



## مطبوعة بيداخوجية تحت عنوان:

# محاضرات في مقياس التحليل المالي

تخصص: إدارة مالية

موجهة لطلبة: السنة الثالثة مالية ل م د

من إعداد:

قسم: علوم التسيير

الدكتورة: رزاز رتيبة أستاذ محاضر بـ

قسم: علوم التسيير

الدكتور: الطيف محمد الكريم أستاذ محاضر أ

السنة الجامعية : 2019/ 2018

## الفهرس

I	فهرس المحتويات
I	قائمة الجداول والأشكال
1	المقدمة
3	الفصل الأول: مدخل مفاهيمي للوظيفة المالية والتحليل المالي
4	تمهيد
5	1- ماهية الوظيفة المالية
5	1-1- مفهوم الوظيفة المالية
6	1-2- مهام الوظيفة المالية
7	1-3- أهداف الوظيفة المالية
13	2- مفهوم التحليل المالي
15	2-1- أهمية وأهداف التحليل المالي
19	2-2- خطوات التحليل المالي
22	2-3- أنواع التحليل المالي
24	3- مصادر معلومات التحليل المالي استخداماته والأطراف المستفيدة منه
24	3-1- مصادر معلومات التحليل المالي
25	3-2- استخدامات التحليل المالي
26	3-3- الأطراف المستفيدة من التحليل المالي
30	خلاصة
31	أسئلة الفصل
32	الفصل الثاني: طرق وأساليب التحليل المالي التقليدية
33	تمهيد
34	1- التحليل المالي الذمي ( سيولة - استحقاق )
39	2- التحليل المالي الوظيفي للميزانية

42	3- التحليل المالي الساكن ومؤشرات التوازن المالي
60	4- التحليل المالي الديناميكي وأدواته في تقييم المركز المالي للمؤسسة
78	خلاصة
80	الفصل الثالث: مؤشرات تقييم الأداء المالي
81	تمهيد
82	1- مدخل مفاهيمي لتقييم الأداء المالي
82	1-1- مفهوم تقييم الأداء المالي
83	1-2- أهمية تقييم الأداء المالي
85	1-3- مصادر المعلومات التي يستند عليها تقييم الأداء المالي
94	2- مؤشرات تقييم الأداء المالي
95	2-1- التحليل المالي بواسطة النسب المالية
99	2-2- نسب السيولة
102	2-3- نسب النشاط أو معدلات الدوران
105	2-4- نسب التمويل
108	2-5- نسب الربحية أو المردودية
110	2-6- نسب السوق
113	خلاصة
114	أسئلة الفصل
115	الفصل الرابع: تكلفة رأس المال ونظريات الهيكل المالية
116	تمهيد
117	1- الهيكل المالي

117	1-1- مفهوم الهيكل المالي
118	1-2- محددات الهيكل المالي
119	1-3- مكونات الهيكل المالي
129	2- تكلفة رأس المال
129	1-2- مفهوم تكلفة الأموال
130	2-2- تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل
133	2-3- تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل
136	3- النظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكل المالي
138	1-3- النظرية التقليدية للهيكل المالي
139	2-3- نظرية صافي الربح التشغيلي
139	3-3- نظرية صافي الربح
139	3-4- نظرية موديليانى وميلر
142	4- النظريات الحديثة المفسرة لهيكل التمويل
142	1-4- نظرية تكلفة الإفلاس
144	2-4- نظرية كلفة الوكالة
145	3-4- نظرية المبادلة
148	خلاصة
149	أسئلة الفصل
150	الخاتمة
151	قائمة المراجع

الصفحة	قائمة الجداول	الرقم
38	شكل الميزانية المالية	1
41	الشكل المختصر للميزانية الوظيفية	2
62	الهيكل الأساسي لجدول التمويل	3
64	جدول التمويل	4
89	شكل جدول حسابات النتائج	5
91	جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة	6
92	جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة الغير المباشرة	7
93	شكل جدول تغيرات الأموال الخاصة	8
	<b>قائمة الأشكال</b>	
18	أهداف التحليل المالي	1
20	خطوات التحليل المالي	2
29	الأطراف المهتمة بالتحليل المالي	3
37	هيكل الميزانية	4
41	ترتيب عناصر الميزانية الوظيفية	5
43	التمثيل البياني لرأس المال العامل الصافي الاجمالي	6
50	التمثيل البياني لاحتياج الرأس المال العامل	7
54	أثر المقص في حالة خطأ السياسة المالية المتبعة	8
55	أثر المقص في حالة نمو سريع و غير متحكم فيه	9
56	أثر المقص في حالة سوء في تسيير عناصر الاستغلال	10
56	أثر المقص في حالة خسائر متراكمة	11
57	أثر المقص في حالة تراجع في النشاط	12
61	وظيفة جداول التدفقات	13
138	العلاقة بين نسبة الدين وتكلفة هيكل رأس المال	14
143	قيمة المؤسسة مع وبدون تكلفة الإفلاس	15

## مقدمة

التحليل المالي بمفهومه الحديث ظهر مع بداية الثلاثينيات من القرن العشرين بسبب أزمة الكساد العالمي التي مرت بها الولايات المتحدة الأمريكية وانعست تداعياتها على الاقتصاد العالمي، الأمر الذي دفع المشرع إلى إلزام المؤسسات بالإفصاح عن وضعيتها المالية من خلال نشر مختلف المعلومات المرتبطة باتجاه تطور مركزها المالي، مما أدى إلى ظهور وظيفة جديدة للإدارة المالية تمثلت في التحليل المالي.

تلزم القوانين ضرورة الإفصاح عن القوائم المالية، بهدف توفير المعلومات لمختلف الأطراف الداخلية والخارجية المهتمة بالوضع المالية للمؤسسة.

الأطراف المالية بحاجة لمعلومات مالية دقيقة وموضوعية تساعد في عملية اتخاذ مختلف القرارات المرتبطة بالتمويل والاستثمار والاستغلال وتصحيحها هي بحاجة لمعرفة نقاط قوتها وضعفها المالية لتعظيم فرص استمراريتها ونموها وقدرتها على تحقيق الأرباح وزيادة قيمتها في السوق المالي.

أما الأطراف الخارجية ( موردين، مؤسسات مالية، مصلحة الضرائب، المساهمون،.....)، هم بحاجة لمعرفة لمعلومات مالية دقيقة وموثوقة تتمتع بالمصداقية لترشيد قراراتهم في ما يخص الاستثمار وتعظيم الأرباح والتقليل من درجة المخاطر المالية المرتبطة بالتعامل مع المؤسسة.

تسيير وإدارة السيولة وترشيد حركة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة والرقابة عليها كلها مهام أساسية ترتبط بأهداف السياسة المالية للمؤسسة التي تقوم على ضمان الاستقرار المالي والابتعاد عن مخاطر التعثر والعسر المالي وتعظيم الأرباح.

تدبير وإدارة الأموال تعد من أولى اهتمامات الإدارة المالية للمؤسسة لما يرتبط بها من احتياجات وموارد تخص دورتي الاستثمار والاستغلال وضمان السيولة وسير الخطط والبرامج التشغيلية.

الوظيفة المالية تقوم ضمن مهامها بتحديد الاستراتيجية والسياسة المالية وتنفيذها ومتابعة الأداء المالي بصفة دورية ومستمرة من خلال الارتكاز على المؤشرات والأدوات المالية والرياضية والإحصائية التي تسمح بتحليل مختلف المعلومات المحاسبية والمالية الواردة في التقارير والقوائم المالية بهدف الوقوف عند الحالة المالية للمؤسسة وقياسها، للخروج بحلول للمشاكل المالية المطروحة إن وجدة في الوقت وبالتكلفة المناسبة وإعطاء التوصيات اللازمة لتفادي وقوعها مستقبلا .

نتوجه بهذه المطبوعة إلى شريحة واسعة من الطلاب في مجال تخصصات المحاسبة والمالية والجباية حيث تهتم بتحليل جزءا كبيرا من محاور برنامج التحليل المالي للسنة الثالثة مالية ل م د من خلال الفصول الآتية:

**الفصل الأول: مدخل مفاهيمي للوظيفة المالية والتحليل المالي.**

**الفصل الثاني: طرق وأساليب التحليل المالي التقليدية.**

**الفصل الثالث: مؤشرات تقييم الأداء المالي.**

**الفصل الرابع: تكلفة رأس المال ونظريات الهيكل المالية.**

## الفصل الأول: مدخل مفاهيمي للوظيفة المالية والتحليل المالي

المحور الأول: ماهية الوظيفة المالية

المحور الثاني: مفهوم التحليل المالي

المحور الثالث: مصادر معلومات التحليل المالي استخداماته

والأطراف المستفيدة منه

## تمهيد

التحليل المالي من أهم الوظائف التي تعتمد عليها الإدارة المالية في تحقيق أهدافها الحالية والمستقبلية، إذ يمثل أداة هامة تساعد مختلف الأطراف داخل المؤسسة وخارجها في تكوين رؤية واضحة عن الحالة المالية للمؤسسة ونشاطها وامكانية تطورها في المستقبل، من خلال تحليل مختلف المعلومات المالية والمحاسبية المرتبطة بنشاط المؤسسة الاستغلالي والاستثماري والتمويلي ومعالجتها مما يسمح بتحديد نقاط القوة والضعف في مركزها وأداءها المالي من جهة وتحديد الفرص والتهديدات التي يمكن أن تعترض وتستفيد منها المؤسسة، ومقارنتها بالأهداف، الخطط والسياسات، البرامج الموضوعية بما يسمح للمؤسسة والجهات الخارجية المرتبطة بمعرفة الوضعية المالية للمؤسسة وقدرتها الحالية والمستقبلية على تحقيق الأرباح، النمو والاستمرارية.

يستهدف الفصل دعم المعارف الأساسية للطالب فيما يخص اكتساب المفاهيم الرئيسية حول ماهية الوظيفة المالية والتحليل المالي، من خلال التركيز على الأهداف والمهام والجهات المستفيدة من توظيف التحليل المالي ودوره في عملية اتخاذ القرار وعلاقته بالمركز المالي للمؤسسة.

## 1- ماهية الوظيفة المالية

استمرارية نشاط المؤسسة ونموها مرتبط بشكل كبير بقدرتها على إدارة وتسيير واستثمار أموالها بالطريقة الصحيحة التي تضمن لها تعظيم الأرباح والتقليل من درجة المخاطر، حيث تقوم الوظيفة المالية بدور مهم في ضمان التوازن المالي وتحقيق السيولة والربحية للمؤسسة.

لتحقيق الأهداف والسياسات المالية المختلفة يحتاج المدير المالي إلى تحليل الواقع المالي للمؤسسة من هنا تبرز العلاقة الوطيدة بين الوظيفة المالية والتحليل المالي.

### 1-1- مفهوم الوظيفة المالية

الوظيفة المالية هي مجموعة المهام والمسؤوليات والعمليات التي تقوم بها الإدارة المالية، التي تقوم أساسا على البحث عن الموارد المالية بمختلف أنواعها وتسييرها والمحافظة عليها، من خلال الاستخدام الأمثل لها والمراقبة على عملية صرفها.

كما تتجلى في مختلف المهام التي يقوم بها المدير والمسير المالي من رسم السياسات والاستراتيجيات والبرامج والخطط المالية بشكل يؤدي إلى تحقيق الأهداف المالية للمؤسسة المرتبطة أساسا بضمان التوازن المالي، والسيولة والمردودية المالية للأموال المستثمرة حاضرا ومستقبلا.

الوظيفة المالية تتغلغل في جميع أوجه نشاط المؤسسة، فلا يمكن أن نتصور قيام أو استمرار أي نشاط داخلي أو خارجي يمكن أن تقوم به المؤسسة بمعزل عن إدارة وتسيير وتدبير الأموال.

## 1-2- مهام الوظيفة المالية

مهام الوظيفة المالية تعتبر جزء من المهام الشاملة للمؤسسة ولا تختلف عن المهام الأخرى من حيث ماهيتها ومضمونها إلى فيما يتعلق بمجال النشاط والتخصص الوظيفي.

تتركز مهام الوظيفة المالية في خدمة الأهداف العامة والتشغيلية للمؤسسة، كونها تقوم بإدارة الأموال داخل المؤسسة وتوفيرها لضمان استمرارية نشاط الوظائف الأخرى المرتبطة بنشاط المؤسسة من أجل الوصول إلى تحقيق الأهداف المسطرة من الإدارة العليا.

ويمكن إيجاز أهم مهام الوظيفة المالية في:

- ضمان مصادر تمويل بالحجم والتكلفة المناسبة لتمويل مختلف احتياجات النشاط الاستغلالي والاستثماري؛

- وضع أسس التخطيط المالي والموازنات التقديرية لضمان السيرورة المالية للمؤسسة في الحاضر والمستقبل وعدم وقوعها في اختلالات مالية بسبب ضعف التقدير الجيد للاحتياجات والتدفقات المالية الخارجة والداخلة؛

- وضع وتحديد الأهداف المالية على المدى القصير، المتوسط والطويل

- مراقبة وتسيير مختلف التدفقات النقدية بما يتوافق وقواعد التوازن المالي والمحاسبي المتعارف عليه؛

- مساعد في اتخاذ القرارات المرتبطة بالإدارة العليا، فيما يخص بيان الوضعية والإمكانات المالية المتاحة للمؤسسة وقدرتها على مواجهة التحديات والفرص المتاحة على مستوى البيئة من جهة وتحقيق

الأهداف التشغيلية والاستراتيجية؛

- وضع السياسات المالية وتنفيذ البرامج والخطط المالية، المرتبطة أساسا بتحديد وتنفيذ وتقييم سياسات التمويل وتوزيع الأرباح والاستثمار والمردودية المالية والاستغلال والمردودية الاقتصادية وإدارة المخاطر المالية المرتبطة بها<sup>1</sup>.

- تصميم الهيكل المالي للأصول والخصوم وتوزيعها النسبي ضمن الهيكل المالي العام، بما يضمن التوازن والاستقرار المالي للمؤسسة وتحديد المسؤوليات والتخصصات المرتبطة بالشؤون المالية، بما يضمن تنسيق الجهد الجماعي وتحقيق الأهداف المالية.

- تحديد معايير الرقابة المالية على الأداء من خلال تحليل مختلف النسب المالية ودراسة الميزانيات وقياس كفاءة التشغيل ومعدلات التكاليف المعيارية ومقاييس الرقابة على الائتمان.

- قياس الانحرافات المتعلقة بالتنفيذ، تحديد أسبابها، مدى تأثيرها على سلامة الخطة، الأهداف المسطرة والبدائل المقترحة لمعالجتها وتصويبها.

### 1-3- أهداف الوظيفة المالية

لا يقتصر هدف الوظيفة المالية على عملية الحصول على الأموال فقط بل يتعداه إلى ضرورة الاستخدام السليم والأمن لهذه الأموال، بإيجاد الموقف المطلوب لتحقيق أفضل حالة ممكنة للوضع المالية للمؤسسة لزيادة قيمتها في السوق المالي والرفع من القيمة الحقيقية لأسهمها في البورصة، هذا من خلال تحقيق هدفين ماليين أساسيين وهما السيولة والربحية.

#### 1-3-1- السيولة

يستعمل مصطلح السيولة للتعبير عن النقدية الجاهزة، المتاحة و القابلة للتصرف فيها في أي لحظة زمنية ممكنة وهي مرتبطة بسيولة المؤسسة وسيولة الأصل وسيولة النقدية الجاهزة.

<sup>1</sup> رضوان وليد عمار، أساسيات في الإدارة المالية، مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، القاهرة، مصر، 2006، ص

أ/ **النقدية الجاهزة:** وتعني وجود أموال سائلة ( نقد أو شبه نقد)، كافية لدى المؤسسة، أي أن السيولة تعني وجود أموال سائلة في الوقت وبالكميات المناسبة ، تتمكن المؤسسة بواسطتها سداد التزاماتها المالية في موعد استحقاقها ومن تحريك دورتها الاستغلالية ومن مواجهة الحالات الطارئة المرتبطة بتغيرات البيئة المحيطة بها (داخلية، خارجية)، سيولة المؤسسة ككل تعتمد أساسا على سيولة أصولها وموجوداتها.

ب/ **سيولة المؤسسة:** وتعني قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية في الزمن المحدد دون التأثير على السير الطبيعي للنشاط، أي دون الحاجة للاقتراض الخارجي أو لبيع أحد الأصول.

ت/ **سيولة الأصل:** وتعني سهولة وسرعة تحويل الأصل إلى نقدية جاهزة بدون خسائر حسب السير الطبيعي للأموال وبناء عليه فإن الأصول أو الأموال السائلة تتمثل على سبيل المثال لا الحصر في النقدية الجاهزة لدي البنك والصندوق والحساب الجاري لدى المصرف وأذونات الخزينة والكمبيالات القصيرة الأجل الممكن خصمها لدي المصرف أو تحصيل قيمتها بسهولة...إلخ.

يتم قياس درجة سيولة المؤسسة عن طريق مقارنة احتياجاتها قصيرة الأجل بموجوداتها الشديدة السيولة لمعرفة مدى قدرة هذه الموجودات على تغطية هذه الاحتياجات وهكذا فإن نسبة الموجودات الشديدة السيولة ممثلة بالأصول المتداولة إلى الاحتياجات النقدية قصيرة الأجل ممثلة بالخصوم المتداولة.

ويطلق على هذه النسبة بنسبة التداول، يتم احتسابها وفق العلاقة التالية:

الأصول المتداولة ( أصول يتوقع بيعها أو استهلاكها في دورة الاستغلال )

نسبة التداول =

الخصوم المتداولة ( ديون قصيرة الأجل )

تظهر أهمية السيولة النقدية في تحقيق الأهداف التالية:

- دعم سمعة المؤسسة لدى الأطراف الخارجية المتعاملة معها، خاصة المؤسسات المالية والمقرضين من خلال قدرتها العالية على الوفاء بالتزاماتها المالية في مواعيد استحقاقها، مما يعني درجة مخاطرة متدنية.

- ضمان استمرارية النشاط العادي للمؤسسة، ما يعزز قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها اتجاه المتعاملين معها ( الموردين، الزبائن) من جهة وقدرتها على تحقيق الأرباح.

- مواجهة الأخطار والظروف الطارئة المرتبطة بتغيرات البيئة المحيطة بالمؤسسة والتي تتطلب استعداد وسرعة تصرف ومبالغ نقدية جاهزة.

### 1-3-2- الربحية

تحقيق أهداف المؤسسة بمرتبب بشكل أساسي بقدرتها على تسيير وإدارة وتنظيم الأموال، بما يحقق مصلحة المالكين وأصاب المصالح الذين يسعون لتعظيم أرباحهم والرفع من قيمة المؤسسة في ظل درجة مخاطرة ضعيفة.

يعبر الربح لدى المحاسبين عن زيادة قيمة مبيعات المؤسسة من السلع والخدمات مقارنة بمختلف تكاليف عوامل الانتاج ومختلف المصاريف التي تحملتها المؤسسة عبر مراحل عمليات الانتاج والتسويق.

لقياس الربحية معايير مختلفة أهمها:

أ/ **القوة الإيرادية:** وتعني قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من النشاط الأساسي الذي تقوم به، وهي تستند على نظرية صافي الربح الناتج عن العمليات التشغيلية الحالية، بمعنى أنها تقوم على قياس قدرة المؤسسة على توليد الربح التشغيلي؛ بمعنى العلاقة بين قدرة المبيعات على توليد الأرباح وقدرة الموجودات التشغيلية على توليد المبيعات ويطلق عليها اصطلاح معدل دوران الأصول العاملة على قدرة الموجودات التشغيلية على توليد المبيعات، ويتم استخراجها وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط إجمالي الأصول}}$$

صافي المبيعات هي اجمالي المبيعات خلال الفترة موضع الدراسة مطروحا منها مردودات المبيعات.

متوسط إجمالي الأصول العاملة فهي الأصول التي تستعمل فعلا في انتاج السلعة أو الخدمة التي تمثل النشاط .

ويعبر معدل دوران الأصول العاملة عن عدد المرات التي تستطيع المبيعات فيها أن تغطي بها الأصول العاملة للمؤسسة، أو عدد مرات استخدام الأصول العاملة في خلق المبيعات.

مثال توضيحي:

شركة متخصصة في صناعة الملابس، المطلوب حساب معدل دوران أصولها وفق المعلومات التالية:

إجمالي الأصول أول فترة 50000 دج

إجمالي الأصول آخر فترة 100000 دج

صافي المبيعات 3000 دج

الحل:

$$\text{متوسط إجمالي الأصول} = \frac{2}{(100000 + 50000)} = 75000 \text{ دج}$$

$$\text{معدل دوران الأصول} = \frac{75000}{3000} = 0,40 \text{ مرة}$$

كل واحد دينار من قيمة الأصول تستطيع الشركة تحقيق 0,40 دينار مبيعات.

ب/ العائد على الاستثمار: ويعني مقدار ما تحققه الأموال المستثمرة في أصول المؤسسة من ربح صافي

وهو مقياس مهم لتقييم قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح وهو يعتمد على نظرية الربح الشامل حيث

يدخل في حسابه جميع عناصر الإيرادات والمصروفات سواءا كانت تشغيلية أو لا، ويتم استخراجها وفق

العلاقة التالية:

صافي الربح الإجمالي بعد الضرائب

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح الإجمالي بعد الضرائب}}{\text{مجموع الأموال المستثمرة أو مجموع الأصول}}$$

مجموع الأموال المستثمرة أو مجموع الأصول

## مثال توضيحي

لديك المعلومات الخاصة بالمشاريع الاستثمارية التالية:

المشروع ب	المشروع أ	البيانات/ المبالغ
2000000	1250000	المبيعات
500000	250000	صافي الربح الإجمالي
5000000	1000000	إجمالي الاستثمار

المطلوب: حساب معدل العائد على الاستثمار للمشروع (أ) و (ب)

$$\text{معدل العائد على الاستثمار للمشروع أ} = 50000/500000 = 0,1 + 10\%$$

$$\text{معدل العائد على الاستثمار للمشروع ب} = 100000/250000 = 0,25 = 25\%$$

عائد المشروع (ب) أفضل من عائد المشروع (أ).

ت/ العائد على أموال أصحاب المشروع أو حق الملكية: وهو يشبه العائد على الاستثمار ولكن يختلف في أنه مرتبط بالأموال المستثمرة للمساهمين وأصحاب المؤسسة ويطلق عليه البعض بالعائد على أموال أصحاب المؤسسة أو العائد على حق الملكية.

### 1-3-3- التوازن بين السيولة والربحية

إن تحقيق السيولة وتحقيق الربح في آن واحد هما هدفان متعارضان، فالمدبر المالي يسعى لتعظيم الأرباح من خلال توظيف واستغلال كافة الأموال المتاحة واستثمارها بمرادودية عالية غير أن هذا لا يجب أن لا يؤثر على هدف تحقيق السيولة، هذا الهدف الذي قد يتعارض مع الهدف الأول ذلك أن

تحقيق السيولة يعني توفير سيولة جاهزة غير مستغلة وموظفة لمواجهة أخطار غير مؤكدة التحقق وهي من الناحية المالية تمثل طاقة مالية معطلة وغير مستغلة أي لا تحقق أي عائد بالنسبة للمؤسسة.

## 2- مفهوم التحليل المالي

لقد وردت العديد من التعاريف التي حاولت تحديد مفهوم لوظيفة التحليل المالي، التي سنحاول

إبراز بعضها منها فيما يلي:

- التحليل المالي يتمثل في معالجة ودراسة المعلومات المحاسبية والمالية المرتبطة بالمؤسسة، بهدف القيام بتشخيص لوضعيتها المالية وتحديد نقاط الضعف والقوة بها والفرص و التهديدات التي يمكن أن تؤثر عليها سلبا أو إيجابيا<sup>2</sup>.

- التحليل المالي هو دراسة وتقييم للمركز المالي للمؤسسة في فترة زمنية معينة قد تكون في الحاضر أو الماضي بالاستناد على مختلف الوثائق المحاسبية، البيانات الاقتصادية والمالية المرتبطة بنشاطها وحالتها خلال هذه الفترة، بهدف الوصول لتقييم مختلف السياسات الداخلية التي تؤثر على ربحية المؤسسة، مدى ملاءمتها المالية وقدرتها على تحقيق المردودية وهذا من خلال دراسة توازنها المالي وسياسات الاستثمار، التمويل ودرجة المخاطر في السوق، باعتماد على مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> وليد ناجي الحياي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي ( منهج علمي وعملي متكامل)، عمان، الأردن، مؤسسة الوراق 2004، ص ص 21، 22.

<sup>3</sup> مبارك لسوس، التسيير المالي، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004، ص 16 .

- التحليل المالي هو عملية دراسة تحليلية للمعلومات، البيانات المحاسبية، المالية والربط فيما بينها لمحاولة الخروج بنتائج محددة للوضعية المالية للمؤسسة ومن ثم تفسير الأسباب التي أدت لظهورها، مما يساعد على تشخيص حالة المؤسسة ووقوف عند نقاط الضعف والقوة في حالتها المالية<sup>4</sup>.

- التحليل المالي هو مجموعة الإجراءات والعمليات التي تهدف لمعرفة الوضعية المالية للمؤسسة وتحديد مدى سلامة أداءها المالي والاقتصادي.

بصفة مختصرة التحليل المالي هو عملية تسمح بالإجابة على الأسئلة الأساسية التالية:

1. هل المؤسسة تحقق التوازن المالي؟

2. هل المؤسسة تحقق النمو؟

3. هل المؤسسة تحقق المردودية؟

4. هل المؤسسة تحقق الملاءة؟

الإجابات على الأسئلة أعلاه مرتبطة بالنقاط التالية:

- تحقيق التوازن المالي مرتبط بتحليل الميزانية المالية وتحديد كيفية تطور الهيكل المالي للمؤسسة هل هو متزن أو مختل وهل للمؤسسة قدرة على الاستدانة أولاً؛

- تحقيق النمو مرتبط بتحليل قدرة المؤسسة على خلق القيمة المضافة وتحقيق الأرباح بصفة مستمرة ومتزايدة من خلال تحليل تطور الأصول الثابتة ( قوي، مستقر، ضعيف) وعلاقته بالطاقة الإنتاجية الاستثمار وتحليل تطور دورة الاستغلال خاصة من حيث تطور الآجال الممنوحة للزبائن ومواعيد الاستحقاق المفروضة من الموردين ومدة دوران المخزون؛

<sup>4</sup> Georges Legros, mini manuel finance d'entreprise, Dunido, France ; p 39.

- تحقيق المردودية مرتبط بقدرة المؤسسة تحقيق المردودية التجارية، الاقتصادية، المالية للأموال المستثمرة والنشاط الاستغلالي والاستثماري من خلال تحليل نمو رقم الأعمال ( قوي، مستقر، ضعيف أو متراجع)، مقارنة تطور التكاليف والمصاريف مع حجم نشاط المؤسسة وإمكانية تأثيره على الأرباح؛

- تحقيق الملاءة مرتبط بقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية في أية لحظة زمنية وقدرتها على تحقيق السيولة.

للتحليل المالي حدود ناتجة عن خصائصه التقنية، لا يمكن الوثوق بصفة مطلقة بخلاصة نتائجه دون الاعتماد على أدوات التسيير الأخرى، المعلومات التي تخص المحيط التنافسي، المتغيرات المستجدة على مستوى البيئة الداخلية الخارجية.

## 2-1- أهمية وأهداف التحليل المالي<sup>5</sup>

يختلف الغرض من القيام بعملية التحليل المالي حسب الهدف الذي يريد المحلل المالي الوصول إليه من العملية، فإذا كان الغرض من التحليل المالي معرفة الوضعية المالية للمؤسسة في الحاضر وإمكانية تطورها في المستقبل، من خلال تحليل مختلف عناصر الميزانية وتحديد المركز المالي لها، هذه العملية تسمح بتحديد درجة المخاطر المالية المرتبطة بها وماهي مختلف القرارات والإجراء التصحيحية الواجب على الإدارة اتخاذها بما يتوافق مع حالة وأهداف المؤسسة.

أما إذا كان الغرض من التحليل المالي هو تحليل ربحية مشروع قائم تزاوله المؤسسة، فإن موضوع التحليل ينصب على دراسة مختلف العوامل المؤثرة في زيادتها وتخفيضها وتبيانها بما يسمح للإدارة من اتخاذ القرارات الممكنة لتفعيل نقاط القوة ومعالجة نقاط الضعف التي تؤثر سلبا على الربحية.

---

<sup>5</sup> حليلة خليل الجرجاوي، دور التحليل المالي للمعلومات المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، 2008، ص 30 .

أما إذا كان الغرض من التحليل المالي دراسة أثر قرار الاستدانة على المركز المالي للمؤسسة واستقلاليته المالية وقدرتها على الوفاء بها في المواعيد المتفق عليها، هذه العملية تسمح باتخاذ قرار التمويل المناسب من حيث طبيعة القرض وقيمه، التكلفة، الملائمة، زمن التحقق والتسهيلات المطلوبة.

تتبع أهمية التحليل المالي من النقاط الأساسية التالية<sup>6</sup>:

- **اعتباره أداة من أدوات الرقابة والتسيير:** تسمح عملية التحليل المالي بمراقبة حركة التدفقات النقدية الداخلة (الإيرادات) والخارجة (المصاريف) وكيفية استخدام، تحصيل هذه الإيرادات وتأثيرها على الهيكل الاستثماري والمالي للمؤسسة، من خلال تحليل سياسات السداد والتحصيل ومختلف المعلومات المحاسبية والمالية الواردة في القوائم الخاصة بفترة زمنية محددة أو عدة فترات، مما يسمح بتحديد الانحرافات الأخطاء، المتسببين فيها واتخاذ القرارات السليمة الكفيلة بتصحيحها في الوقت المناسب.

- **اعتباره أداة من أدوات التقييم:** يمكن استخدام التحليل المالي في تقييم الجدوى الاقتصادية، المالية في حالة دراسة إقامة مشاريع جديدة على أساس الربحية وتقييم الأداء، كما يساعد التحليل المالي بتقييم القرارات المرتبطة بسياسات التمويل، الاستثمار، توزيع الأرباح وتأثيراتها على المركز المالي للمؤسسة على أساس التكلفة، الربحية، المردودية، المخاطرة، الاستقلالية.

- **أداة من أدوات التخطيط والتنبؤ:** يساعد التحليل المالي المؤسسة في ترشيد عملية اتخاذ القرارات الاستراتيجية، لا سيما فيما يخص قرارات الاندماج، الدخول للبورصة، التوسع، التحديث، التجديد، كما يعتبر التحليل المالي أداة من أدوات التخطيط حيث أنه يساعد في توقع التطور المستقبلي للأداء والقدرة على تحقيق الأهداف المالية، بناء على تحليل وتشكيل قاعدة معطيات لتطور المركز المالي للمؤسسة على فترات زمنية متلاحقة.

---

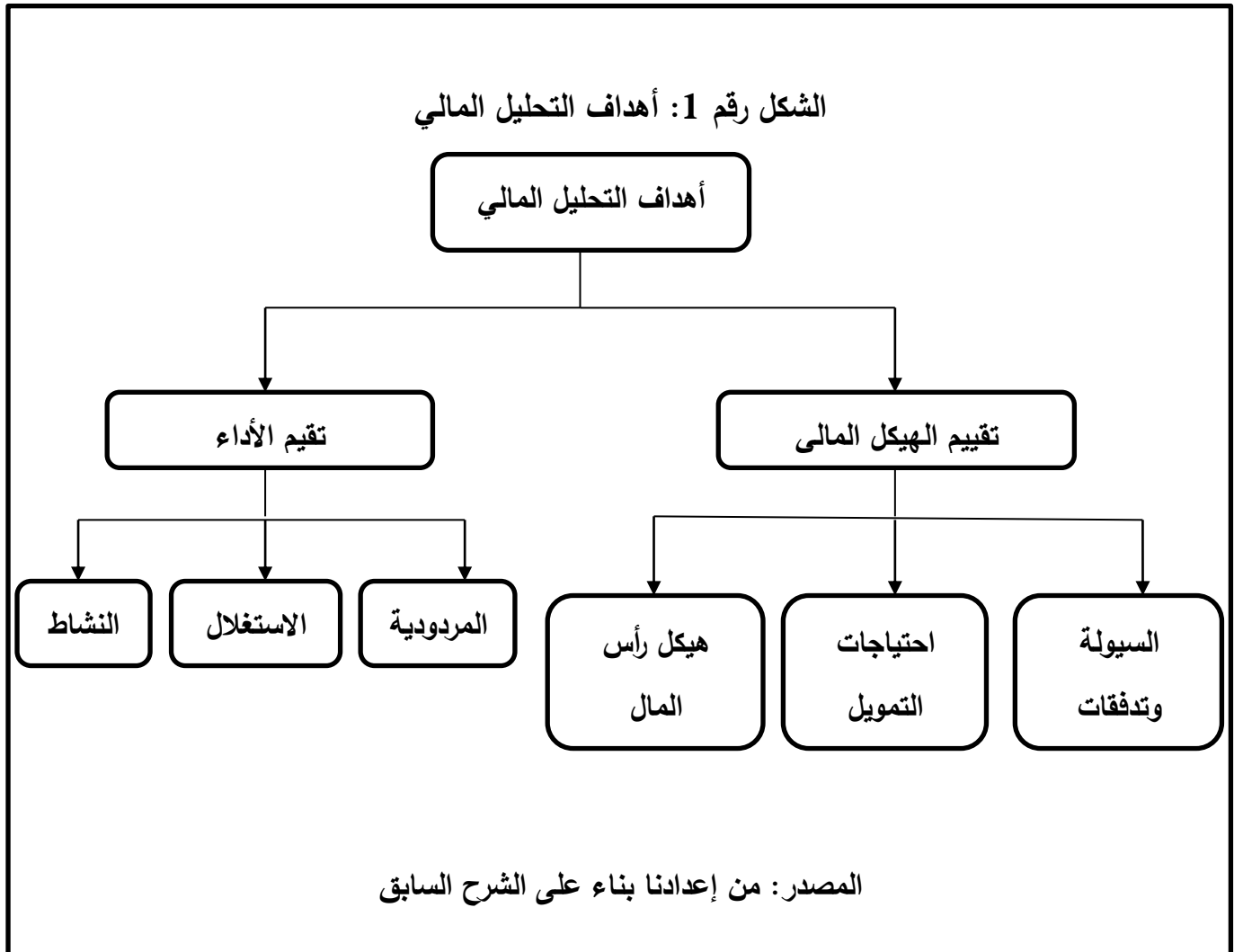
<sup>6</sup> نفس المرجع، ص 31.

عموما فان أهداف التحليل المالي تتمثل في:

- تقييم المركز المالي للمؤسسة ومدى استطاعتها تحمل أعباء الوفاء بالالتزامات الخارجية؛
- دراسة وقياس المردودية (التجارية، الاقتصادية، المالية) للعمليات المحققة من طرف المؤسسة خلال النشاط؛
- الحكم على مدى تطبيق التوازنات المالية في المؤسسة وعلى إمكانية تطورها في المستقبل؛
- بناء قاعدة معلومات يمكن الاعتماد عليها في عملية اتخاذ القرارات المرحلية والتقديرات المستقبلية؛
- تقييم ودراسة سياسات التمويل، الاستثمار، السداد، التحصيل، الاقتراض ومدى تأثيرها على الوضعية المالية للمؤسسة؛
- مقارنة الوضعية المالية للمؤسسة مع المؤسسات الأخرى من نفس القطاع.

يمكن تلخيص ما سبق من تحليل وشرح لمختلف الأهداف الأساسية للتحليل المالي المرتبطة

بالنشاط والمردودية والربحية والسيولة وغيرها في الشكل رقم 1.



