جانب الخصوم: خفض الأموال الخاصة بمبلغ يساوي مبلغ الأصول الوهمية

3.3. ميزانية السيولة

تُظهر ميزانية السيولة من جهة عناصر الأصول بعد إعادة ترتيبها حسب درجة السيولة وعناصر الخصوم بعد إعادة ترتيبها حسب درجة الاستحقاق، كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل 10: ترتيب عناصر ميزانية السيولة حسب مبدأ السيولة والاستحقاق



المصدر: من اعداد المؤلف

يتم ترتيب عناصر الأصول في ميزانية السيولة من الأصول بأقل سيولة في أعلى الميزانية الى الأصول بأكبر سيولة في أسفل الميزانية، بالتالي تُظهر ميزانية السيولة من الأعلى الى الأسفل:

- أولاً الأصول التي يتطلب تحويلها الى سيولة مدة زمنية معتبرة (أكثر من سنة) أو يتطلب تحويلها الى سيولة تكلفة بالنسبة للمؤسسة (يتطلب تحويل التثبيات الى سيولة المرور بعمليات الإنتاج، التخزين، ترويج المبيعات...).
- ثانياً الأصول التي يمكن تحويلها الى سيولة في فترة وجيزة (أقل من سنة) أو يتطلب تحويلها الى سيولة تكلفة أقل.

يتم ترتيب عناصر الخصوم في ميزانية السيولة من الخصوم بأطول مدة استحقاق (أكثر من سنة) في أعلى الميزانية الى الخصوم بأقصر مدة استحقاق (أقل من سنة) في أسفل الميزانية.

بعد المعالجات السابقة الذكر ، تظهر ميزانية السيولة على الشكل التالي:

الجدول 9: ميزانية السيولة

القيمة الحقيقية	الخصوم	القيمة الحقيقية	الأصول
	الأموال الخاصة رأس المال الاجتماعي الاحتياطات (+/-) مجموع فوارق القيمة (-) الأصول الوهمية (*) المؤونة للأعباء الخصوم غير الجارية ديون لأكثر من سنة واحدة (**) المؤونة للأعباء		الأصول غير الجارية التبittات المعنوية التبittات العينية التبittات المالية (+) المخزون الدائم (+) الحقوق لأكثر من سنة (-) الأصول الوهمية
			مجموع الأصول غير الجارية
			الأصول الجارية المخزون (-) المخزون الدائم الحقوق لأقل من سنة خزينة الأصول
			مجموع الأصول الجارية
	مجموع الأصول الدائمة		
	الخصوم الجارية ديون لأقل من سنة واحدة (***) المؤونة للأعباء		
	مجموع الخصوم الجارية		
	مجموع الخصوم		مجموع الأصول

المصدر: من اعداد المؤلف

(*) المؤونة للأعباء التي لها احتمال ضئيل جدا للتحقق

(**) المؤونة للأعباء المستحقة لأكثر من سنة واحدة

(***) المؤونة للأعباء المستحقة لأقل من سنة واحدة

يظهر الجدول التالي الشكل المختصر لميزانية السيولة:

الجدول 10: الشكل المختصر لميزانية السيولة

القيمة الحقيقية	الخصوم	القيمة الحقيقية	الأصول
	الأموال الدائمة: تشمل الأموال الدائمة التي تاريخ إستحقاقها يفوق السنة الواحدة (الأموال الخاصة، الإحتياطيات، الديون المتوسطة والطويلة الأجل، حسابات الشركاء الطويلة المدى...).		الأصول غير الجارية: تشمل كل من التثبيات (الأصول الثابتة) والحقوق التي تاريخ تحقيقها المتبقي أكبر من سنة واحدة (سلفيات لأكثر من سنة، حسابات الزبائن التي تاريخ تحقيقها أكبر من سنة واحدة، المخزون الدائم). يتم إدراج الأصول الجارية التي لا يمكن للمؤسسة تحصيلها في فترة أقل من سنة (الحقوق المتأخرة التحصيل).
	الخصوم الجارية: تشمل الخصوم التي تاريخ إستحقاقها أقل من السنة الواحدة: ديون قصيرة الأجل (حتى ولو تعلق الأمر بموردي التثبيات)، الضرائب الواجبة الدفع، حسابات الشركاء القصيرة المدى. تشمل كذلك خزينة الخصوم (الخزينة السالبة): التسبيقات البنكية (avances bancaires)، السحب على المكشوف (découverts bancaires)		الأصول الجارية: تشمل كل الأصول التي تاريخ تحقيقها أقل من سنة واحدة (المخزون، الحقوق، حسابات الزبائن)، أي يمكن تحويلها الى سيولة في المدى القصير. تشمل كذلك خزينة الأصول: السيولة والقيم الجاهزة (حسابات الصندوق، حسابات بنكية جارية، حسابات بريدية، الأوراق المخصومة)

المصدر: من اعداد المؤلف

4.3. التوازن المالي للمؤسسة

يُبيّن الشكل أدناه الحالات الثلاثة الممكنة لتوازن ميزانية السيولة. يُعرّف التوازن المالي للمؤسسة على أنه التوافق بين الموارد (الخصوم) والإستخدامات (الأصول) في المؤسسة، فهو أحد أهداف التسيير المالي للمؤسسة بالإضافة لأهداف الربحية والمردودية وهدف الإستمرارية.

الشكل 11: حالات التوازن المالي للمؤسسة

الحالة 1	الحالة 2	الحالة 3												
حالة لا توازن	توازن مالي مع هامش أمان	توازن مالي أدنى												
<table><tr><td>الأصول غير الجارية</td><td>الأصول غير الجارية</td></tr><tr><td>الخصوم الجارية</td><td>الخصوم الجارية</td></tr></table>	الأصول غير الجارية	الأصول غير الجارية	الخصوم الجارية	الخصوم الجارية	<table><tr><td>الأصول غير الجارية</td><td>الأصول غير الجارية</td></tr><tr><td>الخصوم الجارية</td><td>الخصوم الجارية</td></tr></table>	الأصول غير الجارية	الأصول غير الجارية	الخصوم الجارية	الخصوم الجارية	<table><tr><td>الأصول غير الجارية</td><td>الأصول غير الجارية</td></tr><tr><td>الخصوم الجارية</td><td>الخصوم الجارية</td></tr></table>	الأصول غير الجارية	الأصول غير الجارية	الخصوم الجارية	الخصوم الجارية
الأصول غير الجارية	الأصول غير الجارية													
الخصوم الجارية	الخصوم الجارية													
الأصول غير الجارية	الأصول غير الجارية													
الخصوم الجارية	الخصوم الجارية													
الأصول غير الجارية	الأصول غير الجارية													
الخصوم الجارية	الخصوم الجارية													

المصدر: من اعداد المؤلف

تُبيّن الحالة (1) حالة لا توازن مالي بالنسبة للمؤسسة فكما يظهر في الشكل (حالة 1) مبلغ الأصول غير الجارية أكبر من مبلغ الأموال الدائمة، بالتالي تستعمل المؤسسة كل أموالها الدائمة لتمويل أصولها غير الجارية بالإضافة إلى جزء من خصومها الجارية، فيكمن الخلل هنا في إستعمال الخصوم الجارية ذات الاستحقاق القصير المدى (أقل من سنة) لتمويل إستعمالات يستغرق تحويلها إلى سيولة مدة أطول (أكبر من سنة)، بالتالي يَنجَرُ عن الحالة (1) إشكالية في سيولة المؤسسة.

أما بالنسبة **للحالة (3) فهي حالة توازن مالي** بحيث مبلغ الأصول غير الجارية يساوي مبلغ الأموال الدائمة (الاستخدامات لأكثر من سنة يتم تمويلها بموارد لأكثر من سنة)، ومن جهة أخرى مبلغ الأصول الجارية يساوي مبلغ الخصوم الجارية (الاستخدامات لأقل من سنة يتم تمويلها بموارد لأقل من سنة). لكن هذا التوازن المالي هش وقابل للكسر بسهولة لذلك يطلق عليه مصطلح "التوازن المالي الأدنى"، وهذا يرجع لأسباب التالية:

- عدم التوافق بين معدل دوران الأصول الجارية مع معدل دوران الخصوم الجارية، فحتى لو كانت معدلات الدوران لكلاهما أقل من سنة واحدة إلا أنه إذا كانت الديون القصير الاجل مستحقة قبل أن تتمكن المؤسسة من تحويل أصولها الجارية الى نقديّات، يَنجَرُ عن ذلك إشكالية في سيولة المؤسسة كما في الحالة (1).

- الاحداث غير المتوقعة: كإنخفاض غير متوقع للمبيعات، تأخر الزبائن في تسديد الفواتير أو تلف المخزون وغيرها من الاحداث التي ينجم عنها تأخر في تحصيل السيولة، بالتالي يَنجَرُ عن ذلك عجز المؤسسة عن تسديد التزاماتها المالية وهو ما يشكل إشكالية في سيولة المؤسسة كما في الحالة (1).
نستنتج مما سبق أن الوضعية الأكثر أرباحية للمؤسسة هي الحالة (2)، أين الأموال الدائمة للمؤسسة تغطي كل الأصول غير الجارية مع وجود "هامش أمان" يسمح للمؤسسة بتمويل جزء من أصولها الجارية بأموالها الدائمة، يسمح هامش الأمان بتغطية المخاطر المتعلقة بالحالة (3). يطلق على هامش الأمان مصطلح "رأس المال العامل الصافي".

نستنتج مما سبق أن التوازن المالي هو توافق من حيث القيمة ومن حيث الزمن بين موارد وإستخدامات المؤسسة (تناظر قيمي وزمني)، فيجب على المسير المالي تحقيق التوافق بين عناصر الموارد التي تختلف تواريخ إستحقاقاتها مع عناصر الإستخدامات التي تختلف مدة تحقيقها (المدة اللازمة لتحويلها الى سيولة).
إن الخلل في التوازن المالي ينتج عن الاختلاف الموجود بين مدة تحقيق الأصول وتواريخ إستحقاقية الخصوم، وهنا تبرز لنا قدرة المؤسسة في الحفاظ على السيولة الكافية لمواجهة المخاطر المتعلقة باختلاف الآجال بين تواريخ التحصيل وتواريخ التسديد، لذلك تسعى المؤسسة دوماً للتحكم في السيولة من أجل إستمرارها في الوفاء بديونها. فالقاعدة الأساسية للتوازن المالي تستلزم وجود هامش أمان في ميزانية المؤسسة.

1.4.3. رأس المال العامل الصافي (Net Working Capital)

يعتبر رأس المال العامل الصافي من أهم مؤشرات التوازن المالي ويُمثل الفائض الذي تحققه المؤسسة من الأموال الدائمة بعد تغطية الأصول غير الجارية أي هو هامش الأمان الذي تحققه المؤسسة بعد تمويل دورة الإستثمار والذي يمكن توجيهه لتمويل دورة الاستغلال.

يمكن حساب رأس المال العامل الصافي بطريقتين من أعلى الميزانية أو من أسفل الميزانية كما يلي:

من أعلى الميزانية:	رأس المال العامل الصافي = الأموال الدائمة - الأصول غير الجارية
--------------------	--

من أسفل الميزانية:	رأس المال العامل الصافي = (بما فيها خزينة الأصول) - (بما فيها خزينة الخصوم)
--------------------	---

يشير مصطلح رأس المال العامل الى إستثمارات المؤسسة في الأصول الجارية مثل المخزون، الذم المدينة (الزبائن)، الأوراق المالية، والنقدية. بينما يشير مصطلح رأس المال العامل الصافي إلى الفرق بين الأصول الجارية للمؤسسة وخصومها الجارية.²⁰

ان مجموع الأصول الجارية للمؤسسة والتي تسمى كذلك رأس المال العامل تمثل الاستخدامات اللازمة للتشغيل اليومي ولإستغلال الإستثمارات الرأسمالية الطويلة الاجل للمؤسسة، فمثلا يستخدم مخزون المواد الأولية للتشغيل اليومي للآلات لتصنيع منتجات نهائية.

يعتبر رأس المال العامل الصافي مقياسا لدرجة الثقة في مقدرة الأصول الجارية على الوفاء بالالتزامات القصيرة الاجل، ويصلح كمقياس يستعمله الدائنون (البنوك، الموردون) لمعرفة متانة المركز المالي للمؤسسة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها عند ميعاد استحقاقها. إذ كلما زاد مقدار الأصول الجارية عن الخصوم الجارية، كان ذلك دليلا كميًا على قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها بسهولة، الا ان ذلك يتوقف كذلك على نوعية الأصول الجارية. بالتالي نستنتج مما سبق أنه يُفضّل أن يكون رأس المال العامل الصافي موجبا.²¹

يتعين على المحلل المالي مقارنة رأس المال العامل الصافي للمؤسسة مع متوسط قطاع النشاط، ومن الأفضل أن تكون هذه المقارنة مع مؤسسات من نفس الحجم حتى تكون المقارنة سليمة. يقوم المحلل المالي بمقارنة عناصر رأس المال العامل للمؤسسة من مخزونات، حسابات الزبائن والنقدية مع المؤسسات الأخرى حتى يتسنى له تقييم أداء المؤسسة فيما يخص إدارتها لرأس المال العامل.

فمثلا قد يلاحظ المحلل المالي أن استثمار المؤسسة في المخزون أكبر بكثير من متوسط قطاع النشاط، مما يجعله ينصح المدير العام بتبني النظم الحديثة للتخزين كنظام JIT (Just In Time)، الذي يسمح للمؤسسة بتخفيض تكاليف التخزين ومدتها وبتوفير الجزء من رأس المال العامل المُستثمر في المخزون.²²

يمكن التمييز بين الحالات التالية لرأس المال العامل الصافي:

- **رأس المال العامل موجب:** في هذه الحالة تُمول الأصول الغير جارية بالأموال الدائمة مع تحقيق هامش أمان يُوجه لتمويل إحتياجات قصيرة المدى وعليه وجود توازن في الهيكل المالي.
- **رأس المال العامل سالب:** معناه أن الأموال الدائمة تُمول جزء فقط من الأصول الغير جارية والجزء المتبقي مُمول عن طريق الديون قصيرة الأجل (الخصوم الجارية)، أي أنّ هذه الوضعية لا تسمح بتشكيل هامش أمان، وبالتالي لا يوجد توازن مالي.

²⁰ المجمع الدولي العربي للمحاسبين القانونيين (2014)، مرجع سابق، ص.99.

²¹ مصطفى يوسف كافي (2017)، إدارة رأس المال العامل، الطبعة الأولى، دار ألفا للوثائق، الجزائر، ص.106.

²² خيرى على الجزيري (1993)، الإدارة المالية، مركز التعليم المفتوح، مصر، ص.74.

- رأس المال العامل معدوم: في هذه الحالة تغطي الأموال الدائمة الأصول الغير جارية، أما الأصول الجارية فتغطي عن طريق القروض القصيرة الأجل، وهذه الوضعية لا تتيح أي ضمان تمويلي في المستقبل، وتمثل هذه الحالة وضعية هشة في توازن مالي.

يبين الجدول التالي أهم العوامل المؤثرة في رأس المال العامل الصافي:

الجدول 11: أهم العوامل المؤثرة في رأس المال العامل الصافي

العوامل	الشرح
طبيعة الإنتاج	كلما كانت دورة الإنتاج طويلة كانت الحاجة لرأس المال العامل أكبر وبالتالي فإن الوحدات الصناعية تحتاج الى رأس مال عامل أكبر من الوحدات التجارية وفي الصناعات الثقيلة أكبر من الصناعات التحويلية والغذائية وهكذا
طبيعة المواد الأولية المستخدمة	هل أن المواد الضرورية للإنتاج متوفرة في الأسواق بشكل دائم وبالتالي لا يوجد ضرورة لشراء كميات كبيرة منها وتخزينها، أم أنها موسمية يجب شراءها عند موسمها وتخزينها كالأقطان مثلاً
طبيعة العملية التسويقية	هل تسويق المنتجات بسرعة بمعنى ارتفاع معدل دوران المبيعات وهذا يعني انخفاض حجم رأس المال العامل والعكس صحيح
طبيعة الائتمان والتحصيل	هل تحصل المؤسسة على فترة ائتمان من الموردين (فترة للتسديد) كما تعطي هي لزبائنها فترة ائتمان للسداد؟ ذلك أنه كلما كانت فترة الائتمان الممنوحة للزبائن أقل من الفترة التي تحصل عليها المؤسسة من مورديها، كلما كانت الحاجة الى حجم رأس المال العامل أقل والعكس صحيح.

المصدر: مصطفى يوسف كافي (2017)، إدارة رأس المال العامل، الطبعة الأولى، دار ألفا للوثائق، الجزائر، ص. 249.

نستنتج من الجدول السابق أن العوامل المؤثرة في رأس المال العامل الصافي تتفاوت درجة تأثيرها حسب محددات مختلفة مثل قطاع نشاط المؤسسة، الأعراف التجارية لكل قطاع نشاط، حجم المؤسسة ودرجة هيمنتها على السوق، تقنيات وتكنولوجيات التصنيع التي تحتكرها، مستوى أداء قوى البيع للمؤسسة، قدرتها التفاوضية مع الزبائن، الموردين والبنوك.

من جهة أخرى، وبالنسبة للمؤسسات ذات نشاطات متنوعة قد يكون حجم رأس المال العامل الصافي مختلف من نشاط الى آخر، خاصة إذا كانت الأنشطة تتموقع في مستويات مختلفة من النمو، من أنشطة جديدة تتطلب إستثمارات كبيرة وذات مداخيل محدودة إلى أنشطة قديمة مُدرة للدخل وذات عائد مرتفع. فإذا إعتمدنا مصفوفة BCG²³ التي تصنف نشاطات (منتجات) المؤسسة الى أربع أصناف (علامة استفهام، النجوم، البقرة الحلوب، الكلاب) يمكن استخلاص لكل صنف الخصائص المالية الموضحة في الشكل التالي:

الشكل 12: الخصائص المالية حسب أصناف نشاطات المؤسسة

معدل نمو السوق (+) (-)	النجوم توليد واستهلاك للسيولة أرباح مرتفعة استدانة منخفضة تثبيتات مرتفعة	علامة استفهام استهلاك كبير للسيولة أرباح مرتفعة استدانة مرتفعة تثبيتات مرتفعة
	البقرة الحلوب توليد للسيولة أرباح مرتفعة استدانة ضعيفة تثبيتات ضعيفة	الكلاب سيولة متوازنة تنازل عن تثبيتات أرباح ضعيفة استدانة ضعيفة

(-) حصة السوق النسبية (+)

المصدر: الياس بن ساسي، يوسف قرشي (2011)، التسيير المالي الإدارة المالية دروس وتطبيقات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ص.76.

²³ مصفوفة BCG : هي مصفوفة تم تصميمها من طرف مجمع بوسطن الاستشاري (Boston Consulting Group) وهي نموذج يسمح للمؤسسة بتصنيف نشاطاتها (أو منتجاتها أو خدماتها) الى أربع أصناف حسب معيارين: (1) معيار معدل نمو السوق (2) معيار حصة السوق النسبية. تكمن الأصناف الأربع فيما يلي:

- (1) علامة استفهام (المثيرة للاستفهام، المأزق): منتج ذات حصة سوقية منخفضة (مركز تنافسي ضعيف) ولكن بمعدل نمو السوق مرتفع.
- (2) النجوم (المنتجات الساطعة): منتج ذات حصة سوقية عالية (مركز تنافسي قوي) مع معدل نمو السوق مرتفع.
- (3) البقرة الحلوب (المُدرة للدخل): منتج ذات حصة سوقية عالية (مركز تنافسي قوي) ولكن بمعدل نمو السوق ضعيف
- (4) الكلاب (المثيرة للقلق، البطة المتعثرة): منتج ذات حصة سوقية منخفضة مع معدل نمو السوق ضعيف.

نستنتج من الشكل السابق أن حجم رأس المال العامل يختلف من صنف لآخر بحسب حجم الاستثمارات اللازمة، الاحتياجات التمويلية ومستوى السيولة لكل صنف.

2.4.3. إحتياجات رأس المال العامل (Working Capital Requirements)

إن عدم التوافق بين مدة تحقيق الأصول الجارية وتواريخ إستحقاق الخصوم الجارية يؤدي الى ظهور "إحتياجات رأس المال العامل" والذي يعبر عن إحتياجات التمويل القصيرة المدى. يعد الإحتياج من رأس المال العامل مؤشراً مهماً للحكم على سلامة التوازنات المالية للمؤسسة، حيث يرتبط هذا المؤشر بالنشاط الإستغلالي للمؤسسة، وذلك إنطلاقاً من مبدأ أن الاستخدامات القصيرة الأجل يجب أن تُغطى بالموارد القصيرة الأجل. ترتبط إحتياجات رأس المال العامل بالفرق بين الإحتياجات الدورية للمؤسسة ومواردها الدورية ويمكن حسابه من خلال ما يلي:

$$\text{إحتياجات رأس المال العامل} = \text{إحتياجات دورة الإستغلال} - \text{موارد دورة الإستغلال}$$

$$\text{إحتياجات رأس المال العامل} = \text{الأصول الجارية} - \text{الخصوم الجارية}$$

$$\text{إحتياجات رأس المال العامل} = \text{خارج خزانة الأصول} - \text{خارج خزانة الخصوم}$$

بالتالي تمثل إحتياجات رأس المال العامل الجزء من الإحتياجات الدورية التي لم تغطي من طرف الموارد الدورية، فدورة الاستغلال تنتج إحتياجات للتمويل مرتبطة بسرعة دوران عناصر الأصول الجارية خاصة المخزون وحسابات الزبائن، فإذا كانت موارد الدورة غير كافية لتغطية إحتياجات الدورة ينتج عن إحتياجات رأس المال العامل.

يمكن التمييز بين الحالات التالية لإحتياجات رأس المال العامل الصافي:

- **إحتياجات رأس المال العامل موجبة:** وهذا يعني أن الديون قصيرة الأجل لم تغطي إحتياجات دورة الإستغلال فكون إحتياجات رأس المال العامل موجبة فهذا يعني أن هناك إحتياج للتمويل في دورة الاستغلال أي أن إحتياجات الدورة أكبر من موارد التمويل فيها.
- **إحتياجات رأس المال العامل سالبة:** وهذا يعني ان موارد التمويل كافية لتمويل إحتياجات التمويل في دورة الإستغلال وهذا يعني أن المؤسسة حققت فائض في دورة الاستغلال.
- **إحتياجات رأس المال العامل معدومة:** أي أن موارد الدورة غطت إحتياجات الدورة ولايوجد لافائض ولا نقص وهذا يعني أن هناك توازن في دورة الاستغلال.

- تعتبر إحتياجات رأس المال العامل مؤشرا مهما للمؤسسة، فهي تنتج أساسا من الفوارق الزمنية بين آجال التخزين، التحصيل والتسديد كما هو مبين فيما يلي:
- أولا، تستغرق عملية التخزين وقتا معين فهي تمتد من تاريخ تخزين المواد الأولية الى مدة تخزين المنتجات النهائية مرورا بالمدة التي تستغرقها عملية الإنتاج.
 - ثانيا، تمنح المؤسسة لزيائنها آجالا للدفع والتي قد تكون طويلة أو قصيرة حسب علاقة المؤسسة بزيائنها، وضعية المؤسسة بالسوق، حجم المؤسسة، نوع المنتج وغيرها فبالتالي هناك عوامل عديدة تحدد آجال الدفع.
 - من جهة أخرى يمنح الموردون آجالا للدفع للمؤسسة والتي قد تكون طويلة أو قصيرة حسب حجم الطلبية، علاقة المؤسسة بمورديها وغيرها فبالتالي هناك عوامل عديدة تحدد آجال التسديد.
- إن عدم التوافق بين آجال تحصيل السيولة وآجال تسديد الالتزامات ينتج عنه إحتياجات رأس المال العامل، وكلما كانت هذه الإحتياجات كبيرة كلما إستلزم ذلك على المؤسسة تعبئة رأس مال عامل أكبر.

