

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

UNIVERSITE BADJI MOKHTAR - ANNABA
BADJI MOKHTAR - ANNABA UNIVERSIT



جامعة باجي مختار - عنابة

الكلية: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
القسم: علوم مالية
الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
الشعبة: علوم مالية ومحاسبة
التخصص: مالية المؤسسة

مطبوعة بيداغوجية بعنوان:

دراسة حالات مالية

موجهة لطلبة السنة الثالثة: ليسانس - السداسي السادس - تخصص: مالية المؤسسة

من إعداد: د. لمياء هوام

السنة الجامعية: 2022-2023

السداسي: السادس
اسم الوحدة: الوحدة الأساسية
اسم المادة: دراسة حالات مالية
الرصيد: 6
المعامل: 2

أهداف التعليم:

القدرة على التعامل مع أعمال نهاية السنة، كيفية تسجيلها وتسويتها، تقييم المؤسسات واتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية، إضافة إلى التعامل مع أدوات الهندسة المالية ومتى يتم اللجوء إليها وحالات أخرى استثنائية.

المعارف المسبقة المطلوبة :

يجب أن يكون لدى الطالب معرفة مسبقة بكل ما يتعلق بالجانب المالي للمؤسسة، نوعية الاستثمارات وكيفية اختيارها، إضافة إلى أسس الهندسة المالية.

محتوى المادة:

- 1- دراسة حالة في أعمال نهاية السنة في المؤسسة.
- 2- دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات.
- 3- دراسة حالة في اختيار الاستثمارات.
- 4- دراسة تطبيقية في الهندسة المالية.
- 5- دراسة حالات أخرى.

طريقة التقييم: تقييم مستمر و امتحان نهائي 50 بالمائة للمحاضرة و 50 بالمائة للأعمال الموجهة.

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
أ-ب	مقدمة
24-02	الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة
02	I. مفاهيم حول أعمال الجرد والتسوية
05	II. الاهتلاكات وخسارة القيمة
11	III. تسوية حسابات الزبائن
15	IV. تسوية حسابات المخزونات والحسابات الأخرى
19	V. دراسة حالة
42-26	الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات
26	I. مدخل إلى القيمة والتقييم المالي
30	II. طرق التقييم المالي للمؤسسة
38	III. دراسة حالة
83-44	الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات
44	I. الإطار النظري للاستثمار والمشاريع الاستثمارية
51	II. دراسة الجدوى كمدخل لصناعة القرار الاستثماري
58	III. معايير تقييم المشاريع لاتخاذ القرار الاستثماري
78	IV. دراسة حالة رقم (01)
80	V. دراسة حالة رقم (02)
106-85	الفصل الرابع: دراسة تطبيقية في الهندسة المالية
85	I. مدخل إلى الهندسة المالية
90	II. مدخل إلى المنتجات المالية
104	III. دراسة حالة رقم (01)
105	IV. دراسة حالة رقم (02)

128-108	الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة
108	I. أساسيات حول التحليل المالي
111	II. أنواع التحليل المالي والأطراف المستخدمة له
114	III. أدوات التحليل المالي
123	IV. دراسة حالة
130	قائمة المراجع

تهدف هذه المطبوعة إلى تقديم مقرر مقياس دراسة حالات مالية، يعتبر هذا المقياس من بين مقاييس الوحدة الأساسية لتخصص مالية المؤسسة لطلبة السنة الثالثة-ليسانس-، شعبة علوم مالية ومحاسبة، كما يمكن الاستعانة بهذه المطبوعة ضمن تخصصات أخرى في طوري الليسانس والماستر. للإلمام بمقياس دراسة حالات مالية والإحاطة بكافة جوانبه تم تجزئة هذه المطبوعة إلى خمسة فصول رئيسية مدعمة بحالات تطبيقية.

الفصل الأول يتطرق إلى دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة، ففي نهاية الدورة يتم القيام بعدة عمليات لإنهاء الدورة، حيث تقوم المؤسسة من خلالها بحصر الأصول والخصوم الفعلية وتحديد قيمتها الحقيقية، بهدف تحديد مركزها المالي ونتيجة الدورة ومن ثم إعداد القوائم الختامية.

أما الفصل الثاني يتناول معايير التقييم المالي المستخدمة في تحديد قيمة المؤسسة، من خلال التعرض إلى مختلف المناهج الأساسية سواء تلك التي تعتمد على ممتلكات المؤسسة أو تدفق المنافع الاقتصادية المتوقعة عن هذه الممتلكات، فالاعتماد على المعلومات المحاسبية والمالية للمؤسسة محل التقييم يمكن من تحديد قيمتها المالية.

في حين يتطرق الفصل الثالث طرق تقييم واختيار الاستثمارات، فالاختيار والمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية يساعد على عملية اتخاذ القرارات عند المفاضلة وتقييم الاستثمارات، وذلك من أجل تحديد أفضل العوائد وأقل المخاطر التي قد تنجم عن هذه الاستثمارات، حيث تتعدد طرق تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، فهناك طرق تعتمد على المردودية والتي لا تأخذ بعين الاعتبار عنصر الزمن، وطرق أخرى تركز على التحيين، وأخرى على حجم المخاطرة.

أما الفصل الرابع من المطبوعة الحالية يستعرض تعاريف الهندسة المالية باعتبارها وسيلة تهدف إلى تطوير الأدوات المالية، بإظهار أهميتها في النظام المالي وتحديد أهدافها، كما تم التركيز على أهم أدوات الهندسة المالية ومميزاتها ومجالات استخدامها وأهم العميات التي يمكن إدارتها والقيام بها بالاعتماد على أدوات الهندسة المالية، وكذا التطرق إلى مختلف منتجات الهندية المالية التقليدية والتحديثات التي طرأت على كل نوع.

أما الفصل الأخير من المطبوعة يهدف إلى تسليط الضوء على التحليل المالي باعتبار أداة لتحليل وتشخيص الوضعية المالية للمؤسسة، على اعتبار أن التحليل المالي هو عملية معالجة منظمة للبيانات المتاحة يهدف الحصول على معلومات تستخدم في عملية اتخاذ القرارات وفي تقييم الأداء، كما أن أدوات التحليل المالي تخدم المؤسسة والمحلل المالي الذي يستعمل نتائج هذه الأدوات في تقديم اقتراحات مناسبة وفعالة للمؤسسة من أجل تحسين مردوديتها والتنبؤ بحالتها المالية.

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

1. مفاهيم حول أعمال الجرد والتسوية:

1- تعريف أعمال نهاية السنة:

في نهاية الدورة المحاسبية يتم القيام بعدة عمليات لإنهاء الدورة، ولكي يتأكد محاسب المؤسسة من صحة الحسابات لابد من القيام بمراجعة ومراقبة في نهاية السنة، هذه المراجعة الهدف منها تصحيح الأخطاء والحالات الاستثنائية التي قد تظهر بهدف إعداد قوائم مالية تكون صادقة وتمثل الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة.

أعمال نهاية السنة ما هي إلا تجسيد لمبادئ النظام المحاسبي المالي حيث تقوم المؤسسة بمراجعة عملياتها المحاسبية وجرد مختلف ممتلكاتها والتزاماتها اتجاه الغير أو ما يعرف محاسبيا بأعمال الجرد والتسوية، على امتداد دورة الاستغلال تمتد أشغال التسجيل المحاسبي لمختلف العمليات الجارية للمؤسسة، والتي يتم تسجيلها بدفتر اليومية وهذا حسب السندات المبررة لها وتحليلها، وترجمتها حسب زمن وقوعها مثلاً، ثم نقلها إلى دفتر الأستاذ لتراجع بعدها بميزان المراجعة، وهي إجراءات بمراحل الأعمال الروتينية للمحاسبة حيث يبذل المحاسب قصار جهده من حيث التنظيم والدقة والموضوعية¹. تهدف أعمال نهاية السنة إلى حصر الأصول والخصوم الفعلية للمؤسسة وتحديد قيمتها الحقيقية بهدف تحديد المركز المالي، للمؤسسة وإعداد الكشوف المالية؛ تحديد نتيجة الدورة؛ تبرير كل العمليات المسجلة والمقيدة محاسبيا؛ لتأكد من وجود ومصادقية الأصول والخصوم؛ ربط التكاليف والنواتج بالدورة.

2- مفهوم عملية الجرد والتسوية:

2-1- تعريف الجرد، وأنواعه:

يعرف الجرد على أنه عملية مالية محاسبية تقوم بها المؤسسة في نهاية السنة المالية بعد الانتهاء من إعداد ميزان المراجعة وقبل إعداد القوائم المالية، وذلك بهدف تحديد نتيجة أعمال السنة المالية بدقة إضافة إلى تصوير المركز المالي الحقيقي للمؤسسة في نهاية تلك السنة، وبهذا فإن عملية الجرد تتضمن فحصاً شاملاً لجميع الحسابات التي يتضمنها ميزان المراجعة في نهاية السنة المالية في ضوء المبادئ المحاسبية المتعارف عليها والمقبولة قبولاً عاماً¹.

¹ علاوي لخضر، المحاسبة المعقدة وفق النظام المحاسبي المالي SCF، الصفحات الزرقاء، الجزائر، 2014، ص 376.

¹ عبد الرحمن عطية، المحاسبة العامة وفق النظام المحاسبي المالي، الطبعة الثانية، دار النشر جيطلي، برج بوعرييج، 2010، ص 46.

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

تتمحور عملية الجرد حول تحديد صافي الربح الفعلي للمؤسسة عن السنة المالية المحددة وتصوير المركز المالي الحقيقي للمؤسسة في نهاية السنة المالية، والوصول إلى الأرصدة الفعلية للموجودات والأرصدة الفعلية للمطلوبات، والتأكد من صحة الحسابات والأرقام الواردة في ميزان المراجعة وإجراء المعالجة المحاسبية للفروق المالية بين قيم الدفترية والقيم الحقيقية لبعض الحسابات عن طريق إجراء قيود التسوية الجردية اللازمة.

ينقسم الجرد إلى نوعين²:

2-1-1- الجرد المادي: ويقصد به الحساب الكمي والمادي لعناصر أصول المؤسسة وكذا الوثائق مراجعة التي تثبت ديونها اتجاه الغير.

أ. **الجرد المادي للتثبيتات:** لكل نوع من التثبيتات بطاقة تحتوي على المعلومات المتصلة حول تاريخ شراءها، رقم شراء فاتورة، العمر الإنتاجي، نوع التثبيت، معدل الاهتلاك، وفي نهاية كل دورة تقوم المؤسسة مقارنة بيانات هذه التثبيتات المحاسبية مع حالة التثبيت الفعلية وتسوية الاختلاف بين ما هو فعلي وما هو محاسبي، كآلة موجودة مثلاً من الناحية المحاسبية ولكنها فعلاً مخزنة.

ب. **الجرد المادي للمخزونات:** تقوم المؤسسة بإعداد قائمة بكل نوع من أنواع المخزونات (بضائع، مواد ولوازم، أغلفة مستهلكة...) ثم إحصاء المخزونات الموجودة فعلياً بالمخازن.

ت. **جرد عناصر الأصول الأخرى:**

- **الصندوق:** يشم الجرد المادي لصندوق عن طريق إعداد بيان مفصل حول الأموال الموجودة بالصندوق من حيث قيمتها.

- **البنك والحساب الجاري البريدي:** وذلك بالحصول من طرف البنك ومن مركز الصكوك البريدية كشف عند تاريخ الجرد للقيام بالمقارنة بين كشفي الحساب البنكي والحساب البريدي لإجراء حالة المقارنة البنكية.

- **أوراق القبض والدفع:** يتم إعداد تقرير حول الأوراق التجارية، أسماء الساحب والمسحوب عليه، مكان القبض أو الدفع، تواريخ الاستحقاق، قيمة كل ورقة.

² المرجع نفسه، ص 47.

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

- **الزبائن:** يتم إعداد قائمة بأسماء الزبائن، وقيمة ديونهم، تواريخ استحققاتها، أسماء الزبائن ثم مصاريفهم حسب قدرة كل واحد على السداد إلى الزبائن العاديين، زيان مشكوك فيهم، وزبائن مفلسون.

- **ديون المؤسسة:** يتم إعداد قائمة لموردي التثبيات، المخزونات والخدمات، وتواريخ استحقاق الديون وتصنيفها حسب طول مدتها.

2-1-2- الجرد المحاسبي: حتى تتحمل كل دورة أعباءها وتستفيد من نواتجها الفعلية وتظهر الأصول بقيمتها الحقيقية فإن المؤسسة في غاية السنة تقوم بالتسجيل المحاسبي لمختلف التسويات الضرورية لعملية الجرد. كما تقوم بتسجيل كل انخفاض أو نقص في قيمة التثبيات، المخزونات، الزبائن، تكوين أقساط الأهلاكات الموجودات المادية، وخسائر القيمة، تسويات الأعباء والنواتج، تسوية فروق الجرد التي تتم ملاحظتها في الجرد المادي، ثم إعداد ميزانمراجع بعد الجرد بهدف التأكد من صحة الحسابات الموجودة في دفتر الأستاذ وتطابق مع دفتر اليومية ومن ثم القيام بإعداد القوائم المالية الختامية المحددة في النظام المحاسبي، ثم يقوم المحاسب بإغلاق دفاتر المحاسبية و ترصيد حساب نتيجة الدورة.

2-2- تعريف تسوية الحسابات:

حتى تحمل كل دورة أعباءها وتستفيد من نواتجها الفعلية وتظهر الأصول بقيمتها الحقيقية، فإننا في نهاية السنة يتم القيام بتسوية حسابات الأعباء والنواتج وتسجيل كل انخفاض أو نقص في قيمة الأصول (وهو ما يعرف بتكوين أقساط الأهلاك وخسائر عن القيمة الأصول)¹.

¹ عبد الرحمن عطية، مرجع سبق ذكره، ص 122.

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

II. الاهتلاكات وخسارة القيمة:

1- أساليب الاهتلاك:

يعرف الإهلاك على أنه استهلاك المنافع الاقتصادية المرتبطة بأصل عيني أو معنوي، ويتم توزيع المبلغ القابل للإهلاك بصورة مطردة على مدة دوام نفعية الأصل مع مراعاة القيمة المتبقية المحتملة لهذا الأصل بعد نهاية الخدمة أو عند انقضاء مدة نفعيته¹.

كما يمثل الاهتلاك التكلفة السنوية لحيازة واستخدام أصل ثابت، ولا تطبق الاهتلاكات على التثبيات التي استأجرها المؤسسة من الغير ولا على الاستثمارات أي التثبيات التي لا تزال قيد الإنجاز والتي يمكن أن تكون لها خسارة عن القيمة.

توجد عدة طرق لاهتلاك التثبيات، أي لحساب قسط الاهتلاك السنوي، من بينها الطرق التالية:²

1-1- طريقة الاهتلاك الخطي:

قسط الاهتلاك الخطي هو عبئ ثابت على المدة النفعية للأصل ويكون جدول الامتلاك وفق هذا الأسلوب كما يلي:

السنة	المبلغ القابل للاهلاك V_0	قسط الاهتلاك A	الاهتلاك المتراكم Am	القيمة المحاسبية الصافية VNC

بحيث:

$$\text{المبلغ القابل للإهلاك} = \text{القيمة المحاسبية الأصلية} - \text{القيمة المتبقية}$$

- القيمة المحاسبية الأصلية: هي تكلفة حيازة الأصل، أو التكلفة التاريخية.
 - القيمة المتبقية للأصل: هي المبلغ الصافي التي تتوقع المؤسسة الحصول عليه في نهاية مدة المنفعة لتثبيت معين، ويسمى أيضا بقيمة الخردة.
- ويتم حساب قسط الاهتلاك الثابت كما يلي:

¹ عوادي مصطفى، المعالجة المحاسبية للاهلاك التثبيات حسب النظام المحاسبي المالي، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، العدد 05، 2012، ص 125.

² فداوي أمينة، المحاسبة المعمقة، مطبوعة بيداغوجية، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2016-2017، ص ص 10-12.

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

$$\text{قسط الاهتلاك الثابت} = \frac{\text{المبلغ القابل للاهلاك}}{\text{مدة المنفعة}}$$

حيث:

الاهتلاك المتراكم A_m : هو يمثل مجموع الاهتلاكات المطبقة السابقة في نهاية كل سنة.
القيمة المحاسبية الصافية VNC : تمثل قيمة التثبيات الصافية بعد حساب الاهتلاك نهاية كل سنة وتحسب بالفرق بين القيمة المحاسبية الاصلية ومجموع الاهتلاكات المتراكمة:

$$A_m - V_0 = VNC$$

1-2- طريقة الاهتلاك المتناقص:

من خلال هذا الأسلوب يكون قسط الاهتلاك متناقص على مدة المنفعة وتطبق هذه الطريقة على التجهيزات التي تساهم مباشرة في الانتاج مثل المعجنات والادوات الصناعية ومعدات النقل، ويتم حساب قسط الاهتلاك المتناقص استنادا إلى معدل اهتلاك متناقص كمايلي:

$$\text{معدل الاهتلاك المتناقص} = \text{معدل الاهتلاك الخطي} \times \text{المعامل الضريبي}$$

1-3- طريقة الاهتلاك المتزايد:

من خلال هذه الطريقة يتم الحصول على أقساط اهتلاك متزايدة على مدة المنفعة للأصل الثابت وترمز لها بالرمز N ، بحيث:

$$\text{معدل الاهتلاك المتزايد لكل سنة} = \text{رقم السنة} / \text{مجموع أرقام سنوات مدة المنفعة}$$

$$\text{قسط الاهتلاك المتزايد} = \text{المبلغ القابل للاهلاك} \times \text{معدل الاهتلاك المتزايد}$$

1-4- الاهتلاك تبعا لحجم الإنتاج:

هو أحد الأساليب التي نص عليها النظام المحاسبي المالية من خلال هذا الأسلوب يتم تقدير حجم الانتاج من التجهيزات خلال كل فترة الإستخدام (مدة المنفعة) ويرمز له بالرمز P_E ، ويرمز لحجم الإنتاج الفعلي السنوي P_R فيكون قسط الاهتلاك السنوي:

$$A_N = V_0 \frac{P_R}{P_E}$$

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

بحيث تكلفة الوحدة من الانتاج:

$$CU = \frac{Vo}{PE}$$
$$A_N = PR \times CU$$

1-5- أسلوب SOFTY المتناقص:

لم ينص قانون الضرائب المباشرة على تطبيقه وهو عكس أسلوب الاهتلاك المتزايد، يكون فيه:

$$\text{قسط الاهتلاك السنوي} = \text{تكلفة التثبيت} \times \frac{\text{عدد السنين المتبقية للاهلاك المعدات}}{\text{بمجموع ارقام سنين فترة استخدام}}$$

2- التسجيل المحاسبي للاهلاك:

يسجل الاهتلاك مهما كانت الطريقة المتبعة كمايلي¹:

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
XXXX	XXXX	-----N/12/31----- المخصصات للاستهلاكات والمؤونات وخسائر القيمة قيم الاهتلاك للتثبيات تسجيل قسط الاهتلاك السنوي	28xx	681

3- خسارة قيمة التثبيات:

تعرف خسارة القيمة على أنها فائض القيمة المحاسبية لأصول عن قيمتها المقابلة للتحصيل (المادة 07-112 من النظام المالي المحاسبي) أما المادة 09-112 من النظام المالي المحاسبي تنص على مراجعة خسارة القيمة المسجلة بالنسبة لكل تثبيات وهذا بهدف زيادة قيمة الخسارة أوتخفيضها تبعاً لتطور القيمة القابلة للتحصيل لتثبيات المعني².

¹ أمينة بوثلجة، التسيير المالي والمحاسبي أعمال نهاية السنة وفق النظام المحاسبي المالي SCF، الصفحات الزرقاء، 2016، ص32.

² المرجع نفسه، ص ص33-35.

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

خسارة القيمة = القيمة القابلة للتحصيل - القيمة المحاسبية الصافية

صافي سعر البيع = ثمن البيع - تكاليف اللازمة لإتمام عملية البيع

- القيمة العادلة أو ثمن البيع الصافي للأصل: المبلغ الممكن الحصول عليه من من بيع أي أصل عند إبرام أية معاملة ضمن ظروف المنافسة العادية بين أطراف على علم تام ودراية وتراضي مع طرح منه تكاليف الخروج.

- القيمة النفعية: هي القيمة المحينة لتقدير سيولة الأموال المستقبلية المنتظرة من استعمال الأصل بشكل متواصل والتنازل عنه في نهاية مدة الإنتفاعية.

أما التسجيل المحاسبي لخسارة القيمة يكون كمايلي:

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
XXXX	XXXX	-----N/12/31----- المخصصات للاستهلاكات والمؤونات وخسائر القيمة خسائر القيمة عن التثبيات تسجيل خسارة القيمة	29xx	68x

أما تسوية حساب خسارة القيمة يكون كمايلي:

3-1- زيادة خسارة القيمة:

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
XXXX	XXXX	-----N/12/31----- المخصصات للاستهلاكات والمؤونات وخسائر القيمة خسائر القيمة عن التثبيات تسجيل زيادة في خسارة القيمة	29xx	68x

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

3-2- استرجاع جزء أوكل خسارة القيمة:

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
XXXX	XXXX	-----N/12/31----- خسائر القيمة عن التثبيتات استرجاعات عن خسائر القيمة والمؤونات تسجيل زيادة في خسارة القيمة خسائر في التثبيتات	78x	29xx

عند إثبات خسارة قيمة لتثبيت ما، فإن ذلك يؤثر على مخطط اهتلاك هذا التثبيت بحيث يجب تعديله بالنسبة للمدة المتبقية، وذلك بحساب أقساط اهتلاك جديدة للمدة المتبقية انطلاقاً من المبلغ القابل للاهتلاك بعد خسارة القيمة المسجلة.

4- التنازل عن التثبيتات:

4-1- في حالة الفائض في القيمة:

في حالة فائض قيمة يجعل د 462 أو د/512 مدينا بسعر البيع كما يجعل د/281 مدينا بالاهتلاك المتراكم إلى غاية تاريخ التنازل. وكذا د/291 مدينا بمجموع خسائر القيمة المطبقة على التثبيت المتنازل عنه، وفي المقابل يجعل حساب التثبيت المعني دائناً بالقيمة الأصلية للتثبيت، ود/752 دائناً بفائض القيمة الناتجة عن العملية ومنه:¹

$$\text{فائض القيمة (د/752)} = \text{سعر البيع} + (\text{د/281} + \text{د/291}) - \text{القيمة الأصلية (د/21)}$$

¹ أمينة بوتلجة، مرجع سبق ذكره، ص ص 49-52.

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
	XXXX	-----N/12/31----- بنوك الحسابات الجارية أو بنوك الحسابات الجارية اهتلاك التثبيتات الجارية خسائر القيمة عن التثبيتات العينية		512 أو 512 281 291
XXXX XXXX		التثبيت العيني فوائض القيمة عن خروج الأصول المثبتة غير المالية تسجيل عملية التنازل عن التثبيتات	21 752	

4-2- في حالة نقص في القيمة:

في حالة ناقص قيمة يجعل د/462 أو د/512 مدينا بسعر البيع كما يجعل د/281 مدينا بالاهتلاك المتراكم إلى غاية تاريخ التنازل. وكذا د/291 مدينا بمجموع خسائر القيمة المطبقة على التثبيت المتنازل عنه، وفي المقابل يجعل حساب التثبيت المعني دائنا بالقيمة الأصلية للتثبيت، وذلك باستبدال د/752 بالحساب 652 و جعله في الجانب المدين بمبلغ ناقص القيمة وعليه فإن ن سجل القيد التالي:²

$$\text{ناقص القيمة (د/652)} = \text{مبلغ البيع} + (\text{د/281} + \text{د/291}) - \text{القيمة الأصلية (د/21)}$$

² المرجع نفسه، ص ص 49-52.

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
	XXXX	-----N/12/31----- بنوك الحسابات الجارية		512
		أو		أو
	XXXX	بنوك الحسابات الجارية		512
	XXXX	اهتلاك التثبيات الجارية		281
XXXX	XXXX	خسائر القيمة عن التثبيات العينية		291
	XXXX	نواقص القيمة عن خروج اصول مثبتة غير مالية		652
XXXX		التثبيات العيني	21	
		تسجيل عملية التنازل عن التثبيات		

III. تسوية حسابات الزبائن:

يمثل رصيد حساب الزبائن ديونهم اتجاه المؤسسة متضمنة الرسم الناشئ عن عمليات البيع بأجل، يصنف الزبائن إلى¹:

- زبائن عاديون: هم الزبائن الذي يتوقع منهم تسديد ديونهم بشكل عادي وفي آجالها.
- زبائن مشكوك فيهم: هم العملاء الذين يتوقع أن لا يسددوا جزءا أو كل الدين المستحق عليهم وعليه يجب أن تكون هنا معالجة لهذا الصنف
- زبائن معدومين: هم الزبائن الذين ليس لهم القدرة على دفع كل ديونهم أوجزه منها بسبب إفلاس نهائي.

1- تسوية حسابات العملاء التي لها رصيد دائن: في الحالات العادية يكون رصيد العملاء مدين، لكن توجد وأن نجد أن رصيد أحد العملاء دائنا فهذا يعني أن الحساب تحول من أصول إلى خصوم، وعليه يجب إظهار هذا الحساب ضمن الخصوم وهذا بعد دمج في د/ 419 عملاء دائنون، وهذا يجعل الحساب السابق دائنا، وفي بداية السنة الموالية نسجل قيда معاكسا للقيد السابق، وبهذا يتم ترصيد د/ 419 وتكون عملية التسجيل المحاسبي كالتالي:

¹ عاشور كتوش، المحاسبة العامة أصول ومبادئ وآليات سير الحسابات وفق النظام المحاسبي المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص ص 122-125.

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
XXXX	XXXX	-----N/12/31----- الزبائن العملاء الدائنون	419	411
XXXX	XXXX	-----N/12/31----- العملاء الدائنون الزبائن	411	419

2- خسائر القيمة عن حسابات الغير:

عند الجرد تتم التسوية المحاسبية لحسابات الزبائن حسب الوضعية المالية لكل زبون.

2-1- تحويل الزبائن العاديون إلى زبائن مشكوك فيهم:

يتم ترصيد د/411 إلى د/416 زبائن مشكوك فيهم، وذلك في نهاية السنة حسب القيد الموالي:

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
XXXX	XXXX	-----N/12/31----- زبائن مشكوك فيهم الزبائن تحويل الزبون العادي الى زبون مشكوك فيه	411	416

2-2- تكوين مخصص خسارة القيمة للزبائن أوزيادتها:

يكون مخصص خسارة القيمة بمقدار المبلغ المحتمل عدم تسديده من طرف الزبون للمؤسسة،

تحسب هذه الخسارة على المبلغ خارج الرسم حسب القيد الموالي:

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
XXXX	XXXX	-----N/12/31----- المخصصات للاهتلاكات والتموينات وخسائر القيمة - العناصر المالية خسائر القيمة عن القيم المودعة في البنوك والمؤسسات المالية اثبات خسارة القيمة للزبائن	491	685

2-3- انخفاض مبلغ خسارة القيمة أو إلغاؤها:

يتم تخفيض أو إلغاء خسارة القيمة عندما تصبح الخسارة المعايينة سابقا دون هدف أي أن الزبون المشكوك فيه ويصبح قادرا على التسديد. ويسجل كمايلي:

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
XXXX	XXXX	-----N/12/31----- خسارة القيمة عن حسابات الزبائن استرجاعات الاستغلال عن خسائر القيمة والمفونات - الأصول الجارية انخفاض أو إلغاء خسائر القيمة	785	491

2-4- الديون المعدومة جزئيا أوكلها:

إن الدين الذي لا يستطيع الزبون المشكوك فيه تسديده بسبب صعوبة وضعيته المالية، يعتبر دينا معلوما تسجله المؤسسة ضمن الأعباء ويلاحظ هنا حالتين:

- حالة الخسارة الحقيقية أكبر من الخسارة المتوقعة: إذا كان المبلغ المسدد من طرف الزبون أقل من قيمة الفرق بين الدين والمخصص فإن هذه القيمة تعتبر دين معلوم ويسجل في ح / 654 خسائر عن حسابات دائنة غير قابلة للتحصيل. تتم المعالجة المحاسبية للديون المعدومة كالتالي:

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
XXXX	XXXX	-----N/12/31----- البنوك الحسابات الجارية زبائن مشكوك فيهم تسديد المبلغ المسدد من الزبون المشكوك فيه	416	512
XXXX	XXXX XXXX	-----N/12/31----- خسائر القيمة عن حسابات الزبائن خسائر عن حسابات دائنة غير قابلة للتحويل زبائن مشكوك فيهم ترصيد حسابات الزبون المشكوك فيه	416	491 654

- حالة الخسارة الحقيقية أصغر من الخسارة المتوقعة: إذا كان المبلغ المسدد من طرف الزبون أكبر من قيمة الفرق بين الدين والمخصص فإن هذه القيمة الزائدة تعتبر إيراد ويسجل في د/ 785 استرجاعات الاستغلال عن خسائر القيمة والمؤونات - الأصول الجارية تتم المعالجة المحاسبية للديون المعدومة كالتالي:

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
XXXX	XXXX	-----N/12/31----- البنوك الحسابات الجارية زبائن مشكوك فيهم تسديد المبلغ المسدد من الزبون المشكوك فيه	416	512
XXXX XXXX	XXXX	-----N/12/31----- خسائر القيمة عن حسابات الزبائن زبائن مشكوك فيهم استرجاعات الاستغلال عن خسائر القيمة والمؤونات - الأصول الجارية ترصيد حسابات الزبون المشكوك فيه	416 785	491

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

IV. تسوية حسابات المخزونات والحسابات الأخرى:

1- جرد المخزونات:

يقصد بمجرد المخزون مختلف الأنشطة التي تتعلق بحصر أبعاد أوقياس الكميات الموجودة في المخازن من أصناف المواد المختلفة وتسجيل نتائج هذا الحصر أو القياس في السجلات المتخصصة لذلك من أجل تسهيل اتخاذ القرارات الإدارية فيما يتعلق بالنتائج التي تسفر عنها تلك العملية وتكون مهمة الجرد ضمن الاختصاصات الرئيسية للجهة المسؤولة عن مراقبة المخزون حيث تتولى تحديد إجراءات الجرد ومواعيد تسديده وكذا تزويد الجهات المتخصصة بالمعلومات التي تفيد في اتخاذ القرارات على ضوء النتائج التي تسفر عنه¹.

2- طرق تقييم المخزونات: تقييم المخزونات بالطريقة التالية²:

- تقييم البضاعة والمواد واللوازم بتكلفة الشراء: التي تشمل سعر الشراء مضافا إليه مصاريف النقل والرسوم الجمركية وبصفة عامة جميع المصاريف المدفوعة للغير لإيصال هذه المنتجات إلى المؤسسة
- تقييم المنتجات الوسيطة والمنتجات والأشغال قيد التنفيذ والمنتجات التامة الصنع: بتكلفة الإنتاج التي تشمل تكلفة شراء المواد واللوازم الداخلة في الصنع مضافا إليها كل التكاليف المباشرة وغير المباشرة الأخرى التي تحملتها المؤسسة لتصنيع هذه المنتجات.

3- تسوية حسابات المخزون في نهاية السنة: يتم ذلك وفقا لمايلي³:

3-1- تسوية الفارق العادي في المخزون بين الجرد المادي والجرد المحاسبي في نهاية السنة: في حالة تطبيق الجرد الدائم وإذا ما تبين في نهاية السنة أن الجرد المادي كان مغايرا للجرد المحاسبي وفي حالة اعتبار الفارق بين الجردين فارقا عاديا فإن تسوية هذا الفارق تتم كالتالي:

¹ محمد علي أحمد السيدية، محاسبة التكاليف دراسة نظرية وإجراءات تطبيقية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 122.

² عبد الرحمن عطية، مرجع سبق ذكره، ص 141.

³ المرجع نفسه، ص 141-144.

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

3-1-1- الجرد المادي أكبر من الجرد المحاسبي للمخزون: هذه الحالة تم تسويتها بالقيد التالي:

N /12/31

30 د/ مخزون بضاعة

31 د/ مواد و لوازم

32 د/ تموينات أخرى

35 د/ منتجات

60 د/ مشتريات بضاعة مبيعة

61 د/ مواد مستهلكة

72 د/ إنتاج بالمخزن

تسوية الفارق بين الجرد المادي والمحاسبي

3-1-2- الجرد المادي أقل من الجرد المحاسبي للمخزون: تتم تسوية الفارق بتسجيل قيد معاكس للقيد أعلاه.

3-2- تسوية الفارق غير العادي في المخزون بين الجرد المادي والجرد المحاسبي: في حالة اعتبار الفارق في المخزون فرقا غير عاديا يتم تسويته كالتالي:

3-2-1- الجرد المادي أقل من الجرد المحاسبي: في هذه الحالة يكون الحساب 657 د/ أعباء استثنائية للتسيير الجاري مدينا بالفارق وحساب المخزون المعني دائنا.