## 2-2- خطوات التحليل المالي

هناك خطوات محددة يستخدمها المحلل المالي في عملية التحليل من أهمها الآتي<sup>7</sup>:

- تحديد الغاية أو الهدف من عملية التحليل وهذا يتعلق بقرار الإدارة حول ماهية الهدف الذي تريد الوصول إليه، هل تريد تقييم الأداء النهائي، أم تريد إجراء تحليل قدرة المشروع على الوفاء بالتزاماته الجارية كما يحدث غالباً في البنوك على سبيل المثال عندما تريد منح قرض لأحد المؤسسات، أو إجراء تحليل لإنتاجية العمل، أو غيرها من الأهداف.

- بعد ذلك يقوم المحلل بجمع المعلومات المطلوبة حسب نوع التحليل فان كان هدف التحليل هو تقييم الأداء النهائي فان المحلل يقوم بجمع بيانات عن الأعباء والإيرادات لفترة معينة وتحديد المؤشرات الرئيسية التي لها دور كبير في أداء المشروع مثل المبيعات أو الإنتاج.

- ثم ينتقل المحلل بعد ذلك إلى تحديد أدواته التي سوف يطبقها في عملية التحليل وهذا يتعلق طبعاً بالمستوى العلمي والفني للمحلل ومدى تجربته في مجال التحليل.

- هنا يقوم المحلل باستخدام البيانات ذات العلاقة من اجل الوصول إلى مؤشرات معينة يستفيد منها في عملية التحليل.

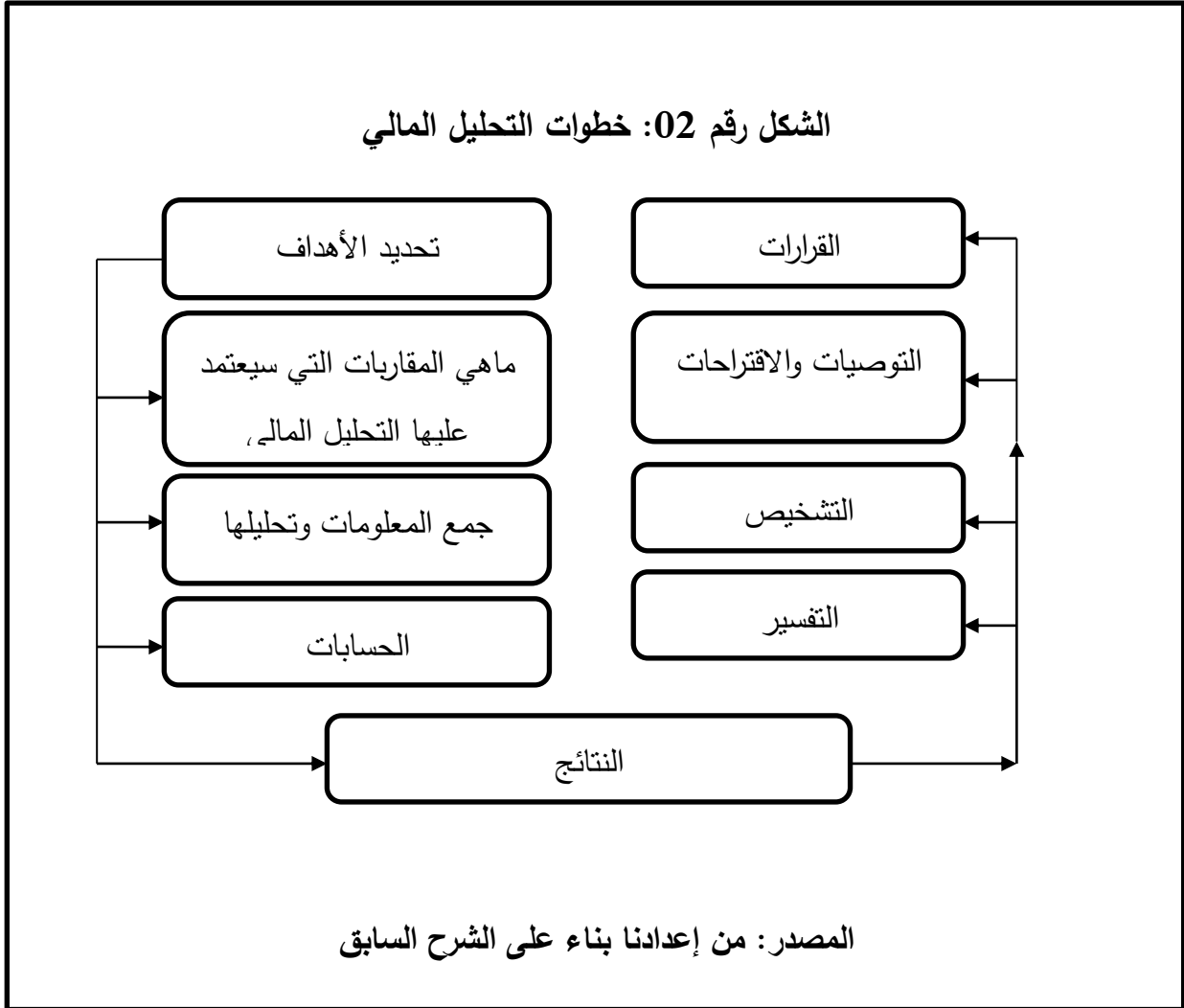
- بعد الوصول إلى مؤشرات معينة يقوم بتحليل هذه المؤشرات من اجل معرفة اتجاه هذه المؤشرات في المستقبل.

ينتهي المحلل بعد ذلك إلى كتابة استنتاجاته وتوصياته على شكل تقرير يقدم إلى الجهة المستفيدة التي طلبت التحليل.

---

<sup>7</sup> علي خلف الله، التحليل المالي واستخداماته للرقابة على الأداء والكشف عن الانحرافات، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2008، ص 17.

الشكل رقم 2 يوضح باختصار أهم الخطوات التي ينتهجها المحلل المالي في القيام بوظيفة التحليل المالي انطلاقا من مرحلة تحديد الأهداف وصولا المرحلة النهائي المرتبطة بتحقيق النتائج المستهدفة.



التحليل المالي يعتمد على تحليل السيولة والتحليل الوظيفي، حيث يسمح تحليل الملاءة والسيولة معرفة قدرة المؤسسة على الوفاء وتغطية التزاماتها المالية القصيرة والمتوسطة الأجل، من خلال الاعتماد على أصولها السائلة (تشخيص خطر السيولة والملاءة).

التحليل الوظيفي يعتمد على تحليل مختلف العمليات، القرارات المنجزة والمتخذة من طرف المؤسسة المرتبطة بتحليل نشاطات الاستغلال، الاستثمار والتمويل.

تحليل دورة الاستغلال يقوم على تحليل مختلف العمليات التشغيلية التي تبدأ من مرحلة التمويل بالمواد الأولية مروراً بالإنتاج وتنتهي بتسويق المنتجات والخدمات؛

تحليل دورة الاستثمار يقوم على تحليل سياسة وقرارات الاستثمار المرتبطة بتجديد وزيادة في الطاقة الإنتاجية من خلال اكتساب وبيع وتجديد الأصول الثابتة؛

تحليل دورة التمويل يقوم على تحليل سياسة وقرارات التمويل وتوزيع الأرباح التي لها علاقة بتأمين احتياجات دورة الاستغلال والاستثمار من المصادر الداخلية والخارجية من حيث التكلفة والوقت والملائمة والحجم....إلخ.

## 2-3- أنواع التحليل المالي

هناك أنواع مختلفة من التحليل المالي ناتجة عن طريقة التبويب التي يستخدمها المحلل أو المختص والأسس التي يعتمدها في طريقة التحليل، نتطرق لبعض منها فيما يلي<sup>8</sup>:

### أ/ حسب الجهة القائمة بالتحليل:

هو التحليل الذي تقوم به إما جهة داخلية أو خارجية ونعني بالداخلية الإدارة المالية للمؤسسة المسؤولة عن أداء المهام والوظائف المالية والتي نجد من أهمها التحليل المالي للمركز المالي للمؤسسة ومدى سلامته وتوافقه وأهداف المؤسسة.

أما التحليل الخارجي، فنقوم بإجرائه جهات من خارج المؤسسة كالمؤسسات المالية والمصرفية والغرف التجارية والصناعية والمكاتب المتخصصة في الحسابات والتدقيق.

ب/ حسب الزمن: وينقسم إلى نوعين من التحليل تحليل رأسي ثابت وتحليل متغير، يتم في النوع الأول من التحليل نسبة حساب من حسابات الميزانية المالية مثلا إلى مجموعة أكبر، فمثلا يتم نسبة المدينين إلى الأصول أو الاستخدامات المتداولة أو نسبة الآلات إلى الأصول الاستخدامات الثابتة أو إلى إجمالي الأصول أو الاستخدامات وهكذا بالنسبة للخصوم فيما يخص قائمة المركز المالي على سبيل المثال طبعا مع ملاحظة أن هناك علاقة بين الحساب والمجموعة التي ينسب لها من اجل أن تكون ذات مدلول أوضح.

يتسم هذا التحليل بالسكون والثبات لأنه يدرس العلاقة بين حسابين أو مجموعتين في فترة زمنية

محددة.

---

<sup>8</sup> زغيب مليكة، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، 2010، ص 16.

أما النوع الثاني من التحليل، فيتم عن طريق احتساب اتجاه التغير في العناصر الرئيسية للقوائم المالية من سنة إلى أخرى على شكل نسب مئوية من أجل توضيح التغيرات الحاصلة.

ت/ حسب الهدف من التحليل: هناك العديد من الأهداف التي يمكن توظيف التحليل المالي لبلوغها نذكر من أبرزها:

- تحليل قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية على المدى القصير؛
- تحليل قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية على المدى الطويل؛
- التحليل المالي لربحية وسيولة المؤسسة؛
- التحليل المالي لتقييم الأداء؛
- التحليل المالي لتقييم مدى التناسق في الهيكل التمويلي والاستثماري للمؤسسة.

### 3- مصادر معلومات التحليل المالي استخداماته والأطراف المستفيدة منه

يعتمد المحلل المالي على مصادر معلومات داخلية وخارجية، تتمتع بالمصداقية والموضوعية والقبول في عملية التحليل المالي، التي تسمح لمختلف الأطراف الداخلية والخارجية بتكوين نظرة دقيقة على الوضع المالي للمؤسسة تساعد في عملية اتخاذ القرار.

#### 3-1- مصادر معلومات التحليل المالي

حتى يتسنى للمحلل المالي القيام بوظيفته على أحسن ما يرام فإنه لا يكتفي في دراسته على القوائم المالية المختلفة، كالميزانية وجدول حسابات النتائج فقط، بل لا بد عليه من الحصول على مختلف المعلومات والبيانات الخاصة ببيئة المؤسسة و مجال النشاط و السوق الذي تنشط فيه، ويمكن تقسيم هذه البيانات حسب المحلل المالي إلى بيانات داخلية وأخرى خارجية ويتوقف مدى اعتماده على أي منها حسب طبيعة وأغراض عملية التحليل المالي.

يمكن حصر مصادر تلك المعلومات بشكل عام في<sup>9</sup> البيانات المحاسبية الختامية المنشورة وغير المنشورة التي تشمل الميزانية، جدول حسابات النتائج، جدول تدفقات الخزينة، الملاحق، جدول التمويل والإيضاحات المرفقة بتلك البيانات، بالإضافة إلى تقرير مدقق الحسابات والتقرير الختامي لأعضاء مجلس الإدارة وكذلك التقارير المالية الداخلية التي تعد لأغراض إدارية مثل التوقعات والتنبؤات المالية وأيضا الصادرة عن أسواق المال وهيئات البورصة ومكاتب السمسرة والصحف والمجلات والنشرات الاقتصادية التي تصدر عن الهيئات والمؤسسات الحكومية ومراكز البحث والمكاتب الاستشارية.

<sup>9</sup> نفس المرجع السابق ص 9.

### 3-2- استخدامات التحليل المالي

يمكن استعمال التحليل المالي لفائدة أهداف متعددة، من أهمها<sup>10</sup>:

**أ/التحليل الائتماني:** هذا التحليل بصورة عامة تقوم به المؤسسات المصرفية من أجل معرفة الأخطار التي تواجهها في حالة منح الاقتراض للمؤسسات الاقتصادية، لبناء قرارها استنادا على نتيجة التقييم المالي، كأن تتم المقارنة بين الفوائد المتوقع الحصول عليها من عملية إقراض المؤسسة والمخاطر المتوقع أن تقع فيها المؤسسة التي من الممكن أن تؤثر على قدرتها على الوفاء.

لذا يقومون بتحليل مديونية الطرف الذي ينوون منحه قرضا من أجل التحقق من أن هذا الطرف قادر على إعادة القرض عند حلول موعد استحقاقه.

**ب/التحليل الاستثماري:** هذا النوع يهتم بعملية تقييم الأسهم والسندات وتقييم المؤسسات بصورة عامة، وهذا النوع يعتبر من الأنواع المهمة باعتبار أن الاستثمار هو مدار اهتمام نسبة كبيرة من الأفراد والمؤسسات.

**ت/ تحليل الاندماج والشراء:** تنتج عن عمليات الاندماج والشراء ذوبان مؤسسة في مؤسسة أخرى وتكوين وحدة اقتصادية جديدة مع احتمال زوال الأخرى، الأمر الذي يستدعي القيام بعملية تحليل مالي للمؤسسة المراد شراؤها أو الاستحواذ عليها مثلا، من أجل الوقوف على القيمة الحقيقية لها ولأسهمها ومن أجل معرفة موقع المؤسسة في السوق وقيمتها في البورصة، بالإضافة إلى أمور كثيرة كالتنبؤ بمستقبل أداء هذه المؤسسة في المستقبل وكيفية تعويض المساهمين وما هو المبلغ الواجب دفعه في عملية الشراء أو الاندماج.

---

<sup>10</sup> فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، ط1، فلسطين، 2008، ص 3.

### 3-3- الأَطراف المُستفيدة من التحليل المالي<sup>11</sup>

إن ثقل وزن التحليل المالي وأهميته في تحليل وتشخيص الوضعية المالية للمؤسسة جعله يستعمل من عدة جهات وأطراف خارجية عن المؤسسة أو داخلية بين مختلف قطاعات المؤسسة فتنوع أغراض استخداماتهم لتلك المعلومات وذلك وفقا لتنوع علاقاتهم بالمنشأة من جهة ولتنوع قراراتهم المبنية على هذه المعلومات.

#### 3-3-1- الأَطراف الداخلية

الأطراف الداخلية هم ذوي المصلحة المباشرة من توظيف التحليل المالي ونجملهم فيما يلي:

أ/ الإدارة العامة للمؤسسة: تنطلق الإدارة العامة للمؤسسة من مقارنة اقتصادية في توظيف التحليل المالي كأداة هامة لخدمة الأهداف العامة للمؤسسة وأهداف الإدارة المالية خاصة، في ضمان الاستمرارية، النمو وزيادة مردودية الأموال المستثمرة، بما يحقق أهداف الشركاء والمساهمين، كما يسمح التحليل المالي للمؤسسة، بتقييم مستوى الأداء التشغيلي، التنفيذي، الوظيفي ما يسمح للإدارة العامة بتشخيص مختلف السياسات المطبقة ومدى توافقها مع الأهداف المرحلية والمستقبلية الموضوعية وتصحيحها بالاتخاذ القرارات المناسبة، بما يتوافق مع حالة وإمكانيات المؤسسة.

كما يسمح بمقارنة أداء المؤسسة الاستغلالي، المالي وتحديد موقعها في مجال الصناعة الذي تنشط فيه مع المؤسسات المنافسة لها، التي تتوافق معها من حيث طبيعة النشاط، الإمكانيات والحجم، كما يسمح بالرقابة على فعالية توزيع الموارد وإدارة الموجودات.

ب/ العمال: تنطلق أهداف العمال من التحليل المالي من مقارنة اجتماعية، من خلال الاستفادة من عوائد النمو المتوازن الناتج من تعاضم قيمة المؤسسة في السوق وزيادة قدرتها على تكوين الثروة

<sup>11</sup> وليد ناجي الحياي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي، مرجع سابق، ص 32.

(زيادة معدلات القيمة المضافة)، ما يسمح لهم بتحديد مدى مساهمتهم في خلق الثرة وتقييم مستوى إنتاجيتهم ما يمكنهم من تقديم مطالب أكثر واقعية ومقبولة لإدارة المؤسسة، فيما يخص تحسين واقعهم الاجتماعي.

### 3-3-2- الأَطراف الخارِجية

الأطراف الخارجية، فهي تتمثل أساساً في الجهات التالية:

أ/ **المستثمرون والمدخريين:** تنطلق أهدافهم من مقارنة مالية، فهم يستخدمون القوائم المالية لاتخاذ القرارات الاستثمارية كسواء محافظ مالية وهدفهم تحقيق عوائد مرتفعة على أموالهم الخاصة الموظفة الموضوعة لدى المؤسسة وزيادة مردوديتها، ذلك يتم عن طريق تحليل المعلومات التي توفرها القوائم المالية التي تسمح بتحديد؛ اتجاه تطور أداء المؤسسة على المدى القصير والطويل وقدرتها على تحقيق الأرباح بصفة مستمرة ومنتزيدة ودرجة الاستقرار المالي للمؤسسة، والعوامل الداخلية والخارجية التي يمكن أن تؤثر فيه.

ب/ **المقرضون:** يقصد بهم حملة السندات والبنوك ومختلف المؤسسات المالية، التي تهتم بالقوائم المالية لمعرفة مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها الطويلة وقصيرة الأجل وذلك من خلال معرفة مستوى سيولة المؤسسة (القدرة على السداد)، وطبيعة السياسة الاقتصادية التي تعمل فيها المؤسسة وبالتالي وضع محددات منح الائتمان.

ت/ **الزبائن:** يهتم الزبون بالتحليل المالي لمعرفة مستلزماته من تقديم التنسيق وضمان إمكانية استمرارية التعامل مع المؤسسة.

ث/ **الموردون:** يهتم المورد بالتحليل المالي لأنه يمكنه من معرفة الحالة المالية للمؤسسة التي يتعامل معها بهدف معرفة؛ قدرة المؤسسة على قابلية الوفاء بديونها اتجاهه، وكذا ضمان استرجاع حقوقه؛ مع

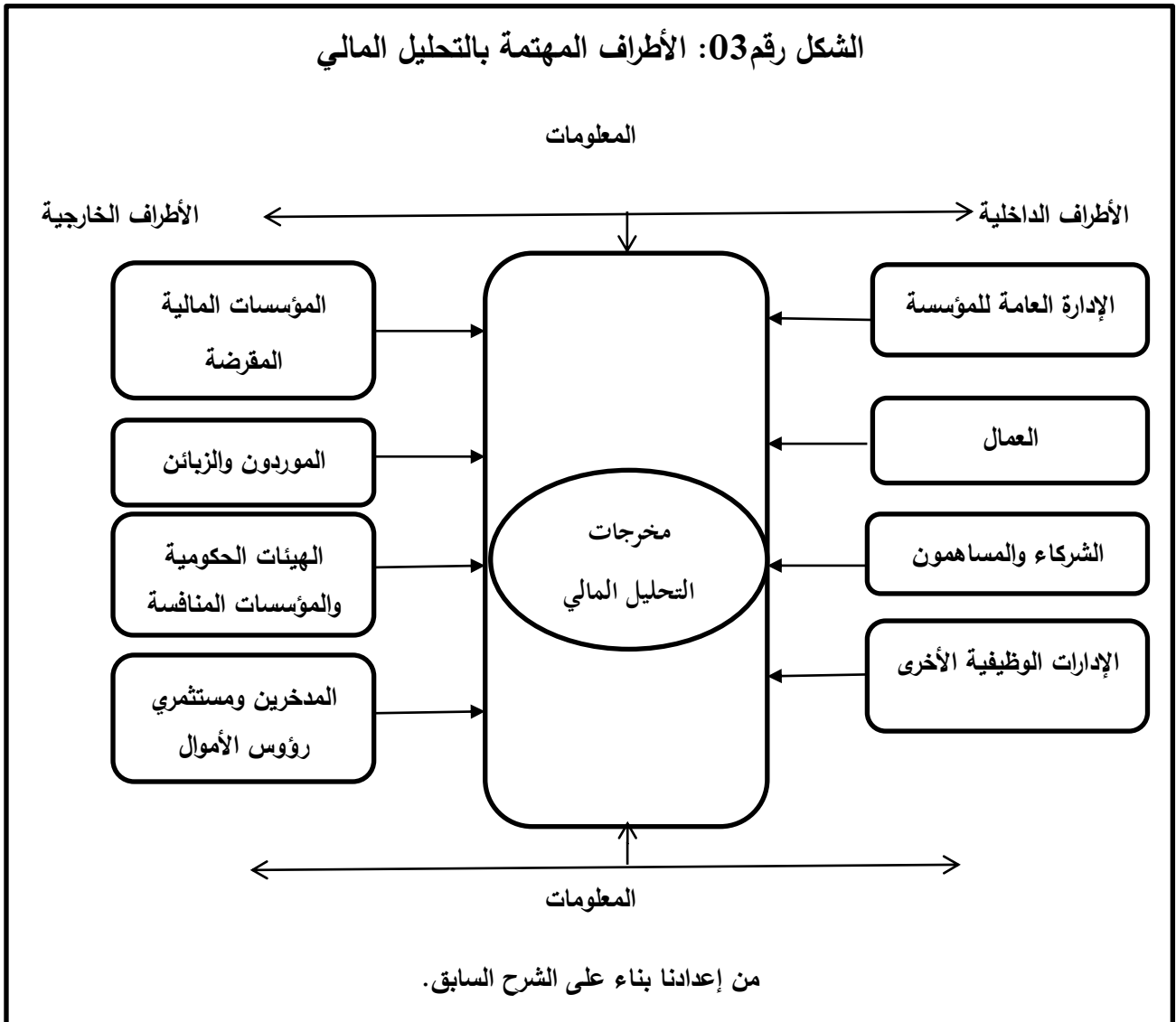
تحديد درجة سيولة المؤسسة لأنها المؤشر الأمثل لمعرفة قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل؛

تحديد درجة ربحية المؤسسة وهيكلها المالي والمصادر الرئيسية للموارد والاستخدامات، لأنها المؤشر الأمثل لمعرفة قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها الطويلة الأجل؛

ج/المؤسسات الحكومية والجهات الوصية: مثل مصلحة الضرائب أو الوزارة، ولاية...الخ، ويعود سبب اهتمامهم بنتائج التحليل المالي لأسباب ضريبية ورقابية.

ح/المحللين الماليين الخارجيين المتخصصين: هم عبارة عن مؤسسات متخصصة في التحليل المالي تقوم بهذه العملية؛ إما من أهدافها الخاصة أو بطلب من إحدى الجهات بمقابل محدد تتقاضاه هذه المؤسسة كالدولة أو المؤسسات المنافسة أو البنوك أو حتى المؤسسة نفسها موضوع التحليل، لغرض نشر نتائج هذا التحليل للعامة والجهات المستفيدة لمعرفة حالتها المالية وترتيبها الائتماني في السوق، ما يوفر قاعدة معلومات هامة لكل من المضاربين، السماسرة، المتدخلين في البورصة، المؤسسات المالية حول الحالة المالية للمؤسسة وتطورها.

ويوضح الشكل رقم 3 أهم الأطراف الداخلية والخارجية المرتبطة والمهتمة بمدخلات ومخرجات التحليل المالي، وما يمثله لها من أداة أساسية مساعدة في عملية اتخاذ القرارات المختلفة المرتبطة بالاستثمار والنشاط والربحية والمراقبة وغيرها.



## خلاصة

تطرق الفصل لمختل المفاهيم الأساسية المرتبطة بالوظيفة المالية والتحليل المالي، من خلال تحليل أهمية مختلف المهام والمسؤوليات التي تمثل محور نشاط الوظيفة المالية في مجال إدارة وتسيير السيولة والمخاطر المالية الكفيلة تضمان تحقيق السيولة والربحية والتوازن المالي والمردودية للأموال المستثمرة والمقترضة.

من هنا تبرز أهمية التحليل المالي الذي يعتمد على مجموعة من الأساليب والأدوات التقليدية والحديثة التي تسمح لمختلف الأطراف الداخلية والخارجية باستغلال هذه المعلومات في اتخاذ القرارات المناسبة المرتبطة بالاستثمار والاستغلال والتمويل.

## أسئلة

1. ماهي حدود مسؤولية الوظيفة المالية في ضمان نجاح أو فشل المؤسسة؟

2. ما هي العلاقة التي يمكن أن تربط ما بين الوظيفة المالية وبقية الوظائف داخل المؤسسة؟

3. ما علاقة الوظيفة المالية بتعظيم قيمة المؤسسة؟

4. ما علاقة الوظيفة المالية بالتحليل المالي؟

5. ماهي الأهداف الأساسية للتحليل المالي؟

6. ما لمقصود بالمصطلحات التالية:

- الهيكل المالي؟

- المركز المالي؟

- السيولة؟

- الربحية؟

7. كيف تؤثر السيولة على المركز المالي للمؤسسة؟

8. كيف تؤثر الربحية على المركز المالي للمؤسسة؟

## الفصل الثاني: طرق وأساليب التحليل المالي التقليدية

المحور الأول: التحليل المالي الذمي ( سيولة - استحقاق )

المحور الثاني: التحليل المالي الوظيفي للميزانية

المحور الثالث: التحليل المالي الساكن ومؤشرات التوازن

المالي

المحور الرابع: التحليل المالي الديناميكي وأدواته في تقييم

المركز المالي للمؤسسة

## تمهيد

تحليل المركز المالي للمؤسسة يمثل خطوة أساسية للعديد من الأطراف الداخلية والخارجية في عملية اتخاذ القرارات المرتبطة بالتمويل والإقراض والاقتراض والاستثمار.

للتحليل المالي طرق وأساليب فنية يستخدمها المحلل المالي من أجل الوصول إلى مؤشرات معينة أثناء القيام بعملية التحليل المالي، هذه الطرق منها ما هو تقليدي نشأ مع بداية تشكل هذه المعرفة ولازال يشكل أهمية وفعالية في عملية التحليل المالي يسمى بالتحليل المالي الرأسي أو الساكن، يقوم على دراسة وتحليل الوضعية المالية للمؤسسة بالاستخدام مجموعة من النسب المالية، التي يوظفها المحلل المالي لدراسة العلاقات بين مختلف الحسابات المترابطة في القوائم المالية وتحديد الأهمية النسبية لكل عنصر من عناصرها، وعليه فهو يهتم بتحليل الهيكل المالي للمؤسسة من خلال تحليل عناصر الميزانية في لحظة زمنية محددة وعليه فإن هذه البيانات المالية تخص دورة مالية سابقة ، وهناك أساليب حديثة ظهرت مع تطور العلوم الأخرى كالرياضيات والإحصاء وبحوث العمليات.

يستهدف الفصل تعميق معارف الطالب في إدراك مختلف المعلومات المتعلقة بالقوائم المالية والتعرف على التقنيات الأساسية في المعتمدة في تحليل المركز المالي والميزانية بصفة خاصة، بإضافة إلى اكتساب الطالب لمهارات أساسية في قراءة عناصر الميزانية وإعدادها وتطوير قدراته التحليلية في كشف نقاط القوة والضعف في الوضعية المالية للمؤسسة.

## 1- التحليل المالي الذمي ( سيولة - استحقاق )

التحليل المالي الذمي أو تحليل سيولة استحقاق يقوم على تحليل وتحديد المركز المالي للمؤسسة مالها وما عليها من حقوق والتزامات مالية اتجاه المتعاملين معها، من خلال جرد عناصر الأصول والخصوم بالقيم الحقيقية الصافية وفق مبدئي الاستحقاق والسيولة.

تعتبر الميزانية من أهم الوثائق التي يستند عليها المحلل المالي في معرفة المركز المالي للمؤسسة، فهي وثيقة قانونية، مالية ومحاسبية تسمح بالتعبير المختصر عن الوضعية المالية للمؤسسة من خلال بيانها لمجموع عناصر الخصوم والأصول وتركيب كل كتلة من هذه العناصر وجردها في زمن محدد (نهاية السنة المالية أو دورة الاستغلال)، ما يسمح بتحديد مالها من موارد والطريقة الموظفة بها، هذه الموارد المتأتية إما من مشاركة المساهمين أو من مصادر التمويل الذاتي من جهة وحقوق وما عليها من ديون والتزامات اتجاه الغير من جهة أخرى.

الجديد مع النظام المحاسبي الجديد SCF هو التغيير الحاصل في طريقة عرض الميزانية، التي تبنت بصفة جديدة مسألة ترتيب عناصر الأصول والخصوم بالشكل الذي يسهل التحليل المالي، هذا إما في جدول واحد أو جدولين منفصلين.

إن عرض الميزانية الذي جاء به النظام المحاسبي الجديد SCF المستند للمعيار الدولي للمحاسبة IAS 1 الخاص بعرض القوائم المالية<sup>12</sup>، قد صنف عناصر الأصول والخصوم إلى غير متداولة (غير جارية) وأصول وأخرى (جارية) والمقياس في ذلك هو مبدئي السنوية والسيولة.

<sup>12</sup> شنوف شعيب، محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية، الجزء الأول، شركة بوداود للنشر، الجزائر، 2008،

## 1-1- عناصر الميزانية المالية

تتكون الميزانية من جانبين أساسيين، جانب الأصول الذي يعبر على ممتلكات المؤسسة من العناصر المادية أو المالية المساهمة في دورة الاستغلال، وجانب الخصوم المعبر على التزامات المؤسسة اتجاه أصحاب رؤوس الأموال ( الشركاء والمساهمين) ودائنو الاستغلال والاستثمار (ديون متوسطة وطويلة الأجل وديون قصيرة الأجل).

**1-1-1- الأصول:** تشتمل الأصول على مجموعة من العناصر المادية والمعنوية والمالية، اقترحت العديد من التصنيفات لمعالجتها وتبويبها ضمن الميزانية وهذا باختلاف النظرة المحاسبية والمالية والاقتصادية لها، غير أن هذه الاقتراحات تلتقي في نقطتين أساسيتين اعتمدتا في تصنيف الأصول ترتبط الأولى بالبعد الزمني لمساهمة هذه الأصول في دورة الاستغلال والثانية بقدرتها وقابليتها للتسييل بمعنى المدة الزمنية التي تستغرقها لكي تتحول من الشكل المادي إلى الشكل النقدي.

**1-1-1-1- الأصول الغير متداولة (غير الجارية):** هي الأصول الموجهة لخدمة المؤسسة بصفة دائمة ولفترة طويلة، أي تبقى في المؤسسة لأكثر من سنة أو تستخدم في دورة الاستغلال لأكثر من دورة وتتميز بأنها تأخذ وقت طويلا لتسييل (تحول إلى نقدية)، منها ما هو غير قابل للتسييل وتشمل:

- **التثبيات المعنوية:** برمجيات المعلوماتية، العلامات التجارية...إلخ.

- **التثبيات المادية:** أراضي، مباني، معدات، قيم ثابتة أخرى، قيم ثابتة للتنازل، القيم الثابتة الجارية... إلخ.

- **التثبيات المالية:** سندات معاد تقييمها، سندات مساهمة ثابتة، مساهمات وحقوق مماثلة...إلخ.

**1-1-1-2- الأصول المتداولة (الجارية):** هي الأصول التي لها علاقة مباشرة بدورة الاستغلال

وتتوقع المؤسسة بيعها أو استهلاكها خلال دورتها العادية (سنة)، إضافة إلى العملاء والنقديات...إلخ.

**1-1-2-1- الخصوم:** تعبر الخصوم في الميزانية على مجموع موارد المؤسسة، التي يتم التفرقة بينها على أساس المصدر الذي جاءت منه، إما داخلي في شكل أموال خاصة ( أصحاب المؤسسة، الشركاء، المساهمون)، أو خارجي في شكل ديون طويلة، متوسطة، وقصيرة الأجل ( المؤسسات المالية والمصرفية).

**1-1-2-1-1- الأموال الخاصة:** تتكون من الرأس المال المطلوب، الرأس المال الغير مطلوب، الاحتياطات، فرق إعادة التقدير، أموال خاصة محولة من جديد، نتيجة الدورة.

**1-1-2-2-1- الخصوم الغير متداولة ( غير الجارية )<sup>13</sup>:** هي الأموال التي تبقى وتستعمل في المؤسسة لأكثر من سنة وتتكون من الالتزامات المالية ( القروض الطويلة الأجل)، التي يتوقع تسديدها بعد 12 شهرا الموالية لنهاية الدورة المحاسبية.

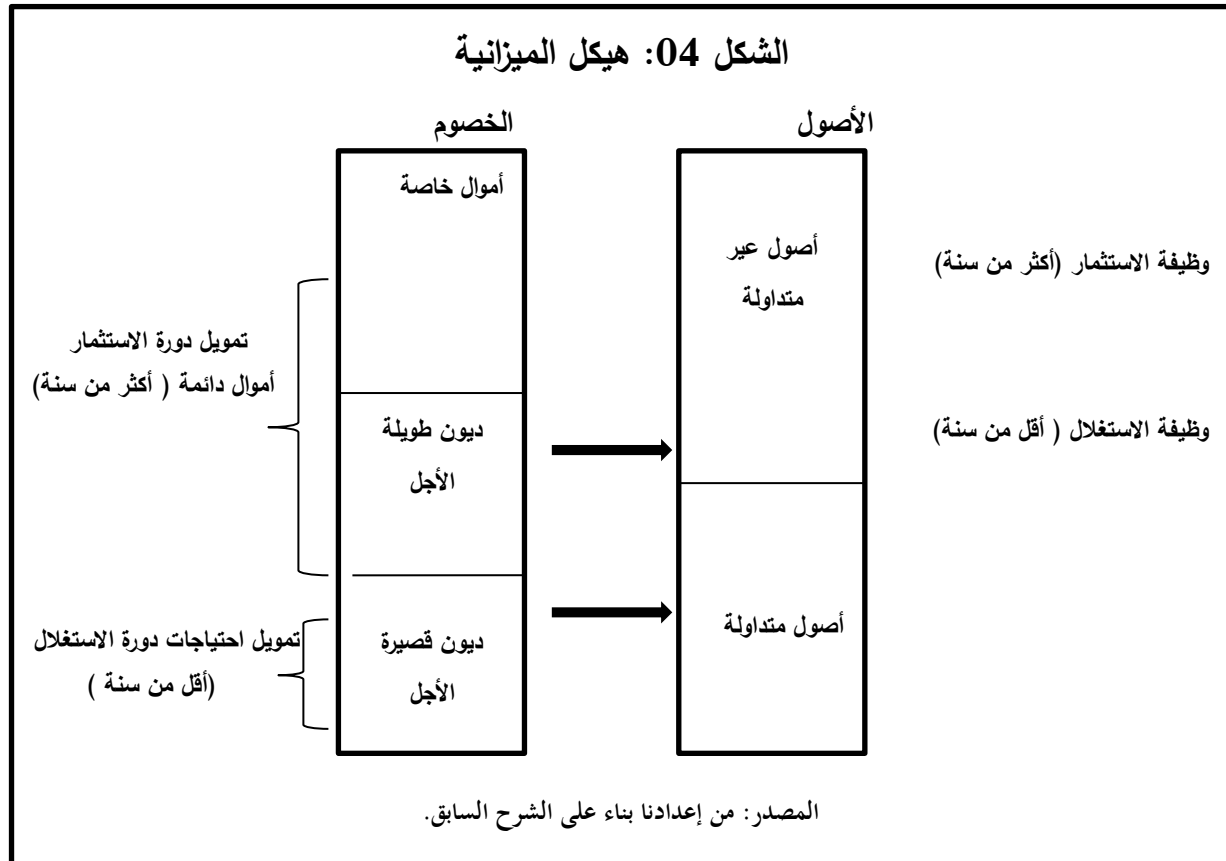
وهي القروض والديون المالية، التزام ضريبي مؤجل، خصوم أخرى غير متداولة، مؤونات وإيرادات مقدمة والخصوم المماثلة.