3.4.3. الخزينة الصافية

تمثل الخزينة الصافية مجموع الأموال الجاهزة التي توجد تحت تصرف المؤسسة خلال دورة الاستغلال أي إجمالي السيولة التي بإمكان المؤسسة استعمالها فورا.²⁴ من جهة أخرى، تمثل الخزينة الصافية الفرق بين رأس المال العامل وإحتياجات رأس المال العامل وهي بالتالي الفائض من السيولة الذي بحوزة المؤسسة. يمكن حساب الخزينة الصافية بطريقتين، الطريقة الأولى تعتمد على عناصر الميزانية (خزينة الأصول وخزينة الخصوم)، أما الطريقة الثانية فتعتمد على التوازن المالي للميزانية (الفرق بين رأس المال العامل وإحتياجات رأس المال العامل) كما هو موضح فيما يلي:

الطريقة الأولى:

$$\text{الخزينة الصافية} = \text{رأس المال العامل الصافي} - \text{إحتياجات رأس المال العامل}$$

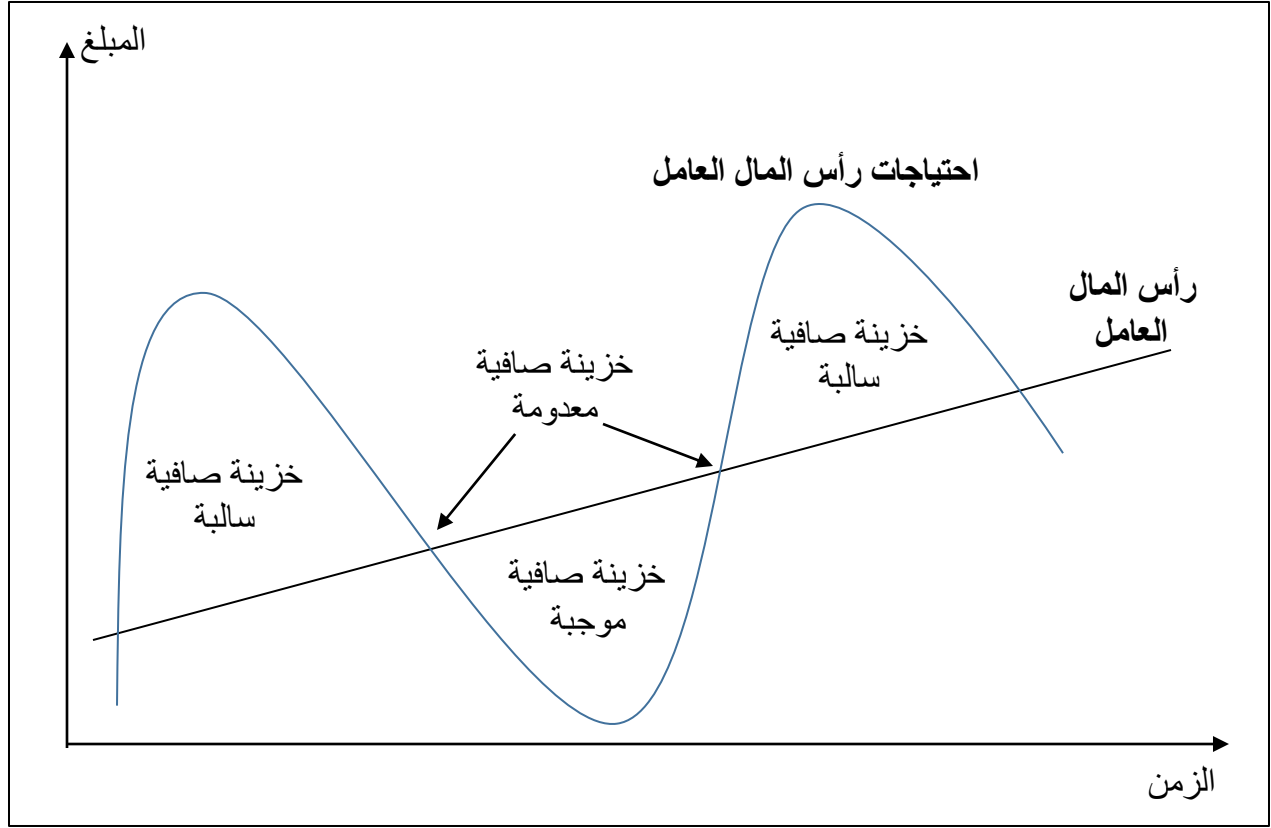
الطريقة الثانية:

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

²⁴ زغيب مليكة، بوشنغير ميلود (2010)، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص.53.

يمكن التمييز بين الحالات التالية للخرينة الصافية:

الشكل 13: الحالات الممكنة للخرينة الصافية



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي (2011)، التسيير المالي الإدارة المالية دروس وتطبيقات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ص.106.

نستنتج من الشكل أعلاه أن الخرينة الصافية للمؤسسة تعرف ثلاثة وضعيات ممكنة كما هو مبين فيما يلي:

أ. خرينة صافية موجبة:

في هذه الحالة نفرق بين الوضعيات التالية:

- رأس المال العامل (موجب) يغطي إحتياجات رأس المال العامل (موجبة) مع وجود فائض في السيولة، في هذه الحالة يتوجب على المحلل المالي التأكد من أن الأموال الجاهزة للمؤسسة غير معطلة، فإذا كانت المؤسسة تحتفظ بسيولة جاهزة كبيرة جداً فهذا يمنعها من توظيف فائض السيولة في استثمارات مُدرة للعائد، وهو ما يمثل فرصة ضائعة للمؤسسة.
- إحتياجات رأس المال العامل سالبة مع وجود رأس المال العامل موجب: في هذه الحالة لا يوجد إحتياجات دورية بل تعتبر مورداً مالي.

- رأس المال العامل سالب وإحتياجات رأس المال العامل سالبة بحيث ينتج عن ذلك خزينة صافية موجبة. هذه الوضعية غير مرغوب فيها نظرا لدرجة المخاطرة المرتفعة فيها، فبالرغم من كون إحتياجات رأس المال العامل السالبة تمثل موردا دوريا إلا أنها عرضت للتقلبات فقد تصبح إحتياجات رأس المال العامل موجبة مع مرور الوقت، وتجد المؤسسة نفسها عاجزت عن تمويل الإحتياجات الدورية لأنها لا تملك هامش أمان.

ب. خزينة صافية سالبة:

في هذه الحالة نفرق بين الوضعيات التالية:

- رأس المال العامل الموجب لا يكفي لتغطية إحتياجات رأس المال العامل الموجبة: وهو ما يدعو المؤسسة لإتخاذ التدابير اللازمة لمعالجة هذه الوضعية الحرجة، بالتخفيض من إحتياجات رأس المال العامل أو بالرفع من رأس المال العامل.
- رأس المال العامل سالب مع إحتياجات رأس المال العامل موجبة: هذه الوضعية تعبر عن درجة مخاطرة مرتفعة، فالمؤسسة لا تملك هامش الأمان لتمويل إحتياجات الدورة، فبالتالي يتعين على المؤسسة معالجة هذه الوضعية في أقرب وقت ممكن بالرفع من رأس المال العامل حتى يغطي إحتياجات الدورة.
- رأس المال العامل سالب مع إحتياجات رأس المال العامل سالبة (مع رأس مال عامل بالقيمة المطلقة أكبر من إحتياجات رأس المال العامل بالقيمة المطلقة): في هذه الحالة ليس للمؤسسة إحتياجات دورية ولكن في نفس الوقت لا تملك هامش أمان بحيث ينتج عن ذلك خزينة صافية سالبة، يتعين على المؤسسة اتخاذ التصحيحات اللازمة لإعادة التوازن المالي.

ج. خزينة صافية معدومة:

هذه الوضعية يكون فيها رأس المال العامل مساوي لإحتياجات رأس المال العامل، تمثل هذه الوضعية حالة التوازن المالي الأدنى المذكور سابقا. ننصح المؤسسة بتكوين هامش أمان يسمح لها بمواجهة التقلبات الدورية لعناصر الأصول الجارية.

4.4.3. الدورة التشغيلية ودورة التحول النقدي للمؤسسة

تمثل الدورة التشغيلية للمؤسسة (OC Operating Cycle): "كمية الوقت المستغرق من النقطة التي تبدأ فيها الشركة بإستخدام مدخلات الإنتاج من عمال ومواد في العملية الإنتاجية (بداية بناء المخزون) إلى النقطة التي يتم فيها تحصيل النقد في عملية بيع السلع النهائية التي تحتوي على هذه المدخلات الإنتاجية".²⁵

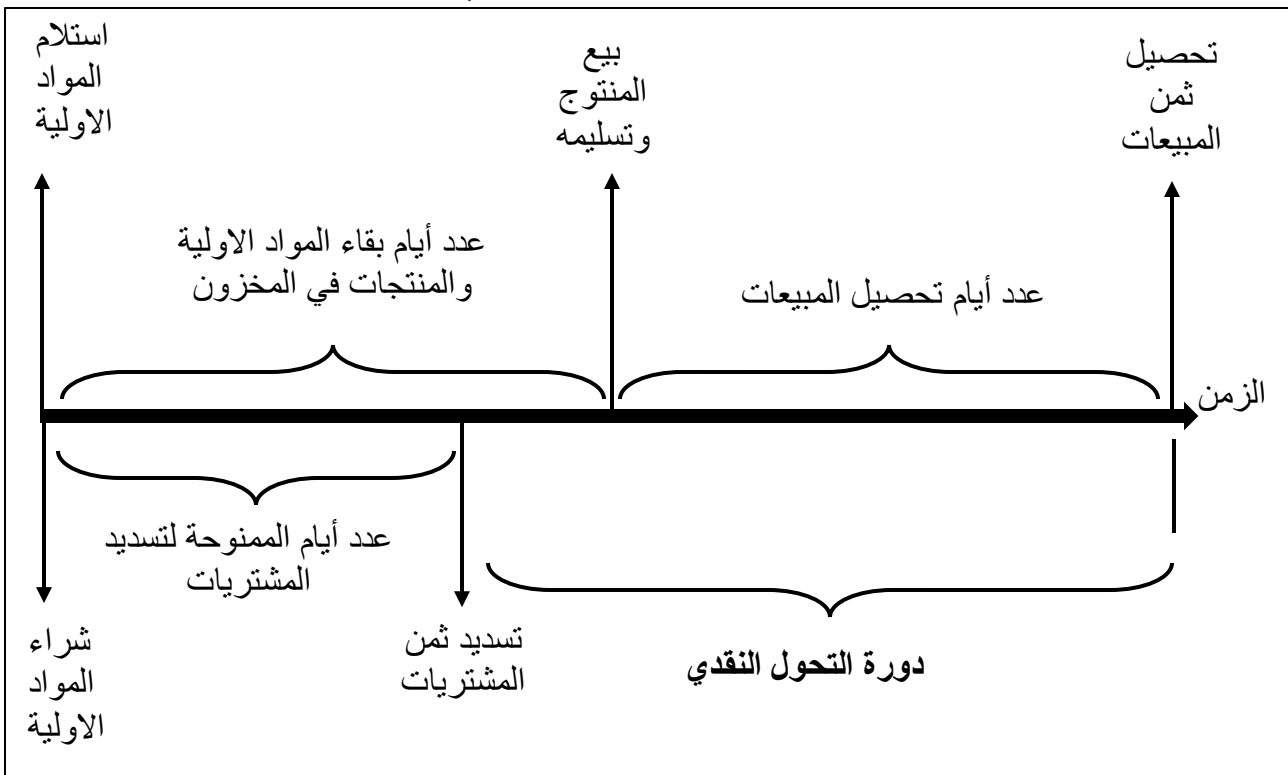
²⁵ مصطفى يوسف كافي (2017)، مرجع سابق، ص.43.

تمثل الدورة التشغيلية للمؤسسة مجموع متوسط فترة التخزين ومتوسط فترة التحصيل، فهي بالتالي مدة زمنية تبدأ منذ شراء السلع والمواد الأولية وبداية استعمال عوامل الإنتاج (عمال، آلات) حتى بيع وتحصيل قيمة المبيعات. إذا كانت الدورة التشغيلية للمؤسسة قصيرة فهذا يعني أن المؤسسة لها قدرة كبيرة على تحويل المخزونات إلى منتجات ثم إلى مبيعات وفي الأخير إلى نقديات. أما إذا كانت الدورة التشغيلية للمؤسسة طويلة فهذا يعني أن عملية التحويل السابقة بطيئة في المؤسسة. إن تحديد طول الدورة التشغيلية للمؤسسة والعوامل المؤثرة فيها يساعد المؤسسة في إدارة رأس المال العامل.

متوسط فترة التحصيل Average Collection Period	+	متوسط فترة التخزين Average Age of Inventory	=	الدورة التشغيلية Operating Cycle
---	---	--	---	-------------------------------------

انطلاقاً مما سبق، يمكن تعريف دورة التحول النقدي (Cash Conversion Cycle) على أنها الدورة التشغيلية الصافية والتي تمثل في المدة الزمنية السابقة الذكر من مدة التخزين ومدة التحصيل مطروحة منه مدة التسديد التي يمنحها الموردون للمؤسسة (مدة ائتمان الموردين)، كما هو موضح في الشكل:

الشكل 14: دورة التحول النقدي



المصدر: من اعداد المؤلف انطلاقاً من مصطفى يوسف كافي (2017)، إدارة رأس المال العامل،

الطبعة الأولى، دار ألفا للوثائق، الجزائر، ص. 45-46.

بالتالي، يمكن حساب دورة التحول النقدي كما يلي:

دورة التحول النقدي	=	الدورة التشغيلية	-	متوسط فترة السداد
Cash Conversion Cycle	=	Operating Cycle	-	Average Payment Period

انطلاقاً مما سبق، نستنتج أن تحديد طول دورة التحول النقدي للمؤسسة والعوامل المؤثرة فيها يساعد المؤسسة في إدارة رأس المال العامل والتسيير الأمثل للنقدية.

5.4.3. مبررات الإحتفاظ بالسيولة والحجم الأمثل للنقدية

إعتبر العالم الاقتصادي " جون مينارد كينز " أنه يوجد ثلاثة مبررات أساسية للاحتفاظ بالسيولة في المؤسسة، كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول 12: مبررات الإحتفاظ بالسيولة في المؤسسة

وتعني بذلك حاجة الشركة للاحتفاظ بالنقد من أجل أن تكون قادرة على استغلال بعض الفرص لتحقيق أرباح قد تصبح متاحة للشركة من دون تخطيط مسبق. مثل: إمكانية المساومة على بعض فرص الشراء في حالة ظهورها، شراء أسهم شركة أخرى بهدف السيطرة عليها أو إمتلاكها، عند ظهور معدلات فائدة جذابة، كذلك في حالة الشركات الدولية التذبذبات المحبذة في أسعار الصرف، الأوراق المالية قصيرة الاجل يمكن استخدامها لأغراض المضاربة	المبرر 1: حافز المضاربة Speculative motives
وهي الحاجة الى النقد كهامش أمان وللعمل كإحتياطي مالي بدافع أنه هناك حاجة لوجود نقد بين يدي الشركة للحالات الطارئة، إلا أن توفر أدوات السوق النقدي وما تتمتع به من سيولة وقابلية للتداول مثل شهادات الإيداع، أدونات الخزينة، تخفف من أهمية الإحتفاظ بالنقد من أجل الحالات الطارئة	المبرر 2: حافز الحالات الطارئة Precautionary motives
تحتاج الشركة الى النقد لتحويل العمليات الناتجة عن النشاطات الطبيعية للشركة (البيع، الشراء، الإنتاج) ودفع الإلتزامات المترتبة على الشركة التي تحدث نتيجة لهذه النشاطات. مثل: دفع الرواتب والأجور، سداد الديون التجارية، دفع الضرائب وتوزيعات الأرباح	المبرر 3: حافز العمليات Transactions motives

المصدر: المصدر: مصطفى يوسف كافي (2017)، إدارة رأس المال العامل، الطبعة الأولى،

دار ألفا للوثائق، الجزائر، ص.22-23.

تعتبر إدارة النقدية من أهم إنشغالات المسير المالي في المؤسسة، فمن جهة يتعين على هذا الأخير الاحتفاظ بمستوى كاف من النقدية لتسديد الالتزامات المالية للمؤسسة ولمواجهة الاحداث غير المتوقعة والطارئة، ومن جهة أخرى فإن الاحتفاظ بمستويات عالية من السيولة تعتبر رؤوس أموال عاطلة (Idle Cash)، ينجر عنها ضياع فرص التوظيف المدرة للعائد والتي يطلق عليها مصطلح تكلفة الفرصة البديلة (Opportunity Cost).
بالتالي يتعين على المسير المالي تحديد الحجم الأمثل للنقدية الواجب الاحتفاظ بها فهناك العديد من النماذج الكمية المستخدمة لهذا الغرض كنموذج Baumol (1952) ونموذج Miller & Orr (1966).

أ. نموذج Baumol (1952)

يتحدد الحجم الأمثل للنقدية وفقا لهذا النموذج حسب العلاقة التالية:²⁶

- Q : الحجم الأمثل للنقدية
O : المستوى السنوي العادي للسيولة
S : التكلفة الوحوية لبيع الأصول المالية
C : معدل الفائدة السنوي

$$Q = \sqrt{\frac{2SO}{C}}$$

ب. نموذج Miller & Orr (1966)

يسمح هذا النموذج بحساب المقدار S (Spread) والذي يمثل مجال تقلبات مستوى النقدية بالمؤسسة بين الحد الأقصى والحد الأدنى للنقدية، حسب العلاقة التالية:²⁷

- S : الفرق بين الحد الأقصى والحد الأدنى للنقدية
C : التكلفة الوحوية لصفقة بيع الأصول المالية (التوظيف المالي)
V : تباين التدفقات النقدية اليومية للمؤسسة
I : نسبة الفائدة اليومية (تكلفة الفرصة الضائعة عند الاحتفاظ بالسيولة)

$$S = 3 \left[\frac{3}{4} \left(\frac{C \times V}{I} \right) \right]^{\frac{1}{3}}$$

²⁶ BAUMOL William (1952), **The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach**, The Quarterly Journal of Economics, 66(4), p.547.

²⁷ DAMODARAN Aswath (2008), **Finance d'entreprise**, 2^e édition, édition De Boeck, France, p.581.

5.3. النسب المالية الملائمة لمنظور السيولة - الاستحقاق

تعتبر النسب المالية من أهم الأدوات إستعمالا في التحليل المالي، نظرا لسهولة حسابها وتفسير دلالتها الاقتصادية. تتمثل النسبة المالية في علاقة تجمع بين متغيرين ماليين أو أكثر، وحدة قياسها عادة القيمة النقدية، القيمة المطلقة أو عدد الأيام.

إن عدد النسب المالية الممكن حسابها لا متناهي، فبالتالي إن اختيار النسب المالية الملائمة تقع على عاتق المحلل المالي، الذي يختار النسب المالية حسب الهدف من التحليل المالي. تختلف النسب المالية باختلاف الهدف من التحليل، فالنسب الملائمة لتحليل سيولة المؤسسة، تختلف عن النسب الملائمة لتحليل الهيكل المالي مثلا. إن اختيار النسب المالية الملائمة يعتمد كذلك على الجهة المستفيدة من التحليل المالي، فالبנק مثلا يركز بشكل أساسي على مخاطرة عدم التسديد، أما المسير داخل المؤسسة فتركيزه أوسع من ذلك ويشمل كذلك الهيكل المالي، نشاط المؤسسة، المردودية والملاءة المالية.

للكسب المالية عدة أغراض من بينها:

- تحليل أداء المؤسسة عبر سنوات متتالية.
- مقارنة أداء المؤسسة من نظيراتها داخل قطاع النشاط.
- مقارنة أداء قطاعات النشاط بينها، لكل قطاع نشاط خاصيات تشغيلية ومالية مختلفة عن القطاعات الأخرى.

أ. نسب السيولة

تشير السيولة الى اليُسْر المالي الذي تتمتع به المؤسسة، تستعمل نسب السيولة لتقييم قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها قصيرة المدى (الخصوم الجارية)، باستعمال أصولها قصيرة المدى (الأصول الجارية)، بالتالي تقيس نسب السيولة الملاءة المالية للمؤسسة في المدى القصير. من بين النسب الأكثر شيوعا نذكر ما يلي:²⁸

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الخصوم الجارية}}$$

تقيس نسبة السيولة العامة قدرة المؤسسة على تسديد الديون القصيرة الأجل (ديون الموردين، الديون الاجتماعية، الديون الضريبية وغيرها) بإستعمال الأصول الجارية (المصادر قصيرة المدى للسيولة)، عندما تكون هذه النسبة أكبر من 1 هذا يعني أن المؤسسة تمتلك سيولة قصيرة المدى بما فيه الكفاية للوفاء بالالتزامات قصيرة المدى.

²⁸ BUISSART Chantal, BENKACI Mehdi (2011), *Analyse financière*, édition Berti, Algérie, p.130.

نظرًا لأنه يمكن من الناحية النظرية تحويل الأصول الجارية إلى نقد بسرعة (في غضون 12 شهر)، فإن نسبة السيولة العامة تعمل كمقياس للملاءة المالية قصيرة الأجل، لكنها ملاءة مرتبطت بقدرة الشركة على تحويل أصولها الجارية إلى سيولة.

يبقى على المحلل المالي أن يتأكد من تواريخ الإستحقاق، فمثلاً إذا كانت تواريخ إستحقاق الخصوم الجارية أقصر من المدة الزمنية اللازمة لتحويل الأصول الجارية إلى سيولة، في هذه الحالة المؤسسة في وضعية مالية حرجية حتى ولو كانت نسبة السيولة العامة أكبر من 1.

هذه الوضعية المالية الحرجية تتمثل في أن المؤسسة يجب عليها في المستقبل القريب تسديد إلتزاماتها قصيرة المدى (الخصوم الجارية)، ولكنها تستغرق مدة أطول لتحويل أصولها الجارية إلى سيولة، بالتالي يجب على المؤسسة البحث عن سبب التأخر لتدارك الوضع.

نشير كذلك، إلى أنه إذا كانت نسبة السيولة العامة للمؤسسة تساوي 1 فهذا يعني أن رأس المال العامل الصافي معدوم (التوازن المالي الأدنى).

نشير من جهة أخرى، إلى أنه إذا كانت نسبة السيولة العامة للمؤسسة عالية جداً فهذا قد يُعبّر عن وضعية غير صحية، خاصة إذا كانت نسبة السيولة العامة للمؤسسة أكبر بكثير من السيولة العامة المتوسطة لقطاع النشاط، فهذه الحالة قد تخفي سوء تسيير عناصر الأصول والخصوم الجارية كما هو موضح فيما يلي:

- مستوى جد عال من المخزون وما يترتب عنه من تكاليف التخزين
- الاحتفاظ بسيولة عالية في الصندوق وما يترتب عنه من ضياع فرص التوظيف
- مستوى مرتفع في حسابات الزبائن راجع لكون المؤسسة تمنح زبائنها آجال أطول من متوسط قطاع النشاط
- مستوى منخفض من حسابات الموردين بحيث لا تستفيد المؤسسة من آجال تسديد مريحة

$$\text{نسبة السيولة المختصرة} = \frac{\text{الأصول الجارية} - \text{المخزون}}{\text{الخصوم الجارية}}$$

نسبة السيولة المختصرة: تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على تسديد الديون قصيرة الأجل بإستعمال الأصول الجارية خارج المخزون، إن هذا الأخير يُعتبر من بين الأصول الجارية التي تستغرق أطول مدة نسبياً للتحوّل إلى سيولة. ترتبط نسبة السيولة المختصرة للمؤسسة بالآجال التي تمنحها المؤسسة لزبائنها وبحجم النقديّات التي تحتفظ بها في الصندوق وفي الحسابات الجارية.

إن إستبعاد عنصر المخزون من نسبة السيولة المختصرة يسمح بعزل سرعة دوران المخزون، والتي تمثل عدد المرات التي تقوم بها المؤسسة ببيع مخزونها وتجديده، فبالتالي يشير دوران المخزون الى عدد الأيام التي تستغرقها المؤسسة لبيع المخزون المتواجد لديها.

خزينة الأصول

الخصوم الجارية

نسبة السيولة الفورية =

نسبة السيولة الفورية: تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على تسديد الديون قصيرة الأجل بإستعمال السيولة الجاهزة، وبالتالي تشير هذه النسبة إلى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل دون اللجوء إلى أصولها قصيرة الأجل غير السائلة، وخاصة المخزونات.

على عكس نسبة السيولة العامة أين تسعى المؤسسة لتكون هذه الأخيرة أكبر من 1، فبالنسبة للسيولة الفورية قد تقبل المؤسسة أن تكون أقل بقليل من 1.

إن إستبعاد عناصر المخزون والقيم غير الجاهزة كحسابات الزبائن يسمح بعزل أثر سرعة دوران المخزون كما سبق ذكره وعزل أثر سرعة دوران حسابات الزبائن (سرعة دوران الذمم المدينة)، والتي تقيس فعالية المؤسسة في تحصيل مبيعاتها.

ب. نسب الملاءة المالية

تعبر الملاءة المالية على قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها القصيرة والطويلة المدى بإستعمال أصولها القصيرة والطويلة المدى. تمثل نسب المديونية مؤشرات أساسية لتقييم مخاطرة الإفلاس. من بين النسب الأكثر شيوعاً نذكر ما يلي:

الديون المالية الطويلة الاجل - الخزينة الصافية

الديون المالية الصافية

نسبة المديونية²⁹ =

الأموال الخاصة

الأموال الخاصة

نسبة المديونية: تشير الديون المالية المتوسطة والطويلة الاجل الى مجموع القروض البنكية والقروض الممنوحة من المؤسسات المالية بما فيه القرض الإيجاري وكذلك القروض السندية. تعبر الديون المالية الصافية عن مدى اعتماد المؤسسة على الديون المالية في تمويلها.

تقيس هذه النسبة مستوى المديونية المالية للمؤسسة بالنسبة لأموالها الخاصة. تُستخدم هذه النسبة من طرف البنك لقياس قدرة المؤسسة على تحمّل ديون إضافية، كلما كانت هذه النسبة ضئيلة كلما كانت المؤسسة قادرة على الإستدانة أكثر (المؤسسة في وضعية إستقلالية مالية).

²⁹ HARANGER-GAUTHIER Martine, HELOU May (2017), **Diagnostic financier indicateurs et méthodologie**, édition Hachette Supérieur, 2^e édition, France, p.61.

يُصَحَّح ألا تتجاوز نسبة المديونية 100%، أما إذا تجاوزت هذه النسبة 200% فالمؤسسة غير قادرة على الحصول على قروض جديدة (حد الإشباع في الإقتراض).³⁰

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية}^{31} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}}$$

نسبة الاستقلالية المالية: تقيس هذه النسبة حجم الأموال الخاصة من إجمالي موارد التمويل في المؤسسة (الأموال الخاصة، الخصوم غير الجارية، الخصوم الجارية)، كلما كانت هذه النسبة كبيرة كلما كانت المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية مريحة (يمكن للمحلل المالي قبول مستويات تتراوح بين 25% و 30%).

$$\text{نسبة الملاءة المالية العامة}^{32} = \frac{\text{مجموع الأصول}}{\text{مجموع الديون}} = \frac{\text{مجموع الأصول}}{\text{الخصوم غير الجارية + الخصوم الجارية}}$$

نسبة الملاءة المالية العامة: تقيس هذه النسبة معدل تغطية الديون الطويلة والقصيرة الاجل باستعمال أصول المؤسسة، كلما كانت هذه النسبة كبيرة كلما كانت الملاءة المالية للمؤسسة أحسن، أي أنه في حالة التصفية يمكن بيع أصول المؤسسة لتسديد التزاماتها الطويلة والقصيرة الاجل.