3-2-2- الجرد المادي للمخزون أكبر من الجرد المحاسبي: في هذه الحالة يكون المخزون المعني مدينا والحساب 757 د/ نواتج استثنائية عن عمليات التسيير دائنا.

4- خسائر القيمة عن المخزونات:

في نهاية السنة وإذا كان سعر البيع لبعض عناصر المخزون أقل من تكلفة شرائها أو تكلفة إنتاجها فإن على المؤسسة أن تكون مؤونة تعرف خسائر قيمة المخزون إن هدف هذه المؤونة (خسائر القيمة) هو تغطية أية خسارة قد تتحقق إذا ما تم في السنة الموالية بيع المخزون المعني بسعر يقل عن تكلفته ولتكوين خسارة قيمة المخزون يجعل 685 د/ مخصصات اهتلاك ومؤونة وخسائر القيمة الأصول الجارية مدينا ود/ 39 خسائر قيمة المخزون أو أحد فروع دائنة. بعد بيع البضاعة أو المنتجات التي كونت لأجلها خسارة قيمة فإنه يتم ترصيد هذه المؤونة (خسارة القيمة) وهذا يجعل الحساب 39 مدينا (وهذا يرصد) وحساب المخزون المعني دائنا.¹

¹ عبد الرحمن عطية، مرجع سبق ذكره، ص 147.

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

5- تسوية الحسابات الأخرى:

تعتبر الحسابات الأخرى (المبيعات المشتريات الأعباء والإيرادات) عمليات ناشئة أساسا على قيام المؤسسة بعلاقات خارجية مع المتعاملين معها (الموردون و العملاء) وذلك من خلال عمليتي البيع والشراء بالإضافة إلى الأعباء والإيرادات المعاينة مسبقا، كمايلي²:

5-1- تسوية حسابات المشتريات:

- استلام الفاتورة دون استلام البضاعة أوالمواد واللوازم: في هذه الحالة تكون المؤسسة قد استلمت الفاتورة الخاصة بالمشتريات ولم تستلم المخزونات، رصيد حساب 38 يكون مدين وتتم تسويته في هذه الحالة:

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
XXXXX	XXXXX	N/12/31..... المخزونات الخارجية مشتريات ترصيد حساب المشتريات المدين	38	37

- استلام البضاعة أو المواد واللوازم دون فاتورة: في هذه الحالة تكون المؤسسة قد استلمت المخزونات ولم تستلم الفاتورة الخاصة بها، رصيد38 يكون دائنا وتتم تسويته كمايلي:

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
XXXXX	XXXXX	N/12/31..... مشتريات موردون-الفواتير التي لم تصل إلى صاحبها ترصيد حساب المشتريات الدائن	408	38

² أمينة بوتلجة، مرجع سبق ذكره، ص ص160-165.

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

5-2- تسوية حسابات المبيعات:

- تسليم الفاتورة دون تسليم البضاعة:

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
XXXXXX	XXXXXX	N/12/31..... بضاعة مستهلكة بضاعة-مواد أولية -تموينات	32-31	681

- تسليم البضاعة دون تسليم الفاتورة:

المبلغ		البيان	رقم الحساب	
دائن	مدين		دائن	مدين
XXXXXX	XXXXXX	N/12/31..... المنتجات التي لم تعد فواتيرها بعد مبيعات بضاعة	700	418

5-3- تسوية الأعباء والإيرادات المثبتة مسبقا:

تتعلق بالأعباء التي تحملتها المؤسسة والإيرادات التي تحصلت عليها خلال الدورة لكنها لا ترتبط بها كليا أو جزئيا لذلك وعملا باستقلالية الدورات المحاسبية يجب أن يتم في نهاية الدورة إلغاء العبء الذي لا يرتبط بالدورة بترصيد حساب العبء المعني وجعله دائنا مقابل الحساب 486 أعباء مثبتة مسبقا مدينا، ومن جهة أخرى إلغاء الإيراد الذي لا يرتبط بالدورة بترصيد حساب الإيراد المعني وجعله مدينا مقابل حساب 487 إيرادات مثبتة مسبقا دائنا وعند افتتاح الدورة الجديدة يتم عكس القيد.

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

V. دراسة حالة:

من الدفاتر المحاسبية لمؤسسة الهضاب بتاريخ 2021/12/31 بعد الجرد تم استخراج المعلومات التالية:

1- التثبيات العينية:

- خسارة القيمة تم معاينتها في 2020/12/31 بقيمة 35000 دج.
- قسط الاهتلاك السنوي بعد حدوث خسارة القيمة 790000 دج
- تاريخ التنازل في 2021/09/30 على الحساب (لم يسجل المحاسب عملية التنازل).
- حققت المؤسسة ناقص قيمة بـ 72500 دج.

← المطلوب:

- حساب المبلغ القابل للاهلاك لمعدات النقل.
- إعداد مخطط اهتلاك معدات النقل إلى غاية تاريخ التنازل.
- حساب ثمن التنازل الناتج عن عملية بيع معدات النقل.
- تسجيل قيد التنازل بتاريخ 2021/12/31.

2- الزبائن والحسابات الملحق:

تم تلخيص وضعية الزبائن في الجدول الموالي:

الزبائن	مبلغ الدين (TTC)	خسارة القيمة في 2021/12/31	التحصيلات خلال سنة 2021	الوضعية في 2021/12/31
المؤسسة (A)	؟	40000 دج بنسبة 25%	95200 دج	سيتم تحصيل كل الديون
المؤسسة (B)	؟	لا توجد	190400 دج	إفلاس مؤكد ومبلغ الرسم على القيمة المضافة المرصود قيمته 38000 دج

← المطلوب:

- حساب مبلغ الدين متضمن الرسم للزبائن.
 - معالجة الزبائن محاسبيا بتاريخ 2021/12/31.
 - إظهار حسابات الزبائن في الميزانية الختامية بتاريخ 2021/12/31 علما أن رصيد حساب الزبائن والحسابات الملحق في ميزان المراجعة قبل الجرد لسنة 2021 قيمته 357000 دج.
 - حدد المدة المتوسطة لتحصيل الزبائن ثم علق على الوضعية المالية للمؤسسة مع العلم أن:
- الزبائن و الحسابات الملحق في بداية السنة 2021/01/02 بقيمة 281000 دج.

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

- الزبائن والحسابات الملحقة في نهاية السنة 2021/12/31 بقيمة 19000 دج.
- المبيعات السنوية خلال سنة 2021 بقيمة 2000000 دج.
- المدة المتوسطة لتسديد ديون الموردين 50 يوما.
- معدل الرسم على القيمة المضافة 19% والتحصيلات تم تسجيلها في الدفتر اليومي خلال سنة 2021.

- يسجل محاسب المؤسسة عملية دخول وخروج المنتجات المصنعة باستعمال وصولات الدخول والخروج حسب التسلسل الزمني للعملية، والجدول التالي يوضح معلومات متعلقة بمنتجات المؤسسة:

المخزونات	الجرد المحاسبي في 2021/12/31	الجرد المادي في 2021/12/31	طبيعة فرق الجرد	القيمة السوقية في 2021/12/31
المنتجات المصنعة	650000 دج	640000 دج	60% مبرر	637000 دج

← المطلوب:

- تحديد الطريقة التي تستخدمها المؤسسة في إدراج مخزوناتها.
- تسجيل قيود التسوية بتاريخ 2021/12/31 مع تبرير العمليات الحسابية، إذا علمت أن المنتجات المصنعة شكلت لها خسارة قيمة بتاريخ 2021/12/31 بقيمة 5000 دج.

← توجيهات للحل:

1- التثبيات العينية:

- حساب المبلغ القابل للاهلاك لمعدات النقل:

- حساب معدل الاهتلاك الخطي:

$$T = 100/N = 100/5 = 20\%$$

- حساب القيمة الصافية المحاسبية لسنة 2020:

$$A_{2020} = VNC_{2020} / m$$

$$VNC_{2020} = A_{2020} \times m = 790000 \times 3.5 = 2765000 \text{ DA}$$

- انطلاقا من القيمة الصافية المحاسبية يحسب المبلغ القابل للاهلاك:

$$VNC_{2020} = MA - \sum A_{2020} - PV_{2020}$$

$$2765000 = MA - MA \times 0.2 \times 1.5 - 35000$$

$$MA = 2800000 / 0.7 = 4000000 \text{ DA}$$

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

- إعداد مخطط اهتلاك معدات النقل إلى غاية تاريخ التنازل:

- حساب قسط الاهتلاك المكمل لسنة 2019:

$$A_{2019} = Ma * t * (n/2) = 4000000 * 0.2 * 0.5 = 400000 \text{ DA}$$

- حساب قسط الاهتلاك المكمل لسنة 2020:

$$A_{2020} = Ma * t = 4000000 * 0.2 = 800000 \text{ DA}$$

VNC	PV	$\sum A_n$	A_n	MA	N
3600000	-	400000	400000	4000000	2019
2765000	35000	1200000	800000	4000000	2020
2172500	-	1792500	592500	2765000	2021

- حساب قسط الاهتلاك المكمل لسنة التنازل:

$$A_{2021} = (2765000/3.5) \times (9/12) = 592500 \text{ DA}$$

- حساب ثمن التنازل الناتج عن بيع معدات النقل:

نتيجة التنازل = مبلغ البيع + الاهتلاك المتراكم + خسارة القيمة السابقة - خسارة القيمة الأصلية

$$-72500 = 4000000 - 35000 + 1792500 + \text{مبلغ البيع}$$

$$\text{مبلغ البيع} = 2100000 - 72500 - 1792500 = 210000 \text{ دج}$$

- تسجيل قيد عملية التنازل عن معدات النقل بتاريخ 2021/12/31:

592500	592500	2021/12/31..... م للاهتلاك والمؤونات وخسائر ق-أغ ج اهتلاك معدات نقل	28182	681
	2100000 1792500 35000 72500	إثبات قسط الاهتلاك المكمل لمعدات النقل2021/12/31..... الحسابات الدائنة عن عمليات التنازل عن التثبيتات اهتلاك معدات النقل خسائر القيمة عن معدات النقل نواقص القيمة عن خروج الأصول المثبتة غير المالية معدات النقل	462 28182 29182 652 2182	
4000000		إثبات عملية التنازل عن معدات النقل		

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

2- الزبائن والحسابات الملحقة:

- حساب مبلغ الدين متضمن الرسم للزبائن:

- الزبون المؤسسة (A):

انطلاقاً من خسارة القيمة السابقة:

$$\text{مبلغ الدين متضمن الرسم} = 190400 = 1.19 \times 0.25 / 40000 \text{ دج}$$

$$\text{مبلغ الرصيد متضمن الرسم} = 95200 - 190400 = 95200 \text{ دج}$$

40000	40000	2021/12/31..... خسارة القيمة عن حسابات الزبائن	785	491
		استرجاعات الاستغلال عن خسارة القيمة والمؤونات إلغاء خسارة القيمة للزبون المؤسسة (A)2021/12/31.....		
95200	95200	الزبائن	416	411
		الزبائن المشكوك فيهم تحويل الزبون المؤسسة (A) إلى زبون عادي		

- الزبون المؤسسة (B):

انطلاقاً من نبلغ الرسم على القيمة المضافة المرصد:

$$\text{مبلغ الرسم على القيمة المضافة} = \text{مبلغ الرصيد خارج الرسم} \times 0.19$$

$$\text{مبلغ الرصيد خارج الرسم} = 200000 = 0.19 / 38000 \text{ دج}$$

$$\text{مبلغ الرصيد متضمن الرسم} = 238000 = 1.19 \times 200000 \text{ دج}$$

$$\text{مبلغ الرصيد متضمن الرسم} = 428400 = 190400 / 238000 \text{ دج}$$

حساب 200000=654 دج في هذه الحالية يرصد حساب الزبون قيد التسوية بتاريخ 2021/12/31

كمايلي:

238000	200000 38000	2021/12/31..... خسائر عن حسابات دائنة غير قابلة للتحويل الرسم على القيمة المضافة المحصل	411	654 4457
		الزبائن		

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

		ترصيد حساب الزبون المؤسسة (B)		
--	--	-------------------------------	--	--

- إظهار حسابات الزبائن في الميزانية الختامية بتاريخ 2021/12/31:

رصيد حساب 41 = 238000 - 95200 - 95200 / 357000 = 119000 دج

الأصول	المبالغ الإجمالية	الامتلاكات وخ القيمة	المبالغ الصافية
الزبائن والحسابات الملحقة	119000	-	119000

- حساب المدة المتوسطة لتحصيل ديون الزبائن والتعليق على الوضعية المالية للمؤسسة:

➤ حساب المدة المتوسطة لتحصيل ديون الزبائن:

متوسط ديون الزبائن والحسابات الملحقة = (الزبائن والحسابات الملحقة في بداية السنة نهاية السنة) / 2 =

$$200000 = 2 / (119000 + 281000) \text{ دج}$$

معدل دوران ديون الزبائن = المبيعات السنوية / متوسط ديون الزبائن والحسابات الملحقة

$$200000 / 2000000 = 10 \text{ دورات}$$

المدة المتوسطة لتحصيل ديون الزبائن = 360 / معدل دوران ديون الزبائن

$$36 = 10 / 360 \text{ يوما}$$

➤ التعليق على الوضعية المالية:

المدة المتوسطة لتحصيل ديون الزبائن أقل من المدة المتوسطة لتسديد ديون الموردين أي يوجد هامش

من الزمن يسمح للمؤسسة بالوفاء بالتزاماتها تجاه مورديها.

3- المخزونات:

- طريقة الجرد المتبعة من طرف المؤسسة هي طريقة الجرد الدائم من خلال متابعة حركة دخول وخروج

المنتجات المصنعة من المخزن.

الفصل الأول: دراسة حالة أعمال نهاية السنة في المؤسسة

- تسجيل قيود التسوية بتاريخ 2021/12/31:

فرق الجرد = 640000 - 650000 = -100000 دج

6000	6000	2021/12/31..... تغيرات المخزونات من المنتجات المصنعة فارق التقييم عن الأصول المالية-فوائض القيمة فرق الجرد سالب مبرر2021/12/31.....	785	724
	4000	الأعباء الاستثنائية للتسيير الجاري المنتجات المصنعة فرق الجرد سالب غير مبرر	355	675

خسارة القيمة بتاريخ 2021/12/31 = 5000 دج

خسارة القيمة بتاريخ 2021/12/31 = 640000 - 637000 = 3000 دج

الفائض في مبلغ خسارة القيمة بـ 3000 - 5000 = -2000 دج

2000	2000	2021/12/31..... خسارة القيمة عن المنتجات المصنعة استرجاعات الاستغلال عن خسارة القيمة والمؤونات فرق الجرد سالب مبرر	785	3955
------	------	--	-----	------

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

أ. مدخل إلى القيمة والتقييم المالي:

1 - مفاهيم أساسية حول القيمة:

1-1- تعريف القيمة:

يختلف مفهوم القيمة من القيمة الاقتصادية والقيمة المحاسبية والقيمة المالية ويمكن توضيح ذلك كمايلي:

- ارتبط مفهوم القيمة بعدة جوانب، الجانب الأول يعكس وجهة نظر المستهلك الذي يركز على القيمة الإستعمالية، هذه الأخيرة تتمثل في المنفعة أو الإشباع الذي يمكن تحقيقه من استخدام السلعة أو الخدمة، فهي تختلف من شخص لآخر، وهذا ما يعكس الجانب الذاتي للقيمة، أما الجانب الثاني فيعكس وجهة نظر المنتج، الذي يركز على التكاليف الضرورية للحصول على السلعة أو الخدمة وهو ما يعكس الجهد المبذول، ويتمثل الجانب الثالث في القيمة التبادلية التي تعكس التفاعل بين جوانب العرض والطلب في السوق¹.
- لقد عالج الفكر المحاسبي مفهوم القيمة من خلال تصنيف ما أورده الفكر المحاسبي في مجال القياس المحاسبي للقيم إلى مدخلين رئيسيين يحتوي كل منهما على أكثر من طريقة يتم اتخاذها كأساس للقياس، كمايلي²:

➤ مدخل التكلفة في القياس المحاسبي: يعتمد هذا المدخل في تقييم على أساس التكاليف التي تم إنفاقها للحصول على الأصل/الخضم، وذلك بتكلفة الحياة للعناصر المحصل عليها من خارج المؤسسة، وتكلفة الإنتاج للعناصر المنتجة بواسطة إمكانيات المؤسسة نفسها، وذلك باستخدام أسلوبين هما: طريقة التكلفة التاريخية، طريقة التكلفة التاريخية المعدلة.

➤ مدخل القيمة في القياس المحاسبي: يعتمد مدخل القيمة في تقييم للمؤسسات على أساس مفهوم القيمة في عملية التقييم المحاسبي، وذلك من خلال طرق القياس الآتية: طريقة التكلفة الاستبدالية الجارية، طريقة محاسبة التحديث المستمر، طريقة الدخل المتوقع.

- يرجع الفضل في ظهور مفهوم القيمة الذي يعد أساس النظرية المالية إلى الاقتصادي John Bur Williams سنة 1938، حيث بين أن قيمة أي أصل (مادي أو مالي) تتحدد انطلاقاً من قيمة جميع

¹ فراح خالدي، مطبوعة مستوفاة لمقياس التقييم المالي للمؤسسة - محاضرات مدعمة بمسائل تدريبية - ، مطبوعة بيداغوجية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، دون سنة نشر، ص 09.

² هوارى سويس، تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص 22.

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

التدفقات المالية المقدرة التي يطرحها هذا الأصل. وتعود أصول هذه الفكرة إلى أعمال الاقتصادي Irving Fisher الذي وضع سنة 1907 أسس تحليل القيمة المالية التي تعتبر ركيزة نظرية الاستثمار. وما ينبغي الإشارة إليه، هو أن أحد لم يسبق الاقتصادي John Bur Williams تطوير المفهوم بشكله الكامل وخاصة عند تحديد القيمة الجوهرية للسهم عن طريق ما يعرف بنموذج استحداث توزيعات الأرباح، والذي أدخلت عليه تحسينات من طرف M.J.Gordon و E.Shapiro في 1956 حيث أصبحت قيمة السهم بمقتضاها تساوي مجموع توزيعات الأرباح المستحدثة مضافا إليها معدل نمو الأرباح. كما نجد أنه ابتداء من سنة 1958 تاريخ ظهور مقال Modigliani et Miler حول تكلفة رأس المال، مالية المؤسسة ونظرية الاستثمار الذي يعتبر ثورة في مجال مالية المؤسسة حيث بدأت النظرية المالية تدرس بشكل عام وبدقة أكثر موضوع تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة، حيث تمت دراسة نوعين من القرارات المالية في تأثيرها على قيمة المؤسسة علاوة على قرارات الاستثمار والمتمثلين في الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح¹.

1-2- أنوع القيمة:

وجدت عدة أنوع للقيمة يمكن حصرها فيمايلي²:

1-2-1- القيمة السوقية العادلة: تتمثل في المبلغ المعبر عنه نقدا أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب وتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه.

1-2-2- القيمة الاستثمارية: عبارة عن القيمة الحالية المنافع المستقبلية التابعة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين.

1-2-3- القيمة الدفترية: بالنسبة لأصل معين فهي التكلفة التاريخية ناقص الاحتلال المتراكم أما بالنسبة لمؤسسة تكون القيمة الدفترية هي مجموع القيم الدفترية لكل الأصول الفردية ناقص القيمة الدفترية للخصوم الفردية.

1-2-4- قيمة شهرة المحل: تعتبر شهرة المحل نوعا خاصا من الأصول غير المادية ويمكن تعريفها على أنها مجموعة الصفات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب الزبائن إلى مؤسسة أعمال معينة وهي في جوهرها تتوقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب. **1-2-5-**

¹ فراح خالدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 12-13.

² رانية كوثر راجي، إبراهيم بومزايد، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، العدد: 10، 2018، ص ص 370-371.

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

قيمة التصفية: وهي صافي المبالغ النقدية التي يمكن الحصول عليها عند بيع الأصول مطروحا منها الخصوم.

1-2-6- قيمة الإحلال: القيمة الاحلالية للأصل هي تكلفة تملك أصل جديد ذي منفعة مساوية وتقدير التكلفة الاحلالية يأخذ في الاعتبار الكيفية التي سيتم بها استبدال الأصل بمواد أحدث وتكنولوجيا متطورة.

1-2-7- قيمة النفاية أو القيمة المتبقية: وهي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى بعد أن يصبح عديم الفائدة للمالك الحالي ويتقرر إخراجها من الخدمة.

2- تعريف التقييم المالي ومداخله:

يعرف تقييم المؤسسة بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة والتي يمكن أن يعبر عنها بالأموال الخاصة. والتي تحدد بصافي قيمة الأصول والمتمثلة في الفرق بين قيمة الأصول الاقتصادية وقيمة المديونية الصافية بعد تقييمها، أي قيمة الثروة المستثمرة من طرف المساهمين¹.

كما عرفها مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكية على أنها عبارة عن تخصيص أرقام لعناصر معينة أو الأحداث وفقا لضوابط معينة، كما يمكن اعتبارها عملية مقارنة الهدف منها الحصول على معلومات دقيقة تؤدي إلى إمكانية تفضيل بديل على حساب آخر في حالة اتخاذ القرار².

تتطلب إجراءات تحديد قيمة المؤسسة الاهتمام بالعديد من الجوانب المتعلقة بالمؤسسة محل التقييم، وذلك من خلال جمع مختلف المعلومات المتعلقة بها وتحليلها، حيث توجد ثلاث مناهج أساسية وهي³:

2-2-1- منهج الأصول: في هذا المنهج يتم تحديد قيمة المؤسسة اعتمادا على قيمة أصولها الصافية بعد خصم التزامات، وهذا من خلال ما يتم عرضه في الميزانية المحاسبية والتي تكون فيها مختلف البنود مسجلة بالتقييم الدفترية مما يفرض ضرورة القيام بسلسلة من التعديلات من أجل الوصول إلى القيمة السوقية، سواء لأصول المؤسسة أو التزامات.

2-2-2- منهج الدخل: يقوم هذا المنهج على تقييم حصة الملكية التي تعتبر استثمارا يمكن قياسه كغيره من الاستثمارات، حيث تحسب القيمة على افتراض أن قيمة حصة ملكية ما تساوي مجموع القيم الحالية للمنافع الاقتصادية المتوقعة لامتلاك تلك الحصة، فقيمة المؤسسة إنما تمثل دالة لثلاث متغيرات

¹ رانية كوثر رابحي، إبراهيم بومزايد ، مرجع سبق ذكره، ص 371.

² ريتشارد شرويد وآخرون، تقييم المؤسسة، ترجمة خالد علي احمد كاجيجي، دار المريخ، السعودية 2006، ص 01.

³ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 486.

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

أساسية، والمتمثلة في تدفق المنافع الاقتصادية والتي غالبا تمثل بالتدفق النقدي، إضافة إلى إمكانية نمو المؤسسة على المدى القصير والبعيد، مع ضرورة مراعاة المخاطر المرتبطة باستلام المنافع بالمبالغ وفي الأوقات المتوقعة والذي يعكسه معدل الخصم، ومن بين أهم الطرق التي المنيعة هذا المنهج يمكن ذكر طريقة التدفق النقدي المخصوم لإيرادات الفترة الواحدة، نموذج خصم أرباح الأسهم.

2-2-3- منهج السوق: يعتبر المبدأ الأساسي لهذا المدخل أن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال مقارنتها بمؤسسات معيارية ذات قيم معلومة، والتي تتحدد إما عن طريق تداول أوراقها المالية في البورصة، أو تحديد قيمة هذه الأخيرة مقدما. وتعتبر المعلومات المالية المستخدمة من حيث نوعيتها وكميتها أهم مؤثر في القيمة التي يتم الحصول عليها من خلال الاعتماد على هذا المدخل، وذلك بالعمل على استخراج مجموعة من النسب والمعايير المستخدمة في تقدير قيمة المؤسسة إنطاقا من الميزانية المحاسبية؛ قائمة الدخل... الخ، لكن غالبا لا تكون هذه المعايير الكمية وحدها كافية إذ يتوجب العمل على دراسة مختلف الجوانب النوعية من خلال الإدارة ومدى نموها واتساعها وكذا خدمات المنتج، وهذا من أجل تحديد قيمة المؤسسة بالدقة اللازمة.

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

II. طرق التقييم المالي للمؤسسة:

1- طرق التقييم المرتكزة على الذمة المالية:

نتناول مختلف طرق المستخدمة في تحديد قيمة المؤسسة والتي تعتمد على ما تمتلكه المؤسسة وتضم مقارنة الذمة المالية لمجموع من الطرق تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية، حيث تعتمد أساساً على ذمة المؤسسة، أي ميزانيتها المحاسبية، وعند الحاجة الملاحق. وتتمثل في¹:

1-1- طريقة الأصل الصافي المصحح ANCC:

يعرف الأصل الصافي المحاسبي المصحح بالقيمة الحقيقية أو الاستعمالية وتعبر هذه الأخيرة عن رأس المال الضروري لاستبدال موجودات المؤسسة حسب وضعيتها الحالية، كما تركز هذه الطريقة على مبدأ تقييم بنود الموجودات حسب القيمة السوقية لها على اعتبار أن المؤسسة محل التقييم مستمرة على العموم في نشاطها.

القيمة المصححة للمؤسسة = قيمة صافي الأصول المصححة - قيمة الديون المصححة

1-2- القيمة الجوهرية: وتعرف على أنها القيمة المتعلقة بقيمة الاستمرارية مقدرة بقيمة الاستبدال الحالية للأصول (الممتلكات والحقوق) التي تكون الذمة المالية للمؤسسة، وتتميز هذه القيمة عن الأصل الصافي المحاسبي المصحح في استقلال العناصر المكونة لها عن نمط تحويلها ووضعيتها القانونية، وموجهة لاحتياجات الاستغلال بالمؤسسة. ويمكن حساب القيمة الجوهرية انطلاقاً من الأصول المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية، مضافاً إليها العناصر الضرورية للاستغلال التي لا تملكها المؤسسة العتاد المحصل عليه بواسطة القرض (الإيجاري)، أخذين بعين الاعتبار القيمة الحالية الأقساط الإيجار والمستأجر والمستعار المتعلقة بما في جانب الخصوم، مع إضافة مصاريف الاستثمار الضرورية والأتعاب لتكملة وتحديد والحفاظ على المعدات، كما يجب استبعاد العناصر التي تملكها المؤسسة وغير الضرورية للاستغلال. وعليه، يمكن حسابها على النحو التالي²:

¹ رانية كوثر رابحي، إبراهيم بومزايد ، مرجع سبق ذكره، ص ص 375-376.

² Brilman, J. M. , Manuel d'évaluation des entreprises, Les edition d'organisation, Paris,1993 ,P93.

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

القيمة الجوهرية الإجمالية = الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية +
مصاريف الاستثمار الضرورية للاستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية التكملة
وتحديد والحفاظ على المعدات - العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال

1-3- الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال: يعتبر البديل الذي جاء على الانتقادات والخط الذي
يكتنف طريقة القيمة الجوهرية خصوصا ما يتعلق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال
وتتلخص فحوى هذه الطريقة في أخذها بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة لتغطية
الاحتياج في دورتي الاستثمار والاستغلال وتكتب على الشكل التالي¹:

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيم الثابتة للاستغلال + القيم الثابتة لقرض الإيجار +
القيم الثابتة المستأجرة والمستعارة + الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال

1-4- طريقة الأصل الصافي المحاسبي ANC :

تحسب قيمة المؤسسة باستعمال هذه الطريقة انطلاقا من المعلومات التي توفرها الميزانية وتعطي
قيمة محاسبية بسيطة للمؤسسة هي عبارة عن الوضعية الصافية لها تبعا للعلاقة التالية:

قيمة المؤسسة = (مجموع الأصول - مصاريف التأسيس) - مجموع الديون

1-5- طريقة الأصل الصافي المعاد تقييمه ANCr:

تعتبر هذه الطريقة امتدادا للطريقة السابقة إلا أنها تأخذ في الحسبان أثر ارتفاع المستوى العام
للأسعار (التضخم) ، على اعتبار أن الأصول مقيمة بالتكلفة التاريخية لها ويستعمل لإعادة التقييم إما
المؤشر العام أو المؤشر القطاعي الذي يأخذ في الاعتبار الخصوصيات القطاعية للشركة محل التقييم،
كما يجب إجراء تعديلات على قيم بعض بنود الأصول والخصوم وبذلك تصبح العلاقة كالتالي:

قيمة المؤسسة معدلة = مجموع الأصول معدلة - مجموع الديون معدلة

¹ Tchemeni, E. , *Evaluation des entreprises*, Edition Economica, Paris,P107.

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

2- مقاربات التدفقات النقدية:

عملا بمبدأ النظرية المالية القاضية بأن قيمة أصل ما تساوي القيمة الحالية للتدفقات الممكن أن تنتج عن استغلال هذا الأصل، ونحصل على قيمة المؤسسة بحساب القيمة الحالية للتدفقات المتوقع أن تتولد عن استغلال هذه المؤسسة، وذلك باستعمال معدل تحيين يعكس المخاطر وعدم التأكد المرتبطة بتحقيق المردودية مستقبلا.

2-1- فائض القيمة Goodwill:

يتم الحصول على قيمة المؤسسة حسب هذه الطريقة بإضافة قيمة هذه الأخيرة إلى القيمة الدفترية الصافية المعدلة. وذلك وفقا للعلاقة التالية:¹

$$V = ANCC + GW$$

V : Valeur de l'entreprise

ANCC : Actif net comptable corrigé

GW : Goodwill

2-1-1- الطريقة غير المباشرة لحساب فائض القيمة:

حاولت الطرق غير المباشرة تجاوز القصور الذي تم تسجيله على مدخلي الذمة المالية والمردودية عند اعتماد كل منها على حدى، وذلك عبر إدخالها لمفهوم القيمة الكلية للمؤسسة التي تتكون من قيمة المردودية وقيمة إحدى طرق الذمة المالية. وتسمى بطريقة الممارسين أو الطريقة الألمانية، يعتبر أصحاب الطريقة أن فائض القيمة يمثل الفرق بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة الأصول المادية الأصل الصافي المحاسبي المصحح ANCC أو القيمة الجوهرية الإجمالية (VSB). وتعطى الصيغة التي تحسب فائض القيمة على النحو التالي:²

$$V = ANCC + GW$$

$$GW = V - ANCC$$

ومنه قيمة الإجمالية للمؤسسة تحسب وفقا للعلاقة التالية:

$$V = ANCC + \frac{1}{2i}(CB - i * VSB)$$

¹ LA BRUSLERIE, H. *Analyse financière : Information financière, évaluation, diagnostic*. 5ème édition. Paris : DUNORD, 2014,P132.

² MAUGUIERE Henri, *l'Evaluation des Entreprises Non Cotées*, édition Dunod, Paris,1990.P36.

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

حيث:

B: الربح المتوقع

i: سعر الفائدة

V: القيمة الإجمالية للمؤسسة

CB: القدرة الربحية

2-1-2- الطريقة المباشرة لحساب فائض القيمة:

توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة أهمها:¹

2-1-2-1- الطريقة الأنجلوسكسونية: تعرف هذه الطريقة باسم طريقة الربح السنوي وهي المداخل أو الأرباح الناتجة عن استغلال الأصول المعنوية، حيث نفترض أنها ثابتة و تؤول إلى اللانهاية، ومن ثم حساب فائض القيمة على الشكل التالي:

$$GW = \frac{1}{t}(CB - i * VSB)$$
$$V = ANCC + \frac{1}{t}(CB - i * VSB)$$
$$v = ANCC + \frac{1}{t}(B - i * ANCC)$$

حيث:

i: سعر الفائدة دون خطر

t: معدل استحداث بخطر يكون أكبر من i .

2-2-1-2- طريقة الخبراء المحاسبين: حسب هذه الطريقة فإن قيمة الأموال الخاصة تكون وفق العلاقة

التالية:

$$GW = \sum_{k=0}^n \frac{B_k - i * ANCC}{(1 + t)^k}$$
$$V_P = VC + \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1 + r)^t}$$

¹ Corhay Albert ،Mbangala Mapapa, **Fondement de gestion Financiere** , Les edition de l universite de liege, 2007, P107.

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

2-2- القيمة السوقية المضافة:

تعرف القيمة السوقية المضافة بأنها الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للسهم، وتعطي تقييما شاملا لأداء المؤسسة منذ نشأتها وحتى تاريخ قياس قيمتها السوقية، ويتم تقديرها من خلال الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية للسهم مضروبا في عدد الأسهم، وتعكس مدى قدرة الإدارة على تعظيم ثروة المساهمين. تحسب القيمة السوقية المضافة لمجموعة من السنوات؛ حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم، وذلك كما يلي¹:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+CMPC)^t}$$

حيث:

MVA: القيمة السوقية المضافة

EVA_t: القيمة الاقتصادية للفترة t

CMPC: تكلفة رأس المال

2-3- الطرق المرتكزة على مقارنة الربح:

تعتمد هذه الطريقة في تحديد قيمة المؤسسة على استحداث متوسط الربح المتوقع بمعدل تحيين معين، وهي أكثر الطرق استعمالا من طرف الخبراء، وتتحسب وفق العلاقة التالية²:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+I)^t}$$

حيث:

V: قيمة المؤسسة

B: متوسط الربح المتوقع

t: مدة التحيين

I: معدل التحيين

¹ هوارى سويسى، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، المجلد، العدد 07، 2009-2010، ص62.