**1-1-2-3- الخصوم المتداولة (الجارية):** هي عبارة الديون القصيرة الأجل الموجهة لتمويل احتياجات دورة الاستغلال أو الالتزامات الراهنة التي يتوقع تسديدها خلال 12 شهرا الموافقة للدورة المحاسبية وتتكون من الموردون والحسابات الملحقة، ضرائب، ديون ودائنون آخرون، حسابات الخزينة (السالبة) وما يعادلها.

<sup>13</sup> نفس المرجع السابق.

الشكل رقم 4 يبين هيكل الميزانية المالية ( الأصول والخصوم) على أساس السنوية والاستحقاق و

السيولة وعلاقتها بدورات الاستثمار والاستغلال والتمويل المرتبطة بنشاط واستمرارية المؤسسة .



## الجدول رقم 01: شكل الميزانية المالية

الأصول	الخصوم
<p>الأصول الغير متداولة</p> <p>تثبيات معنوية</p> <p>أعباء تطوير القيم الثابتة</p> <p>أنظمة الإعلام الآلي</p> <p>رخص ومركبات تجارية</p> <p>فارق الاقتناء</p> <p>قيم معنوية أخرى</p> <p>تثبيات عينية</p> <p>أراضي</p> <p>تهينات أراضي</p> <p>مباني</p> <p>معدات وأدوات صناعية</p> <p>تثبيات عينية أخرى</p> <p>قيم ثابتة للتنازل</p> <p>تثبيات يجري إنجازها</p> <p>قيم معنوية قيد الإنجاز</p> <p>تثبيات مالية</p> <p>سندات موضوعة موضع المعادلة</p> <p>مساهمات لأخرى مثبتة</p> <p>قروض وأصول مالية أخرى غير جارية</p> <p>ضرائب مؤجلة على الأصول</p>	<p>رؤوس الأموال الخاصة</p> <p>رأس المال المطلوب</p> <p>رأس المال الغير مطلوب</p> <p>علاوات واحتياطات</p> <p>فوارق إعادة التقدير</p> <p>نتيجة الدورة</p> <p>رؤوس أموال خاصة أخرى</p> <p>الخصوم الغير متداولة ( الديون الطويلة الأجل)</p> <p>قروض وديون مالية</p> <p>ضرائب مؤجلة ومرصود لها</p> <p>ديون أخرى غير جارية</p> <p>مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا</p>
مجموع الأصول الغير متداولة ( الجارية )	مجموع الخصوم الغير متداولة ( الجارية)
<p>الأصول المتداولة ( الجارية )</p> <p>مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ</p> <p>حسابات دائنة واستخدامات مماثلة</p> <p>الزبائن</p> <p>المدينون الآخرون</p> <p>الضرائب وما شابهها</p> <p>حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة</p> <p>الموجودات وما شابهها</p> <p>الخزينة</p>	<p>الخصوم المتداولة ( الجارية )</p> <p>الخصوم الجارية</p> <p>موردون وحسابات ملحقه</p> <p>ضرائب</p> <p>ديون أخرى</p> <p>خزينة سلبية</p>
مجموع الأصول المتداولة ( الجارية )	مجموع الخصوم المتداولة ( الجارية )
المجموع العام للأصول	المجموع العام للخصوم

المصدر: الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قرار مؤرخ في 26 جويلية 2008، الصادر بالجريدة الرسمية رقم 19 بتاريخ 25 مارس 2009 .

## 2- التحليل المالي الوظيفي للميزانية

التحليل الوظيفي للميزانية يقوم على تصنيف الموارد والاستخدامات وفقا للوظائف التي يمكن أن تكون ذات صلة بدورة الاستغلال والنشاط الأساسي للمؤسسة، التي تتضمن ثلاث دورات أساسية تعكس نشاط المؤسسة وهي دورة الاستغلال على المدى القصير ودورتي الاستثمار والتمويل على المدى البعيد. وظيفة الاستغلال تعتبر الركيزة الأساسية في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة، حيث تعبر عن النشاط الرئيسي الذي تمارسه المؤسسة، يتم من خلالها تحديد طبيعة نشاط المؤسسة (إنتاجية، تجارية...) تشمل مراحل التمويل، التخزين، التصنيع، البيع.

تظهر الذمم التجارية المدينة والذمم الدائنة التجارية المرتبطة بالموردين والزبائن بسبب الوقت الفاصل بين معاملات الشراء للمواد الأولية ومستلزمات الإنتاج والمبيعات (سياسات التحصيل والسداد). أما وظيفة الاستثمار، يتمثل دورها في تزويد المؤسسة بمختلف الأصول المادية والتجهيزات الضرورية لضمان استمرارية نشاطها وتوسعه، وهي تشمل عمليات الحيازة (الشراء) لغرض الإحلال أو التوسع. وعمليات التنازل (البيع).

وظيفة التمويل، يتمثل دورها في تغطية الاحتياجات المالية للنشاط سواء تعلق الأمر بوظيفة الاستغلال أو الاستثمار، من خلال المصادر الداخلية المتمثلة في التمويل الذاتي الذي يتشكل من الأرباح المحققة الغير موزعة، مضافا إليها الإهلاكات والمؤونات والمصادر خارجية المتمثلة في عمليات الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية وكذلك عمليات الزيادة في رأس المال (سندات أو أسهم).

## 2-1- الميزانية الوظيفية

الميزانية الوظيفية أو الميزانية الاقتصادية، تهدف إلى تحليل نشاط المؤسسة وفقا لمختلف المراحل المرتبطة بدورة الاستغلال، حيث يتم بناء الميزانية الوظيفية من خلال إعادة ترتيب عناصر الأصول والخصوم من الميزانية، لا على أساس المدة الزمنية أو الاستحقاق بل على أساس مصدر الأموال ووجهتها، إلى موارد واستخدامات مرتبطة بدورة التمويل والاستثمار وموارد واستخدامات مرتبطة بدورة الاستغلال.

تهدف الميزانية الوظيفية إلى الإجابة على سؤالين جوهريين وهما:

- ماهو مصدر الأموال ( من أين تحققت)؛

- ماهي استخدامات الأموال ( طبيعة الاستخدامات).

ما يساعد مختلف الأطراف الداخلية والخارجية على تتبع وتقييم السياسة المالية المتبعة من طرف إدارة المؤسسة على إعطاء صورة أكثر وضوحا عن الوضعية المالية للمؤسسة من خلال تحليل كيفية تسيير التدفقات النقدية وإدارتها<sup>14</sup>.

الميزانية الوظيفية تساعد في تحليل الهيكل المالي للمؤسسة ومقارنته مع استخداماتها، فعلى مستوى:

- دورة الاستثمار فهي تسمح بالمقارنة، بين الاصول الثابتة والموارد الدائمة؛

- دورة الاستغلال فهي تسمح بالمقارنة، بين المخزونات والمستحقات والديون المرتبطة بعمليات التشغيل؛

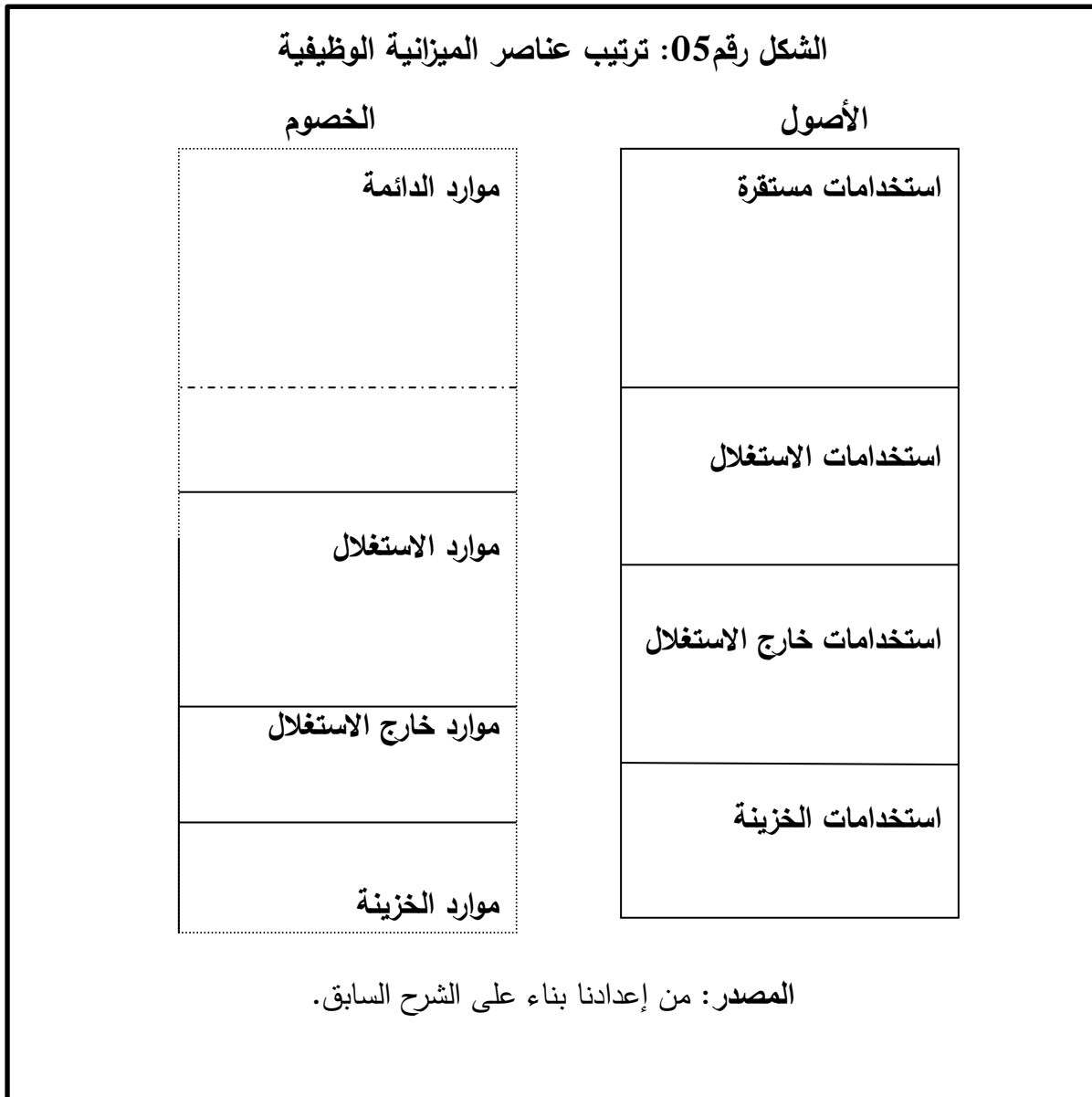
- دورة خارج الاستغلال فهي تسمح بالمقارنة، بين الديون والالتزامات الأخرى.

<sup>14</sup> Gestion financière de l'entreprise, Dunod, paris, 2002, P 252.

الجدول رقم 02: الشكل المختصر للميزانية الوظيفية

المبالغ	الموارد	المبالغ	الاستخدامات
	الموارد الدائمة		الاستخدامات المستقرة
	موارد الاستغلال		استخدامات الاستغلال
	موارد خارج الاستغلال		استخدامات خارج الاستغلال
	موارد الخزينة		استخدامات الخزينة

والشكل رقم 5 يوضح ترتيب عناصر الميزانية الوظيفية:



### -3- التحليل المالي الساكن ومؤشرات التوازن المالي

تعتبر مؤشرات التوازن المالي أداة هامة من أدوات التحليل المالي المستخدمة في تحليل الهيكل المالي للمؤسسة والحكم على استقرار أو اختلال وضعيتها المالية على المدى المتوسط والطويل.

غير أن حساب مختلف هذه المؤشرات انطلاقاً من الميزانية المحاسبية لا يمكن أن يعكس الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة كون أن البيانات المحاسبية المعبرة عن أصول وخصوم المؤسسة هي بيانات دفترية لا يمكن أن تعكس القيمة الحقيقية للمؤسسة في السوق في تاريخ معين.

لتجاوز هذا الإشكال لا بد من الانتقال من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية التي تعبر بصفة حقيقية عن القيمة الحقيقية لأصول وخصوم المؤسسة في السوق، الأمر الذي يسمح للمحلل المالي من تصويب نتائجه وقراراته وتحديد المركز المالي الفعلي للمؤسسة.

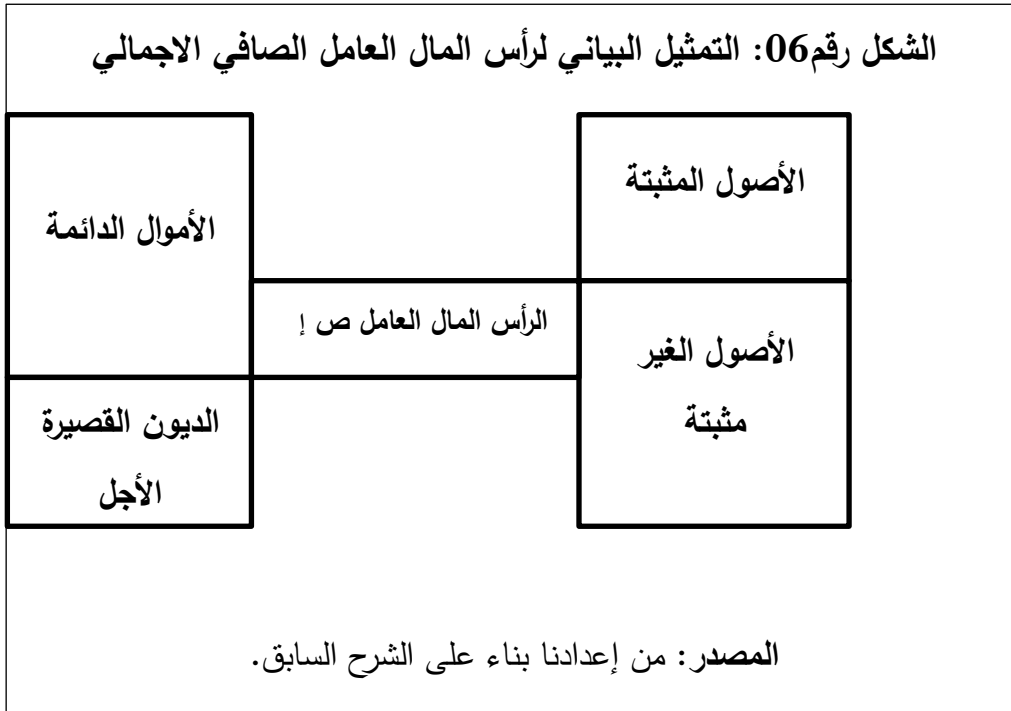
### 3-1- الميزانية المالية

هي قائمة مالية معدة انطلاقاً من الميزانية المحاسبية، ترتب فيها عناصر الأصول والخصوم وفقاً لمبدأ السنوية والاستحقاق والسيولة بالقيم الصافية الحقيقية التي تعكس قيمتها في السوق بطريقة موضوعية.

إعداد الميزانية المالية يجب أن يراعي بعض المبادئ الأساسية في تقييم وترتيب عناصر الأصول والخصوم، فوفق مبدأ السيولة للأصول ترتب عناصر الأصول حسب درجة السيولة المتزايدة أي قابليتها السريعة للتسييل دون أخذ مدة زمنية أو تحمل تكاليف إضافية أ، نقصان من قيمتها بمعنى المدة الزمنية التي تحتاجها لتتحول إلى سيولة جاهزة انطلاقاً من أعلى الميزانية، إذ أن هناك بعض الأصول التي تأخذ مدة زمنية طويلة للتسييل وهناك بعض آخر لا يمكنه أن يتحول إلى سيولة في بعض الحالات كالتجهيزات والآلات الضخمة والمعقدة أو الخاصة بطبيعة نشاط جد متميز.

ترتب عناصر الخصوم وفقا لمبدأ مبدأ الاستحقاق للخصوم حسب درجة الاستحقاق انطلاقا من أعلى الميزانية.

-3-2- رأس المال العامل الصافي الإجمالي<sup>15</sup>: هو ذلك الجزء من الموارد الدائمة المستخدم في تمويل استخدامات دورة الاستغلال لأكثر من سنة والموجهة للاستثمار والزيادة في الطاقة الانتاجية. هو عبارة عن ذلك الهامش من النقدية الذي تحتفظ به المؤسسة في شكل سيولة، يمكن اللجوء إليه لتغطية الاحتياجات الطارئة التي يمكن أن تتحقق في ظل ظروف عدم التأكد أي المستقبل بما يسمح لها بمتابعة نشاطها بصورة طبيعية دون صعوبات أو ضغوطات مالية على مستوى الخزينة، وضمان استمرار توازن هيكلها المالي والشكل 6 يوضح ما سبق وفق التمثيل البياني التالي:



<sup>15</sup> إلياس بن ساسي، نفس المرجع، ص 57.

يعطى الرأس مال العامل الإجمالي الصافي وفق العلاقة التالية:

من أعلى الميزانية

الرأس المال العامل الصافي الإجمالي = الأموال الدائمة (-) الأصول الثابتة

الرأس المال العامل الصافي الاجمالي (FRNG) = الأموال الخاصة + الديون م / ط (-) التثبيتات

تقيس هذه الطريقة حصة الموارد الدائمة الموجهة، لتمويل الاستخدامات المثبتة.

من أسفل الميزانية

يعبر رأس المال العامل من أسفل الميزانية، عن الفرق بين الأصول المتداولة والقروض القصيرة الأجل

أي مدى قدرة المؤسسة على تغطية الاحتياجات القصيرة الأجل المرتبطة بدورة الاستغلال.

الرأس المال العامل الصافي الاجمالي (FR<sub>NG</sub>) = الأصول المتداولة (-) الخصوم المتداولة

يعتبر رأس المال العامل الصافي الإجمالي هامش الأمان الذي تتوفر عليه المؤسسة من النقدية، الموجه

لتغطية الاحتياجات الطارئة المرتبطة بدورة الاستغلال بما يسمح بعدم وقوع المؤسسة في حالة نقص في

السيولة، بسبب وجود فارق زمني بين سياسات التحصيل السداد الذي يمكن أن ينشأ نتيجة الحالات

التالية:

- الشراء والبيع والمتمثل في تكوين المخزون؛

- البيع والتحصيل ويتمثل في نشأة الحقوق؛

- الشراء والتسديد ويتمثل في نشأة الديون.

إذا كان (FR<sub>NG</sub>) موجب فهذا يعني أن الموارد الدائمة تغطي الأصول الثابتة أي الاستخدامات المرتبطة بدورة الاستغلال، بمعنى أن المؤسسة تتمتع بالسيولة الكافية لتغطية مختلف احتياجاتها، وضعية جيدة. أما إذا كان (FR<sub>NG</sub>)، فإن هذا مؤشر على عدم تمتع المؤسسة بالسيولة الكافية لتغطية احتياجاتها الطويلة الأجل بمصادر تمويل طويلة الأجل، بمعنى آخر وضعية غير جيدة كون المؤسسة تلجئ للديون القصرة الأجل لتمويل احتياجات دورة الاستثمار وهو ما يتعارض مع مبدأ الملائمة.

### مثال توضيحي

إليك فيما يلي الميزانية الوظيفية لمؤسسة الأمل المتخصصة في صناعة الملابس:

المبالغ	الموارد	المبالغ	الاستخدامات
360000	الموارد الدائمة	300000	الاستخدامات المستقرة
220000	موارد الاستغلال وخارج الاستغلال	260000	استخدامات الاستغلال وخارج الاستغلال
20000	موارد الخزينة	40000	استخدامات الخزينة
600000	المجموع	600000	المجموع

المطلوب : قم بحساب الرأس المال العامل الصافي الإجمالي.

الحل:

$$\text{الرأس المال العامل الصافي الإجمالي (FR}_{NG}\text{)} = \text{الأموال الدائمة (-) الأصول الثابتة}$$
$$360000 - 300000 = 60000 \text{ دج}$$

المؤسسة تتمتع بحالة مالية وسيولة جيدة، تسمح لها بتغطية احتياجاتها على المدى الطويل

الموارد الطويلة الأجل تسمح بتغطية الاحتياجات الطويلة الأجل ( دورة الاستثمار).

المؤسسة تتمتع بهامش أمان (60000) من السيولة يسمح لها بمواجهة الأخطار المالية الغير منتظرة.

3-2-1- أنواع الرأس المال العامل:<sup>16</sup>

أ/ الرأس المال العامل الصافي  $FR_N$  :

هو ذلك الجزء من الأصول المتداولة الممول بالأموال الدائمة و يحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{الرأس المال العامل الصافي} = \text{إجمالي الأصول المتداولة} - \text{إجمالي الخصوم المتداولة}$$

ب/الرأس المال العامل الخاص:

هو ذلك الجزء من الأموال الخاصة الموجه لتمويل جزء من الأصول المتداولة، بعد تمويل الأصول

الثابتة، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{الرأس المال العامل الصافي: الأموال الخاصة} - \text{التثبيات}$$

<sup>16</sup> منير شاكر محمد، التحليل المالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص 113.

## ت/ الرأس المال العامل الأجنبي:

يبين قيمة الموارد المالية الأجنبية ( الديون) في المؤسسة، وهنا لا ينظر إلى الديون بالمفهوم السلبي لها، بل كمورد ضرورية لنشيط عملية الاستغلال، وأصبح من الضروري على المؤسسات أن تؤمن لنفسها موارد مالية متاحة عند الضرورة، لتدارك العجز في الخزينة.

هو الجزء من الأموال الدائمة الموجه لتمويل جزء من الأصول المتداولة، وبحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{الرأس المال العامل الأجنبي} = \text{مجموع الخصوم} - \text{الأموال الخاصة} \\ = \text{مجموع الديون}$$

### 3-2-2- الحالات التي يمكن أن يأخذها الرأس المال العامل الصافي الإجمالي $FR_{NG}$ :

يمكن ل ر م ع ص إ  $(FR_{NG})$  أن يأخذ الحالات التالية<sup>17</sup>:

$FR_{NG} < 0$  : (سياسة محافظة): يتحقق ذلك عندما تكون الأموال الدائمة < الأصول الثابتة وبالتالي فإن المسير المالي يجعل المؤسسة تبتعد عن خطر نقص السيولة والتعثر المالي ما يعني أن المؤسسة متوازنة ماليا على المدى الطويل، أي أن المؤسسة تمكنت من تمويل احتياجاتها الطويلة الأجل باستخدام مواردها الطويلة الأجل، وحققت فائض مالي يمكن استخدامه في تمويل الاحتياجات المالية المتبقية، وهذا ما يشير إلى توازن في الهيكل المالي للمؤسسة، في المقابل فإن هذه السياسة يمكن أن تؤثر سلبا على أرباح المؤسسة وذلك بسبب استخدام موارد طويلة الأجل ذات التكلفة المرتفعة في تمويل استخدامات الدورة التي يجب أن تمول بموارد قصيرة الأجل ذات التكلفة المنخفضة أو المنعدمة.

<sup>17</sup>إلياس بن ساسي، نفس المرجع السابق، ص ص 68، 69.

$$0 < FR_{NG}$$

الأصول الثابتة	الأموال الدائمة
الأصول المتداولة	$FR_{NG}$
	د ق أ

$0 > FR_{NG}$  : (سياسة جريئة): يتحقق ذلك عندما تكون الأموال الدائمة > الأصول الثابتة وبالتالي فإن

المسير المالي يجعل المؤسسة تقترب من خطر العسر المالي بسبب أنها قامت بتمويل الاستخدامات المستقرة ذات العمر الاقتصادي الطويل بمراد الدورة القصيرة الأجل، في المقابل فإن هذه السياسة يمكن أن ترفع من أرباح المؤسسة، بسبب استخدام موارد قصيرة الأجل ذات التكلفة المنخفضة أو المنعدمة في تمويل استخدامات المستقرة التي يجب أن تمول بمراد طويلة الأجل ذات التكلفة المرتفعة، المؤسسة في هذه الحالة عاجزة عن تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية باستخدام مواردها المالية الدائمة، وبالتالي فهي بحاجة إلى تقليص مستوى استثماراتها إلى الحد الذي يتوافق مع هذه الموارد.

$$0 > FR_{NG}$$

الأصول الثابتة	الأموال الدائمة
$FR_{NG}$	دق أ
أصول متداولة	

$0 = FR_{NG}$  : في هذه الحالة تغطي الأموال الدائمة الأصول الثابتة فقط، أما الأصول فتغطي عن

طريق القروض القصيرة الأجل، فهذه الوضعية لا تتيح أي ضمان تمويلي في المستقبل، تترجم هذه الحالة الوضعية الصعبة للمؤسسة.

$$0 = FR_{NG}$$

الأصول الثابتة	الأموال الدائمة
أصول متداولة	دق أ

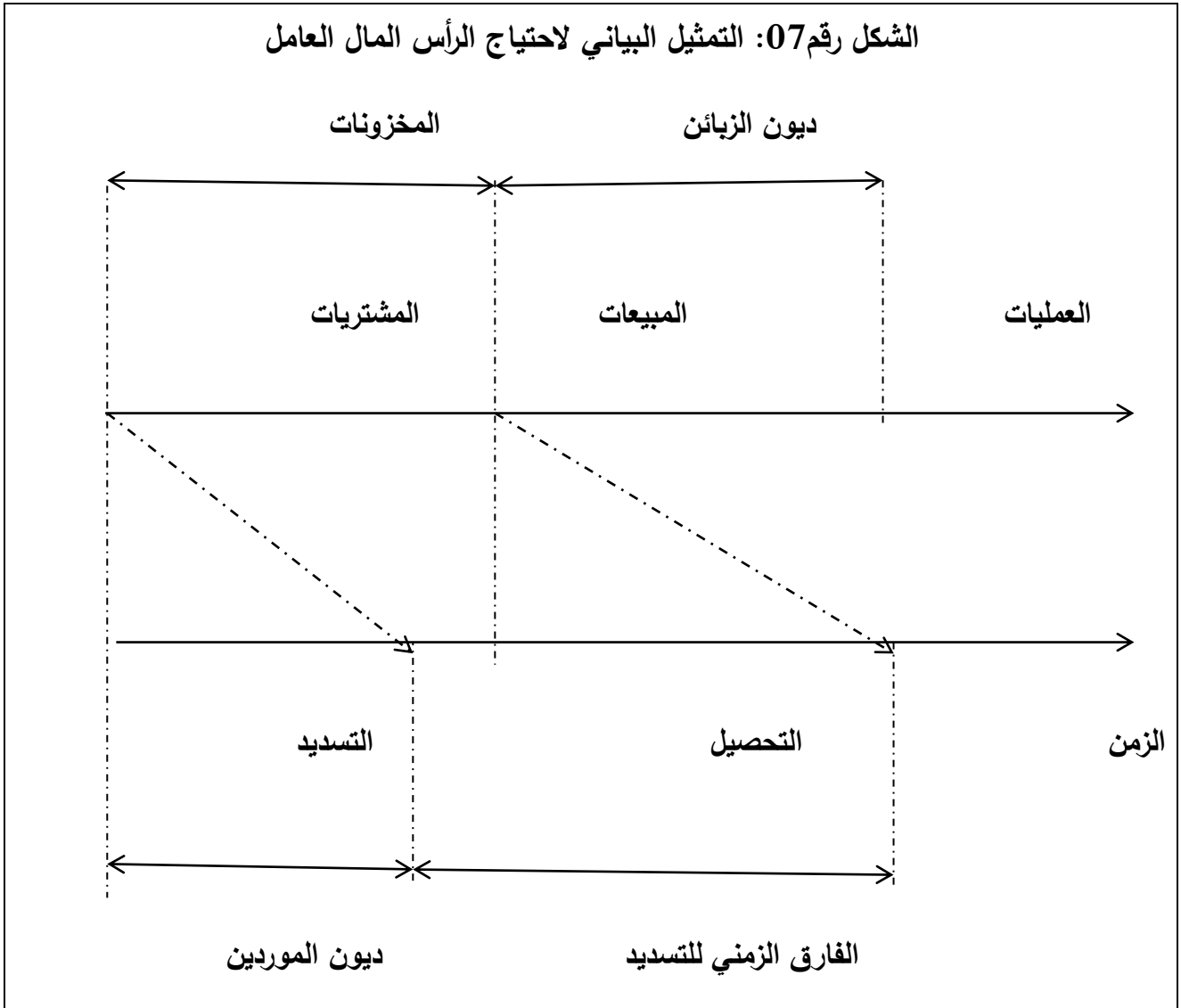
-3-3- احتياج رأس المال العامل (BFR)<sup>18</sup>: ينتج عن دورة الاستغلال تدفقات نقدية داخلية وأخرى

خارجة وفي كثير من الحالات لا تستطيع المؤسسة تغطية ديونها للاستغلال بواسطة حقوقها ومخزوناتها

نتيجة وجود فوارق زمنية بين مراحل دورة الاستغلال، تجعل المؤسسة بحاجة للحصول على أموال

<sup>18</sup> زغيب مليكة، مرجع سابق، ص 53.

لتغطية احتياجاتها والتي يعبر عنها بالاحتياجات من رأس المال العامل (BFR)، كما هو مبين في الشكل رقم 7.



احتياج الرأس المال العامل (BFR) = ( الأصول الغير مثبتة - القيم الجاهزة ) -  
 ( ديون قصيرة الأجل - سلفات مصرفية )  
 احتياج رأس المال العامل (BFR) = احتياجات الدورة - موارد الدورة  
 احتياج رأس المال العامل (BFR) = ( المخزونات + مدينو الاستغلال + مدينو خارج  
 الاستغلال ) - ( ديون الاستغلال + ديون خارج الاستغلال )

### 3-3-1 - احتياج الرأس المال العامل للاستغلال $BFR_{EX}$

يمثل الأصول المتداولة للاستغلال التي لا تستطيع المؤسسة تمويلها بموارد الاستغلال المالية قصيرة الأجل.

احتياج رأس المال العامل للاستغلال	الأصول المتداولة للاستغلال
ديون الاستغلال	

احتياج الرأس المال العامل للاستغلال  $BFR_{EX}$  = الأصول المتداولة للاستغلال - ديون الاستغلال

### 3-3-2 - احتياج الرأس المال العامل خارج الاستغلال $BFR_{HEX}$

يمثل الأصول المتداولة خارج الاستغلال التي لا تستطيع المؤسسة تمويلها بالموارد المالية خارج الاستغلال في الأجل القصير.

احتياج الرأس المال العامل خارج الاستغلال  $BFR_{HEX}$  = الأصول المتداولة خارج الاستغلال - ديون خارج الاستغلال

احتياج رأس المال العامل
خارج الاستغلال
ديون خارج الاستغلال

الأصول المتداولة خارج
الاستغلال

### -3-3-3- الحالات التي يمكن أن يأخذها احتياج رأس المال العامل BFR

يمكن ان يأخذ الحالات التالية :

-  $BFR < 0$  : اذا كانت قيمة **BFR** كبيرة وموجبة، فإن المؤسسة في هذه الحالة لم تؤمن الموارد قصيرة الأجل الكافية والتي تكون غالبا تكلفتها منخفضة لتغطية مختلف احتياجات دورة الاستغلال (حالة اختلال).

-  $BFR > 0$  : في هذه الحالة تكون احتياجات الدورة أقل من موارد الدورة في هذه الحالة المؤسسة في لم تستخدم تلك الموارد في توسيع دورة الاستغلال والزيادة في الطاقة الإنتاجية أي وجود اختلال في استغلال الموارد المتاحة بما يؤثر على زيادة التكلفة والتقليل من الأرباح (حالة اختلال).

-  $BFR = 0$  : موارد الدورة = احتياجات الدورة.

### -4-3- الخزينة TR

الخزينة هي مجموع الأموال الجاهزة (النقدية) الموجودة تحت تصرف المؤسسة في حالة سيولة التي يمكن التصرف فيها لمقابلة احتياجات دورة الاستغلال<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> زغيب مليكة، نفس المرجع، ص 53.

من خلال الخزينة تستطيع المؤسسة تحديد حالة التوازن المالي، فاذا تمكنت من تغطية مختلف

احتياجاتها، يكون رصيد الخزينة موجب وهي حالة فائض وفي العكس تكون الخزينة سالبة وهي حالة

عجز تعطى بالعلاقة التالية :

$$\text{الخزينة} = \text{الموارد} - \text{الاحتياجات}$$
$$\text{الخزينة (TR)} = \text{رأس المال العامل FR} - \text{احتياج رأس المال العامل BFR}$$

أ/  $0 < TR$

$BFR < FR$  : في هذه الحالة المؤسسة قامت بتجميد جزء من أموالها الثابتة لتغطية رأس المال

العامل، مما يطرح عليها مشكلة الربحية أي تكلفة الفرصة الضائعة لهذا وجب عليها معالجة الوضعية

عن طريق شراء مواد أولية أو تقديم تسهيلات للزبائن .

ب/  $0 > TR$

$BFR > FR$  : المؤسسة في حالة عجز أي غير قادرة على تسديد ديونها في آجالها، غير أن هذا

يطرح مشكل متمثل في وجود تكاليف إضافية مما يجعلها للجوء إلى طلب حقوقها الموجودة لدى الغير،

أو الاقتراض من البنوك، أو تتنازل عن بعض استثماراتها دون التأثير على طاقتها الإنتاجية، أو بيع

بعض المواد الأولية في حالات الاستثنائية.

ت/  $0 = TR$

$BFR = FR$  (أي الخزينة المثلى): الوصول إلى هذه الحالة يتم بالاستخدام الأمثل للموارد المؤسسة

وفق الإمكانيات المتاحة عن طريق تقادي مشاكل عدم التسديد وبالتالي التحكم في السيولة دون التأثير

على الربحية، ذلك من خلال التأثير على  $FR$  و  $BFR$ .

-3-3-1- حالات عجز الخزينة<sup>20</sup>: هي الحالات المسببة للعجز في الخزينة حسب المنظور الوظيفي:

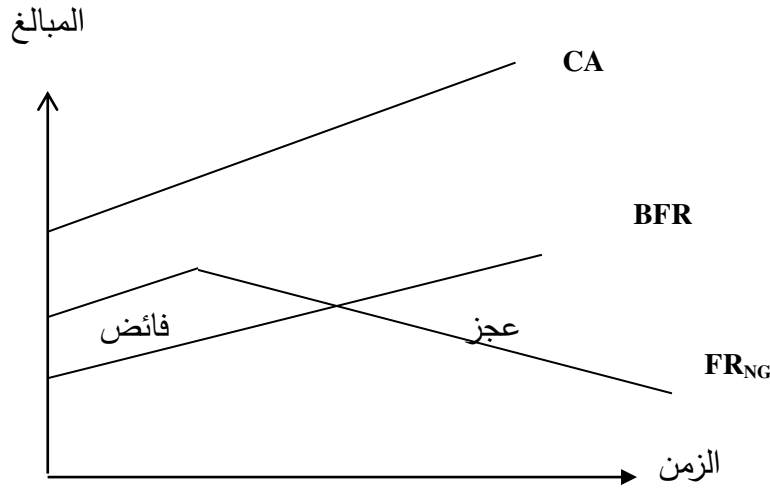
-3-3-1-1- حالات خطأ السياسة المالية المتبعة: يحدث عجز في رصيد الخزينة إذا أخلت

المؤسسة بمبدأ التغطية وقامت بتمويل الاستخدامات المستقرة عن طريق موارد الاستغلال فيؤدي ذلك إلى

انكسار في FR مع بقاء BFR على حاله في وضعه الطبيعي وبالتالي تنتقل المؤسسة من حالة

الفائض إلى حالة العجز كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم 08 : أثر المقص في حالة خطأ السياسة المالية المتبعة



تتم معالجة هذا الوضع عن طريق الرفع من قيمة الأموال الخاصة؛ الحصول على قروض بنكية؛

التنازل عن بعض التثبيات الغير مستغلة.