ج. نسب الدوران

تقيس نسب الدوران مدى كفاءة المؤسسة في تسيير الدورة التشغيلية والتي سبق تعريفها على أنها متوسط المدة التي تستغرقها المؤسسة لتحويل أصولها الجارية الى نقديات. تعتبر حسابات المخزون، الزبائن والموردون ذات أهمية بالغة للمسير المالي الذي يسعى للتسيير الأمثل لإحتياجات رأس المال العامل، فمن جهة تعتبر حسابات المخزون والزبائن من أهم الحسابات التي لها أثر على إحتياجات دورة الاستغلال، والتي يؤدي سوء تسييرها لتأخير حصول المؤسسة على السيولة اللازمة للوفاء بالتزاماتها وما ينجر عنه من مخاطرة عدم التسديد.

³⁰ BELAOUNIA Samia (2017), *Analyse financière cours et exercices d'application*, édition Ellipses, France, p.114.

³¹ LANGLOIS Georges, MOLLET Michèle (2011), *Manuel de gestion financière*, édition Berti, Algérie, p.58.

³² LANGLOIS Georges, MOLLET Michèle (2011), *Opcit*, p.58.

ومن جهة أخرى، تعتبر حسابات الموردون من أهم الحسابات التي لها أثر على موارد الدورة، فالمسير المالي الناجح هو ذلك المسير القادر على الحصول على آجال تسديد أطول من المؤسسات المنافسة، وهو ما يمنحه أرباحية في تسيير دورة التحول النقدي.

تربط نسب الدوران بين حسابات متواجدة في الميزانية (حسابات المخزون، الزبائن والموردون) وحسابات متواجدة في جدول النتائج (المشتريات، المبيعات).

من بين النسب الأكثر شيوعاً نذكر ما يلي:

نسبة دوران المخزون:

$$\text{نسبة دوران مخزون البضائع (عدد الايام)}^{33} = \frac{\text{المخزون المتوسط للبضائع}}{\text{تكلفة شراء البضائع المباعة}} \times 365$$

علماً أن:

$$\frac{\text{المخزون الأولي للبضائع} + \text{المخزون النهائي للبضائع}}{2} = \text{المخزون المتوسط للبضائع}$$

$$\text{تكلفة شراء البضائع المباعة} = \text{المخزون الأولي} + \text{مشتريات الفترة} - \text{المخزون النهائي}$$

بنفس الطريقة، يمكن حساب نسب دوران مخزون المواد الأولية والمنتجات النهائية:

$$\text{نسبة دوران مخزون المواد الأولية} = \frac{\text{المخزون المتوسط للمواد الأولية}}{\text{تكلفة شراء المواد الأولية المستهلكة}} \times 365$$

$$\text{نسبة دوران مخزون المنتجات النهائية} = \frac{\text{المخزون المتوسط للمنتجات النهائية}}{\text{تكلفة الإنتاج للفترة (تكلفة إنتاج المنتجات النهائية المباعة)}} \times 365$$

³³ RUHEMANN Marie-Laure (2013), *L'analyse financière*, édition Eyrolles, France, p.151.

تسمح النسب السابقة لدوران المخزون من تحديد طول المدة الزمنية التي يُحتَفَظ بها المخزون في المؤسسة (من تاريخ الشراء إلى تاريخ البيع)، يُحَبَّذُ أن تكون هذه النسب في إنخفاض أو على الأقل في إستقرار عند مستويات منخفضة، فكلما طالت المدة الزمنية كلما بقي المخزون مدة أطول في مستودعات ومخازن المؤسسة، وهذا يعني أن المؤسسة تواجه صعوبة في تحويل المخزون إلى سيولة، وهو ما يؤثر سلبا على معايير الملاءة المالية والسيولة في المؤسسة.

هنالك عدة عوامل يمكنها التأثير على نسب دوران المخزون، نذكر من بينها: طول مدة الاستغلال، مدة عملية التصنيع، قطاع النشاط، موسمية المبيعات، موسمية المواد الأولية، طبيعة المواد الأولية (قابلة للتلف). يتعين على المحلل المالي مقارنة نسب دوران مخزون المؤسسة مع النسب المتوسطة لقطاع النشاط، ومن الأفضل أن تكون المقارنة مع متوسط النسب لمؤسسات من نفس الحجم داخل قطاع النشاط. مثلا إذا تدهورت نسبة دوران مخزون المؤسسة من 54 يوم (N-2) إلى 58 يوم (N-1) إلى 91 يوم (N)، علما أن النسبة المتوسطة لقطاع النشاط تساوي 60 يوم، فهذا يعني أن مدة التخزين في المؤسسة زادت بصفة رهيبية وهو ما يؤثر سلبا على الخزينة نظرا للمستوى المرتفع من إحتياجات رأس المال العامل. يتعين على المحلل المالي التدقيق في أسباب هذه الزيادة والتي قد تكون: صعوبة في بيع المنتجات (النظر في أسعار المنتجات، الترويج، ...)، مستوى مخزون المواد الأولية أكثر بكثير من إحتياجات العملية التصنيعية، تذبذبات في التموين تدفع المؤسسة لتخزين المواد بكميات أكبر عند توفرها، ارتفاع تكاليف التموين وغيرها.

نسبة دوران الزبائن:

$$\text{نسبة دوران الزبائن (عدد الايام)}^{34} = \frac{\text{حسابات الزبائن - تسبيقات مقبوضة}}{\text{رقم الاعمال مع احتساب كل الرسوم}} \times 365$$

تشير هذه النسبة إلى متوسط عدد الأيام التي يستغرقها العملاء للدفع، أي الوقت الذي يستغرقه تحصيل مبلغ المبيعات، فبالتالي ننصح المؤسسة بتخفيض هذه المدة قدر المستطاع، أي أن يدفع العملاء ما عليهم في أقرب وقت ممكن، مما يسمح للمؤسسة بخفض إحتياجات رأس المال العامل. الوضع المثالي بالنسبة للمؤسسة هو أن يدفع العملاء ما عليهم فورا ولكن هذا ليس ممكن دوما نظرا للأعراف التجارية التي تحكم العلاقة بين الزبون والمورد. عند ارتفاع نسبة دوران الزبائن فهذا قد يرجع لعدة عوامل من بينها: قبول المؤسسة لشروط دفع أطول لكسب عملاء جدد، أو للاحتفاظ بالعملاء نظرا للمنافسة الشديدة، زيادة الفواتير غير المسددة.

³⁴ RUHEMANN Marie-Laure (2013), **Opcit**, p154.

هنالك عدة عوامل يمكنها التأثير على نسبة دوران الزبائن، نذكر من بينها: قطاع النشاط، آجال الدفع القانونية، الآجال التي تنص عليها الاتفاقيات المهنية، مدة الفوترة في المؤسسة (المدة التي تستغرقها المؤسسة لتحضير الفاتورة)، فعالية المؤسسة في تذكير الزبائن بتسديد ما عليهم عند اقتراب الاجل، السياسة التجارية للمؤسسة، الظروف الاقتصادية وغيرها.

نسبة دوران الموردون:

$$\text{نسبة دوران الموردون (عدد الايام)}^{35} = \frac{\text{حسابات الموردون - تسبيقات مدفوعة}}{\text{المشتريات مع احتساب كل الرسوم}} \times 365$$

تشير هذه النسبة إلى عدد الأيام التي تستغرقها المؤسسة لسداد إلتزاماتها اتجاه الموردين، تمثل هذه المدة موارد للمؤسسة، فبالتالي ننصح المؤسسة بتمديد هذه المدة قدر المستطاع. كلما طالت مدة دوران الموردون كلما شكل ذلك موارد إضافية للمؤسسة ومن بين أسباب ذلك نذكر ما يلي: قدرة المؤسسة على التفاوض على تمديد الآجال من مورديها، الصعوبات في السيولة التي تواجهها المؤسسة مما يجعلها تتأخر في تسديد إلتزاماتها اتجاه الموردين. كلما انخفضت مدة دوران الموردون كلما شكل ذلك موارد أقل للمؤسسة ومن بين أسباب ذلك نذكر ما يلي: رفض الموردين تمديد آجال الدفع، المؤسسة تدفع ما عليها بشكل أسرع من أجل الحصول على تخفيضات في سعر البيع.

4. التحليل المالي الديناميكي للميزانية

التحليل المالي الديناميكي هو التحليل المالي الذي يعتمد على القوائم المالية لعدة سنوات مالية متتالية فبالمقارنة مع التحليل المالي الساكن، يسمح التحليل المالي الديناميكي بإعطاء صورة أوضح للحركات المالية الطارئة على الدورة المالية. نتطرق تحت هذا العنوان إلى جدول التمويل والذي يعتبر من بين أهم أدوات التي يعتمد عليها التحليل المالي الديناميكي.

³⁵ RUHEMANN Marie-Laure (2013), **Opcit**, édition Eyrolles, France, p156.

1.4. تعريف جدول التمويل

يُعرف جدول التمويل على أنه قائمة مالية تسمح بإعطاء صورة واضحة حول جميع الموارد المالية التي تحصلت عليها المؤسسة خلال السنة المالية من جهة ومن جهة أخرى جميع الاستخدامات التي تم تخصيص هذه الموارد لها، بالتالي يهدف جدول التمويل لفهم الاحتياجات المالية الجديدة المتعلقة بالسنة المالية الحالية ووسائل التمويل المخصصة لذلك. يسمح جدول التمويل بفهم السياسات المالية للمؤسسة من خلال دراسة التغيرات في رأس المال العامل الصافي وتحليل مصدر هذه التغيرات.

2.4. شكل جدول التمويل

يتكون جدول التمويل من قسمين:

- القسم الأول يبين التغيرات في رأس المال العامل الصافي من أعلى الميزانية
- القسم الثاني يبين التغيرات في رأس المال العامل الصافي من أسفل الميزانية

1.2.4. القسم الأول من جدول التمويل

إذا نظرنا إلى الميزانية من الجانب العلوي فقط فإن التغيرات الطارئة على رأس المال العامل الصافي ناجمة عن التغيرات في الموارد الدائمة و/أو الاستخدامات الدائمة للمؤسسة خلال السنة المالية، بالتالي يسمح القسم الأول من جدول التمويل من تحليل الموارد والاستخدامات طويلة الاجل للمؤسسة خلال الدورة المالية. يُظهر القسم الأول من جدول التمويل:

- موارد السنة المالية: والمتمثلة في كل زيادة في الموارد الدائمة أو كل انخفاض في الاستخدامات الدائمة
- استخدامات السنة المالية: والمتمثلة في كل انخفاض في الموارد الدائمة أو كل زيادة في الاستخدامات الدائمة

الجدول 13: القسم الأول من جدول التمويل

الاستخدامات الدائمة	الموارد الدائمة
التوزيعات والمدفوعات خلال السنة المالية	قدرة التمويل الذاتي للسنة المالية
الحيازة على الأصول الثابتة	التنازل عن الأصول الثابتة
التخفيض من الأموال الخاصة	الرفع من الأموال الخاصة
تسديد الديون المالية (طويلة المدى)	الزيادة في الديون المالية (طويلة المدى)
مجموع الاستخدامات الدائمة	مجموع الموارد الدائمة
التغير في رأس المال العامل الصافي (مورد صافي)	التغير في رأس المال العامل الصافي (استخدام صافي)

المصدر: BUISSART Chantal, BENKACI Mehdi (2011), *Opcit*, p.146.

2.2.4. القسم الثاني من جدول التمويل

إذا نظرنا إلى الميزانية من الجانب السفلي فقط فإن التغيرات الطارئة على رأس المال العامل الصافي ناجمة عن التغيرات في الموارد المتداولة و/أو الاستخدامات المتداولة للمؤسسة خلال السنة المالية، يظهر القسم الثاني من جدول التمويل كما يلي:

الجدول 14: القسم الثاني من جدول التمويل

السنة المالية N			التغير
إحتياج (1)	مورد (2)	الصافي (2)-(1)	
			التغيرات الناجمة عن الاستغلال التغيرات في الأصول المتداولة للاستغلال المخزون التسبيقات المدفوعة حسابات الزبائن حقوق الاستغلال الأخرى التغيرات في الخصوم المتداولة للاستغلال التسبيقات المحصلة حسابات الموردين ديون الاستغلال الأخرى
			المجموع
			صافي التغيرات الناجمة عن الاستغلال (A)
			التغيرات الناجمة خارج الاستغلال التغيرات في الحسابات المدينة الأخرى التغيرات في الحسابات الدائنة الأخرى
			المجموع
			صافي التغيرات خارج الاستغلال (B)
			المجموع (A) + (B)
			احتياجات الدورة من رأس المال العامل (-) أو مورد صافي من رأس المال العامل للدورة (+)
			التغيرات في الخزينة التغيرات في المتاحات التغيرات في السلفيات البنكية الجارية
			المجموع
			صافي التغيرات في الخزينة (C)
			التغير في رأس المال العامل الصافي (C) + (B) + (A)
			مورد صافي (+) أو استخدام صافي (-)

المصدر: BUISSART Chantal, BENKACI Mehdi (2011), Opcit, p.147.

خلاصة

- من خلال هذا الفصل قمنا بتقديم أهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بالتحليل المالي في المؤسسة الاقتصادية وقد توصلنا إلى مجموعة من النتائج نذكر أهمها في النقاط التالية:
- إن النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF تم تصميمه في إطار إصلاحات إقتصادية قامت بها السلطات الجزائرية بهدف جوهري وهو الرفع من درجة مقروئية ودرجة مصداقية المعلومات المالية الواردة في القوائم المالية للمؤسسات الجزائرية. إن الدافع الأساسي لهذه الإصلاحات الإقتصادية في شقها المحاسبي والمالي، هو المنافسة الدولية الشرسة أين تحاول كل دولة إستقطاب أكبر عدد ممكن من المستثمرين وأرباب العمل.
 - إن النظام المحاسبي والمالي الجزائري SCF يعتمد إلى حد معتبر على المعايير المحاسبية الدولية (IAS/IFRS).
 - يتمثل التحليل المالي في مجموعة من التقنيات التي من شأنها تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة الإقتصادية. تشمل هذه التقنيات كل الطرق والأدوات الكمية والكيفية التي يستعملها المحلل المالي في عملية تقييم الأداء المالي للمؤسسة في الماضي والحاضر وتوقع ما سيكون عليه أداء المؤسسة في المستقبل.
 - عند تحليل الميزانية وفق منظور السيولة - الاستحقاق، يتصرف المحلل المالي كما لو أنه يحاول الإجابة على السؤال التالي: إذا قامت المؤسسة بتصفية جميع أصولها، فهل تكفي السيولة الناتجة عن ذلك لسداد كل الالتزامات المالية للمؤسسة؟ نستنتج مما سبق أن الفرضية الأساسية لمنظور السيولة - الاستحقاق هي "فرضية توقف النشاط".
 - يفرض منظور السيولة - الاستحقاق مجموعة من المعالجات من أهمها: إعادة تقييم الأصول بالقيمة الحقيقية، تصنيف القروض البنكية وفقا للمدة المتبقية للاستحقاق، إعادة تصنيف المؤنات (المؤنات المستحقة فعلا على المدى القصير، المؤنات المستحقة على المدى المتوسط والطويل، المؤنات التي لها احتمال ضئيل جدا للتحقق).
 - تُظهر ميزانية السيولة من جهة عناصر الأصول بعد إعادة ترتيبها حسب درجة السيولة وعناصر الخصوم بعد إعادة ترتيبها حسب درجة الاستحقاق.
 - يُعرّف التوازن المالي للمؤسسة على أنه التوافق بين الموارد (الخصوم) والإستخدامات (الأصول) في المؤسسة، فهو أحد أهداف التسيير المالي للمؤسسة بالإضافة لأهداف الربحية والمردودية وهدف الإستمرارية.
 - يعتبر رأس المال العامل الصافي من أهم مؤشرات التوازن المالي ويُمثل الفائض الذي تحققه المؤسسة من الأموال الدائمة بعد تغطية الأصول غير الجارية أي هو هامش الأمان الذي تحققه المؤسسة بعد تمويل دورة الإستثمار والذي يمكن توجيهه لتمويل دورة الاستغلال.

الفصل الثالث: قرار الإستثمار في حالة التأكد

تمهيد

يهدف هذا الفصل إلى دراسة قرار الإستثمار في حالة التأكد والتي يمكن تعريفها على أنها تلك الظروف التي تكون فيها كل البيانات والمعلومات المتعلقة بالتدفقات المستقبلية للمشروع الاستثماري معروفة على وجه الدقة. يحتل قرار الاستثمار مكانة أساسية في الإدارة المالية للمؤسسة، فهو أحد أهم القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة مع قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح.

إنطلاقاً مما تقدم، ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى العناوين التالية:

- بالنسبة للعنوان الأول سنتطرق الى ماهية القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية والتي تشمل كل من قرار الاستثمار، قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح. تعتبر القرارات المالية ذات أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسة، فكل قرار مالي ينجر عنه تدفقات نقدية حالية ومستقبلية للمؤسسة، ولكل تدفق نقدي تسلسل زمني مختلف ومستوى مخاطرة معين، بالتالي تعتبر القرارات المالية ذات أثر بالغ على قيمة المؤسسة.
- فيما يتعلق بالعنوان الثاني سنتطرق الى ماهية الاستثمار والذي يمكن تعريفه على أنه كل نفقة تقوم بها المؤسسة اليوم بهدف تحقيق أرباح مستقبلية
- أما فيما يخص العنوان الثالث سنقوم بتحديد عناصر الاستثمار والتي تشمل جميع المبالغ اللازمة لتنفيذ المشروع الاستثماري ومن بينها: مبلغ إقتناء الأصول الثابتة، المصاريف المرتبطة بإقتناء الأصول الثابتة، الارتفاع الأولي في إحتياجات رأس المال العامل، تكلفة الفرصة البديلة وكذلك أثر المشروع الجديد على المشاريع الأخرى للمؤسسة.
- بالنسبة للعنوان الرابع سنتطرق الى عمر المشروع الاستثماري من منظورين: أولاً، المنظور الجبائي البحث والذي يتمثل في المدة التي يتم خلالها تسجيل الأقساط السنوية للإهلاك. ثانياً، المنظور الاقتصادي الأوسع والذي يتمثل في فترة الجدوى الاقتصادية.
- فيما يتعلق بالعنوان الخامس سنتطرق الى القيمة المتبقية من المشروع الاستثماري والتي تتمثل في قيمة التنازل عن الأصول الاستثمارية.
- بالنسبة للعنوان السادس سنقوم بتقديم مفهوم معدل التحيين والذي يتمثل في تكاليف مصادر تمويل هذا المشروع (تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة المديونية) والذي يطلق عليه مصطلح التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.
- أما فيما يخص العنوان السابع سنقوم بتحديد التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري التي نتحصل عليها بعد بعض المعالجات على النتيجة المحاسبية الصافية.
- أخيراً، بالنسبة للعنوان الثامن سنقوم بتقديم أهم معايير اختيار الاستثمارات في حالة التأكد التي تتمثل في: معيار القيمة الحالية الصافية، معيار معدل العائد الداخلي ومعيار فترة الاسترداد المستحدثة.

1. القرارات المالية في المؤسسة

تشمل القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية كل من قرار الاستثمار، قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح، تهدف هذه القرارات المالية لتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. تعتبر القرارات المالية ذات أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسة، فكل قرار مالي ينجر عنه تدفقات نقدية حالية ومستقبلية للمؤسسة، ولكل تدفق نقدي تسلسل زمني مختلف ومستوى مخاطرة معين، بالتالي تعتبر القرارات المالية من محددات قيمة المؤسسة.

هنا يجب الإشارة الى أنه تحت فرضية السوق المالي الكامل³⁶ (Modigliani & Miller, 1958, 1963) يمكن أن نبرهن على أن قرار الاستثمار هو القرار الوحيد الذي له أثر على القيمة السوقية للمؤسسة، وأن قرارات التمويل وتوزيع الأرباح هي قرارات محايدة أي أنها بدون أثر على قيمة المؤسسة، بالتالي يعتبر قرار الاستثمار أكثر أهمية من قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح من منظور (Modigliani & Miller (1958, 1963). أما عند رفع فرضية السوق المالي الكامل فإن كل القرارات المالية غير محايدة ومرتبطة بعضها البعض، فلا يمكن فصل قرار التمويل عن قرار الاستثمار، فمن جهة إن التوليفة التمويلية التي تختارها المؤسسة تؤثر على القيمة الحالية للمشاريع الاستثمارية، ومن جهة أخرى يمكن للمؤسسة أن تحدد النسبة المثلى لتوزيع الأرباح التي تسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

1.1. قرار الاستثمار

ينجر عن قرار الاستثمار تحديد الموازنات والمبالغ المالية التي تريد المؤسسة استثمارها، كما ينجر عنه إختيار الأصول الثابتة التي تمثل الاستعمالات طويلة المدى للمؤسسة (الأصول العينية، المعنوية والمالية). ينص مبدأ الاستثمار على أن المؤسسة تستثمر أموالها في الأصول إذا كان العائد المتوقع أكبر من التكلفة الناتجة عن الاستثمار، على أن يكون هذا العائد المتوقع أكبر من الحد الأدنى من الربحية المطلوبة.

³⁶ تعتبر فرضية السوق المالي الكامل من بين الفرضيات الأساسية في مجال النظرية المالية، حيث أن أغلب النماذج المعيارية لمالية المؤسسة مبنية على هذه الفرضية. تنص أهم بنودها على ما يلي:

- (1) فرضية الكفاءة المعلوماتية للسوق المالي
- (2) غياب الضرائب والرسوم (على المؤسسات وعلى الأشخاص)
- (3) غياب تكاليف التعاملات أو تكاليف إبرام الصفقات (Transaction costs)
- (4) غياب تكاليف اصدار الأصول المالية
- (5) تناظر المعلومات عند كل الفاعلين في السوق المالي
- (6) الفصل بين قرارات التمويل والاستثمار
- (7) عدم وجود قيود عند دفع أرباح السهم
- (8) عدم وجود تضارب في المصالح بين المساهمين والمديرين (مشكل الوكالة)

إن الحد الأدنى من الربحية المطلوبة يأخذ بعين الاعتبار تكاليف التمويل الدائم من أموال خاصة ومديونية طويلة الاجل، كما يأخذ بعين الاعتبار كذلك عائد الاستثمارات الأخرى المماثلة للمشروع الاستثماري للمؤسسة.

إن الحد الأدنى من الربحية المطلوبة يجب ان يكون كبير بما فيه الكفاية لتغطية المخاطر المتعلقة بالاستثمار من جهة، ومن جهة أخرى تعويض ومكافأة مانحو رؤوس الأموال من مساهمين ومقرضين.

إن موارد المؤسسة محدودة بالمقارنة مع احتياجاتها العديدة وفرصها الاستثمارية المتنوعة، فبالنظر إلى يتعين على المؤسسة المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية لاختيار المشروع الأكثر تنافسية من بين كل المشاريع المطروحة لديها. إن المشروع الاستثماري يعود بالعائد على المؤسسة إما بتحقيق أرباح مستقبلية إضافية (الزيادة في رقم الاعمال، الزيادة في إيرادات الاستغلال) أو بتقليل تكاليف حالية (وفرات في تكاليف الاستغلال)، ففي كلتا الحالتين تجني المؤسسة من المشروع الاستثماري معدل عائد موجب.

2.1. قرار التمويل

ينجر عن قرار التمويل توليفة تتكون من أموال خاصة ومديونية التي تختارها المؤسسة من أجل تمويل دورة الاستثمار (التثبيات) ودورة الاستغلال (رأس المال العامل)، مما نلاحظه هنا هو أن قرار التمويل مرتبط ببرنامج الاستثمار في المؤسسة. إن هذه التوليفة التمويلية التي تختارها المؤسسة هي التي تسمح بتعظيم القيمة الحالية لاستثماراتها، وهي نفسها التوليفة التي تسمح بتقليل تكاليف التمويل الدائم.

عند اختيار التوليفة التمويلية الأنسب للمشاريع الاستثمارية للمؤسسة، تواجه هذه الأخيرة إشكاليات أساسيتين:

- **الإشكالية الأولى** تتمثل في الهيكل التمويلي للمشروع الاستثماري، حيث يقع على عاتق المسير المالي إلزامية تحديد إذا كان للهيكل المالي أثر على قرار الاستثمار وإذا كانت الإجابة بنعم يجب عليه تحديد الهيكل المالي الأمثل. إن الميزة الأساسية للمديونية هي ميزة جبائية، وهذا يرجع لكون التكاليف المالية (أعباء الفوائد) التي تسددها المؤسسة دورياً، هي تكاليف خاضعة للضريبة على أرباح المؤسسات كما تم توضيحه سابقاً في جدول حسابات النتائج، أي أن التكاليف المالية هي تكاليف قابلة للخصم من النتيجة الإجمالية للمؤسسة. أما السلبية الأساسية للمديونية هي خطر العسر المالي والافلاس الذي يقع عندما يتعذر على المؤسسة تسديد التزاماتها المالية عند آجالها المحددة. بالتالي يتحدد مستوى المديونية الأمثل عندما يتساوى الربح الحدي للمديونية مع التكلفة الحدية الناجمة عن الاستدانة.

- أما بالنسبة للإشكالية الثانية، فتتمثل في اختيار الصنف الأنسب من بين أصناف الأموال الخاصة وكذلك من بين أصناف المديونية. فيما يتعلق بالأموال الخاصة يمكن للمؤسسة إستعمال أرباحها المتراكمة في الاحتياطات أو إصدار أسهم جديدة ولكل عملية تكاليف خاصة بها ومستوى مخاطرة يجب تحديده. أما بالنسبة لأصناف المديونية، يمكن للمؤسسة اللجوء للقرض البنكي أو إصدار سندات أو القرض الإيجاري، فكل صنف تكاليف خاصة بها ومستوى مخاطرة يجب تحديده.