² MAUGUIERE Henri, op-cit, P40.

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

2-4- طرق التقييم المعتمدة في تحيين أرباح الأسهم:

تهدف هذه الطرق إلى تحديد قيمة السهم مع الأخذ بعين الاعتبار توزيعات الأرباح المتوقعة وسعر إعادة التنازل عن هذا السهم في المستقبل.

2-4-1- نموذج Irving Fisher:

يفترض عند تقدير القيمة العادلة للسهم، أن القيمة العادلة دالة للقيمة المخصومة لتوزيعات الأرباح المتوقعة في المستقبل التي يتم خصمها بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمر لتعويض حالات عدم التأكد لتلك التوزيعات النقدية وفقا للصيغة التالية¹:

$$P_0 = \sum \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

حيث:

P_0 : القيمة العادلة للسهم

D_t : مقسوم الأرباح المستقبلي للفترة t

K : معدل العائد المطلوب

2-4-2- نموذج النمو الصفري:

الافتراض الرئيسي لنموذج النمو الصفري ثبات لتوزيعات الأرباح المتوقع في المستقبل، أي أن توزيعات الأرباح الحالية مساوية لتوزيعات الأرباح المستقبلية ولجميع الفترات، وعليه فإن معدل النمو في مقسوم الأرباح النقدي مساوي للصفر. ووفقا للصيغة التالية²:

$$P_0 = \frac{D_0}{K}$$

¹ فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، 2010، ص 173 .

² فيصل محمود الشرورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، 2008، ص 96 .

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

2-4-3- نموذج النمو الثابت:

طور هذا النموذج من قبل Gordon عام 1963، فضلا عن افتراض أن مقسوم الأرباح للسهم الواحد ينمو بمعدل ثابت وعلى وفق الصيغة الآتية¹:

$$p0 = \frac{D1}{K - g}$$

حيث:

g: معدل النمو لتوزيعات الأرباح

وعليه فأن قيمة الأسهم العادية مع نمو توزيعات الأرباح بمعدل ثابت يمكن حسابها هي وفق الصيغة الآتية:

$$\begin{aligned} P0 &= \frac{Div}{(1+k)} + \frac{Div(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{Div(1+g)^2}{(1+k)^3} + \frac{Div(1+g)^3}{(1+k)^4} \dots \\ &= \frac{Div}{1+K} \times \left[1 + \frac{(1+g)}{(1+K)} + \frac{(1+g)^2}{(1+K)^2} + \frac{(1+g)^3}{(1+K)^3} \dots \right] \\ &= \frac{Div}{(K - g)} \end{aligned}$$

حيث:

Div : توزيعات السهم في نهاية الفترة الأولى

g : معدل النمو

2-5- مضاعف السعر إلى العائد PER :

يهدف إلى إيجاد قيمة أصل بدلالة عدد المرات الواجب تحققها من العوائد لتغطية قيمته. ويمثل المضاعف مقلوب معدل المردودية، وتطبق في مجال تقييم المؤسسات بشكل عام عدة مضاعفات تعكس الأوضاع المختلفة لعمليات التقييم والهدف من ورائها، أما في مجال تقييم أسهم الشركات لأغراض اتخاذ القرار في إطار الاستثمار في الأوراق والذي يعد من بين المؤشرات الهامة PER المالية، فغالبا ما يتم اللجوء إلى استعمال مضاعف السعر إلى العائد التي يتم حسابها وتتبعها في بورصات القيم لجميع المتعاملين فيها. ويتم حساب مضاعف السعر إلى العائد على النحو الآتي:

$$PER = \text{ربح السهم} \div \text{سعر السهم}$$

¹ فيصل محمود الشويرة ، مرجع سبق ذكره، ص97.

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

2-6- الطرق المرتكزة على مقارنة التدفق النقدي:

يمثل الفرق بين النقدية المحصلة والنقدية المدفوعة خلال فترة زمنية معينة. وهو ما يسمى بالقدرة على التمويل الذاتي، الذي يمثل مجموع الموارد التي تم تحقيقها من مزاولة نشاط المؤسسة، و تضم هذه الموارد الربح الصافي ومخصصات الإهلاكات والمؤنات، حيث:¹

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VF}{(1+k)^t}$$

حيث:

VE: قيمة المؤسسة

CF_i: تدفقات الخزينة للسنوات المعتمدة في التقييم

VF: القيمة المتبقية للمؤسسة

ثم يتم حساب تدفقات الخزينة المتاحة لكل سنة

التدفق النقدي = النتيجة العملياتية بعد الضريبة + مخصصات الإهلاك والمؤنات + التغير في

احتياجات رأس المال العامل - الاستثمارات الجديدة

حساب القيمة النهائية والتي تمثل هذه القيمة التدفق النقدي الإضافي لسنة الأخيرة حسب خطة العمل المحددة من طرف المقيم، وفقا للعلاقة التالية:

$$VF = \frac{CF_{t+1}}{k - g}$$

حيث:

g: معدل النمو

CF_{t+1}: تدفق السنة الأخيرة

VF: القيمة النهائية للمؤسسة

في هذه المرحلة الأخيرة يقوم المقيم بتعيين قيمة التدفقات النقدية الحرة وذلك باستعمال معدل تحيين يتم تحديده بالاعتماد على معدل العائد دون المخاطرة وعلاوة المخاطرة، وعادة ما يكون تكلفة الأموال الخاصة، وتتحدد قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة كما يلي:

قيمة المؤسسة = التدفقات النقدية المحينة - الديون الصافية

¹ Simon PARIENTE, *Analyse financière et évaluation d'entreprise, méthodologie-diagnostic* prix d'offre, Pearson France, 2013, PP 243- 247

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

III. دراسة حالة:

قدمت لك ميزانية مؤسسة الكرامة لسنة 2020 كمايلي:

الوحدة:1000-دج

2020	الخصوم	2020	الأصول
1767000	الخصوم الثابتة	1089700	الأصول الثابتة
1600000	الأموال الخاصة	150000	التثبيات المعنوية
48000	رأس المال	150000	براءات ورخص استغلال
48000	احتياطي قانوني	876700	التثبيات المادية
235000	احتياطات أخرى	480000	الأراضي
849000	مرحل من جديد	275000	المباني
420000	نتيجة الدورة	1700	معدات الإنتاج والتجهيزات
167000	ديون طويلة ومتوسطة الأجل	120000	تثبيات مادية أخرى
132000	الديون البنكية	63000	التثبيات المالية
35000	مؤونة الأعباء والخسائر	25000	مساهمات مالية
		38000	تثبيات مالية أخرى
633000	الخصوم الجارية	628300	الأصول الجارية
308000	موردو المخزونات	325000	المخزونات وقيد الانجاز
41800	تسيقات الزبائن	325000	بضائع
70000	ديون المستخدمين	303300	الحقوق والاستخدامات المشابهة
75200	ديون الضمان الاجتماعي	97500	زبائن وحقوق مشابهة
50000	ضرائب على الأرباح	130800	ضرائب على الأرباح
41000	ضرائب على رقم الأعمال	33000	ضرائب على رقم الأعمال
22000	ضرائب ورسوم أخرى	42000	مدينون آخرون
25000	ديون أخرى	682000	الخزينة
		500000	قيم منقولة للتوظيف
		182000	الخزينة
2400000	مجموع الخصوم	2400000	مجموع الأصول

معلومات إضافية:

- النتيجة العملياتية لسنة 2020 بلغت 242000 ألف دج.
- البراءات ورخص الاستغلال تعتبر غير ذات قيمة.
- الأراضي تعتبر خارج الاستغلال لذلك قدر سعرها السوقى بـ 750000 ك دج؛ وتهتك على 20 سنة؛
- المباني هي عناصر مرتبطة بالاستغلال قدر سعرها السوقى بـ 1500000 ك دج.
- معدات الإنتاج والتجهيزات بالإضافة إلى التثبيات الأخرى قيمة منفعتها تعادل قيمتها المحاسبية الصافية.

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

- المساهمات المالية تمثل 150 حصة اجتماعية تمتلكها المؤسسة في شركة والتي يتكون رأسمالها من 600 حصة اجتماعية والتي قيمت بمبلغ قدره 120000 ك دج. هذه المساهمة هي جد ضعيفة لكنها تسمح للمؤسسة بالحصول على عوائد اقتصادية ومالية مهمة.
- التثبيات المالية الأخرى تمثل تسديد مبلغ ضمان بمبلغ قدره 38000 ك دج وشهد مبلغ 8000 ك دج خطر عدم الإرجاع بفعل عدم احترام بعض البنود.
- مؤونة إضافية على مخزون البضائع لا بد من تكوينها بمبلغ قدره 35000 ك دج.
- من بين حسابات الزبائن يوجد زبون مشكوك فيه بمبلغ قدره 7500 ك دج شكلت له مؤونة في حدود 100% ولكن سدد كل ما عليه فيما بعد.
- القيم المنقولة للتوظيف قيمت بمبلغ إجمالي قدره 500900 ك دج.
- مؤونة الأعباء والخسائر بمبلغ إجمالي قدره 35000 ك دج جزء منها يمثل إحتياطات في حدود مبلغ 18000 ك دج. غير أن المؤسسة لم تقم بإجراء مؤونة لنزاع مع أحد العمال وهي مجبرة على تسديد مبلغ قدره 12400 ك دج لأحد العمال في السنة اللاحقة أما باقي المؤونات فهي مبررة.
- فواتير لم تستلم مع نهاية دورة 2020 ولم يتم تقييدها محاسبيا بمبلغ قدره 14500 ك دج.
- إيرادات مفوترة للزبائن خلال دورة 2015 بمبلغ قدره 6500 ك دج خارج الرسم، لكن المؤسسة لم تقم بتسجيلها ضمن إيرادات مقيدة سلفا.
- مستودعات موضوعة تحت تصرف المؤسسة من طرف المسيرين قدرت قيمتها بـ 1375000 ك دج وقيمة كرائها السنوي هي 85000 ك دج .
- القيم المنقولة للتوظيف هي عناصر غير ضرورية للاستغلال.
- تم تقدير المكافآت الممنوحة للمسيرين أنه مبالغ فيها وغير مرتبطة بنشاط فعلي بمبلغ قدره 250000 ك دج بما فيها اشتراك الضمان الاجتماعي.
- معدل مردودية القيمة الجوهرية الخام (VSB) التي تفرضه المؤسسة هو 10%.
- تكلفة الأموال الخاصة هي 5 % .
- تقدر الضريبة على الأرباح 25%.
- فترة معاينة التقييم لتقدير التدفقات النقدية هي 10 سنوات.

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

← المطلوب:

- 1- انطلاقا من الميزانية والمعلومات الإضافية، حدد صافي المركز المالي المصحح (ANCC) بطريقتين.
- 2- قم بحساب فارق الحيازة من خلال رسملة العائد السنوي المتحصل عليه عن طريق القيمة الجوهرية الخام.

← توجيهات للحل:

- 1- يمكن حساب صافي المركز المالي المصحح (ANCC) بطريقتين كمايلي:

البيان	ق م ص	الطريقة الأولى	الطريقة الثانية
صافي المركز المالي			1600000
الأصول			
براءات ورخص الاستغلال	150000	0	150000-
الأراضي	480000	750000	270000
المباني	275000	1500000	1225000
تجهيزات أخرى	1700	1700	0
تثبيات أخرى	120000	120000	0
مساهمات مالية	25000	30000	5000
تثبيات مالية أخرى	38000	30000	8000-
البضائع	325000	290000	35000-
الزبائن	97500	105000	7500
ضرائب على الأرباح	130800	130800	0
ضرائب على رقم الأعمال	33000	33000	0
مدينون آخرون	42000	42000	0
قيم منقولة للتوظيف	500000	500900	900
الخزينة	182000	182000	182000-
الخصوم			
مؤونة الأعباء والخسائر	35000	17000	18000
نزاع مع احد العمال		12400	12400-
الديون البنكية	132000	132000	0
موردوا المخزونات	308000	322500	14500-
تسبيقات الزبائن	41800	41800	0
ديون المستخدمين	70000	70000	0
ديون الضمان الاجتماعي	75200	75200	0
ضرائب على الأرباح	50000	50000	0
ضرائب على رقم الأعمال	41000	41000	0
ضرائب ورسوم أخرى	22000	22000	0
إيرادات مقيدة سلفا		6500	6500-
ديون أخرى	25000	25000	0
صافي المركز المالي	1600000		
صافي المركز المالي المصحح		2900000	2900000

- 2- تحديد فارق الحيازة:

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

- يمكن حساب القيمة الجوهرية الخام انطلاقاً من القيم المحاسبية الصافية كمايلي:

مجموع الأصول=240000

براءات ورخص الاستغلال=150000-

التثبيات خارج الاستغلال (الأراضي)=480000-

فائض القيمة عن تثبيات الاستغلال (مباني)=1225000

فائض القيمة عن المساهمات المالية=5000

تدهور التثبيات المالية الأخرى=8000-

مؤونة المخزونات=35000-

استرجاع مؤونة زبون=7500

القيم المنقولة للتوظيف=500000-

المستودعات المملوكة للمسيرين=1375000

القيمة الجوهرية الخام=3839500

- كما يمكن حساب القيمة الجوهرية الخام انطلاقاً من القيم السوقية كمايلي:

مجموع الأصول=3715400

التثبيات خارج الاستغلال (الأراضي)=750000-

القيم المنقولة للتوظيف=500900-

المستودعات المملوكة للمسيرين=1375000

القيمة الجوهرية الخام=3839500

- تحديد النتيجة المرتبطة بالقيمة الجوهرية الخام كمايلي:

+النتيجة العملياتية=242000

-مخصصات الإهلاك لفائض القيمة=61250-

+كراء المستودعات المملوكة للمسيرين=85000

+مكافآت للمسيرين=250000

النتيجة VSB الخام=515750

الضريبة على الأرباح=128938

النتيجة الصافية VSB=386813

- تحديد فارق الحياة:

الفصل الثاني: دراسة حالة في التقييم المالي للمؤسسات

+النتيجة الصافية VSB= 386813

-المكافأة العادية للقيمة الجوهرية الخام = القيمة الجوهرية الخام x معدل المردودية=383950

المردودية= النتيجة الصافية VSB - المكافأة العادية للقيمة الجوهرية الخام = 2863

Valeur de l'entreprise= ANCC + GOODWIL

Valeur de l'entreprise=2900000+1758= 2901758 K DZA

وعليه قيمة المؤسسة 2901758 ك دج وهي أكبر بقليل من قيمتها بطريقة صافي المركز المالي المصحح.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

1. الإطار النظري للاستثمار والمشاريع الاستثمارية:

1- مدخل إلى الاستثمار:

1-1- تعريف الاستثمار:

لقد تعددت التعاريف التي صيغت للاستثمار بتعدد الجوانب التي انطلق منها الباحثون لمحاولة فهمه وتحديد أبعاده، ومن هذه التعاريف نجد:

- يمكن تعريف الاستثمار على أنه: التضحية بمنفعة مالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك حالي، وذلك بقصد الحصول على منفعة مستقبلية أكبر يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك مستقبلي¹.

- و قد عرف كينز (Keynes) الاستثمار بأنه: "الزيادة في الآلات و المعدات الرأسمالية، حيث أن هذه الزيادة تحمل على رأس المال الثابت و رأس المال الدائر أو السائل"، في حين يرى لومبار (Lambert) أن الاستثمار هو: "شراء أو صنع منتجات آلية و وسيطة"، أما غيتون (Guillon) فقد عرف الاستثمار بأنه: "تطوير و تنمية لوسائل الطاقات المهيأة، فالاستثمار تحسين في المستقبل مع إنفاق و تضحية"².

- ويعرف كذلك بأنه: "توظيف الأموال المتاحة المؤكدة في أصول متنوعة للحصول على تدفقات مالية أكثر في المستقبل غير مؤكدة، هذه التدفقات عبارة عن تعويضات يحصل عليها المستثمر بدلا من استخدام هذه الأموال من قبل مستثمرين آخرين طيلة الفترة التي يتخلل فيها المستثمر عن رأسماله، آخذين بالاعتبار تحقيق عوائد تغطي قيمة التعويضات المطلوبة وعلاوة المخاطر الناجمة عن عدم التأكد في الحصول على التدفقات المتوقعة في المستقبل و تتجاوز معدل التضخم"³.

لأجل ما سبق يمكن تعريف الاستثمار على أنه التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم وذلك مع توفير عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة المتمثل باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات.

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2009، ص21.

² Miloud Boubeker, *Investissement et Stratégie de Développement*, OPU, Alger, 1998, P 15.

³ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص15.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

1-2- المفاهيم المختلفة للاستثمار:

يقصد بالاستثمار اكتساب الموجودات المادية أو المالية، لكن هذا المفهوم للاستثمار يختلف في الاقتصاد عنه في الإدارة المالية، المحاسبية وكذا القانون، وبذلك سوف نميز بين مختلف مفاهيم الاستثمار كالآتي:

1-2-1- الاستثمار بالمفهوم الاقتصادي:

يمكن تعريف الاستثمار بأنه: "استخدام المدخرات في تكوين الاستثمارات أو الطاقات الإنتاجية الجديدة، اللازمة لعمليات إنتاج السلع والخدمات، والمحافظة على الطاقات الإنتاجية القائمة أو تجديدها"¹. فهذه الطاقات الإنتاجية أو الاستثمارات ما هي إلا سلع إنتاجية، أي سلع لا تشبع أغراض الاستهلاك، بل تساهم في إنتاج غيرها من السلع أو الخدمات، وتسمى هذه السلع أيضا السلع الرأسمالية أي السلع التي تتمثل في رأس المال العيني أو الحقيقي الذي لا غنى عنه لأية عملية إنتاجية².

ما يلاحظ أن التعريف السابق للاستثمار لا يقتصر على تكوين طاقات إنتاجية جديدة لإقامة المشروعات الجديدة، أو التوسع في المشروعات القائمة، بغرض زيادة حجم طاقاتها الإنتاجية، بل يشمل أيضا تكوين الاستثمارات بهدف المحافظة على الطاقات الإنتاجية في المشروعات القائمة، أو تجديد هذه الطاقات، إذ من المعلوم أن أية سلعة إنتاجية ذات عمر إنتاجي معين، وأن المحافظة على قدرتها الإنتاجية تحتاج إلى عمليات صيانة وتجديدات لبعض أجزاء الطاقة الإنتاجية القائمة.

1-2-2- الاستثمار بالمفهوم المالي:

من الناحية المالية ينظر للاستثمار على أنه امتلاك أصل من الأصول المالية على أمل أن يتحقق من ورائه عائد في المستقبل، والاستثمار المالي قد يكون من خلال عدة مجالات. و يعرف كذلك بأنه: "الاستثمار المتعلق بالأسهم و السندات و أدوات الخزينة و الأدوات التجارية و القبولات المصرفية و الودائع القابلة للتداول و الخيارات... الخ"³. وعليه فالاستثمار المالي يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار.

¹ طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، الأردن، 1997، ص 37.

² Jacques Margerin et Gérard Ausset, *Investissement et financement*, édition courcoux, Paris, 1990, P 3.

³ Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, *Gestion financière*, 11ème édition, Dunod, Paris, 2002, P 329.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

1-2-3- مفهوم الاستثمار في الإدارة المالية:

عادة ما ينظر إلى الاستثمار من قبل رجال الأعمال على أنه اكتساب الموجودات المالية وحسب، ويصبح الاستثمار في هذا المعنى هو التوظيف المالي للأوراق و الأدوات المالية المختلفة من أسهم وسندات و ودائع... إلخ¹.

1-2-4- المفهوم المحاسبي للاستثمار:

ينظر للاستثمار من الناحية المحاسبية سابقا، و التثبيات وفقا لمعايير المحاسبة الدولية على أنه استعمال لموارد مالية في الحصول على متاع يستعمل لمدة طويلة أو أكثر من سنة في نشاط المؤسسة عند دخوله يسجل في ميزانية المؤسسة كأصل من أصولها و يدخل ضمن تكاليف المؤسسة شيئا فشيئا كلما تم استهلاكه²، و التثبيات أنواع مادية كالمباني، المعدات والتجهيزات، و تثبيات معنوية كالبراءات و البرمجيات المعلوماتية، و مصاريف البحث، و تثبيات مالية كسندات التجهيز والقروض و الودائع.

1-2-5- المفهوم القانوني للاستثمار:

عرف المشرع الجزائري الاستثمار على أنه عملية خلق و توسيع القدرات و إعادة هيكلة وتنشيط مؤسسة ما عن طريق مساهمة عينية أو مالية في رأس المال من طرف المساهمين في نشاطات إنتاج السلع و الخدمات³.

1-3- أهمية الاستثمار:

تتلخص أهمية الاستثمار في مجموعة من العوامل أهمها:⁴

- زيادة الإنتاج والإنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي وارتفاع متوسط نصيب الفرد منه وبالتالي تحسين مستوى معيشة الفرد.
- توفير الخدمات للأفراد والمستثمرين.
- توفير فرص عمل وتقليل من نسبة البطالة.
- زيادة معدلات التكوين الرأسمالي للدولة.

¹ طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص ص 13-14.

² بن ربيع خليفة، الواضح في المحاسبة المالية وفق المعايير الدولية، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، 2010، ص 261.

³ المادة 2 من المرسوم التشريعي رقم 23-12، المؤرخ في 05/10/1993، الجريدة الرسمية، رقم 14، الصادرة في 10/10/1993.

⁴ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2011، ص 13.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

- توفير التخصصات المختلفة من الفنيين والإداريين والعمالة الماهرة.
 - إنتاج السلع والخدمات التي تشبع حاجات الأفراد وتصدير الفائض للخارج مما يوفر العملات الأجنبية.
- 1-4- محددات الاستثمار:**

يتحدد حجم الاستثمار بعدد من الظروف الاقتصادية، السياسية، الاجتماعية والثقافية وغيرها من الظروف السائدة في البلد، لكن أغلب الظروف أو المتغيرات الاقتصادية هي المحدد الذي يتحدد بها المستثمر في اتخاذ قرارات استثماراته وهي كالتالي¹:

- مدى توفر الائتمان المصرفي في السياسة الداخلية للمصارف التجارية أو المصارف المتخصصة لدعم المشاريع أو شركات الأعمال سواء في رأس مال العامل أو رأس المال الثابت يعتبر عاملا محددا ومؤثرا على الاستثمار فإن توافر القروض المصرفية يساهم في دعم وتشجيع الاستثمار، بعكس في حالة تقنين القروض قد يؤدي إلى تحجيم الاستثمار والحد منه.

- الحاجة إلى النقد الأجنبي لشراء السلع الرأسمالية كالألات و المكنائن التي يتم الاحتياج إليها لغرض الإنتاج وتقديم الخدمات، والتي يتم استردادها من خارج الدولة وخاصة في الدول النامية لا يكون دائما متاحا لسداد قيمتها، مما يؤثر ذلك سلبا على القرار الاستثماري.

- عدم الاستقرار الاقتصادي يؤثر سلبا على عملية الاستثمار في البلد من خلال جوانب عديدة منها ارتفاع معدلات التضخم والتي تؤثر على الربحية المتوقعة وخاصة في حالة الشركات أو المشاريع التي تكون فيها الإدارة غير مغامرة، فإن حالة عدم التأكد تجعل هذه الإدارات تعيد هيكلة استثماراتها بعيدا عن الأنشطة ذات المخاطر المرتفعة وهذا يؤدي إلى انخفاض الاستثمار (حالة الانكماش في الاقتصاد العام).

- ارتفاع نسبة المديونية إلى الناتج المحلي الإجمالي تؤثر سلبا على الاستثمار الخاص من خلال مجالات عديدة منها استخدام الموارد المتاحة لخدمة المديونية، ما يجعل الاستثمار العام يزاحم الاستثمار الخاص، كما قد يؤدي ارتفاع المديونية إلى تحويل رؤوس الأموال إلى الخارج بدل ادخارها واستثمارها في داخل البلاد، بهذا قد يؤدي وبصورة غير مباشرة إلى ارتفاع تكلفة رأس المال المطلوب للاستثمار.

¹ قاسم نايف علوف، إدارة الاستثمار (بين النظرية و التطبيق)، دار الثقافة للنشر و التوزيع، ط 1، عمان، الأردن، 2009، ص38.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

2- تعريف المشروع الاستثماري، خصائصه، وأهدافه:

2-1- تعريف المشروع الاستثماري:

تعددت الآراء فيما يتعلق بتحديد معنى ومفهوم المشروع الاستثماري فله عدة تعريفات منها ما يلي:

- يعرف المشروع الاستثماري بأنه: "وحدة استثمارية يتم فيها تنظيم الموارد البشرية والمالية والمادية بطريقة جديدة، في نطاق عمل فريد وبمواصفات معينة ضمن قيود التكلفة والوقت، لتحقيق تغيير منشود محدد بأهداف كمية و نوعية"¹.

- كما يمكن تعريفه بأنه: "ذلك الاقتراح الذي يؤدي إلى استثمار مبلغ معين من المال، من أجل القيام بإنشاء مشروع جديد، أو من أجل القيام بعملية توسعية لمشروع قائم على الأرض، وذلك بهدف تحقيق أرباح أو زيادتها أو من أجل أهداف أخرى، وذلك خلال فترة زمنية معينة"².

ومن خلال هذان التعريفان يمكن القول أن المشروع الاستثماري هو عبارة عن فكرة اقتصادية يتضمن مجموعة من الأنشطة والعمليات التي تستهلك موارد محدودة ينتظر منها مدا خيل وعوائد أخرى نقدية أو غير نقدية.

2-2- خصائص المشروع الاستثماري:

يتميز كل مشروع استثماري بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من حيث³:

- **الغرض:** يحدث المشروع لمرة واحدة فقط لتحقيق نتائج نهائية مخطط لها، ويكون المشروع معقدا مما يتطلب تقسيمه إلى مهام جزئية، يجب تنفيذها لتحقيق أهداف المشروع.
- **دورة الحياة:** يعتبر المشروع بمثابة كائن عضوي له دورة حياة حيث يبدأ ببطء ثم تتزايد الأنشطة فيه حتى تصل الذروة ثم تنخفض حتى تنتهي عند اكتمال المشروع وتسمى بعمر المشروع.
- **الانفرادية:** يتميز كل مشروع بخصائص فريدة تميزه عن المشاريع الأخرى ويمكن القول انه لا يوجد مشروعان متماثلان، وقد يتشابه مشروعان من حيث العناصر الأساسية إلا أنهما سيواجهان درجة من المخاطر مختلفة.

¹ نجم عبود نجم، مدخل إلى إدارة المشروعات، ط1 ، الوراق للنشر و التوزيع، عمان ،الأردن ، 2013، ص19.

² نعيم نمر داود، دراسة الجدوى الاقتصادية، ط1 ، دار البداية للنشر و التوزيع، 2011، ص05.

³ محمد العبيدي، مؤيد الفضل، إدارة المشاريع منهج كمي، ط1 ،الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 2010، ص20.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

2-3- أهداف المشروع الاستثماري:

إن تحديد الأهداف المراد تحقيقها من المشروع يعتبر بمثابة النقطة المحورية لدراسة جدوى أي مشروع استثماري. وهو يسعى إلى تحقيق جملة من الأهداف منها¹ :

- تحقيق أقصى ربح ممكن؛
- تحقيق المنفعة العامة إذا كان المشروع عام؛
- زيادة الإنتاج السلعي والخدمي الممكن تسويقه بفعالية، وزيادة الدخل الوطني؛
- تحقيق التنمية الاجتماعية لمواكبة التطورات المختلفة في مجالات الحياة؛
- ترسيخ مبادئ العمل الجماعي باعتبار المشروع مجهود جماعي بين مختلف العاملين في الداخل وتحقيق التفاعل بين أفراد المجتمع؛
- توفير فصل العمل والقضاء أوال تخفيف من حدة البطالة.

2-4- أنواع المشاريع الاستثمارية:

يمكن تصنيف المشاريع الاستثمارية إلى عدة أنواع وذلك وفقا لمجموعة من المعايير التي تفرض ضرورة إجراء دراسات مختلفة للمشاريع الاستثمارية بغض النظر عن طبيعة و ملكية وهدف المشاريع ومن أهم هذه المعايير المستخدمة لتحديد نوع المشروع الاستثماري هي كما يلي²:

2-4-1- مشاريع الاستثمار على أساس قابلية القياس: وفقا لهذا المعيار يمكن تحديد نوعين من المشاريع وهي كما يلي:

- **المشاريع القابلة للقياس:** وهي المشاريع التي تنتج منتجات أو تقدم خدمات قابلة للتقييم النقدي مثلا: المشاريع الصناعية، الزراعية،...الخ.
- **المشاريع الغير قابلة للقياس:** وهي التي يصعب تقييم منتجاتها بسهولة في صورة نقدية مثلا: مشاريع الصحة والتعليم والبيئة.

2-4-2- مشاريع استثمارية على أساس العلاقة التبادلية: وفقا لهذا المعيار يمكن المشاريع الاستثمارية إلى:

¹ Corbel.J, **management de projet fondamentaux méthodes outils**, Éditions d'organisation , Paris , 2003,P.12.

² محمد عبد الفتاح العشماوي، دراسات الجدوى المشروعات الاستثمارية ، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية 2007، ص ص10-12

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

- **مشاريع مستقلة:** وهي تلك المشاريع التي يمنع إقامة إحداها إقامة الآخر طالما توفرت الموارد اللازمة.

- **مشاريع متكاملة:** وهي المشاريع يلزم إقامة إحداها إقامة الآخر مثلا :خط مياه الشرب من أحد البحار و إقامة مشروع لتحليه مياه البحر فإقامة الثاني ضروري لإقامة الأول يعني متكاملين حتى يكون هناك منفعة.

2-4-3- مشاريع استثمارية على أساس نوع الملكية: طبقا لهذا المعيار فانه يمكن تصنيف المشاريع إلى:

- **مشاريع عامة :** هي مشاريع تمتلك الحكومة كل أو جزء الأكبر من رأسمالها، وتقدم خدمات إجتماعية مثل: مشاريع الطرق، والجسور، والمطارات ومشاريع المياه والكهرباء.

- **مشاريع خاصة:** هي تلك التي يمتلكها الأفراد و الأشخاص سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو اعتباريين (المؤسسات و الشركات الخاصة)، حيث تقوم هذه المشاريع بإنتاج سلع و خدمات يمكن بيعها مباشرة للجمهور مثلا :الصناعات الغذائية،السيارات ،إنتاج الملابس.

2-4-4- مشاريع استثمارية على أساس طبيعة الاستثمار: في هذه الحالة قد يكون المشروع الاستثماري جديدا، أو استكمال لمشروع قائم، أو توسعا في مشروع قائم،أو القيام بعمليات إحلال و تجديد الأصول التابعة أو إنتاج منتج جديد مثلا:المؤسسات الصناعية.

2-4-5- مشاريع استثمارية على أساس نوع المنتج: طبقا لهذا المعيار يتم تصنيف ذلك إلى مشاريع تقوم بإنتاج سلع مادية وملموسة ولها موصفات معينة وتحقق إشباعا معيناً لمن يستهلكها مثل الأغذية، ومشاريع تقدم سلع غير ملموسة (الخدمة) وتحقق إشباعا لمتلقيها أو المستفيد منها مثلا: التعليم،المستشفيات، البنوك.

2-4-6- مشاريع استثمارية على أساس النشاط: وفي ضوء هذا المعيار يمكن تصنيف المشاريع الاستثمارية إلى:

- **مشاريع صناعية:** والمتمثلة في الصناعات الإستراتيجية مثل صناعات استخراج البترول و الفحم والذهب والمعادن الأخرى أوالصناعات التحويلية مثل الصناعات الغذائية و الغزل و النسيج...الخ.

- **مشاريع تجارية:** وهي تلك التي تقوم بعمليات الشراء بغرض البيع و تحقيق الربح مثل: الاستيراد و التصدير، التجارة بالجملة و التجزئة.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

- مشاريع زراعية: وهي المشاريع الخاصة بالزراعة مثل استصلاح الأراضي، الإنتاج الحيواني.
- مشاريع الخدمات: وهي تلك التي تقدم خدمات للأفراد بهدف تحقيق الربح.
- 2-4-7- مشاريع استثمارية على أساس الحجم: يمكن تصنيفها إلى نوعين:
- مشاريع ذات الحجم الصغير: وهي المشاريع ذات ميزانية صغيرة وحجم الموارد المستعملة صغير مثلاً بناء محل صغير... الخ.
- مشاريع ذات الحجم الكبير: وهي المشاريع ذات ميزانية كبيرة وحجم الموارد المستعملة ضخم مثلاً: بناء الجامعات، صناعة السفن... الخ.