-3-3-1-2- حالة نمو سريع وغير متحكم فيه: ما إذا أقدمت المؤسسة على تحقيق معدلات نمو

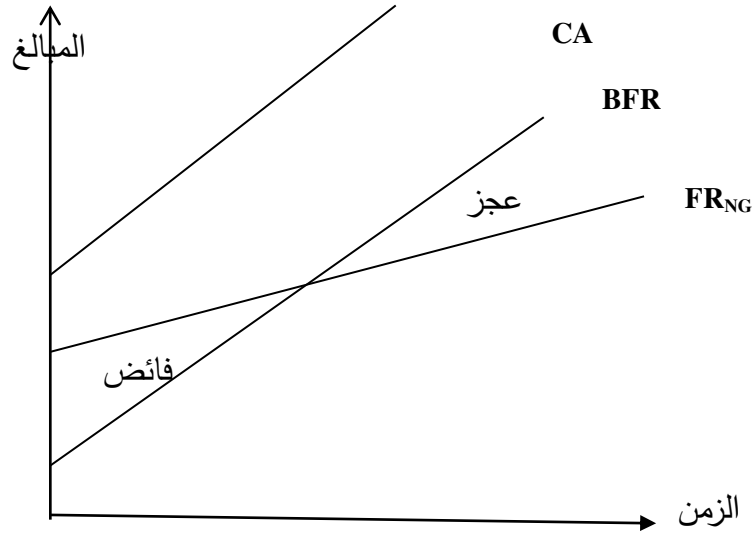
في المبيعات أكبر من إمكانياتها المالية الحالية فإن ذلك قد يؤدي إلى تضخيم في BFR بسبب ارتفاع

بعض العناصر مثل: الزبائن، أوراق القبض...، مع بقاء FRNG في وضعه الطبيعي، كما هو مبين في

الشكل رقم 09.

<sup>20</sup> إلياس بن ساسي، نفس المرجع السابق، ص 91.

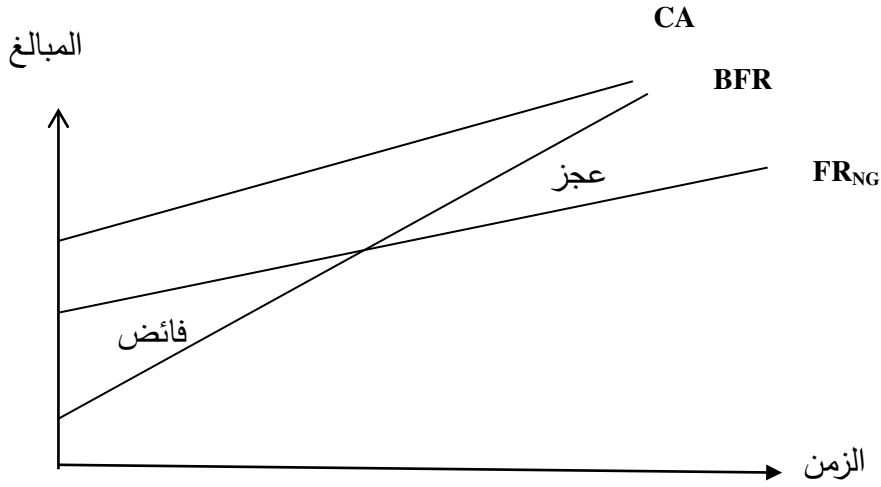
الشكل رقم 09: أثر المقص في حالة نمو سريع و غير متحكم فيه



يمكن التغلب على هذا الوضع من خلال إعادة النظر في سياسة الاستثمار والتراجع عن استهداف أسواق إضافية وتركيز الجهود التجارية والاستثمارية على حصة سوقية تتناسب مع الإمكانيات المتاحة للمؤسسة.

**3-3-1-3-3- حالة سوء تسيير عناصر الاستغلال:** في كثير من الأحيان يتم تسيير عناصر أصول الاستغلال بشكل عشوائي من خلال تباطؤ شديد في معدلات دوران المخزون وكذلك منح آجال طويلة للعملاء، وقبول آجال قصير من الموردين هذا التسيير يؤدي الى تضخيم غير طبيعي في **BFR** ومع بقاء **FRNG** في وضعه الطبيعي، كما هو مبين في الشكل رقم 10.

الشكل رقم 10: أثر المقص في حالة سوء في تسيير عناصر الاستغلال

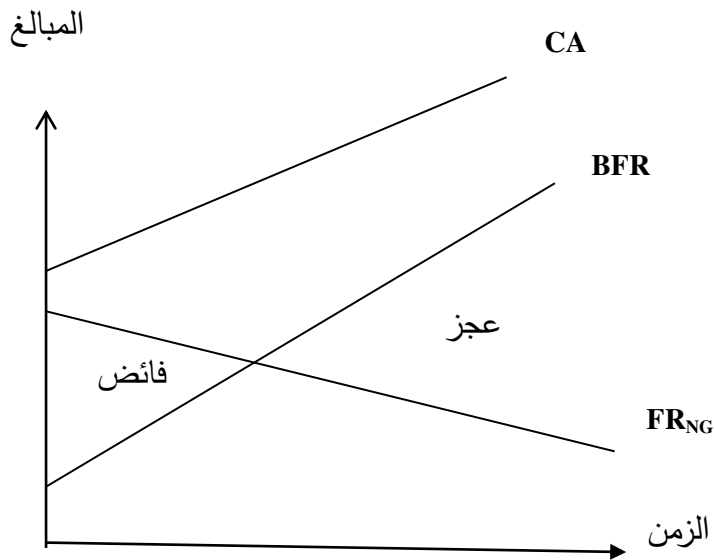


يمكن الخروج من هذا المأزق من خلال تبني سياسة علمية دقيقة تمكن المؤسسة من تسيير مخزونها، وتحسين العلاقة بين العملاء والموردين، من خلال اعتماد سياسة التحصيل قبل التسديد، ومنح آجال للعملاء تتناسب مع الآجال الممنوحة من الموردين.

**3-3-1-4- حالة الخسائر المتراكمة:** إذا حققت المؤسسة خسائر متتالية فإن ذلك سيؤدي إلى نقص في الأموال الخاصة مما يجعل الموارد الدائمة في حالة تراجع مستمر، ما يؤدي إلى انخفاض في

FR<sub>NG</sub> مع بقاء BFR في وضعه الطبيعي، كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم 11: أثر المقص في حالة خسائر متراكمة

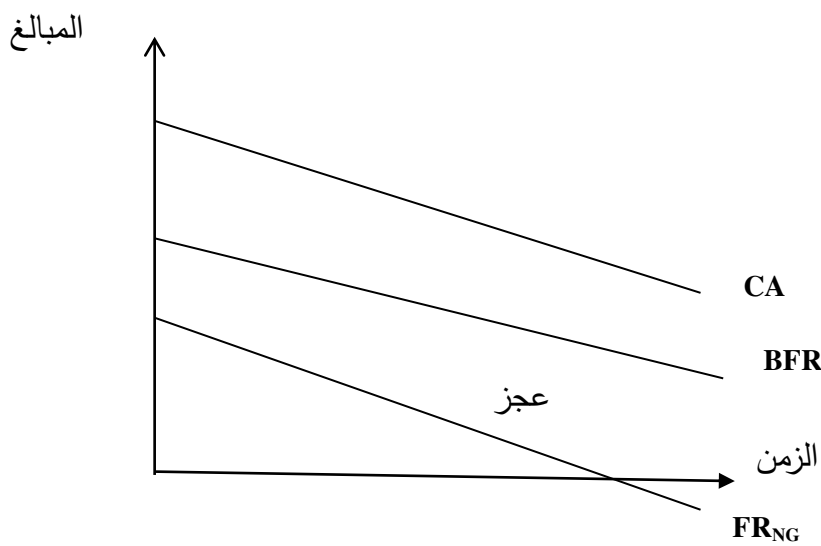


يمكن تصحيح هذا الوضع من خلال خطة طويلة الاجل تتضمن مستويين: **مستوى داخلي** وذلك بترشيد الإنفاق لتدنية التكاليف بالتوجه نحو استخدام الأساليب العلمية والنظم المتخصصة في الإنتاج والتركيز على الجودة و**مستوى خارجي**: من خلال اعتماد مخطط تسويقي يهدف إلى تعظيم الحصة السوقية وجلب أكبر عدد ممكن من العملاء.

**-3-3-1-5- حالة تدهور في النشاط:** في حالة مواجهة المؤسسة لمشاكل تسويقية ناجمة عن معطيات المحيط فان ذلك يؤدي إلى انخفاض في رقم الأعمال وبالتالي انخفاض الإيرادات مقابل التكاليف وبالتالي انخفاض رقم الأعمال ما يؤثر على قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي، فتتخفف الموارد الدائمة للمؤسسة بمرور الزمن وبالتالي انخفاض في  $FR_{NG}$  .

كما ينتج عن هذه الحالة انخفاض في  $BFR$  بمرور الزمن ولكن أقل حدة من  $FR_{NG}$  بسبب اختفاء أو زوال بعض العناصر المتعلقة بدورة الاستغلال كالعملاء، وأوراق القبض، هذا ما يبينه الشكل التالي:

الشكل رقم 12: أثر المقص في حالة تراجع في النشاط



يمكن الخروج من هذه الحالة من خلال تحسين الوضعية الاستراتيجية للمؤسسة في السوق، وفي حال سيطرة المنافسين على السوق فإن المؤسسة تكون أمام خيار الانسحاب التدريجي وتغيير النشاط. لكي يتحقق التوازن المالي حسب منظور التحليل الوظيفي يجب أن تتوفر ثلاثة شروط تتعلق بالرأس المال العامل  $BFR$  واحتياج رأس المال العامل  $FR_{NG}$  و الخزينة الصافية  $TR_N$ .

❖ **الشرط الأول:**  $FR_{NG} > 0$  يتحقق ذلك إذا استطاعت المؤسسة تمويل الاستخدامات المستقرة اعتمادا على الموارد المستقرة، أي تمويل استثمارات المؤسسة اعتمادا على الموارد الطويلة والمتوسطة الأجل والمتمثلة في الأموال الجماعية والديون المتوسطة والطويلة الأجل.

❖ **الشرط الثاني:** أن يغطي رأس المال العامل الصافي الإجمالي احتياج رأس المال العامل  $BFR <$   $FR_{NG}$  إذ لا يكفي أن تحقق المؤسسة  $FR_{NG}$  موجب بل يجب أن يكفي هذا الهامش لتغطية احتياجات دورة الاستغلال.

❖ **الشرط الثالث:** خزينة موجبة أي أن  $TR_N < 0$  يتحقق ذلك بتحقق الشرطين السابقين، وعندما تتمكن المؤسسة من تغطية موارد الخزينة المتمثلة في الاعتمادات البنكية الجارية بواسطة استخدامات الخزينة المتمثلة في النقديات.

كما سبقت الإشارة إليه فإنه يحدث اختلال في التوازن المالي<sup>21</sup> عندما تكون احتياجات رأس المال العامل أكبر من رأس المال العامل الصافي الإجمالي، وبالتالي تكون الخزينة سالبة؛ ومن أجل إعادة التوازن لا بد للإدارة المالية من الرفع من رأس المال العامل و/أو التخفيض من احتياجات رأس المال العامل.

❖ **الرفع من رأس المال العامل** يتم عن طريق مجموعة من الإجراءات أهمها:

---

<sup>21</sup>اليمين سعادة، استخدام التحليل المالي من أجل تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية وترشيد قراراتها، مذكرة ماجستير جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2009، ص ص 72، 73 .

- **الرفع في الأموال الخاصة** فكلما قامت المؤسسة برفع رأس مالها سواء عن طريق تبني سياسة لتوزيع الأرباح تسمح لها بزيادة الأرباح المحتجزة، أو عن طريق فتح رأس مالها من خلال طرح أسهم جديدة كلما أدى ذلك إلى ارتفاع في قيمة رأس المال العامل.

- **التنازل عن بعض الاستثمارات** : إن مثل هذا الإجراء من شأنه أن يخفض من الأصول الثابتة الغير مستغلة لدى المؤسسة، وهذا ما يزيد من قيمة رأس المال العامل.

- **الرفع في مخصصات الاهتلاكات والمؤونات** : إن الرفع في مخصصات الاهتلاكات يؤدي إلى تخفيض القيمة الكلية للاستثمارات، وبالتالي الأصول الثابتة، من جهة أخرى تؤدي الزيادة في الاهتلاكات إلى زيادة حجم الأموال الخاصة، وهذا ما سيؤدي إلى الزيادة في قيمة رأس المال العامل.

- **الحصول على قروض جديدة طويلة الأجل**: يؤدي الحصول على قروض جديدة طويلة الأجل إلى الزيادة في الأموال الدائمة وهذا ما يؤدي بطبيعة الحال إلى الزيادة في قيمة رأس المال العامل.

#### ❖ **تخفيض احتياجات رأس المال العامل:**

من أجل التخفيض من احتياجات رأس المال العامل لابد من القيام بإحدى الإجراءات التالية:

- **التخفيض من كمية المخزونات**: وذلك بالعمل من أجل الزيادة في سرعة دورانها من أجل تحويلها إلى سيولة، وبالتالي تغطية احتياجات الدورة.

- **التخفيض من الحقوق**: تعاني أغلب المؤسسات من عدم الفعالية في تحصيل حقوقها، والتي تعود إلى التأخر الكبير في الدفع من قبل الزبائن، وبالتالي لا بد على المؤسسة من إعادة النظر في سياسة تحصيل حقوقها في آجالها.

- **الرفع من ديون الموردين**: يجب على المؤسسة السعي من أجل تحصيل موارد أكبر لفترة أطول فذلك سيوفر لها الوقت من أجل استرجاع حقوقها وتحويل مخزوناتا إلى سيولة.

#### 4- التحليل المالي الديناميكي وأدواته في تقييم المركز المالي للمؤسسة

اعتمد التحليل المالي الساكن بشكل مطلق على الميزانية التي تصور الوضعية المالية للمؤسسة في لحظة زمنية ما يعبر عنها بالسنة المالية، دون إعطاء تفسيرات لهذه الوضعية وإمكانية تطورها في المستقبل، فهي لا تظهر حركة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المتعلقة بدورة الاستغلال؛ وبالتالي ظهرت الحاجة إلى تحليل يتجاوز هذا القصور وهذا ما يتجسد في جدول التمويل (الاستخدامات والموارد) وجدول تدفقات الخزينة ليحول عملية التحليل من منظور ساكن إلى منظور ديناميكي.

هناك نوعان من جداول تحليل التدفقات<sup>22</sup>:

- جدول التمويل أو جدول الاستخدامات والموارد **TER** وهي تقليدية نسبياً، يركز على تحليل التغير في رأس المال العامل واحتياج رأس المال العامل.

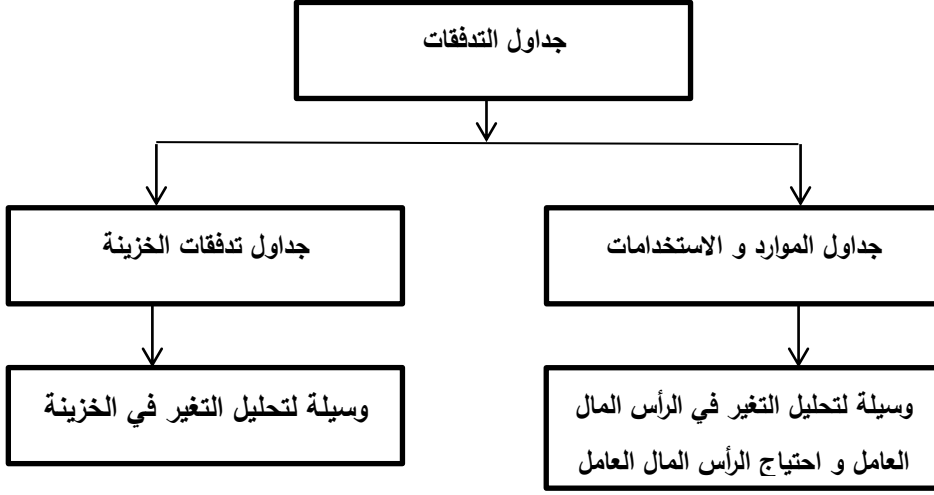
- جدول تدفقات الخزينة، هي حديثة نسبياً ظهرت مع تطبيق المعايير المحاسبية الدولية الجديدة (**IAS7**) وهي تسمح بتقديم تحليل أكثر دقة لتغير الخزينة.

والشكل رقم 13 يوضح وظيفة جداول التدفقات وتقسيماتها كما يلي:

---

<sup>22</sup> تودرت أكلي، التحليل المالي في النظام المحاسبي المالي، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2007، ص 100.

### الشكل رقم 13: وظيفة جداول التدفقات



المصدر: تودرت أكلي ، نفس المرجع، ص 98.

#### -4-1- جدول التمويل ( الاستخدامات والموارد)

هو جدول يبين التغيرات التي تحدث على الذمة المالية للمؤسسة بين فترتين، يفسر التغيرات التي

تطرأ على مكونات الميزانية في سنة معينة، بحيث يوضح لنا هذا الجدول مصدر الموارد الجديدة التي

تحصلت عليها المؤسسة خلال تلك السنة، والاتجاهات التي استعملت فيها من جهة أخرى<sup>23</sup>.

يفيد جدول التمويل الجهات المستخدمة من الحصول على المعلومات التي تمكن من متابعة تنفيذ

الخطة المالية للمؤسسة، ويعتبر الجدول أداة تحليلية تقدم معلومات لها أهميتها خاصة بإبراز التغيرات

المالية التي لا تستطيع الميزانيات المحاسبية والمالية إظهارها، ومساعدة المسير المالي في اتخاذ القرارات

التي تخص المؤسسة في الاستخدام الأمثل للأموال التي تحت تصرفها، وفي اختيار الاستثمارات مستقبلا

واللجوء إلى المصادر المناسبة للتمويل.

<sup>23</sup>Jean Barreau Et Jacqueline Delahaye, **Gestion financière**, manuel et applications, Paris, Dunod, 2001, p 226.

هناك عدة طرق لإعداد جدول التمويل وهذا مرتبط بمجموعة من العوامل أهمها الهدف المنتظر الوصول إليه من عملية الإعداد، وطبيعة المعلومات المتوفرة للمحلل المالي وطرق الحصول عليها، فالجداول التي تعد من الأطراف الخارجية تختلف من حيث البنود والتفصيل عن تلك التي تعد من الأطراف الداخلية.

غير أنه ورغم كل الاختلافات للجداول التمويل، يبقى الهيكل الأساسي واحد كما يظهره الجدول رقم 3.

### الجدول رقم 03: الهيكل الأساسي لجدول التمويل

استخدامات	موارد
زيادة مراكز الأصول	زيادة مراكز الأصول
و / أو	و / أو
انخفاض مراكز الأصول	انخفاض مراكز الأصول

### -4-1-1- بناء جدول التمويل وفق نموذج المخطط المحاسبي 82

يسمح هذا الجدول بإبراز تغيرات الاستخدامات والموارد من أجل تبيان كيفية تكوين الرأس المال العامل الصافي الإجمالي وكيفية استعمال هذا التغيير؛ يتكون هذا الجدول من قسمين يشرح القسم الأول من الجدول التغيير في رأس المال العامل الصافي الإجمالي والعناصر التي ساهمت فيه، التي تتكون من العناصر التالية:

- الموارد الدائمة الداخلية والخارجية، التي تتمثل في التغيير في الموارد الدائمة بين الدورة السابقة والدورة الحالية.

- الاستخدامات الثابتة (التثبيتات) التي كونتها المؤسسة وتتمثل في التغيير في الاستخدامات المستقرة بين الدورة السابقة والدورة الحالية.

- يعبر هذا القسم عن سياسة التمويل وسياسة الاستثمار المتبعة من طرف المؤسسة.

$$\Delta FR_{NG} = \Delta R_D - \Delta E_S$$

$\Delta R_D$  التغيير في الموارد الدائمة.

$\Delta E_S$  التغيير في الاستخدامات الثابتة.

بحيث أن رصيد التغيير في رأس المال العامل يعبر عن رصيد التغيير في بين الاستخدامات الثابتة والموارد الدائمة للدورة، حيث أن:

- إذا كان التغيير في الموارد الدائمة < من التغيير في الاستخدامات الثابتة ينتج عنه تغير في رأس المال العامل الصافي الإجمالي رصيد موجب (موردا صافيا).

- إذا كان التغيير في الموارد الدائمة > من التغيير في الاستخدامات الثابتة ينتج عنه تغير في رأس المال العامل الصافي الإجمالي رصيد سالب (استخداما صافيا).

❖ القسم الثاني من جدول التمويل يشرح تغير الاحتياجات من رأس المال العامل الصافي الاجمالي:

يبين هذا القسم تغير الاحتياج من رأس المال العامل الصافي الإجمالي وتأثير هذا التغير على الخزينة.

تسجل الموارد والاستخدامات التي ساهمت في هذا التغير، (التغير الصافي) لكل مركز من مراكز

الميزانية دون أن تفصل بين الموارد والاستخدامات عكس طريقة التسجيل في القسم الأول.

ترتب تغيرات القسم الثاني حسب وظيفتها إلى:

- التغيرات ذات الطابع الاستغلالي؛

- التغييرات ذات الطابع خارج الاستغلال؛

- تغييرات الخزينة.

### الجدول رقم 04: جدول التمويل

#### القسم الأول

السنة الحالية	السنة السابقة	حساب التغيير لرأس المال العامل الإجمالي
		<p>موارد دائمة:</p> <p>طاقة التمويل الذاتي</p> <p>التنازل أو تدني عناصر الأصول المثبتة:</p> <p>التنازل عن التثبيات:</p> <p>المعنوية</p> <p>المادية</p> <p>التنازل أو تدني التثبيات المالية:</p> <p>ارتفاع الأموال الخاصة</p> <p>ارتفاع في الرأس المال والمساهمات</p> <p>ارتفاع في الأموال الخاصة الأخرى</p> <p>ارتفاع في الديون المالية ( ما عدى السلفات المصرفية الجارية والأرصدة الدائنة في البنك)</p>
XXXXXX	XXXXXX	مجموع الموارد (1)
		<p>استخدامات ثابتة</p> <p>أرباح موزعة خلال الدورة</p> <p>الحيازة على عناصر الأصول المثبتة:</p> <p>تثبيات معنوية</p> <p>تثبيات مادية</p> <p>تثبيات مالية</p> <p>أعباء للتوزيع على عدة سنوات</p> <p>انخفاض الأموال الخاصة</p> <p>تسديد الديون المالية</p>
XXXXXX	XXXXXX	مجموع الاستخدامات (2)
		التغيير في رأس المال العامل الصافي الإجمالي
+	+	مور صافي (1) - (2)
-	-	استخدام صافي (1) - (2)

## القسم الثاني

السنة الحالية	السنة السابقة	استعمالات التغيير في رأس المال العامل
		التغيير ( الاستغلال) التغيير في أصول الاستغلال: المخزونات تسبيقات وسلف مسددة على الطلبات حقوق الزبائن وحقوق أخرى للاستغلال التغيير في ديون الاستغلال: تسبيقات وسلف مسلمة على الطلبات ديون الموردين و ديون أخرى للاستغلال احتياجات رأس المال العامل للاستغلال خلال الدورة (1) أو
-	-	
+	+	انشاء رأس مال العامل من الاستغلال خلال الدورة التغيير خارج الاستغلال: التغيير في الحسابات المدينة الأخرى التغيير في الحسابات الدائنة الأخرى احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال خلال الدورة (2) أو
-	-	
+	+	انشاء رأس مال العامل خارج الاستغلال خلال الدورة التغيير في الخزينة: التغيير في المتاحات التغيير في السلفات المصرفية و الحسابات الدائنة للبنك التغيير في الخزينة الصافية (3) استعمالات التغيير في رأس المال العامل الصافي الإجمالي (1)+(2)+(3)

المصدر: تودرت أكلي، نفس المرجع ، ص 106.

### -4-1-2- عناصر جدول التمويل

الجزء الأول من جدول التمويل يتكون من العناصر التالية:

❖ الاستخدامات الثابتة: تحوي العناصر التالية:

الحياسة على عناصر الأصول المثبتة: تشمل كل التثبيات المعنوية، المادية والمالية التي تم

حيازتها(اقتناؤها) أو انشاؤها خلال الدورة الحالية، تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{استثمارات الدورة الحالية} = \text{استثمارات الدورة السابقة} + \text{الحياسة} - \text{التنازل}$$

أو من خلال المعادلة التالية:

استثمارات الدورة الحالية = استثمارات الدورة السابقة + الحيازة - اهتلاكات الدورة

الحالية - قيمة المحاسبية الصافية للاستثمارات المتنازل عنها

تسديد الديون المالية: تتمثل في أقساط السنوية للقروض والمسددة خلال الدورة الحالية، يمكن حسابها

بالعلاقة التالية:

ديون الدورة الحالية = قروض الدورة السابقة + الحصول على الديون - تسديدات الديون

أعباء للتوزيع على عدة سنوات: هي المصاريف التي توزع على عدد السنوات وبالتالي تخفض من

المصاريف ما يؤدي إلى انعاش النتيجة.

انخفاض الأموال الخاصة: هي عملية معاكسة للرفع في رأس المال، تتم من خلال خروج بعض

المساهمين أو بسبب ضم الخسائر المتراكمة.

الأرباح الموزعة للدورة (تسديد مكافأة رأسمال): هي الأرباح التي حققتها المؤسسة في الدورة السابقة

والتي تم بتوزيعها خلال الدورة الحالية تعطى بالعلاقة التالية:

الأرباح الموزعة = نتيجة الدورة السابقة - الارتفاع الاحتياطات

الموارد الدائمة: تحوي العناصر التالية:

طاقة التمويل الذاتي (CAF)<sup>24</sup>: تعرف القدرة على التمويل الذاتي على أنها جملة المبالغ المفترزة من طرف المؤسسة والتي تبقى تحت تصرفها سواء بصفة مؤقتة أو طويلة نسبيا، فهي تعبر عن مردودية عمليات المؤسسة خلال الفترة الماضية والتي تستخدم لتمويل النشاط المستقبلي، حيث تسمح بضمان حرية كبيرة للمؤسسة بعيدا عن الضغوط والرقابة من طرف الدائنين، وبهذا تضمن للمؤسسة الاستقلالية المالية التي تهدف إلى تحقيقها.

ومنه تفهم القدرة على التمويل الذاتي على أنه قدرة المؤسسة لتمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة، هذه النتيجة يضاف إليها عنصرين هامين يعتبران موردا داخليا للمؤسسة وهما الاهتلاكات والمؤونات.

القدرة على التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + مخصصات الاهتلاكات والمؤونات -

المسترجعات عن خسائر القيمة والمؤونات - القيمة المحاسبية لعناصر الاصول المتنازل عنها

- فائض القيمة الناتج عن التنازل عن التثبيات غير المالية - اقساط الاعانات الاستثمارية

التمويل الذاتي = قدرة على التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة

التنازل عن الاستثمارات: وتشمل كل التثبيات المتنازل عنها بسعر السوق.

ارتفاع في الديون المالية: تتمثل في الديون المتحصل عليها خلال الدورة الحالية من المؤسسات المالية

<sup>24</sup> رضوان وليد عمار، أساسيات الإدارة المالية، دار المسير للطباعة، 1999، ص 31.

والمصرفية عدا الاعتمادات البنكية الجارية، يمكن حسابها بالعلاقة التالية :

$$\text{ديون الدورة الحالية} = \text{ديون الدورة السابقة} + \text{الحصول على ديون} - \text{تسديدات الديون}$$

الرفع في الأموال الخاصة ( رأس المال ) : كإصدار أسهم والسندات.

الجزء الثاني من جدول التمويل: يتكون من العناصر التالية:

- الموارد قصيرة الأجل التي جلبتها المؤسسة خلال الدورة الحالية، التي تتمثل في التغير  $\Delta R_{EX}$  و

$$\Delta R_T \text{ و } \Delta R_{HEX}$$

- الاستخدامات التي كونتها المؤسسة خلال الدورة الحالية والتي تتمثل في  $\Delta E_{EX}$  و  $\Delta E_{HEX}$  و

$$\Delta E_T$$

وبالتالي فإن الجزء الثاني من جدول التمويل يظهر لنا التغير في الاحتياج في رأسمال العامل

(للاستغلال وخارج الاستغلال) والتغير في الخزينة، كما يلي:

-  $\Delta BFR_{EX}$  : هو عبارة عن الفرق ما بين  $\Delta E_{EX}$  و  $\Delta R_{EX}$  حيث أن:

-  $\Delta E_{EX}$  : التغير في المخزونات، الزبائن، حقوق أخرى للاستغلال .

-  $\Delta R_{EX}$  : التغير في الموردون و الحسابات الملحقة.

-  $\Delta BFR_{HEX}$  : يتمثل في الفرق بين  $\Delta E_{HEX}$  و  $\Delta R_{HEX}$  حيث أن:

-  $\Delta E_{HEX}$  : وهو التغير في الحسابات المدينة الأخرى.

-  $\Delta R_{HEX}$  : هو التغير في الحسابات الدائنة الأخرى.

-  $\Delta T_{NG}$  : هي الفرق بين  $\Delta E_T$  و  $\Delta R_T$  حيث أن:

-  $\Delta E_T$  : التغير في القيم الجاهزة (المتاحات)

-  $\Delta R_T$ : التغير في السلفات المصرفية والحسابات الدائنة للبنك.

#### -4-1-3- الانتقادات الموجهة لجدول التمويل:

رغم الإضافات التي قدمها جدول التمويل للتحليل المالي من خلال تجاوزه للتحليل الساكن، واعتماده في تحليله للوضع المالية على تفسير التغيرات في رأس المال العامل الصافي، إلا أنه تبقى تحوم حوله الكثير من النقاشات والتحفظات وأهمها:<sup>25</sup>

-اعتماده في تحليل التغير في رأس المال العامل على مفهوم القدرة على التمويل الذاتي والذي لا يميز عند حسابه بين عناصر الاستغلال والعناصر خارج الاستغلال، بالرغم من أنه مؤشر يعبر على قدرة المؤسسة التمويلية من خلال نشاطها الأساسي؛

- يعتبر القدرة على التمويل الذاتي موردا مستقرا، إلا أنه عند الحساب يتم إدماج مؤونات تدني المخزون والحقوق وهي عناصر قصيرة الأجل، وكان من الأخرى إقصاؤها.

- التغير في الخزينة المتحصل عليها اعتمادا على الجدول لا يعطي صورة واضحة حول الدورة المسؤولة عن الفائض أو العجز، حيث يعطي الجدول الخزينة الصافية الإجمالية دون التمييز بين دورة الاستغلال والتمويل والاستثمار، المصادر الأساسية للعجز أو الفائض في الخزينة.

#### -4-2- جدول تدفقات الخزينة

يمكن تحليل جدول تدفقات الخزينة المحللين الماليين من دراسة وتقييم قدرة المؤسسة على تسيير الخزينة، من خلال التحكم في تسيير حركة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، خلال الدورة حسب مصدرها والتي

<sup>25</sup> إلياس بن ساسي، المرجع السابق، ص ص116،115.

يمكن أن تتحقق من المصادر التالية<sup>26</sup>:

- تدفقات مرتبطة بنشاطات دورة الاستغلال، تتضمن الأعباء والموارد التي لها علاقة بدورة الاستغلال (أقل من سنة)؛

- تدفقات مرتبطة بنشاطات دورة الاستثمار، تتضمن الأعباء المتعلقة باقتناء الاستثمارات طويلة الأجل والموارد المتأتية عن التنازل عن الاستثمارات طويلة الأجل؛

- تدفقات مرتبطة بنشاطات دورة التمويل، تتضمن الأنشطة التي لها علاقة بحركة القروض ورأس المال، سواء بالنقصان أو الزيادة ومكافأة رأس المال المدفوعة وحركة التسبيقات ذات الطبيعة المالية؛

تكمن أهمية جدول تدفقات الخزينة في النقاط التالية<sup>27</sup>:

- يساعد في الحصول على معلومات تمكن المستخدمين من تقييم التغيرات في صافي موجودات

المؤسسة و هيكلها التمويلي، بما في ذلك السيولة والملاءة المالية.

- تعتبر المعلومات المتعلقة بحركة التدفقات النقدية، مفيدة في قياس القدرة على توليد النقدية أو ما

يعادلها، وكذلك مساعدة المستخدمين في بناء نماذج تمكنهم من عمل التقديرات والمقارنات فيما يتعلق

بالقيم الحالية للتدفقات النقدية لمختلف المؤسسات التي تنشط في نفس المجال من الصناعة.

- غالبا ما تستخدم المعلومات المتعلقة بالتدفقات النقدية التاريخية، كمؤشر يساعد في عملية التنبؤ

بمقادير وتوقيت تحقق التدفقات النقدية المستقبلية، وتحديد عوامل التأكد المرتبطة بها.

- يساعد تقسيم التدفقات النقدية إلى تشغيلية، استثمارية، تمويلية، على تقديم معلومات تفيد المحللين

الماليين في تقدير أثر تلك الأنشطة على الوضع المالي و تقييم العلاقة فيما بين تلك الأنشطة.

---

<sup>26</sup> شنوف شعيب، محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية، الجزء الأول، مكتبة الشركة الجزائرية بوداود، 2008،

ص 80.

<sup>27</sup> فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، ط 1، فلسطين، 2008، ص 15.

الخزينة هي مركز جميع التدفقات النقدية وتعتبر المعيار الأكثر موضوعية للحكم على سيولة المؤسسة.

تغيرات الخزينة = التدفقات الخزينة المرتبطة بالاستغلال + تدفقات الخزينة المرتبطة

بالاستثمار + تدفقات الخزينة المرتبطة بالتمويل.

جدول تدفقات الخزينة المقترح من طرف النظام المحاسبي المالي الجديد (SCF) يميز بين:

- الخزينة المتأتية من دورة الاستغلال؛

- الخزينة المتأتية من دورة الاستثمار؛

- الخزينة المتأتية من دورة التمويل.

النظام المحاسبي المالي الجزائري الجديد (SCF) يحدد طريقتين في عرض جدول تدفقات الخزينة:

- الطريقة المباشرة؛

- الطريقة غير المباشرة.

#### -4-2-1- جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة:<sup>28</sup>

يحتوي جدول تدفقات الخزينة بحسب الطريقة المباشرة على ثلاثة أجزاء رئيسية من التدفقات:

❖ تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال (أنشطة العمليات العادية التي ينشأ منها منتجات

المؤسسة وغيرها من الأنشطة غير مرتبطة بالاستثمار والتمويل) وتحدد كما يلي:

التحصيلات المقبوضة من الزبائن.

-المبالغ المدفوعة للموردين والمستخدمين.

<sup>28</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، قرار مؤرخ في 23 رجب 1429 الموافق 26 جويلية 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة و محتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات و قواعد سيرها، العدد 19 الصادرة في 25 مارس 2009، ص 26 .

-الفوائد والمصاريف المالية الأخرى المدفوعة.

-الضرائب عن النتائج المدفوعة.

-/+ + تدفقات الخزينة المرتبطة بالعناصر غير العادية.