3.1. قرار توزيع الأرباح

ينجر عن قرار توزيع الأرباح اختيار ذلك الجزء الأنسب من الأرباح التي توزعها المؤسسة على مساهميها والجزء المتبقي الذي يبقى تحت تصرف المؤسسة والذي يعتبر ضمن قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة، بالتالي يمكن القول أن قرار توزيع الأرباح مرتبط بمردودية الاستثمارات في المؤسسة، فقد تلجأ المؤسسة لتوزيع أرباحها إذا كان العائد المتوقع من مشاريعها الاستثمارية أقل من الحد الأدنى من الربحية المطلوبة.

إن الأرباح المتراكمة في المؤسسة والتي يتم ضخها في مشاريع استثمارية جديدة تعود بالعائد على المساهمين حتى ولو لم يكن هناك توزيعاً للأرباح، يكون هذا العائد على شكل ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، بشرط أن يكون العائد المتوقع من الاستثمارات أكبر من الحد الأدنى من الربحية المطلوبة. نستنتج مما سبق أن قرار توزيع الأرباح هو قرار غير محايد بالنسبة للقيمة السوقية للمؤسسة.

تسمح سياسة توزيع الأرباح بضمان ولاء المساهمين للمؤسسة خاصة إذا كانت نسب ومبالغ الأرباح الموزعة عالية. من جهة أخرى يعتبر ربح السهم الموزع ذو محتوى إعلامي (information content of dividends) فمن منظور نظرية الإشارة (signalling theory) تسمح بمبالغ الأرباح الموزعة بإعلام السوق المالي عن الصحة المالية الجيدة للمؤسسة.

يمكن للمؤسسة توزيع أرباحها لمساهميها نقداً أو على شكل أسهم:

- توزيع الأرباح نقداً: تقرر الجمعية العامة للمساهمين بتخصيص مبلغ معين من الأرباح الحالية أو المتراكمة أو من الاحتياطيات لتوزيعها نقداً على مساهميها، كُـل حسب عدد الأسهم التي بحوزته.
- توزيع الأرباح على شكل أسهم: تقوم المؤسسة بتوزيع أرباحها على مساهميها على شكل أسهم عوض توزيعها نقداً، تسمح هذه الطريقة للمساهمين بإعادة استثمار أرباحهم في المؤسسة كما تسمح للمؤسسة بالرفع من أموالها الخاصة.

إن ممارسات توزيع الأرباح يمكن أن تأخذ عدة أشكال من بينها:

- أ. توزيع الأرباح كلياً: في هذه الحالة تقوم المؤسسة بتوزيع كل النتيجة المحاسبية الصافية على شكل أرباح السهم. ما يُعاب على هذه الطريقة أنها تؤثر سلباً على قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة.
- ب. غياب توزيع الأرباح: في هذه الحالة تقوم المؤسسة بالإحتفاظ بكل النتيجة المحاسبية الصافية ولا توزع أي مبلغ على مساهميها. تسمح هذه الطريقة بتعظيم قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة ولكن قد تتسبب في نفور المساهمين وحتى المستثمرين في السوق المالي، مما ينجر عنه إنخفاض في الإقبال على أسهم المؤسسة (إنخفاض في الطلب على السهم) ومما يدفع بسعر السهم الى الانهيار.

ج. توزيع الأرباح المتبقية: في هذه الحالة تحتفظ المؤسسة بالنتيجة المحاسبية الصافية لتمويل كل مشروع استثماري له قيمة حالية صافية موجبة أي أنه يعود على المؤسسة بمعدل عائد أكبر من الحد الأدنى من الربحية المطلوبة، ثم تُوزَّع الجزء المتبقي من النتيجة إذا كان العائد المتوقع من مشاريعها الاستثمارية أقل من الحد الأدنى من الربحية المطلوبة.

د. التوزيع المستقر لأرباح السهم: في هذه الحالة تتبنى المؤسسة نسبة توزيع أرباح السهم مستقرة وثابتة قدر الإمكان بحيث تتفادى توزيع مبالغ أرباح متذبذبة من سنة لأخرى.

2. ماهية الاستثمار

يمثل الاستثمار كل نفقة تقوم بها المؤسسة اليوم بهدف تحقيق أرباح مستقبلية، يكمن الفرق بين النفقة الاستثمارية والنفقات الأخرى (الأعباء والتكاليف) في أن الأرباح المستقبلية التي يحققها الاستثمار تكون موزعة على عدة سنوات، على عكس الأعباء والتكاليف التي تحقق ربح متوقع خلال سنة واحدة.³⁷ بالنسبة للمحاسب، يمثل الاستثمار كل تدفق لرأس المال الذي ينجر عنه تغيير في الأصول الثابتة للمؤسسة، بالتالي يعتبر الاستثمار من وجهة النظر المحاسبية البحتة تثبيت لرأس المال. من هنا يمكن القول إن الاستثمار هو كل أصل مادي، معنوي أو مالي تحوز عليه المؤسسة أو تصنعه لنفسها أو تستأجره، لغرض إستعماله على شكله الأصلي لفترة تتجاوز السنة الواحدة.³⁸

هذا التعريف من المنظور المحاسبي لا يعكس واقع الاستثمار في المؤسسة بصفة كلية فهو بالتالي تعريف محدود، فينبغي إدراج تحت مظلة الاستثمار تكاليف الاستغلال التي تمثل كل تضحية آنية بالموارد تقوم بها المؤسسة بهدف جني موارد مستقبلية أكبر من التكلفة الأصلية.

عند مباشرة عملية الاستثمار تقوم المؤسسة مثلاً ببناء مصنع والحيازة على آلات، هذه التثبيات غير كافية لمباشرة عملية الاستغلال، فيتعين على المؤسسة الاستثمار في الأصول قصيرة المدى حتى تتمكن من بيع منتجاتها وتحقيق عوائد مستقبلية. هذه العملية تسمى بالاستثمار في احتياجات رأس المال العامل للاستغلال والتي نذكر من بينها: عملية التخزين، آجال الدفع الممنوحة للزبائن، الحملات الاشهارية، برامج تكوين العمال.³⁹ هذه الاستثمارات في احتياجات رأس المال العامل للاستغلال يتولد عنها احتياجات تمويلية بالنسبة للمؤسسة مما يؤثر على قرار الاستثمار النهائي. بالتالي قد تتراجع المؤسسة عن قرار الاستثمار إذا كانت عاجزت عن التحكم في تذبذبات احتياجات رأس المال العامل للاستغلال التي تتولد عن الاستثمارات الجديدة.

³⁷ THAUVRON Arnaud (2003), **Les choix d'investissement**, édition E-Theque, France, p.5.

³⁸ TAVERDET-POPIOLEK Nathalie (2006), **Guide du choix d'investissement**, édition D'Organisation, France, p.2.

³⁹ DAMODARAN Aswath (2008), **Opcit**, p.536.

3. عناصر الاستثمار

يتكون مبلغ الاستثمار من جميع المبالغ اللازمة لتنفيذ المشروع الاستثماري والتي تتمثل أساسا فيما يلي: مبلغ إقتناء الأصول الثابتة، المصاريف المرتبطة بإقتناء الأصول الثابتة، الارتفاع الأولي في إحتياجات رأس المال العامل، تكلفة الفرصة البديلة (Opportunity costs) وكذلك أثر المشروع الجديد على المشاريع الأخرى للمؤسسة.⁴⁰

1.3. مبلغ إقتناء الأصول الثابتة

تشمل جميع المبالغ اللازمة لإقتناء الأصول الثابتة العينية والمعنوية، يتم تقييم هذه المبالغ خارج الرسم على القيمة المضافة (TVA) في حالة ما إذا كان الرسم يمكن إسترجاعه (رسم قابل للخصم)، أما في الحالية المنافية فيتم تقييم هذه المبالغ مع احتساب جميع الرسوم.

2.3. المصاريف المرتبطة بإقتناء الأصول الثابتة

تشمل مصاريف تركيب الأصول الثابتة وتجهيرها، مصاريف تكوين المستخدمين وغيرها من المصاريف الناجمة عن إقتناء الأصول الثابتة.

3.3. الارتفاع الأولي في إحتياجات رأس المال العامل

إن المشروع الاستثماري ينجر عنه ارتفاع في مستوى نشاط المؤسسة (مستوى المخزون، مستوى الذمم المدينة الممنوحة للزبائن، مستوى الاعتمادات التجارية الممنوحة من طرف الموردين) بالتالي ينجر عن المشروع الاستثماري إرتفاع في مستوى إحتياجات رأس المال العامل في المؤسسة.

ينبغي على هذه الأخيرة إعتبار هذا الارتفاع ضمن مبلغ النفقات الاستثمارية اللازمة للمشروع، يتم تقييم هذا الارتفاع وفق طريقة رأس المال العامل المعياري.

إن مبلغ الاستثمار في إحتياجات رأس المال العامل يتم إسترداده في نهاية عمر المشروع الاستثماري، فمن المفروض في هذا التاريخ تكون المؤسسة قد باعت كل المخزون، كما يتم تحصيل كل الذمم المدينة وتسديد كل مبالغ الاعتمادات التجارية الممنوحة من طرف الموردين.

⁴⁰ ELFARISSI Inass, M'RABET Rachid (2011), *Décisions financières de long terme*, édition Economica, France, pp.108-110.

4.3. تكلفة الفرصة البديلة (Opportunity costs)

تمثل تكلفة الفرصة البديلة ذلك العائد المحتمل الذي تخسره المؤسسة عند تفضيل وإختيار بديل على آخر. فمثلا عند تحديد الآلات اللازمة لمشروع جديد قد تلاحظ المؤسسة أنه بحوزتها آلة تملكها مسبقا ولا تستعملها (وهو بمثابة تثبيت عقيم) ويمكن إستعمالها في المشروع الجديد. كانت للمؤسسة فرصة بيع الآلة القديمة ولكنها تفضل استعمالها في المشروع الجديد. بالتالي يمكن إعتبار القيمة السوقية للآلة القديمة غير المستعملة ضمن مبلغ الاستثمار للمشروع الجديد. إن إستعمال الآلة القديمة يُوفّر على المؤسسة نفقة استثمارية ولكن يُضَيّع عنها فرصة تحصيل مبلغ التنازل عن الآلة القديمة.

5.3. أثر المشروع الجديد على المشاريع الأخرى للمؤسسة

يتعين على المؤسسة تقييم أثر المشروع الاستثماري الجديد على المشاريع الأخرى لديها، ففي حالة الاستثمارات التعويضية (استبدال آلات قديمة بآلات جديدة)، يكون المبلغ المحصل عن التنازل عن الآلة القديمة ناجم عن قرار التعويض، فلولا قرار التعويض لا يمكن تحصيل مبلغ التنازل عن الأصول القديمة، فبالتالي يمكن اعتبار قرار التعويض كالحدث المنشئ⁴¹ للمبالغ المحصلة. إن المبالغ المحصلة من التنازل عن الأصول القديمة والتي تولدت عن المشروع الجديد تسمح بتخفيض من مبلغ النفقة الاستثمارية للمشروع الجديد. في هذه الحالة يجب الأخذ بعين الاعتبار كذلك أثر الضريبة على فائض القيمة (الفرق الموجب بين مبلغ التنازل والقيمة المحاسبية الصافية) وفقا للصياغة التالية:

$\text{أثر المشروع الجديد على المشاريع الأخرى} = \text{المبالغ المحصلة من التنازل عن الأصول القديمة} - \text{الضريبة على فائض القيمة}$
--

4. عمر المشروع الاستثماري

إن تحديد عمر المشروع الاستثماري ليس بالشيء الهين فقد يتغير قرار الاستثمار من القبول إلى الرفض بحسب مدة الاستثمار التي تحددها المؤسسة. عموما يمكن التمييز بين طريقتين لتحديد هذه المدة:

عمر المشروع الاستثماري من المنظور الجبائي: تتمثل في المدة التي يتم خلالها تسجيل الأقساط السنوية للإهلاك (مدة إهلاك أهم عناصر المشروع الاستثماري).

عمر المشروع الاستثماري من المنظور الاقتصادي: تتمثل في المدة التي يمكن خلالها إستعمال الآلات، تبقى هذه المدة سارية مادام لم تظهر تكنولوجيا جديدة أكثر تنافسية من الآلات المستعملة.

⁴¹ مفهوم الحدث المنشئ (Fait générateur): هو الفعل أو الحدث الذي بواسطته يتولد أثر مالي على المؤسسة

من المنظور الاقتصادي، تستعمل المؤسسة التثبيتات طالما لا يوجد مبرر للتوقف عن إستعمالها. بالتالي هذه المدة ليست مرتبطة بصلاحية الآلة فقد تتوقف المؤسسة عن إستعمال آلات صالحة يمكن تشغيلها لسنوات إضافية بمبرر ظهور آلة جديدة تسمح بتخفيض تكاليف الاستغلال.

إن عمر المشروع الاستثماري من المنظور الاقتصادي يطلق عليه مصطلح "فترة الجدوى الاقتصادية"، والتي يمكن تعريفها على أنها الفترة التي يتيح فيها الاستثمار إمكانية الحصول على دخل مالي أكبر من المصاريف التي تكبدها المشروع. بتعبير آخر، يمكن القول إن العمر الاقتصادي للمشروع مرتبط بالجدول الزمني للتدفقات النقدية للمشروع الاستثماري.

5. القيمة المتبقية من المشروع الاستثماري

عند نهاية عمر المشروع الاستثماري تتحصل المؤسسة على التدفقات التالية:

- التدفق النقدي الناجم عن استغلال آخر سنة من عمر المشروع
- إحتياجات رأس المال العامل التي يتم استردادها كما تم توضيح ذلك مسبقا
- قيمة بيع المعدات والآلات: يتم التقييم بالقيمة الصافية من الضريبة على فائض القيمة إذا كان مبلغ التنازل أكبر من القيمة المحاسبية الصافية. قد تكون هذه القيمة سالبة إذا كانت تكلفة تفكيك الآلات أكبر من المبلغ الصافي المحصل من التنازل عن الآلات.

6. معدل التحيين

إن التدفقات النقدية المتولدة عن الاستثمار تكون عادة موزعة طيلة سنوات متعاقبة فبالتالي ينبغي على المؤسسة تحديد معدل التحيين المناسب الذي يسمح بحساب القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية.

كلما كان التدفق المستقبلي بعيد زمنيا كلما كانت قيمته الحالية أقل، وهذا راجع لمبدأ تفضيل السيولة الفورية فمن البديهي أن يُفَضَّل المستثمر تحصيل السيولة آنيا على تحصيلها مستقبلا، لأنه عندما يتحصل على السيولة اليوم يمكن له توظيفها بمعدل فائدة يسمح له بجني مبلغ أكبر في المستقبل.

معدل التحيين في حالة المشاريع الاستثمارية يتمثل في تكاليف مصادر تمويل هذا المشروع (تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة المديونية) والذي يطلق عليه مصطلح "التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال" التي سيتم التطرق لها في الفصل الموالي.

7. تحديد التدفقات النقدية المتولدة من المشروع الاستثماري

إن النتيجة المحاسبية الصافية التي تظهر في جدول النتائج لا يمكن إعتماها في قرار الاستثمار لأنها تمثل قياس محاسبي يحكمه النظام المحاسبي والمالي، وليس الغرض منها تحديد التدفقات النقدية المتولدة من المشروع الاستثماري. إن الانتقال من النتيجة المحاسبية الصافية الى التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري يتم من خلال المعالجات التالية:⁴²

- (1) إضافة إلى النتيجة المحاسبية الصافية كل التكاليف التي تم خصمها في النتيجة المحاسبية والتي لا تمثل تدفق نقدي (كل التدفقات المالية غير المرفقة بتدفقات نقدية كأقساط الإهلاك). إن أقساط الإهلاك التي تظهر في جدول النتائج ضمن التكاليف (حساب 68) ليست تدفقات نقدية، فهي في الأصل تقنية محاسبية قانونية يتم من خلالها تسجيل تكلفة وهمية في جدول النتائج، تسمح هذه التقنية بتوزيع تكلفة الحياة على التنبهات على عدة سنوات وفقا للمدة القانونية التي تحددها إدارة الضرائب. بالتالي عند حساب التدفقات النقدية المتولدة من المشروع الاستثماري، يتعين استرجاع أقساط الإهلاك التي تظهر في الأصل سالبة في جدول النتائج.
- (2) طرح من النتيجة المحاسبية الصافية كل التدفقات التي لا تظهر في جدول النتائج بموجب النظام المحاسبي والمالي (مبلغ الاستثمار الذي يظهر في الميزانية).
- (3) طرح من النتيجة المحاسبية الصافية كل التغيرات في احتياجات رأس المال العامل للاستغلال، بالتالي كل زيادة في احتياجات رأس المال العامل للاستغلال تؤدي الى تخفيض التدفقات النقدية للمشروع والعكس بالعكس. إن هذه المعالجة الأخيرة تسمح بإلغاء الفارق الزمني بين تاريخ التسجيل المحاسبي للمبيعات وتاريخ التحصيل الفعلي للمبيعات.⁴³

تتم تحديد التدفقات النقدية لمشروع استثماري عمره 3 سنوات كما يلي:

$$\begin{aligned}
 R_t &: \text{رقم الاعمال (ون) للسنة (t)} \\
 C_t &: \text{تكاليف الاستغلال خارج الإهلاك (ون)} \\
 A_t &: \text{أقساط الإهلاك (ون)} \\
 RO_t &: \text{النتيجة العملياتية قبل الضريبة (ون)} \\
 \tau &: \text{نسبة الضريبة على أرباح الشركات (\%)} \\
 IBS_t &: \text{مبلغ الضريبة على أرباح الشركات (ون)} \\
 RON_t &: \text{النتيجة العملياتية بعد الضريبة (ون)} \\
 \delta &: \text{القيمة المتوقعة لإحتياجات رأس المال العامل كنسبة من رقم الاعمال (\%)} \\
 \Delta BFR_t &: \text{التغير في احتياجات رأس المال العامل (ون)}
 \end{aligned}$$

⁴² BERK Jonathan, DEMARZO Peter, CAPELLE-BLANCARD Gunther, COUDERC Nicolas (2016), **Finance d'entreprise**, édition Nouveaux Horizons, 3^e édition, France, p.253.

⁴³ DAMODARAN Aswath (2008), **OpCit**, p.370.

I_0 : الاستثمار الاولي VR : القيمة المتبقية للاستثمار

الجدول 15: تحديد التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري

السنة	0	1	2	3
رقم الاعمال	-	R_1	R_2	R_3
تكاليف الاستغلال خارج الاهلاك	-	$-C_1$	$-C_2$	$-C_3$
أقساط الاهلاك	-	$-A_1$	$-A_2$	$-A_3$
النتيجة العملياتية قبل الضريبة RO_t	-	$R_1 - C_1 - A_1$	$R_2 - C_2 - A_2$	$R_3 - C_3 - A_3$
مبلغ الضريبة على أرباح الشركات IBS_t	-	$\tau \times RO_1$	$\tau \times RO_2$	$\tau \times RO_3$
النتيجة العملياتية بعد الضريبة RON_t	-	$RO_1 - IBS_1$	$RO_2 - IBS_2$	$RO_3 - IBS_3$
استرجاع أقساط الاهلاك	-	$+A_1$	$+A_2$	$+A_3$
التغير في احتياجات رأس المال للعامل ΔBFR_t	$\delta \times R_1$	$\delta \times (R_2 - R_1)$	$\delta \times (R_3 - R_2)$	0
التدفق النقدي بعد الضريبة	$-\Delta BFR_0$	$RON_1 + A_1 - \Delta BFR_1$	$RON_2 + A_2 - \Delta BFR_2$	$RON_3 + A_3 - \Delta BFR_3$
الاستثمار الاولي	$-I_0$	-	-	-
استرجاع احتياجات رأس المال للعامل	-	-	-	$\sum \Delta BFR_t$
القيمة المتبقية	-	-	-	VR
التدفق النقدي للمشروع الاستثماري		$RON_1 + A_1 - \Delta BFR_1$	$RON_2 + A_2 - \Delta BFR_2$	$RON_3 + A_3 - \Delta BFR_3 + \sum \Delta BFR_t + VR$

المصدر: DAMODARAN Aswath (2008), **Opcit**, p.372

8. معايير اختيار الاستثمارات في حالة التأكد

تشير حالة التأكد الى الظروف التي تكون فيها كل البيانات والمعلومات المتعلقة بالتدفقات المستقبلية للمشروع الاستثماري معروفة على وجه الدقة، أي أن صاحب القرار على علم تام بكل الاحداث المستقبلية التي من شأنها التأثير على المشروع الاستثماري، فهو متأكد من نتيجة كل خيار من الخيارات المتاحة له. بالتالي يمكن أن نقول أن حالة التأكد هي حالة عديمة المخاطرة

هنالك العديد من المعايير لإختيار الاستثمارات في حالة التأكد بعضها يأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للتدفقات النقدية (مقياس القيمة الحالية الصافية، مقياس معدل العائد الداخلي، مقياس فترة الاسترداد المستحدثة) وبعضها يتجاهل القيمة الزمنية للتدفقات النقدية (فترة الاسترداد)

نتناول فيما يلي كل من مقياس القيمة الحالية الصافية، مقياس معدل العائد الداخلي ومقياس فترة الاسترداد المستحدثة. تم إختيار هذه المعايير بناء على نتائج دراسة (2001) Graham & Harvey التي تم من خلالها استقصاء عينة من 392 مدير مالي حول الممارسات المالية في كبريات المؤسسات الامريكية، أظهرت الدراسة أن أهم المعايير المستعملة في حالة التأكد هي: مقياس القيمة الحالية الصافية (بنسبة تفوق 70%)، مقياس معدل العائد الداخلي (بنسبة تفوق 70%)، مقياس فترة الاسترداد (بنسبة تقترب من 55%)، مقياس فترة الاسترداد المستحدثة (بنسبة تقترب من 30%)⁴⁴.

1.8. مقياس القيمة الحالية الصافية

تمثل القيمة الحالية الصافية (VAN) مجموع القيم المستحدثة للتدفقات النقدية الموجبة والسالبة للمشروع الاستثماري، يتم استحداث هذه التدفقات وفقا لمعدل تحيين يساوي معدل العائد الأدنى الذي يطلبه المستثمرون في السوق المالي نظرا لمستوى المخاطرة الذي يتميز به هذا المشروع الاستثماري.

$$VAN = \left[\left(\sum_{t=1}^{t=T} \frac{CF_t}{(1+k)^t} \right) + \frac{VR}{(1+k)^T} \right] - I_0$$

t : يرمز للسنة t علما أن $t = \{1, 2, 3, \dots, T\}$ مع T يمثل عمر المشروع الاستثماري

CF_t : التدفق النقدي للسنة t

k : معدل التحيين

VR : القيمة المتبقية للمشروع

I_0 : المبلغ الأولي المستثمر في t = 0

⁴⁴ GRAHAM John, HARVEY Campbell (2001), **The theory and practice of corporate finance : evidence from the field**, Journal of Financial Economics, vol.60, p.197

إذا كانت القيمة الحالية الصافية أكبر من الصفر فهذا يعني أن القيمة الحالية للتدفقات الموجبة (العوائد، الإيرادات) أكبر من القيمة الحالية للتدفقات السالبة (النفقات، الخسائر)، بالتالي يتم قبول المشروع في حالة قيمة مالية صافية موجبة.

2.8. معيار معدل العائد الداخلي

يمثل معدل العائد الداخلي (TRI) ذلك معدل التحيين الذي من أجله تكون القيمة الحالية الصافية (VAN) معدومة، بالتالي فهو يمثل معدل التحيين الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات الموجبة تساوي القيمة الحالية للتدفقات السالبة.

لحساب معدل العائد الداخلي نستعمل طريقة الاستيفاء الخطي والتي من خلالها نقوم بإختيار معدل تحيين أول (k_1) والذي من أجله تكون القيمة الحالية الصافية موجبة ($VAN_1 > 0$) ومعدل تحيين ثاني (k_2) والذي من أجله تكون القيمة الحالية الصافية سالبة ($VAN_2 < 0$).
يتم حساب معدل العائد الداخلي وفقا لطريقة الاستيفاء الخطي كما يلي:

$$TRI = k_1 + \left[(k_2 - k_1) \times \frac{|VAN_1|}{|VAN_1| + |VAN_2|} \right]$$

يمثل معدل العائد الداخلي المردودية المتوسطة السنوية خلال فترة الاستثمار، كما يمكن اعتباره على أنه المعدل الاكتواري (Actuarial Rate) لتوظيف الأموال في المشروع الاستثماري.⁴⁵
يتم اتخاذ قرار الاستثمار بمقارنة معدل العائد الداخلي بمعدل التحيين المعياري للمؤسسة (والذي يساوي التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال)، فإذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال فبالتالي المردودية المتوسطة السنوية للأموال المستثمرة في المشروع أكبر من تكلفتها الوسطية فنقبل المشروع في هذه الحالة.

3.8. معيار فترة الاسترداد المستحدثة

تمثل فترة الاسترداد المستحدثة (DRA) تلك المدة الزمنية اللازمة التي تسمح للتدفقات النقدية المستقبلية المستحدثة للمشروع بتغطية مبلغ النفقة الاستثمارية، يتم اتخاذ قرار الاستثمار باستعمال هذا المعيار بمقارنة فترة الاسترداد المستحدثة مع فترة الاسترداد المعيارية للمؤسسة، فنقبل المشروع إذا كانت فترة الاسترداد المستحدثة أقل من فترة الاسترداد المعيارية للمؤسسة.