II. دراسة الجدوى كمدخل لصناعة القرار الاستثماري:

1- ماهية دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع الاستثماري:

1-1 مفهوم دراسة الجدوى الاقتصادية:

تشير كثير من أدبيات الفكر الاقتصادي إلى:

- دراسة الجدوى الاقتصادية ماهي إلا خطة متعددة المراحل في إطار تنفيذ المشروع، حيث تعرف على أنها دراسة شمولية قائمة على التقديرات المستقبلية للموازنة بين تكلفة توجيه الأموال نحو استثمار معين والعائد المتوقع طيلة حياة المشروع الاستثماري، من ناحية ثانية يشير مفهوم دراسة الجدوى الاقتصادية إلى أن البديل الاستثماري الأفضل على درجة من الكفاءة بحيث يحقق الأهداف المرجوة من المشروع الاستثماري¹.

- كما تعرف دراسات جدوى المشروعات بأنها مجموعة من الدراسات المتكاملة والمتخصصة من عدة زوايا اقتصادية وتسويقية ومالية واجتماعية وقانونية ومن منظار بيئي بهدف اتخاذ قرار استثماري بالموافقة على إنشاء مشروع معين أو رفضه².

- كما يمكن تعريفها بأنها تلك الدراسات العلمية الشاملة لكافة جوانب المشروع أو المشروعات المقترحة، والتي قد تكون إما بشكل دراسات أولية أو من نوع الدراسات التفصيلية أو الفنية، والتي من خلالها يمكن

¹ الجميلي حميد جاسم، جبران عبدالحليم محمد، الجدوى الاقتصادية وتقييم المشاريع (القضايا ومنظومة المعايير المستخدمة)، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص21.

² عبد الرحيم عاطف جابر طه، دراسات الجدوى، الناشر المركز الدولي للتنمية الإدارية والدراسات القانونية، 2010، ص02.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

التوصل إلى اختيار بديل استثماري والذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة من بين عدة بدائل استثمارية مقترحة. أو هي الطريقة المنظمة التي تستخدم للتعرف على مدى النفع الذي سيتحقق من خلال القرار الاستثماري المتوقع، إذ ستقدم لمتخذ القرار الاستثماري تصور شاملاً لما سيكون عليه المشروع خلال حياته المتوقعة. بحيث يمكن اتخاذ قرار محدد بشأن إقامة المشروع من عدمه، وفق معايير ومقاييس محددة مالية، واقتصادية واجتماعية يضاف الى ذلك أن هذا التصور سيكون مرشدة لمتخذ القرار في معالجة أي قصور أو عقبات مالية قد تواجه المشروع في المستقبل¹.

إن مفهوم دراسة الجدوى الاقتصادية بعناصرها السابقة يميز بين مشروع خاص ومشروع عام، ففي حالة المشروع الخاص فإن التركيز يكون على الجدوى المالية، أي الربحية التجارية، أما في حالة المشروع العام فالتركيز ينصب على معايير قومية، تعكس في مجملها المنافع العامة التي يحصدها المجتمع مقابل ما يتحمله من تكاليف اجتماعية.

1-2- أنواع دراسة الجدوى الاقتصادية:

يوجد نوعين رئيسيين لدراسة الجدوى يمكن شرحهما فيما يأتي²:

1-2-1- دراسة الجدوى المبدئية: غالباً ما يطلق عليها دراسات ما قبل الاستثمار بحيث تهدف إلى توضيح الهدف الرئيسي من إقامة المشروع وإعطاء فكرة أولية عن مستلزماته المادية والمالية والبشرية وكذلك التخمين الأولي عن المردودات الاقتصادية والمنافع المتوقعة منه مقابل الاستثمارات اللازمة له. وتسعى هذه الدراسة إلى المساعدة في اتخاذ القرار المناسب بشأن المضي بدراسة المشروع وتبرير النفقات التي ستصرف على إعداد دراسة الجدوى التفصيلية له.

1-2-2- دراسة الجدوى التفصيلية: تضم هذه الدراسة مجموعة من الدراسات يتم فيها جمع البيانات والمعلومات اللازمة لتقييم المشروعات الاستثمارية على مختلف أنواعها، وكذلك يتم فيها دراستها وفحصها وتقييمها بهدف معرفة جدوى الاستثمار فيها، ومدى إمكانية نجاحها واستمرارها ونموها ومن ثم خروجها إلى حيز التنفيذ. وتشمل:

¹ العيسوي كاظم جاسم، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات (تحليل نظري وتطبيقي)، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 42.

² بن شاعة وليد، علماوي أحمد، بن أوزينة حفص، دراسات الجدوى الاقتصادية كآلية لنجاح المشاريع الاستثمارية، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، المجلد 03، العدد 02، جامعة زيان عاشور، الجلفة، ص 135-137.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

1-2-2-1- دراسة الجدوى التسويقية: إن الهدف من دراسة الجدوى التسويقية التعرف على مختلف الجوانب التسويقية المتعلقة بالمنتج الذي يتجه المشروع لتقدمه، وذلك من خلال دراسة وتقديم الطلب المتوقع على منتجات المشروع بالإعتماد على البيانات والمعلومات التي تخص السوق والتي يتم جمعها وتحليلها لتقدير هذا الطلب وفق أساليب التنبؤ، إضافة إلى تحديد الحجم الكلي للسوق ودراسة العوامل المحددة للعرض والطلب على منتجات المشروع، واقتراح سياسة تسويقية تضمن تعريف السوق وتحديد الفجوة التسويقية وتنمية خطة المبيعات.

1-2-2-2- دراسة الجدوى الفنية والهندسية: تتركز هذه الدراسة على التخطيط وإعداد البطاقات الإنتاجية لبناء المشروع، على أساس ما تم الحصول عليه من خلال دراسات الجدوى التسويقية، من تحديد حجم الإنتاج، الطاقات المتاحة، الموقع المناسب للمشروع، أسلوب الإنتاج، تحديد الاحتياجات الإنتاج، توفير البيانات اللازمة التقدير التكاليف الاستثمارية وتكاليف التشغيل السنوية.

1-2-2-3- دراسة الجدوى المالية: تركز دراسة الجدوى المالية على تحديد المشتقات النقدية الداخلة والخارجة للمشروع الاستثماري والتي تبين مدى قدرته على مواجهة الاحتياجات المالية وتحقيق الربح المطلوب. بحيث تسعى إلى التأكد من مدى توافر الموارد المالية اللازمة لإقامة وتشغيل المشروع في الأوقات المناسبة بتكلفة معقولة، حيث تقوم على إعداد التقديرات عن إيرادات المشروع والتكاليف الاستثمارية وكذا تكاليف التشغيل خلال العمر الانتاجي للمشروع.

1-2-2-4- دراسة الجدوى القانونية: تحدد دراسة الجدوى القانونية الإطار والشكل القانوني للمشروع الاستثماري ومنه معرفة درجة تأثير القوانين والتشريعات على أداء مشروعات البنية التحتية وما يترتب عليها من آثار إيجابية وعلى التدفقات النقدية الداخلية والخارجة المتوقعة، وكذلك معرفة حجم الإعفاءات والامتيازات الضريبية التي يمكن أن تمنحها الدولة لمشروعات البنية التحتية وذلك في إطار تشجيع الاستثمار في هذا المجال.

1-2-2-5- دراسة الجدوى البيئية ويقصد بها دراسة التأثير المتبادل بين المشاريع الاستثمارية لبرامج التنمية والبيئة بهدف تقليص أو منع التأثيرات السلبية وتعظيم التأثيرات الإيجابية بشكل يحقق أهداف التنمية ولا يضر بالبيئة وصحة الإنسان.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

1-2-2-6- دراسة الجدوى الاجتماعية: تهدف هذه الدراسة إلى محاولة تقييم الآثار الناجمة عن تنفيذ هذا المشروع على المجتمع ككل وذلك من خلال معرفة أثره على التوظيف، الدخل القومي، ميزان المدفوعات...إلخ.

1-3- أهمية دراسة الجدوى الاقتصادية:

يمكن إبراز أهمية دراسة الجدوى للمشاريع من خلال:¹

- تساهم دراسة الجدوى في تحديد الأفضلية النسبية التي تتمتع بها الفرص الاستثمارية المتاحة من وجهة نظر التنمية الاقتصادية.
- تساهم دراسة الجدوى في تحقيق التخصيص الأمثل للمواد الاقتصادية على المستوى الوطني وتجنب هدر وتبديد الموارد على مشاريع غير مجدية.
- يتم من خلال دراسة الجدوى الكشف عن التعارض الذي يمكن أن ينشأ بين فائدة المشروع على المستوى الخاص وعدم جدواه على المستوى الوطني.
- وسيلة عملية لإقناع هيئات التمويل بتقديم وسائل التمويل المناسبة وبالشروط الملائمة.
- أن دراسة الجدوى هي وسيلة علمية وعملية لتقييم المشروع المقترح (أو البدائل المقترحة) وفقاً لمعايير مالية واقتصادية موضوعية بعيدة عن العشوائية.
- تساعد دراسة الجدوى المستثمر على المفاضلة بين فرص الاستثمار المتاحة، وبالتالي اتخاذ القرار الصائب على نحو يخدم الهدف المنشود.
- تساعد دراسة الجدوى على تصويب وتعديل خطط الإنتاج والتشغيل على نحو يتلاءم مع الظروف المتغيرة والطارئة، التي يمكن أن تواجه المشروع خلال فترات التنفيذ والتشغيل.

¹ دياب محمد، دراسة الجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشاريع، دار المنهل اللبنانية للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2007، ص ص 25-26.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

1-4- أهداف دراسة الجدوى الاقتصادية:

لدراسة الجدوى الاقتصادية عدة أهداف أهمها:¹

- اختبار المشاريع الاستثمارية التي تحقق أكبر نفع صافي للمجتمع، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق التخصيص الأمثل للموارد الاستثمارية النادرة، إذ يتعين على المشاريع التي يقع عليها الاختبار أن تتصف بالفعالية والكفاءة وقابلية النمو والملائمة.
- إتاحة الفرصة لاختيار المشاريع التي تساهم في حل المشاكل الاقتصادية والاجتماعية مثل البطالة، عجز ميزان المدفوعات، عدم عدالة توزيع الدخل، ويتم هذا من خلال إدخال بعض الاعتبارات الاجتماعية في عملية التقييم.
- من الأهداف الأخرى، الحصول على ترخيص بإقامة المشروع من الجهات الحكومية المختصة، فصاحب المشروع يتعين عليه تقديم دراسة الجدوى إلى الجهات الحكومية المختصة والتي بدورها تقوم بتعديلات على هذه الدراسة لتختبر مستوى الربحية القومية أو الاجتماعية للمشروع.
- تمثل دراسة الجدوى بالنسبة للبنوك كمستند يثبت ربحية المشروع وكفايته وقدرته على سداد الدين.

2- القرار الاستثماري:

2-1- تعريف القرار الاستثماري، خصائصه، وأنواعه:

- عرف قرار الاستثمار على أنه: "تخصيص مجموعة من الموارد في الوقت الحاضر على أمل تحقيق عوائد سوف تحقق على مدار عدة فترات زمنية مقبلة"².
- كما يعرف أيضا على أنه: "قرار يؤدي إلى تكاليف ثابتة إضافية بمجرد تنفيذه، ولا يمكن الرجوع فيه، حيث يتوقع تحقيق أرباح مستقبلية ولكنها غير مؤكدة الحدوث"³.

¹ نور الدين تمجدين، دراسة الجدوى الاقتصادية بين المتطلبات النظرية والإشكالات العلمية، مجلة الباحث، المجلد 07، العدد 07، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010، ص 208.

² أمين السيد أحمد لطفي، تقييم المشرعات الاستثمارية باستخدام مونت كارلو للمحاكاة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 03.

³ المرجع نفسه، ص 03.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

يعتبر القرار الاستثماري من القرارات الأكثر أهمية وخطورة للمشروع، ولذلك لأنه يحتوي على ارتباط مالي كبير ولا يمكن الرجوع عنه إلا بخسارة كبيرة. ينطوي القرار الاستثماري على عدة خصائص نذكر منها:¹

- أنه قرار استراتيجي يحتاج إلى أداة تمد البصر إلى المستقبل؛
 - إن القرار الاستثماري يترتب عليه تكاليف ثابتة ليس من السهل تعديلها أو الرجوع فيها؛
 - يحيط بالقرار الاستثماري عدد من الظروف التي من الضروري التغلب عليها مثل ظروف عدم التأكد؛ والتغير في قيمة النقود ومشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي؛
 - يمتد القرار الاستثماري دائما إلى أنشطة مستقبلية، وبالتالي يرتبط غالبا بدرجة معينة من المخاطرة؛
 - تتأثر عملية اتخاذ القرار الاستثماري بالعوامل الإنسانية والنفسية لمتخذ القرار؛
 - يمتد القرار الاستثماري دائما إلى أنشطة مستقبلية وبالتالي يرتبط بدرجة معينة من المخاطرة.
- يمكن تحديد أهم أنواع القرارات الاستثمارية الممكنة لأصحاب المشاريع الاستثمارية والمتمثلة في:²
- قرارات تحديد أولويات الاستثمار:** في هذه الحالة يكون المستثمر أمام عدة بدائل، واختيار البديل الأفضل عليه أن يقوم بترتيب هذه البدائل طبقا للأولويات.
- **قرارات قبول أو رفض الاستثمار:** يكون المستثمر أمام بديل واحد لاستثمار أمواله، وفي هذه الحالة فالمستثمر عليه أن يقبل البديل الاستثماري أو يرفضه.
- **قرارات الاستثمار المانعة تبادليا:** وتتميز بوجود عدة فرص الاستثمار، ولكن في حالة اختيار المستثمر إحدى الفرص في نشاط معين لا يمكنه من اختيار نشاط آخر، فعليه الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة لعدم تنفيذ البديل الآخر.

¹ بن إبراهيم الغالي، إتخاذ القرارات الإستثمارية في البنوك الإسلامية: من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية-دراسة حالة بنك البركة الجزائري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه منشورة، جامعة بسكرة، 2012-2013، ص80.

² عبد الحميد عبد المطلب، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص43.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

2-2- المبادئ التي يقوم عليها القرار الاستثماري والعوامل المؤثرة فيه:

لكي يتمكن المستثمر من الاختيار بين بدائل الاستثمار المتاحة لابد من مراعاة مجموعة من المبادئ العامة للاستثمار التي نذكرها فيما يلي:¹

- **مبدأ الاختيار:** إن المستثمر الرشيد يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم باختيار المناسب منها بدلاً من توظيفها في أول فرصة تتاح له، كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي ليس لديه خبرة في الاستثمار بأن يستخدم الوسطاء الماليين ممن لديهم مثل هذه الخبرة.

- **مبدأ المقارنة:** أي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة باختيار المناسب منها، وتتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل الجوهري أو الأساسي لكل بديل ومقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر حسب مبدأ الملاءمة.

- **مبدأ الملاءمة:** يطبق هذا المبدأ عملياً عندما يختار من بين مجالات الاستثمار وأدواته ما يلائم رغباته وميوله التي يحددها دخله وعمره وعمله، وكذلك حالته الاجتماعية، ويقوم هذا المبدأ على أساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار، والتي يكشفها التحليل الجوهري أو الأساسي وهي:

- معدل العائد على الاستثمار .

- درجة المخاطرة التي بها ذلك الاستثمار .

- مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأداة الاستثمار .

- **مبدأ التنوع:** يلجأ المستثمرون إلى تنويع استثماراتهم للحد من مخاطر الاستثمار وزيادة العوائد.

كما تتأثر القرارات الاستثمارية بعدة عوامل يمكن حصرها في النقاط التالية:²

- **عوامل البيئة الخارجية:** وتشمل العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية السائدة في المجتمع، والتطورات التكنولوجية وعدد ونمط المستهلكين ومستوى المنافسة والقوانين.

- **عوامل البيئة الداخلية:** تتمثل في حجم المؤسسة ودرجة نموها، الموارد البشرية والمالية المتاحة، مستوى التنظيم وطرق الاتصال في المؤسسة.

¹ طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص19.

² بن إبراهيم الغالي، مرجع سبق ذكره، ص80.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

- شخصية متخذ القرار: التي تشمل قيمه وتاريخه المهني ومستواه العلمي وقدرته على الإبداع وتحمل المسؤولية ومركزه المالي والاجتماعي.
- ظروف اتخاذ القرار: إن المفاضلة بين البدائل الاستثمارية تتوقف على النتائج المتوقعة منها في المستقبل وبالتالي يكون متخذ القرار أما حائتين في ظل ظروف التأكد أو في ظل ظروف المخاطرة وعدم التأكد.
- أهمية وزمن القرار: تتعلق الأهمية النسبية لكل قرار بعدد الأفراد المتأثرين به ودرجة تأثرهم، وكلفة القرار والعائد والوقت اللازم لاتخاذ، كما أنه كلما زادت الفترة الزمنية المتاحة لمتخذه كلما كانت البدائل المطروحة أكثر ونتائج أحسن.

III. معايير تقييم المشاريع لاتخاذ القرار الاستثماري:

1- تحديد التدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية:

إن مفهوم التدفقات النقدية في مجال تقييم المشاريع الاستثمارية يختلف عنه في المجال المحاسبي حيث يهدف من خلال إعداد قائمة التدفقات النقدية توفير وعرض للمعلومات المتعلقة بالمقبوضات والمدفوعات النقدية الخاصة بفترة زمنية محددة، وهو ما يختلف عنه في مجال تقييم المشاريع أين يتم تقدير التدفقات النقدية المستقبلية، ما يعني وجوب تساويها والربح المحاسبي المتعلق بفترة استحقاقه، مما يجعل منه مؤشرا غير مؤهل لتقييم المشاريع من منظور الربحية التجارية الذي يستند إلى معيار صافي التدفقات النقدية لاتخاذ القرار الاستثماري الذي يقتصر على تحديد كل من التدفقات النقدية الخارجة ممثلة في التكاليف المدفوعة عن نفس الفترة دون إيلاء أي اهتمام آخر لمشاكل تخصيص الأعباء والإحتياجات وغيرها مما يعتبر مركزا لاهتمام المجال المحاسبي¹.

تشكل التدفقات النقدية بيان تقديري للمقبوضات والمدفوعات النقدية المتوقعة خلال عمر المشروع الاقتصادي، حيث تعد المقبوضات النقدية تدفقات نقدية داخلية في حين تعد المدفوعات النقدية تدفقات نقدية خارجة من المشروع². وتنقسم إلى:

- **التدفقات النقدية الداخلة:** تشمل كل من إيرادات المبيعات، القيمة البيعية المتبقية للمشروع المبنية على العمر الافتراضي، رأس المال العامل نهاية العمر الإنتاجي المتوقع، القروض، الإعانات، وإيرادات

¹ خليل محمد خليل عطية، دراسات الجدوى الاقتصادية، كلية التجارة، جامعة أسيوط، مصر، 2005، ص27.

² المرجع نفسه، ص28.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

أخرى كتلك المحصلة مثلا من بيع بعض الوحدات السلعية خلال التجارب التشغيلية أو بيع بعض المعدات...؛

- **التدفقات النقدية الخارجة:** تشمل التكاليف المدفوعة متمثلة في تكاليف التأسيس لفترة ما قبل التشغيل، والتكاليف التشغيلية المتعلقة بالعمر الافتراضي للمشروع بداية من أول سنة له.

وتتم جدولة كافة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من المشروع الاستثماري ضمن ما يعرف بـ"جدول التدفقات النقدية" الذي يسمح بتبيان الأثر النقدي لمختلف الأنشطة التي تم القيام بها خلال فترة زمنية محددة، مع ضرورة تفرقة طبيعة هذا الأثر إن كان داخلا أم خارجا. واستكمالا لعملية التقييم فإنه يتعين تحديد "صافي التدفقات النقدية" من خلال مقارنة كل من التدفقات النقدية الداخلة بالتدفقات النقدية الخارجة كالآتي:

صافي التدفق النقدي = التدفقات النقدية الداخلة - التدفقات النقدية الخارجة

ففي حال ما إذا كانت التدفقات النقدية الداخلة أكبر من التدفقات النقدية الخارجة، يتم تحقيق فائضا نقديا، أما في الحالة المقابلة أين تكون التدفقات النقدية الخارجة أكبر من تلك الداخلة، فيتم تسجيل عجزا نقديا كما هو موضح بالجدول الآتي:

الجدول رقم (01): التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمشروع الاستثماري

البيان	السنة	01	02	03		N
التدفقات النقدية الداخلة						
- إيرادات المبيعات						
- القيمة المتبقية للمشروع						
- الإعانات (وفقا لعدد السنوات)						
- القروض						
- إيرادات أخرى						
إجمالي التدفقات النقدية الداخلة (1)						
التدفقات النقدية الخارجة						
1. تكاليف استثمارية						
1.1 <u>تكلفة الإستثمار المبدئي</u>						
- قيمة الأراضي						
- قيمة الآلات والمعدات						
- قيمة الأصول غير الملموسة						

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

					- أثاث ومفروشات - مصاريف دراسة الجدوى 2.1 رأس المال العامل - مواد خام - أصول نقدية محتفظ بها 2. تكاليف تشغيلية - مواد أولية وقطع الغيار - مصروفات الصناعة والأجور - مصروفات البيع والإجارة - أقساط وفوائد القروض - الضرائب
					إجمالي التدفقات النقدية الخارجة (2)
					صافي التدفق النقدي (2-1)

المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، إقتصاديات تمويل المشاريع الصغيرة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، دون طبعة، 2009، ص245.

يقتضي تحديد وقياس التدفقات النقدية لغرض تقييم المشاريع الاستثمارية قيام هذه العملية على عدة اعتبارات نذكر منها¹:

- **أثر الإهلاك على التدفقات النقدية:** تفرض طبيعة الإهلاك من حيث كونه قيمة دفترية لا يترتب عنها أي تدفق نقدي خارج عدم تضمينه لتقديرات التدفقات النقدية الخارجة، وذلك من منطلق أخذ قيمة الإستثمار كاملة ضمن هذه التدفقات عند تنفيذ المشروع وإلا يتم الوقوع فيما يعرف في المحاسبة بالإزدواجية. ويعد تقدير الإهلاك ضروريا لحساب صافي التدفقات النقدية السنوي أين يتم إضافة قيمة الإهلاك للربح الصافي كآلاتي:

$$\text{صافي التدفق النقدي} = \text{صافي الربح} + \text{قسط الإهلاك السنوي}$$

¹ حنفي زكي عيد وآخرون، دراسة محاسبية لجدوى المشروعات، مطبعة مركز التعليم المفتوح، مصر، 1998، ص ص 106-110.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

- أثر الضرائب على التدفقات النقدية: يتضح أثر الضرائب على التدفقات النقدية جليا من خلال العلاقة الثلاثية التي تربط كل من صافي التدفقات النقدية بالإهلاك من جهة وبالضرائب التي تحسب على صافي الربح المحاسبي من جهة ثانية. فكما هو معلوم، يتحدد الوعاء الخاضع للضرائب على الأرباح بطرح قسط الإهلاك وتكاليف التشغيل السنوية من إجمالي الإيراد السنوي وفقا للعلاقة:

صافي الربح قبل الضريبة = الإيراد السنوي - تكاليف التشغيل النقدية - قسط الإهلاك السنوي

فحسب القوانين المتعلقة بالضرائب لا يمكن خصم كافة تكاليف الأصول الثابتة من الإيرادات في السنة التي تم فيها شراء الأصل وإنما توزع التكلفة على عمره الافتراضي. ولهذا يتم خصم الإهلاك السنوي من الإيرادات للوصول إلى صافي الربح قبل الضريبة. وعليه أي استبعاد لقسط الإهلاك من حساب صافي التدفق النقدي من شأنه التأثير بصورة غير مباشرة على قيمة الوعاء الضريبي ومن ثمة التدفقات النقدية الخارجة في صورة ضرائب. وهو ما من شأنه التأثير بدوره على صافي الربح بعد الضريبة الذي يضاف له قسط الإهلاك للحصول على صافي التدفق النقدي السنوي النهائي للمشروع كالآتي:

صافي التدفق النقدي = صافي الربح بعد الضريبة + قسط الإهلاك

ضف إلى ذلك تباين طرق الإهلاك المتبعة سواء كانت خطية، متناقصة أو متزايدة من شأنها التأثير على صافي التدفق النقدي أو الربح قبل الضريبة، ومنه التأثير على قيمة الضرائب على الأرباح المفروضة عليه، ومنه صافي التدفق النقدي السنوي للمشروع؛

- أثر القيمة البيعية للأصول على التدفقات النقدية: يبرز هذا الأثر من خلال مدخلين، أولهما آثار القيمة البيعية للأصول القابلة للإهلاك نهاية عمر المشروع، والمتمثلة أساسا في قيمة الخردة التي تعد تدفقا نقديا داخلا والتي تحدد بنسبة تقديرية على إجمالي الأصول بداية حياة المشروع. وتجدر الإشارة إلى إلزامية تضمينها لإيرادات السنة الأخيرة عند الخضوع للضريبة على الأرباح بمجرد بيع هذه الأصول في آخر سنة من عمر المشروع باعتبارها أرباحا رأسمالية تمثل استرداداً لجزء من رأس المال المستثمر. أما الأثر الثاني فيتجسد في القيمة البيعية بالأصول غير القابلة للإهلاك بعد نهاية عمرها الافتراضي بعد طرح الضرائب المفروضة على الأرباح المحققة نتيجة بيع هاته الأصول¹؛

¹حنفي زكي عيد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 150-151.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

- أثر القيمة الزمنية على التدفقات النقدية: تتغير قيمة الوحدة النقدية تبعا لتغير الظروف السائدة لبيئة المشروع الاستثماري، خاصة التضخم، لذا فمن المنطقي إعادة تقييم التدفقات النقدية الداخلة والخارجة بقيمة النقود الحالية وفقا لمعدل محدد يعرف بمعدل الخصم.

ويجدر التنويه إلى ضرورة التفرقة بين كل من الخصم والرسمة، هذه الأخيرة التي تعبر عن عملية تحديد قيمة الوحدة النقدية الحالية في المستقبل وفقا لمعدل محدد يعرف بـ "معدل الفائدة المركبة". بمعنى آخر، هي العملية المقابلة لعملية الخصم التي تعبر عن تحديد القيمة الحالية لمبلغ مستقبلي، بحيث تضاف الفائدة في نهاية كل فترة إلى أصل الاستثمار ليصبح بمثابة رأس مال للفترة الموالية.

وكما هو معلوم فإن تقييم المشروع الاستثماري يستوجب ضرورة مقارنة كل من التدفقات النقدية الداخلة بالتدفقات النقدية الخارجة، وحتى يتسنى مقارنتها بتلك المتعلقة بالفترة (t_0) لابد من تحديد ما يعرف بـ "القيمة الحالية للتدفقات النقدية" التي تعبر عن إجمالي التدفقات النقدية المخصومة لزمان بداية المشروع¹.

- أثر الزيادة في رأس المال العامل الأخير: والتي تتمثل أساسا في المتبقى من الآلات وقطع الغيار التي يتم تصنيفها لتمثل بذلك تدفقا نقديا داخلا للمشروع؛

- أثر تكلفة الفرصة الضائعة للأصول المملوكة: يتعين عند تقدير التدفقات النقدية الأخذ في الحسبان التدفقات النقدية التي حرمت المستثمر من تحصيلها نتيجة توجيه موارده لتنفيذ المشروع الاستثماري المقترح دون غيره من البدائل الاستثمارية الأخرى، إذ يستلزم إدراجها ضمن تكاليف المستثمر إلى جانب التدفقات النقدية اللازمة للتنفيذ والتشغيل على حد سواء²؛

- أثر التضخم: لابد عند تقدير التدفقات النقدية الأخذ في الحسبان إرتفاع المستوى العام للأسعار في السوق الذي ينجم عنه انخفاض القوة الشرائية للنقود، ولهذا لمواجهة الصعوبات التي تكتنفها عملية التقييم في ظل سيادة هاته الظروف (التضخم)، فإن ذلك يستلزم وجوب تعديل معدل الخصم.

¹ يوسف قريشي وإلياس بن الماسي، التسيير المالي: الإدارة المالية-دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص316.

² حنفي زكي عيد، دراسة الجدوى للمشروعات الاستثمارية، دار البيان، مصر، دون طبعة، 1997، ص85.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

2- معايير تقييم المشاريع في حالة التأكد التام:

ترتكز عملية تقييم المشاريع الاستثمارية على مقارنة رأس المال المستثمر في المشروع بمجموع التدفقات النقدية خلال مدة المشروع، وتظهر الحاجة إلى استخدام هذه الأدوات في الظروف التي تتواجد فيها فرص استثمارية متعددة تتنافس على مدخرات محدودة، ويمكن ملاحظة وجود معايير مختلفة في البيئة الأكيدة للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية منها ما هو مرتكز على المردودية ومنها ما هو مرتكز على التحيين.

2-1-1-2- المعايير التي لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود:

تعتمد هذه المعايير على تحقيق درجة عالية من المردودية المتوقعة من المشروع وكذلك على الاقتراحات الاستثمارية التي تعتبر فيها السيولة معياراً مهماً والتي تحتاج فيها هذه التدفقات إلى سيولة عالية الاسترداد التكاليف الأولية، وبالتالي فهي تسعى إلى البحث على المقترحات التي تقدم أفضل العوائد.

2-1-1-2- معيار فترة الاسترداد DR:

يساعد معيار فترة الاسترداد في التعرف على الفترة التي سوف يسترد فيها المشروع الأموال المستثمرة فيها ويقارن المشاريع بعضها ببعض لاختيار أسرعها في استرداد رأس الدال المستثمر، والفترة التي يسدد فيها المشروع أمواله في الفترة التي تتساوى فيها التدفقات النقدية الداخلة مع التدفقات النقدية الخارجة، ففي حالة مشروع واحد يحدد عادة حد أقصى لفترة الاسترداد، وعلى أساسها يحدد رفض أو قبول المشروع. كما تعرف فترة الاسترداد بأنها عدد السنوات التي يتوقع خلالها استعادة تكلفة الاستثمار من صافي التدفقات النقدية السنوية الناتجة من هذا الاستثمار، وتستخدم هذه الطريقة للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية، وبخاصة ذات المدة القليلة، فكل استثمار يسترجع من خلاله مبلغ الاستثمار المبدئي خلال فترة قصيرة فإنه يفضل على بقية الاستثمارات المنافسة له، وكل استثمار تكون مدة استرجاع رأسماله المبدئي أكبر من بقية الاستثمارات فإنه يرفض أمام الاستثمارات المنافسة له.¹

وتحسب فترة الاسترداد في حالة تساوي التدفقات النقدية، وفق الصيغة التالية²:

$$DR = \frac{I_0}{CFN}$$

¹ علي محمد عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، دون طبعة، 2019، ص. 192.

² Banean. J, *Gestion Financière*, Dunod, 13^{eme} Edition, France, 2004, P345

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

حيث:

I_0 : تكلفة الاستثمار الأولية.

CFN : التدفق النقدي السنوي الصافي.

أما في حالة عدم تساوي التدفقات النقدية السنوية: يتم تجميع التدفقات النقدية سنة بعد سنة حتى نتوصل إلى المجموع الذي يتعادل مع الاستثمار المبدئي.

أما عن مزايا وعيوب معيار فترة الاسترداد¹:

يمكن تلخيص مزايا المعيار فيما يلي:

- البساطة وسهولة الحساب.
- هذا المعيار يحدد مستوى السيولة خلال سنوات تشغيل المشروع وقبل استرداد كامل قيمة الاستثمار المبدئي وذلك من معرفة صافي التدفقات النقدية السنوية.
- يعتبر هذا المعيار مؤشر لمستوى المخاطرة حيث يقيس السرعة التي يسترد فيها المستثمر رأسماله. وعموماً كلما زاد الأفق الزمني الاستثماري للمشروع كلما ازدادت مخاطر الاستثمار.
- أما عن عيوب المعيار تتخلص فيما يلي:
- يتجاهل المعيار التدفقات النقدية للمشروع بعد فترة الاسترداد وبالتالي لا يعتبر مؤشراً جيداً للربحية.
- لا يأخذ المعيار في اعتباره القيمة الزمنية للنقود من خلال خصم التدفقات النقدية السنوية للوصول إلى القيمة الحالية للتدفقات.

2-1-2- معيار معدل العائد المحاسبي:

يتمثل في نسبة متوسط العائد السنوي إلى التكاليف الاستثمارية الأولية³، ويعبر عنه بالعلاقة التالية²:

$$\text{معدل العائد المحاسبي} = (\text{متوسط العائد السنوي} / \text{التكاليف الاستثمارية الأولية}) \times 100$$

أما عن طريقة تحديد هذا المعيار، فتتحدد تبعاً لطريقتين كالآتي¹:

¹ يوحنا آل آدم وسليمان اللوزي، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم كفاءة أداء المنظمات، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2005. ص 147.