ويتم حساب العناصر المكونة لتدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال على النحو الآتي:

التحصيلات المقبوضة من الزبائن وتحسب كما يلي : حساب المبيعات من البضائع والمنتجات

المصنعة، الخدمات المقدمة والمنتجات الملحقة ماعدا حساب التخفيضات والتنزيلات والحسومات

الممنوحة + الرسم على القيمة المضافة على المبيعات - التغيير في رصيد حساب الزبائن والحسابات

الملحقة (رصيد آخر مدة - رصيد أول مدة).

وهناك تحصيلات أخرى معنية بهذا العنصر وهي: حساب إعانات الاستغلال + حساب المنتجات

الاستثنائية عن عمليات التسيير + حساب المنتجات الأخرى للتسيير الجاري + التغيير في حساب

المنتجات المسجلة مسبقا.

المبالغ المدفوعة للموردين والمستخدمين وتحسب كما يلي:

حساب المشتريات المستهلكة ماعدا حساب التخفيضات والتنزيلات المتحصل عليها من المشتريات +

الرسم على القيمة المضافة على المشتريات + حساب الخدمات الخارجية + حساب الخدمات الخارجية

الأخرى + الرسم على القيمة المضافة للخدمات الخارجية والأخرى - التغيير في رصيد حساب

المورد والمخزونات والخدمات - التغيير في رصيد حساب الحسابات الأخرى الدائنة أو المدينة + حساب

أعباء المستخدمين - التغيير في حساب المستخدمين والحسابات الملحقة - التغيير في حساب الهيئات

الاجتماعية والحسابات الملحقة.

وهناك مبالغ مدفوعة لمتعاملين آخرين وهي معنية بهذا العنصر وتحدد على النحو الآتي:

حساب الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة + حساب الأعباء العملية الأخرى - التغير في رصيد

حساب الدولة، الضرائب على رقم الأعمال - التغير في رصيد حساب الأعباء المسجلة مسبقا.

فوائد ومصاريف مالية أخرى مدفوعة تتمثل في حساب الأعباء المالية.

الضرائب على النتائج المدفوعة وتحسب كما يلي : حساب الضرائب على الأرباح المبنية على نتائج

الأنشطة العادية - التغير في رصيد حساب الدولة والضرائب على النتائج.

تدفقات الخزينة المرتبطة بالعناصر غير العادية وتحدد بالفرق بين حساب منتجات العناصر غير

العادية وحساب أعباء العناصر غير العادية.

❖ تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار (عمليات تسديد أموال من أجل اقتناء استثمار

وتحصيل للأموال عن طريق التنازل عن أصل طويل الأجل) وتحدد كما يلي:

- تسديدات لحيازة قيم ثابتة مادية ومعنوية.

+ التحصيلات عن عمليات التنازل للقيم الثابتة المادية والمعنوية.

- تسديدات لحيازة قيم ثابتة مالية.

+ التحصيلات عن عمليات التنازل عن القيم الثابتة المالية.

+ الفوائد المحصلة من توظيفات الأموال.

+ الحصص والأقساط المقبوضة من النتائج المستلمة.

يتم حساب العناصر المكونة لتدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار على النحو الآتي:

تسديدات لحيازة قيم ثابتة مادية ومعنوية وتحسب حسب العلاقة الآتية :

التغير في القيم الثابتة المادية والمعنوية للسنة المالية + القيمة المحاسبية الصافية

للتنازل عن القيم الثابتة المادية والمعنوية.

التحصيلات عن عمليات التنازل للقيم الثابتة المادية والمعنوية وتتمثل في سعر التنازل عن القيم الثابتة المادية والمعنوية.

تسديدات لحيازة قيم ثابتة مالية وتحسب حسب العلاقة الآتية :

التغير في القيم الثابتة المالية + القيمة المحاسبية الصافية للتنازل عن القيم الثابتة

المادية والمعنوية.

التحصيلات عن عمليات التنازل عن القيم الثابتة المالية وتتمثل في سعر التنازل عن القيم الثابتة المالية. الفوائد المحصلة من توظيفات الأموال وتتمثل في حساب المنتوجات المالية.

❖ تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل (أنشطة تكون ناجمة عن تغيير حجم و بنية الأموال

الخاصة أو القروض)، وتحدد كما يلي:

التحصيلات في أعقاب إصدار أسهم.

-الحصص وغيرها من التوزيعات التي تم القيام بها.

+ التحصيلات المتأتية من القروض.

- تسديدات القروض أو الديون الأخرى المماثلة.

يتم حساب العناصر المكونة لتدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل على النحو الآتي:

التحصيلات في أعقاب إصدار أسهم تتمثل في التغير في حساب رأس المال الصادر أو رأس مال الشركة أو الأموال المخصصة أو أموال الاستغلال + التغير في حساب العلاوات المرتبطة برأس المال الشركة.

الحصص وغيرها من التوزيعات التي تم القيام بها وتتمثل في حساب نتيجة السنة المالية السابقة - الغير في حساب الاحتياطات.

التحصيلات المتأتية من القروض وتتمثل في التغير في حساب الافتراضات والديون المماثلة + تسديدات القروض في السنة المالية.

تسديدات القروض أو الديون الأخرى المماثلة وتتمثل في الديون الجديدة المتحصل عليها خلال السنة المالية (التحصيلات المتأتية من القروض) - التغير في حساب الافتراضات والديون المماثلة.

أما تأثيرات تغيرات سعر الصرف على السيولة وشبه السيولة فتتمثل في تأثيرات تغير سعر الصرف على الأموال في الصندوق والودائع والالتزامات ذات الأجل القصير (التوظيفات ذات الأجل القصير والبالغة السيولة) سهلة التحول إلى سيولة.

#### **-4-2-2- جدول تدفقات الخزينة بالطريقة غير المباشرة<sup>29</sup>**

إن الطريقة غير المباشرة في تقديم جدول تدفقات الخزينة المحدد من قبل المشرع الجزائري تركز على تصحيح و تسوية النتيجة الصافية للسنة المالية مع الأخذ بالحسبان:

- آثار المعاملات دون التأثير في الخزينة (الاهتلاكات ،تغيرات الزبائن ،المخزونات، تغيرات الموردین...)

- التفاوتات أو التسويات (الضرائب مؤجلة)؛

<sup>29</sup> قرار مؤرخ في 23 رجب 1429 الموافق 26 جويلية 2008، مرجع سبق ذكره ، ص 35.

- التدفقات المالية المرتبطة بأنشطة الاستثمار أو التمويل (قيمة التنازل الزائدة أو الناقصة) وهذه التدفقات تقدم كلا على حدى.

الاختلاف بين الطريقة المباشرة و الطريقة غير المباشرة في إعداد جدول تدفقات الخزينة ناجم عن كيفية تقديم تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال بالطريقة المباشرة تقدم هذه التدفقات في شكل عناصر رئيسية مرتبطة بنشاطات الاستغلال قصد إبراز التدفق المالي الصافي، بينما الطريقة غير المباشرة فتعتمد على تصحيح النتيجة الصافية للسنة المالية من آثار المعاملات دون التأثير في الخزينة كإهلاكات التي لا يرافقها تدفق نقدي حقيقي خارجي و الزيائن و الموردين التي بعد فترة معينة تتحول إلى تدفق نقدي داخلي أو خارجي أو العناصر التي ليس لها علاقة بأنشطة الاستغلال كفائض أو عجز التنازل عن الاستثمارات؛ وتبقى باقي التدفقات الأخرى و المتمثلة في تدفقات الخزينة المرتبطة بأنشطة الاستثمار والتمويل تعرض كلا على حدى وبنفس الطريقة المباشرة وعلى هذا الأساس سنقوم بعرض كيفية حساب تدفقات الخزينة المرتبطة بأنشطة الاستغلال حسب الطريقة غير المباشرة فقط باعتبار النوعيين الآخرين تم عرضهم.

تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال وتحدد كما يلي:

صافي نتيجة السنة المالية

+الاهتلاكات والمؤونات.

- تغيير الضرائب المؤجلة.

- تغيير المخزونات.

- تغيير الزيائن والحسابات الدائنة الأخرى.

- تغيير الموردين والديون الأخرى.

-نقص أو زيادة قيمة التنازل الصافية من الضرائب.

ويتم حساب العناصر المكونة لتدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال على النحو الآتي:

الاهتلاكات والمؤونات وتمثل في حساب المخصصات للاهتلاكات و المؤونات وخسائر القيمة.

تغير الضرائب المؤجلة وتمثل في التغير في حساب الدولة، الضرائب و الرسوم القابلة للتحويل من أطراف أخرى.

تغير المخزونات ويتمثل في تغير حسابات المخزونات والمنتجات قيد التنفيذ ناقص التغير في حساب خسائر القيمة عن المخزونات والمنتجات قيد التنفيذ.

تغير الزبائن والحسابات الدائنة الأخرى ويتمثل في التغير في حساب الزبائن والحسابات الملحقة وحساب

المستخدمين والحسابات الملحقة وحساب الهيئات الاجتماعية والحسابات الملحقة بالقيم الإجمالية ناقص

التغير في حساب خسائر القيمة عن حسابات الغير.

تغير الموردين والديون الأخرى ويتمثل في التغير في حساب الموردين و الحسابات الملحقة.

نقص أو زيادة قيمة التنازل الصافية من الضرائب ويتمثل في سعر التنازل ناقص القيمة المتبقية

للاستثمارات المتنازل عنها، فإذا كان فائض يطرح أما إذا كان عجز فيضاف للحصول على تدفقات

الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال.

أما فيما يخص التدفقات الخزينة المتأتية من عمليات الاستثمار وتدفقات الخزينة المتأتية من عمليات

التمويل فتحسب بنفس الطريقة المباشرة لإعداد جدول تدفقات الخزينة.

## خلاصة

يعتمد تحليل توازن المركز المالي للمؤسسة بدرجة أساسية على تحليل عناصر الميزانية المالية وتحديد أهمية كل كتلة من هذه العناصر والعلاقة التي يمكن أن تنشأ بينها، مما يسمح بالخروج بتصوير واضح حول الحالة والمركز المالي للمؤسسة على المدى القصير.

إن تحديد المركز المالي للمؤسسة، يمثل أهم أهداف التحليل المالي الذي يسعى لتكوين صورة واضحة عن الحالة المالية للمؤسسة وقدرتها على النمو والاستمرار وتحقيق الأرباح والوفاء بزممها المالية، تساعد مختلف الأطراف الداخلية والخارجية في عملية اتخاذ القرار ومعالجة الانحرافات على مستوى الاستغلال، الاستثمار، التمويل.

اختلاف الأهداف التي ينطلق منها المحلل المالي في عملية تحليل المركز المالي، تؤثر في تحديد المقاربات التي سينتهجها المحلل المالي في عملية التحليل واستخدام الأدوات المالية. وعليه إجمالاً هناك مقاربتين مختلفتين:

- الأولى هي المقاربة الوظيفية التي تعتمد على التحليل الوظيفي للميزانية من خلال تحديد طبيعة الموارد والاستخدامات المتاحة للمؤسسة وفق الوظائف التي تمارسها والمرتبطة أساساً بدورات الاستغلال، الاستثمار، التمويل.

الثانية هي المقاربة المالية التي تعتمد على التحليل المالي لعناصر الميزانية المالية بناء على سيولتها واستحقاقها وقيمتها الحقيقية في السوق.

المقاربتين متكاملتين للوصول إلى تحليل المركز المالي للمؤسسة.

## أسئلة

1. ماذا يهدف التحليل المالي حسب منظور سيولة / استحقاق؟
2. على ماذا يركز التحليل المالي من خلال إعداد الميزانية الوظيفية؟
3. ماهو الفرق بين التحليل المالي والتحليل الوظيفي؟
4. ماذا نقصد بالمفهوم الوظيفي للمؤسسة؟
5. ماهي أوجه الاختلاف بين الميزانية المالية والميزانية الوظيفية؟
6. ماهي أهم أدوات التحليل الوظيفي؟ اشرحها باختصار.
7. ماذا نقصد بالتوازن المالي وما علاقته بالمركز المالي للمؤسسة؟
8. ماهي شروط تحقق التوازن المالي؟
9. ماهي حالات الاختلال المالي وكيف يمكن معالجتها؟ ومتى يمكن أن تمثل خطر على الوضعية المالية للمؤسسة؟

## الفصل الثالث: مؤشرات تقييم الأداء المالي للمؤسسة

المحور الأول: مدخل مفاهيمي لتقييم الأداء المالي

المحور الثاني: مؤشرات تقييم الأداء المالي

## تمهيد

تقوم المؤسسة بمجموعة من الوظائف والمهام والعمليات بصفة مستمرة تعكس مدي كفاءتها وقدرتها على تنفيذ الأهداف الاستراتيجية والتشغيلية المرتبطة بصفة مباشرة أو غير مباشرة بدورات الاستغلال والاستثمار والتمويل بغية الوصول إلى الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة وتحقيق الهدف الأول والأخير من وجود المؤسسة وهو تعظيم الأرباح والرفع من قيمتها في السوق.

عملية تحديد الأهداف وتحقيقها وصولاً لبلوغ النتائج المرغوبة مرتبط بدرجة أولى بقدرة المؤسسة على معرفة حجم ومستوى قدراتها وامكانياتها وهل تمكنت من استغلالها وتوظيفها على أحسن وجه. وعليه فإن عملية تقييم أداء المؤسسة يمثل خطوة أساسية في تشخيص وتحليل أداء كل الوظائف والمهام الأساسية التي تؤديها وصولاً لتحديد الانحرافات وتصحيحها واكتشاف الأسباب التي أدت إليها. وتعتبر عملية تقييم الأداء المالي أحد أهم عمليات التي تمارسها الإدارة المالية انطلاقاً من فعالية أداء دورها الأساسي في ضمان التوازن المالي للمؤسسة وتأمين احتياجاتها المالية وتسييرها والرقابة عليها الأمر الذي يرتبط بمدى رشادة قراراتها المالية وقدرتها على تحقيق الربحية وضمان السيولة وتحقيق المرادوية المالية.

يستهدف الفصل دعم معارف الطلبة في اكتساب المفاهيم الأساسية حول الأداء والأداء المالي والتعرف على مختلف المعلومات الأساسية التي لها صلة بإعداد مختلف النسب المالية وتوظيفها في تحليل جوانب التمويل والنشاط والسيولة المالية التي لها علاقة مباشرة بتقييم أداء المؤسسة المالي الحالي والمستقبلي.

## 1- مدخل مفاهيمي لتقييم الأداء المالي

الأداء ما هو إلى تعبير عن مستوى نجاح أو فشل المؤسسة في تحقيق أهدافها بصورة صحيحة وجيدة من خلال الاستخدام الكفء لمواردها المادية والبشرية في ظل عوامل البيئة الداخلية والخارجية المتغيرة التي تحمل معها الكثير من الفرص والتحديات.

وعليه فإن عملية تقييم الأداء على مستوى مختلف الإدارات داخل المؤسسة عامة والإدارة المالية خاصة هي عملية في غاية الأهمية، إذ تسمح بتوفير صورة عامة وخاصة عن مدى فعالية الإدارة المالية في الاستغلال الأمثل للموارد المالية من خلال استخدام مجموعة من المعايير والمؤشرات المالية.

### 1-1- مفهوم تقييم الأداء المالي

قبل التطرق لتحديد مفهوم تقييم الأداء المالي، لا بد من توضيح مفهوم الأداء المالي.

يتمثل الأداء المالي في قدرة المؤسسة على بلوغ أهدافها المالية بأقل التكاليف الممكنة فالأداء المالي يتجسد في قدرتها على تحقيق التوازن المالي وتوفير السيولة اللازمة لتسديد ما عليها، وتحقيق معدل مردودية جيد وتكاليف منخفضة.<sup>30</sup>

وهناك من يعرف الأداء المالي على أنه استغلال الموارد المالية المتاحة للمؤسسة بطريقة تمكنها من تحقيق أهداف الوظيفة المالية وهذا ما يتوقف على السياسة المالية التي تنتهجها المؤسسة والتي تظهر جليا من خلال:<sup>31</sup>

- تركيبة ميزانيتها المالية من أصول وخصوم و مدى قدرتها على تمويل استثماراتها، إذ أن عدم قدرتها على تمويل هذه الأخيرة سيؤثر دون شك على أدائها المالي؛

<sup>30</sup> محمد إبراهيم، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 150.

<sup>31</sup> قلو رفيق، دراسة أثر التمويل الإسلامي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير تخصص محاسبة و مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المدية، غير منشورة، 2010-2011، ص

- درجة اعتمادها على الديون قصيرة الأجل ومعدل دوران دورة الاستغلال، ومدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه مورديها بنسبة كبيرة على الديون قصيرة الأجل في ظل معدل دوران بطيء لدورة الاستغلال سيؤدي في النهاية إلى خلق مشاكل ينتج عنها انخفاض مستوى الأداء المالي؛

- حجم السيولة المتوفرة لديها، فإذا كانت تعاني عجزاً فهذا يؤدي إلى زيادة ديونها مما ينتج عنه انخفاض في الأداء، أما في حالة توفرها على فائض مع قدرتها على استغلاله أحسن استغلال من خلال توظيفه لتحقيق فرص ربح إضافية تسمح برفع مستوى الأداء المالي.

ويعني تقييم الأداء المالي للمؤسسة تقديم حكم ذو قيمة لإدارة المؤسسة حول مدى كفاءة وفعالية الإدارة المالية في تسيير الموارد المادية ومدى بلوغ النتائج المحققة للأهداف المنتظرة على ضوء معايير ومؤشرات مالية محددة سلفاً لتحديد ما يمكن قياسه ومن ثم مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية، وتحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على درجة الكفاءة<sup>32</sup>. تتوافق التعاريف السابقة بأن تقييم الأداء المالي يتجسد في تحليل قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها المالية المتمثلة في التوازن المالي وتوفير السيولة اللازمة لتغطية احتياجاتها وضمان الوفاء بالتزاماتها المالية وتحقيق مردودية مالية عالية بتكاليف منخفضة والرفع من قيمة المؤسسة من خلال تعظيم الأرباح والتأثير على عائد السهم العادي.

## 1-2- أهمية تقييم الأداء المالي

إن عملية تحديد معايير مؤشرات قياس الأداء المالي تتطلب من الأطراف الداخلية والخارجية المهمة بتحليل الأداء المالي للمؤسسة ضرورة تحديد العديد من النقاط الواجب معرفتها أولاً والمرتبطة أساساً بالأهداف المالية للمؤسسة، التي يمكن حصرها في التوازن المالي، السيولة، المردودية والربحية.

<sup>32</sup> دادان عبد الغني، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية، نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكات المالية، حلتي بورصة الجزائر وباريس، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2007/2006، ص 34.

تقاس سيولة المؤسسة في قدرتها على مواجهة التزاماتها القصيرة أو بتعبير آخر قدرتها على التحويل بسرعة للأصول المتداولة إلى أموال متاحة، فنقص السيولة أو عدم كفايتها يقود المؤسسة إلى عدم المقدرة للوفاء أو مواجهة التزاماتها وتأدية بعض المدفوعات.

وبصفة عامة عدم قدرة المؤسسة على توفير السيولة الكافية يؤدي إلى الإضرار بأهدافها القصيرة والطويلة الأجل وبسمعتها اتجاه المتعاملين معها خاصة الموردين والمؤسسات المالية.

كما تحد السيولة من امكانية توسع نشاط المؤسسة وتطورها ونموها نتيجة عدم قدرتها على تغطية احتياجات دورة الاستغلال ودورتي الاستثمار مما يضيع عليها فرص لزيادة الطاقة الإنتاجية والتوسع في السوق .

قد تؤثر مشكلة نقص السيولة على علاقة المؤسسة اتجاه الأطراف التي لها حقوق عليها، في الكثير من المرات يؤدي هذا النقص إلى تأخير تسديد الفوائد ودفع مستحقات الأجراء و كذا تسديد ديون الموردين... الخ ، مما يؤثر سلبا على سمعتها وقدرتها على تحقيق أهدافها والنشاط بصفة عادية وتسيير علاقة تفاوض جيدة مع العملاء والمؤسسات المالية وطلب تسهيلات الأمر الذي قد يؤثر على الحالة المالية للمؤسسة للتطور من ذائقة مالية مؤقتة إلى حالة عسر مالي أو إفلاس.

يعتبر التوازن المالي هدفا ماليا تسعى الوظيفة المالية لبلوغه والحفاظ عليه، لأنه يمس بالاستقرار المالي وقدرة المؤسسة على ضمان تسيير نشاطها بصفة آمنة ومستقرة من خلال الحفاظ على التوازن بين حركة التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة وتحقيق مبدأ الملائمة حيث يجب تمويل احتياجات دورة الاستثمار بالموارد الطويلة الأجل ( الأموال الدائمة) واحتياجات دورة الاستغلال بالموارد قصيرة الأجل ( ديون قصيرة الأجل)، ما يسمح للمؤسسة ضمان تسديد جزء من الديون أو كلها في الأجل القصير ودعم حالتها اليسر والاستقلال المالي.

كما تعتبر المردودية المالية من بين الأهداف الأساسية التي ترسمها المؤسسة وتوجه الموارد لتحقيقها، فهي بمثابة في غاية الأهمية يعكس قدرة الأصول المادية والمالية على تحقيق النتيجة الصافية. والوسائل التي تستعملها المؤسسة تتمثل في الرأس المالي الاقتصادي وهذا يعكس المردودية الاقتصادية والرأس المال المالي وهذا يعكس المردودية المالية، فحسب نوع النتيجة والوسائل المستخدمة يتحدد نوع المردودية، فبصفة عامة اهتمام المؤسسة ينصب على المردودية المالية والمردودية الاقتصادية.

### 1-3-1- مصادر المعلومات التي يستند عليها تقييم الأداء المالي

حتى يتسنى للمحلل المالي القيام بعملية تقييم الأداء صفة دقيقة وصحيحة، لا بد عليه من الحصول على مختلف المعلومات والبيانات المالية، المحاسبية، التسويقية، الاقتصادية الخاصة ببيئة المؤسسة الداخلية والخارجية المرتبطة بمجال نشاطها والسوق الذي تنشط فيه والنتائج المحققة<sup>33</sup>.

يتوقف مدى اعتماده على أي منها حسب الهدف من عملية تقييم الأداء المالي ويمكن تقسيم هذه

البيانات حسب المحلل المالي إلى بيانات داخلية وأخرى خارجية:

### 1-3-1- المصادر الخارجية: تتحصل المؤسسة على هذا النوع من المعلومات من محيطها الخارجي،

ويمكن تصنيفها إلى نوعين، المعلومات العامة والمعلومات القطاعية.

أ/ المعلومات العامة: تتعلق هذه المعلومات بالحالة الاقتصادية حيث تبين الوضعية العامة للاقتصاد في

فترة زمنية معينة وسبب اهتمام المؤسسة بهذا النوع من المعلومات هو تأثير نتائجها بطبيعة الحالة

الاقتصادية للمحيط كالتضخم والتدهور الاقتصادي، كما تساعد هذه المعلومات على تفسير نتائجها

والوقوف على حقيقتها.<sup>34</sup>

<sup>33</sup> Josette Peyrard, Analyse Financière, Librairie Vuibert, 8 Ed, Paris ;1999,P10.

<sup>34</sup> Ibid,P11.

ب/ المعلومات القطاعية: فهذا النوع من المعلومات على العموم تتحصل عليه المؤسسة من مراكز البحث ومكاتب الدراسات المتخصصة المحلية والدولية كتقارير المنظمات الاقتصادية الدولية المعروفة التي تصر دراسات ونشرات ذات مصداقية في مجالات نشاط متعددة ( الصناعة، السياحة، التعدين، الطاقة...)، وفق على تحليل موضوعي ومتخصص للمعلومات المالية والاقتصادية تساعد المؤسسات والدول في عملية صناعة القرار والسياسات والاستراتيجيات المالية والاقتصادية .

### 1-3-2- المعلومات الداخلية

تعتبر بيانات القوائم المالية بمثابة المدخلات الرئيسية من البيانات المالية و المحاسبية في عملية تقييم الأداء المالي، لذا يجب أن تتوفر فيها مجموعة من الخصائص أهمها<sup>35</sup>:

- **الدالة:** يجب أن تظهر القوائم المالية كل البيانات الهامة والتي قد تؤثر في قرار مستخدميها؛
- **القابلية للفهم:** أي أنه بإمكان المطلع الذي لديه مبادئ أولية فهم محتوى هذه القوائم؛
- **المصداقية:** أن لا تظهر إلا البيانات التي يراها المسير صحيحة وتعبّر بصدق عن وضعية المؤسسة؛
- **القابلية للمقارنة:** أي انها توفر القدرة على مقارنتها زمنيا مع قوائم اخرى من خلال تطبيق نفس الأساليب وطرق التقييم ؛
- **أسبقية الواقع الاقتصادي على المنطق المالي:** أن تظهر كل الأصول الموجودة تحت تصرف المؤسسة حتى وإن لم تكن مالكا لها قانونا.

<sup>35</sup> Jean Jaque Bouchat, Les Normes IAS/IFRS, Groupe Cebi, 2007, P7.

تعتبر القوائم المالية البيانات الأساسية التي تلخص مختلف أنشطة المؤسسة، في شكل وثائق قانونية شاملة معدة وفقا لقواعد عامة محددة تتوافق وطبيعة نشاط المؤسسة، تعد وتقدم في نهاية كل دورة محاسبية، وتشمل حسب النظام المحاسبي الجديد كلا من:

- الميزانية؛

- جدول حسابات النتائج؛

- جدول تدفقات الخزينة؛

- جدول تغيرات الأموال الخاصة؛

الجدول الملحقة والإيضاحات.

عند إعداد هذه القوائم من طرف المؤسسات يمكن إضافة بعض العناصر أو حذف أخرى بما يتوافق وخصوصية نشاط كل مؤسسة، سنتطرق لبعضها فيما يلي:

أ/ الميزانية

تعبر الميزانية عن مجموعة مصادر أموال المؤسسة وما عليها وتدعى بالخصوم، وأوجه استخدامات وما للمؤسسة من أموال وتسمى بالأصول، وذلك بزمن تاريخي معين عادة ما يكون في نهاية السنة المالية .

ترتب عناصر الأصول تبعا لمبدأ السنوية، فمنها ما تستخدم وتوظف لأكثر من دورة استغلال واحدة يطلق عليها الاستثمارات بنوعها المعنوية والمادية ومنها ما هي مرتبطة بدورة الاستغلال مثل المخزونات والحقوق القابلة للتحقيق والقيم الجاهزة كالبنك والصندوق.

أما الخصوم فتشكل مجموعة من العناصر يكون ترتيبها تنازليا حسب درجة استحقاقها، أي ابتداء من الأموال التي تبقى في المؤسسة لأكثر من دورة استغلال واحدة مدة طويلة والموجهة أساسا لتمويل احتياجات دورة الاستثمار التي تمتد لأكثر من سنة مالية واحدة و الأموال التي تعاد إلى أصحابها في مدة زمنية قصيرة وهي الديون القصيرة الأجل و الموجهة أساسا لتمويل وتغطية احتياجات دورة الاستغلال.

وتكمن قيمة الميزانية المحاسبية في اعتبارها وسيلة كمية وقانونية تظهر ما للمؤسسة من التزامات نحو الغير من جهة، وما لها من حقوق على الغير من جهة أخرى.

#### ب/ جدول حسابات النتائج

جدول حسابات النتائج هو جدول يحتوي على قوائم مختلف الإيرادات والأعباء المرتبطة بالنشاط الاستغلالي الخاصة بدورة استغلال واحدة، بغض النظر عن تاريخ التحصيل أو الدفع للمؤسسة، من خلاله يمكن حساب نتيجة الدورة للمؤسسة، باستعانة بمختلف نتائج الأرصدة الوسيطة للتسيير، وتظهر فيه بعض الحسابات كالاهلاكات والمؤونات التي لا تظهر في الميزانية المالية.

لتحليل وفهم تكوين مختلف النتائج المرتبطة بنشاط المؤسسة يمكن للمحلل المالي الاستعانة ببعض الحسابات الجزئية التي تسمح بتحليل الأعباء ومقارنتها بالنتائج المحققة، هذه الحسابات يطلق عليها الأرصدة الوسيطة للتسيير (SIG)<sup>36</sup> وهي تسمح بمعرفة مكانة وموقع المؤسسة في الاقتصاد وفي مجال نشاطها مقارنة بالمؤسسات الأخرى المنافسة وقياس وتقييم وتحليل النتائج المرتبطة بأداء الوظائف التشغيلية ومدى مساهمتها في خلق الثروة من خلال الأنشطة التي قامت بها، ذلك أن رقم الأعمال

<sup>36</sup>Georges Legros, mini manuel finance d'entreprise, dunido, paris , 2010, p 15.

والنتيجة المحاسبية الصافية المحققة لا يمكن أن تمثل مؤشرا للحكم على نشاط المؤسسة، كما هو مبين في الجدول التالي الذي يبين تركيبة مختلف العناصر والأرصدة الأساسية لجدول حسابات النتائج.

### الجدول رقم 05: شكل جدول حسابات النتائج

البيان	الملاحظات	السنة (ن)	السنة (ن-1)
رقم الأعمال			
التغير في المخزون ( منتجات مصنعة + منتجات قيد الصنع )			
إنتاج المؤسسة لذاتها			
إعانات الاستغلال			
إنتاج السنة المالية.....(1)			
مشتريات مستهلكة			
خدمات خارجية			
خدمات خارجية أخرى			
استهلاكات السنة المالية.....(2)			
القيمة المضافة..... = (1) - (2)			
أعباء المستخدمين			
ضرائب و رسوم			
فائض الاستغلال الاجمالي.....(4)			
إيرادات وظيفية أخرى			
أعباء وظيفية أخرى			
مخصصات الإهلاكات و المؤونات			
استثناءات عن خسائر القيمة و المؤونات			
النتيجة الوظيفية.....(5)			
إيرادات مالية			
أعباء مالية			
النتيجة المالية.....(6)			
النتيجة العادية قبل الضريبة = (5) + (6)			
الضريبة المستحقة على النتيجة العادية			
الضريبة المؤجلة على النتيجة العادية			
إجمالي إيرادات النشاط العادية			
إجمالي أعباء النشاط العادية			
النتيجة الصافية للنشاطات العادية (7)			
إيرادات استثنائية			
أعباء استثنائية			
النتيجة الغير عادية (8)			
النتيجة الصافية للسنة المالية			

المصدر: شعيب شنوف، محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية، الجزء الثاني، مكتبة بوداود الجزائر، 2009، ص 82 - 83.

## ت/ جدول تدفقات الخزينة

المعلومات المتعلقة بالتدفقات النقدية مفيدة في تزويد المحللين الماليين بأساس اللازم لقياس قدرة المؤسسة على توليد النقدية أو ما يعادلها وتتطلب القرارات الاقتصادية والمالية من مستخدمي المعلومات تقييم القدرة ودرجة التأكد المتعلقة بتوليد تلك التدفقات <sup>37</sup>.

يهدف النظام المالي المحاسبي الدولي إلى إلزام المؤسسات بتقديم معلومات عن التغيرات الفعلية في النقدية مع تقسيمها خلال الفترة إلى تدفقات تشغيلية، استثمارية، تمويلية. يمكن تقديم هذا الجدول، حسب الطريقة المباشرة واختياريا حسب الطريقة الغير مباشرة، كما هو مبين حسب الجدولين رقم 06 و 07.

الطريقة المباشرة تتطلب تحويل التدفقات النقدية الداخلة من أساس الاستحقاق إلى الأساس النقدي. الطريقة الغير مباشرة تتطلب تعديل صافي الربح أو الخسارة بقيمة العمليات غير النقدية وأية بنود مؤجلة أو مستحقة متصلة بإيرادات، أعباء سابقة أو مستقبلية، بهدف تحديد التغيرات في عناصر الرأس المال العامل.

---

<sup>37</sup> خالد جمال الجعرات، معايير التقارير المالية الدولية، دار إثراء للنشر و التوزيع، 2008، ص 129.

الجدول رقم 06: جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة

البيان	ملاحظات	الدورة الحالية	الدورة السابقة
تدفقات الخزينة من النشاطات التشغيلية			
التحصيل من الزيائن			
المبالغ المسددة من الموردين - المستخدمين			
فوائد و مصاريف مالية أخرى مدفوعة			
ضرائب مدفوعة على النتيجة			
تدفقات الخزينة قبل العناصر الاستثنائية			
تدفقات الخزينة المرتبطة بالعناصر الاستثنائية			
تدفقات الخزينة الصافية للنشاطات التشغيلية			
تدفقات الخزينة من النشاطات الاستثمارية			
المدفوعات الخاصة باقتناء القيم الثابتة			
التحصيل الخاص بالتنازل عن القيم الثابتة			
المدفوعات الخاصة باقتناء القيم المالية			
فوائد محصلة من التوظيفات المالية			
حصص و أقساط مقبوضة من النتائج			
تدفقات الخزينة الصافية للنشاطات الاستثمارية			
تدفقات الخزينة من النشاطات التمويلية			
التحصيل الناتج من إصدار الأسهم			
حصص و توزيعات أخرى			
تحصيل قروض			
تسديد الديون و قروض أخرى			
تدفقات الخزينة الصافية للنشاطات التمويلية			
مؤشر تغير أسعار الصرف في السيولة			
تغير الخزينة خلال السنة المالية			
الخزينة و شبه الخزينة في بداية السنة			
الخزينة و شبه الخزينة في نهاية السنة			
تغير الخزينة خلال السنة المالية			
المقارنة مع النتيجة المحاسبية			

المصدر: شنوف شعيب، محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية، الجزء الثاني، مكتبة الشركة الجزائرية بوداود، 2009،

ص 85.

الجدول رقم 07: جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة الغير المباشرة

البيان	ملاحظات	الدورة الحالية	الدورة السابقة
تدفقات الخزينة من النشاطات التشغيلية النتيجة الصافية خلال الدورة المحاسبية تعديلات و تصحيحات حول: اهتلاكات و مؤونات التغير في الضرائب المؤجلة التغير في المخزون التغير في حسابات الزبائن و حقوق أخرى التغير في حسابات المورد و ديون أخرى زائد / ناقص قيمة التنازل، ضريبة صافية			
تدفقات الخزينة من الأنشطة التشغيلية... (1)			
تدفقات الخزينة من الأنشطة الاستثمارية المدفوعات الخاصة باقتناء القيم الثابتة التحصيل الخاص بالتنازل عن القيم الثابتة			
تدفقات الخزينة من الأنشطة الاستثمارية... (2)			
تدفقات الخزينة من الأنشطة التمويلية حصص مدفوعة للمساهمين زيادة أو ارتفاع رأس المال إصدار قروض تسديد قروض			
تدفقات الخزينة من النشاطات التمويلية... (3)			
تغير الخزينة خلال السنة.. (1) + (2) + (3)			
الخزينة وشبه الخزينة في بداية السنة			
الخزينة وشبه الخزينة في نهاية السنة			
مؤشر تغير أسعار صرف العملات			
تغير الخزينة خلال السنة المالية			

المصدر: شنوف شعيب، محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية، الجزء الثاني، نفس المرجع، ص 86.