⁴⁵ ELFARISSI Inass, M'RABET Rachid (2011), *Opcit*, p.157.

t : يرمز للسنة t علما أن $t = \{1, 2, 3, \dots, T\}$ مع T يمثل عمر المشروع الاستثماري

CF_t : التدفق النقدي للسنة t

k : معدل التحيين

I_0 : المبلغ الأولي المستثمر في $t = 0$

CFA_t : التدفق النقدي المستحدث للسنة t

$$CFA_t = \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

$CFAC_t$: التدفق النقدي المستحدث المتراكم حتى السنة t

$$CFAC_t = \sum_{t=1}^t CFA_t$$

فترة الاسترداد المستحدثة هي تلك الفترة (t^*) التي يتساوى فيها التدفق النقدي المستحدث المتراكم مع المبلغ الأولي للاستثمار كما هو مبين في الصياغة الرياضية التالية:

$$DRA \Rightarrow t^* : CFAC_t = I_0$$

خلاصة

- من خلال هذا الفصل قمنا بتقديم أهم العناصر المتعلقة بقرار الاستثمار في حالة التأكد، توصلنا إلى مجموعة من النتائج نذكر أهمها في النقاط التالية:
- يمثل الاستثمار كل نفقة تقوم بها المؤسسة بهدف تحقيق أرباح مستقبلية، يكمن الفرق بين النفقة الاستثمارية والنفقات الأخرى (الأعباء والتكاليف) في أن الأرباح المستقبلية التي يحققها الاستثمار تكون موزعة على عدة سنوات، على عكس الأعباء والتكاليف التي تحقق ربح متوقع خلال سنة واحدة.
 - ينص مبدأ الاستثمار على أن المؤسسة تستثمر أموالها في الأصول إذا كان العائد المتوقع أكبر من التكلفة الناتجة عن الاستثمار، على أن يكون هذا العائد المتوقع أكبر من الحد الأدنى من الربحية المطلوبة.
 - يتكون مبلغ الاستثمار من جميع المبالغ اللازمة لتنفيذ المشروع الاستثماري والتي تتمثل أساساً في: مبلغ إقتناء الأصول الثابتة، المصاريف المرتبطة بإقتناء الأصول الثابتة، الارتفاع الأولي في إحتياجات رأس المال العامل، تكلفة الفرصة البديلة وكذلك أثر المشروع الجديد على المشاريع الأخرى للمؤسسة.
 - إن تحديد عمر المشروع الاستثماري يكون على أساس فترة الجدوى الاقتصادية والتي يمكن تعريفها على أنها الفترة التي يتيح فيها الاستثمار إمكانية الحصول على دخل مالي أكبر من المصاريف التي تكبدها المشروع.
 - إن معدل تحيين المشاريع الاستثمارية يتمثل في متوسط تكاليف مصادر تمويل هذا المشروع (تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة المديونية) والذي يطلق عليه مصطلح التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.
 - إن التدفقات النقدية المتولدة من المشروع الاستثماري تختلف عن النتيجة المحاسبية الصافية لذلك ينبغي على صاحب القرار إضفاء معالجات ضرورية للانتقال من النتيجة المحاسبية الصافية الى التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري.
 - إن أهم معايير اختيار الاستثمارات في حالة التأكد هي: معيار القيمة الحالية الصافية، معيار معدل العائد الداخلي، معيار فترة الاسترداد المستحدثة

الفصل الرابع: مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد

يعتبر التمويل العصب الأساس لقيام الأنشطة الاقتصادية إذ لا قيام لأي نشاط مُدرّ للربح دون تمويل مسبق فيمكن اعتبار المؤسسة الاقتصادية في بادئ الأمر على انها فكرة إستثمارية وجدت التمويل الكافي لتجسيدها. إن قرار التمويل يكتسح دورا هاما في المؤسسة الاقتصادية فهو يعتبر من أهم القرارات المالية إلى جانب قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح. يعتبر البحث عن مصادر التمويل من أهم المهام المسندة للمسير المالي، إذ يقع على عاتقه عملية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف نشاطات المؤسسة على المدى القصير والطويل. يعتبر التمويل من الركائز الأساسية في المؤسسة الاقتصادية لضمان إستمرار نشاطها، إذ يحتاج قرار التمويل إلى تخطيط مسبق والذي يستدعي تحديد الأهداف، تسطير البرامج، تحديد مصادر التمويل المتوفرة، دراسة الهيكل المالي للمؤسسة وتنفيذ البرامج والخطط المسطرة، كل هذه العمليات السابقة تهدف أساسا إلى التخصيص الأمثل للموارد المالية في المؤسسة الاقتصادية.

تقوم دورة حياة المؤسسة على مبدأ إستمرار النشاط فبالتالي تحتاج إلى مصادر التمويل بشكل مستمر من أجل إقتناء المعدات والآلات، توسيع النشاط، تكوين المخزون، تسديد مختلف تكاليف الاستغلال، تمويل إحتياجات رأس المال العامل وغيرها من الأنشطة الضرورية لبقاء المؤسسة.

تقوم وظيفة التمويل في المؤسسة الاقتصادية على تسيير مصادر التمويل بالشكل الذي يسمح للمؤسسة بتمويل نشاطاتها، مواجهة إلتزاماتها عند آجالها، تمويل توسعها والاحتفاظ بالقدر الكافي من النقدية دون تعطيل للموارد المالية.

إنطلاقا مما تقدم، إرتأينا تقسيم هذا الفصل الى العناوين التالية:

- سنتطرق في العنوان الأول إلى مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية والتي يمكن تصنيفها الى مصادر التمويل طويلة الاجل (التمويل بالأموال الخاصة، القرض السندي، القرض البنكي طويل المدى، القرض الإيجاري) ومصادر التمويل قصيرة الاجل (تسيير إحتياجات رأس المال العامل، القرض البنكي قصير المدى).
- أما بالنسبة للعنوان الثاني سندرس سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية من خلال تقديم مفهوم التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ومبرهنة حياد هيكل رأس المال لـ Modigliani & Miller (1958, 1963) (في ضل وجود وغياب الضريبة على الأرباح) والتي تعتبر أحد الركائز الأساسية للفكر المالي الحديث

1. طرق تمويل المؤسسة الاقتصادية

إن قرار الاستثمار الذي تم التطرق له في الفصل السابق مرتبط بقرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية، فبعد تحديد المشاريع الاستثمارية المربحة يجب على المؤسسة أن تقرر حول طرق التمويل الملائمة. تُصنّف طرق التمويل عادة إلى صنفين كما هو موضح في الجدول التالي: طرق التمويل طويلة المدى وطرق التمويل قصيرة المدى.

الجدول 16: طرق التمويل في المؤسسة الاقتصادية

طرق التمويل قصيرة المدى	طرق التمويل طويلة المدى
تسيير إحتياجات رأس المال العامل القروض البنكية قصيرة المدى	التمويل بالأموال الخاصة (الداخلية والخارجية) التمويل بالقرض السندي التمويل بالقرض البنكي طويل المدى التمويل بالقرض الإيجاري

المصدر: من اعداد المؤلف بتصرف، انطلاقاً من

BERK Jonathan, DEMARZO Peter, CAPELLE-BLANCARD Gunther, COUDERC Nicolas
(2016), **Opcit**, pp.885-1009.

إن طرق التمويل المذكورة في الجدول السابق ليست متاحة لكل المؤسسات بنفس الشكل، فمثلاً من بين الشروط اللازمة لإصدار قرض سندي أو إصدار أسهم في السوق المالي يجب أن يكون الشكل القانوني للمؤسسة "مؤسسة ذات أسهم" (SPA)، بالتالي لا يمكن لمؤسسة "ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة" (EURL) الحصول على هذه الأنواع من التمويلات.

1.1. طرق التمويل طويلة المدى

إن طرق التمويل طويلة المدى تشمل كل أصناف التمويل المخصصة لسد الإحتياجات المالية طويلة المدى للمؤسسة والتي تتمثل بالأساس في الاستثمارات. من بين طرق التمويل طويلة المدى نذكر ما يلي: التمويل بالأموال الخاصة، التمويل بالقرض السندي، التمويل بالقرض البنكي، التمويل بالقرض الإيجاري.

1.1.1. التمويل بالأموال الخاصة

تشمل الأموال الخاصة كل مصادر التمويل التي تعود ملكيتها لأصحاب المؤسسة من مساهمين أو شركاء، تمثل الأموال الخاصة أحد أهم مصادر التمويل طويلة المدى، كما أن المؤسسات التي لها أموال خاصة معتبرة يمكن لها الحصول على قروض بطريقة أسهل بالمقارنة مع المؤسسات ذات أموال خاصة محدودة.

تنقسم أصناف التمويل بالأموال الخاصة إلى صنفين أساسيين كما هو مبين في الجدول التالي: التمويل الداخلي بالأموال الخاصة والتمويل الخارجي بالأموال الخاصة.

الجدول 17: أهم طرق التمويل بالأموال الخاصة

التمويل الداخلي بالأموال الخاصة	التمويل الخارجي بالأموال الخاصة
التمويل الذاتي التنازل عن الاستثمارات	إصدار أسهم رأس المال الاستثماري

المصدر: من اعداد المؤلف

أ. التمويل الداخلي بالأموال الخاصة

يشمل التمويل الداخلي بالأموال الخاصة مجموع الموارد المالية التي تتحصل عليها المؤسسة أساساً من نشاط الاستغلال وكذلك الموارد المالية خارج الاستغلال التي تتحصل عليها المؤسسة دون اللجوء الى مصادر خارجية. من بين مصادر التمويل الداخلي بالأموال الخاصة نذكر: التمويل الذاتي والتنازل عن الاستثمارات.

• التمويل الذاتي (AF)

يتمثل في ذلك الجزء المتبقي من قدرة التمويل الذاتي (CAF) للمؤسسة بعد خصم الأرباح الموزعة مع العلم أن قدرة التمويل الذاتي تشير الى الفائض السنوي الكامن والمتولد من الفرق الموجب بين التدفقات النقدية المقبوضة والتدفقات النقدية المدفوعة، وفقاً للصياغة الرياضية التالية:

الصياغة الرياضية لقدرة التمويل الذاتي:

$$\text{قدرة التمويل الذاتي} = \text{الناتج الذي سيتم تحصيلها} - \text{الأعباء التي سيتم دفعها}$$

الصياغة الرياضية للتمويل الذاتي:

$$\text{التمويل الذاتي للسنة } (t) = \text{قدرة التمويل الذاتي للسنة } (t) - \text{أرباح السهم للسنة } (t-1) \text{ الموزعة في } (t)$$

• التنازل عن الاستثمارات

إن الموارد المالية الناجمة عن تنازل المؤسسة عن أصل من أصولها الثابتة تعبر موارد داخلية، تسمى عملية التنازل عن التثبيتات بالإستثمار السلبي، تعتبر هذه الموارد إستثنائية بالنسبة للمؤسسة وذلك راجع لأن عملية التنازل لا تكون إلا نادراً في الحالات الخاصة.

ب. التمويل الخارجي بالأموال الخاصة

يشمل التمويل الخارجي بالأموال الخاصة مجموع الموارد المالية التي تتحصل عليها المؤسسة من المستثمرين مقابل حصولهم على حقوق الملكية في رأس المال الاجتماعي للمؤسسة.

• اصدار أسهم

السهم هو ورقة مالية يمثل مستند ملكية صادر من شركات رؤوس الأموال (الشركات ذات أسهم)، يمنح حامله مجموعة من الحقوق من بينها: حق ملكية رأس المال الاجتماعي للمؤسسة، الحق في النتائج التي تحققها المؤسسة، الحق في المشاركة والتصويت في الجمعية العامة للمساهمين.

• رأس المال الاستثماري

يمثل رأس المال الاستثماري مجموع الأموال الخاصة التي تقدمها مؤسسات متخصصة (تسمى شركات رأس المال الاستثماري) لصالح مؤسسات غير مدرجة ببورصة الأوراق المالية. إن أهم شكل من أشكال رأس المال الاستثماري يتمثل في رأس المال المخاطر والمتمثل في توفير الأموال الخاصة لتمويل المؤسسات الناشئة ذات عوائد متوقعة جد مرتفعة ومستوى مخاطرة جد مرتفع كذلك.

2.1.1. التمويل بالقرض السندي

السند هو ورقة مالية يمثل مستند مديونية بين صادر السند والمستثمر في السند (الحائز على السند)، بموجب هذه الورقة المالية يقوم المستثمر في السند بإقراض قيمة السند لصالح صادر السند بالمقابل يتعهد هذا الأخير بتسديد نسبة فائدة معينة سنوياً وتسديد قيمة السند عند تاريخ استحقاقه. بالتالي يمكن اعتبار القرض السندي على أنه عقد دين بين المؤسسة الصادرة للسندات والمقرضين الذين حازوا على سندات المؤسسة.

3.1.1. التمويل بالقرض البنكي طويل المدى

القروض البنكية طويل المدى هي قروض تمنحها البنوك لتمويل إستثمارات المؤسسات، تفوق مدة سريان القرض السنة الواحدة وتكون عادة من خمسة الى سبعة سنوات. يتحصل البنك على فوائد سنوية بالإضافة لاسترجاع مبلغ القرض في آخر مدة الاستحقاق.

4.1.1. التمويل بالقرض الإيجاري

تم تعريف القرض الإيجاري (الإعتماد الإيجاري) في الفصل السابق على أنه يتمثل في عملية تجارية ومالية مُمَارسة من طرف مؤسسات مؤهلة قانوناً (البنوك، المؤسسات المالية، شركات الإعتماد الإيجاري)، تقوم على عقد إعتماد إيجاري يجمع بين طرفين وهما شركة التأجير (المؤجر) والمتعامل الاقتصادي (المستأجر).

يلتزم المؤجر بموجب هذا العقد بتأجير أصول (منقولة أو غير منقولة) لفائدة المستأجر، مقابل دفع إيجارات لمدة محددة في العقد. عند انقضاء هذه المدة يمكن للمستأجر أن يكتسب الأصول المؤجرة كلياً أو جزئياً. بالتالي يتضمن الإعتماد الإيجاري خيار الشراء لفائدة المستأجر.⁴⁶

2.1. طرق التمويل قصيرة المدى

إن طرق التمويل قصيرة المدى تشمل كل أصناف التمويل المخصصة لسد الاحتياجات المالية قصيرة المدى للمؤسسة والتي تتمثل بالأساس في احتياجات دورة الاستغلال. من بين طرق التمويل قصيرة المدى نذكر ما يلي: تسيير إحتياجات رأس المال العامل والقروض البنكية قصيرة المدى.

1.2.1. تسيير إحتياجات رأس المال العامل

كما تم عرضه في الفصل السابق إن إحتياجات رأس المال العامل تنتج أساساً من الفوارق الزمنية بين:

- آجال التخزين: الفارق الزمني من تاريخ تخزين المواد الأولية الى مدة تخزين المنتجات النهائية مروراً بالمدة التي تستغرقها عملية الإنتاج.
- آجال التحصيل: تمنح المؤسسة لزيائنها آجالاً للدفع والتي قد تكون طويلة أو قصيرة حسب علاقة المؤسسة بزيائنها، وضعية المؤسسة بالسوق، حجم المؤسسة، نوع المنتج وغيرها
- آجال التسديد: يمنح الموردون آجالاً للدفع للمؤسسة والتي قد تكون طويلة أو قصيرة حسب حجم الطلبية، علاقة المؤسسة بمورديها وغيرها.

إن عدم التوافق بين آجال تحصيل السيولة وآجال تسديد الالتزامات ينتج عنه إحتياجات رأس المال العامل، وكلما كانت هذه الإحتياجات كبيرة كلما إستلزم ذلك على المؤسسة تعبئة رأس مال عامل أكبر.

من بين طرق التمويل قصيرة المدى التي تتعلق بتسيير إحتياجات رأس المال العامل نذكر ما يلي:

- (1) تقليص مدة التخزين، التسيير الأمثل للمخزون
 - (2) تقليص آجال التحصيل الممنوحة للزيائن
 - (3) خصم الأوراق التجارية بالبنك مما يسمح بتحويل الفواتير الى سيولة فورية مقابل التنازل عن سعر الخصم
 - (4) الاعتماد التجاري: الطلب من الموردين تمديد آجال التسديد
- كل هذه العمليات تسمح بالخفض من إحتياجات رأس المال العامل وهو ما يمكن اعتباره مصدر من مصادر التمويل قصيرة المدى.

⁴⁶ الأمر رقم 96 - 09 المؤرخ في 10 يناير 1996، المتعلق بالإعتماد الإيجاري، المواد من 07 الى 09.

2.2.1. القروض البنكية قصيرة المدى

القروض البنكية قصيرة المدى هي قروض تمنحها البنوك لتمويل احتياجات الاستغلال في المؤسسات، لا تفوق مدة سريان القرض السنة الواحدة. من بين القروض البنكية قصيرة المدى نذكر ما يلي: تسهيلات الصندوق، خصم الاوراق التجارية، السحب على المكشوف، تسبيق على الصفقات.

2. سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية

تمثل سياسة التمويل مجموع القرارات المالية المتعلقة بكيفية تخصيص الموارد المالية للمؤسسة، بالتالي تشمل سياسة التمويل جميع الممارسات التي يتبناها المسير المالي للمؤسسة من أجل إدارة التدفقات المالية. إن الهدف الأساسي لسياسة التمويل يتمثل في تحديد هيكل رأس المال⁴⁷ الأمثل للمؤسسة الذي يسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وبتقليل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

1.2. التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال المتوسط المرجح لتكاليف التمويل الدائم للمؤسسة، يمكن حسابه حسب الصيغة التالية:⁴⁸

- k : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
- k_e : تكلفة الأموال الخاصة (معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين)
- k_d : تكلفة المديونية (معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين)
- E : القيمة السوقية للأموال الخاصة
- D : القيمة السوقية للمديونية
- τ : معدل الضريبة على أرباح الشركات

$$k = \left[k_e \times \left(\frac{E}{E + D} \right) \right] + \left[k_d \times (1 - \tau) \times \left(\frac{D}{E + D} \right) \right]$$

⁴⁷ الفرق بين هيكل رأس المال والهيكل المالي:

- هيكل رأس المال يشمل مصادر التمويل الطويلة الاجل: الأموال الخاصة والديون الطويلة الأجل (الديون المالية)، والتي تمثل الأموال الدائمة للمؤسسة.

- الهيكل المالي يشمل كل مصادر تمويل المؤسسة: الأموال الخاصة، الديون الطويلة الأجل والديون القصيرة الأجل

⁴⁸ VERNIMMEN Pierre, QUIRY Pascal, LEFUR Yann (2017), **Finance d'entreprise 2018**, édition Dalloz, 16^e édition, France, p.720.

تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال الحد الأدنى من العائد الذي يجب أن تحققه أصول المؤسسة، من أجل الوفاء بمعدلات العائد المطلوب من طرف المساهمين أخذا بعين الاعتبار الالتزامات المالية اتجاه المقرضين وتكلفة اصدار الأسهم والسندات. تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال العائد الأدنى الذي تعتمد المؤسسة لكل مشروع استثماري جديد، لذلك يمكن استعماله كمعدل التحيين عند حساب القيمة الحالية الصافية للمشاريع الاستثمارية. تتكون التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال من جزئين أساسيين كما هو مبين فيما يلي:

$$k = \left[k_e \times \left(\frac{E}{E + D} \right) \right] + \left[k_d \times (1 - \tau) \times \left(\frac{D}{E + D} \right) \right]$$

$$\Rightarrow k = \underbrace{\left[k_e \times \left(\frac{E}{E + D} \right) \right] + \left[k_d \times \left(\frac{D}{E + D} \right) \right]}_{\text{التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال قبل الضريبة}} - \underbrace{\left[\tau \left(\frac{D}{E + D} \right) \right]}_{\text{الاقتصاد الضريبي الناجم عن المديونية}}$$

نستنتج مما سبق أن المديونية تسمح للمؤسسة بالتقليص من التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال بمقدار الاقتصاد الضريبي التي يتولد عن الاستدانة، وهو راجع لسبب رئيسي والمتمثل في أن أعباء الفوائد هي أعباء قابلة للخصم عند احتساب مبلغ الضريبة على أرباح المؤسسات.

2.2. مبرهنة حياد هيكل رأس المال لـ Modigliani & Miller (1958, 1963)

تشكل مبرهنة Modigliani & Miller (1958, 1963) أحد الركائز الأساسية للفكر المالي الحديث، إن الفكرة الأساسية لهذه المبرهنة هي أنه عند توفر بعض الشروط وعلى رأسها غياب الضريبة على الأرباح، فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بهيكل رأس مالها، أي أنه لا يهم إذا فضلت المؤسسة تمويل استثماراتها بالاعتماد على الأموال الخاصة أو على المديونية، وهو ما يطلق عليه بمبدأ حياد هيكل رأس المال. تضم نظرية Modigliani & Miller (1958, 1963) الاقتراحين التاليين:

1.2.2. الاقتراح الأول (Modigliani & Miller, 1958):

حسب نظرية Modigliani & Miller (1958)، عند توازن السوق المالي وفي غياب الضريبة على الأرباح لا يوجد مبرر لوجود هيكل رأس مال أمثل. بالتالي نظرية Modigliani & Miller (1958) تتناقض مع النظرية التقليدية، بل تعتبرها حالة ظرفية تنشأ من عدم توازن السوق، سرعان ما تندثر هذه الحالة تحت ضغط المراجعة.

أهم فرضيات نظرية (1958) Modigliani & Miller كما يلي:

- السوق المالي كامل، المعلومة متوفرة ومجانية لكل متعامل إقتصادي، تكاليف التبادل تؤول الى صفر
- يمكن لكل متعامل إقتصادي فردا كان أو مؤسسة الإقراض والإقتراض بنفس معدل الفائدة k_d
- غياب تكاليف الوكالة: يعمل المسيرين للمصلحة الحصرية للمساهمين
- غياب تكاليف الإفلاس
- غياب الضريبة على الأفراد وعلى المؤسسات
- المؤسسات التي تنتمي إلى نفس فئة المخاطرة التشغيلية لها نفس نتيجة الإستغلال (نعتبرها ثابتة وسرمدية)
- إستقلالية قرارات التمويل والإستثمار

مثال: لدينا المؤسستين (U : Unlevered) و (L : Levered) متطابقتان من جميع النواحي (تنتميان الى نفس فئة المخاطرة التشغيلية ولديهما نتيجة الإستغلال متساويتين $E(BAII)$). الفرق الوحيد هو أن تمويل المؤسسة (U) 100% أموال خاصة أما المؤسسة (L) فلها مديونية.

حسب نظرية (1958) Modigliani & Miller : $\tau = 0 \Rightarrow V_L = V_U$ (إن لا يوجد هيكل رأس مال أمثل)

τ : نسبة الضريبة على أرباح الشركات

V_L : القيمة السوقية للمؤسسة L (مجموع القيم السوقية للأموال الخاصة E_L والمديونية D)

V_U : القيمة السوقية للمؤسسة U (القيمة السوقية للأموال الخاصة E_U)

إذا كانت هذه المعادلة غير محققة لسبب أو لآخر ($V_L \neq V_U$)، يمكن للمساهمين تبني استراتيجية مراجعة تسمح في النهاية بإستعادة المساواة بين القيمتين ($V_L = V_U$). لشرح فرص المراجعة، نفرض أنه في زمن معين ولسبب ما $V_L > V_U$.

هذا يقود مساهم في المؤسسة (L) عقلاني (rationnel) ومستنير (averti) إلى التقطن الى أن V_L قيمة مبالغ فيها، بالتالي يمكن له إنتهاز هذه الفرصة كما يلي:

1) بيع المساهم لكل أسهمه (L). نفرض أن هذا المساهم يحوز على النسبة $\alpha\%$ من الأموال الخاصة للمؤسسة (L)، بالتالي عملية بيع الأسهم تسمح بتحصيل التدفق النقدي $\alpha \cdot E_L$.

(2) إقتراض المبلغ $\alpha \cdot D$ (نسبة الفائدة k_d) لماذا هذا المبلغ ؟ شرح: لما كان هذا المستثمر مساهما في المؤسسة ذات مديونية (L) كان يتحمل مقدار مخاطرة مالية تتناسب ومساهمته في المؤسسة وتساوي إذن $\alpha \cdot D$; بعد بيع أسهمه (L) يفترض نفس المبلغ حتى لا يغير من وضعيته إتجاه المخاطرة

(3) الحياة على $\alpha\%$ من أسهم المؤسسة (U) مقابل دفع المبلغ $\alpha \cdot E_U$

نتيجة المراجعة من حيث رأس المال كما يلي:

$+\alpha.E_L$	بيع أسهم (L)
$+\alpha.D$	إقتراض
$-\alpha.E_U$	حيازة أسهم (U)
$\alpha.E_L + \alpha.D - \alpha.E_U = \alpha[E_L + D - E_U]$ $= \alpha[V_L - V_U] > 0 \text{ puisque } V_L > V_U$ عملية المراجعة تسمح بتحقيق فائض نقدي	النتيجة

نتيجة المراجعة من حيث دخل المساهم (revenu de l'actionnaire):

$\alpha \cdot [E(BAII) - k_d D]$	قبل المراجعة
$\alpha \cdot E(BAII) - k_d (\alpha \cdot D) = \alpha \cdot [E(BAII) - k_d D]$	بعد المراجعة
دخل المساهم لا يتأثر بعملية المراجعة	النتيجة

نستنتج أن عملية المراجعة تحقق ما يلي:

(1) لا تغير من مستوى المخاطرة التشغيلية (المؤسستين تنتميان لنفس فئة المخاطرة التشغيلية)

(2) لا تغير من مستوى المخاطرة المالية (نفس مستوى المديونية قبل وبعد المراجعة)

(3) لا تغير من دخل المساهم

(4) تسمح بتحقيق فائض نقدي

يظهر أن فرص المراجعة مربحة وبدون مخاطرة إضافية، مما سيشجع حتما المساهمون الآخرون في المؤسسة (L) بتنفيذ نفس العمليات، هذا يؤدي لزيادة عرض أسهم (L) وزيادة الطلب على أسهم (U) مما يؤدي إلى انخفاض V_L وارتفاع V_U وبالتالي تتلاشى فرص المراجعة تدريجيا وتنتهي عند $V_L = V_U$.