² كاظم جاسم العيسوي، مرجع سبق ذكره، ص 127.

³ بن ابراهيم الغالي، مرجع سبق ذكره، ص 127.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

- الطريقة الأولى: يفترض في ظلها وجود إنفاق استثماري مبدئي مع استبعاد تام لأي إضافات رأسمالية لاحقة خلال التشغيل، وكذا القيمة المتبقية للأصول نهاية العمر الإنتاجي. فضلا عن ثبات حجم الإيرادات والتكاليف السنوية التي تعزى لثبات حجم الإنتاج. ويستدل على معدل العائد على الاستثمار (المحاسبي) بـ:

$$\text{معدل العائد المحاسبي} = \frac{\sum \text{التدفقات النقدية / عمر المشروع}}{\text{متوسط مبلغ الاستثمار المبدئي}} \times 100$$

- الطريقة الثانية: يتم في هذه الطريقة الأخذ في الحسبان لأثر كل من الضريبة، الإندثار، وحتى القيمة البيعية، الإضافات الرأسمالية التي يتم تجاهلها في أول طريقة. وهو ما يجعل من هاته الطريقة أكثر دقة ودلالة مقارنة بالأولى. ويستدل على معدل العائد المحاسبي في هذه الحالة بـ:

$$\text{معدل العائد المحاسبي} = \frac{\sum \text{الأرباح السنوية الصافية / عمر المشروع}}{\text{التكلفة الاستثمارية الأولية + الإضافات - القيمة البيعية}}$$

وفي إطار الحكم على صلاحية المشروع الاستثماري بالإستناد لمؤشر معدل العائد على الإستثمار، فإنه يستأثر أهمية قصوى باعتباره أساسا للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية نظرا لكونه مؤشر معبر عن مقدار العائد الصافي المحقق من استثمار الوحدات النقدية، وهو ما يعرف بـ"الكفاية الحدية لرأس المال"²، حيث يتم اختيار المشروع الاستثماري المحقق لأكبر عائد من بين عدة بدائل استثمارية مقترحة بعد ترتيب عوائدها. ويجدر التنويه أنه في حالة المفاضلة بين المشاريع يتعين مقارنة معدل العائد على الاستثمار مع متوسط أسعار الفائدة في السوق، بحيث يكون المشروع مقبولا من الناحية الاقتصادية عند تحقيق معدل عائد أكبر من سعر الفائدة السوقي. أما بوجود مقترح استثماري وحيد فيتم مقارنة معدل العائد على الاستثمار المحقق منه بمتوسط التكلفة المرجحة للأموال، بحيث يتم قبول المشروع الاستثماري إذا ما كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من متوسط التكلفة المرجحة للأموال. غير ذلك يرفض المقترح تماما.

وكباقي المؤشرات الأخرى يتسم معيار معدل العائد على الاستثمار بجملة من المزايا وتشوبه عدة عيوب وانتقادات، حيث يمكن تلخيص كل منهما في الآتي¹:

² Yves c, performance du système d'information: analyse de la valeur, organisation et management, dunod, 1^{ère} édition, France, 2007, P44.

¹ بن ابراهيم الغالي، مرجع سبق ذكره، ص121.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

- يتميز معيار معدل العائد المحاسبي بـ:
- بساطة الحساب وسهولة تطبيقه؛
- إعماله على ربحية المشروع كمعيار للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المقترحة؛
- الإعتماد على الأرباح التقديرية طيلة عمر المشروع في تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية؛
- الأخذ في الاعتبار القيمة المتبقية للمشروع.
- أما عن عيوب المعيار يمكن تلخيصها في:
- تجاهل القيمة الزمنية للنقود وتغيراتها؛
- الإستناد على أساس الإستحقاق بدلا من الأساس النقدي وهو ما يتنافى ومبدأ تقييم المشروع الاستثماري؛
- إغفال الفترات الزمنية التي تتحقق فيها التدفقات النقدية

2-2- المعايير التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود:

تقوم هذه المجموعة من المعايير على أساس أن قيمة وحدة النقد التي يتم الحصول عليها في السنة القادمة أقل من قيمة وحدة النقد في السنة الحالية أو في لحظة التقييم، ومن أجل ذلك تتم عملية التحيين، وهي عملية تحديد القيمة الحالية لمبلغ مستقبلي، كما يعرف على أنه أداة تسمح بمقارنة مبلغ مالي في لحظة زمنية آنية، بقيمته في لحظة زمنية مستقبلية، وبالتالي فأساس التحيين هو تجميع الزمن، أي تحديد أثر التغير في الزمن على القيمة النقدية لأصل مالي معين. وعملية التحيين تكون بحساب القيمة الحالية للتدفقات وفق معدل خصم معين، والذي قد يعادل سعر الفائدة، أو هو المطبق نفسه على القروض، وتتلخص المعايير المرتكزة على التحيين في ثلاث طرق أساسية:

2-2-1- طريقة صافي القيمة الحالية *Valeur Actuelle Nette VAN* :

يعد أي مشروع جديد يستحق الاستثمار إذا كان من المتوقع له أن تكون قيمته بالمستقبل أكبر من الكلفة المترتبة عليه. وفقا لهذه الطريقة يتم حساب القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المتوقعة ثم يطرح منها أصل المبلغ المستثمر. ولحساب القيمة الحالية الصافية يتم الأخذ في الاعتبار طبيعة التدفقات النقدية السنوية، وفي هذا الإطار يميز بين حالتين:¹

¹ Jobard Jean pierre et pierre grégory, **Gestion**, édition Dalloz, France, 1995, P264.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

- حالة عدم تساوي التدفقات النقدية:

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

حيث:

CF_t : صافي التدفق النقدي المتوقع خلال عمر المشروع

k : معدل الخصم

I_0 : تكلفة المشروع المبدئية

- حالة تساوي التدفقات النقدية:

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

و يمكن أن نميز ثلاث حالات أو احتمالات يمكن أن يكون عليها معيار صافي القيمة الحالية:²

- القيمة الحالية الصافية موجبة: بما يعني أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة أكبر من القيمة

الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، أي يحقق المشروع ربحاً، لذا يمكن قبول تنفيذه؛

- القيمة الحالية الصافية سالبة: الأمر الذي يعني أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة أقل من

القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، أي يحقق المشروع خسارة، لذا يرفض تنفيذه.

- القيمة الحالية الصافية معدومة: وهو ما يعني تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة مع القيمة

الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، مما يعني أن المشروع في حالة تعادل. أي أن التدفقات النقدية للمشروع

كافية لاسترداد رأس المال المستثمر. وتوفير معدل العائد المطلوب عليه فقط، وبذلك لن يحقق أي جدوى

اقتصادية لأن مجموع التحصيلات المالية للاستثمار لا تكفي إلا لتغطية نفقات الاستثمار، وبالتالي لن

يحقق أي ربح أو خسارة، ومن ثم فإن المشروع أو الاستثمار غير مقبول.

- أما في حالة المفاضلة بين مجموعة من المقترحات أو المشاريع أو البدائل الاستثمارية؛ يعتبر البديل

الأفضل البديل الذي يحقق أكبر صافي قيمة حالية مقارنة بالبدائل أو المقترحات الاستثمارية الأخرى.

² كاظم جاسم العيسوي، مرجع سبق ذكره، ص 148.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

- أما عن مزايا وعيوب معيار صافي القيمة الحالية¹:
- من أهم إيجابيات معيار صافي القيمة الحالية ما يلي:
- إن معيار صافي القيمة الحالية يتصف بالدقة والموضوعية .
 - إن معيار صافي القيمة الحالية يأخذ بعين الاعتبار لمفهوم القيمة الزمنية للنقود.
 - من أهم سلبيات معيار صافي القيمة الحالية ما يلي:
 - إن معيار صافي القيمة الحالية لا يأخذ بعين الاعتبار للتدفقات النقدية المعاد توظيفها التي قد يحققها المشروع ذو العمر الإنتاجي الأدنى، أي أنه يهمل إمكانية إعادة الاستثمار للتدفقات النقدية التي يحققها المشروع ذو العمر الأدنى.
 - صعوبة المقارنة بين المشاريع المختلفة عن بعضها البعض من حيث تكلفة الاستثمار المبدئي، حيث لا يأخذ بعين الاعتبار قيمة ما يحققه كل دينار مستثمر من خلال إجمالي صافي القيمة الحالية المحقق من تلك المشاريع، ذلك أن عملية اتخاذ القرار تعتمد فقط على القيمة الموجبة لصافي القيمة الحالية المحقق من طرف تلك المشاريع.

2-2-2- مؤشّر الربحية (IP) : *Indice de Profitabilité*

ويطلق على مؤشّر الربحية أيضا معيار نسبة العوائد إلى إجمالي التكاليف، وهذه الطريقة من الطرق التي تعتمد على خصم التدفقات النقدية، وتعتبر من المعايير المشتقة من نموذج صافي القيمة الحالية، ويستخرج مؤشّر الربحية (IP) بقسمة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الواردة على القيمة الحالية لمبلغ الاستثمار².

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+K)^t}}{I_0} = 1 + \frac{VAN}{I_0}$$

- إذا كانت قيمة مؤشّر الربحية أكبر من الواحد، وهذا يعني أن المشروع يحقق أرباح لأن قيمة المبلغ العائد أعلى من القيمة الحالية لمبلغ الاستثمار.

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص ص 295-296.

² Mandou Cyrille, *Procédures de choix d'investissement : Principes et application*, Edition DE Boeck Université, Bruxelles, 2009, P37.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

- إذا كانت قيمة مؤشر الربحية تساوي الواحد، وهنا تكون نقطة التعادل لأن المبلغ العائد يساوي قيمة القيمة الحالية لمبلغ الاستثمار، ولا يمكن الحكم على المشروع بهذه الطريقة.
- إذا كانت قيمة مؤشر الربحية أقل من الواحد، وهذا يعني أن المشروع يحقق خسائر لأن قيمة المبلغ العائد أقل من قيمة القيمة الحالية لمبلغ الاستثمار.
- وإذا كانت المفاضلة بين مجموعة من المشاريع الاستثمارية يتم اختيار المشروع ذو مؤشر الربحية الأكبر.

أما عن مزايا وعيوب استخدام معيار دليل الربحية¹:

- الأخذ في الاعتبار القيمة الزمنية للنقود ومتغيراتها؛
- التمكين من المفاضلة بين المشاريع على اختلاف أحجامها باعتباره مؤشرا مرجحا لـ VAN ومكملا له؛
- مؤشرا جيدا لتحديد الكفاءة الإنتاجية والاقتصادية للمشروع من خلال ما يحققه من قياس للعائد الصافي للوحدة النقدية الواحدة لرأس المال المستثمر.
- إغفال المشاكل التي تعزى لسيادة المخاطرة واللاتأكد المتعلقة بالتدفقات النقدية الداخلة والخارجة؛
- إعتماده على سعر خصم التدفقات النقدية كأساس محدد له، وعليه أي خطأ تقديري لهذا المعدل من شأنه التأثير على قيمة هذا المؤشر، ومنه اتخاذ قرارات مغلوطة.

2-2-3- معيار معدل العائد الداخلي *(TRI) Le Taux de Rendement Interne*:

يتمثل معدل العائد الداخلي في معدل الخصم الذي يساوي ما بين النفقات الاستثمارية والقيمة الحالية للإيرادات الصافية المنتظرة، وعليه، يمكن القول أن معدل العائد الداخلي هو ذلك المعدل الذي يجعل القيمة الحالية الصافية معدومة، أي المعدل الذي تكون عنده القيمة الحالية للتدفق الصافي للمشروع مساوية للصفر، أو الذي يعادل التدفقات النقدية الموجبة والتدفقات النقدية السالبة. ويمكن التعبير عن هذا رياضيا كمايلي²:

$$VAN=0$$

$$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} = I_0$$

¹ ملكية زغيب وميلود بوشقير، *التسيير المالي*، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص185.

² بن إبراهيم الغالي، مرجع سبق ذكره، ص137، بتصرف.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

وهذا يعني أن:

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

حيث:

- VAN_1 : تمثل القيمة الموجبة للقيمة الحالية الصافية عند معدل الخصم الأصغر
- VAN_2 : تمثل القيمة السالبة للقيمة الحالية الصافية عند معدل الخصم الأكبر .
- r_1 : يمثل معدل الخصم الأصغر الذي يجعل VAN موجبة .
- r_2 : يمثل معدل الخصم الأكبر الذي يجعل VAN سالبة.

يمكن استخدام معدل العائد الداخلي في تقييم المشاريع من خلال مقارنته مع معدل تكلفة رأس المال . أن يكون معدل العائد الداخلي أكبر من معدل تكلفة رأس المال، فيتم قبول المشروع؛ أو أن يكون معدل العائد الداخلي أصغر من تكلفة رأس المال، فيتم رفض المشروع . أما إذا كانت هناك عدة مشاريع مقترحة، فإن المؤسسة تختار المشروع الذي يتميز بأكبر معدل عائد داخلي.

أما عن مزايا وعيوب معيار معدل العائد الداخلي يمكن تلخيصها فيمايلي¹:

يتمتع معيار معدل العائد الداخلي بالمزايا التالية:

- مراعاة القيمة الزمنية للنقود وتغيراتها؛
- مراعاة إجمالي التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع خلال عمره الاقتصادي؛
- الموضوعية، إذ يعد مقياسا دقيقا للربحية؛
- تجنب صعوبات التحديد الدقيق لسعر خصم التدفقات النقدية؛
- التعبير عن ربحية المشروع في شكل نسبة مئوية ما يمكن من مقارنة التنفيذ الفعلي بالتقديرات المحسوبة.

أما عن عيوب المعيار يمكن إيجازها فيمايلي:

- إغفال إيجاد حلول لمشاكل سيادة ظروف اللاتأكد؛
- إهمال إغفال الفرص الاستثمارية المتاحة بعد نهاية عمر المشروع الاستثماري؛
- تعقد تطبيقه نسبيا بالنظر لما يتطلبه من مجهودات للوصول إلى النتائج بسرعة؛

¹ Pierre cabane, L'essentiel de la Finance, Edition d'Organisation, France, 2004, P220.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

- إفتراض إعادة استثمار التدفقات النقدية بما يساوي معدل العائد الداخلي، وهو ما يتعذر تحقيقه خاصة في ظل حالات اللاتأكد.

2-4- معيار فترة الاسترداد المخصصة:

هو مؤشر معبر عن عدد السنوات اللازمة لتغطية تكلفة الاستثمار بصافي التدفقات النقدية المتراكمة المخصصة بتكلفة الأموال المستثمرة المحققة خلال عمر المشروع الاقتصادي. وتحدد فترة الاسترداد المخصصة للمشروع الاستثماري بالاعتماد على تراكم القيم الحالية للتدفقات النقدية التي يتم تجميعها إلى غاية تعادلها وقيمة الاستثمار الأصلي، حيث يستدل عليها بالمعادلة الرياضية الآتية¹:

$$\text{فترة الإسترداد المخصصة} = \text{عدد السنوات التي لا تغطي الإنفاق الاستثماري} + \frac{\text{مبلغ الاستثمار المبدئي} - \text{الحصيلة النقدية للسنة السابقة}}{\text{الحصيلة النقدية السنة اللاحقة} - \text{الحصيلة النقدية للسنة السابقة}}$$

وهي ذات الطريقة التي يقوم عليها معيار فترة الاسترداد غير المخصصة، إلا أن الفرق الوحيد يتجسد في أخذ فترة الاسترداد المخصصة بالقيمة الزمنية للنقود، إذ يتم خصم التدفقات النقدية المتعلقة بالمشروع محل التقييم². وبناء على هذا المعيار يتم إقرار قبول المشروع الاستثماري المحقق لفترة استرداد مخصصة أقل من فترة القطع المحددة. أما عند المفاضلة بين عدة بدائل استثمارية، فيتم اختيار المشروع ذو فترة استرداد مخصصة أقل. وهو الإستثناء الوحيد من مجمل العيوب التي تعتري معيار فترة الاسترداد، حيث كلا من المعيارين سواء فترة الاسترداد المخصصة أو غير المخصصة يتسمان بنفس المزايا والعيوب باستثناء خصم التدفقات النقدية التي يقوم عليها معيار فترة الاسترداد المخصصة.

3- معايير تقييم المشاريع في ظل عدم التأكد:

يقصد حالة عدم التأكد الحالة الطبيعية التي يتعذر فيها التنبؤ بالأحداث واحتمالاتها بناء على معطيات كمية أو إحصائية فعلية، ويتم الاعتماد في ذلك على الحكم الشخصي، وميله إلى التفاؤل أو التشاؤم.

3-1- أسلوب نقطة التعادل:

يقصد بنقطة التعادل، النقطة التي يتحقق عندها التساوي بين الإيرادات الكلية والتكاليف الكلية لنتاج معين، أي النقطة التي لا تكون فيها أرباح ولا خسائر.

¹ Claude Ann et Gérard Chaigneau, mathématique financière(gestion), édition ellipses, France, 2007,P220.

² Stephen A Ross and others, corporate finance fundamentals, mc Graw-hill international edition, 7th edition, American united states, 2006,P271.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

يمكن التوصل إلى تحديد نقطة التعادل إما بانيا أو باستخدام الطرق الجبرية، من خلال الاعتماد على المعلومات لسنة معينة من حيث مستويات المخلات و المخرجات والأسعار وتوليفة المخرجات.¹

3-1-1- الطريقة البيانية لتحليل نقطة التعادل: تقوم هذه الطريقة على افتراض ثبات سعر فائدة وتكلفتها الأمر الذي ينتج عنه بالضرورة علاقة خطية لكل من منحنى الإيرادات الكلية، ومنحنى التكاليف الكلية ومنحنى التكاليف المتغيرة، فنقطة التعادل التي تمثل نقطة التي تتساوى عندها التكاليف الكلية والإيرادات الكلية عند حجم إنتاج مباع معين، والمنطقة الواقعة على يمين نقطة التعادل تعتبر منطقة الأرباح أو منطقة الأمان، أما المنطقة الواقعة على يسار نقطة التعادل فتعتبر منطقة الخسارة.

3-1-2- الطريقة الجبرية لتحليل نقطة التعادل: في هذا المجال يمكننا استخدام ثلاث معادلات جبرية لتحليل نقطة التعادل وهي كالاتي:²

- تحليل التعادل بالكمية:

$$\text{نقطة التعادل بعدد الوحدات المباعة} = \frac{\text{التكاليف الثابتة}}{\text{سعر بيع الوحدة} - \text{تكلفة متغيرة للوحدة}}$$

- تحليل التعادل بالقيمة:

$$\text{معدل استغلال الطاقة الانتاجية للمشروع} = 100 \times \frac{\text{اجمالي التكاليف}}{\text{اجمالي الإيرادات} - \text{التكاليف المتغيرة}}$$

- تحليل التعادل بالنسبة المئوية للطاقة الإنتاجية:

$$\text{نقطة التعادل بقيمة المبيعات} = \frac{\text{التكاليف الثابتة}}{1 - \left[\text{تكلفة متغيرة للوحدة} \div \text{سعر بيع الوحدة} \right] \times 100}$$

3-2- شجرة القرارات:

هي عبارة عن تمثيل أو رسم لعملية اتخاذ القرارات وباحتمالات مختلفة، تستخدم هذه الطريقة عند الحاجة إلى اتخاذ قرارات بشأن معالجة بعض المشاكل المعقدة والكبيرة الحجم أو المتعددة المراحل، أو التي تواجه عدة احتمالات. وأطلق عليها اسم شجرة القرارات نظرا لأنها بمثابة تمثيل لنتائج الأحداث و الاحتمالات والمراحل والخطوات في صورة فروع لشجرة. الرموز المستخدمة في شجرة القرارات:

¹ نعيم نمر داود، دراسة الجدوى الاقتصادية، دار البداية، عمان- الأردن، 2011، ص181

² الأحسن رفيق، أهمية تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل ظروف عدم التأكد، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة المدية، يحي فارس، 2012، ص 122-123.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

يشير إلى نقطة اتخاذ القرار، والذي يتم عندها اتخاذ القرار، الذي يشير إلى البديل الأفضل من بين عدة بدائل مقترحة.

يشير إلى نقطة الاتصال أو حلقة وصل بين مجموعة من حالات الطبيعة (الأوجه المتعددة للظاهرة) أو البديل أو بينهما معا.

تتكون شجرة القرارات من العناصر التالية:

+ حالات الطبيعة.

+ البدائل.

+ النتائج.

+ الاحتمالات

وعادة فإن شجرة القرارات يمكن أن تتسع إلى عدد كبير من هذه العناصر أو المكونات بحيث يمكن تمثيل لكثير من مصفوفة قرارات في شجرة واحدة.¹

يتم تحليل شجرة القرارات من اليسار إلى اليمين، تتلخص عملية التحليل بالخطوات التالية:

- إيجاد القيمة المتوقعة لكل بديل، من خلال ضرب القيم المعطاة (النتائج) لكل بديل في احتمالات حدوث الظاهرة المتوقعة، ثم جمع نتائج الضرب، ووضع النتيجة (القيمة المتوقعة) داخل ما يسمى بنقاط الاتصال على الشجرة.

- المقارنة بين القيمة المتوقعة (داخل نقاط الاتصال) واختيار أفضلها (اقلها كلفة أو أكبرها عائداً) ووضع النتائج داخل نقطة القرار.

- في حالة وجود أكثر من نقطة قرار (بالنسبة للمشاكل الكبيرة و المعقدة) على شجرة القرارات ، فإنه لا بد من تطبيق الخطوات السابقة، ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة بشأنها.¹

3-3- تحليل الحساسية:

يقصد بتحليل الحساسية استخدام النتائج التي يتم الحصول عليها عند وضع أكثر من تقدير للمعطيات المالية التي تؤثر على التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمشروع الاستثماري وبالتالي تؤثر على صافي التدفقات النقدية، وجرت العادة على وضع ثلاث تقديرات للعنصر الذي يراد معرفة درجة حساسية

¹ الأحسن رفيق، مرجع سبق ذكره، ص ص 188-189.

¹ كاظم جاسم العيسوي، مرجع سبق ذكره، ص 198،

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

المشروع بالنسبة للمتغيرات التي تطرأ عليه. وبعد هذه التقديرات يتم حساب صافي القيمة الحالية لكل فرصة استثمارية في ظل الظروف الاقتصادية السائدة اعتماداً على معدل الخصم السائد، كما يمكن تطوير أسلوب تحليل الحساسية بوضع قيمة إجمالية لصافي العائد المتوقع في كل الظروف السابقة، ثم يتم حساب القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية لكل فرصة استثمارية، ليتم مقارنة النتائج على أساس القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية لكل فرصة استثمارية. تجدر الإشارة إلى أنه لا يشترط في تحليل الحساسية تحليل كل المتغيرات بل تحليل المتغيرات الرئيسية التي يفترض حدوثها وتؤثر بشكل كبير على قرار الاستثمار².

3-4- معيار والد "Wald":

يعرف معيار والد بالمعيار المتشائم أو معيار أكبر الأرباح في أسوأ الظروف Max- Min ويستعمل هذا المعيار نظراً لعدم المعرفة الكاملة بالظروف المستقبلية، حيث يضع القارئ بدراسة المشروع توقعات على اعتبار أن أسوأ الظروف هي التي ستتحقق، وتعتبر هذه النظرة تشاؤمية للمستقبل، ويكون التصرف على أساسها خوفاً من أن تكون هناك نتائج غير مواتية ممكنة الحدوث في المستقبل. وبهذا يكون صاحب القرار متأكداً تماماً بأن ما سيحصل عليه لن يكون أقل من أسوأ النتائج التي يترتب عليها اختياره.

يمكن كتابة الصيغة الرياضية لمعيار والد كما يلي: $Max_i [Min_{\theta_{ij}}]$ ، حيث¹:

$$i=[1,2, \dots, n], j \in [1,2, \dots, m]$$

3-5- معيار المتفائل:

يسمى معيار المتفائل أيضاً معيار أكبر الأرباح في أفضل الظروف Maxi -Max، ويستعمل هذا المعيار متخذ القرار المتفائل أو محب المخاطرة، فهو عكس معيار والد، أي أنه للمفاضلة بين المشاريع حسب معيار المتفائل يتم اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد متوقع دون الأخذ بعني الاعتبار المخاطر أو الخسائر المحتملة.

² صلاح الدين حميد، دراسات الجدوى كيف تعدّها بنفسك؟، دار الفكر العربي، القاهرة، 2000، ص 104-105.

¹ غربي حمزة، السياسات المالية للمؤسسة، مطبوعة بيداغوجية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، جامعة المسيلة، 2015-2016، ص 13.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

ومنه فإن الصيغة الرياضية الموافقة لمعيار المتفائل هي: $[Min\theta_{ij}]_j Max_i$ حيث:²
 $i=[1,2, \dots, n], j \in [1,2, \dots, m]$

3-6- معيار هارويكز "Hurwics" :

يسمى معيار هارويكز بمعيار الواقعية، حيث يعتبر هذا المعيار وسطا بين معيار المتفائل ومعيار المتشائم والد، ويستخدم لأجل تفادي نقائص المعيارين السابقين في عمليات التخطيط للمشاريع الاستثمارية، لأن حالة التفاؤل المفرط والتشاؤم المفرط أمر غير عقلاني ، ويمكن أن يكون ذلك نادرا. ولتعديل هذه الحالة، يتم الاعتماد على معيار الواقعية هارويكز، وهذا بإدخال ما يسمى بمعامل التفاؤل أو الموازنة بين التفاؤل والتشاؤم، وذلك باستعمال معامل الواقعية α حيث: $0 < \alpha < 1$ ، فإذا كانت α تقترب من الواحد، فإن ذلك يعني أن صاحب القرار متفائل، وفي هذه الحالة يقترب هذا المعيار من المعيار المتفائل، والعكس. يعبر عن معيار الواقعية بالصيغة الرياضية الموالية:³

$$Max_i \{a(Max(\emptyset)_{ij} + (1 - \alpha)(Min(\emptyset)_{ij})\}$$

3-7- معيار سافاج "Savage" :

يسمى معيار سافاج بمعيار الندم (الأسف) أو معيار الأرباح الضائعة Min-Max ففي بعض الأحيان، وعند اختيار أحد المشاريع من بين المشاريع المتاحة للمؤسسة، قد يتبين بعد تنفيذ المشروع أن العوائد المحققة في هذا البديل أقل من تلك التي كان من الممكن تحقيقها من بديل آخر، وهنا يتأسف متخذ القرار على العوائد الضائعة. ولتجنب ذلك، يختار متخذ القرار استخدام معيار سافاج للتخفيض قدر الإمكان من العوائد الضائعة .

ولاستعمال معيار الندم سافاج، فإنه يجب إنشاء مصفوفة الندم، وتعطى عناصر هذه المصفوفة بالصيغة

الموالية:¹

$$D_{ij} = Max_k \theta_{kj} - \theta_{ij} / k = [1,2, \dots, n]$$

² غربي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص 14.

³ المرجع نفسه، ص 14.

¹ غربي حمزة، مرجع سبق ذكره ص 15.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

4- معايير تقييم المشروعات في ظروف المخاطرة:

يمكن تعريف الحالة المخاطرة بأنها الحالة التي تكون فيها التوزيعات الاحتمالية لكل القيم الممكنة للتدفقات النقدية وفي أي فترة مستقبلية معروفة، ولكن متخذ القرار الاستثماري لا يعرف مقدماً - وعلى وجه التأكيد - أي من هذه الظروف سوف تقع مستقبلاً ، مما يستدعي الأمر استخدام الأدوات الإحصائية وأدوات بحوث العمليات لدراسة وتقييم المشروع في ظل ظروف المخاطرة، ويمكن ذكر باختصار أهمها فيما يلي ² :

4-1- طريقة القيمة المتوقعة:

وهذا المعيار يعتمد على مبدأ الاحتمالات، حيث يتم حساب الربح المتوقع لكل بديل وذلك بوزن أو تقييم كل ربح من الأرباح الموجودة في الصف الذي يشير إلى القرار وذلك بضربها في احتمالات وقوع الاحداث المختلفة ثم تجميع القيم الناتجة المختلفة. ويعبر عنه رياضياً كما يلي:

$$E(X) = \sum Xi . Pi$$

حيث:

$E(X)$: الأمل (التوقع) الرياضي أو القيمة المتوقعة.

Xi : التدفقات النقدية .

Pi : احتمال وقوع هذه المتغيرات.

4-2- طريقة الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف:

4-2-1- طريقة الانحراف المعياري: يستعمل هذا المعيار لقياس درجة الاختلاف الموجودة بين التدفقات النقدية المتوقعة الخاصة بكل بديل من البدائل المقترحة و التدفقات الحقيقية ، ويتم حسابه كما يلي :

$$\delta = \sqrt{\sum Pi . (Xi - \bar{X})^2}$$

حيث:

$\bar{X}$: تمثل القيمة المتوقعة من كل ناتج أو كل تدفق محتمل.

P_i : تمثل احتمال حدوث التدفق الخاص X_i .

² المرجع نفسه، ص ص 09-15.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

P_i : هي قيمة التدفق النقدي المقابل لـ P_i .

4-2-2- طريقة الاختلاف: يمثل معامل الاختلاف مقدار ما تتحمله كل وحدة نقدية واحدة من القيمة الحالية الصافية المتوقعة للمخاطرة، وبالتالي فإنه كلما انخفض معامل الاختلاف فإن المشروع يكون أحسن، لكن إذا كان معامل الاختلاف سالبا ما يعني أن : $E(VAN) < 0$ ، فإن المشروع مرفوض ، وفي حالة التفاضل بين المشاريع يجب أن يكون معامل الاختلاف موجبا ثم أحسن مشروع هو الذي له اقل معامل اختلاف². والتي يعبر عنها رياضيا كالاتي:

$$CV = \frac{\delta^2 (NCF)}{E (NCF)}$$

حيث:

CV : معامل الاختلاف.

$\delta^2 (NCF)$: الانحراف المعياري.

$E (NCF)$: القيمة الحالية الصافية المتوقعة.

² غربي حمزة ، مرجع سبق ذكره ص 12.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

IV. دراسة حالة رقم (01):

تريد مؤسسة توسيع نشاطها وزيادة طاقتها الإنتاجية وذلك بالاختيار بين آلتين انتاجيتين كمايلي:

السنوات	المشروع الأول	المشروع الثاني
تكلفة الحيازة	2500000 دج	2000000 دج
مدة الاستعمال المتوقعة	4 سنوات	4 سنوات
القيمة المتبقية في نهاية مدة الانتفاع	معدومة	معدومة
معدل الضرائب على الأرباح	19%	19%
معدل الخصم	10%	10%

أما المنتوجات المتوقعة والأعباء التي سوف يتم تسديدها سنويا للمشروع الأول يمكن تلخيصها في الجدول الموالي:

السنوات	2022	2023	2024	2025
المنتوجات المتوقعة	1500000	1500000	1400000	1400000
الأعباء المتوقعة	400000	400000	500000	500000

التدفقات السنوية الصافية للخرينة للمشروع الثاني ملخصة في الجدول الموالي:

السنوات	2022	2023	2024	2025
التدفقات الصافية للخرينة	945500	945500	905000	905000

← المطلوب:

- 1- ماهو نوع الاستثمار الذي ترغب المؤسسة في القيام به؟.
- 2- باستعمال معيار القيمة الحالية الصافية VAN، ماهو المشروع الذي تختاره المؤسسة؟.
- 3- هل هناك إمكانية في حصول المؤسسة على تمويل من البنك إذا علمت أن نسبة الاستدانة المالية هي 0.36.

← توجيهات للحل:

- 1- نوع المشروع الاستثماري الذي ترغب المؤسسة في القيام به هو استثمار توسعي كونها ترغب في توسيع نشاطها من خلال زيادة طاقتها الإنتاجية.

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

2- حساب القيمة الحالية الصافية للمشروعين:

- حساب التدفقات الصافية للخزينة:

2025	2024	2023	2022	البيان
1400000	1400000	1500000	1500000	النواتج المحصلة
500000	500000	400000	400000	الأعباء المتوقعة
625000	625000	625000	625000	قسط الاهتلاك
1125000	1125000	1025000	1025000	مجموع الأعباء
275000	275000	475000	475000	النتيجة قبل الضريبة
52250	52250	90250	90250	الضرائب على الأرباح
222750	222750	303750	384750	النتيجة الصافية
847750	847750	1009750	1009750	CFN

- حساب القيمة الحالية الصافية للمشروع الأول:

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

$$VAN = -2500000 + \frac{1009750}{(1.1)^1} + \frac{1009750}{(1.1)^2} + \frac{847750}{(1.1)^3} + \frac{847750}{(1.1)^4}$$

VAN= 467589.75 DA للمشروع الأول مردودية موجبة

- حساب القيمة الحالية الصافية للمشروع الثاني:

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

$$VAN = -2000000 + \frac{945500}{(1.1)^1} + \frac{945500}{(1.1)^2} + \frac{905000}{(1.1)^3} + \frac{905000}{(1.1)^4}$$

VAN= 938212.5 DA للمشروع الثاني مردودية موجبة

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

القيمة الحالية الصافية للمشروع الثاني أكبر من القيمة الحالية الصافية للمشروع الأول وعليه المؤسسة تختار المشروع الثاني وترفض الأول.