## ث/ جدول تغيرات الأموال الخاصة

هو جدول يسمح بتحليل وتوضيح حركة رأس المال خلال الدورة المحاسبية، بواسطته يمكن معرفة عمليات توزيع الحصص والأعباء والموارد المسجلة مباشرة في الرأس المال والتغيرات في طرق المحاسبية ومختلف التصحيحات للأخطاء التي كان لها أثر على رأس المال، وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

### الجدول رقم 08: شكل جدول تغيرات الأموال الخاصة

تغيرات الأموال الخاصة	الملاحظات	رأس المال الاجتماعي	علاوات إصدار	فرق التقييم	فرق إعادة التقييم	احتياطات والنتيجة
رصيد نهاية السنة ن - 2						
تغير الطرائق المحاسبية وتصحيح الأخطاء						
إعادة تقييم القيم الثابتة						
الربح / الخسارة غير مسجلة في حسابات النتائج						
حصص موزعة						
زيادة رأس المال						
نتيجة صافية للنشاط						
رصيد نهاية السنة ن - 1						
تغير الطرائق المحاسبية وتصحيح الأخطاء						
إعادة تقييم القيم الثابتة						
الربح / الخسارة غير مسجلة في حسابات النتائج						
حصص موزعة						
زيادة رأس المال						
نتيجة صافية للنشاط						
رصيد نهاية السنة ن						

المصدر: شنوف شعيب، محاسبة المؤسسة طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية، الجزء الثاني، نفس المرجع، ص 87.

## ح/ الملاحق

تتضمن الملاحق معلومات تعتبر ضرورية للمحلل المالي، فهي تسمح بتكملة، شرح وتفسير القوائم المالية (الميزانية، جدول حسابات النتائج، جدول تغيرات الأموال الخاصة، جدول تدفقات الخزينة).  
تسمح الملاحق للمحلل المالي بتحفيف الأهداف التالية<sup>38</sup>:

- تقديم إيضاحات وشروحات، فيما يخص الوضعية المالية للمؤسسة بما يسمح بتحديد وضعية الشركاء وتطور سعر السهم الحقيقي، ومركز المؤسسة في السوق المالي....إلخ؛
- عرض لمختلف المعلومات المطلوبة قانوناً؛
- شرح الطرق المحاسبية وطرق التقييم التي طبقت عند إعداد الحسابات.

## 2- مؤشرات تقييم الأداء المالي

المؤشر هو أداة لقياس الأداء يكون في شكل رقمي يسمح للمحلل المالي بمقارنة الأداء المالي للمؤسسة وفق معايير مرجعية، مختلفة ومتعددة، إذ لا يمكن للمحلل المالي الخروج بنتائج دقيقة دون تحديد الأهداف والغرض من عملية التقييم ، الأمر الذي سيساهم بدرجة أساسية في تحديد واختيار المعايير والمؤشرات الجيدة التي تتناسب وتحقيق الغرض من عملية التقييم المالي.  
عملية تحديد المعايير والمؤشرات التي تعكس تقييم الأداء المالي للمؤسسة تمر في أغلب الحالات بثلاث مراحل أساسية وهي:

- تحديد الأهداف والمهام الأساسية من عملية التحليل والتقييم المالي لأداء.

---

<sup>38</sup> محمد أبو نصار، معايير المحاسبة والإبلاغ المالي، ط2، دار وائل للنشر، عمان الأردن، 2009، ص 20.

- تحديد العوامل المساعدة للنجاح التي ستركز عليها عملية تحليل وتقييم الأداء المالي من أجل الوصول إلى الأهداف المرجوة من العملية، ومن بينها توفر المعلومات المالية الدقيقة والخبرة والكفاءة الكافية لدى المحلل المالي لاستغلال وتوظيف هذه العوامل بنجاح.

- البحث عن المؤشرات المالية التي تسمح بمراقبة وتقييم الأداء المالي التي تتناسب مع الأهداف الموضوعية انطلاق العملية والتي تتركز أساساً في التوازن المالي، السيولة، الربحية والمردودية المالية.

## 2-1- التحليل المالي بواسطة النسب المالية

تعتبر النسب المالية إحدى أهم وأقدم وسائل التحليل المالي شيوعاً، أساس هذا الأسلوب هو إيجاد العلاقات بين بيانات القوائم المالية، شريطة أن تكون هذه العلاقات ذات مدلول مفسر، مثل العلاقة بين التثبيات المادية والخصوم الغير متداولة لبيان مدى توفر السيولة داخل المؤسسة و قابليتها على تغطية احتياجاتها المالية الاستثمارية.

استخدام وتوظيف النسب المالية في عملية التحليل، يتطلب من المحلل كفاءة في استخدام المعلومات وتحديد الهدف من توظيفها، بما يحقق العلاقة النسبية التي تقف وراء كل نسبة.

تعرف النسبة المالية<sup>39</sup> على أنها أداة من أدوات التحليل المالي، تقوم على دراسة مكونات القوائم المالية بعضها بعض في شكل نسب، على هذا الأساس نجد أن النسبة المالية تعبر عن العلاقة بين عنصرين متجانسين ومرتبطين بمعنى اقتصادي وهذا بهدف استخلاص عناصر ظاهرة معينة و تؤخذ العناصر المذكورة عادة من القائمة المالية الواحدة أو من قائمة مالية أخرى.

<sup>39</sup> فهمي مصطفى الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 29.

ويمكن القول أن النسب المالية التي تستخدم في التحليل المالي ليست هي الغاية في التحليل المالي وإنما هي في الواقع أداة تستعمل من أجل الوصول إلى نتائج تعطي الإجابة للعديد من التساؤلات المتعلقة بالمركز المالي والنقدي والأداء وتقييم قرارات الاستثمار وقرارات التمويل .

رغم أن حساب النسب المالية لا يتطلب إلا قدرا محدودا من الخبرة والمهارة والمعرفة بالبيانات المحاسبية التي تظهر في القوائم المالية، إلا أن تفسير تلك النسب وربطها بالأداء يتصف بالصعوبة مما يستوجب على المحلل المالي الإدراك الجوهرى لماهية النسب وطبيعة العلاقة التي كونتها وتغيراتها خلال الزمن.

## -2-1-1- مزايا وأسس التحليل المالي بواسطة النسب

يمكن إبراز مزايا التحليل بواسطة النسب فيما يلي<sup>40</sup> :

- إمكانية حسابها ببساطة ويسر ونتائجها تعرض بصورة كمية قابلة للفهم والتفسير والمقارنة؛
- تقدم وتكشف بيانات ومعلومات لا تقدمها القوائم المالية الأخرى؛
- القدرة التنبؤية للنسب بحيث يمكن استخدام قيمة النسبة كمؤشر مسبق على احتمال مرور المؤسسة بأحداث معينة مستقبلا بصورة تستوجب اتخاذ إجراءات وقائية؛
- تفسير وتقييم القوائم المالية لأغراض الاستثمار والاقتراض؛
- قدرة بعض النسب على الاحتفاظ بالحد الأقصى من المعلومات التي تتوفر في نسب أخرى، بحيث يمكن الاستعانة بنسبة واحدة والاستغناء على نسب عديدة عند تقييم مجال محدد من الأداء.

<sup>40</sup> PATRICE VIZZAVONA, **gestion financière**, 9ème édition, Alger, Berti édition, 2004, p. 49.

هناك مجموعة من القواعد والأسس التي يجب على المحلل المالي أخذها بعين الاعتبار عند العمل

على استخدام النسب كطريقة في التحليل المالي، منها:

- تحديد الهدف من عملية التحليل بوضوح، ما يساعد على فهم المحلل لطبيعة عمله، واختياره للتسلسل

المنطقي والصحيح لعملية التحليل.

- تحديد نطاق البيانات والمعلومات اللازمة لعملية التحليل المستندة إلى الهدف المراد تحقيقه.

- تحديد الحد الأدنى والأقصى المقبول لكل نسبة، إذ لا بد من وضع حدود تبين متى تكون النسبة

مقبولة أو جيدة، ومتى تكون غير مقبولة.

- وضع نسب معيارية للنسب المحسوبة يمكن مقارنتها مع النسب المحسوبة لتحليل نشاطات المؤسسة،

وبالتالي معرفة وضع المؤسسة نسبة إلى الأوضاع المعيارية، ويتم تفسير معاني النسب الخاصة

بالمؤسسة بالمقارنة بالنسب المعيارية الموضوعية.

- كل نسبة مالية تحقيق هدف معين، لذلك يجب على المحلل المالي أن يختار النسب التي تؤدي إلى

تحقيق الهدف من التحليل الذي يقوم به.

## -2-1-2- حدود استخدام النسب المالية في التحليل المالي

على الرغم من أن التحليل المالي باستخدام النسب المالية يمكن أن يوفر معلومات هامة بشأن

العمليات التشغيلية للمؤسسة، إلا أنها تعاني من بعض القيود التي تحد من استعمالها في تقييم أداء

المؤسسات وترشيد قراراتها، ومن بين هذه القيود ما يلي<sup>41</sup>:

- يصعب في كثير من الحالات تطبيق أسلوب النسب المالية في المؤسسات الكبيرة التي تتميز بوجود

أقسام متعددة تعمل في صناعات مختلفة، لصعوبة إجراء مقارنات بالنسبة لها مع متوسطات الصناعة

---

<sup>41</sup> عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2006، ص ص 119 ، 120.

لذلك يمكن القول أن التحليل المالي باستخدام النسب المالية يكون أكثر نفعاً في حالة المؤسسات الصغيرة، بالمقارنة بالمؤسسات الكبيرة متعددة الأقسام والأنشطة.

- يؤثر التضخم سلباً على ميزانيات المؤسسات، فالقيم المسجلة غالباً ما تكون مختلفة عن القيم الفعلية، وتبعاً لذلك تصبح بيانات القوائم المالية مشوهة بفعل التضخم؛ ونظراً لأن التضخم يؤثر على تكاليف الاهتلاك وتكاليف المخزون، فإن هذا التأثير ينتقل إلى الأرباح .

وتبعاً لذلك فإن تحليل النسب المالية عبر الزمن أو من خلال المقارنة مع المؤسسات الأخرى قد يأتي بنتائج مضللة تعتمد على الحكم الشخصي أكثر من اعتمادها على الجوانب الموضوعية.

- يمكن للعوامل الموسمية أن تؤثر على تحليل النسب، خاصة في بعض الصناعات مثل صناعة المواد الغذائية.

- قد يظهر للمؤسسة بعض النسب التي تبدو جيدة، وبعض النسب التي تبدو ضعيفة، مما يجعل من الصعب الحكم على وضع مركزها المالي.

- تؤثر القواعد والممارسات المحاسبية المطبقة على القوائم المالية، الأمر الذي يؤثر في مصداقية نتائج التحليل لهذه القوائم، ومن أمثلة ذلك تعدد طرق تقييم المخزون وحساب الاهتلاك.

بالإضافة إلى ما سبق هناك بعض الصعوبات التي تتعلق بعدم قدرة النسب على إعطاء توقعات مستقبلية، بسبب اقتصار التحليل على فترة زمنية محددة تقع بين نهاية السنة المالية المنتهية وبين بداية السنة المالية الجديدة.

يتفق أغلب المختصين على أن النسب المالية تنقسم إلى أربع مجموعات رئيسية وكل مجموعة تنقسم بدورها إلى مجموعة من النسب أو المعدلات المالية وهذه المجموعات الأربع هي الآتي:

1-نسب السيولة.

2- نسب النشاط أو نسب الدوران.

3- نسب التمويل

4- نسب الربحية.

في حين أن بعض المختصين يضيف مجموعة أخرى بالإضافة إلى المجموعات أعلاه، وهذه المجموعة هي نسب السوق.

## 2-2- نسب السيولة

السيولة هي القدرة على توفير الأموال بالقدر الكافي والتكلفة المتدنية، لمواجهة مختلف الالتزامات المالية والاحتياجات المرتبطة بدورتي الاستثمار والاستغلال، يمكن تحديدها من خلال الموجودات القابلة للتحويل إلى نقدية جاهزة خلال فترة زمنية قصيرة، مضافا إليها ما يمكن الحصول عليه من الاقتراض وزيادة رأس المال والاحتياطات والأرباح المحتجزة .

من أبرز أهداف المؤسسة ضمان توفير السيولة الكافية بالحد المعقول والتكلفة المناسبة للمحافظة على الاستمرار العادي لنشاطها وإبعاد مخاطر التعثر والعسر المالي وعدم القدرة على سداد التزاماتها المالية.

وهناك عدة مقاييس للسيولة، فهي تحدد بنسب تحليل المركز المالي القصير الأجل للمؤسسة، وأيضا بنسب رأس المال العامل، وكلما ارتفعت نسب السيولة فإن الشركة تحقق هامش أمان أكبر من النقدية. في المقابل فإن احتفاظ المؤسسة بسيولة كبيرة، سيزيد من حجم مواردها المالية المعطلة ويرفع من تكلفة الفرصة البديلة، ما يقلص من قدرة المؤسسة على زيادة الأرباح والرفع من قيمتها في السوق المالي.

يهدف هذا الصنف من النسب إلى قياس وتقييم القدرة المالية للمؤسسة على المدى القصير من خلال قياس قدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها قصيرة الأجل قبل استحقاقها من خلال التدفقات النقدية الناتجة عن دورة الاستغلال.

**2-2-1- نسبة السيولة العامة (نسبة التداول):** تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل وذلك بالاعتماد على الأصول المتداولة، هذه النسبة يجب أن لا تقل عن "1" وكل نسبة تزيد عن ذلك تعتبر هامش أمان بالنسبة للمؤسسة.

نسبة السيولة العامة = الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة

= الأصول المتداولة / ديون قصيرة الأجل

تعكس هذه النسبة وضعية التدفق النقدي على المدى القصير، حيث أن انخفاضها يدل على وجود مشكلة في التدفقات النقدية مما قد يؤدي إلى الوقوع في حالة عسر مالي قد يتطور إلى حالة إفلاس، في حين أن زيادة هذه النسبة تعني وضعاً أكثر أماناً بالنسبة للدائنين.

هذا النوع من نسب السيولة يعرف انتقادات منها أن نسبة السيولة العامة لا تعكس النسبة الصحيحة للسيولة باعتبار أن الأصول المتداولة (بسط النسبة) تتكون من حسابات متعددة منها ما هو قابل للتسييل ومنها ما هو بعيد عن السيولة ويحتاج إلى مدة طويلة ليتحول إلى سيولة، كالمخزون السلعي مثلاً.

**2-2-2- نسبة السيولة السريعة<sup>42</sup>:** يؤخذ على نسبة السيولة العامة أنها تعامل الأصول المتداولة بالتمائل في حين يجب التدقيق في مكوناتها وربطها مع الموجودات الثابتة؛ لذلك وجدت نسبة السيولة

<sup>42</sup> وليد ناجي الحياي، مرجع سبق ذكره، ص 52.

السريعة التي تقيس قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها باستخدام الأصول الجارية سهلة التحويل إلى نقدية واستبعاد عنصر المخزونات لمشاكلها المختلفة (فقدان القيمة، طول فترة التسويق، التلف ...).

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = (\text{الحقوق} + \text{خزينة الأصول}) / \text{الخصوم المتداولة}$$
$$= [(\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزونات})] / \text{د ق أ}$$

وهناك بعض المختصين من يطرح أوراق الدفع إضافة إلى المخزون السلعي فتصبح المعادلة كالتالي:

$$\text{السيولة السريعة} = [\text{الأصول المتداولة} - (\text{المخزون السلعي} + \text{أوراق الدفع})] / \text{الالتزامات قصيرة الأجل}$$

يرى بعض المختصين أن استبعاد المخزون السلعي من نسبة السيولة السريعة يعد تصرف غير عملي إن لم يكن خاطئ في بعض الحالات، قبل فحص معدل دوران المخزون السلعي فعندما يكون هذا المعدل جيدا، فلا ضرورة لاستبعاد المخزون السلعي من عناصر الأصول المتداولة.

2-2-3- نسبة السيولة الجاهزة (نسبة النقد): يهتم المحللون بهذه النسبة لأن موجودات المؤسسة من النقد هي موجودات جاهزة، حيث يمكن الاعتماد عليها في الوفاء بالالتزامات خاصة إذا كانت تعاني من صعوبة في التحكم في تدفقاتها النقدية المتأتية من المخزون والعملاء، فهي تعبر عن قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل متى استحققت الدفع، تحسب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة النقد} = \text{خزينة الأصول} / \text{الخصوم المتداولة}$$
$$= \text{قيم جاهزة} / \text{د ق أ}$$

تجدر الإشارة إلى أن هناك عدد قليل من المؤسسات التي تختفض بسبب نقديّة كافية لمواجهة كل التزاماتها قصيرة الأجل ما يدفعها للبحث عن مصادر تمويل خارجية وهو أمر طبيعي وبالتالي فإن هذه النسبة غير كثيرة الاستعمال، خاصة وأنها تتجاهل مواعيد الاستحقاق للالتزامات القصيرة الأجل خلال السنة المالية.

### 2-3- نسب النشاط أو معدلات الدوران

تستخدم هذه النسب في قياس وتقييم أداء المؤسسة المتعلق بالمركز المالي قصير الأجل، كمؤشر على نشاطها في تاريخ أو فترة زمنية معينة وهي تقيس مدى كفاءة إدارة المؤسسة في تسيير أصولها من خلال توزيع مواردها المالية وكفاءتها في استخدام أصولها لإنتاج أكبر قدر ممكن من السلع والخدمات وزيادة المبيعات ولعل أكثر نسب النشاط تداولاً في التحليل المالي هي معدلات الدوران.

**2-3-1- معدل دوران (العائد) على الأصول الثابتة<sup>43</sup>:** يعتبر هذا المعدل بمثابة مؤشر على مدى كفاءة المؤسسة في استغلال أصولها الثابتة لتوليد حجم معين من المبيعات والإيرادات حيث تستخدم هذه النسبة لقياس حجم المبيعات التي تتولد عن كل دينار من قيمة الأصول الثابتة وهو يشير أيضاً لأثر سياسة المؤسسة في تسعير منتجاتها على المبيعات وبحسب كما يلي:

$$\text{معدل الدوران الأصول الثابتة (مرة)} = \text{رقم الأعمال خارج الرسم} / \text{إجمالي الأصول الغير متداولة}$$
$$= \text{صافي المبيعات} / \text{الأصول الثابتة}$$

<sup>43</sup> حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي، تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2004، ص ص 140

2-3-2- معدل دوران الأصول المتداولة ( الجارية )<sup>44</sup>: تعبر هذه النسبة عن مدى مساهمة كل دينار

مستثمر في الأصول المتداولة في توليد المبيعات وعلى أساس هذه المساهمة يمكن تفسير قدرة إدارة

المؤسسة على تنشيط دورة الاستغلال وحجم الاستثمار في الطاقة الإنتاجية.

$$\text{معدل دوران الأصول المتداولة (مرة)} = \text{رقم الأعمال خارج الرسم} / \text{الأصول المتداولة}$$
$$= \text{صافي المبيعات} / \text{الأصول المتداولة}$$

2-3-3- معدل دوران المخزون: تعكس المعدلات السابقة السرعة التي تتمكن فيها المؤسسة من

تحصيل حساباتها المدينة وتصريف مخزونات ويمكن تحليل وتفسير النسبة السابقة بشكل أكثر دقة من

خلال معدل دوران المخزون الذي يعبر على عدد المرات التي يتحول فيها المخزون السلعي إلى مبيعات

وكلما انخفض هذا المعدل دل على أن المؤسسة تعاني من بطء في تصريف مخزوناتا وهو ما يؤدي

إلى تجميد جزء من أموالها في شكل مخزون، ومن جهة أخرى فإن زيادة هذا المعدل قد تعني زيادة نشاط

المؤسسة و كفاءة إدارة المبيعات في التسويق والتفاوض مع العملاء ويحسب كما يلي:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \text{رقم الأعمال خارج الرسم} / \text{متوسط المخزون ( مرة )}$$

$$\text{متوسط المخزون} = \text{مخزون بداية المدة} + \text{مخزون نهاية المدة} / 2$$

$$\text{معدل دوران المخزون بالأيام} = \text{معدل دوران المخزون} / 360 \text{ يوم}$$

من النسبة أعلاه يمكننا اشتقاق مختلف معدلات المخزون كما يلي:

$$\text{معدل دوران البضاعة} = \text{تكلفة شراء البضاعة} / \text{متوسط المخزون من البضاعة}.$$

<sup>44</sup> نفس المرجع السابق.

- معدل دوران المواد الأولية = تكلفة شراء المواد الأولية / متوسط المخزون من المواد الأولية.

- معدل دوران المنتجات المصنعة = تكلفة إنتاج المنتجات المصنعة / متوسط المخزون المنتجات المصنعة.

2-3-4- معدل دوران المدينون ( العملاء والحسابات الملحقه ): يقيس هذا المعدل دوران المدينين وعادة ما تنشأ الذمم المدينة نتيجة تعامل المؤسسة مع الغير، أي عندما تباع منتجاتها إلى الزبائن على الحساب وغالبا ما تضع سياسة سداد لتسديد الديون التي بذمة الزبائن لذلك ينبغي أن تكون هذه السياسة رشيدة في تسيير هذا العنصر المهم من عناصر الموجودات المتداولة، باعتبار أن تعثر المدينين عن تسديد ديونهم سيؤثر على الوضعية المالية للمؤسسة سلبا.

معدل دوران المدينون ( مرة ) = صافي المبيعات الآجلة السنوية / متوسط رصيد المدينين

متوسط رصيد الدينين = ( المدينين أول مدة + المدينين أول مدة ) / 2

معدل دوران المدينون (أيام) = معدل دوران المدينون / 360 يوم

2-3-5- معدل دوران الدائنون ( الموردون والحسابات الملحقه ):

تعبر هذه النسبة عن الآجال الممنوحة من طرف الموردين بالنسبة للمؤسسة وهي بمثابة مصدر تمويل قصير الأجل، وتبين مدى كفاءة المؤسسة في تسديد التزاماتها المالية، حيث كلما كانت مرتفعة كلما كان أداء المؤسسة لالتزاماتها أحسن، وهذا من المؤشرات التي يؤكد عليها الدائنون والمقرضون.

معدل دوران الدائنون ( مرة ) = المشتريات السنوية الصافية / ( الدائنون + أوراق الدفع )

معدل دوران الدائنون (أيام) = معدل دوران الدائنون / 360 يوم

## 2-4- نسب التمويل

تشكل هذه النسب أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسات المالية والمستثمرين بالإضافة طبعا لإدارة المؤسسة حيث أنها تعكس مدى مساهمة مصادر التمويل الخارجية في تمويل استخدامات المؤسسة مقارنة بمصادر التمويل الداخلية، فعن طريق نسب الرفع المالي نستطيع معرفة نسبة كلا من الأموال الخاصة وكذلك نسبة القروض أو الديون الخارجية من مصادر التمويل.

**2-4-1- نسبة المديونية (الملائمة العامة)<sup>45</sup>:** تقيس هذه النسبة نسبة الديون التي ساهم فيها الغير بالنسبة إلى إجمالي أصول المؤسسة، انخفاض هذه النسبة يدل على أن المؤسسة تعتمد على التمويل الذاتي في تمويل أصولها والعكس صحيح.

ارتفاع هذه النسبة يعكس وضعية مالية غير مرغوب فيها، باعتبار أن المؤسسة ستتحمل تكلفة أكبر على مصادر التمويل الخارجية ما يؤثر على النتيجة الصافية وقدرة المؤسسة على النمو، علاوة على زيادة تبعيتها للجهات المقرضة ما يؤثر على استقلاليتها المالية والإدارية، غير أن هناك استثناءات إذ تفضل بعض المؤسسات الاعتماد في عملية تمويلها على القروض في حالة التضخم بدلا من أن يكون التمويل عن طريق الزيادة في رأس المال (الأسم)، والسبب في ذلك يعود إلى انخفاض الضريبة التي ستدفع لأن فوائد القروض ستقتطع من الضريبة، كذلك فإن الأموال التي ستقترض ستكون قيمتها أعلى في بداية الاقتراض وستكون أقل من حيث القيمة الحقيقية عند التسديد (القيمة الزمنية للنقود)، لذا فعلى المحلل المالي أن يراعي الظروف الداخلية والخارجية المحيطة بالمؤسسة والتي يمكن أن تؤثر في قرار التمويل.

$$\text{نسبة المديونية} = (\text{مجموع الديون} / \text{إجمالي الأصول}) \times 100$$

<sup>45</sup> ناصر داداي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، الجزء الأول التحليل المالي، 1990، ص 52.

نذكر هنا أنه كلما زادت هذه النسبة كلما ارتفعت درجة المخاطرة بالنسبة للمؤسسات المالية وقلت قدرة المؤسسة على تأمين قروض جديدة<sup>46</sup>.

نسبة الدين أكبر من 100% تشير إلى أن أصول المؤسسة لا تغطي مديونيتها، وهي في وضعية حرجة ومعرضة لمستوى مخاطر كبير، وتعتبر نسبة 40% نسبة مقبولة في معظم الصناعات وكلما انخفضت كان ذلك في صالح المؤسسة.

وتستخدم نسبيتي الديون الطويلة والقصيرة الأجل، المشتقتين من نسبة المديونية لتحليل المركزين الماليين القصير والطويل الأجل، وذلك من خلال تحديد قابلية أصول المؤسسة على تغطية الالتزامات المالية عند استحقاقها.

نسبة المديونية قصيرة الأجل = ( الديون قصيرة الأجل / مجموع الأصول ) 100

نسبة المديونية طويلة الأجل = ( الديون طويلة الأجل / مجموع الأصول ) 100

2-4-2- نسبة الاستقلالية المالية<sup>47</sup>: تقيس نسبة الديون ( مصدر التمويل الخارجي) إلى الأموال الخاصة ( مصدر التمويل الداخلي) ومن ثم تحديد درجة التناسق في الهيكل التمويلي للمؤسسة، من حيث اعتمادها على التمويل الخارجي مقارنة بالمصادر الداخلية وتحسب بالعلاقة :

نسبة الاستقلالية المالية = ( الاموال الخاصة / مجموع الديون ) 100

**ملاحظة:** في حالة وجود قرض إيجاري فإن دفعات القرض الإيجاري تضاف إلى مجموع الديون عند احتساب نسبة الاستقلالية المالية.

<sup>46</sup> مبارك لسلوس، نفس المرجع السابق، ص 51 .

<sup>47</sup> تودرت أكلي، مرجع سبق ذكره، ص ص 92، 98.

2-4-3- نسبة التمويل الدائم: تقيس هذه النسبة التوازن الموجود بين الأموال الدائمة والأصول الثابتة.

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \left( \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}} \right) \times 100$$

تشير هذه النسبة إلى مستوى تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة، فإذا كانت هذه النسبة أقل من 100% فإن رأس المال العامل يكون سالبا (اختلال في التوازن المالي)، أي أن جزءا من الأصول الثابتة هو ممول بالديون القصيرة الأجل.

أما إذا كانت هذه النسبة أكبر من 100% فهذا يدل أن الأصول الثابتة ممولة بالأموال الدائمة.

2-4-4- القدرة على السداد: تساعد هذه النسبة خاصة المؤسسات المصرفية في قياس وتحديد قدرة

المؤسسة على تسديد ديونها المالية وتحسب بالعلاقة:

$$\text{القدرة على السداد (عدد السنوات)} = \frac{\text{الديون المالية (ديون طويلة الأجل)}}{\text{طاقة التمويل الذاتي}} \geq 3 \text{ أو } 4 \text{ سنوات}$$

يطلق على هذه النسبة بالمعيار البنكي، ذلك أنه لا يجب أن تكون القدرة على السداد أقل من 3 أو 4 سنوات، هذه النسبة تفترض أن القدرة على التمويل الذاتي الحقيقية ستكون موجهة لتسديد الديون طويلة الأجل وهذا غير صحيح في كل الظروف، إذ أن المؤسسة يمكن أن توجه جزء من التمويل الذاتي لمقابلة الزيادة في احتياجات الرأس المال العامل نتيجة التوسع والنمو، السبب الي دفع لتعديل هذه النسبة.

$$\text{القدرة على السداد (عدد السنوات)} = \frac{\text{الديون المالية (ديون طويلة الأجل)}}{\text{طاقة التمويل الذاتي}} \geq 3 \text{ أو } 4 \text{ سنوات}$$

طاقة التمويل الذاتي المتاحة = طاقة التمويل الذاتي (-) العوائد الجارية (-) استثمارات التجديد الجارية (-) التغيير الجاري في احتياج الرأس المال العامل.

2-5-5-2- نسب الربحية أو المردودية<sup>48</sup> : تمثل الأرباح الهدف الأول والأخير لإدارة المؤسسة والمساهمين

فهي تختزل نشاط المؤسسة والغاية من وجودها، وبدونها لا يمكن للمؤسسة الاستمرارية والنمو.

تعكس ربحية المؤسسة العلاقة بين الأرباح المحققة والاستثمارات المادية والمالية التي ساهمت في تحقيقها، من خلال الاستخدام الأمثل لمختلف الموارد المتاحة.

عموما تستخدم نسب الربحية في تقييم:

- مدى قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح التشغيلية مقارنة بالموارد التي ساهمت في تحقيقها؛

- تقييم نتائج السياسات والقرارات المتخذة فيما يرتبط بالسيولة والديونية والاستثمار.... إلخ؛

- قياس كفاءة ادارة المؤسسة في توظيف واستغلال الموارد المتاحة، لتوليد الأرباح وزيادتها.

2-5-5-1- المردودية التجارية: تقييم هذه النسبة السياسة التسعيرية المطبقة من طرف المؤسسة.

المردودية التجارية = هامش الربح الإجمالي / رقم الأعمال خارج الرسم

= النتيجة الصافية للأنشطة العادية / رقم الأعمال خارج الرسم

المردودية التجارية = الفائض الإجمالي للاستغلال / رقم الأعمال خارج الرسم

2-5-5-2- هامش الربح : يدل هذا المؤشر على مدى كفاءة المؤسسة في إدارة ومراقبة التكاليف بجميع

أصنافها.

<sup>48</sup> محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الإسكندرية، الدار الجامعية، 1998، ص 78.

هامش الربح = النتيجة الصافية للسنة المالية / إجمالي الإيرادات

2-5-3- معدل العائد على الاستثمار: يعبر هذا المؤشر على مدى مساهمة الأصول المستخدمة من طرف المؤسسة في تكوين النتيجة السنوية ويعد من أكثر المؤشرات دقة في تقييم أداء المؤسسات، حيث يشير هذا المعدل إلى ربحية الدينار الواحد من الأموال المستثمرة داخل المؤسسة.

معدل العائد على الاستثمار = ( الربح الإجمالي / مجموع الأصول العاملة ) 100

الأصول العاملة هي تلك الأصول التي استخدمت فعلا في خلق الربح، ما يعني ضرورة استبعاد الأصول التي لا تساهم في العملية الإنتاجية والتسويقية للمؤسسة مثل المعدات العاطلة والمباني التي قامت المؤسسة بإيجارها للغير من أجل الحصول على إيرادات الإيجار.

2-5-4- المردودية الاقتصادية<sup>49</sup>: هي العلاقة بين النتيجة الاقتصادية التي تحققها المؤسسة ومجموع الأموال التي استعملتها، قد يعبر عن النتيجة الاقتصادية بالفائض الإجمالي للاستغلال أو بنتيجة الاستغلال بعد الضريبة، أما الأموال المستخدمة في تحقيق هذه النتيجة فيعبر عنها عادة بأصول المؤسسة الممولة بموارد دائمة، إلا أن البعض يستخدم الأصول الثابتة مضافا إليها احتياج رأس المال العامل للتعبير عن الأموال المستعملة لتحقيق النتيجة الاقتصادية، فقياس المردودية الاقتصادية يسمح للمؤسسة بمعرفة قدرتها على تحقيق الأرباح بعيدا عن تأثير التمويل.

معدل المردودية الاقتصادية (R<sub>e</sub>) = ( النتيجة بعد الضريبة / الأصول الاقتصادية ) 100

<sup>49</sup> إلياس بن ساسي، نفس المرجع ، ص 267.

2-5-5- المردودية المالية: وتسمى أيضا بمردودية الأموال الخاصة وهي العلاقة بين النتيجة التي حققتها المؤسسة والعائد المالي المتحقق من استثمار الأموال أصحاب الخاصة.

المردودية المالية ( $R_{cp}$ ) = ( النتيجة الصافية للسنة المالية / الأموال الخاصة ) 100

إن ارتفاع نسبة ربحية الأموال الخاصة قياسا بمؤشر المقارنة دليل قاطع عن تحسن ربحية الدينار الواحد من المبيعات، ومبرر لتأكيد قوة المؤسسة من ناحية الأداء والذي هو انعكاس لكل سياساتها وقراراتها سواء تلك المرتبطة بالإنتاج أو التسويق أو التسعير أو غيرها، في حين يكون انخفاضها مبررا لتأكيد حالة الضعف.

2-6- نسب السوق<sup>50</sup>: تساعد هذه النسب محلي الأسهم في أداء مهامهم عند تقييم أداء المؤسسات كما تساعد المستثمرين الحاليين والمحتملين الذين يتعاملون في الأسواق المالية في التعرف على الاتجاهات السوقية للأسهم، حيث يشير الارتفاع أو الانخفاض في قيمة هذه النسب إلى قوة أو ضعف في أداء المؤسسة وتعتمد هذه المجموعة على بعض البيانات المالية والاقتصادية.

2-6-1- عائد السهم العادي: تعد نتيجة هذه النسبة مؤشرا ماليا مهما، يعكس شكل الأداء الذي مارسه إدارة المؤسسة لتعظيم قيمتها في السوق، فزيادة قيمة هذه النسبة يعبر على قدرة المؤسسة في تحقيق الأرباح بصفة مستمرة ومنتزيدة ويؤكد على أنها تتمتع بمركز قوي داخل السوق المالي نتيجة ارتفاع سعر سهمها العادي، في حين يشير انخفاضها إلى تدهور في الأداء، حالة من حالات الضعف والتي تنعكس على حالها في السوق المالي وتحقق هذه النسبة مجموعة من الأغراض تتمثل فيما يلي :

- التنبؤ بالأرباح المتوقع توزيعها؛

<sup>50</sup> محمد عقيل مفلح، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار أجانين للنشر، عمان، الأردن، 2006، ص 327.

- معدلات النمو المتوقع تحقيقها؛

- القيمة المستقبلية للأسهم؛

- وضع السياسات المستقبلية الخاصة بتوزيع الأرباح.

عائد السهم العادي = الربح الصافي (-) توزيعات الأسهم العادية / عدد الأسهم العادية

2-6-2- نسبة الدفع: هذه النسبة مؤشر على حجم الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية من

إجمالي المحققة والمتاحة للتوزيع، كما يلي:

نسبة الدفع = الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية / الربح الصافي

انخفاض هذه النسبة قد يعني وجود ضغوط من طرف بعض الدائنين وبالتالي ترغب المؤسسة في

الاحتفاظ بجزء من السيولة لمواجهة الالتزامات، أما ارتفاعها يدل على وصول المؤسسة إلى مرحلة

التشبع، ما يعني عدم وجود فرص استثمارية أو قد يعني المحافظة على مستوى معين من التوزيع.

2-6-3- العائد على السهم: يمكن اعتبار هذه النسبة أحد مؤشرات الربحية لأنها تقيس كمية الأرباح

التي تخص كل سهم ممتاز، كما يلي:

العائد على السهم الممتاز = الربح الصافي / حقوق حملة الأسهم الممتازة / عدد الأسهم الممتازة

2-6-4- نسبة السعر السوقي للسهم إلى الربح لكل سهم

تعد هذه النسبة من المؤشرات المهمة في سوق الأوراق المالية، وتعني هذه النسبة عدد المرات التي يستلم

فيها المستثمر الربح لتبرير السعر المدفوع.

السعر السوقي للسهم إلى الربح لكل سهم = سعر السهم العادي في السوق / الربح لكل سهم  
عادي

فكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما دل ذلك على تحقيق المؤسسة لمعدلات مرتفعة من النمو، وبالتالي انخفاض المخاطر التي تتعرض لها في المستقبل وهو ما يرغب فيه المستثمرون وحملة الأوراق المالية أما انخفاض قيمة هذه النسبة فيعني انخفاض أداء المؤسسة.