بالتالي: $V_L = V_U \Rightarrow \tau = 0$ ومنه نستنتج أنه لا يوجد هيكل رأس المال أمثل للمؤسسة.

2.2.2. الاقتراح الثاني (Modigliani & Miller, 1963):

في الاقتراح الثاني (Modigliani & Miller, 1963) ندرج الضريبة على أرباح المؤسسات $\tau > 0$ ونعتبر إقتصاد يكون فيه التكاليف المالية (أعباء الفوائد) قابلة للخصم من الوعاء الضريبي (النتيجة الخاضعة للضريبة) عكس أرباح السهم (dividende) التي تكون غير قابلة للخصم من الوعاء الضريبي. تعتبر التكاليف المالية (أعباء الفوائد) من الأعباء الممكن خصمها من الوعاء الضريبي، حيث يتم احتسابها وتسجيلها محاسبيا قبل احتساب الضريبة على أرباح المؤسسات، وبالتالي تسمح التكاليف المالية (أعباء الفوائد) من تخفيض الربح الخاضع للضريبة ومن ثم تخفيض الضريبة على أرباح المؤسسات، وهو ما يسمى بـ: الوفرات الضريبية (إقتصاد الضريبة الناجم عن المديونية *économie d'impôt due à l'endettement*). بما أن المديونية تسمح بتحقيق وفرات ضريبية، إستنتج (Modigliani & Miller, 1963) أن أفضل هيكل رأس المال هو ذلك الذي يتوفر على أعلى نسبة من المديونية.

مثال: لدينا المؤسستين (U : Unlevered) ذات تمويل 100% أموال خاصة $(V_U = E_U)$ و (L : Levered)

ذات تمويل بأموال خاصة (E_L) ومديونية (D) ، بالتالي $V_L = E_L + D$

- للمؤسستين نفس الخصائص ماعدا هيكل رأس المال
- نتيجة الإستغلال $E(BAII)$ متساوية، ثابتة وسمدية للمؤسستين
- السوق المالي كامل
- يمكن لكل متعامل إقتصادي فردا كان أو مؤسسة الإقراض والإقتراض بنفس معدل الفائدة k_d

نعتبر الوضعيتين التاليتين:

الوضعية 1	الوضعية 2	
الحيازة على $\alpha\%$ من المؤسسة (L)	الحيازة على $\alpha\%$ من المؤسسة (U)	الاستثمار
	إستقراض المبلغ $\alpha D(1 - \tau)$ بمعدل فائدة k_d	
$\alpha[(E(BAII) - k_d D)(1 - \tau)]$	$\alpha E(BAII)(1 - \tau) - k_d[\alpha D(1 - \tau)]$ $= \alpha[(E(BAII) - k_d D)(1 - \tau)]$	دخل المساهم

لكلا الوضعيتين نفس مستوى المخاطرة (التشغيلية والمالية) ونفس دخل المساهم، بالتالي عند التوازن لكلا الوضعيتين نفس القيمة السوقية:

- القيمة السوقية للوضعية 1: αE_L
- القيمة السوقية للوضعية 2: $\alpha E_U - \alpha D(1 - \tau)$

$$\alpha E_L = \alpha E_U - \alpha D(1 - \tau) \Rightarrow \alpha E_L = \alpha E_U - \alpha D + \alpha D\tau \Rightarrow \alpha E_L + \alpha D = \alpha E_U + \alpha D\tau$$

$$\Rightarrow \alpha(E_L + D) = \alpha(E_U + \tau D) \Rightarrow V_L = V_U + \tau D$$

نستنتج أن القيمة السوقية للمؤسسة ذات مديونية (L) تساوي القيمة السوقية للمؤسسة بدون مديونية (U) مضاف إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية الثابتة والسرمدية τD ، وبالتالي يظهر أن هيكل رأس المال الأمثل الذي يسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة يكون عند 100% من المديونية. يعاب على هذه النتيجة أن التحليل لم يأخذ بعين الاعتبار تكاليف الإفلاس (إحتمال الإفلاس يرتفع كلما إرتفعت المديونية)، فالمؤسسة التي تسجل مديونية مرتفعة يستوجب عليها تسديد تكاليفها المالية عند إستحقاقها حتى ولو إستوجب ذلك التخفيض من النفقات المدرة للدخل (نفقات البحث والتطوير، نفقات التكوين، نفقات التسويق...) وهذا ما ينعكس سلباً على قيمتها السوقية.

خلاصة

من خلال هذا الفصل قمنا بدراسة مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية والتي تُعتبر العصب الأساس لقيام الأنشطة الاقتصادية فيها، إذ لا قيام لأي نشاط مُدرّ للربح دون تمويل مسبق. يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات المالية إلى جانب قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح، يعتبر البحث عن مصادر التمويل من أهم المهام المسندة للمسير المالي، إذ يقع على عاتقه عملية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف نشاطات المؤسسة على المدى القصير والطويل.

من خلال هذا الفصل توصلنا إلى مجموعة من النتائج نذكر أهمها في النقاط التالية:

- إن قرار الاستثمار مرتبط بقرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية، فبعد تحديد المشاريع الاستثمارية المربحة يجب على المؤسسة أن تقرر حول طرق التمويل الملائمة.
- تُصنف طرق التمويل إلى صنفين أساسيين: طرق التمويل طويلة المدى (التمويل بالأموال الخاصة، التمويل بالقرض السندي، التمويل بالقرض البنكي طويل المدى، التمويل بالقرض الإيجاري) وطرق التمويل قصيرة المدى (تسيير إحتياجات رأس المال العامل، القروض البنكية قصيرة المدى).
- تنقسم أصناف التمويل بالأموال الخاصة إلى صنفين أساسيين وهما: التمويل الداخلي (التمويل الذاتي، التنازل عن الاستثمارات) والتمويل الخارجي (إصدار أسهم، رأس المال الاستثماري).
- بالنسبة لتسيير إحتياجات رأس المال العامل تم إدراجها ضمن مصادر التمويل قصير المدى إذ إعتبرنا أن كل العمليات التي تسمح بالخفض من إحتياجات رأس المال العامل يمكن اعتبارها مصادر تمويلية، من بين هذه العمليات نذكر: تقليص مدة التخزين، التسيير الأمثل للمخزون، تقليص آجال التحصيل الممنوحة للزبائن، خصم الأوراق التجارية بالبنك مما يسمح بتحويل الفواتير إلى سيولة فورية مقابل التنازل عن سعر الخصم، الاعتماد التجاري.
- تمثل سياسة التمويل مجموع القرارات المالية المتعلقة بكيفية تخصيص الموارد المالية للمؤسسة، بالتالي تشمل سياسة التمويل جميع الممارسات التي يتبناها المسير المالي للمؤسسة من أجل إدارة التدفقات المالية.
- إن الهدف الأساسي لسياسة التمويل يتمثل في تحديد هيكل رأس المال الأمثل للمؤسسة الذي يسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتقليل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.
- تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال الحد الأدنى من العائد الذي يجب أن تحققه أصول المؤسسة
- تشكل مبرهنة (Modigliani & Miller (1958, 1963 أحد الركائز الأساسية للفكر المالي الحديث، إن الفكرة الأساسية لهذه المبرهنة هي أنه عند توفر بعض الشروط وعلى رأسها غياب الضريبة على الأرباح، فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بهيكل رأس مالها.

الفصل الخامس: تمارين تطبيقية

تمهيد

يعرض الفصل الخامس من هذه المطبوعة مجموعة من التمارين التطبيقية لمقياس مالية المؤسسة، علماً أن هذه التمارين تم عرضها في سلاسل الأعمال الموجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس، شعبة المالية والمحاسبة وكذلك في إمتحانات مقياس مالية المؤسسة للسنوات السابقة، تشمل هذه المطبوعة كذلك مجموعة من الأسئلة النظرية التي تهدف لإختبار مدى فهم وإستيعاب الطالب للمفاهيم الأساسية لمالية المؤسسة.

بالتالي سنتطرق في هذا الفصل إلى أهم المفاهيم المقدمة سابقاً في شكل تمارين تطبيقية، دراسة حالات وأسئلة نظرية، وذلك من خلال ما يلي:

- التمرين (1) يسمح للطالب بتحديد نتيجة السنة المالية للمؤسسة (الحساب 12) إنطلاقاً من ميزان المراجعة وإعداد الميزانية وفقاً للشكل المُعتمد من النظام المحاسبي والمالي الجزائري (SCF).
- التمارين من (2) إلى (4) تمتحن فهم الطالب لبعض المصطلحات المحاسبية الأساسية والمعتمدة في معجم النظام المحاسبي والمالي الجزائري.
- التمارين من (5) إلى (7) تختبر مدى إدراك الطالب للمفاهيم التالية: الدورة التشغيلية، دورة التحول النقدي (متوسط فترة التخزين، متوسط فترة التحصيل، متوسط فترة السداد)، معدل دوران النقدية، الحجم الأمثل للنقدية اعتماداً على نموذج Baumol (1952).
- التمرين (8) يسمح للطالب من تحديد أهم الممارسات التي تسمح للمسير المالي من تقليص من احتياجات رأس المال العامل للمؤسسة.
- التمرين (9) يُمكن الطالب من حساب التكلفة الضمنية السنوية المكافئة للاعتمادات التجارية (آجال الدفع الممنوحة من قبل الموردين)
- التمارين من (10) إلى (14) تتيح للطالب إمكانية إعداد ميزانية السيولة وفقاً لمقاربة السيولة / الإستحقاقية، حساب مؤشرات التوازن المالي، حساب النسب المالية.
- التمرين (15) يختبر فهم الطالب للمفاهيم الأساسية لمالية المؤسسة في شكل أسئلة تتيح للطالب إختيار الجواب أو الأجوبة الصحيحة من بين إقتراحات عديدة.
- التمرين (16) يسمح للطالب من حساب التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري
- التمرين (17) يسمح للطالب بحساب VAN، TRI، DRA

التمرين 1:

الجدول التالي يمثل ميزان المراجعة بعد الجرد للسنة N للمؤسسة ABC، كما هو موضح:

الحساب	عنوان الحساب	مدين	دائن
101	رأس المال الصادر		3 000 000
106	الإحتياطات		2 800 000
110	الترحيل من جديد (ربح)		25 000
12	نتيجة السنة المالية	?	?
151	المؤونات للأعباء		42 000
164	الإقتراضات لدى مؤسسات القرض		1 200 000
20	التثبيات المعنوية	90 000	
211	الأراضي	430 000	
213	المباني	2 970 000	
2182	معدات نقل	148 000	
2183	معدات مكتب ومعدات الإعلام الآلي	195 000	
2184	أثاث	184 000	
27	تثبيات مالية أخرى	15 000	
275	الودائع والكفالات المدفوعة	6 000	
280	إهلاك التثبيات المعنوية		60 000
2813	إهلاك المباني		788 000
28182	إهلاك معدات النقل		22 200
28183	إهلاك معدات مكتب ومعدات الاعلام الآلي		58 500
28184	إهلاك الاثاث		83 600
30	مخزونات البضائع	482 000	
401	موردو المخزون والخدمات		1 984 000
403	موردون السندات الواجب دفعها		1 163 000
404	موردو التثبيات		73 500
408	موردو الفواتير التي لم تصل الى صاحبها		9 270

411	الزبائن	3 109 800	
413	الزبائن، السندات الواجب تحصيلها	845 000	
4181	الزبائن، المنتجات التي لم تعد فواتيرها بعد	6 340	
444	الدولة، الضرائب على النتائج	554 000	
44551	الدولة، الرسوم على رقم الأعمال مستحقة الدفع	526 340	
486	الأعباء المعاينة مسبقا	16 920	
487	المنتجات المعاينة مسبقا	4 040	
491	خسائر القيمة عن حسابات الزبائن	62 500	
50	القيم المنقولة للتوظيف	80 470	
512	بنوك، حسابات جارية	3 134 680	
53	الصندوق	2 178	

المطلوب:

- (1) تحديد نتيجة السنة المالية (حساب 12)
- (2) إعداد الميزانية وفقا للشكل المُعتمد من النظام المحاسبي والمالي الجزائري (SCF).

حل التمرين 1:

نتيجة السنة المالية (حساب 12) = مجموع الأرصدة المدينة - مجموع الأرصدة الدائنة
نتيجة السنة المالية = 11.901.950 - 12.269.388 = **367.438** دج (المؤسسة حققت ربح محاسبي)
الشكل المُعتمد من النظام المحاسبي والمالي الجزائري (SCF) كما يلي:

الأصول	قيمة إجمالية	إهلاك / مؤونة	قيمة محاسبية صافية	الخصوم	قيمة محاسبية صافية
الأصول غير الجارية				رؤوس الأموال الخاصة	
الأصول الجارية				الخصوم غير الجارية	
				الخصوم الجارية	

المصدر: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 19 الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009 المتضمنة للقرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها

جانب الأصول:

الأصول	قيمة إجمالية	إهلاك / مؤونة	قيمة محاسبية صافية
20	التثبيات المعنوية	90 000	60 000
211	الاراضي	430 000	430 000
213	المباني	2 970 000	788 000
2182	معدات نقل	148 000	22 200
2183	معدات مكتب ومعدات الاعلام الآلي	195 000	58 500
2184	اثاث	184 000	83 600
27	تثبيات مالية اخرى	15 000	15 000
275	الودائع والكفالات المدفوعة	6 000	6 000
	مجموع الأصول الغير جارية	4 038 000	1 012 300
30	مخزونات البضائع	482 000	482 000
411	الزبائن	3 109 800	62 500
413	الزبائن، السندات الواجب تحصيلها	845 000	845 000
4181	الزبائن، المنتجات التي لم تعد فواتيرها بعد	6 340	6 340
444	الدولة، الضرائب على النتائج	554 000	554 000
486	الاعباء المعاينة مسبقا	16 920	16 920
50	القيم المنقولة للتوظيف	80 470	80 470
512	بنوك، حسابات جارية	3 134 680	3 134 680
53	الصندوق	2178	2 178
	مجموع الأصول الجارية	8 231 388	62 500
	المجموع العام للأصول	12 269 388	1 074 800
			3 025 700

جانب الخصوم:

الخصوم	قيمة محاسبية صافية
101 راس المال الصادر	3 000 000
106 الاحتياطات	2 800 000
110 الترحيل من جديد (ربح)	25 000
12 نتيجة السنة المالية	367 438
مجموع رؤوس الأموال الخاصة	6 192 438
151 المؤونات للأعباء	42 000
164 الاقتراضات لدى مؤسسات القرض	1 200 000
مجموع الخصوم غير الجارية	1 242 000
401 موردو المخزون والخدمات	1 984 000
403 موردون السندات الواجب دفعها	1 163 000
404 موردو التثبيات	73 500
408 موردو الفواتير التي لم تصل الى صاحبها	9 270
44551 الدولة، الرسوم على رقم الاعمال مستحقة الدفع	526 340
487 المنتجات المعاينة مسبقا	4 040
مجموع الخصوم الجارية	3 760 150
المجموع العام للخصوم	11 194 588

التمرين 2:

الجدول (1) يمثل مجموعة من المصطلحات المحاسبية المعتمدة في معجم النظام المحاسبي والمالي الجزائري (SCF)⁴⁹. الجدول (2) يمثل تعاريف المصطلحات الواردة في الجدول (1). يطلب منك ربط كل مصطلح بالتعريف الموافق له.

⁴⁹ قرار مؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشف المالية وعرضها وكذا متونة الحسابات وقواعد سيرها (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 19 الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009).
Arrêté du 26 juillet 2008 fixant les règles d'évaluation et de comptabilisation, le contenu et la présentation des états financiers ainsi que la nomenclature et les règles de fonctionnement des comptes (JORADP n° 19 du 25 mars 2009).

الجدول (1)

مصطلح 1: الكشف المالية
مصطلح 2: الأصول الجارية
مصطلح 3: الأصول غير الجارية
مصطلح 4: دورة الإستغلال
مصطلح 5: حساب النتائج
مصطلح 6: مدة الحياة الإقتصادية

الجدول (2)

تعريف 1	هي أصول مخصصة للاستعمال بصورة مستمرة لحاجات نشاطات المؤسسة. تقوم المؤسسة بالحيازة على هذه الأصول بهدف إستعمالها على المدى الطويل.
تعريف 2	الفترة الممتدة بين إقتناء المواد الأولية أو البضائع التي تدخل ضمن مسار إستغلالها أو إنجازها في شكل أموال الخزينة. أو بتعبير أبسط: الزمن الذي تستغرقه المؤسسة لتحويل البضائع المشتراة أو المنتجة إلى سيولة (الفترة الممتدة من شراء البضائع والمواد الأولية وتحصيل الفاتورة نقدا من عند الزبون).
تعريف 3	كشف إجمالي للأعباء والمنتجات التي أنجزتها المؤسسة، يكشف هذا الكشف النتيجة الصافية
تعريف 4	المدة المنتظرة من الإستعمال الإقتصادي للأصول من طرف مُستعمل أو أكثر
تعريف 5	مجموعة كاملة وغير منفصلة من الوثائق المحاسبية والمالية التي تُمكن من تقديم صورة صادقة عن الوضعية المالية للمؤسسة، وعن نجاعة الأداء وتغيّر وضعية المؤسسة عند تاريخ قفل الحسابات
تعريف 6	أصول ترتقب المؤسسة إنجازها أو بيعها أو إستهلاكها في إطار دورة الإستغلال العادية. وهي كذلك أصول تتم حيازتها بهدف إجراء معاملات على المدى القصير. تشمل الأصول جارية أموال الخزينة (السيولة الجاهزة).

حل التمرين 2:

الكشوف المالية	مجموعة كاملة وغير منفصلة من الوثائق المحاسبية والمالية التي تُمكن من تقديم صورة صادقة عن الوضعية المالية للمؤسسة، وعن نجاعة الأداء وتغيّر وضعية المؤسسة عند تاريخ قفل الحسابات
الأصول الجارية	أصول ترتقب المؤسسة إنجازها أو بيعها أو إستهلاكها في إطار دورة الإستغلال العادية. وهي كذلك أصول تتم حيازتها بهدف إجراء معاملات على المدى القصير. تشمل الأصول جارية أموال الخزينة (السيولة الجاهزة).
الأصول غير الجارية	هي أصول مخصصة للاستعمال بصورة مستمرة لحاجات نشاطات المؤسسة. تقوم المؤسسة بالحيازة على هذه الأصول بهدف إستعمالها على المدى الطويل.
دورة الإستغلال	الفترة الممتدة بين إقتناء المواد الأولية أو البضائع التي تدخل ضمن مسار إستغلالها أو إنجازها في شكل أموال الخزينة. أو بتعبير أبسط: الزمن الذي تستغرقه المؤسسة لتحويل البضائع المشتراة أو المنتجة إلى سيولة (الفترة الممتدة من شراء البضائع والمواد الأولية وتحصيل الفاتورة نقدا من عند الزبون).
حساب النتائج	كشف إجمالي للأعباء والمنتجات التي أنجزتها المؤسسة، يكشف هذا الكشف النتيجة الصافية
مدة الحياة الإقتصادية	المدة المنتظرة من الإستعمال الإقتصادي للأصول من طرف مُستعمل أو أكثر

التمرين 3:

أجب بصحيح (ص) أو خطأ (خ) مع التعليل في حالة الإجابة بخطأ:

- يُدرج عنصر الأصول والخصوم والأعباء والمنتجات في الحسابات المحاسبية عندما يتحقق الشرطين التاليين:
 - يكون من المحتمل أن تعود من هذا العنصر أو إليه أية منفعة إقتصادية مستقبلية مرتبطة بالمؤسسة
 - للعنصر كلفة أو قيمة يمكن تقييمها بطريقة صادقة.
- إن المعاملات التي تخص الأصول والخصوم ورؤوس الأموال الخاصة والأعباء والمنتجات يمكن في بعض الحالات المحددة عدم تقييدها في المحاسبة (لا تظهر في القوائم المالية).
- الإهلاك هو إستهلاك المنافع الإقتصادية المرتبطة بأصل عيني أو معنوي، ويتم حسابه كعبء إلا إذا كان مدمجا في القيمة المحاسبية لأصل أنتجته المؤسسة لنفسها.
- إن التثبيات العينية أو المعنوية التي تمتلكها المؤسسة والتي لا تستعملها تَظْهَرُ وجوبا في الميزانية

- (5) عند إعادة تقييم التثبيات وفي حالة ما أدى ذلك لإرتفاع القيمة المحاسبية للأصل، يمكن تقييد الزيادة في القيمة مباشرة في شكل رؤوس أموال خاصة تحت حساب فارق إعادة التقييم.
- (6) تمثل المخزونات خصوم تمتلكها المؤسسة لعدة سنوات مالية متتالية وتكون موجهة لعملية الإنتاج.
- (7) مؤونات الأعباء هي خصوم يكون إستحقاقها أو مبلغها غير مؤكد.
- (8) الأصول التي تم إقتنائها بموجب عقد إيجاري - تمويلي لا يمكن إدراجها ضمن الميزانية.
- (9) محتوى ملحق الكشف المالية: الملحق وثيقة تلخيص، يُعد جزءا من الكشف المالية، يُوفّر التفسيرات الضرورية لفهم أفضل للكشف المالية (الميزانية، حساب النتائج...)، ويُتمّ كلما اقتضت الحاجة المعلومات المفيدة لقارئ الحسابات.
- (10) القيم المنقولة التي تكتسبها المؤسسة مع نيّة الحفاظ عليها بإستمرار يمكن تسجيلها ضمن القيم المنقولة للتوظيف (الحسابات المالية للصنف 5).
- (11) يُسجّل حساب الصندوق (53) المبلغ النقدي الذي تقبضه المؤسسة في الجانب المدين ويُقيّد مبلغ النقود المصروفة في الجانب الدائن لهذا الحساب (يكون رصيده دائما مدينا أو سلبيا).
- (12) يتمثل مبدأ إستمرارية الإستغلال في الوضعية التي بموجبها تسعى المؤسسة للحد من نشاطها أو توقيفه نظرا لإنخفاض حاد في مبيعات المؤسسة.

حل التمرين 3:

- (1) صحيح
- (2) خطأ.
- الصواب: إن المعاملات التي تخص الأصول والخصوم ورؤوس الأموال الخاصة والأعباء والمنتجات يجب أن تُقيّد في المحاسبة. لا يمكن تبرير عدم إدراجها في الحسابات أو تصحيحه بمعلومة سرديّة أو عدديّة من طبيعة أخرى مثل الإشارة في الملحق. يجب على القوائم المالية أن تُمثّل صورة صادقة عن الواقع الإقتصادي للمؤسسة.
- (3) صحيح
- (4) خطأ.
- الصواب: يُحدّف أي تثبيت عيني أو معنوي من الميزانية عند خروجه من المؤسسة أو عندما يكون الأصل خارج الإستعمال بصورة دائمة، ولم تعد المؤسسة تنتظر منه أي منفعة إقتصادية مستقبلية لا من إستعماله ولا من خروجه لاحقا.
- (5) صحيح

(6) خطأ.

الصواب: تمثل المخزونات أصولاً:

- تمتلكها المؤسسة وتكون موجهة للبيع في إطار الإستغلال الجاري،
- هي قيد الإنتاج بقصد مماثل،
- هي مواد أولية ولوازم موجهة للاستهلاك خلال عملية الإنتاج أو تقديم خدمات

(7) صحيح

(8) خطأ.

الصواب: عقد الإيجار التمويلي هو عقد إيجار يترتب عليه عملية تحويل شبه كلي للمخاطر والمنافع ذات صلة بملكية الأصل إلى المُستأجر، مقرون بتحويل الملكية عند إنتهاء مدة العقد أو عدم تحويلها. يُدرج الأصل في حسابات أصول الميزانية بموجب مبدأ تغليب الواقع الإقتصادي على الجانب القانوني

(9) صحيح

(10) خطأ.

الصواب: القيم المنقولة للتوظيف هي الأصول المالية التي تكتسبها المؤسسة قصد تحقيق ربح في رأس المال في أجل قصير. وتقابل هذه الأصول المالية القيم المنقولة المُثبتة (تثبيات مالية) وهي السندات التي تكتسبها المؤسسة مع نية الحفاظ عليها بإستمرار.

(11) صحيح

(12) خطأ.

الصواب: يتمثل مبدأ إستمرارية الإستغلال في الوضعية العادية والطبيعية للمؤسسة التي يُفترض بموجبها أنه ليس للمؤسسة النية أو الضرورة لتوقيف نشاطاتها أو تقليص منها بشكل كبير في مستقبل مُرتقب.

التمرين 4:

الجدول (1) يمثل مجموعة من المصطلحات المحاسبية المعتمدة في معجم النظام المحاسبي والمالي الجزائري (SCF)⁵⁰. الجدول (2) يمثل تعاريف المصطلحات الواردة في الجدول (1).

المطلوب: يطلب منك ربط كل مصطلح بالتعريف الموافق له.

⁵⁰ قرار مؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مَدونة الحسابات وقواعد سيرها (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 19 الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009).

Arrêté du 26 juillet 2008 fixant les règles d'évaluation et de comptabilisation, le contenu et la présentation des états financiers ainsi que la nomenclature et les règles de fonctionnement des comptes (JORADP n° 19 du 25 mars 2009).