3- فيما يخص إمكانية الحصول على القرض يلاحظ أن نسبة الاستدانة المالية أقل من 0.5 وبالتالي المؤسسة تتمتع بتحرر مالي أي توجد إمكانية الحصول على قرض من البنك.

٧. دراسة حالة رقم (02):

ترغب مؤسسة صناعية تطوير قدراتها الإنتاجية ودخول أسواق جديدة ولهذا الغرض تحصلت على عرضين من الموردين لشراء تجهيزات إنتاجية:

المشروع الأول:

تكلفته 1.200.000 دج تسدد فوراً عند الشراء، عمره الإنتاجي 05 سنوات (يهلك خطياً)، النواتج والأعباء السنوية التقديرية خلال الخمس سنوات تظهر في الجدول الموالي:

المبالغ: دج

السنوات	1	2	3	4	5
النواتج المحصلة	600.000	650.000	680.000	720.000	680.000
النفقات المسددة	280.000	315.000	320.000	325.000	330.000

المشروع الثاني:

تكلفته 1.400.000 دج تسدد فوراً عند الشراء، عمره الإنتاجي 05 سنوات (يهلك خطياً)، النواتج والأعباء السنوية التقديرية خلال الخمس سنوات تظهر في الجدول الموالي:

المبالغ: دج

السنوات	1	2	3	4	5
النواتج المحصلة	660.000	695.000	725.000	740.000	720.000
النفقات المسددة	300.000	310.000	320.000	335.000	345.000

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

← المطلوب: إذا علمت أن معدل الضريبة 25% ، و أن معدل التحيين هو 8%، حدد المشروع الأفضل الواجب اختياره استنادا إلى معيار القيمة الحالية الصافية و فترة الاسترداد لرأس المال لكل مشروع.

← توجيهات للحل:

المشروع الأول:

السنوات	1	2	3	4	5
النواتج المحصلة	600.000	650.000	680.000	720.000	680.000
النفقات المسددة	280.000	315.000	320.000	325.000	330.000
قسط الاهتلاك	240.000	240.000	240.000	240.000	240.000
النتيجة قبل الضريبة	80.000	95.000	120.000	155.000	110.000
الضريبة	20.000	23.750	30.000	38.750	27.500
النتيجة الصافية	60.000	71.250	90.000	116.250	82.500
CFN	300.000	311.250	330.000	356.250	322.500

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

$$VAN = -1200.000 + \frac{300.000}{(1.08)^1} + \frac{311.250}{(1.08)^2} + \frac{330.000}{(1.08)^3} + \frac{356.250}{(1.08)^4} + \frac{322.500}{(1.08)^5}$$

$$VAN=87931,50 \text{ DA}$$

للمشروع الأول مردودية موجبة

السنوات	1	2	3	4	5
CFN	300.000	311.250	330.000	356.250	322.500
التدفق النقدي المتراكم	300.000	611.250	941.250	1297.500	1620.000

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

$$DR = 3 + \frac{258750}{356250}$$

أما فترة استرداد رأس المال المستثمر فهي 3 سنوات، 8 أشهر، و21 يوم.

المشروع الثاني:

السنوات	1	2	3	4	5
النواتج المحصلة	660.000	695.000	725.000	740.000	720.000
النفقات المسددة	300.000	310.000	320.000	335.000	345.000
قسط الاهتلاك	280.000	280.000	280.000	280.000	280.000
النتيجة قبل الضريبة	80.000	105.000	125.000	125.000	95.000
الضريبة	20.000	26.250	31.250	31.250	23.750
النتيجة الصافية	60.000	78.750	93.750	93.750	71.250
CFN	340.000	358.750	373.750	373.750	351.250

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

$$VAN = -1400.000 + \frac{340.000}{(1.08)^1} + \frac{358.750}{(1.08)^2} + \frac{373.750}{(1.08)^3} + \frac{373.750}{(1.08)^4} + \frac{351.250}{(1.08)^5}$$

$$VAN=32852,15 \text{ DA}$$

للمشروع الثاني مردودية موجبة

السنوات	1	2	3	4	5
CFN	340.000	358.750	373.750	373.750	351.250
التدفق النقدي المتراكم	340.000	698.750	1072.500	1446.250	1797.500

$$DR = 3 + \frac{327500}{373750}$$

الفصل الثالث: دراسة حالة في اختيار الاستثمارات

أما فترة استرداد رأس المال المستثمر فهي 3 سنوات، 10 أشهر، و15 يوم.

بالنسبة للمؤسسة حسب طريقة القيمة الحالية الصافية يجب اختبار المشروع الأول لأنه يحقق مردودية أكبر من المشروع الثاني. أما حسب فترة الاسترداد لرأس المال فإنه يجب اختيار المشروع الأول لأنه يسمح باسترداد رأس المال (تغطية تكلفته) في مدة أقل من المشروع الثاني.

1. مدخل إلى الهندسة المالية:

1- مفهوم الهندسة المالية:

مصطلح الهندسة المالية من المفاهيم الحديثة التي دخلت عالم المال والاستثمار وقد اختلف ارباب الصناعة المالية في تعريف الهندسة المالية فمنهم من عموها على جميع فروع المالية ومنهم من خصصها بفرع من فروعها كالإدارة المالية أو الأسواق المالية.

- حسب **John F. Marshall** تعرف الهندسة المالية على أنها استخدام أدوات مالية مثل المشتقات للحصول على ميزات المزيج المرجو من العائد والمخاطرة. أما على نطاق أوسع، فهي تطبيق التكنولوجيا المالية من أجل حل المشاكل المالية واستغلال الفرص المالية. وتستخدم في بعض الأحيان بشكل ضيق على أنها إدارة المخاطر المالية¹.

- أما **Finnerty** يعرف الهندسة المالية في تصميم وتطوير أدوات وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية².

كما أن مفهوم الهندسة المالية يختلف حسب المدخل أو المقاربة المتخذة حيث يوجد مقاربتين الأولى في مقاربة الأسواق المالية والثانية في مقاربة الإدارة المالية. في المقاربة الأولى يستعمل مصطلح الهندسة المالية لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية. يأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية. أما في القاربة الثانية يتضح مفهوم الهندسة المالية أكثر من خلال تقديم الأهداف المسطرة والنتائج المتوقعة والأنظمة المستخدمة والخطوات المتبعة وحلول الإشكاليات³.

من وجهة نظر الإدارة المالية بالمؤسسات الهندسة المالية قد تكون تعبيراً مفيداً لوصف العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للمؤسسة. وهي تتضمن: تعظيم قيمة المنشأة، إدارة محفظة الأوراق المالية، التفاوض حول التمويل والتحوط في الصفقات التي تنعكس مباشرة على قيمة ضريبة الشركة أخذاً بعين الاعتبار المخاطر التنظيمية والسياسية، وتنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي

¹ John F. Marshall, **Dictionary of Financial Engineering**, wiley series in financial engineering, New York, John Wiley and sons ; 2000, P79.

² يحيى بن حمد النعيمي، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تمويل رأس المال العامل، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه منشورة، جامعة اليرموك، الأردن، 2010، ص 11.

³ طروبيا ندير، الهندسة المالية الإسلامية كاستراتيجية لعلاج تصدع النظام المالي الدولي (رؤية تحليلية لما هو كائن وما ينبغي أن يكون)، الملتقى الوطني الثاني حول: واقع الهندسة المالية وأفاق تطبيقها في الجزائر، 28-29 أكتوبر 2014، جامعة أدرار، ص 05.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية في الهندسة المالية

مصالح كل من الزبون والشركة، وتنظيم صفقات الشراء بشكل يوازن مصالح كل من المورد والشركة، كل هذه النشاطات يمكن أن تتضمن استخدام النماذج الكمية، البرامج التقنية والمشتقات¹.

من وجهة نظر الأسواق المالية تستخدم الهندسة المالية كثيرا في السوق المالية، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات والمستقبليات، حيث يسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين بفهم أفضل للسوق المالية، وبالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق . ويعتبر هذا مهما جدا بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات².

في حين تعتبر الهندسة المالية حسب الرابطة الدولية للمهندسين الماليين *IAFE* بأنها تطبيق الطرق الرياضية لإيجاد حلول لمشاكل التمويل. وتعرف أيضا بالرياضيات المالية والتمويل الرياضي والتمويل الحسابي. تعتمد الهندسة المالية على أدوات الرياضيات التطبيقية والإعلام الآلي والإحصاءات والنظرية الاقتصادية. حيث يوظف المهندسون الماليون لدى كل من بنوك الاستثمار والمصارف التجارية وصناديق التحوط وشركات التأمين، والهيئات التنظيمية. وكل هذه الشركات تطبق أساليب الهندسة المالية لحل مشاكل مثل تطوير المنتجات الجديدة وتقييم مشتقات الأوراق المالية وهيكل المحافظ الاستثمارية وإدارة المخاطر. كما أن زيادة وتيرة الابتكار المالي أبرزت الحاجة إلى أفراد مؤهلين تأهيلا علميا مع تدريب خاص في مجال الهندسة المالية، التي لا تزال في نمو مستمر في جميع الأسواق المالية³.

2- نشأة الهندسة المالية وتطورها:

ارتبطت الهندسة المالية ارتباطا وثيقا بالتعاملات المالية، فهي من حيث الممارسة قديمة قدم التعاملات المالية بين البشر أما من حيث الاصطلاح والتخصص فهي من أحدث فروع المالية. حيث بدأت في السبعينات من القرن العشرين حيث حدثت جملة من الأحداث العالمية كان لها الدور الكبير في إظهار وارساء مفاهيم هذا النوع من فروع المالية المتمثل بالتقلبات العنيفة في أسعار صرف العملات نتيجة انهيار اتفاقية بريتون وودز وانهيار أسواق الأوراق المالية العالمية مما دفع المستثمرين للبحث عن طرق ابتكارات جديدة لاستخدامها في حماية أصولهم المالية. إضافة الى تنامي شدة

¹ بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير منشورة، جامعة فرحات عباس سطيف، 2011، ص 21.

² المرجع نفسه، ص 22.

³ طروبيا نذير، مرجع سبق ذكره، ص 5.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية في الهندسة المالية

المنافسة بين المؤسسات المالية والمصرفية ومحاولتها تخطي قيود السياسات النقدية. كل هذه الأحداث وما تبعها من آثار وتغييرات دفعت السوق المالي الأمريكي للاستعانة ببعض الأكاديميين المتميزين ليقوموا بتطوير منتجات أسواق المال. وأطلق على هذه المجموعة اسم Rocket Scientists ، ثم في

منتصف الثمانينات أطلق على عملية تصميم المنتجات وتطويرها Financial Engineering¹.

لقد شهدت الهندسة المالية في النصف الثاني من القرن العشرين ثورة تمثلت في تطوير وإبداع أدوات مالية موجودة كالعائد ومخاطر الائتمان ومخاطر الأسعار أسعار الفائدة وأسعار الصرف. وبناء استراتيجيات فعالة للتحوط من مخاطرها. إضافة إلى تقديم ابتكارات مالية جديدة متمثلة بأسعار الفائدة المتبادلة والسندات القابلة للتحويل والسندات المرتبطة بالمؤشرات والمشتقات المالية من عقود المستقبلات والخيارات وهناك عوامل عديدة يرجع إليها سبب التطوير والابتكارات المالية أهمها:²

- العولمة خاصة بعد نشوء منظمة التجارة الدولية ككيان دولي يشرف على حرية التجارة وكذلك زيادة اندماج الأسواق الوطنية مع الأسواق العالمية وتزايد نشاط الشركات متعددة الجنسيات وكبر حجمها وتزايد أعدادها مما أثرت على عملية عولمة الأنشطة المالية والتجارية ودفع دوائر البحث والمختصين لتقديم منتجات وأدوات تتلائم مع متطلبات هذا العصر.

- تكنولوجيا المعلومات هي الأخرى قد شهدت تطور وتقدم سريع في تكنولوجيا الحاسبات والاتصالات وتبادل المعلومات مما حولت الاقتصاد من اقتصاديات تعتمد على كثافة رأس المال وكثافة العمل إلى اقتصاديات تعتمد على كثافة المعرفة وقد أثر ذلك بدوره على تزايد القدرة على وصول المعلومات وتحليل البيانات من الناحية الكمية مما ساعد وسارع على صنع القرارات الاقتصادية والتجارية والمالية وأثر على عمل وهيكل وإداء المنشآت المختلفة خاصة البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين التي تعتمد في نشاطاتها بصورة رئيسية على الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات.

¹ رضوان سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر الجامعي، مصر، القاهرة، 2005، ص ص 77-94.

² أندراوس عاطف ولیم، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2006، ص 22.

3- أهمية الهندسة المالية:

انطلاقاً من أن الهندسة المالية هي حصيللة التزاوج ما بين النظرية المالية والنماذج الرياضية فإن هناك العديد من العوامل التي ساهمت في تعزيز العلاقة بين هذين المكونين والتحول من النظرية المالية الوصفية إلى النظرية المالية المبنية على الربط بين الجانب الوصفي والجانب الكمي المتمثل بالنماذج رياضية، وتتمثل أبرز هذه العوامل فيما يلي¹:

- عولمة الأسواق والتغيرات الهيكلية والتنظيمية التي أثرت على عملها، وبالإضافة إلى زيادة التقلبات في البيئة الاقتصادية والمالية، الأمر الذي خلق إمكانية فرص جديدة وفي ذات الوقت عوامل مخاطرة جديدة.

- اشتداد المنافسة في بيئة الأعمال العالمية والتي أجبرت جميع الشركات والمؤسسات والمستثمرين على أن يطوروا عملياتهم المالية، وذلك من خلال تطوير أدوات جديدة ومنتجات وعمليات، بحيث تمكنهم من أن يكونوا أكثر تنافسية.

- التطورات التكنولوجية السريعة التي تمت في العقدين الآخرين من القرن العشرين على الصعيد النظري والتطبيقي فيما يتعلق بعملية صنع القرارات والتي مكنت من تطوير واستخدام نماذج تحليل قرارات معقدة من خلال إجراءات حسابية قابلة للتطبيق.

4- أهداف الهندسة المالية:

إن الهدف الأساسي من الهندسة المالية هو إدارة المخاطر المالية بأفضل الأدوات والأساليب وذلك من خلال تحقيق الأهداف الثانوية التالية:²

- إعادة هيكلة التدفقات النقدية للإدارة المالية بشكل أفضل كاستخدام المقايضة لتغيير المعدلات المتغيرة للقروض إلى معدلات ثابتة لأغراض ضريبية أو لقدرة أفضل على التنبؤ بالتدفق المالي.

¹ Zopounidis, Cainonstan, & Doumpos, Michael.(2000).Intelligent Decision Aiding Systems Based on Multiple Criteria for Fainancial Engineering, Journal of Multi-Criteria Decision Analysis, Vol.9, No.6, P 283.

² بوطورة فضيلة ، سمايلي نوفل، رشم محمد حسن، التوريق الإسلامي كبديل شرعي لأحد منتجات الهندسة المالية التقليدية (التوريق التقليدي)، مجلة دفاتر اقتصادية، العدد 01، المجلد 10، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2019، ص ص 236-245

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية في الهندسة المالية

- تقليل تكاليف المعاملات من خلال الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبيا، إذ أن تكاليف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالبا أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية.
- تعزيز فرص تحقيق الأرباح بإيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار والحضارية والتحوط.
- تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بصورة خاصة من خلال إفراح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة والتي تتميز بسيولة عالية نسبيا.
- كما يمكن توضيح أهم الأدوات والأساليب لتحقيق الأهداف الرئيسية للهندسة المالية كمايلي:¹
- **التحوط:** إن المقصود من التحوط هو التقليل من المخاطر التي يمكن أن تحدث، أو هو الاحتماء من خطر تقلبات الأسعار، سواء كانت أسعار المواد الأولية والبضائع، أم أسعار صرف العملات، أم أسعار الأوراق المالية وذلك من خلال مجموعة من المنتجات المالية التي جاءت بها الهندسة المالية.
- **المضاربة:** تعتبر المضاربة عملية تداول الأوراق المالية بهدف تحقيق الربح من توقع الأسعار في المستقبل، اعتمادا على المعلومات التي يجمعها المضارب ويحللها، أو في بعض الأحيان التي يصنعها.
- **المراجحة:** تعتبر من بين العمليات التي تمكن بعض المستثمرين من الحصول على أرباح لا يمكن لأي كان أن يحصل عليها، وذلك بسبب عدم التوازن في السوق، ثم بيعها في سوق آخر تكون فيه هذه السلعة مرتفعة الثمن، وهو بذلك يستفيد من السعيرين، وهذه العملية كفيلة بإرجاع السوق إلى حالة التوازن بسبب حدوث ارتفاع في الأسعار المنخفضة، وانخفاض الأسعار المرتفعة.

¹ بوشارب ناصر، بلال حسناوي، الهندسة المالية بين الواقع التقليدي والبديل الإسلامي، مجلة التكامل الاقتصادي، العدد 03، جامعة أدرار، الجزائر، 2015، ص ص 145-177.

II. مدخل إلى المنتجات المالية:

تلعب الهندسة المالية دوراً هاماً في المؤسسات المالية من خلال إدارة المخاطر وتوفير السيولة التي تشكل عامل أساسياً في استمرارها وضمان حصتها السوقية على الساحة المالية، لذلك تسعى المؤسسات المالية إلى توفير تشكيلة متنوعة من منتجات الهندسة المالية التي تخدم مختلف أهدافها وتغطي الجانب التمويلي والاستثماري لها، ومع تطور الفكر المالي ظهرت تشكيلات متنوعة من المنتجات المالية كالأسهم والسندات ومع زيادة الحاجة إلى أدوات ذات أكبر عائد وأقل مخاطرة ظهرت المنتجات الحديثة والمشتقة.

1- عقود المشتقات المالية:

تعرف المشتقات المالية بأنها عقود فرعية تبني أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع، ...) لتنتشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة¹. هي عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الوسيلة التحتية Sous-Jacents الأصول موضوع العقود، والتي تتنوع ما بين أصول مالية ومادية (أسهم، سندات، أسعار فائدة، مؤشرات، مواد أولية معادن، منتجات فلاحية....)، فالمشتقات هي تلك العقود التي تستمد قيمتها أو تشتقها من قيمة مرجعية تكون في الحقيقة قيمة الأداة الاستثمارية، ومن مميزات المشتقات أنها عبارة عن عقود، تنفيذاً يكون في تاريخ مستقبلي، لا تعتمد على استثمارات مبدئية، وتعتمد قيمتها (المكاسب والخسائر) على قيمة الأصل موضوع التعاقد، وباعتبار أن المشتقات عقوداً فهي تتضمن تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل، والكمية التي يطبق عليها السعر، والزمن الذي يسري فيه العقد، بالإضافة إلى الشيء محل العقد والذي يكون إما مالاً أو مادي². من أهم أنواع المشتقات المالية مايلي:

1-1 العقود المستقبلية:

يمكن تعريف العقد المستقبلي على أنه إلزام قانوني بتبادل بين طرفين، يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث الوسيط كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد، زمان محدد وبموجب سعر محدد¹. فهي إلزام إما ببيع أصل معين وإما بشرائه بسعر محدد وبتاريخ

¹ مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، 2009، ص 917.

² Dayan Armand et Autre, " Manuel de gestion" Volume 2, Ellipses. Auf, France, 1999, P 231.

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الخامسة، دار وائل، الأردن، 2009، ص 201.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية في الهندسة المالية

مستقبلي محدد، أي أن يتم التنفيذ في المستقبل، والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر، الأصل والكمية يتم الإتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل، ومن هنا جاء تعبير المستقبلي لوصف العقد².

كما يمكن تعريف العقد المستقبلي بأنه التزام نمطي إما ببيع أو شراء أصل معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، وتحدد البورصة في أسواق العقود المستقبلية طبيعة الاتفاق المبرم بين طرفي التعاقد إذ يجب عليها تحديد الأصل، حجم العقد، الكيفية التي يتم من خلالها تقديم عروض الأسعار، مكان التسليم وكيفية دفع قيمة العقد، ومن أجل تسهيل ذلك لجأت البورصات إلى تنميط شروط التعاقد في العقود المستقبلية من خلال وحدة التعامل، تاريخ التسليم والحد الأدنى لتقلب السعر (النقطة)، وقيمة النقطة، والهامش المبدئي³. تتميز عقود المستقبلات بالخصائص التالية⁴:

- وحدة التعامل ويقصد بوحدة التعامل عدد الوحدات التي يقاس بها العقد المستقبلي والتي للصب على الموجودات التي يجب تسليمها بخصوص العقد الواحد والذي تختلف مكوناته باختلاف الموجود محل التعاقد.

- تتميز العقود المستقبلية بالنمطية وبذلك فهي للضمن التواريخ التي سيتم بها التسليم وجودة المنتج محل التعاقد ومكان التسليم وكيفية التسليم.

- خلال عمليات التداول اليومي تتقلب أسعار العقود المستقبلية باستمرار إلا أن أسواق العقود المستقبلية تفرض حدوداً قصوى وحدوداً دنياً للتغيرات السعرية التي تحدث خلال اليوم، فإذا ارتفع السعر إلى الحد الأقصى أو انخفض إلى الأدنى في لحظة معينة خلال اليوم، فإن السعر لا يمكن أن يتخطى تلك الحدود ويظل سائداً للتعامل حتى نهاية اليوم، وفي اليوم الثاني يبدأ التعامل بأعلى السعر وصل إليه العقد في اليوم السابق.

- حدود المعاملات أو المراكز في الحد الأقصى لعدد العقود التي يمكن مسكها من قبل متعامل واحد.

- تقوم إدارة البورصة بتحديد ساعات التداول لكل عقد، حيث تختلف ساعات التداول لكل عقد وعلى أساس الموجود محل التعاقد والبورصة التي يتم التعامل بها.

² مروان شموط وكنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2005، ص 06.

³ Dominique phlon, **les taux dechange**, 3eme édition , Edition la découverte, paris, 2001, PP 23-24.

⁴ هندي منير ابراهيم، الفكر الحديث في ادارة المخاطر :الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2014، ص ص 27-30.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية في الهندسة المالية

- بعد إبرام العقد تتحول هذه العقود الى عقود غير شخصية، بمعنى انقطاع العلاقة المباشرة بين البائع والمشتري وتبدأ العلاقة مع بيت السنوية ليبدأ عمله وممارسة مهامه ليلعب دور البائع بالنسبة للمشتري ودور المشتري بالنسبة للبائع. وبذلك تنتقل مخاطر التعاقد الى بيت التسوية ولكي يتخلص بيت التسوية من تلك المخاطر ونقلها إلى طرفي العقد ووضع آليات معينة للتخلص منها، والتي تمثلت فيما يسمى بنظام الهامش والتسوية اليومية، من خلال تحديد الهامش المبدئي أو ما يسمى هامش الأداء والذي تتراوح قيمته (10-15%) من قيمة العقد.

1-2- العقود الآجلة:

العقد الآجل عبارة عن "اتفاق تعاقدى بين طرفين (البائع والمشتري) يتبادلان أصل معين ويحددان السعر والكمية وتاريخ التنفيذ (يوم التصفية)، على أن يتم التسليم والاستلام في تاريخ مستقبلي¹. كما أن العقد الآجل هو اتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع، الأصل محل التعاقد، سعر التسوية وتاريخ التسوية من المسائل التي يتم التفاوض بشأنها وتكون محل اتفاق بين المتعاقدين، وفي تاريخ التسوية يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد والمشتري بتسليم الثمن المتفق عليه مسبقاً². تشابه العقود المستقبلية مع العقود الآجلة في أنهما تهتمان بتعاملات تنفذ في وقت مستقبلي وتتضمنان تحديد كل من الأصل المتفق عليه، سعره، كميته ووقت تسليمه، غير أن هناك أوجه كثيرة للاختلاف بينهما تتضح من خلال³:

- العقود المستقبلية جميعها نمطية في بنودها وشروطها خلافا للعقود الآجلة التي يجري تفصيلها وفقاً لرغبة وتفضيلات المتعاقدين.
- بينما يجري التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية فإنه يجري التعامل على العقود المستقبلية في السوق الرسمية.
- العقود المستقبلية يقوم فيها طرفي التعاقد بإيداع تأمين ابتدائي لدى غرفة المقاصة والتي تقوم بدورها كوسيط وضمن لكل عملية تتم من خلال بورصة العقود، وفي غياب هذه الجهة فإن كل طرف يصبح مسؤولاً أمام الآخر، فإذا لم يوف أحدهما بالتزامه تعرض الطرف الآخر لمخاطر عدم الوفاء، بينما لا يوجد التزام على المتعاقدين في العقد الآجل.

¹ هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، 1999، مصر، 686.

² Michelle de Mourgues, Macroéconomie monétaire, Edition Economica, France, 2000, P:77.

³ سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها-دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 236.

1-3- عقود الخيارات:

عقد الخيار هو عقد يخول صاحبه بيع شيء محدد، أو شراؤه بسعر معين طيلة مدة معينة أو في تاريخ محدد، إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين. أو هو عقد يعطي حامله حقا لشراء أو بيع أصل معين بسعر معين يطلق عليه سعر الممارسة وذلك خلال فترة زمنية محددة¹.

عقد الخيار يمثل حقا للمشتري (وليس التزاما) في بيع أو شراء شيء معين، بسعر معين (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية معينة، ويلتزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية. وتعرف علاوة الصفقة الشرطية (أو ثمن عقد الخيار) على أنها: تعويض متفق عليه بدفع للبائع (بائع عقد الخيار في البورصة من قبل المشتري (دافع ثمن الخيار) مقابل تمتعه بحق شراء (إن كان خيار شراء) أو حق بيع (إن كان خيار بيع) أوراق مالية خلال فترة زمنية محددة. وهذا المبلغ غير مرجع سواء نفذ المشتري حقه أو لم ينفذ. يتكون عقد الخيار من²:

- مشتري الحق: وهو الذي له حق خيار البيع أو خيار الشراء من محرر الاتفاقية ويدفع مقابل ذلك الحق مبلغا يتفق عليه بينهما كمكافأة أو تعويض للطرف الثاني محرر العقد، ومشتري الحق هو الذي يملك الحق في التنفيذ أو عدم تنفيذ العقد.

- محرر حق الخيار: يقوم ببيع حق الخيار لصالح المشتري ويحصل مقابل ذلك على مكافأة أو تعويض من مشتري الحق، ويجب عليه التنفيذ إذا رغب مشتري الحق في ذلك.

- سعر التنفيذ: يمثل السعر المحدد للأصل عند إبرام العقد بين مشتري الخيار وبين محرره، وهو السعر الذي سوف يتم تنفيذه العقد.

- السعر السوقي: وهو سعر الأصل محل الاتفاق في السوق عند إبرام العقد بين الطرفين.

- تاريخ الانتهاء: وهو التاريخ الذي يقوم به مشتري حق الخيار بتنفيذ الاتفاق، وهو في الخيار الأوروبي آخر يوم للاتفاق بينما في الخيار الأمريكي خلال الفترة الممتدة من تاريخ إبرام الاتفاق حتى تاريخ انتهائه.

-العلاوة: وهي المبلغ المتفق على دفعه من مشتري حق الخيار إلى محرره كتعويض عن الحق المكتسب في التنفيذ أو عدم التنفيذ من قبل مشتري الحق.

¹ Charles P. Jones, *Investment Analysis and Management*, 12th ed, John Wiley and Sons, USA, 2013, P45.

² الحناوي صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2000، ص 332-333

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية في الهندسة المالية

ويتم تقسيم عقود الخيارات إلى¹:

- خيار الطلب أو الشراء: هو عقد يعطي مشتريه الحق في شراء عدد معين من الأوراق المالية بسعر محدد خلال فترة محددة، ويلزم بائعه ببيع تلك الأوراق المالية عند طلب المشتري خلال الفترة المتفق عليها وبالسعر المتفق عليه أيضا، ويتجه إلى شراء اختيار الطلب (الشراء) أولئك الذين يتوقعون ارتفاع الأسعار.

- خيار الدفع أو البيع: هو عقد يعطي صاحبه الحق ببيع أوراق مالية معينة بسعر محدد وخلال فترة محددة، ويلزم مشتريه بشراء تلك الأوراق بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة، مقابل استلام مبلغ محدد من البائع، ويميل إلى شراء خيار البيع أولئك الذين يتوقعون انخفاض الأسعار.

- الخيار الأمريكي: وهو الذي يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع أصل معين بسعر متفق عليه مسبقا، ويكون تنفيذ هذا العقد ممكنا من تاريخ إبرام العقد إلى غاية التاريخ المحدد لانتهائه.

- الخيار الأوروبي: يشبه الخيار الأمريكي ما عدا موعد التنفيذ فإنه يكون إلا في التاريخ المحدد مسبقا فقط.

1-4- عقود المبادلات:

رغم أن المبادلات من العقود الآجلة إلا أنه لم يجر تصنيفها كذلك على أساس أنها من غير جنسها، ولما لها من خصوصية تتفرد بها عن سائر العقود. وعلى النقيض من ذلك، فرغم أن المبادلات ليست من عقود المشتقات المالية إلا أنه تم تصنيفها على أنها جزء منها.

عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية...الخ)². وهو عقد ملزم للأطراف على خلاف عند الاختيار، كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف، نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يوميا كما هو في العقود المستقبلية، فضلا عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة، بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ¹. حيث عرفت بأنها اتفاقية بين طرفين على تبادل مدفوعات على أساس مقدار معياري (أو قياسي)

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة نقدية تحليلية، دار الفكر، دمشق، 2002، ص 226.

² سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، ص 236.

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 137.

متمائل، وبأنها عقد يتفق من خلاله طرفان على تبادل التدفقات النقدية. فهي تتضمن تبادل المدفوعات بين طرفين بعرض نقل المخاطرة من طرف إلى آخر سواء بقصد التحوط أو لأسباب مضاربة. وعلى خلاف العقود المستقبلية فإن المبادلات ليست سوى اتفاقيات ثنائية لا يجري التعامل عليها في البورصات وإنما يجري التعامل عليها في الأسواق غير الرسمية، ولذلك لم يكن مستغرباً أن تكون هذه العقود غير متجانسة تماماً أو أنها أدنى نمطية، ذلك أن هذه العقود أو بالأحرى تلك الاتفاقيات إنما كانت المحصلة النهائية لمفاوضات خاصة بين الأطراف، وتتحدد الشروط في ضوء الاعتبارات التي يحرص عليها كل طرف من الأطراف².

وتنقسم أنواع المبادلات إلى³:

1-5-1 - مبادلات البضائع: هي ترتيبات منظمة لمبادلة الأسعار الثابتة بالمتغيرة، ورغم أن أسواق السلع لم تعرف سابقاً سوى العقود المستقبلية، إلا أن أحد أهم التوسعات في تقنيات المبادلات حصل في أسواق السلع، وأن أغلب عقود المبادلات المستعملة في السلع، هي في أسواق المنتجات البترولية، وأسواق الذهب والنحاس

1-5-2 - المبادلات الائتمانية: وهي من المبادلات التي تسمح للمؤسسات المالية بالتحوط من مخاطرة الائتمان، وهذا النوع مهم جداً لسببين الأول هو أن هناك احتمال كبير بأن مخاطره تسبب الفشل للمؤسسات المالية أكثر من باقي المخاطر، والسبب الثاني هو أنها تسمح للمؤسسات المالية بالمحافظة على علاقات جيدة مع الزبائن الذين يحملون قروضا طويلة الأجل.

1-5-3 - المبادلة الخيارية: هي عقد خيار لمبادلة أسعار فائدة يعطي حامله الحق وليس الالتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة ثابتة أو متغيرة، خلال مدة محددة مستقبلية بشروط يتم الاتفاق عليها وقت التعاقد على الخيار، والغرض من المبادلة الخيارية هو إتاحة الفرصة للعميل المقترض للاستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة خلال فترة معينة قادمة، وبالتالي يمكنه احتواء تكلفة التمويل عندما يتمكن من تثبيت سعر الفائدة عند نسبة معينة، ويدفع مشتري الخيار حامل الحق علاوة للبائع للاستفادة من هذا الحق، وبذلك يكون قد حصل على ضمان بأن سعر الفائدة الذي سيدفعه على مبلغ معين قد تم تثبيته سلفاً، وذلك مقابل سداد علاوة معينة تؤمنه ضد مخاطر تحرك سعر الفائدة في غير

² سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، ص 138.

³ حاكم الربيعي، المشتقات المالية، دار اليازوردي، عمان، الأردن، 2011، ص 357-386.

صالحه، والطرف البائع لعقود المبادلة الخيارية إما أن يكون بنكاً تجارياً، أو بنك استثمار، وتتحمل هذه البنوك مخاطر تغير أسعار الفائدة مقابل الحصول على علاوة الخيار.