2-6-5- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: توضح هذه النسبة ما يضيفه سوق الأوراق المالية من قيمة على السهم العادي قياساً بما هو مسجل كقيمة دفترية لذلك السهم في السجلات. ويتم حساب هذه النسبة وفق العلاقة التالية:

القيمة السوقية إلى الدفترية = السعر السوقي للسهم / القيمة الدفترية للسهم

القيمة الدفترية للسهم = الأموال الخاصة / عدد الأسهم

## خلاصة

يمثل التحليل المالي من خلال استخدام مؤشرات التقييم المالي أسلوب مهم في تقييم المركز المالي للمؤسسة والرقابة المالية عليها وتحديد أوجه القوة والضعف على مستوى صياغة وتنفيذ سياستها المالية والتشغيلية والاستثمارية، ما يساعد مختلف الأطراف الداخلية والخارجية التي تربطها علاقة مصالح مع المؤسسة باتخاذ القرارات المناسبة وترشيدها فيما يخص الاستثمار والربحية وتعظيم قيمة المؤسسة، بناء على المعلومات المالية التي توفرها مختلف النسب المالية والتي تسمح بتكوين صورة واضحة على الأداء المالي للمؤسسة من خلال تحديد درجة السيولة المالية والربحية والمخاطر و الملائة المالية المرتبطة بالاستثمار والنشاط والتمويل.

## أسئلة

1. ما مفهوم النسب المالية وما الهدف من استخدامها في تحليل المركز المالي للمؤسسة؟
2. ماهي مصادر المعلومات الموظفة في حساب مختلف النسب المالية؟
3. ماهي النسب المالية التي ترتبط بقياس أداء المؤسسة المالي على المدى القصير؟
4. ماهي النسب المالية التي ترتبط بقياس أداء المؤسسة المالي على المدى الطويل؟
5. ما هي العلاقة بين نسب السيولة ونسب الربحية ونسب المديونية؟
6. متى تكون نتائج النسب المالية مفسرة وذات مدلول يساعد في اتخاذ مختلف القرارات المالية؟
7. ماذا نقصد بضرورة تجانس الأرقام الموظفة في احتساب النسب المالية بين المركز المالي ( الميزانية ) وقائمة الدخل؟

## الفصل الرابع: تكلفة رأس المال ونظريات الهيكل المالية

المحور الأول: الهيكل المالي

المحور الثاني: تكلفة رأس المال

المحور الثالث: النظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكل المالي

المحور الرابع: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي

## تمهيد

تستخدم المؤسسة التمويل بمختلف أنواعه ومصادره (الداخلية والخارجية) لتغطية احتياجات دورتي الاستغلال والاستثمار، وتختلف طبيعة وحجم احتياجاتها منه حسب استراتيجيتها وسياستها المالية التي تعكس تحقيق أهداف الإدارة العليا في ما يخص قرارات التوسع والزيادة في الطاقة الإنتاجية أو تجديد الأصول أو مقابلة الالتزامات المالية للمؤسسة اتجاه دائنيها من الموردين والمؤسسات المالية...إلخ. غير أن تحديد الهيكل المالي الأمثل الذي يحقق أهداف المؤسسة (أموال خاصة / ديون) ويحافظ على توازنها واستقرارها المالي من جهة ومدى قدرتها على تحقيق الأرباح يطرح مشكلة حقيقية فيما يخص تأثير الهيكل المالي وتركيبته على قيمة المؤسسة وتطور عائد سهمها العادي في المستقبل.

## 1- الهيكل المالي

مفهوم الهيكل المالي هو أحد أهم المفاهيم تعقيدا عند تحديد السياسات واتخاذ القرارات المالية، بسبب ارتباطه مع بعض القرارات لمفاهيم مالية أخرى كالربحية وتكلفة التمويل والمخاطرة والضريبة وغيرها.

تحديد الهيكل المالي الأمثل من شأنه أن يؤثر على تكلفة مصادر التمويل والمردودية المالية للتدفقات التي تحققها وعليه لابد للمؤسسة أن تختار هيكل رأس المال الأمثل الذي يضمن يقلل من درجة المخاطرة المالية ويحقق أهداف المؤسسة المالية والاستثمارية والاستغلالية.

### 1-1- مفهوم الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي للمؤسسة، على أنه تشكيلة أو توليفة من مختلف مصادر التمويل التي حصلت عليها المؤسسة من مصادرها الداخلية أو الخارجية وهو يتضمن جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم<sup>51</sup>.

للهيكل المالي أثر مباشر على تعظيم قيمة المؤسسة وعائد المساهمين من خلال اختيار المزيج التمويلي الأمثل الذي تحقق الأهداف التشغيلية والاستثمارية والمالية، من حيث تكلفة المصدر والأثر الضريبي والربحية ودرجة المخاطرة المالية.

---

<sup>51</sup> عدنان تايه النعيمي وراشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازودي للنشر، الأردن، 2009، ص 349.

## 1-2- محددات الهيكل المالي

يتأثر اختيار الهيكل المالي الأمثل لكل مؤسسة بمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية نذكر من

أهمها:

أ/ **الربحية:** يؤثر قرار التمويل على ربحية المؤسسة بدرجة كبيرة، فالمؤسسة الأكثر ربحية هي المؤسسة القادرة على التوسع والنمو والزيادة في طاقتها الإنتاجية، هذه الأهداف تتولد عنها احتياجات مالية لا بد من تأمينها في الزمن وبالجم المناسبين واستغلالها بطريقة مثلى تضمن تعظيم العائد منها والتقليل من المخاطر المالية المرتبطة بها فيما يخص حالات التعثر والعسر المالي والإفلاس.

ب/ **الوفر الضريبي:** من أهم العوامل التي تأخذها المؤسسة بعين الاعتبار عند تحديد المصدر التمويلي الذي ستعتمد عليه في زيادة رأس مالها أو تغطية احتياجاتها الاستغلالية والاستثمارية الحالية والمستقبلية، ما يحققه هذا المصدر من مزايا و وفورات ضريبية، تسمح للمؤسسة بالتقليل من الضريبة المدفوعة على الدخل الإجمالي.

وعليه فإن النظام الضريبي السائد والمعدلات والتحفيزات التي يحملها، يمكن أن تؤثر تأثيرا مباشرا في اتخاذ قرار التمويل وتحديد المصدر التمويلي المناسب.

ت/ **حجم المؤسسة:** يعبر حجم نشاط المؤسسة على حركة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المرتبطة بتغطية مختلف احتياجاتها وقوة أو ضعف حصة مبيعاتها في السوق، وعليه فإن المؤسسات الكبيرة تعتمد بدرجة كبيرة على القروض في تغطية احتياجاتها، لقدرتها على السداد وتقديم الضمانات وطلب التسهيلات وسمعتها المالية الجيدة مع المؤسسات المالية عكس المؤسسات الصغيرة التي تعتمد على مواردها المالية الخاصة وتجد صعوبة في تأمين القروض الخارجية لأغراض التوسع والنمو وحتى تغطية

احتياجات دورة الاستغلال من المؤسسات المالية نتيجة ضعف مركزها المالي وعدم استقرار مبيعاتها وقدرتها على السداد وتقديم الضمانات الكافية<sup>52</sup>.

ث/درجة المخاطرة: ترتبط هذه المخاطر بقدرة المؤسسة على التسديد والوفاء بالتزاماتها المالية في الزمن المحدد وتحقيق عائد أكبر من تكلفة الحصول على المصدر التمويلي يسمح بتحقيق الربحية وتغطية التكاليف، حيث كلما ارتفعت درجة المخاطرة المالية انعكس هذا سلبا على الوضعية المالية للمؤسسة وتوازن مركزها المالي.

ج/المرونة المالية والتمويلية: تتمثل في قدرة المؤسسة على ضمان الحصول على القروض بصفة ميسرة وشروط وتسهيلات ملائمة وتكلفة مقبولة في ظروف مستقرة.

ح/ مستوى المبيعات ومعدل نمو السوق: زيادة معدل المبيعات ونمو السوق يمكن أن يعبر عن زيادة قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح والتوسع والنمو ضمن مجال النشاط الذي تمارسه بنسب معينة مما يرفع من عائد السهم العادي، الأمر الذي يتيح لها فرصة أكبر للاعتماد على القروض، لأنه عادة تكون تكلفتها أقل من إصدار أسهم جديدة، في حين يرى البعض أنه في حالة زيادة صافي الربح فإن الاعتماد على الديون سيكون محدودا أو ثابتا عند نسبة محددة من إجمالي الأصول أو من قيمة حقوق الملكية لزيادة فعاليتها كمصدر مالي ذاتي عن طريق الأرباح المحتجزة<sup>53</sup>.

### 1-3- مكونات الهيكل المالي

تنقسم مصادر التمويل إلى مصادر داخلية متمثلة في التمويل الذاتي أو حقوق الملكية متمثلة في الأموال الخاصة ومصادر خارجية متمثلة في الديون القصيرة والمتوسطة الأجل.

<sup>52</sup> السعيد فرحات جمعة، جاد عبد السميع، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر، 2001، ص 254.

<sup>53</sup> نفي المرجع.

كما تقسم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة وفق المدة إلى مصادر تمويل طويلة الأجل ومصادر تمويل قصيرة الأجل<sup>54</sup>.

### 1-3-1- مصادر التمويل طويلة الأجل

وهي المصادر الداخلية والخارجية التي تفوق آجال استخدامها أو المطالبة بها أكثر من سنة، الغرض منها تمويل احتياجات دورة الاستثمار ك شراء الآلات والتجهيزات والأراضي والمباني وغيرها.

#### 1-1-3-1- حقوق الملكية

تمثل حقوق الملكية أحد أهم مصادر التمويل الداخلية الطويلة الأجل، التي تعكس قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة وهي تتكون عموما من رأس مال المؤسسة عند التكوين أو التوسع عن طريق طرح أسهم جديدة (الأسهم العادية والممتازة)، الأرباح المحتجزة والاحتياطيات بمختلف أنواعها.

أ/ الأسهم العادية: أوراق مالية متساوية القيمة تمثل مساهمة في جزء من رأس مال المؤسسة، وهي تعتبر سند ملكية يعطي الحق لمالكها بالحصول على جزء من الأرباح الموزعة وأصول المؤسسة في حالة التصفية على قدر نسبة مساهمته في رأس المال، وعليه فهي مصدر تمويل طويل الأجل ليست له تواريخ استحقاق محددة طالما يبقى نشاط المؤسسة قائم ومستمر.

وللسهم العادي قيمة إسمية وقيمة دفترية وأخرى حقيقية؛ تمثل القيمة الإسمية القيمة المثبتة على صك السهم، بينما تمثل القيمة الدفترية للسم القيمة الكلية لحقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، قيما تمثل القيمة الحقيقية قيمته في السوق المالي (البورصة)، تتأثر هذه القيمة بمدى الإقبال والطلب على أسهم المؤسسة الذي يتحدد بدوره بقيمة المؤسسة وقدرتها على تحقيق الأرباح بصفة مستمرة ومتزايدة.

<sup>54</sup> عاطف وليد أندرسون، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص386.

يعبر التغير في القيمة الحقيقية السهم العادي عن التغير في قيمة المؤسسة نحو الارتفاع أو الانخفاض مما يساعد مختلف الأطراف المهتمة بالأرباح ( المؤسسة، المساهمين، المتدخلين في البورصة، مراكز الدراسات والوساطة المالية...) من تحديد اتجاه تطور الحالة المالية للمؤسسة في المستقبل واتخاذ القرارات التي تتوافق مع أهداف كل طرف من هذه الأطراف.

يتمتع حامل السهم بمجموعة من الحقوق من أبرزها:

- الاشتراك في الجمعيات العمومية، وحق التصويت فيما يتعلق بالقرارات الهامة المرتبطة بمستقبل المؤسسة؛

- المساهمة في جلسات التصويت لاختيار أعضاء مجلس الإدارة؛

- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند التوسع في رأس مال المؤسسة.

يحقق التمويل باستخدام الأسهم العادية مجموعة من المزايا والسلبيات بالنسبة للمؤسسة، ففيما يخض المزايا نوجز أهمها فيما يلي:

- للمؤسسة الحق في تحديد سياسة التوزيع المناسبة للأرباح للمساهمين؛

- تعتبر الأسهم العادية مصدر تمويل طويل الأجل، لا يمكن لحاملها مطالبة المؤسسة المصدرة لها باسترداد قيمتها، غير أنه يمكنه التنازل عنها في السوق المالي ونقل ملكيتها لطرف آخر؛

- تعتبر الأسهم العادية مصدرا مناسباً لتمويل احتياجات دورة الاستثمار وقرارات التوسع والزيادة في الطاقة الإنتاجية واحلال الأصول؛

- تعتبر الأسهم العادية من وجهة المشروع مصدر تمويلي أقل تكلفة ومخاطرة، إذ يعتبر حامل السهم مساهم من الناحية المالية في المشروع وتقاسم المخاطر المرتبطة به، عكس التمويل بالقروض والسندات والأسهم الممتازة الذي يلزم المؤسسة بسداد توزيعات ثابتة في حالة الأسهم الممتازة أو فوائد ثابتة في حالة

السندات مما قد يؤثر على القدرة المالية للمؤسسة في ضمان تسديد هذه الالتزامات في حالة تعثر المشروع؛

- التوسع في إصدار الأسهم ونجاح العملية سيسمح للمؤسسة بالرفع من قدرتها على التمويل الذاتي ودعم استقلاليتها المالية، وقدرتها على التفاوض مع المؤسسات المالية.

أما عن العيوب فمن أبرزها:

- ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم العادية نتيجة ارتفاع العائد المطلوب من حملة الأسهم، إذ أن توزيعات الأرباح لحملة الأسهم تأتي بعد تحديد النتيجة الصافية وعليه فهي لا تخضع للضريبة فهي ليست من التكاليف وعليه لا تحقق المؤسسة أي وفورات ضريبية على العكس في حالات الاقتراض والسندات؛

- يترتب عن إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد وتوسع دائرة التدخل في قرارات المؤسسة مما قد يفتح الفرصة للمؤسسات المنافسة للسيطرة على مجلس إدارة المؤسسة وتوجيهه لما يخدم مصالحها.

ب/ الأسهم الممتازة: هي أوراق مالية لها قيمة إسمية وتوزيعات أرباح محددة كنسبة من قيمتها الإسمية، وهي تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات ولمالك السهم الممتاز حقوق وامتيازات تفوق حقوق وامتيازات حاملي الأسهم العادية، إلا أنه لا يتمتع بحق التصويت أو الترشح في مجلس الإدارة.

تأتي الأسهم الممتازة في المرتبة التالية بعد السندات عند الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق حملتها عند التصفية.

وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية كونها سندان ملكية لها قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة حقيقية ويرتبط أجله بوجود واستمرارية المؤسسة، كما يتمثلان في كون التوزيعات المقررة لهما لا تخضع للضريبة بل تأتي بعد تحديد النتيجة الصافية القابلة للتوزيع حسب سياسة المؤسسة المعتمدة في توزيع

الأرباح وبالتالي فهي لا تحقق وفورات ضريبية.

لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في توزيع الأرباح والأصول عند التصفية على حملة الأسهم العادية ما يقلل من درجة المخاطرة التي يتعرضون لها قياسا بالمخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية. يعتبر التمويل بالأسهم الممتازة ذو تكلفة كبيرة مقارنة بالقروض والسندات، كون توزيعات الأسهم الممتازة تعد من التكاليف الواجبة الخصم عند تحديد الدخل الإجمالي الخاضع للضريبة عكس فوائد القروض والسندات.

**ت/ الأرباح المحتجزة:** تعتبر الأرباح المحتجزة من أهم الموارد الداخلية المعبرة عن قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة، حيث تشكل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي الطويل المدى للأرباح الصافية التي لم يتم توزيعها على الشركاء والمساهمين في نهاية كل سنة مالية، بهدف دعم استقلالية المؤسسة وزيادة فرصها للاستثمار والتوسع والنمو ودعم المركز المالي للمؤسسة.

تساهم الزيادة في الأرباح المحتجزة على زيادة فرص المؤسسة للتوسع والنمو والتقليل من تكاليف الاقتراض والارتهان للمؤسسات المالية والزيادة في الأرباح ومنه الرفع من قيمة المؤسسة وسهمها العادي في السوق المالي.

ويمكن أن تستفيد الأرباح الغير موزعة من إعفاءات ضريبية في إطار دعم القدرة التمويلية للمؤسسة وتحفيزها على الاحتفاظ بجزء من أرباحها لإعادة الاستثمار والتوسع، غير أن هذه اعتماد سياسة الأرباح المحتجزة في التمويل والتمادي فيها قد يطرح مشاكل مع المساهمين الذين يفضلون توزيع كل الأرباح أو الجزء الأكبر منها تحقيقا للعائد الحالي المؤكد عوض المخاطرة بإعادة استثمار جزء من الأرباح على أمل تحقيق أرباح أكبر في المستقبل أي في ظل ظروف عدم التأكد.

**ث/ الاحتياطات:** تعتبر الاحتياطات مبالغ مالية تقتطع من الربح الإجمالي يتم الاحتفاظ بها لدعم المركز المالي للمؤسسة أو لمواجهة أخطار أو خسائر محتملة الحدوث وتكون بصفة قانونية أي إلزامية وبصفة

اختيارية ويتوقف تكوين الاحتياطات حسب طبيعة نشاط المؤسسة وحجمه وقدرتها على تحقيق الأرباح أو المعدل الذي يحدده القانون (احتياطي قانوني).

### 1-3-1-2- القروض طويلة الأجل

تعتبر القروض طويلة الأجل من مصادر التمويل الخارجية التي يترتب عليها أعباء والتزامات مالية وأعباء يجب على المؤسسة الوفاء بها ضمن شروط ومواعيد استحقاق تم الاتفاق عليها ولاقت القبول بين المؤسسة ودائنيها.

وتتكون على العموم من العناصر التالية:

أ/ **السندات:** تمثل السندات أوراق مالية يعتبر حاملها دائناً أمام المؤسسة المصدرة للسند ولحاملها الحق في الحصول على دخل في شكل فائدة تدفع له ضمن تواريخ محددة مسبقاً بغض النظر عن النتيجة الصافية أو الأرباح التي تحققها المؤسسة فضلاً عن أصل السند.

ويوفر السند لحامله العديد من المزايا والحقوق منها:

- لحملة السندات الأولوية في الحصول على الفوائد من النتيجة الصافية قبل دفع أي توزيعات لحملة الأسهم العادية والممتازة؛

- لحملة السندات حق الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم في حالة التصفية وإفلاس المؤسسة؛

- تحقق السندات درجة مخاطرة ضعيفة لحملتها مقارنة بالمخاطر التي يمكن أن يتعرض لها حملة الأسهم العادية والممتازة.

غير أنه وفي مقابل هذه المزايا، توجد بعض العيوب تواجه حملة السندات منها:

- ليس لحملة السندات الحق في حضور الجمعيات العامة والتصويت والمشاركة في إدارة المؤسسة؛

- غالبا ما يكون معدل السند ثابت، الأمر الذي يجعلها تتأثر سلبا بارتفاع معدلات التضخم مما يسبب خسائر لحملة السندات نتيجة الانخفاض في قيمة النقود الحقيقية.

عكس حملة السندات، يمثل التمويل عبر السندات ذو درجة مخاطرة عالية مقارنة بالأسهم العادية والممتازة، حيث تلتزم المؤسسة بسداد التزاماتها اتجاه حملة السندات مهما كانت حالتها المالية والنتيجة التي حققتها سواء ربح أو خسارة الأمر الذي قد يعمق من حالة عدم الاستقرار المالي الذي يمكن أن تمر به المؤسسة في حالة عدم سدادها أو تأخرها عن السداد.

من جهة أخرى تعتبر تكلفة التمويل بالسندات تكلفة منخفضة مقارنة بمصادر التمويل الطويل الأجل الأخرى كالأسهم العادية والممتازة، حيث يترتب عليها وفورات ضريبية نتيجة خصم أعبائها من وعاء ضريبة الدخل مما يساهم في زيادة ربحية المؤسسة.

**ب/ القروض الطويلة الأجل:** تمثل القروض الطويلة الأجل مبالغ مالية تتحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية، مقابل شروط ومواعيد استحقاق معينة محددة في العقد، تم التفاوض عليها مباشرة بين المؤسسة والمؤسسة المالية، الهدف منها تمويل أهداف التوسع والنمو وتجديد الأصول الثابتة.

ويتضمن عقد القرض شروطا معينة تتعلق أساسا:

- قيمة القرض والفوائد المستحقة عليه وتاريخ استحقاقه وكيفية سداده؛
  - الضمانات المرتبطة بالقرض المقدمة من طرف المؤسسة التي قد تكون شخصية أو معنوية في شكل أصول معنوية أو عينية في شكل أصول مادية؛
  - فترة السماح المرتبطة بالقرض والتسهيلات الممنوحة له؛
  - أوجه استخدام القرض.
- وتتصف القروض بصفة المرنة مقارنة بالسندات من حيث إمكانية تغيير شروط الاتفاق وطلب تسهيلات.

ت/ **القرض الإيجاري**: تلجئ المؤسسات في كثير من الحالات إلى تغطية احتياجاتها من الأصول الثابتة من خلال استأجرها مقابل سداد إيجار على دفعات منتظمة، الأمر الذي يمكنها من الاستفادة منها دون شرائها.

هو عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانوناً لذلك، بوضع آلات أو معدات أو أية أصول ثابتة أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها، تسمى ثمن الإيجار. وهو يتم بين طرفين: المؤجر الذي يتولى تمويل شراء الأصل الرأسمالي والمستأجر الذي يحق له استخدام وتشغيل هذا الأصل الرأسمالي مقابل أداء قيمة إيجاريه يتفق عليها، دون إلزامه بشراء هذا الأصل في نهاية مدة الاتفاق أو خلالها<sup>55</sup>.

يقدم القرض الإيجاري تمويلاً كاملاً لقيمة الأصول الرأسمالية من آلات ومعدات، مما يحقق سرعة الحصول على الأصول المطلوبة، ويوفر للمستأجر السيولة النقدية، ويخفف من الأعباء المالية. يمكن المستأجر من الحصول على أحدث المعدات الرأسمالية المتطورة ذات التكنولوجيا العالمية بأبسط الأساليب وفي أسرع وقت ويمكن للمستأجر امتلاك هذه المعدات إذا رغب في ذلك. يعتبر تأجير الأصول بديلاً عن طرح أسهم جديدة للشركة، أو البحث عن شركاء جدد، وما يحيط كل هذه الإجراءات من صعوبات.

يتيح هذا الأسلوب تمويلاً ذا تكلفة تقل في حالات كثيرة عن تكلفة أساليب التمويل الأخرى، مما يخفف من تكاليف المنشأة، ويزيد من أرباحها.

---

<sup>55</sup> بسام هلال مسلم القلاب، **التأجير التمويلي**، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 13 .

يفضل أسلوب القرض الإيجاري، أسلوب الاقتراض لشراء الأصول المطلوبة، إذ أن الأول بعيد عن الفوائد الثابتة، التي يرغب الكثيرون في الابتعاد عنها لمعتقداتهم الدينية التي تحرم هذه الفوائد.

لما يلجأ المستأجر إلى عملية القرض الإيجاري، فهو يخضع إلى أعباء وتكاليف مالية هائلة غير قابلة للإلغاء في المدى الطويل، لذا فهو يواجه صعوبات ومخاطر، وأبرز هذه العيوب:

- التكلفة المرتفعة التي تشكل عائقا كبيرا، وعاملا أكثر سلبية بالنسبة للمستأجر، فمبلغ الأقساط

الإيجارية التي يدفعها هذا الأخير تتضمن كل من:

تكلفة رأس المال المستثمر.

مكافئة الخدمة المقدمة المتمثلة في سرعة التمويل الكامل.

اهتلاك الاستثمار.

- تحديد المسؤولية التي تعتبر من العيوب الخاصة عندما يحدث عدم توافق استثمار المؤجر

مع المميزات التقنية المطلوبة، فيصبح المستأجر مضطرا لدفع أقساط إيجارية حتى نهاية مدة العقد،

بحجة أن المؤجر غير مسؤول عن العيوب الخفية للاستثمار.

- من الناحية المحاسبية، فإن المستأجر لا يسجل قيمة الالتزامات في خصوص ميزانيته باعتبار

المستأجر ليس المالك القانوني للأصل، مما لا يتيح له تقديم ضمانات للدائنين المحتمل التعامل معهم

مستقبلا.

### 1-3-2- مصادر التمويل قصيرة الأجل

التمويل القصير الأجل ( الخصوم المتداولة) هو التمويل المرتبط بدورة الاستغلال حيث تكون مدة

استحقاقه سنة أو أقل من سنة ويكون عادة لأجل تغطية احتياجات النشاط.<sup>56</sup>

أ/ الائتمان المصرفي: من الطبيعي أن تلجأ المؤسسات على اختلاف طبيعة نشاطها (تجاري، صناعي، خدمي) في ضمان تمويل احتياجاتها التشغيلية على القروض المصرفية قصيرة المدي المضمونة أو الغير مضمونة، التي تأخذها من البنوك، وذلك لاستعمالها في مجالات عديدة منها، تسهيل عمليات شراء المواد الأولية ومستلزمات الإنتاج والاستيراد والتصدير، ويكون مبني على أسس علمية أي بعد جمع ودراسة وتحليل البيانات المالية الموثقة والرسمية للعميل ودراسة مجال النشاط والسوق الذي ينشط فيه مع لجوء البنك إلى طلب الضمانات الكافية.<sup>57</sup>

ب/ الائتمان التجاري: هو الائتمان الذي يمنحه التاجر لصاحب المؤسسة مقابل شروط معينة يتفق عليها، حيث يقوم التاجر بمنح الائتمان التجاري لصاحب المؤسسة لشراء المواد الأولية ليقوم بتحويلها إلى منتجات وبعد عملية البيع يسدد صاحب المؤسسة ما عليه للتاجر وتظهر قيمة هذه المستلزمات في سجلات المنشأة تحت عنوان الحسابات أو الذمم الدائنة، ويشكل هذا المصدر النسبة الأكبر من إجمالي المديونية قصيرة الأجل، وهو غير مبني على أسس علمية واضحة مثل الائتمان المصرفي بل على طبيعة العلاقة بين المورد وصاحب المؤسسة وتعاملاته السابقة وسمعته في السوق.<sup>58</sup>

---

<sup>56</sup> عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، أسس مفاهيم تطبيقات، ط2، دار الهناء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص45.

<sup>57</sup> أيمن شنطي وآخرون، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، ط1، دار البداية للنشر، عمان، 2010، ص56.

<sup>58</sup> عدنان تابه النعيمي، ياسين كاسب الخراشة، أساسيات في الإدارة المالية، ط1، دار الميسرة والتوزيع، عمان، 2007، ص145.

ت/الأوراق التجارية: هي عبارة عن صكوك مكتوبة طبقاً لأوضاع شكلية حددها القانون تمثل نقوداً تستحق الدفع في مكان معين وزمن قصير، تقبل التداول بالطرق التجارية كأداة لتسوية الديون.

للأوراق التجارية عدة خصائص تميزها عن غيرها من الأوراق التجارية الأخرى، حيث أنها تمثل حقا نقدياً، تقبل التداول بالطرق التجارية وهي أوراق قصيرة الأجل وجرى العرف على قبولها كأداة وفاء تقوم مقام النقد.<sup>59</sup>

## 2- تكلفة رأس المال

ترتبط القرارات المالية المرتبطة بالتمويل والاستثمار بدراسة تكلفة مصادر التمويل وطبيعة تكوين هيكل رأس مال المؤسسة وتأثيره على قيمة المؤسسة وقدرتها على تحقيق الأرباح وضمان توازن المالي في الحاضر والمستقبل.

### 2-1- مفهوم تكلفة الأموال

تكلفة رأس المال عبارة عن معدل العائد الذي يجب على المؤسسة تحقيقه في المشاريع التي تستثمر فيها من أجل المحافظة على قيمتها السوقية أو سعر سهمها العادي في السوق المالي<sup>60</sup> الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر أو يمكن تعريفها بأنها معدل مردودية الواجب تحقيقه من خلال تطبيق السياسة المالية بالطريقة التي تضمن لصاحب رأس المال مردودية قابلة للمقارنة مع مردودية أخرى يمكن الحصول عليها من السوق المالي أو تبعا لمعدل مردودية تحدد

<sup>59</sup> بالعيساوي محمد الطاهر، الوجيز في شرح الأوراق التجارية، ط2، دار هومة لطباعة والنشر، 2008، ص8.

<sup>60</sup> فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط3، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص232.

أو هي العائد الذي يقبل به أو يطالب به المستثمرون لاستثمار أموالهم في المؤسسة، ففي ظل افتراض ثبات خطر المشاريع، فإن المشاريع التي تحقق عائد أعلى من تكلفة رأس المال سوف تزيد من قيمة المؤسسة والعكس صحيح في حالة تحقيق عائد أقل من تكلفة رأس المال.

مفهوم تكلفة رأس المال هو مفهوم هام في وظيفة الإدارة المالية فهو مرتبط بدرجة كبيرة باتخاذ القرارات الاستثمارية للمؤسسة على المدى البعيد، من حيث ربحيتها ومردوديتها المالية ومعدل العائد المرتبط بها ما سيؤثر حتماً على قيمة المؤسسة في السوق ونصيب المساهمين من الأرباح المحققة.

## 2-2- تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل

### 2-2-1- تكلفة القروض الطويلة الأجل

تكلفة القروض الطويلة الأجل تحسب بعد الضريبة، ذلك أن الفائدة المدفوعة على القروض تعامل كمصاريف تمويلية وعليه فهي تطرح من الربح الإجمالي الخاضع للضريبة. ويمكن إيجاد تكلفة القروض بعد الضريبة  $K_i$  وفق العلاقة التالية:

$$K_i = K_d \times (1 - T)$$

$K_i$  تكلفة الدين بعد الضريبة

$K_d$  تكلفة الدين قبل الضريبة

$T$  معدل الضريبة

<sup>61</sup> حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، ط1، دار صفاء، عمان، الأردن، 1998، ص ص 267، 268.

## 2-2-2- تكلفة الأسهم الممتازة

تكلفة السهم الممتاز هي عبارة عن نسبة توزيعات أرباح السهم الممتاز إلى المبلغ الذي تم تحصيله

نتيجة بيع السهم الممتاز.

ويتم حساب تكلفة السهم الممتاز وفق العلاقة التالية:

$$K_p = D_p / N_p$$

$K_p$  تكلفة السهم الممتاز

$D_p$  توزيعات السهم الممتاز

$N_p$  المبلغ المحصل عليه نتيجة بيع السهم الممتاز

## 2-2-3- تكلفة الأسهم العادية

تكلفة الأسهم العادية هي عبارة عن معدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لخصم توزيعات

أرباح السهم العادي المتوقعة لتحديد سعر السهم في السوق<sup>62</sup>.

وهناك أسلوبين يمكن الاعتماد عليهم في حساب تكلفة الأسهم العادية وهما:

- أسلوب الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية؛

- أسلوب الأرباح المنسوبة إلى سعر السهم؛

أ/ أسلوب الأرباح الموزعة: ويركز على أن تكلفة رأس المال المتحصل من إصدار الأسهم العادية،

تعتمد على توقعات الأرباح الموزعة واحتمالات تزايدها.

<sup>62</sup> نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 284.

ويتم حساب تكلفة الأسهم العادية وفق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة السهم العادي} = \frac{\text{الربح المتوقع توزيعه}}{\text{سعر بيع السهم (1 - تكلفة الإصدار)}} + \text{معدل نمو الأرباح السنوي}$$

ب/ أسلوب الأرباح المنسوبة لسعر السهم:

ويعتمد هذا الأسلوب في قياس تكلفة أرس المال المتحصل من بيع الأسهم العادية، على نسبة الأرباح

لسعر السهم من خلال العلاقة التالية :

$$\text{تكلفة السهم العادي} = \frac{\text{القيمة الحالية لأرباح السهم}}{\text{القيمة الصافية للسهم}}$$

وتعتبر هذه الطريقة بوجه عام غير دقيقة فهي لا تعكس التوقعات الحقيقية لحملة الأسهم، وبذلك تعد

طريقة الأرباح الموزعة أدق من هذه الطريقة لكونها تعكس النمو المتوقع في الأرباح.

## 2-2-4- تكلفة الأرباح المحتجزة

تعتبر من أسهل مصادر التمويل، تكلفتها تمثل تكلفة الفرصة البديلة لهذه الأموال، ذلك أنه لو لم يتم

حجزها لوزعت على المساهمين الذين سيقومون بدورهم باستثمارها في بدائل استثمارية أخرى.

من خلال عملية حجز الأرباح أضعاءت المؤسسة على المستثمرين فرص لتعظيم عوائدهم في أحد البدائل الاستثمارية المتاحة له، لذلك فإن تكلفتها تكون متساوية للإيراد المفقود الذي كان من الممكن أن يحصل عليه حامل السهم فيما إذا قام باستثمار هذه الأرباح.

وعليه فإن الفرصة المتاحة أمام حملة الأسهم كلها ستكون مقارنة لتكلفة السهم لأنه لو أتاحت له فرصة أفضل من الأسهم لقام على الفور ببيعها، لذلك نقوم بحساب تكلفة الأرباح المحتجزة بنفس الطريقة التي تم بها حساب تكلفة الأسهم العادية.

$$\text{تكلفة السهم العادي} = \frac{\text{الربح المتوقع توزيعه}}{\text{معدل نمو الأرباح السنوي} + 1} - \text{تكلفة الإصدار}$$

## 2-3- تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل

### 2-3-1- تكلفة التمويل في حالة الائتمان التجاري

تتوقف قيمة تكلفة التمويل باستخدام الائتمان التجاري على الشروط الائتمانية التي يضعها المورد، ففي ظل غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويلي بدون تكلفة.

غير انه قد ينقلب إلى مصدر تمويلي مرتفع التكلفة إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه وتلتزم بالشروط الائتمانية التي حددها المورد، فعندما تمر الفترة المقررة لإعادة سداد الائتمان التجاري دون قيام المؤسسة بالسداد، قد يترتب عليه تدهور سمعة ومكانة المؤسسة في السوق مما يؤثر سلباً على قدرتها التفاوضية مع الموردين والمؤسسات المالية.

في حالة ما إذا كان الائتمان التجاري الممنوح من المورد يتضمن شرطاً يقضي بمنح خصم نقدي للعملاء في حالة السداد خلال فترة معينة، فإن البند الرئيسي في تكلفة الائتمان في هذه الحالة تتوقف قيمته على إمكانية حصول المؤسسة على هذا الخصم من عدمه، فإذا التزمت المؤسسة بالسداد خلال فترة الخصم النقدي وبالتالي تكلفة الائتمان التجاري في هذه الحالة تكاد منعدمة، فيما تزيد تكلفة الائتمان التجاري عندما تقوم المؤسسة بسداد مستحقاتها بعد انتهاء الفترة المقررة لمنح الخصم النقدي.

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{معدل الخصم النقدي}}{\text{عدد الأيام من معدل الخصم حتى تاريخ الاستحقاق}} \times \frac{365}{1 - \text{معدل الخصم النقدي}}$$

إذا قامت المؤسسة بسداد قيمة البضائع خلال الفترة المحددة لها من قبل المورد فسوف تريح قيمة الخصم النقدي أما في حالة العكس فإنها ستخسر قيمة الخصم.