الجدول (1)

مصطلح 1: الأعباء
مصطلح 2: مدة المنفعة
مصطلح 3: التثبيات العينية
مصطلح 4: التثبيات المعنوية
مصطلح 5: الجرد
مصطلح 6: المنتجات

الجدول (2)

تعريف 1	المدة التي ترتقب فيها المؤسسة استعمال أصول ممتلكة
تعريف 2	مجموعة العمليات التي تتمثل في حصر كل أصول وخصوم المؤسسة، عينا ونوعا وقيمة، عند تاريخ محدد، إستنادا إلى عمليات الرقابة المادية وإحصاء المستندات الثبوتية، وعلى الأقل مرة واحدة كل إثني عشر شهرا (عادة عند قفل السنة المالية)
تعريف 3	أصول غير نقدية، قابلة للتعريف ولا معنى مادي لها، تحوزها المؤسسة من أجل الإنتاج ومن أجل تقديم السلع أو الخدمات، والتأجير أو الإستعمال للأغراض الإدارية.
تعريف 4	مضاعفة المنافع الإقتصادية أثناء السنة المالية في شكل مداخيل أو مضاعفة الأصول أو تقلص الخصوم. ويكون من آثارها ارتفاع رؤوس الأموال الخاصة بطريقة أخرى غير الزيادات المتأتية من مقدمة حصص المساهمين في رؤوس الأموال الخاصة.
تعريف 5	أصول حقيقية تحوزها المؤسسة من أجل الإنتاج ومن أجل تقديم السلع أو الخدمات، والتأجير أو الإستعمال للأغراض الإدارية. تعتزم المؤسسة استعمال هذه الأصول لأكثر من سنة مالية واحدة.
تعريف 6	نقصان المنافع الإقتصادية أثناء السنة المالية في شكل إستهلاكات وخروج أو نقصان الأصول أو حدوث خصوم ويكون من آثارها التقليل من رؤوس الأموال الخاصة بشكل آخر غير عمليات توزيع رؤوس الأموال على المساهمين

حل التمرين 4:

الأعباء	نقصان المنافع الإقتصادية أثناء السنة المالية في شكل إستهلاكات وخروج أو نقصان الأصول أو حدوث خصوم ويكون من آثارها التقليل من رؤوس الأموال الخاصة بشكل آخر غير عمليات توزيع رؤوس الأموال على المساهمين
مدة المنفعة	المدة التي ترتقب فيها المؤسسة إستعمال أصول ممتلكة
التثبيطات العينية	أصول حقيقية تحوزها المؤسسة من أجل الإنتاج ومن أجل تقديم السلع أو الخدمات، والتأجير أو الإستعمال للأغراض الإدارية. تعترم المؤسسة إستعمال هذه الأصول لأكثر من سنة مالية واحدة.
التثبيطات المعنوية	أصول غير نقدية، قابلة للتعريف ولا معنى مادي لها، تحوزها المؤسسة من أجل الإنتاج ومن أجل تقديم السلع أو الخدمات، والتأجير أو الإستعمال للأغراض الإدارية.
الجرد	مجموعة العمليات التي تتمثل في حصر كل أصول وخصوم المؤسسة، عينا ونوعا وقيمة، عند تاريخ محدد، إستنادا إلى عمليات الرقابة المادية وإحصاء المستندات الثبوتية، وعلى الأقل مرة واحدة كل إثني عشر شهرا (عادة عند قفل السنة المالية)
المنتجات	مضاعفة المنافع الإقتصادية أثناء السنة المالية في شكل مداخيل أو مضاعفة الأصول أو تقلص الخصوم. ويكون من آثارها ارتفاع رؤوس الأموال الخاصة بطريقة أخرى غير الزيادات المتأنتية من تقدمه حصص المساهمين في رؤوس الأموال الخاصة.

التمرين 5:

إعتبر أن AAI يرمز إلى متوسط فترة التخزين في المؤسسة و ACP يرمز إلى متوسط فترة التحصيل و APP يرمز إلى متوسط فترة السداد. إعتبر أيضا أن:

$$X = AAI + ACP$$

$$Y = X - APP$$

المطلوب:

(1) ماذا يمثل المجموع X مع الشرح

(2) ماذا تمثل الحصيلة Y مع الشرح

حل التمرين 5:

المجموع X: الدورة التشغيلية

المجموع X يمثل " الدورة التشغيلية للمؤسسة " (OC Operating Cycle) ويمكن تعريفها على أنها كمية الوقت المستغرق من النقطة التي تبدأ فيها الشركة بإستخدام مدخلات الإنتاج من عمال ومواد في العملية الإنتاجية (بداية بناء المخزون) إلى النقطة التي يتم فيها تحصيل النقد في عملية بيع السلع النهائية التي تحتوي على هذه المدخلات الإنتاجية.

الحصيلة Y: دورة التحول النقدي (الدورة التشغيلية الصافية)

الحصيلة Y تمثل " دورة التحول النقدي للمؤسسة " (CCC Cash Conversion Cycle) والتي يتم حسابها كما يلي:

دورة التحول النقدي = الدورة التشغيلية - مدة إئتمان الموردين

علما أن مدة إئتمان الموردين (متوسط فترة السداد) تمثل الوقت الذي تستغرقه الشركة للدفع مقابل المدخلات الإنتاجية (عادة ما تقوم المؤسسة بشراء المدخلات مثل المواد والعمل على الحساب). تعتبر مصدر تمويل مجاني، تسمح بتقليص طول الوقت التي تكون فيها موارد المؤسسة معطلة (معبئة).

التمرين 6:

تقوم المؤسسة ABC بشراء كل إحتياجاتها على الحساب وبيع كل منتجاتها على الحساب أيضا. المؤسسة ABC تسدد بعد 35 يوم وتحصل مستحقاتها لدى عملائها بعد 70 يوم، كما أن هناك فترة حوالي 85 يوم تنقضي بين شراء المواد الخام وبيع المنتجات النهائية. من جهة أخرى تحتوي السنة التجارية على 360 يوم.

المطلوب:

- (1) أحسب مدة الدورة التشغيلية
- (2) أحسب مدة دورة التحول النقدي
- (3) أحسب معدل دوران النقدية
- (4) أحسب الحد الأدنى للنقدية علما أن المصروفات السنوية تساوي 12 مليون وحدة نقدية

حل التمرين 6:

الدورة التشغيلية = متوسط فترة التخزين + متوسط فترة التحصيل = 85 + 70 = 155 يوم

دورة التحول النقدي = الدورة التشغيلية - متوسط فترة السداد = 155 - 35 = 120 يوم

$$\text{معدل دوران النقدي} = \frac{\text{عدد أيام السنة التجارية}}{\text{مدة دورة التحول النقدي}} = \frac{360}{120} = 3 \text{ مرات}$$

$$\text{الحد الأدنى للنقدية} = \frac{\text{المصروفات السنوية}}{\text{معدل دوران النقدي}} = \frac{12.000.000}{120} = 4.000.000 \text{ ون}$$

التمرين 7:

لديك المعطيات التالية المتعلقة بالمؤسسة XYZ:

المستوى السنوي العادي للسيولة	10 مليون دج
التكلفة الوحيدة لبيع الأصول المالية	50 دج
معدل الفائدة السنوي	10%

المطلوب: أحسب الحجم الأمثل للنقدية اعتماداً على نموذج Baumol (1952)

حل التمرين 7:

Q : الحجم الأمثل للنقدية

O : المستوى السنوي العادي للسيولة

S : التكلفة الوحيدة لبيع الأصول المالية

C : معدل الفائدة السنوي

$$Q = \sqrt{\frac{2SO}{C}} = \sqrt{\frac{2 \times 10.000.000 \times 50}{0,10}} = 100.000 \text{ DA}$$

التمرين 8:

لكل عملية من العمليات الاقتصادية التي تظهر في الجدول أسفله ضع العلامة (X) في الخانة المناسبة

العمليات الاقتصادية	تقلص من إحتياجات رأس المال العامل	تزيد من إحتياجات رأس المال العامل
تمديد متوسط فترة التخزين		
تمديد متوسط فترة التحصيل		
تمديد متوسط فترة السداد		
تخفيض متوسط مدة الإنتاج		
الاستفادة من قرض الصندوق: السحب على المكشوف		
زيادة سرعة دوران المخزون		
إنخفاض سعر المشتريات من مواد أولية		
تخفيض سعر بيع المنتجات النهائية		
اللجوء الى التخصيم (factoring)		

حل التمرين 8:

العمليات الاقتصادية	تقلص من إحتياجات رأس المال العامل	تزيد من إحتياجات رأس المال العامل
تمديد متوسط فترة التخزين		X
تمديد متوسط فترة التحصيل		X
تمديد متوسط فترة السداد	X	
تخفيض متوسط مدة الإنتاج	X	
الاستفادة من قرض الصندوق: السحب على المكشوف	X	
زيادة سرعة دوران المخزون	X	
إنخفاض سعر المشتريات من مواد أولية	X	
تخفيض سعر بيع المنتجات النهائية		X
اللجوء الى التخصيم (factoring)	X	

التمرين 9:

منتوج سعر بيعه 100 دج، شروط البيع في المؤسسة كما يلي: يستفيد الزبون من تخفيض قدره 2% إذا تم الدفع في غضون 10 أيام، وإما يكون الدفع مستحقًا بالكامل في غضون 30 يومًا.
المطلوب:

- (1) أحسب التكلفة الضمنية السنوية المكافئة المترتبة عن شروط البيع علما أن السنة التجارية بها 365 يوم
- (2) إشرح ماذا تمثل شروط البيع الممنوحة من طرف المؤسسة

حل التمرين 9:

التكلفة الضمنية السنوية المكافئة: (تكلفة القرض التجاري، سعر الفائدة الضمني، سعر الفائدة الفعلي)

$$Taux d'intérêt effectif = \left[\left(1 + \frac{Remise}{Prix - Remise} \right)^{365/Jours\ supplémentaires} \right] - 1$$

$$Taux d'intérêt effectif = \left[\left(1 + \frac{2}{100 - 2} \right)^{365/(30-10)} \right] - 1$$

$$Taux d'intérêt effectif = 1,02040816^{18,25} - 1 = 1,4458528 - 1 = 0,4458$$

$$Taux d'intérêt effectif = 44,58\% \approx 44,6\%$$

الشرح:

- شروط البيع الممنوحة من طرف المؤسسة تمثل "قرض تجاري" (إئتمان تجاري). شروط البيع في المؤسسة يترتب عليها تكلفة للمؤسسة، لأنها لا تتلقى السعر بالكامل للمنتجات المباعة عندما يدفع العميل بسرعة (في غضون 10 أيام). القرض التجاري هو قرض تمنحه المؤسسة للزبون. التخفيض الممنوح في حالة الدفع الفوري (في غضون 10 أيام) يسمح بحساب سعر الفائدة الضمني لهذا القرض.
- إذا قرر العميل عدم دفع ما يدين به في اليوم العاشر، فإن هذا يعادل دفع سعر فائدة 2.04% على قرض لـ 20 يوم، أي بمعدل فائدة سنوي مكافئ يعادل 44.6%.

التمرين 10:

لديك الميزانية التالية للمؤسسة ABC بتاريخ N/12/31:

جانب الأصول:

ح	الأصول	قيمة محاسبية صافية
20	التثبيات المعنوية	552 500
211	الأراضي	856 900
213	البناءات	502 000
215	المنشآت التقنية، معدات	560 400
2182	معدات النقل	210 000
27	تثبيات مالية أخرى	200 000
	مجموع الأصول غير الجارية	2 881 800
30	مخزون البضائع	250 000
411	الزبائن	680 000
486	الأعباء المعاينة مسبقا	123 000
512	بنوك، الحساب الجاري	856 400
53	الصندوق	123 980
	مجموع الأصول الجارية	2 033 380
	مجموع الأصول	4 915 180

جانب الخصوم:

ح	الخصوم	قيمة محاسبية صافية
101	رأس المال الصادر	950 800
106	الإحتياطيات	685 460
12	نتيجة السنة المالية	555 680
	رؤوس الأموال الخاصة	2 191 940
15	المؤونات للأعباء	250 000
16	الإقتراضات والديون المماثلة	600 000
	مجموع الخصوم غير الجارية	850 000
401	موردو المخزونات والخدمات	635 200
444	الدولة، الضرائب على النتائج	798 500
519	المساهمات البنكية الجارية	439 540
	مجموع الخصوم الجارية	1 873 240
	مجموع الخصوم	4 915 180

لديك المعلومات الإضافية التالية:

- (1) القيم الحقيقية: الأراضي 900.000 دج، المباني 400.000 دج، المنشآت التقنية 350.000 دج
- (2) المخزون الدائم أو المخزون الثابت (stock outil) مقدر بالمبلغ 50.000 دج
- (3) الحساب 411 الزبائن يحتوي على المبلغ 80.000 دج تاريخ إستحقاقه المتبقي أكبر من سنة واحدة
- (4) سوف يتم توزيع 250.000 دج من نتيجة السنة المالية كأرباح السهم والباقي يتم تحويله إلى حساب الإحتياطيات

المطلوب:

- (1) قم بإعداد ميزانية السيولة وفقا لمقاربة السيولة / الإستحقاقية
- (2) أحسب مؤشرات التوازن المالي: رأس المال العامل، إحتياجات رأس المال العامل، الخزينة الصافية
- (3) بصفتك المحلل المالي للمؤسسة ABC ماذا تستنتج حول التوازن المالي للمؤسسة
- (4) أحسب النسب المالية التالية: نسبة الملاءة المالية، نسب السيولة، نسب التمويل

حل التمرين 10:**(1) إعداد الميزانية المالية:****القيم الحقيقية:**

التبثبات	قيمة حقيقية	ق.م.ص	قيمة حقيقية - ق.م.ص
الأراضي	900.000	856.900	+ 43.100
البناءات	400.000	502.000	- 102.000
المنشآت التقنية	350.000	560.400	- 210.400
			$\Sigma = - 269.300$

نقص القيمة (moins-value) = 269.300 دج تنقص من قيمة الأموال الخاصة

القيمة الحقيقية < القيمة المحاسبية الصافية: فائض القيمة (Plus-value) تزيد من قيمة الأموال الخاصة

القيمة الحقيقية > القيمة المحاسبية الصافية: نقص القيمة (Moins-value) تنقص من قيمة الأموال الخاصة

المخزون الدائم:

في النظام المحاسبي المالي SCF يُعتبر المخزون من الأصول الجارية لأنه عادة ما يتم بيعه أو إستهلاكه خلال دورة الإستغلال (المدى القصير). عند إعداد ميزانية السيولة يجب على المُحلل المالي التأكد من وجود (أو عدم وجود) مخزون دائم في المؤسسة، الذي يُمثل ذلك المستوى المعين من المخزون الذي يسمح بإستمرار نشاط المؤسسة، تحت هذا المستوى قد لا تستطيع المؤسسة تلبية الطلبات فتتعرض لتوقف النشاط، بالتالي يمكن إعتبار المخزون الدائم ضمن الأصول غير الجارية.

- المخزون الإجمالي = 250.000 دج
- المخزون الدائم = 50.000 دج (أصول غير جارية)
- باقي المخزون = 250.000 - 50.000 = 200.000 (أصول جارية)

الزبائن:

- يحتوي على المبلغ 80.000 دج تاريخ إستحقاقه المتبقي أكبر من سنة واحدة، بالتالي يعتبر هذا المبلغ ضمن الأصول غير الجارية.
- أما باقي المبلغ (680.000 - 80.000 = 600.000 دج) يبقى ضمن الأصول الجارية.

نتيجة السنة المالية:

المبلغ 250.000 دج يتم توزيعه كأرباح السهم للمساهمين، يعتبر هذا المبلغ مديونية قصيرة الأجل (خصوم جارية) لأن المؤسسة تلتزم بدفع أرباح المساهمين. هذا الإلتزام تم تدوينه في محضر الجمعية العامة العادية للمساهمين. أما باقي نتيجة السنة المالية (555.680 - 250.000 = 305.680 دج) يتم تحويله إلى حساب الإحتياطيات

- خصوم جارية: أرباح واجب دفعها = 250.000 دج
- الإحتياطيات الإجمالية = 685.460 + 305.680 = 991.140 دج

الأصول	قيمة حقيقية	الخصوم	قيمة حقيقية
التبثبات المعنوية	552 500	رأس المال الصادر	950 800
الأراضي	900 000	الإحتياطيات	991 140
البناءات	400 000	نقص القيمة (moins-value)	(269 300)
المنشآت التقنية، معدات	350 000		
معدات النقل	210 000	رؤوس الأموال الخاصة	1 672 640
تثببات مالية أخرى	200 000	المؤونات للأعباء	250 000
المخزون الدائم	50 000	الإقتراضات والديون المماثلة	600 000
الزبائن (إستحقاق أكبر من سنة)	80 000	مجموع الخصوم غير الجارية	850 000
مجموع الأصول غير الجارية	2 742 500	موردو المخزونات والخدمات	635 200
مخزون البضائع	200 000	الدولة، الضرائب على النتائج	798 500
الزبائن	600 000	أرباح السهم الواجب دفعها	250 000
الأعباء المعاينة مسبقا	123 000	المساهمات البنكية الجارية	439 540
بنوك، الحساب الجاري	856 400		
الصندوق	123 980		
مجموع الأصول الجارية	1 903 380	مجموع الخصوم الجارية	2 123 240
مجموع الأصول	4 645 880	مجموع الخصوم	4 645 880

(2) حساب مؤشرات التوازن المالي:

رأس المال العامل = الأموال الدائمة - الأصول الغير جارية

$$2.742.500 - (850.000 + 1.672.640) =$$

رأس المال العامل = (رؤوس الأموال الخاصة + الخصوم غير الجارية) - الأصول الغير جارية

$$2.742.500 - (850.000 + 1.672.640) =$$

$$\text{رأس المال العامل} = 219.860 - (\text{سالب})$$

رأس المال العامل = الأصول الجارية (بما فيها خزينة الأصول) - الخصوم الجارية (بما فيها خزينة الخصوم)

$$2.123.240 - 1.903.380 =$$

$$\text{رأس المال العامل} = 219.860 - (\text{سالب})$$

إحتياجات رأس المال العامل = الأصول الجارية خارج خزينة الأصول - الخصوم الجارية خارج خزينة الخصوم

$$(439.540 - 2.123.240) - ((123.980 + 856.400) - 1.903.380) =$$

$$\text{إحتياجات رأس المال العامل} = 760.700 - (\text{سالب})$$

الخبزينة الصافية = رأس المال العامل FR - إحتياجات رأس المال العامل BFR

$$\text{الخبزينة الصافية} = - 219.860 - (- 760.700)$$

$$\text{الخبزينة الصافية} = 540.840 \text{ دج (موجب)}$$

الخبزينة الصافية = خزينة الأصول - خزينة الخصوم

$$\text{الخبزينة الصافية} = 439.540 - (123.980 + 856.400)$$

$$\text{الخبزينة الصافية} = 540.840 \text{ دج (موجب)}$$

(3) بصفتك المحلل المالي للمؤسسة ABC ماذا تستنتج حول التوازن المالي للمؤسسة:

• رأس المال العامل سالب: معناه أن الأموال الدائمة تُمَوَّل جزء فقط من الأصول الغير جارية والجزء المتبقي

مُمَوَّل عن طريق الديون قصيرة الأجل (الخصوم الجارية)، أي أن هذه الوضعية لا تسمح بتشكيل هامش

أمان، وبالتالي لا يوجد توازن مالي.

- BFR سالب: وهذا يعني ان موارد التمويل كافية لتمويل إحتياجات التمويل في دورة الإستغلال وهذا يعني أن المؤسسة حققت فائض في دورة الإستغلال أي أن الديون قصيرة الأجل غطت إحتياجات التمويل.
- الخزينة الصافية موجبة بفعل FR سالب و BFR سالب أصغر منه حيث تُفسّر هذه الوضعية كون أن إحتياجات رأس المال العامل تُعتبر مورد في هذه الحالة وتُمول رأس المال العامل ولكن تبقى هذه الوضعية غير محببة لدرجة المخاطرة فيها.

(4) حساب النسب المالية:

$$\text{نسبة الملاءة المالية} = \frac{\text{مجموع الأصول}}{\text{مجموع الديون}} = \frac{4\,645\,880}{2\,123\,240 + 850\,000} = 156.25\%$$

نسبة الملاءة المالية أكبر من 1 (أكبر من 100%) هذا يعني أن القيمة الحقيقية لأصول المؤسسة تغطي قيمة الديون (الطويلة والقصيرة المدى)، أي أن المؤسسة قادرة على تغطية مديونيتها. فحتى حالة التصفية يمكن بيع أصول المؤسسة لتسديد الديون. الوضعية هذه تعتبر إذن **وضعية صحية**.

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الخصوم الجارية}} = \frac{1\,903\,380}{2\,123\,240} = 89.64\%$$

عندما تكون هذه النسبة أصغر من 1 (أصغر من 100%) هذا يعني أن المؤسسة لا تمتلك السيولة القصيرة المدى بما فيه الكفاية للوفاء بالالتزامات القصيرة المدى. الوضعية هذه تعتبر إذن **وضعية غير صحية**.

$$\text{نسبة السيولة المختصرة} = \frac{\text{الأصول الجارية - المخزون}}{\text{الخصوم الجارية}} = \frac{200\,000 - 1\,903\,380}{2\,123\,240} = 80.22\%$$

مؤسسة لا تمتلك السيولة القصيرة المدى بما فيه الكفاية للوفاء بالالتزامات القصيرة المدى. نفس التعليق كما في نسبة السيولة العامة.

$$\text{نسبة السيولة الفورية} = \frac{\text{خزينة الأصول}}{\text{الخصوم الجارية}} = \frac{123\,980 + 856\,400}{2\,123\,240} = 46.17\%$$

مؤسسة لا تمتلك السيولة الجاهزة بما فيه الكفاية للوفاء بالالتزامات القصيرة المدى. نفس التعليق كما في نسبة السيولة العامة.

$$36 \% = \frac{1\ 672\ 640}{4\ 645\ 880} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}} = \text{نسبة الاستقلالية المالية}$$

نسبة التمويل الخاص يمثل 36% من إجمالي مصادر التمويل. هذه النسبة مقبولة إذا اعتبرنا أن 20% تمثل الحدود الدنيا و60% تمثل الحدود القصوى. ولكن ننصح المؤسسة بمقارنة هذه النسبة مع نسبة الإستقلالية المالية المتوسطة للمؤسسات من نفس قطاع النشاط ومن نفس الحجم.

$$60.98 \% = \frac{1\ 672\ 640}{2\ 742\ 500} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}} = \text{نسبة التمويل الخاص}$$

61% من إستثمارات المؤسسة تم تمويلها بالأموال الخاصة. ننصح المؤسسة بمقارنة هذه النسبة مع النسبة المتوسطة للمؤسسات من نفس قطاع النشاط ومن نفس الحجم.

$$50.81 \% = \frac{850\ 000}{1\ 672\ 640} = \frac{\text{الديون المالية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{نسبة المديونية}$$

تقيس هذه النسبة مستوى المديونية المالية للمؤسسة بالنسبة لأموالها الخاصة. تُستخدم هذه النسبة من طرف البنك لقياس قدرة المؤسسة على تحمّل ديون إضافية. كلما كانت هذه النسبة ضئيلة كلما كانت المؤسسة قادرة على الإستدانة (المؤسسة في وضعية إستقلالية مالية).

التمرين 11:

لديك ميزانية السيولة المختصرة للمؤسسة ABC بالقيم الحقيقية (الوحدة: دج). أتمم الجدول أسفله من خلال حساب مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية التي تظهر في الجدول الأسفل.

الأصول	قيمة حقيقية	الخصوم	قيمة حقيقية
الأصول غير الجارية	2800	الأموال الخاصة	3200
قيم الاستغلال (المخزونات)	1300	خصوم غير جارية	1500
قيم قابلة للتحقيق (الحقوق)	1000	الأموال الدائمة	4700
خزينة الأصول	300	ديون قصيرة الأجل	600
الأصول الجارية	2600	خزينة الخصوم	100
		الخصوم الجارية	700
مجموع الأصول	5400	مجموع الخصوم	5400

حل التمرين 11:

النتيجة	الصياغة الرياضية	
1900	أموال دائمة - أصول ثابتة = $2800 - 4700$	رأس المال العامل
1700	أصول جارية خارج الخزينة - خصوم جارية خارج الخزينة $(300 - 2600) - (100 - 700)$	احتياجات رأس المال العامل
2,45	مجموع الأصول / مجموع الديون = $(700 + 1500) / 5400$	نسبة الملاءة المالية
3,71	الأصول الجارية / الخصوم الجارية = $700 / 2600$	نسبة السيولة العامة

التمرين 12:

لديك ميزانية السيولة المختصرة للمؤسسة ABC بالقيم الحقيقية (الوحدة: دج).
المطلوب: أحسب نسب السيولة المختصرة والسيولة الفورية.