1-5-4- مبادلة أسعار الفائدة: تتم بين طرفين كل منهما يرغب في مبادلة نمط مختلف من التدفقات النقدية، مثال ذلك عقد مبادلة أسعار فائدة يبرم بين بنك تجاري وشركة تأمين، يتفق الطرفان على أن يدفع البنك التجاري لشركة التأمين فوائد بسعر فائدة ثابت، على أن تدفع شركة التأمين للبنك فوائد بسعر فائدة متغيرة، وذلك على أساس مبلغ مفترض يتفق عليه الطرفان، وتكمن قيمة العقد بالنسبة للطرفين على سعر الفائدة على الأصل المرجعي في السوق الحاضر، والذي على أساسه يتحدد سعر الفائدة المتغير¹.

1-5-5- مبادلات العملة: من الأمور الشائعة أن تقترض إحدى المؤسسات بعملة ما مع أنها قد تكون في حاجة إلى عملة غيرها، مثل هذه المؤسسات تتوجه إلى أحد المشتغلين بالمتاجرة في المبادلات والذي يوفق بين تلك المؤسسة ومؤسسة أخرى تحتفظ بمركز عكسي، ويقوم بإعداد الترتيبات اللازمة لتبادل المؤسستين للتدفقات النقدية.

2- الأسهم والسندات:

تمثل الأوراق المالية إما مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر، ويمكن التطرق إلى أدوات الملكية وأدوات الدين، كمايلي:

2-1- تعريف الأسهم، خصائصها، وأنواعها:

تمثل الأسهم حقوق ملكية في الشركات التي تقوم بطرحها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي لتوسيع أنشطتها الاستثمارية، ويمكن للمستثمرين إعادة بيع هذه الأسهم في السوق إما للحصول على سيولة نقدية أو لتعديل محافظ استثماراتهم¹.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني: المشتقات، المكتب العربي الحديث، القاهرة، مصر، 2009، ص 09.

¹ عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، ص 06.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية في الهندسة المالية

الأسهم ورقة مشاركة أو ملكية في شركة الأموال تعطي لحاملها صفة الشريك وأحيانا الحق في تسيير الشركة (حسب مقدار المساهمة في رأس مال الشركة) وذلك في حالة الأسهم العادية، كما تمنحه الحق في أرباح الشركة المحققة في أصولها².

تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص، منها³:

- أنها متساوية القيمة فلا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة، بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.
- القابلية للتداول، وهذه الخاصية توفر للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، تجعل بالإمكان التنازل عنها بالطرق التجارية.
- عدم قابلية الأسهم للتجزئة في مواجهة الشركة.
- مسؤولية المساهم في الشركة لا تتجاوز قيمة السهم، فلا يسأل عن ديون الشركة إلا بمقدار أسهمه التي يملكها.

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أسس متنوعة كما يلي⁴:

- أ- **تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار**: تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها إلى ثلاثة أنواع كمايلي:
 - أ-1- **أسهم لحاملها**: عندما تصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول الأسهم في سوق الأوراق المالية، إذ تكتسب ملكية هذه الأسهم بمجرد استلامها، لكن من أهم عيوبها الأخطار الكبيرة التي يتعرض لها صاحب السهم كالسرقة، الضياع... لذا تمتع معظم قوانين الشركات إصدار مثل هذا النوع من الأسهم .
 - أ-2- **الأسهم الاسمية**: ويصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتا في الشهادة وسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة، وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة .
 - أ-3- **الأسهم الأذنية**: وهي الأسهم التي يكتب عليها عبارة (لأمر) وتداول بطريقة التطهير حيث يقوم البائع بكتابة عبارة (الأمر) على ظهر شهادة السهم للدلالة على انتقال ملكيته للمشتري.

² المرجع نفسه، ص 10.

³ Bertrand Jaquillat et Bruno Solnik, **marchés financiers, gestion de portefeuille et des risques**, dunod, France, 2002, P12.

⁴ السيد عليوه، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية ، دار الأمين، مصر، 2006، ص ص 58-65.

ب- تقسيم الأسهم على أساس طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم: تقسم الأسهم من حيث طبيعة الخطة التي يدفعها المساهم إلى:

ب-1- الأسهم النقدية: هي الأسهم التي تستوي المشتركة المساهمة قيمتها الاسمية نقدا ويمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة.

ب-2- الأسهم العينية: تمنح هذه الأسهم للمساهمين مقابل حصص صينية، كالمساهمة على شكل عقار طنزونات، براءة اختراع ..

ب-3- الأسهم المختلطة: يكتب فيها المساهم مقابل مبلغ من المال وحصص مبنية معا.

ج- في تقسيم الأسهم على أساس الحقوق التي تمنحها لحاملها: تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى ما يلي:

ج-1- الأسهم العادية: هي الأسهم التي لا تمنح حاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين في أرباح الشركة خلال حياتها، أو في أصولها عند تصفيتها. ويحصل حملة الأسهم العادية على أنصبتهم من التوزيعات وذلك في شكل نسبة مئوية من قيمة رأس المال تعلن سنويا من قبل مجلس الإدارة وذلك في حدود القيود والشروط المحددة في العقد التأسيسي للشركة وبما يتماشى مع قوانين الشركات المعمول بها في البلد، ويتقاضون الأرباح الموزعة إما نقدا أو في شكل أسهم وذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقهم في الربح، كذلك في حالة إفلاس الشركة، وفي حالة تسيير أصولها يعتبرون لهم حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة في اجتماع الجمعية العمومية ولهم الحق في فحص تحت دفاتر الشركة ويتكون هذه المهمة عادة إلى مكتب التدقيق الحسابات معين من قبل الفئة العمومية.

ج-2- الأسهم الممتازة: وهي أداة مالية بسيطة بين الأسهم العادية والمستندات حيث أنها تشبه السندات في حصولها على عائد محدد يسمى التوزيعات، وتشبه الأسهم العادية في أنها تمثل شكلا للملكية في الشركة وكذلك في عدم المالية القانونية بالتوزيعات إذا لم تتحقق الأرباح.

2-2- تعريف السندات، خصائصها وأنواعها:

يعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقرض (المصادر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله عناد تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ محدد.¹

¹ Bernard laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, France, 1990, P 18.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية في الهندسة المالية

- السند ورقة مالية تمثل قرضا طويل الأجل أو متوسط الأجل وحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.²
- تتميز السندات بمجموعة من الخصائص، منها³:
- مسلك مديونية على الجهة التي أصدرته.
 - يحصل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أم لم تريح.
 - استيفاء قيمة السند عناد تاريخ الاستحقاق.
 - قابلية السند للتداول، إذ يحق لحامله بيعه للغير.
 - لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
 - لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون القرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
 - تعتبر الفوائد على السندات من النفقات التي يتم إزالتها من إجمالي الربح، أي أنها لا تخضع للضريبة.
 - تختلف تقسيمات السندات على حسب المعيار المستخدم التقسيم، إذ يوجد العديد من المعايير والأسس ويمكن تلخيص أهمها فيما يلي:¹
 - سندات قصيرة الأجل لا يتجاوز أجل استحقاقها عاما واحدا، مستندات متوسطة الأجل يزيد أجلها عن عام ولا يتجاوز سبعة أعوام، سندات طويلة الأجل استحقاقها يزيد عن سبعة أعوام.
 - سندات غير مضمونة وهناك سندات مضمونة بأصول تسمى مستندات الرهن.
 - سندات عادية تحصل على الفوائد بغض النظر عن أداء الشركة، وهناك سندات لا تحصل على الفوائد إلا إذا بلغ دخل الشركة مستوى معين.
 - سندات غير قابلة للاستدعاء وهناك سندات قابلة للاستدعاء، حيث يحق للشركة استرداد السندات قبل تاريخ استحقاقها وإعطاء المستثمرين أموالهم.
 - سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وسندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بمعنى أنه يحق لحامل السند بعد مدة محددة أن يحول السند إلى سهم عادي بسعر تحويل محدد مسبقا.

² Josette Peyrard, La bourse, 2ème édition, vuibert entreprise, France, 1993, P27.

³ الموسوي ضياء مجيد، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص ص 37-38.

¹ الموسوي ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص 40.

- سندات يتم سدادها على أقساط دورية حيث يشتمل كل قسط على جزء من أصل قيمة السند والجزء الآخر فوائد، وسندات يتم ردها مرة واحدة.
- سندات حكومية يتم إصدارها من قبل الحكومات، سندات الشركات يتم إصدارها من قبل الشركات المصدرة.

3- الأوراق المالية المستحدثة:

هناك العديد من الأوراق المالية المستحدثة التي طورها المهندسون الماليون من الأوراق المالية التقليدية، والتي تم إدراجها في البورصات المنظمة وغير المنظمة، ويقصد بها تلك القيم التي تجمع بين خصائص الأسهم التي تمثل حق الملكية والسندات التي تمثل حق الدائنية، والتي من أهمها:

3-1- شهادات الإستثمار:

عبارة عن شهادات تمثل جزءاً من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي له الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتوفير مصادر تمويل للمؤسسة مع المحافظة على حق سيطرة المساهمين القدامى على توجيهها ومراقبة إدارتها على النحو الذي كانت عليه قبل إصدار شهادات الإستثمار.

3-2- سندات المساهمة:

سندات تصدر عن شركات المساهمة الخاصة أو العامة، تعتبر ديون أبدية حيث يتحصل صاحبها على عائد يتكون من جزء ثابت والآخر متغير حسب النشاط أو النتيجة المحقة من طرف الشركة المصدرة له، ولا يوجد لها تاريخ استحقاق¹.

3-3- حصص التأسيس:

عبارة عن صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، تصدرها شركات المساهمة بدون قيمة اسمية ولا تمثل حصة في رأس المال، تمنح أصحابها الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة مقابل ما قدموه من خدمات أثناء تأسيس الشركة. قد تصدر هذه الحصص عند تأسيس الشركة عندئذ تسمى حصص التأسيس، كما قد تصدر عند زيادة رأس المال فتسمى حصص الأرباح، وتمنح هذه الحصص

¹ أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، 2006، ص 113.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية في الهندسة المالية

عادة للمؤسسين كمكافأة لهم على جهودهم والخدمات المقدمة للشركة، كما تمنح أيضا لأصحاب براءات الاختراع وغيرها من الأصول المعنوية التي يصعب تحديد قيمتها نقداً².

3-4- أسهم التمتع:

هي الأسهم التي تعطى إلى المساهم الذي استهلكت أسهمه في رأس المال أثناء حياة الشركة، وهي صكوك قابلة للتداول وتمنح المساهم الحق في حضور جلسات الجمعية وفي الحصول على الأرباح، ولكنها لا تخوله حقاً في موجودات الشركة عند تصفيتها إلا بعد الوفاء بالأسهم التي لم تستهلك، بمعنى أن أسهم التمتع تمنح صاحبها صفة الشريك في الشركة وما يتصل من حقوق مثل التصويت ونصيب من الأرباح السنوية³.

3-5- شهادات الإيداع الدولية:

تعد شهادات الإيداع الدولية النافذة لإدراج الشركة المحلية داخل محيط واسع وهو مجتمع الاستثمارات الدولية، كذلك فهي تزيد من قدرة تحرير أسواقها، ومن ثم دمجها في الأسواق العالمية، وتعرف على أنها شهادات خاصة قابلة للتداول تمثل سند ملكية لورقة مالية أجنبية يصدرها بنك أجنبي يطلق عليه بنك الإيداع، ويحتفظ بالأسهم الأصلية كغطاء لهذه الشهادات لدى أحد بنوك الحفظ، ويكون لكل شهادة معدل استبدال يمكن بمقتضاه تحويلها إلى السهم الأصلي أو العكس¹.

3-6- أسهم المؤشرات:

استجابة للدعوة للمزيد من الابتكار والكفاءة لأدوات الاستثمار، فتحت بورصة نازداك أبوابها لقيد ما يسمى بأسهم المؤشرات، وذلك في محاولة لتحقيق هدف واحد من أهم أهداف المستثمرين وهو تخفيض مستوى المخاطر التي يتعرض لها عائد استثماراتهم، فأسهم المؤشرات هي أوراق مالية تعطي لحاملها حق شائع على محفظة مماثلة لمكونات أحد مؤشرات البورصة².

3-7- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة بعد مضي مدة محددة، إذا رغب حاملها في ذلك، حيث ينتقل من وضع دائن للشركة إلى شريك مساهم، وذلك وفقاً لشروط وقواعد محددة. وما

² Olivier Picon, *la bourse: ses mécanismes gère son portefeuille-réussir ses placements*, 14ème édition, Encyclopédie Delmas, France, 2000, P 39.

³ علاء الدين الرفاتي، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير منشورة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2007، ص 69.

¹ Olivier Picon, op-cit, P 39.

² علاء الدين الرفاتي، مرجع سبق ذكره، ص 68.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية في الهندسة المالية

يتميز هذه الأوراق أنها تقع بين أوراق الملكية وأوراق الدين حيث تعرف بالأوراق الهجينة ويسمح هذا النوع من الأوراق بتحول القيم من وضعية الدين إلى وضعية الملكية.

3-8- السندات ذات الكوبون الصفري:

تعتبر السندات ذات الكوبون الصفري من أوراق الملكية التي يمكن للمستثمرين فيها تداولها، حيث تباع هذه السندات بأقل من القيمة الاسمية على أن يسترجع المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، ويمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق، ويتمثل العائد الذي يحققه المستثمر في الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أوسع البيع، ولا يحصل المستثمر على الفوائد إلا عند تاريخ الاستحقاق أو عند البيع³.

3-9- التوريق:

يعرف التوريق على أنه تحويل الديون من المقرض الأساسي البنك وغيره من المؤسسات المالية المانحة لهذا النوع من القروض إلى مقترضين آخرين، وذلك في شكل أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال، وعادة ما تستحدث مؤسسة خاصة ذات غرض محدد تتولى عملية الاكتتاب في هذه الأوراق، فيهدف من ورائها إلى التقليل من مخاطر الائتمان والسيولة والسوق بالنسبة للمؤسسات التي قدمت القروض بتداولها في السوق الثانوية. التوريق هو الحصول على الأموال بالاستناد إلى الديون المصرفية القائمة وذلك عن طريق أصول مالية جديدة، وبعبارة أخرى فإن مصطلح التوريق يعني تحويل الموجودات المالية من المقرض الأصلي إلى الآخرين، والذي يتم غالبا من خلال الشركات المالية أو الشركات ذات الغرض الخاص¹.

³ سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات: دراسة مقارنة الجزائر، المغرب وتونس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير منشورة، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر 2003-2004، ص 53.

¹ سامي مباركي، مرجع سبق ذكره، ص 58.

III. دراسة حالة رقم (01):

- يتوقع مستثمر ارتفاع أونصة الذهب عما هو عليه إلى 300 وحدة نقدية وكان لديه مبلغ 100000 وحدة نقدية يريد استثمارها في الذهب وتوفرت المعلومات التالية:
- سعر أونصة الذهب في السوق الحاضر 250 وحدة نقدية.
 - سعر الأونصة في سوق العقود المستقبلية للذهب تسلم سنة من الآن وحدة نقدية.
 - الهامش المبدئي المطلوب دفعه للوسيط هو 8%.
- ← المطلوب:

- إظهار المزايا الممكن تحقيقها من التعامل بالعقود المستقبلية وذلك في حالة لو قام باستثمار المبلغ في السوق الحاضر، وفي السوق المستقبلية.
- الحالة الأولى: تحقق توقعات المستثمر ارتفاع السعر في السوق الحاضر إلى 290 وحدة نقدية وفي السوق المستقبلية إلى 300 وحدة نقدية.
 - الحالة الثانية: توقع انخفاض السعر في السوق الحاضر إلى 230 وحدة نقدية وفي السوق المستقبلية إلى 220 وحدة نقدية.
- ← توجيهات للحل:

➤ الحالة الأولى: شراء من السوق الحاضر

- ارتفاع السعر من 250 وحدة نقدية إلى 290 وحدة نقدية.
- صافي الربح المحقق = $290 \times (250 / 100000) = 116000$ وحدة نقدية
- $16000 = 100000 - 116000$ وحدة نقدية
- انخفاض السعر من 250 وحدة نقدية إلى 290 وحدة نقدية.
- صافي الخسارة = $230 \times (250 / 100000) = 92000$ وحدة نقدية
- $8000 = 100000 - 92000$ وحدة نقدية

➤ الحالة الثانية: شراء من السوق المستقبلية

- ارتفاع السعر من 275 وحدة نقدية إلى 300 وحدة نقدية.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية في الهندسة المالية

الهامش المبدئي المطلوب 8 % أي لكل أونصة من الذهب يشملها العقد، وعلى المستثمر أن يسلم للوسيط مبلغ قدره $250 \times 8\% = 20$ ما يعني أن قيمة العقود التي يمكن شراؤها بما لديه من مال يعادل $5000 = 20 / 100000$ أونصة

صافي الربح $125000 = (275 - 300) 5000 =$ وحدة نقدية

العائد المحقق من الاستثمار يعادل 8 أضعاف العائد الذي سيتحقق باستثمار المبلغ في السوق الحاضر. انخفاض السعر من 275 وحدة نقدية إلى 220 وحدة نقدية.

صافي الخسارة $5000 = (275 - 220) 5000 =$ وحدة نقدية

العائد سلبي ما يعادل 34 ضعف من خسارته التي كان سيحققها لو استثمر المبلغ في السوق الحاضر.

IV. دراسة حالة رقم (02):

كان لدى أحد المستثمرين محفظة أوراق مالية فيها 500 سهم، وتخوفا من هبوط حاد في السعر السوقي للسهم عن السعر الجاري وهو 70 وحدة نقدية، قام بشراء عدد من عقود خيار بيع بالشروط الآتية:

- عدد الأسهم المشمولة بعقود الخيار 500 سهم.

- تاريخ التنفيذ 2020/06/30.

- سعر التنفيذ 65 وحدة نقدية.

- العلاوة 2 وحدة نقدية لكل سهم.

← المطلوب:

بين موقف المستثمر عند ارتفاع السعر السوقي بتاريخ التنفيذ إلى 73 وحدة نقدية، وعند انخفاض السعر السوقي إلى 66 وحدة نقدية، وإلى 50 وحدة نقدية.

← توجيهات للحل:

- حالة ارتفاع السعر إلى 73 وحدة نقدية: سارت الأمور عكس توقعات المستثمر حيث ارتفع السعر بدلا من هبوطه، وبالتالي السعر السوقي للسهم هو 73 وحدة نقدية أكبر من سعر التنفيذ لذا من مصلحته عدم التنفيذ والتضحية بقيمة العلاوة $100 = (2 \times 500)$ وحدة نقدية. أما بالنسبة لأسهم المحفظة فمصيورها يتعلق برغبة المستثمر إما الاحتفاظ بها أو بيعها في السوق الحاضر.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية في الهندسة المالية

- حالة انخفاض السعر إلى 66 وحدة نقدية: انخفاض السعر ولكن ليس بالقدر الذي يجعل المستثمر يطلب تنفيذ العقد لأن من مصلحته أن يبيع في السوق الحاضر بسعر 66 وحدة نقدية بدلا من أن يبيعها لمحرر الخيار بسعر 65 وحدة نقدية. لذا عليه التضحية بقيمة العلاوة $100 = (2 \times 500)$ وحدة نقدية.

- حالة انخفاض السعر إلى 50 وحدة نقدية: هنا انخفاض السعر نسبيا وبالتالي تظهر ميزة التحوط التي كان يسعى إليها المستثمر من عقد خيار البيع، فالسعر السوقي انخفض ليتجاوز سعر التنفيذ، لذا من مصلحته أن يمارس حقه في تنفيذ العقد وذلك بالزام محرر الخيار بشراء ما لديه من اسهم بسعر التنفيذ وهو 65 وحدة نقدية.

الخسارة المحققة من امتلاك الأسهم $2500 = (70 - 65) \times 500$ وحدة نقدية.

العلاوة المدفوعة للمحرر $1000 = 2 \times 500$ وحدة نقدية

الخسارة = $3500 = 1000 + 2500$ وحدة نقدية

عقد الخيار خفض الخسارة التي كان سيتحملها المستثمر أي التحوط المحقق بواسطة خيار البيع قد خفض من خسارته.

1. أساسيات حول التحليل المالي:

1- مفهوم التحليل المالي:

لقد تعددت تعريف التحليل المالي باختلاف المفكرين، من بينها:

- يعرف التحليل المالي بأنه: "دراسة القوائم المالية بعد تبويبها باستخدام الأساليب الكمية وذلك بهدف إظهار الارتباطات بين عناصرها والتغيرات الطارئة عليها وحجم وأثر هذه التغيرات واشتقاق منها مجموعة من المؤشرات التي تساعد على دراسة وضع المؤسسة من الناحية التشغيلية والتمويلية وتقييم أدائها وتقديم المعلومات اللازمة للأطراف المستفيدة من أجل اتخاذ القرارات الإدارية السليمة".¹

ويعرف كذلك بأنه: "دراسة وتشخيص الحالة المالية للمؤسسة أي تحليل النشاط والمردودية والتوازن المالي وتمويل المؤسسة عن طريق تحليل المعطيات التاريخية الماضية دراسة تفصيلية للبيانات المالية والقيام بتقديرات وتنبؤات تخص مستقبل المؤسسة وعلى أساسها يتم اقتراح إجراءات لتحسين هذه الوضعية".²

- كما يعرف من خلال المدرسة التقليدية للإدارة على أنه عبارة عن تقييم الأداء المالي للمؤسسة وذلك بهدف معرفة نقاط القوة والضعف في أداء المؤسسة، ومن ثم وضع الحلول للنقاط الضعف لمعالجتها والمحافظة وتعزيز نقاط القوة فيها، ووفقا لمدرسة الفكر المالي الاستراتيجي فإن عملية التحليل المالي لا تنحصر في تحليل وتقييم الأداء المالي لأنشطة المؤسسة الداخلية فحسب، وإنما تشمل وتتسع الرؤية لتشمل البيئة الخارجية للمؤسسات والتي تتمثل في العوامل السياسية، الاقتصادية، القانونية والثقافة العامة التي تقع خارج سيطرة الإدارة وتتأثر بما المؤسسة بصورة أو بأخرى كما تشمل هذه البيئة الجزء الأهم والأقرب إلى المؤسسة، والذي يسمى بالمحيط الخاص والتي يتكون من العملاء والموردين، نقابات العمال، المنافسون، الحكومة، المستهلكين.³

¹ منير شاكل محمود، التحليل المالي: مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص12.

² مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار المستقبل للنشر، عمان، الأردن، 2000، ص 79.

³ شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقا للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص ص05-

2- أهمية التحليل المالي:

تتمثل أهمية التحليل المالي فيما يلي¹:

- يعتبر أداة للتحليل الاستراتيجي يسمح بالتعرف على نقاط القوة والضعف في أداء المؤسسة؛
- تقييم أداء المؤسسة في جانب الاستغلال وما تم اتخاذه من قرارات استثمار وتمويل، وبالتالي فهو يسمح بمعرفة حسن استخدام الموارد المتاحة بكفاءة؛ والمساعدة على التخطيط الجيد والرقابة وتقييم الأداء لاتخاذ الإجراءات التصحيحية الملائمة؛
- التنبؤ باحتمالات تعرض المؤسسة للفشل المالي، وما يجب اتخاذه من إجراءات لتقاعده؛
- تحديد مدى كفاءة الإدارة في جمع الأموال من ناحية، وتشغيلها من ناحية أخرى؛
- الحصول على مؤشرات تبين فعالية سياسات المؤسسة وقدرتها على النمو؛ والتحقق من مدى كفاءة النشاط التي تقوم به المؤسسة؛

3- أهداف التحليل المالي:

تتجلى أهداف التحليل المالي في تحقيق مجموعة من الأهداف من أهمها²:

- تقييم أداء كفاءة الإدارة من خلال الحكم على استخدام أصول المؤسسة ومصادر التمويل الاستخدام الأمثل ومن خلال مقدرتها على توليد الأرباح؛
- تقييم الأداء المالي الماضي والحالي للمؤسسة والتوصل إلى أفضل التقديرات والتنبؤات الأداء المؤسسة؛
- تحديد الانحرافات بالأداء المتحقق عن المخطط وتشخيص أسبابها وتحديد الفرص المتاحة أمام المؤسسة والتي يمكن استثمارها؛
- التنبؤ باحتمالات الفشل التي تواجه الشركة؛ والاستفادة من نتائج التحليل الإدارة المخاطر المالية المستقبلية ويعتبر التحليل المالي مصدر للمعلومات الكمية والنوعية لمتخذي القرار.

4- مجالات التحليل المالي:

تتعدد مجالات التحليل المالي بتعدد الأهداف المعدة لأجله ويتم إيجازها فيما يلي³:

¹ بانه وليد ناصر، تقييم الأداء المالي للمصارف الخاصة في سورية باستخدام مؤشرات CAEL، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، سورية، 2012، ص 03.

² فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013، ص 02.

³ شنوف شعيب، محاسبة المؤسسة طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية، مكتبة الشركة الجزائرية بوداود، الجزائر، 2008، ص ص 198-199.

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة

- 4-1- التحليل الاستثماري:** يهدف إلى معرفة العائد على الاستثمار، وهيكله الأموال الدائمة ومعرفة مديونية الشركة على المدى الطويل، والسيولة في المدى القصير؛
- 4-2- التحليل الائتمان:** يهدف إلى معرفة الأخطار المحتملة والتي يمكن أن يواجهها المقرض (البنوك، المؤسسات المالية ...) وعلاقته مع المقترض، تقييمها واتخاذ القرارات انطلاقا من عملية التقييم؛
- 4-3- تحليل الاندماج وال شراء:** يهدف هذا التحليل إلى تقييم أصول الشركة المزمع شراؤها في حالة اندماج شركتين في شركة واحدة مع زوال الشخصية القانونية لكل منهما؛
- 4-4- تحليل تقييم الأداء:** يشمل تحليل الربحية أو المردودية، كفاءة إدارة الشركة والأداء المالي لها، بالإضافة إلى السيولة واتجاهات النمو؛
- 4-5- التحليل من أجل التخطيط:** يعتبر التخطيط الاستراتيجي ضروريا لكل شركة تريد البقاء في المنافسة خاصة في ظل التقلبات المستمرة التي تتعرض لها الأسواق، ويعتبر التحليل المالي من الوسائل والأدوات التي يمكن استخدامها في التخطيط الاستراتيجي.

II. أنواع التحليل المالي والأطراف المستخدمة له:

1- أنواع التحليل المالي:

يمكن تقسيم التحليل المالي إلى أنواع مختلفة كما يلي¹:

1-1- من حيث الجهة القائمة بالتحليل: يقسم إلى نوعين:

- 1-1-1- التحليل الداخلي:** إذا تم التحليل المالي من قبل شخص أو عدة أشخاص من داخل المؤسسة وعلى بيانات المؤسسة نفسها ولغايات معينة تطلبها يعتبر التحليل داخليا وغالبا ما يهدف هذا التحليل إلى خدمة إدارة المؤسسة في مستوياتها الإدارية المختلفة، حيث يحظى المحلل الداخلي بإمكانيات أكبر من غيره في حصوله على المعلومات لمعرفته بالسياسات الإدارية والطرق المحاسبية المتبعة في المؤسسة، وهذا النوع يكون أكثر دقة وتفصيلا نظرا لما تتيحه الإدارة من البيانات التي يحتاجها المحلل.
- 1-1-2- التحليل الخارجي:** يقصد به التحليل الذي تقوم به جهات من خارج المؤسسة ويهدف هذا التحليل لخدمة هذه الجهات التحقيق أهدافها ومن أمثلة هذه الجهات البنوك، وفيما يتعلق بالإمكانات

¹ هادي أحمد محمد الصياد، أهمية التحليل المالي كنظام للمعلومات في توفير المعلومات اللازمة لمتخذي القرارات المالية - دراسة ميدانية لعينة من الوحدات الاقتصادية في اليمن - أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر، 2010، ص ص 111-115.

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة

المتاحة فإن هذه الجهات لا تتاح لها إمكانية الحصول على معلومات معينة والتي تحتفظ المؤسسة بسريتها.

1-2- من حيث البعد الزمني للتحليل: إن التحليل المالي يعلا زمنيا يمثل الماضي والحاضر، وبناء عليه يمكن تبويب التحليل المالي من حيث علاقته بالزمن إلى:

1-2-1- التحليل الرأسي (الثابت أو الساكن): بمعنى أن يتم تحليل كل قائمة عالية على حدا وبشكل مستقل عن غيرها، كما يتم بشكل رأسي لعناصر القائمة المالية وتويع التحليل السنة مالية واحدة، حيث بسب كل عنصر من عناصرها إلى المجموع الإجمالي لهذه العناصر أو إلى مجموعة جزئية.

1-2-2- التحليل الأفقي (المتغير): بهتم هذا التحليل بدراسة سلوك كل عنصر من عناصر القائمة المالية وفي زمن متغير أكثر من سنة، بمعنى متابعة حركة هذا العنصر بالزيادة أو النقصان عبر فترة زمنية، وخلافاً للتحليل الرأسي الذي يتصف بالسكون، فإن هذا النوع يتصف بالحركية لأنه يوضح التغيرات التي حدثت خلال فترة زمنية محددة وقد يكون بالأرقام المطلقة أو التغير النسبي السنوي.

1-3- من حيث الفترة الزمنية التي يغطيها التحليل: يمكن تقسيمه استناداً إلى طول الفترة الزمنية التي يغطيها التحليل إلى ما يلي:

1-3-1- التحليل المالي قصير الأجل: قد يكون التحليل رأسياً أو أفقياً ولكنه يغطي فترة زمنية قصيرة، ويستفاد منه في قياس قدرات وإنجازات المؤسسة في الأجل القصير، وغالباً ما يركز هذا النوع من التحليل على قابلية المؤسسة في الأجل القصير على تغطية التزاماتها الجارية وتحقيق الإيرادات التشغيلية، لذلك غالباً ما يسمى بتحليل السيولة.

1-3-2- التحليل المالي طويل الأجل: يركز هذا التحليل على تحليل هيكل التمويل العام، الأصول الثابتة والربحية في الأجل الطويل، إضافة إلى تغطية التزامات المؤسسة طويلة الأجل، بما في ذلك القدرة على دفع فوائد وأقساط الديون عند استحقاقها، وعدم انتظام المؤسسة في توزيع أرباحها وحجم هذه التوزيعات، وتأثيرها على أسعار الأسهم، ولتحقيق هذه الغايات يقوم المحلل المالي بتحليل التناسق بين مصادر الأموال وطرق استخدامها.

1-4- من حيث الهدف من التحليل: يجرأ على هذا الأساس إلى:

- التحليل لتقييم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في الأجل القصير؛
- التحليل لتقييم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في الأجل الطويل؛
- التحليل لتقييم ربحية المؤسسة والتحليل لتقييم الأداء التشغيلي للمؤسسة؛

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضع المالية للمؤسسة

- التحليل لتقييم التناسق في الهيكل التمويلي العام ومجالات استخدامه.

1-5-1- من حيث المدى الذي يغطيه التحليل: يمكن تبويب التحليل على هذا الأساس إلى:

1-5-1- التحليل الشامل: يشمل هذا التحليل كافة أنشطة المؤسسة لسنة مالية واحدة أو عدة سنوات؛

1-5-2- التحليل الجزئي: يغطي جزء من أنشطة المؤسسة لفترة زمنية معينة أو عدة فترات.

2- الأطراف المستخدمة للتحليل المالي:

تختلف الأطراف وأوجهات المستفيدة من التحليل المالي باختلاف الهدف منه ولذلك يمكن ذكر

أهم الأطراف كما يلي¹:

1-2- المستثمرون الحاليون والمحتملون: يهتم هؤلاء بمعرفة أداء المؤسسة في المدى الطويل

والقصير، وقدرها على تحقيق الأرباح من خلال الاستثمارات، بالإضافة إلى معرفة الاتجاه الذي اتخذته

ربحية المؤسسة على فترة من الزمن، سياسة توزيع الأرباح، الوضع المالي والهيكل للمؤسسة، ومقارنة

وضعيتها بالمؤسسات المماثلة، وهذا بهدف تطويرها وتوضيح أثر ذلك على الأرباح وقيمة الأسهم؛

2-2- المساهمون أو الملاك وإدارة الشركة: يعتبرون مسئولين بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على

أداء المؤسسة من حيث تصحيح الأداء ورقابته وتنفيذ الخطط والموازنات؛

2-3- الدائنون: يهتم الدائنون بالسيولة في المؤسسة الأغا المؤشر الأمثل على قدرتها على الوفاء

بالالتزاماتها في المدى القصير، بالإضافة إلى ربحيتها وهيكلها المالي، ومعرفة مصادر الأموال والسياسات

السابقة المنهجية لمواجهة الاحتياجات المالية، ومدى سلامة المركز المالي لها؛

2-4- وسطاء الأوراق المالية: هدفهم معرفة التغيرات المحتملة على أسعار الأسهم، وتحديد أسهم

المؤسسات التي يمكن اعتبارها فرص استثمار جيدة؛

2-5- العاملون: من أجل التعرف والحكم على كفاءة وفعالية الانجاز، مما يؤثر على مستوى الإنتاجية؛

2-6- المصالح الحكومية: ممكن أن تكون لها أهداف عديدة تختلف باختلاف الأطراف فقد تكون

مصلحة الضرائب، وقد تكون أهداف ذات صبغة رقابية من طرف الحكومة؛

2-7- المحللون الماليون المختصون: يقوم هؤلاء بالتحليل المالي إما بمبادرة منهم أو بطلب من

المؤسسات المعنية.