## 2-3-2- تكلفة التمويل في حالة الائتمان التجاري

تتمثل تكلفة التمويل في حالة هذا الائتمان في الفائدة التي تدفعها المؤسسة كنسبة مئوية من قيمة القرض التي حصلت عليه، ويمكن أن يطلق على هذه التكلفة بالتكلفة الإسمية للتمييز بينها وبين التكلفة الفعلية المرتبطة بشروط الاتفاق بين المؤسسة والجهة المانحة للقرض ومعدل الضريبة الخاضعة له أرباح المؤسسة<sup>63</sup>.

<sup>63</sup> نفس المرجع السابق، ص 33.

وهنا نميز بين ثلاث حالات:

- أن يطلب من المؤسسة الاحتفاظ برصيد معين؛

- أن يطلب من المؤسسة سداد الفائدة مسبقاً؛

- أن يطلب من المؤسسة سداد القرض على دفعات.

ويمكن احتساب الفائدة وفق الأساليب التالية:

#### أ/ احتساب الفائدة البسيطة

يمكن احتساب الفائدة وفق هذه الطريقة على أساس قيام العميل بتسديد مبلغ الفائدة عند استحقاق القروض مع أصل قيمة القرض ويكون معدل الفائدة الحقيقي مساوياً لمعدل الفائدة الإسمي وتحسب وفق

العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الفائدة البسيطة} = \text{نسبة الفائدة} \times \text{قيمة القرض} \times \text{المدة}$$

#### ب/ الفائدة المخصومة

وهي الفائدة التي يتم خصمها من قيمة القرض عند توقيع العقد مع المصرف، ولذلك يسمى بالقرض المخصوم وبموجب هذا الشرط سوف لا يحصل المقترض على كامل قيمة القرض، وهنا سيختلف معدل الفائدة الحقيقي إذ سيكون أكبر من معدل الفائدة الإسمي .

ولمعرفة كلفة القرض الحقيقي يتم احتساب معدل الفائدة الحقيقي وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{أصل قيمة القرض - الفائدة المدفوعة}}$$

## ت/احتساب كلفة القرض بطريقة الرصيد المعوض

تتضمن بعض الشروط عند منح الائتمان المصرفي إلزام العميل بالاحتفاظ بحد أدنى من الرصيد لدى حسابه في المصرف، والغرض من ذلك تقوية المركز النقدي للعميل وإن هذا الشرط سيؤدي إلى رفع معدل الفائدة الحقيقي للقرض لانخفاض المبلغ المستثمر فعلا من قبل العميل .

### 3- النظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكل المالي

اجتهدت الكثير من النظريات والمداخل في محاولة توضيح وربط أثر العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وتكلفة الأموال، بمعنى هل يمكن تحديد هيكل رأس المال الأمثل الذي يمكن أن يؤثر على عائد السهم العادي وقيمة المؤسسة.

قامت هذه المداخل الأساسية وهي المدخل التقليدي ومدخل صافي الربح، ومدخل صافي الربح

التشغيلي على الفرضيات التالية<sup>64</sup>:

- عدم وجود ضرائب على النشاط أو الدخل أو تكلفة الإفلاس ولا تكلفة إصدار أو تكلفة لبيع ووراق المالية؛

- سياسة التوزيعات ثابتة لا تتغير وتقوم المؤسسة بتوزيع كل الأرباح ( الأرباح المحتجزة والقدرة على التمويل الذاتي=0)؛

- حجم الاستثمار ثابت لا تغير بمعنى أن القيمة الكلية للعناصر التي يحتويها هيكل رأس المال ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع المؤسسة من تغير عناصر هيكل رأس المال؛

- الأسهم التي تصدرها المؤسسة هي من النوع الدائم وهذا لا يمنع من إعادة شرائها من السوق؛

<sup>64</sup> نبيلة سهابلية، جبار بوكتر، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة مجمع

صيدال، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، جامعة ميلية، العدد الخامس جوان 2017، ص 247.

- القيمة المتوقعة لصافي الربح التشغيلي ثابتة لا تتغير من سنة لأخرى، كما أن توقعات المستثمرين

متجانسة بشأن التوزيعات المحتملة لصافي ربح العمليات؛

- تعتمد المؤسسة مصدريين للتمويل القروض والأسهم العادية؛

وفي ضوء هذه الفرضيات يسعى كل مدخل إلى إيجاد قيمة كل من تكلفة القروض وتكلفة حقوق

الملكية وتكلفة رأس مال المؤسسة.

### تكلفة الديون $K_i$

حيث:

$$K_i = \frac{i}{B}$$

$i$  قيمة الفوائد السنوية  
 $B$  القيمة الحقيقية للقروض

$$K_e = \frac{E}{S}$$

### تكلفة حقوق الملكية $K_e$

حيث:

$E$  صافي الدخل المتاح للمساهمين  
 $S$  القيمة الحقيقية للسهم العادي

### تكلفة رأس المال (الأموال)

حيث:

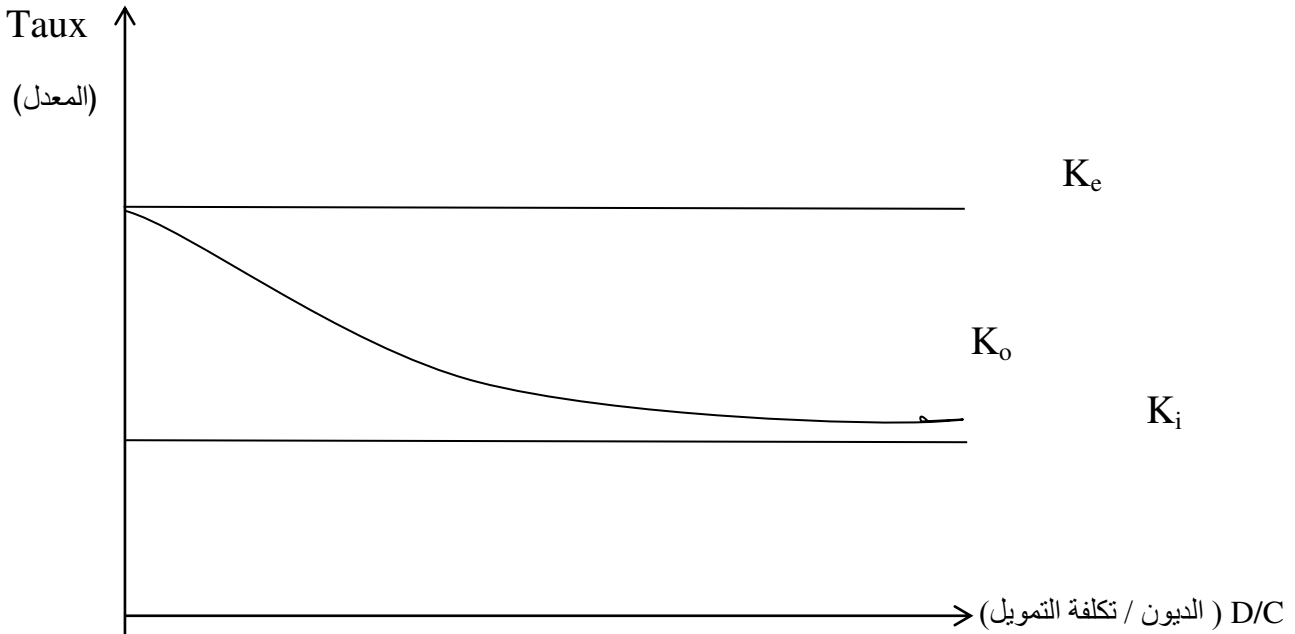
$$K_0 = \frac{EBIT}{V}$$

$EBIT$  الدخل التشغيلي قبل الضرائب  
 $V$  قيمة المؤسسة

### 3-1- النظرية التقليدية للهيكل المالي

يرى أصحاب هذا المدخل بوجود هيكل أمثل لرأس المال وأن المؤسسة لديها فرصة للرفع من قيمتها من خلال معدل أمثل للاستدانة في هيكل تمويل المؤسسة، يتحقق عند توليفة مميزة من القروض والأموال الخاصة تجعل التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل عند حدها الأدنى، لتكون قيمة للمؤسسة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مميزة من الرفع المالي، إضافة إلى ارتفاع تكلفة التمويل الخاص مع كل زيادة في هذه المستويات وذلك نتيجة زيادة درجة الخطر المالي التي يتعرض لها المساهمين .

الشكل رقم 15: العلاقة بين نسبة الدين وتكلفة هيكل رأس المال



Source : Hafid Belghiti, les déterminants de la structure du capital : application pour les entreprises canadiennes et américaines de 1995 à 2005, université du Québec, 2006,P12.

ووجهت لهذا المدخل عدة انتقادات منها؛ تجاهل الضرائب، تكاليف الإفلاس وتجاهل المخاطر المالية الناتجة عن القروض، وثبات معدل العائد المطلوب من المساهمين .

### 3-2- نظرية صافي الربح التشغيلي

تم تطوير نظرية الربح التشغيلي الصافي بواسطة **David Durand** بحسب هذه النظرية، تكلفة حقوق الملكية تختلف اعتمادا على المخاطر المالية المرتبطة بدرجة مديونية المؤسسة وأن قيمة المؤسسة والتكلفة الإجمالية لرأس المال مستقلة عن هيكلها المالي.

وبالتالي فإن الزيادة في تكلفة الأموال الناتجة عن الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لزيادة نسبة الاستدانة سيعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاقتراض ناتج من زيادة الاعتماد على المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبيا ولهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال الكلية ثابتة وبالتبعية قيمة المؤسسة هذا ما يقودنا لاعتبار أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل.

### 3-3- نظرية صافي الربح

يفترض هذا المدخل إضافة إلى الفرضيات السابقة أن ارتفاع الاستدانة سوف لن يغير من مفهوم وإدراك الخطر لدى المساهمين.

ووفقا لهذا المدخل تستطيع المؤسسة الرفع من قيمتها الحقيقية والتقليل من تكلفة الأموال من خلال زيادة نسبة الديون إلى حقوق الملكية ( أثر الرفع المالي).

### 3-4- نظرية موديليانى وميلر (Modigliani and Miller theory, 1958,1963)

تعد نظرية موديليانى وميلر حجر الزاوية في نظرية هيكل رأس المال، انطلاقا من نظرية صافي الربح التشغيلي طرحا فكرة حيادية هيكل رأس المال في تحديد قيمة المؤسسة في ظل غياب تكاليف الضرائب والإفلاس والإدارة، ونميز هنا بين مرحلتين من تطور مفهوم هذه النظرية.

### 3-4-1- الهيكل المالي في ظل عدم وجود الضرائب (المرحلة الأولى 1958)

قامت هذه المرحلة على مجموعة من الفرضيات:

- سوق رأس المال مثالي، لا توجد تكاليف للمعاملات ولالإفلاس،

- لا يوجد تضارب في المصالح بين الملاك والمساهمين،

- تجانس في المعلومات وتوقعات المساهمين،

- عدم وجود ضرائب، مع وجود قدرة على الاستدانة بسعر فائدة خال من المخاطر؛

- سياسة الاستثمار معلومة للمساهمين؛

- نتيجة الاستغلال مستقلة عن السياسة المالية.

المتفح الأول لنظرية مودلياني وميلر ينص على أنه في ظل غياب الضرائب، وكلفة الإفلاس،

وكلفة الإدارة، وتباين المعلومات، وكفاءة السوق فإن قيمة الشركة لا تتأثر بكيفية تمويلها سواء أكان

بواسطة إصدار الأسهم أو بواسطة القروض.

مؤسستين لهما نفس درجة مخاطرة النشاط لا بد أن تكون لهما نفس القيمة الحقيقية في السوق، رغم أن

لهما هيكل رأس مال مختلف، الأولى مموله بالقروض والثانية مموله بحقوق الملكية زائد الوفر الضريبي.

**القيمة الحقيقية لمؤسسة مقترضة = القيمة الحقيقية لمؤسسة غير مقترضة + الوفر الضريبي**

يوضح هذا النموذج أن المستثمر ليس لديه سبب للتقييم المؤسستين بشكل مختلف فكلاهما توفران

له نفس الدخل وعليه سيقوم المساهم ببيع أسهم المؤسسة غير المثقلة بالديون للاستثمار في المؤسسة

المثقلة بالديون حتى تتساوى قيم المؤسستين.

وفقا لنظرية مودلياني وميلر، فإن عملية التحكيم تجعل من الممكن تحقيق التوازن في السوق، بحيث أن قيمة المؤسسة تعتمد فقط على تقديرات المستثمرين للمخاطر والعوائد المرتبطة والمحقة من طرف المؤسسة لا على أساس هيكلها المالي.

أما المقترح الثاني فينص على أن قرارات الاستثمار تكون مستقلة عن قرارات التمويل.

الرافعة المالية للمؤسسة ليس لها تأثير على متوسط التكلفة المرجح لرأس المال (أي أن تكلفة رأس المال هي دالة خطية في نسبة الديون إلى حقوق الملكية).

تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة مقترضة، ينبغي أن تتساوى مع تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة مضافا إليها مكافأة المخاطر المالية التي تتحدد على أساس الفرق بين تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة وتكلفة الاقتراض التي يفترض مودلياني وميلر أنها ثابتة لكافة المؤسسات .

كما تتحد على أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسات ونسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية في هيكل رأس مال المؤسسة.

### 3-4-2- الهيكل المالي في ظل وجود الضرائب (المرحلة الثانية 1963)

نظرا لعدم تناسق المعاملة الضريبية بين الأسهم والقروض هذين المصدرين للتمويل، فإن قيمة المؤسسة المثقلة بالديون تكون أكبر من قيمة المؤسسة التي تعتمد على حقوق الملكية، والفرق يتوافق مع القيمة الحالية لاقتصاد النفقات المالية المنفذة من خلال ديون الشركة وليس المساهمين.

من خلال تقديم فكرة تأثير الضرائب على قيمة المؤسسة، حاول مودلياني وميلر في مقالة لهما سنة 1963 استدراك الانتقادات التي وجهت لهما بشأن إهمال الضريبة على كل من ربح المؤسسة ودخل المستثمر، من خلال طرح فكرة أن قيمة المؤسسة تصبح متناسبة مع مستوى مديونيتها؛ لذا كلما زادت الديون على المؤسسة، زادت القيمة التي تحصل عليها.

فمن بين المزايا التي تحققها القروض، أنها تعتبر من التكاليف التي يمكن تخفيضها عند حساب الربح الصافي، وعليه فإن المؤسسات التي تعتمد على تمويل هيكل المالي بالقروض وحقوق الملكية تستطيع تحقيق وفورات ضريبية.

وعليه في حالة وجود ضريبة على الأرباح، فإن القيمة الحقيقية للمؤسسة التي يقوم رأس مالها على القروض وحقوق الملكية تكون أكبر من المؤسسة التي تعتمد في تمويلها على حقوق الملكية فقط. غير أن مودلياني وميلر يؤكدان على أن هذا الفرق بين القيمة الحقيقية للمؤستين لا ينبغي أن يزيد أو تقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة، وفي حالة العكس فإن عملية التحكيم كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤستين<sup>65</sup>.

#### 4- النظريات الحديثة المفسرة لهيكل التمويل

##### 4-1- نظرية تكلفة الإفلاس

كلما زاد ديون المؤسسة، أثر ذلك على استقلاليتها المالية وامكانية تعرضها لمخاطر عدم السداد والتعثر المالي وبالتالي من فرص نموها واستمراريتها، وارتفاعها سيؤثر على سمعة المؤسسة وقيمتها في السوق.

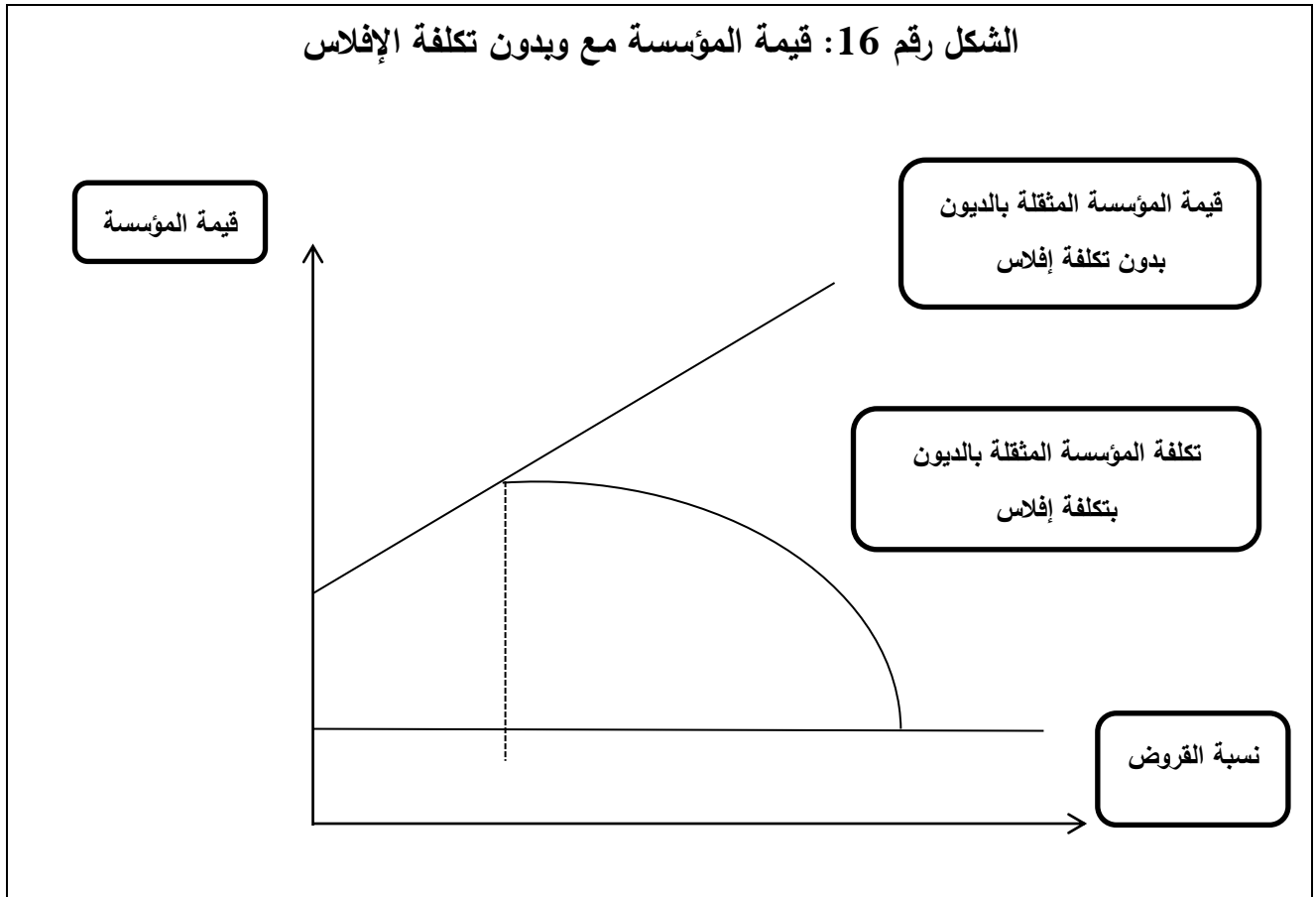
الصعوبات المالية عالية الثمن وتكلفتها تقلل من قيمة الشركة. ومع ذلك ، وبغية تجنب أي غموض، أن نتيجة لظروف البيئة الداخلية والخارجية قد تتعثر المؤسسة ماليا ولا تجد السيولة الكافية للوفاء بالتزاماتها اتجاه دائنيها ولمحاولة إيجاد حل لهذا الموقف الصعب، تلجئ المؤسسة إلى حلول تقوم على مراجعة سياساتها وأهدافها الاستغلالية والاستثمارية بناء على الوضع المالي المتعثر الذي تمر به، الأمر الذي قد يضيع عليها فرص وأرباح ويحملها تكاليف إضافية نتيجة القرارات المتخذة<sup>66</sup>.

<sup>65</sup> إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص 369.

<sup>66</sup> Hafid Belghiti, Opcit, 17 .

يمكن اعتبار الإفلاس عملية قانونية تسمح بنقل ملكية أصول الشركة إلى الدائنين وبالتالي، فإن الضائقة المالية هي شكل أوضح من أشكال الإفلاس وفي حالة عدم وجود تكاليف الإفلاس، فإن قيمة المؤسسة غير المثقلة بالقروض تساوي مجموع قيمة الشركة المدينة والقيمة الحالية للوفورات الضريبية المتعلقة بالقروض.

ينتج الهيكل الأمثل لرأس مال المؤسسة عن عملية التحكيم بين الحوافز المالية المرتبطة بالدين المالي والتكاليف الناتجة عن التصفية المحتملة كما هو مبين في الشكل أدناه:



يتم تحديد هيكل رأس المال الأمثل من خلال المفاضلة بين الميزة الضريبية وتكلفة المخاطر المالية. عندما لا يكون مستوى المديونية مرتفعاً جداً، تكون القيمة الحالية للمخصص الضريبي أكبر من القيمة الحالية للمخاطر المالية.

يتم تحقيق النظرية عندما تلغي القيمة الحالية لتكاليف المخاطر المالية القيمة الحالية للمزايا الضريبية.

يقوم افتراض عدم وجود تكاليف للإفلاس أن دائني المؤسسة سيحصلون على عائد بدون مقابل يحدد مستوى مخاطر التخلف عن السداد، الذي يزداد مع ثقل القروض. وبالتالي المؤسسة لم تعد قادرة على الاقتراض قدر الإمكان للاستفادة من المدخرات الضريبية وينخفض المستوى الأمثل للديون مع زيادة تكاليف الإفلاس.

#### 4-2- نظرية كلفة الوكالة

إن كلفة الإدارة المكلفة بإدارة المؤسسات نيابة عن مالكيها وسواء أكانت مالية أو غير مالية تمثل قضية مهمة، لأنها قد تؤدي إلى ظهور إدارات تعمل بصورة غير كفؤة واختيار مدخلات أو مخرجات تتلاءم مع رغباتهم، أو بمعنى آخر أنهم يفشلون في تعظيم قيمة المؤسسة وكنتيجة فإن أثر الكلفة الخارجية تساوي الخسارة أو الانخفاض في قيمة المؤسسة الناتجة عن الإدارات التي تهتم بتعظيم منافعها الشخصية بدلا من تعظيم قيمة المؤسسة.

أشار المفكرون بأن اختيار هيكل رأس المال المناسب من الممكن أن يؤدي إلى التخلص من مثل هذه الكلفة، وتتمثل فرضية كلفة المؤسسة بأن زيادة الرافعة المالية أو انخفاض نسبة حقوق الملكية تؤدي إلى تخفيض تكاليف المؤسسة الناجمة عن التمويل الخارجي، وتعمل على زيادة قيمة المؤسسة من خلال تشجيع، المدراء أو الإدارات للعمل بجد من أجل تعظيم أرباح المؤسسة، وتحقيق أهداف المالكين

والمتمثلة بتعظيم الأرباح. وفي هذا الصدد أوضح (Grossman and Hart, 1982) بأن زيادة التمويل بالديون من الممكن أن تؤثر إيجابيا على المدراء وأن تعمل على تخفيض كلفة المؤسسة من خلال خفض كلفة التمويل الخارجي المتمثل بتعظيم أرباح المؤسسة، وتوفير السيولة اللازمة لدفع التزامات المؤسسة في مواعيدها، ومنح المؤسسة القدرة على التفاوض في الحصول على قروض بكلف منخفضة وشروط ميسرة.

هذا وتعمل البنوك المركزية على خفض تكلفة القروض من خلال وضع القوانين الناظمة لعمل البنوك والتي تؤثر مباشرة على هيكل رأس المال، وخفض أو تقليل مخاطر الضغوط المالية ومواجهة خطر الإفلاس والتصفية.

#### 4-3- نظرية المبادلة

تقترح هذه النظرية أن هدف المؤسسة المتعلق بالرافعة المالية يشتق من ثلاث قوى: الضرائب، وتكاليف الإفلاس، وتضارب مصالح الدائنين والملاك. حيث إن الضرائب تعمل على خفض الضرائب المدفوعة على الديون من خلال ما يعرف بالوفاء الضريبي، وتعمل على زيادة التدفق النقدي الداخلي للمؤسسة بعد الضريبة، وهكذا فإن هناك علاقة إيجابية بين ما يعرف بالوفاء الضريبي للمؤسسة وقيمة المؤسسة.

أما بالنسبة لتكاليف الإفلاس فعندما تعمل المؤسسة على زيادة ديونها من أجل تمويل نشاطاتها فمن الممكن أن لا تستطيع سداد هذه الديون، مما يعرضها لمخاطر الإفلاس والتصفية. على أية حال قد لا يكون الإفلاس مشكلة بحد ذاته، ولكن إذا لم يتم الوفاء بالديون في موعدها فإن المؤسسة ستنتقل إلى أصحاب الديون.

حال إفلاس المؤسسة يظهر ما يعرف بكلفة الفرصة البديلة، التي تكون على شكلين مباشر وغير مباشر.

أما المباشر فيتمثل بالتكاليف التي تدفع مباشرة لإدارة عملية الإفلاس، وهذه قليلة نسبياً إذا ما قورنت بقيمة المؤسسة السوقية.

وتعد هذه التكاليف قليلة بالنسبة للمؤسسات الكبيرة، إلا أنها تعد كبيرة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة. وأما التكاليف غير المباشرة للإفلاس فتكون كبيرة لكل من المؤسسات الكبيرة والصغيرة على حد سواء. فعندما تقع المؤسسة في معضلة الإفلاس فإن التغييرات تبدو واضحة في سياسة المؤسسة الاستثمارية والتي تظهر على شكل انخفاض في قيمة المؤسسة. فقد تلجأ المؤسسات إلى خفض نفقات البحث والتطوير والصيانة والدعاية والإعلان التي ينجم عنها انخفاض في قيمة المؤسسة. وإضافة إلى الإفلاس الذي تتعرض له المؤسسة فإن المؤسسة عادة ما تخسر عملاءها وذلك بسبب الخوف من عدم تقديم الخدمات، إضافة إلى ظهور مخاطر عامل الثقة بالمؤسسة<sup>67</sup>. وبالمجمل فإن نظرية المقايضة لهيكل رأس المال تفترض أن هناك نسبة مثالية للديون إلى حقوق الملكية فتحاول المؤسسات الموازنة بين منافع الضريبة للديون والاحتمالات الكبيرة للوقوع في مخاطر الإفلاس إذ إن هيكل رأس المال للمنشأة يتمثل بالمزج بين المطلوبات وحقوق الملكية، وكلاهما يعد التزاماً على موجودات المنشأة.

---

<sup>67</sup> ناصر الحمدان، على القضاة، أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة المنارة، المجلد 19، العدد 4، 2013، ص 165.

إن أصحاب الديون وحملة الأسهم أو المالكين هم الذين يمثلون المستثمرين في المؤسسة، وكل واحد منهما مصحوب بنسبة معينة من المخاطر، والمنافع، والسيطرة.

فالدائنون يمارسون سيطرة منخفضة المستوى أو النطاق، إلا أنهم يحصلون على دخل ثابت بالإضافة إلى أن لديهم ضمانات تتمثل بعقود التزام المؤسسة بإعادة أموالهم بالإضافة إلى فوائدها، أما بالنسبة لحملة الأسهم أو المالكين فهم الذين يحصلون على الأرباح الاقتصادية، وأيضاً هم الذين يتحملون معظم المخاطر كل حسب درجة مساهمته، كما أنهم يمارسون سيطرة كبيرة على اتخاذ القرارات في المؤسسة.

## خلاصة

يمثل اختيار الهيكل التمويلي الأمثل من المفاهيم الأساسية التي لها تأثير مباشر على أهداف المؤسسة والمساهمين والمستثمرين، فيما يخص تعظيم قيمة المؤسسة وصولاً إلى تعظيم ثروة الملاك وهو الهدف الذي تسعى إليه كل مؤسسة في السوق.

لتحقيق أهداف النمو والاستمرارية والتوسع تحتاج المؤسسة لاتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل لتغطية احتياجاتها المختلفة وفي الأوقات المحددة وبالتكلفة المناسبة، وعليه يمثل قرار التمويل واختيار الهيكل التمويلي المناسب من القرارات المعقدة التي تحتاج إلى تحليل ودراسة عميقة لتحديد المصادر التمويلية المناسبة التي تحقق أهداف المؤسسة والملاك وتتوافق سياسات وامكانيات المؤسسة التشغيلية والمالية وظروفها من جهة وتحقق أدنى تكلفة ممكنة وأكبر عائد ممكن بأقل درجة مخاطرة ممكنة.

## أسئلة

1. ما مفهوم الهيكل المالي وأهميته بالنسبة للمركز المالي للمؤسسة؟
2. ماهي أهم مصادر تمويل المؤسسة والعوامل المتأثرة في اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة؟
3. ما علاقة هيكل التمويل بدرجة المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة؟
4. ما علاقة هيكل التمويل بربحية المؤسسة؟
5. كيف يمكن أن يؤثر الوفرة الضريبي في اختيار هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة؟
6. ما علاقة هيكل تمويل المؤسسة بدورات الاستثمار والتشغيل والتمويل؟
7. كيف يمكن أن يؤثر اختيار هيكل التمويل على قيمة المؤسسة في السوق المالي؟
8. ما هي أهم النظريات التقليدية والحديثة المفسرة لهيكل التمويل والفرق بينها؟

## الخاتمة

لقد أصبح التحليل المالي في ظل البيئة الدينامكية المحيطة بالمؤسسة يكتسي أهمية كبيرة لمختلف الأطراف الداخلية والخارجية في تقييم وقياس أداء المؤسسة وسلامة استمراريتها في المستقبل، حيث تقوم المؤسسات ولمراكز المتخصصة بإصدار تقارير دورية عن الحالة المالية تشمل مختلف القوائم والكشوفات المالية والمحاسبية التي توفر بعض المعلومات المالية للأطراف المهتمة كالمؤسسات المالية والمدخرين والمساهمين وغيرهم تشرح طبيعة تطور نشاطها واستثماراتها وإمكانية تطور حالتها المالية في المستقبل بهدف تعزيز ثقة المستثمرين الحاليين بها وتعزيز مكانتها في السوق وجلب مستثمرين جدد والتأثير على أسعار أسهمها في السوق من خلال التأثير على الطلب، لذا يمكن اعتبار التحليل المالي أداة هامة في تحليل وإعطاء الصورة الحقيقية للوضعية المالية للمؤسسة بصفة دقيقة وموضوعية، وذلك بالاعتماد على مجموعة من الأدوات والأساليب التقليدية والحديثة سواء كانت كمية أو نوعية، كما أن نتائج هذه الدراسة تكون جيدة بقدر جودة المعلومات المستعملة في إعداد البيانات والقوائم المالية وكفاءة تحليلها.

## قائمة المراجع

### 1- المراجع باللغة العربية

#### أ- الكتب والمجلات

1. السعيد فرحات جمعة، جاد عبد السميع، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر، 2001.
2. أيمن شنطي وآخرون، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، ط1، دار البداية للنشر، عمان، 2010.
3. إلياس بن ساسي، التسيير المالي دروس و تطبيقات، عمان الأردن، دار وائل، 2005.
4. بسام هلال مسلم القلاب، التأجير التمويلي، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
5. بالعيساوي محمد الطاهر، الوجيز في شرح الأوراق التجارية، ط2، دار هومة لطباعة والنشر، 2008.
6. حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي، تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، عمان، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2004.
7. حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، ط1، دار صفاء، عمان، الأردن، 1998.
8. خالد جمال الجعارات، معايير التقارير المالية الدولية، دار إثراء للنشر و التوزيع، 2008.
9. رضوان وليد عمار، أساسيات الإدارة المالية، دار المسير للطباعة، 1999.
10. رضوان وليد عمار، أساسيات في الإدارة المالية، مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، القاهرة، مصر، 2006.

11. زغيب مليكة ، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية،  
2010.
12. شعيب شنوف، محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية، الجزء الثاني، شركة بوداود  
الجزائر، 2009.
13. شعيب شنوف، محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية، الجزء الأول، شركة بوداود  
الجزائر، 2008.
14. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي،  
2008.
15. عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، أسس مفاهيم تطبيقات، ط2، دار الهناء  
للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
16. علي خلف الله، التحليل المالي واستخداماته للرقابة على الأداء والكشف عن الانحرافات،  
الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2008.
17. عدنان تابه النعيمي، ياسين كاسب الخراشة، أساسيات في الإدارة المالية، ط1، دار الميسرة  
والتوزيع، عمان، 2007.
18. فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، ط1، فلسطين، 2008.
19. فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط3، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
20. مبارك لسوس، التسيير المالي، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004 .
21. محمد أبو نصار، معايير المحاسبة والإبلاغ المالي، ط2، دار وائل للنشر، عمان الأردن،  
2009.

22. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الإسكندرية، الدار الجامعية، 1998 .
23. محمد عقيل مفلح، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار أجانين للنشر، عمان الأردن، 2006.
24. محمد مطر، التحليل المالي والائتماني الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، ط 1 عمان، دار وائل للنشر، 2000.
25. محمد إبراهيم، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
26. منير شاكر محمد، التحليل المالي، دار وائل للنشر، عمان الأردن، 2005.
27. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط 02، المعارف، مصر، 2005.
28. ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، الجزء الأول التحليل المالي، 1990.
29. نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
30. عدنان تايه النعيمي وراشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازودي للنشر، الأردن، 2009.
31. وليد ناجي الحياي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي ( منهج علمي وعملي متكامل)، عمان الأردن، مؤسسة الوراق 2004.
32. نبيلة سهايلية، جبار بوكتر، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة مجمع صيدال، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، جامعة ميله، العدد الخامس جوان 2017.

33. ناصر الحمدان، على القضاة، أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في

بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة المنارة، المجلد 19، العدد4، 2013.

#### ب- الرسائل الجامعية

34. تودرت أكلي، التحليل المالي في النظام المحاسبي المالي، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر،

2007.

35. حليلة خليل الجرجاوي، دور التحليل المالي للمعلومات المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم، رسالة

ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، 2008.

36. اليمين سعادة، استخدام التحليل المالي من أجل تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية وترشيد

قراراتها، مذكرة ماجستير جامعة الحاج لخضر باتنة ، الجزائر، 2009.

37. قلو رفيق، دراسة أثر التمويل الإسلامي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير تخصص محاسبة و مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم

التسيير، جامعة المدية، غير منشورة، 2010-2011.

38. دادان عبد الغني، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية ، نحو إرساء نموذج

للإنذار المبكر باستعمال المحاكات المالية، حلتي بورصة الجزائر وباريس، أطروحة دكتوراه، جامعة

الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2006/2007.

## ت - القوانين والتشريعات

39. الجريدة للجمهورية الجزائرية قرار مؤرخ في 23 رجب 1429 الموافق 26 جويلية 2008، يحدد قواعد التقويم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، العدد 19، الصادرة في 25 مارس 2009 .

## 2- باللغة الأجنبية

40. Georges Legros, **mini manuel finance d'entreprise**, Dunido, paris , 2010.
41. **Gestion financière de l'entreprise**, Dunod, paris, 2002.
42. Jean Barreau et Jacqueline Delahaye , **Gestion financière** , manuel et applications ,Paris , Dunod ,2001.
43. jean jaque bouchat, **les normes IAS/IFRS**, groupe cebi, 2007.
44. Josette Peyrard, **Analyse Financière**, Librairie Vuibert,8 Ed, Paris ;1999
45. patrice vizzavona, **gestion financière**, 9ème édition, Alger, Berti édition, 2004.
46. Hafid Belghiti, les déterminât de la structure du capital : application pour les entreprises canadiennes et américaines de 1995 a 2005, université du Québec, 2006.