الأصول	قيمة حقيقية	الخصوم	قيمة حقيقية
الأصول غير الجارية	2800	الأموال الخاصة	3200
قيم الاستغلال (المخزونات)	1300	خصوم غير جارية	1500
قيم قابلة للتحقيق (الحقوق)	1000	الأموال الدائمة	4700
خزينة الأصول	300	ديون قصيرة الأجل	600
الأصول الجارية	2600	خزينة الخصوم	100
		الخصوم الجارية	700
مجموع الأصول	5400	مجموع الخصوم	5400

حل التمرين 12:

النتيجة	القانون (الصياغة الرياضية)
نسبة السيولة المختصرة	(الأصول الجارية - المخزون) / الخصوم الجارية $700 / (1300 - 2600)$
نسبة السيولة الفورية	خزينة الأصول / الخصوم الجارية $700 / 300$
1,857	
0,428	

التمرين 13:

لديك الميزانية المالية المختصرة للمؤسسة ABC لسنتين متتاليتين بالقيم الحقيقية (الوحدة: دج)

الأصول	T	T+1	الخصوم	T	T+1
الأصول غير الجارية	3000	4000	الأموال الخاصة	3500	3800
قيم الاستغلال (المخزونات)	1500	1110	خصوم غير جارية	1550	1600
قيم قابلة للتحقيق (الحقوق)	1000	1055	الأموال الدائمة	5050	5400
خزينة الأصول	385	191	ديون قصيرة الأجل	685	756
الأصول الجارية	2885	2356	خزينة الخصوم	150	200
			الخصوم الجارية	835	956
مجموع الأصول	5885	6356	مجموع الخصوم	5885	6356

المطلوب:

- (1) أحسب مؤشرات التوازن المالي: رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل، الخزينة الصافية
- (2) أحسب النسب المالية التالية: نسبة الملاءة المالية، نسبة السيولة العامة، نسبة الاستقلالية المالية

حل التمرين 13:

T+1	T	الصياغة الرياضية	مؤشرات التوازن المالي
1400,00	2050,00	أموال دائمة - أصول غير جارية	رأس المال العامل
1409,00	1815,00	(أصول جارية - خزينة الأصول) - (خصوم جارية - خزينة الخصوم)	احتياجات رأس المال العامل
-9,00	235,00	ر.م.ع - إ.ر.م.ع	الخزينة الصافية
T+1	T	الصياغة الرياضية	النسب المالية
2,49	2,47	مجموع الأصول / مجموع الديون الطويلة والقصيرة الأجل	نسبة الملاءة المالية
2,46	3,46	الأصول الجارية / الخصوم الجارية	نسبة السيولة العامة
0,60	0,59	الأموال الخاصة / مجموع الخصوم	نسبة الاستقلالية المالية

التمرين 14:

- لديك المعطيات المحاسبية والمالية التالية للمؤسسة التجارية ABC :
- (1) المخزون النهائي للبضائع 62.850 دج
 - (2) المخزون الأولي للبضائع 58.400 دج
 - (3) حسابات الزبائن و الحسابات الملحقه 128.000 دج
 - (4) حسابات الموردون و الحسابات الملحقه 450.000 دج
 - (5) رقم الأعمال خارج الرسوم (CAHT) 3.258.000 دج
 - (6) مشتريات البضائع خارج الرسوم (achats nets HT) 2.325.000 دج
 - (7) معدل الرسم على القيمة المضافة 5,5%
 - (8) أغلب الزبائن يدفعون بدون أجل (paiement comptant)

المطلوب : حساب نسب الدوران التالية (مع التعليق)

(1) مدة دوران مخزون السلع (بعد الأيام)

(2) مدة دوران الزبائن (بعد الأيام)

(3) مدة دوران الموردين (بعد الأيام)

حل التمرين 14:

$$\text{المخزون المتوسط} = \frac{62.850 + 58.400}{2} = 60.625 \text{ دج}$$

$$\text{مدة دوران مخزون السلع (بعد الأيام)} = \frac{60.625}{62.850 - 58.400 + 2.325.000} \times 360 = 9 \text{ أيام}$$

$$\text{مدة دوران الزبائن (بعد الأيام)} = \frac{128.000}{1.055 \times 3.258.000} \times 360 = 13 \text{ يوم}$$

$$\text{مدة دوران الموردين (بعد الأيام)} = \frac{450.000}{1.055 \times 2.325.000} \times 360 = 66 \text{ يوم}$$

للمؤسسة هامش أمان يساوي $66 - (9 + 13) = 44$ يوم

التمرين 15:

ضع دائرة حول الإجابة الأصح (أ)، (ب)، (ج) أو (د):

(1) يمكن تعريف الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية على أنها:

- تعريف 1: ذلك الجزء من العلم المالي الذي يتناول القرارات المالية التي تتخذها الشركات، كما يهتم بأدوات وأساليب التحليل الذي يتم اجرائها لإتخاذ تلك القرارات.
- تعريف 2: عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالحصول على الأموال بالشكل الأمثل، والقرارات التي ترتبط باستثمار الأموال بكفاءة، بما يساهم في تعظيم القيمة السوقية للشركة وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين.

أ. التعريف 1 فقط

ب. التعريف 2 فقط

ج. التعريفين صحيحين

د. التعريفين غير صحيحين

(2) يعبر هيكل رأس المال عن:

أ. الطريقة التي يتم من خلالها توزيع رأس المال على الأصول

ب. مزيج الدين والملكية في المؤسسة

ج. توزيع الخصوم قصيرة الأجل وطويلة الأجل

د. جميع ما ذكر

(3) يعرف رأس المال العامل على أنه:

أ. اجمالي الأصول المتداولة

ب. الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة

ج. مجموع الأصول المتداولة والخصوم المتداولة

د. نسبة الأصول المتداولة إلى الخصوم المتداولة

(4) يعرف رأس المال العامل الصافي على أنه:

أ. اجمالي الأصول المتداولة

ب. الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة

ج. مجموع الأصول المتداولة والخصوم المتداولة

د. قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة منسوبة الى رقم الأعمال

(5) الهدف الأساسي للإدارة المالية هو:

أ. تحقيق البقاء والاستمرارية للشركة

ب. تعظيم الأرباح

ج. تخفيض المخاطر وإدارتها

د. جميع ما ذكر

(6) أي من العبارات التالية صحيحة فيما يتعلق بمشكلة الوكالة

• عبارة 1: تنشأ مشكلة الوكالة نتيجة قيام الإدارة باتخاذ القرارات التي تخص المؤسسة دون الرجوع لمجلس الإدارة أو المساهمين

• عبارة 2: تعبر مشكلة الوكالة عن التعارض الذي قد يظهر بين مصالح المساهمين وبين المصالح الخاصة للإدارة

أ. العبارة 1 فقط

ب. العبارة 2 فقط

ج. العبارتين صحيحتين

د. العبارتين غير صحيحتين

(7) أي من العبارات التالية صحيحة فيما يتعلق بالوظيفة المالية:

• العبارة 1: تُعتبر الوظيفة المالية من بين أنشطة الدّعم وهي إحدى عناصر البنية التحتية للمؤسسة

• العبارة 2: تُعتبر الوظيفة المالية من بين الأنشطة الثانوية التي تساعد على الرفع من مستوى فعالية الأنشطة الأولى

• العبارة 3: بطريقة غير مباشرة، تسمح الوظيفة المالية إلى خلق قيمة مضافة في المؤسسة

أ. العبارة 1 فقط

ب. العبارة 2 فقط

ج. العبارة 3 فقط

د. كل العبارات صحيحة

هـ. كل العبارات غير صحيحة

(8) أي من العبارات التالية صحيحة فيما يتعلق بالتحليل المالي الساكن والتحليل المالي الديناميكي:

• العبارة 1: التحليل المالي الساكن يعتمد على تحليل الميزانية، أما التحليل المالي الديناميكي فيعتمد على القوائم المالية كلها.

• العبارة 2: التحليل المالي الساكن يعتمد على القوائم المالية لسنة مالية واحدة فقط، أما التحليل المالي الديناميكي فيعتمد على القوائم المالية لعدة سنوات مالية متتالية.

أ. العبارة 1 فقط

ب. العبارة 2 فقط

ج. العبارتين صحيحتين

د. العبارتين غير صحيحتين

9) الفرضية الأساسية لمنظور السيولة – الاستحقاق هي:

- أ. فرضية توقف النشاط
- ب. فرضية استمرارية النشاط

10) أي من العبارات التالية صحيحة فيما يتعلق بمفهوم الملاءة المالية ومفهوم السيولة:

- العبارة 1: تُعرّف الملاءة المالية على أنها قدرة المؤسسة على تسديد إلتزاماتها المالية على المدى القصير، المتوسط والطويل
- العبارة 2: تُعرّف السيولة على أنها الملاءة المالية للمؤسسة في المدى القصير
- أ. العبارة 1 فقط
- ب. العبارة 2 فقط
- ج. العبارتين صحيحتين
- د. العبارتين غير صحيحتين

11) إن فائض القيمة (الفرق الموجب بين القيمة الحقيقية والقيمة المحاسبية الصافية الأصول) يسمح بـ:

- أ. الزيادة من قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة
- ب. التخفيض من مديونية المؤسسة
- ج. الزيادة من نتيجة السنة المالية التي تظهر في جدول النتائج

12) حسب منظور السيولة – الاستحقاق، يتم تصنيف القروض البنكية في ميزانية السيولة إلى "ديون لأكثر من

سنة" أو "ديون لأقل من سنة" وفقا:

- أ. للمدة المتبقية الاستحقاق
- ب. لمدة الاستحقاق الاصلية

13) أي من العبارات التالية صحيحة فيما يتعلق بمفهوم إحتياجات رأس المال العامل:

- العبارة 1: تنتج إحتياجات رأس المال العامل أساسا من الفوارق الزمنية بين آجال التخزين، التحصيل والتسديد للمؤسسة
- العبارة 2: تعبر إحتياجات رأس المال العامل عن إحتياجات التمويل القصيرة المدى
- أ. العبارة 1 فقط
- ب. العبارة 2 فقط
- ج. العبارتين صحيحتين
- د. العبارتين غير صحيحتين

حل التمرين 15:

السؤال	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
الاجابة	ج	ب	أ	ب	د	ج	د	ب	أ	ج	أ	أ	ج

التمرين 16:

تدرس مؤسسة "السلام" مشروع إطلاق موقع تجارة إلكتروني يسمح لها بتخفيض تكاليف الاستغلال المتعلقة بأساليب التجارة التقليدية (التجارة عن طريق البريد، المحلات التجارية)، المعلومات المتعلقة بالمشروع الجديد كما يلي:

- توظيف عاملين مختصين
- الاستثمار الاولي اللازم لإنطلاق المشروع (أجهزة الاعلام الآلي) 5.000.000 ون
- عمر المشروع الاستثماري 4 سنوات
- القيمة المتبقية للاستثمار معدومة
- تستعمل المؤسسة طريقة الاهلاك الخطي
- المبيعات المتوقعة للسنة الأولى من الاستغلال 3.000.000 ون، تتوقع المؤسسة أن تنمو المبيعات في السنة الثانية بمعدل 20% وبمعدل 10% بالنسبة للسنتين الأخيرتين.
- الأجور السنوية المدفوعة للمستخدمين تقدر بـ 250.000 ون للسنة الأولى، تتوقع المؤسسة أن تنمو الأجور السنوية بمعدل 10% سنويا بالنسبة لباقي السنوات
- ميزانية تكاليف الاشهار تقدر بـ 500.000 ون للسنة الاولى تتوقع المؤسسة أن تنمو هذه التكاليف بمعدل 10% سنويا بالنسبة لباقي السنوات
- التكاليف السنوية لشراء المعدات الآلات تقدر بـ 30% من رقم الاعمال (يمكن اعتبارها ضمن تكاليف الاستغلال)
- احتياجات رأس المال العامل تقدر بـ 15% من رقم الاعمال، تُسترجع احتياجات رأس المال العامل بقيمتها المحاسبية
- نسبة الضريبة على أرباح المؤسسات 42%

المطلوب: تحديد التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري

حل التمرين 16:

4	3	2	1	0	
4 356 000	3 960 000	3 600 000	3 000 000		رقم الاعمال
332 750	302 500	275 000	250 000		تكاليف الموظفين
1 306 800	1 188 000	1 080 000	900 000		تكاليف شراء المعدات
1 250 000	1 250 000	1 250 000	1 250 000		أقساط الاهلاك
1 466 450	1 219 500	995 000	600 000		النتيجة العملية
615 909	512 190	417 900	252 000		مبلغ الضريبة على أرباح الشركات
850 541	707 310	577 100	348 000		النتيجة العملية بعد الضريبة
1 250 000	1 250 000	1 250 000	1 250 000		استرجاع أقساط الاهلاك
0	59 400	54 000	90 000	450 000	التغير في احتياجات رأس المال للعامل
2 100 541	1 897 910	1 773 100	1 508 000	-450 000	التدفق النقدي بعد الضريبة
				-5 000 000	الاستثمار الاولي
653 400					استرجاع احتياجات رأس المال للعامل
2 753 941	1 897 910	1 773 100	1 508 000		التدفق النقدي للمشروع الاستثماري

التمرين 17:

لديك المشروع الاستثماري التالي:

$t = 0$	$t = 1$	$t = 2$	$t = 3$	$t = 4$
$I_0 = 880 \text{ DA}$	$CF_1 = 154 \text{ DA}$	$CF_2 = 264 \text{ DA}$	$CF_3 = 200 \text{ DA}$	$CF_4 = 550 \text{ DA}$

(1) أحسب VAN من أجل $k_1 = 10\%$ (2) أحسب VAN من أجل $k_2 = 11\%$

(3) أحسب معدل العائد الداخلي TRI

(4) أحسب فترة الاسترداد المستحدثة DRA من أجل معدل التحيين يساوي 8%

حل التمرين 17:

$$VAN_1(k_1 = 10\%) = -880 + \frac{154}{(1,1)^1} + \frac{264}{(1,1)^2} + \frac{200}{(1,1)^3} + \frac{550}{(1,1)^4} = +4,10218 \text{ DA}$$

$$VAN_2(k_2 = 10\%) = -880 + \frac{154}{(1,11)^1} + \frac{264}{(1,11)^2} + \frac{200}{(1,11)^3} + \frac{550}{(1,11)^4} = -18,4 DA$$

$$k_1 \Rightarrow VAN_1 > 0 \text{ et } k_2 \Rightarrow VAN_2 < 0$$

لحساب معدل العائد الداخلي نستعمل طريقة الاستيفاء الخطي والتي من خلالها نقوم بإختيار معدل تحيين أول (k_1) والذي من أجله تكون القيمة الحالية الصافية موجبة ($VAN_1 > 0$) ومعدل تحيين ثاني (k_2) والذي من أجله تكون القيمة الحالية الصافية سالبة ($VAN_2 < 0$). يتم حساب معدل العائد الداخلي وفقا لطريقة الاستيفاء الخطي كما يلي:

$$TRI = k_1 + \left[(k_2 - k_1) \times \frac{|VAN_1|}{|VAN_1| + |VAN_2|} \right]$$

$$TRI = 0,10 + \left[(0,10 - 0,11) \times \frac{|4,10|}{|4,10| + |-18,4|} \right] = 10,1822\%$$

t	$t = 0$	$t = 1$	$t = 2$	$t = 3$	$t = 4$
CF_t	$I_0 = 880$	$CF_1 = 154$	$CF_2 = 264$	$CF_3 = 200$	$CF_4 = 550$
CFA_t	-	$\frac{154}{(1,08)^1}$ $= 142,59$	$\frac{264}{(1,08)^2}$ $= 226,33$	$\frac{200}{(1,08)^3}$ $= 158,76$	$\frac{550}{(1,08)^4}$ $= 404,26$
$CFAC_t$	-	142,59	368,93	527,69	931,96

$$DRA \Rightarrow t^* : CFAC_t = I_0$$

$$DRA = 3 \text{ ans} + \frac{(880 - 527,69) \times 12}{404,26} \text{ mois} \approx 3 \text{ ans et } 10 \text{ mois}$$

خلاصة

من خلال هذا الفصل قمنا بتقديم مجموعة من التمارين التطبيقية والاسئلة النظرية المتعلقة بمقياس مالية المؤسسة والموجهة لطلبة السنة الثانية شعبة علوم المحاسبة والمالية لقسم العلوم التجارية. يهدف هذا الفصل لإختبار فهم الطالب لأهم المفاهيم المتعلقة بالمقياس كما تتيح التمارين المحولة للطالب إمكانية تطبيق أهم الصيغ الرياضية والنسب المالية الواردة في المطبوعة مع التفسيرات الاقتصادية والمالية الملائمة، بالتالي كان هذا الفصل تطبيقي ونظري في نفس الوقت حتى يكون مستوى استيعاب المعلومات أشمل. تطرقنا في هذا الفصل للمفاهيم الأساسية التالية:

- إعداد الميزانية وفقا للشكل المُعتمد من النظام المحاسبي والمالي الجزائري (SCF).
- المصطلحات المحاسبية الأساسية المعتمدة في معجم النظام المحاسبي والمالي الجزائري.
- الدورة التشغيلية، دورة التحول النقدي (متوسط فترة التخزين، متوسط فترة التحصيل، متوسط فترة السداد)، معدل دوران النقدية ونموذج (1952) Baumol لتحديد الحجم الأمثل للنقدية.
- تسيير احتياجات رأس المال العامل للمؤسسة وتقييم التكلفة الضمنية السنوية المكافئة للاعتمادات التجارية.
- إعداد ميزانية السيولة، حساب مؤشرات التوازن المالي، حساب النسب المالية.
- حساب التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري

الخاتمة

من خلال هذه المطبوعة الجامعية قمنا بتقديم أهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بمقياس مالية المؤسسة والموجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس شعبة المالية والمحاسبة لقسم العلوم التجارية.

تم إعداد هذه المطبوعة وفقاً للمقرر الوزاري والذي يحدد المحتوى كما يلي: الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية، التحليل المالي في المؤسسة الاقتصادية، قرار الإستثمار في حالة التأكد، مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية. كما ارتئينا إضافة فصل خامس لتقديم مجموعة من التمارين التطبيقية مع الحل النموذجي.

من خلال هذه المطبوعة الجامعية حاولنا تزويد الطلبة المبتدئين في مجال التسيير المالي للمؤسسة الاقتصادية، بمرجع مختصر يسمح لهم بإكتساب المعارف القاعدية والمعلومات الأساسية اللازمة لتكوين قاعدة معرفية كافية ووافية طيلة المسار التكويني.

توصلنا إلى مجموعة من النتائج نذكر أهمها في النقاط التالية:

- ارتبط مفهوم الوظيفة المالية بتطور الفكر في ميدان الإدارة المالية، تعتبر الوظيفة المالية إحدى الوظائف الأساسية للمؤسسة فهي تهتم بكل الجوانب التي لها علاقة بالنشاط المالي الذي تقوم به المؤسسة. تشمل الوظيفة المالية مجموع المهام والعمليات التي تسعى في مجملها إلى توفير الموارد المالية وتسييرها.
- يتمثل التحليل المالي في مجموعة من التقنيات التي من شأنها تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية. تشمل هذه التقنيات كل الطرق والأدوات الكمية والكيفية التي يستعملها المحلل المالي في عملية تقييم الأداء المالي للمؤسسة في الماضي والحاضر وتوقع ما سيكون عليه أداء المؤسسة في المستقبل.
- عند تحليل الميزانية وفق منظور السيولة - الاستحقاق، يتصرف المحلل المالي كما لو أنه يحاول الإجابة على السؤال التالي: إذا قامت المؤسسة بتصفية جميع أصولها، فهل تكفي السيولة الناتجة عن ذلك لسداد كل الالتزامات المالية للمؤسسة؟ نستنتج مما سبق أن الفرضية الأساسية لمنظور السيولة - الاستحقاق هي "فرضية توقف النشاط".
- يُعرّف التوازن المالي للمؤسسة على أنه التوافق بين الموارد (الخصوم) والإستخدامات (الأصول) في المؤسسة، فهو أحد أهداف التسيير المالي للمؤسسة بالإضافة لأهداف الربحية والمردودية وهدف الإستمرارية.
- يعتبر رأس المال العامل الصافي من أهم مؤشرات التوازن المالي ويُمثل الفائض الذي تحققه المؤسسة من الأموال الدائمة بعد تغطية الأصول غير الجارية أي هو هامش الأمان الذي تحققه المؤسسة بعد تمويل دورة الإستثمار والذي يمكن توجيهه لتمويل دورة الاستغلال.
- يمثل الاستثمار كل نفقة تقوم بها المؤسسة بهدف تحقيق أرباح مستقبلية، يكمن الفرق بين النفقة الاستثمارية والنفقات الأخرى (الأعباء والتكاليف) في أن الأرباح المستقبلية التي يحققها الاستثمار تكون موزعة على عدة سنوات، على عكس الأعباء والتكاليف التي تحقق ربح متوقع خلال سنة واحدة

- ينص مبدأ الاستثمار على أن المؤسسة تستثمر أموالها في الأصول إذا كان العائد المتوقع أكبر من التكلفة الناتجة عن الاستثمار، على أن يكون هذا العائد المتوقع أكبر من الحد الأدنى من الربحية المطلوبة.
- إن التدفقات النقدية المتولدة من المشروع الاستثماري تختلف عن النتيجة المحاسبية الصافية لذلك ينبغي على صاحب القرار إضفاء معالجات للانتقال من النتيجة المحاسبية الصافية إلى التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري.
- إن أهم معايير اختيار الاستثمارات في حالة التأكد هي: معيار القيمة الحالية الصافية، معيار معدل العائد الداخلي، معيار فترة الاسترداد المستحدثة.
- إن قرار الاستثمار مرتبط بقرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية، فبعد تحديد المشاريع الاستثمارية المربحة يجب على المؤسسة أن تقرر حول طرق التمويل الملائمة.
- تُصنف طرق التمويل إلى صنفين أساسيين: طرق التمويل طويلة المدى (التمويل بالأموال الخاصة، التمويل بالقرض السندي، التمويل بالقرض البنكي طويل المدى، التمويل بالقرض الإيجاري) وطرق التمويل قصيرة المدى (تسيير إحتياجات رأس المال العامل، القروض البنكية قصيرة المدى).
- تمثل سياسة التمويل مجموع القرارات المالية المتعلقة بكيفية تخصيص الموارد المالية للمؤسسة، بالتالي تشمل سياسة التمويل جميع الممارسات التي يتبناها المسير المالي للمؤسسة من أجل إدارة التدفقات المالية.
- إن الهدف الأساسي لسياسة التمويل يتمثل في تحديد هيكل رأس المال الأمثل للمؤسسة الذي يسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وبتقليص التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.
- تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال الحد الأدنى من العائد الذي يجب أن تحققه أصول المؤسسة
- تشكل مبرهنة (Modigliani & Miller (1958, 1963 أحد الركائز الأساسية للفكر المالي الحديث، إن الفكرة الأساسية لهذه المبرهنة هي أنه عند توفر بعض الشروط وعلى رأسها غياب الضريبة على الأرباح، فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بهيكل رأس مالها.
- وفي الأخير، أضع بين يدي القارئ البريد الإلكتروني "khoury.nabil@univ-alger3.dz" لاستقبال التساؤلات والملاحظات.

قائمة المراجع

الكتب باللغة العربية

1. منير إبراهيم هندي (1999)، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، مصر.
2. المجمع الدولي العربي للمحاسبين القانونيين (2014)، منهاج محاسب اداري دولي عربي معتمد: المحاسبة الإدارية والإدارة المالية، الجزء الثاني، الأردن.
3. حلقة العمل والتفكير حول المؤسسة (2009)، ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، الجزائر.
4. شيخة خميسي (2013)، التسيير المالي للمؤسسة دروس ومسائل محلولة، دار هومه، الجزائر.
5. عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي (2017)، الإدارة المالية، الطبعة الخامسة، مكتبة الملك فهد الوطنية، مطابع السروات، المملكة العربية السعودية.
6. جميل أحمد توفيق (2013)، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، لبنان.
7. سالم صلال الحسيناوي (2014)، أساسيات الإدارة المالية، دار المدينة الفاضلة، العراق.
8. جمال اليوسف، فواز الحموي (2017)، الإدارة المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا.
9. الياس بن ساسي، يوسف قريشي (2006)، التسيير المالي الإدارة المالية دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن.
10. الياس بن ساسي، يوسف قريشي (2011)، التسيير المالي الإدارة المالية دروس وتطبيقات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن.
11. مصطفى يوسف كافي (2017)، إدارة رأس المال العامل، الطبعة الأولى، دار ألفا للوثائق، الجزائر.
12. خيرى على الجزيرى (1993)، الإدارة المالية، مركز التعليم المفتوح، مصر.
13. زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود (2010)، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.

الكتب باللغات الأجنبية

1. BERK Jonathan, DEMARZO Peter, CAPELLE-BLANCARD Gunther, COUDERC Nicolas (2016), **Finance d'entreprise**, édition Nouveaux Horizons, 3e édition, France.
2. BUISSART Chantal, BENKACI Mehdi (2011), **Analyse financière**, édition Berti, Algérie.

3. DAMODARAN Aswath (2008), **Finance d'entreprise**, 2^e édition, édition De Boeck, France.
4. ELFARISSI Inass, M'RABET Rachid (2011), **Décisions financières de long terme**, édition Economica, France.
5. FREEMAN Edward (1984), **Strategic management: A stakeholder approach**, Pitman Series in Business and Public Policy, United-States.
6. HARANGER-GAUTHIER Martine, HELOU May (2017), **Diagnostic financier indicateurs et méthodologie**, édition Hachette Supérieur, 2^e édition, France.
7. KPMG (2019), **Future ready finance survey 2019**, KPMG International Cooperative, Switzerland.
8. LANGLOIS Georges, MOLLET Michèle (2011), **Manuel de gestion financière**, édition Berti, Algérie.
9. PIERRAT Christian (2013), **La gestion financière de l'entreprise**, collection Repère Gestion, édition Hibr, Algérie.
10. PORTER Michael (2008), **Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance**, Free Press, United-States.
11. RUHEMANN Marie-Laure (2013), **L'analyse financière**, édition Eyrolles, France.
12. TAVERDET-POPIOLEK Nathalie (2006), **Guide du choix d'investissement**, édition D'Organisation, France.
13. THAUVRON Arnaud (2003), **Les choix d'investissement**, édition E-Theque, France.
14. VERNIMMEN Pierre, QUIRY Pascal, LEFUR Yann (2017), **Finance d'entreprise 2018**, édition Dalloz, 16^e édition, France.

المقالات العلمية باللغات الأجنبية

1. BAUMOL William (1952), **The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach**, The Quarterly Journal of Economics, 66(4), pp.545-556.
2. COASE Ronald (1937), **The nature of the firm**, Economica, 4(16), pp.386-405.
3. GRAHAM John, HARVEY Campbell (2001), **The theory and practice of corporate finance : evidence from the field**, Journal of Financial Economics, vol.60, pp.187-243.
4. MODIGLIANI Franco, MILLER Merton (1958), **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**, American Economic Review, 48(3), pp.261-297.
5. MODIGLIANI Franco, MILLER Merton (1963), **Corporate income taxes and the cost of capital: a correction**, American Economic Review, 53(3), pp.433-443.

النصوص القانونية

1. الأمر رقم 96 - 09 المؤرخ في 10 يناير 1996، المتعلق بالإعتماد الإجاري.
2. القانون رقم 07-11 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007 المتضمن النظام المحاسبي والمالي (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 74).
3. القرار المؤرخ في 26 يوليو 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 19 الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009).