¹ شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقا للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS، مرجع سبق ذكره، ص ص 47-48.

III. أدوات التحليل المالي:

سيتم التطرق في هذا الجزء إلى أهم الأدوات المستخدمة في التحليل المالي والمتمثلة في مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية. تهدف مؤشرات التوازن المالي إلى تحديد وضعية التوازن المالي في المؤسسة، والذي يفترض أن الأصول ذات الطبيعة الطويلة المدى يجب أن تمول من خلال الخصوم ذات الطبيعة طويلة المدى، بالمقابل الخصوم ذات الطبيعة قصيرة المدى وهي الالتزامات التي يجب أن يوفى بها خلال فترة لا تتجاوز السنة، وبالتالي منطقياً يجب أن يقابلها أصول ذات طبيعة قصيرة المدى والتي يمكن تحويلها إلى سيولة في وقت قصير¹.

وفي نفس السياق يستخدم المحلل المالي ثلاث أنواع من المؤشرات هي: رأس المال العامل، الاحتياج لرأس المال العامل، والخزينة.

1- مؤشرات التوازن المالي:

1-1- رأس المال العامل: يمثل إجمالي المبالغ التي تستثمرها المؤسسة في الأصول قصيرة الأجل ويعرف رأس المال العامل بأنه إجمالي الأصول المتداولة مطروحاً منها إجمالي الخصوم المتداولة وهو رأس المال الفائض المستعمل أثناء دورة الاستغلال. وهو عبارة عن ذلك الهامش الذي تحتفظ به المؤسسة في شكل سيولة تلجأ إليها المؤسسة لتغطية الاحتياجات الطارئة التي يمكن أن تحقق في ظل ظروف عدم التأكد، مما يسمح لها بمتابعة نشاطها بصورة طبيعية دون صعوبات أو ضغوطات مالية على مستوى الخزينة وضمان استمرار توازن هيكلها المالي².

يمكن حساب رأس المال العامل كمايلي:

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

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

¹ شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقاً للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS، مرجع سبق ذكره، ص 116.

² زبيدة سمروود، جمال الدين سحنون، دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي عن طريق مؤشرات التوازن (دراسة حالة المؤسسة الوطنية للسكك الحديدية Anesrif للفترة (2017-2018)، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، المجلد 06، العدد 03، 2020، ص 351.

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة

الحالات التي يمكن أن يأخذها الرأس المال العامل الصافي الإجمالي كمايلي:¹

- رأس المال العامل موجب، يشير هذا إلى أن المؤسسة متوازنة ماليا على المدى الطويل، وحسب هذا المؤشر فإن المؤسسة تمكنت من تمويل احتياجاتها الطويلة المدى باستخدام مواردها الطويلة المدى، وحققت فائض مالي يمكن استخدامه في تمويل الاحتياجات المالية المتبقية، وهذا ما يشير إلى توازن في الهيكل المالي للمؤسسة.

- رأس المال العامل سالب في هذه الحالة يعني أن المؤسسة عجزت عن تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية باستخدام مواردها المالية الدائمة، وبالتالي فهي بحاجة إلى تقليص مستوى استثماراتها إلى الحد الذي يتوافق مع مواردها المالية الدائمة.

- رأس المال العامل معدوم في هذه الحالة تغطي الأموال الدائمة الأصول الثابتة فقط، أما الأصول المتداولة فتغطي عن طريق القروض القصيرة الأجل، فهذه الوضعية لا تتيح أي ضمان تمويلي في المستقبل، وتترجم هذه الحالة الوضعية الصعبة للمؤسسة.

1-2- أنوع رأس المال العامل: هناك أنوع لرأس المال العامل يمكن حسابها وهي:²

1-2-1- رأس المال الخاص: وهو ذلك الجزء من الأموال الخاصة الموجهة لتمويل جزء من الأصول المتداولة، بعد تمويل الأصول الثابتة، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الخاص} = \text{الأموال الخاصة} - \text{أصول ثابتة}$$

1-2-2- رأس المال العامل الإجمالي: ويضم مجموع عناصر الأصول التي تدخل ضمن الدورة الاستغلالية للمؤسسة، وتتمثل في مجموع الأصول التي تدوم لمدة سنة واحدة أو أقل من سنة، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الإجمالي} = \text{مجموع الأصول المتداولة}$$

¹ حياة نجار، محاضرات في التحليل المالي للمؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، 2016، ص 19.

² نبيل بوفليج، (2019): دروس وتطبيقات في التحليل المالي حسب النظام المحاسبي المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 50-51.

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة

1-2-3- رأس المال العامل الخارجي: ويبين حجم الأموال الخارجية المستخدمة في أصول المؤسسة، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الخارجي} = \text{مجموع الديون}$$

1-3- احتياج رأس المال العامل: ينتج عن دورة الاستغلال تدفقات نقدية داخلية وأخرى خارجة وفي كثير من الحالات لا تستطيع المؤسسة تغطية ديونها للاستغلال بواسطة حقوقها ومخزوناتا نتيجة وجود فوراق زمنية بين الاستغلال تجعل المؤسسة بحاجة للحصول على أموال التغطية احتياجها والتي يعبر عنها بالاحتياجات من رأس المال العامل. يتم حساب احتياج رأس المال العامل على النحو التالي¹:

$$\text{احتياج رأس المال العامل} = \text{استخدامات متداولة} - \text{موارد متداولة}$$

ينقسم احتياج رأس المال العامل إلى²:

1-3-1- احتياج رأس المال العامل للاستغلال: يمثل الأصول المتداولة خارج الاستغلال التي لا تستطيع المؤسسة تمويلها بموارد الاستغلال المالية قصيرة الأجل وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{احتياج رأس المال العامل للاستغلال} = \text{الأصول المتداولة للاستغلال} - \text{ديون الاستغلال}$$

1-3-2- احتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال: يمثل الأصول المتداولة خارج الاستغلال التي لا تستطيع المؤسسة تمويلها بالموارد المالية خارج الاستغلال في الأجل القصير. ويتم حسابه كمايلي:

$$\text{احتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال} = \text{استخدامات متداولة خارج الاستغلال} - \text{موارد متداولة خارج الاستغلال}$$

يمكن عرض حالات احتياجات رأس المال العامل كمايلي³:

- إذا كانت قيمة الاحتياج لرأس المال العامل كبيرة وموجبة معناه أن احتياجات التمويل تفوق موارد التمويل الدورية، مما يعني وجود عجز في تمويل دورة الاستغلال ما يستدعي وجود رأس مال عامل صافي موجب يساوي على الأقل قيمة العجز حتى تكون المؤسسة قادرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.

¹ نبيل بوقليح، مرجع سبق ذكره، ص52.

² المرجع نفسه، ص52-54.

³ يوسف بومدين، فاتح ساحل، تيسير التسيير المالي، دار بلقيس، الجزائر، 2016، صص17-18.

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة

- إذا كان الاحتياج لرأس المال العامل سالبا معناه أن احتياجات التمويل الدورية أقل من موارد التمويل الدورية، أي وجود فائض في تمويل دورة الاستغلال.

- إذا كان الاحتياج لرأس المال العامل معدوما معناه أن احتياجات التمويل الدورية تساوي موارد التمويل الدورية وهي حالة توازن دورة استغلال، لكن هذه الحالة قد تكون خطيرة على المدى القصير إذا كان رأس المال العامل الصافي سالبا.

2-1-3-الخزينة: هي مجموع الأموال الجاهزة (النقدية) تحت تصرف المؤسسة في حالة سيولة التي يمكن التصرف فيها لمقابلة احتياجات دورة الاستغلال من خلال الخزينة تستطيع المؤسسة تحديد التوازن المالي فإذا تمكنت من تغطية مختلف احتياجاتها، يكون رصيد الخزينة موجب وهي حالة فائض وفي العكس تكون الخزينة سالبة وهي عجز، تعطى بالعلاقة التالية¹:

الخزينة = القيم الجاهزة - الحسابات البنكية الدائنة

الخزينة = رأس المال العامل الدائم - احتياجات رأس المال العامل الدائم

يمكن توضيح مختلف الحالات الممكنة للخزينة فيمايلي:

- **الخزينة الموجبة:** 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 الزبائن -

- **الخزينة السالبة:** المؤسسة في حالة عجز أي غير قادرة على تسديد دونها في أجالها وهذا يطرح مشكل متمثل في وجود تكاليف إضافية مما يجعل المؤسسة في هذه الحالة إما تطلب بحقوقها الموجودة لدى الغير، أو تقترض من البنوك، أو تتنازل عن بعض استثماراتها دون التأثير على طاقتها الإنتاجية، وبعض الحالات الإستثنائية إلى بيع بعض المواد الأولية.

- **الخزينة الصفرية:** الخزينة إن الوصول إلى هذه الحالة يتم بالاستخدام الأمثل للموارد المتاحة للمؤسسة وفق الإمكانيات المتاحة عن طريق تقادي مشاكل عدم التسديد وبالتالي التحكم في السيولة دون التأثير على الربحية، ويتم تحقيق ذلك من خلال التأثير على رأس المال العامل واحتياج رأس المال العامل.

¹ زبيدة سمروود، جمال الدين سحنون، مرجع سبق ذكره، ص354.

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة

2- النسب المالية:

يعد التحليل باستخدام النسب المالية من بين الأدوات التي تستخدم بشكل واسع في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة وهذا بسبب سهولة حسابها بالإضافة الى إمكانية استخدامها في تحليل الوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية مهما اختلفت احجامها ونوعية نشاطها. توجد الكثير من النسب المالية تختلف من حيث الغرض من حسابها، فقد تتعلق بالسيولة والمردودية وطريقة تسيير الأموال من طرف المؤسسة، أو توضح طريقة تمويل المؤسسة لمختلف نشاطاتها (الأموال الذاتية، الديون)، وعلى هذا الأساس تتكون النسب المالية من المجموعات التالية:

2-1- نسب الهيكل المالي: تهدف هذه النسب الى تحديد وضعية الهيكل المالي للمؤسسة وكذا بنية الأصول والخصوم في الميزانية.

الجدول رقم (01): نسب الهيكل المالي

النسب المالية	العلاقة	الشرح
نسبة التمويل الدائم =	أموال دائمة / أصول ثابتة	إذا كانت النسبة أكبر من الواحد يعني إن راس المال العامل موجب وبالتالي الهيكل المالي للمؤسسة في وضعية توازن دائم وهي الوضعية المثلى. إذا كانت النسبة أقل من الواحد يعني إن راس المال العامل سالب وبالتالي الهيكل المالي للمؤسسة في اختلال إذا كانت النسبة مساوية للواحد يعني إن راس المال العامل معدوم وبالتالي الهيكل المالي للمؤسسة في وضعية مؤقتة.
نسبة التمويل الخاص =	أموال خاصة/أصول ثابتة	إذا كانت النسبة أكبر من الواحد يعني إن راس المال الخاص موجب وبالتالي الأموال الخاصة تمول الأصول الثابتة وجزء من الأصول المتداولة وهي الوضعية المثلى. إذا كانت النسبة أقل من الواحد يعني إن راس المال الخاص سالب وبالتالي الأموال الخاصة تمول جزء من الأصول الثابتة إذا كانت النسبة مساوية للواحد يعني إن راس المال الخاص معدوم وبالتالي وبالتالي الأموال الخاصة تمول فقط الأصول الثابتة.
نسب الهيكل الخاصة بالأصول =	أصول ثابتة / مجموع الأصول	تحديد مكونات جانب الأصول

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضع المالي للمؤسسة

نسب الهيكل الخاصة بالخصوم =	أموال خاصة / مجموع الخصوم	تحديد مكونات جانب الخصوم
--------------------------------	---------------------------	--------------------------

المصدر: نبيل بوفليج، دروس وتطبيقات في التحليل المالي حسب النظام المحاسبي المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2019، ص 65-66.

2-2- نسب المديونية: تهدف هذه النسب الى قياس مستوى الملاءة المالية للمؤسسة أي مدى قدرتها على سداد مختلف ديونها.

الجدول رقم (02): نسب المديونية

النسب المالية	العلاقة	الشرح
نسبة المديونية الاجمالية =	مجموع الديون/مجموع الخصوم	تكون هذه النسبة مثلى إذا كانت متناقصة عبر الزمن مع العلم انه إذا تجاوزت هذه النسبة 0.8 يعني إن المؤسسة مثقلة بالديون مما قد يشكل خطرا عليها في المدى القصير والبعيد ويؤدي الى فقدان المؤسسة لاستقلاليتها المالية.
نسبة الاستقلالية المالية =	أموال خاصة/ مجموع الديون أو أموال خاصة/مجموع الخصوم	باستخدام المعادلة الأولى إذا كانت هذه النسبة اكبر من الواحد فذلك يعني إن المؤسسة مستقلة ماليا عن الدائنين، أما إذا كانت هذه النسبة اقل من الواحد يعني إن المؤسسة غير مستقلة ماليا عن الدائنين. باستخدام المعادلة الثانية تكون المؤسسة مستقلة ماليا إذا كانت أكبر من 0.5 و العكس صحيح.
نسبة قابلية السداد =	أصول ثابتة/مجموع الديون	تكون هذه النسبة مثلى إذا كانت اكبر من الواحد مما يؤدي الى تحسين مستوى الملاءة المالية للمؤسسة و تعزيز ثقة الدائنين بها، أما إذا كانت هذه النسبة اقل من الواحد فذلك يؤدي الى تخفيض مستوى الملاءة المالية للمؤسسة وبالتالي انخفاض ثقة الدائنين بالمؤسسة.

المصدر: نبيل بوفليج، دروس وتطبيقات في التحليل المالي حسب النظام المحاسبي المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2019، ص 67-68.

2-3- نسب السيولة: تهدف هذه النسب الى قياس درجة سيولة الأصول المتداولة بمختلف مكوناتها ومدى تغطيتها للديون القصيرة الأجل.

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضع المالية للمؤسسة

الجدول رقم (03): نسب السيولة

النسب المالية	العلاقة	الشرح
نسبة السيولة العامة =	أصول متداولة / د ق أ	إذا كانت النسبة أكبر من الواحد يعني إن المؤسسة تتمتع بملاءة مالية على المدى القصير إذا كانت النسبة اقل من الواحد يدل على إن المؤسسة لا تتمتع بملاءة مالية على المدى القصير .
نسبة السيولة المختصرة =	حقوق + قيم جاهزة / د ق أ	تكون هذه النسبة مثلى إذا كانت تنتمي للمجال من 0.4 الى 0.6
نسبة السيولة الفورية =	قيم جاهزة / د ق أ	تكون هذه النسبة مثلى إذا كانت تنتمي للمجال من 0.2 الى 0.3

المصدر: نبيل بوفليح، دروس وتطبيقات في التحليل المالي حسب النظام المحاسبي المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2019، ص 66-67.

2-4- نسب المردودية: تهدف هذه النسب الى قياس أداء المؤسسة ومستوى كفاءتها في استعمال واستغلال مختلف الموارد والأصول التي وضعت تحت تصرفها عن طريق ربط علاقة بين النتائج المحققة من جهة والإمكانات والموارد التي استعملت في تحقيقها من جهة أخرى.

الجدول رقم (04): نسب المردودية

النسب المالية	العلاقة	الشرح
نسبة المردودية الاقتصادية =	(نتيجة الاستغلال/مجموع الأصول) * 100 أو (النتيجة الاقتصادية/الأصول الاقتصادية) * 100	تهدف هذه النسبة الى تحديد مدى كفاءة المؤسسة في استغلال وتوظيف مجمل أصولها أو أصولها الاقتصادية عن طريق قياس عائد هذه الأصول. تكون هذه النسبة مثلى إذا كانت موجبة ومتزايدة عبر الزمن مما يدل على إن هناك تحسن في مستوى كفاءة استعمال واستغلال أصول المؤسسة والعكس صحيح.
نسبة المردودية المالية =	(النتيجة الصافية/الأموال الخاصة) * 100	تهدف هذه النسبة الى تحديد مدى كفاءة المؤسسة في استغلال وتوظيف أموالها الخاصة وبالتالي قياس عوائد أسهم المؤسسة. تكون هذه النسبة مثلى إذا كانت موجبة ومتزايدة عبر الزمن مما يدل على إن هناك تحسن في مستوى كفاءة توظيف الأموال الخاصة وبالتالي هناك ارتفاع في عوائد أسهم المؤسسة الامر الذي يؤدي الى تعزيز ثقة المساهمين بالمؤسسة والعكس صحيح.

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة

نسبة المردودية التجارية =	(النتيجة الصافية/رقم الأعمال)*100	تهدف هذه النسبة الى قياس العائد الصافي الذي يبقى في حوزة المؤسسة من المبيعات او رقم الاعمال بعد تغطية وسداد جميع التكاليف والأعباء. تكون هذه النسبة مثلى إذا كانت موجبة و متزايدة عبر الزمن الامر الذي يدل على إن المؤسسة تتحكم في مختلف تكاليف وأعباء نشاطها مما يؤدي في النهاية الى ارتفاع عوائدها و العكس صحيح.
------------------------------	-----------------------------------	---

المصدر: نبيل بوفليح، دروس وتطبيقات في التحليل المالي حسب النظام المحاسبي المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2019، ص ص 71-72.

2-5- نسب النشاط: تهدف هذه النسب الى تحديد مدى قدرة المؤسسة على إدارة أصولها الإجمالية، أي تقييم كفاءة استخدام الأصول الاقتصادية المتاحة ومدى تحقيق رقم الأعمال الأمثل ونتائج الأعمال المرتفعة.

الجدول رقم (05): نسب النشاط

النسب المالية	العلاقة	الشرح
معدل دوران الأصول =	رقم الأعمال(HT)/الأصول * 100	يوضح معدل دوران الأصول مدى كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها لتوليد المبيعات خارج الرسم، تستخدم هذه النسبة لقياس قيمة المبيعات التي تتولد عن كل وحدة نقدية من قيمة الأصول.
معدل دوران الأصول الغير جارية =	رقم الأعمال(HT)/الأصول غير الجارية * 100	يوضح هذا المعدل مدى كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها الثابتة لتوليد المبيعات خارج الرسم، حيث تستخدم هذه النسبة في قياس قيمة المبيعات التي تتولد عن كل وحدة نقدية من قيمة الأصول غير الجارية.
معدل دوران الأصول الجارية =	رقم الأعمال(HT)/الأصول الجارية * 100	تهدف هذه النسبة الى قياس كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها الجارية لتوليد المبيعات خارج الرسم. حيث تستخدم لقياس قيمة المبيعات التي تتولد عن كل وحدة نقدية من قيمة الأصول الجارية.
معدل دوران الذمم المدينة =	رقم الأعمال(HT)/(الزبائن+أوراق القبض) * 100	يمثل متوسط عدد مرات تحصيل الأرصدة المدينة خلال السنة، ويوضح نوعية الأرصدة المدينة ومقدرة المؤسسة على تحصيلها. وعموما يدل معدل الدوران المرتفع على اتباع سياسة ائتمانية شديدة من قبل المؤسسة.
معدل دوران الحسابات الدائنة =	المشتريات(HT)/(مورودو المخزونات+أوراق الدفع) * 100	تستخدم هذه النسبة كمؤشر للحكم على سرعة المؤسسة في تسديد الديون التجارية قصيرة الأجل.

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضع المالية للمؤسسة

--	--	--

المصدر: يزيد تفرات، استخدام أدوات التحليل المالي في تشخيص الوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية في ظل الإصلاح لمحاسبي دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنتاج اللولب والسكاكين والصنابير "bcr" بولاية سطيف - للفترات المالية (2011- 2014)، مجلة بحوث، المجلد 11، العدد 02، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2017، ص 131.

2-6- نسب الربحية: تهدف هذه النسب الى تحديد مدى قدرة المؤسسة على إدارة أصولها الإجمالية، أي تقييم كفاءة استخدام الأصول الاقتصادية المتاحة ومدى تحقيق رقم الأعمال الأمثل ونتائج الأعمال المرتفعة.

الجدول رقم (06): نسب الربحية

النسب المالية	العلاقة	الشرح
معدل الربح إلى المبيعات	معدل الربح / رقم الأعمال الصافي (HT) * 100	توضح هذه النسبة مدى انخفاض سعر البيع الفردي دون تحقيق خسائر.
صافي الربح بعد الضريبة إلى المبيعات	صافي الربح بعد الضريبة / رقم الأعمال الصافي (HT) * 100	توضح المدى الذي يمكن للمؤسسة أن تخفض فيه سعر البيع الفردي قبل أن تتعرض للخسائر وعند حساب النسبة يجب الأخذ بعين الاعتبار المصاريف والأعباء.
صافي الربح إلى مجموع الأصول	صافي الربح قبل الضريبة والفوائد المالية / مجموع الأصول * 100	تقيس هذه النسبة مدى ربحية المؤسسة ككل.
صافي الربح إلى حقوق الملكية	صافي الربح بعد الضريبة/حقوق الملكية * 100	تدل هذه النسبة على معدل العائد الذي تحققه المؤسسة على حقوق الملكية.

المصدر: يزيد تفرات، استخدام أدوات التحليل المالي في تشخيص الوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية في ظل الإصلاح لمحاسبي دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنتاج اللولب والسكاكين والصنابير "bcr" بولاية سطيف - للفترات المالية (2011- 2014)، مجلة بحوث، المجلد 11، العدد 02، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2017، ص 132.

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة

IV. دراسة حالة:

بصفتك محلل مالي لمؤسسة النجاح وهي شركة متخصصة في مجال الاستيراد والتصدير قدمت لك المؤسسة الميزانية المالية المختصرة وحسابات النتائج لثلاث سنوات كمايلي:

الوحدة: دج

N	N-1	N-2	الخصوم	N	N-1	N-2	الأصول
-10228406	7780702	14700617	أموال خاصة	11407262	16419369	6759677	الأصول الثابتة
3358262	5975028	-	الديون الطويلة والمتوسطة الأجل	3451311	4629595	21487990	قيم الاستغلال
-6870144	13755730	14700617	الأموال الدائمة	8854493	10681819	10996103	قيم قابلة للتحقيق
30690529	32648826	25830742	الديون القصيرة الأجل	107320	14673773	1287588	القيم الجاهزة
				12413124	29985187	33771682	الأصول المتداولة
23820386	46404556	40531359	مجموع الخصوم	23820386	46404556	40531359	مجموع الأصول

الوحدة: دج

N	N-1	N-2	البيان
35887301	112932711	111723942	رقم الأعمال
			تغير مخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع
			الانتاج المثبت
			اعانات الاستغلال
35887301	112932711	111723942	1- انتاج السنة المالية
-28681733	-94846093	-98450235	المشتريات المستهلكة
-10882800	-10042704	-3285166	الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى
-39564534	-104888798	-101735401	2- استهلاك السنة المالية

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة

-3677232	8043912	9988541	3- القيمة المضافة للاستغلال (2-1)
-6896285	-6236735	-2274777	أعباء المستخدمين
-904033	-2501406	-2562856	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة
-11477551	-694229	5150907	4- الفائض الاجمالي عن الاستغلال
169626	76909	36953	المنتجات العملياتية الأخرى
-344730	-1221644	-999076	الاعباء العملياتية الأخرى
-4733370	-4418961	-1843331	مخصصات الاهتلاكات والمؤونات
			استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات
-16386026	-6257927	2345451	5- النتيجة العملياتية
	457434	335637	المنتجات المالية
-1309942	-1432651	-320161	الاعباء المالية
-1309942	-975126	15475	6- النتيجة المالية
-17695968	-7233054	2360927	7- النتيجة العادية قبل الضرائب (6+5)
		-883535	الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية
-313138	313138		الضرائب المؤجلة حول النتائج العادية
36056927	113467055	112096533	مجموع منتجات الأنشطة العادية
-54066035	-120386970	-110619140	مجموع أعباء الأنشطة العادية
-18009107	-6919915	1477392	8- النتيجة الصافية للأنشطة العادية
			العناصر غير العادية-المنتجات
			العناصر غير العادية-الأعباء
			9- النتيجة غير العادية
-18009108	-6919915	1477392	10- النتيجة الصافية للسنة المالية

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة

← المطلوب:

قدم تقريراً تحلل فيه الوضعية المالية للمؤسسة وذلك باستخدام:

1. مؤشرات التوازن المالي.
2. نسب الهيكل المالي.
3. نسب السيولة المالية.
4. نسب المديونية.
5. نسب المردودية.

← توجيهات للحل:

N	N-1	N-2	المؤشرات و النسب المالية
-18277406	-2663639	7940940	رأس المال العامل الصافي = الأموال الدائمة-الأصول الثابتة
-21635668	-8638667	7940939	رأس المال العامل الخاص = الأموال الخاصة- الأصول الثابتة
12413124	29985187	33771682	رأس المال العامل الإجمالي= مجموع الأصول - الأصول الثابتة
34048791	38623854	25830742	رأس المال العامل الأجنبي= الديون الطويلة والمتوسطة الأجل + الديون القصيرة الأجل
-18384725	-17337412	6653352	الاحتياج لرأس المال العامل = (المخزونات + القيم المحققة) - (ديون قصيرة الاجل - الحسابات البنكية الدائنة)
107320	14673773	1287588	الخزينة= رأس المال العامل - احتياج رأس المال العامل
-0.60 -0.90	0.84 0.47	2.17 2.17	نسب الهيكل المالي: نسبة التمويل الدائم = أموال دائمة/أصول ثابتة نسبة التمويل الخاص = أموال خاصة/ أصول ثابتة
0.40 0.29 0.01	0.09 0.78 0.45	1.31 0.48 0.05	نسب السيولة: نسبة السيولة العامة= أصول جارية /خصوم جارية نسبة السيولة المختصرة= أصول جارية-المخزون/خصوم جارية نسبة السيولة الجاهزة= خزينة الأصول/خصوم جارية
-0.43 1.43	0.17 0.83	0.36 0.64	نسب المديونية: نسبة الاستقلالية المالية= أموال خاصة/ مجموع الديون نسبة قابلية السداد = أصول ثابتة/مجموع الديون
-1.76 -0.75	-0.8 -0.14	0.10 0.04	نسب المردودية: نسبة المردودية المالية=(النتيجة الصافية/الأموال الخاصة) نسبة المردودية الاقتصادية=(نتيجة الاستغلال/مجموع الأصول)

تبين النتائج أعلاه مايلي:

- حققت المؤسسة رأس المال العامل الصافي موجب في سنة N-2، وهو ما يؤكد أنها تمتلك هامش أمان، أي أن الأموال الدائمة تغطي الأصول الثابتة، بالإضافة إلى قدرتها على تسديد جزء من ديونها قصيرة الأجل في حالة عدم توافق آجال تحول الأصول الجارية إلى سيولة مع أجمال استحقاق المدينون قصيرة الأجل، في حين نجد أنها حققت في السنتين N-1 والسنة N رأس مال عامل سالب وهو ما يشكل خطورة على المؤسسة ويرجع ذلك إلى عدم امتلاكها للأموال الخاصة حيث أن أموال الدائمة مشكلة من الديون طويلة ومتوسطة الأجل وبالتالي لا تكفي التغطية الأصول الثابتة.
- رأس المال العامل الخاص موجب خلال السنة N-1 ما يعني قدرة المؤسسة على تمويل أصولها الثابتة مواردها الخاصة، و الذي يعد مؤشر جيد للمؤسسة ويدل على عدم التبعية للأطراف الخارجية لتمويلها، أما خلال السنتين N-1 و N حققت المؤسسة رأس مال عامل خاص سالب والذي يدل على التبعية للأطراف الخارجية لتمويلها، وهذا راجع لانخفاض الأموال الخاصة للمؤسسة بسبب تحقيقها لنتائج سالبة، لذا أصبحت الأموال الدائمة للمؤسسة متكونة بنسبة كبيرة من الديون طويلة ومتوسطة الأجل.
- أما قيمة رأس المال العامل الإجمالي فقد كانت ضعيفة وهو ما يدل على عدم امتلاك المؤسسة للسيولة الكافية.
- أما رأس المال العامل الأجنبي حقق ارتفاعا مقارنة مع الموال الخاصة للمؤسسة وهوما يدل على أنها غير مستقلة ماليا.
- احتياجات رأس المال العامل للمؤسسة موجب في سنة N-1، وهذا يدل على أنها حققت فائض في التمويل قصير الأجل، وهذا بسبب زيادة أكبر للديون قصيرة الأجل مقارنة بزيادة احتياجات الدورة. أما في السنتين N-1 و N حققت المؤسسة احتياجا سالب، مما يدل على أن المؤسسة عجزت عن تغطية احتياجاتها الدورية بمواردها الدورية وهذا بسبب الزيادة الكبيرة للاحتياجات الدورية.
- أما الخزينة وخلال السنوات الثلاثة كانت موجبة، ولكن خلال سنة N-1 نلاحظ ارتفاع في قيمة الخزينة، ويعود السبب في هذا الارتفاع إلى الزيادة في القيم الجاهزة خلال تلك السنة، أما في سنة N انخفضت قيمة الخزينة مقارنة مع سنة N-1 ويرجع هذا التدهور في قيمة الخزينة إلى الانخفاض في القيم الجاهزة خلال تلك السنة.
- نلاحظ أن نسبة التمويل الدائم في سنة N-2 بلغت 2.17 وهذا يعني أن كل الأصول الثابتة ممول بالأموال الدائمة، بينما انخفضت هذه النسبة سنة N-1 لتصبح 0.84 وهو ما يدل على أن الأموال

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة

الدائمة للمؤسسة غير كافية لتغطية الأصول الثابتة، وفي سنة N يلاحظ وجود انخفاض جد معتبر لهذه النسبة لتصبح -0.6 وهذا يدل على الانخفاض الكبير للأموال الدائمة للمؤسسة وعدم قدرتها على تمويل أصولها الثابتة وعليها الاستعانة بالديون قصيرة الأجل. حيث أن الأموال الدائمة تتشكل من الأموال الخاصة والديون طويلة ومتوسطة الأجل، في $N-1$ انخفضت الأموال الدائمة وهذا راجع لانخفاض الأموال الخاصة وذلك بسبب تحقيق نتيجة سالبة، أما في السنة N نجد أن الأموال الدائمة سالبة، وهذا راجع لأن الشركة حققت نتيجة سالبة كبيرة وكذا انخفاض الديون طويلة الأجل بسبب تسديد المؤسسة لبعض الديون.

- نسبة التمويل الذاتي للمؤسسة أكبر من 1 في سنة $N-2$ وهذا يدل على أن الوضعية المالية للمؤسسة تسمح لها بتمويل نفسها بمواردها الذاتية فقط على عكس السنتين $N-1$ و N التي حققت نسبة التمويل الذاتي أقل من 1 وبالتالي فوضعيتها المالية لا تسمح لها بتمويل نفسها بمواردها الذاتية فقط وعليه فهي ملزمة بالاستعانة بالأطراف الخارجية لتغطية كافة أصولها الثابتة.

- بلغت نسبة السيولة العامة 1.31 في سنة $N-1$ وهو مؤشر جيد بالنسبة للمؤسسة، حيث يدل على كفاية الأصول الجارية لتغطية الديون القصيرة الأجل، لكن في $N-1$ و N سجلت المؤسسة انخفاضاً في هذه النسبة وهي أقل من المقياس المناسب للتداول (1) ما يدل على عدم كفاية الأصول الجارية لتغطية كل الديون القصيرة الأجل. أما نسبة السيولة المختصرة في السنوات الثلاث كانت أقل من المقياس المناسب للتداول (1)، وهو ما يدل على عدم مقدرة الأصول السريعة لتغطية كل الديون القصيرة الأجل. أما نسبة السيولة الجاهزة مقبولة في سنة N وتشير إلى احتفاظ المؤسسة بقدر معقول من السيولة على عكس السنتين $N-2$ و N فهي أقل من المقياس المناسب مما يجب على المؤسسة الاستعانة بالقيم القابلة للتحقيق والمخزون السلعي.

- في كل السنوات محل الدراسة نسبة الاستقلالية المالية أقل من 0.5 ، وهذا يدل على أن موارد المؤسسة مشككة بأكثر من 50 % من الديون، وبالتالي فقدت المؤسسة استقلاليتها المالية، أما نسبة قابلية التسديد فتحسب لمعرفة مدى قابلية المؤسسة لتسديد ديونها وهذا بمقارنة مجموع الديون بمجموع الأصول، ويجب أن تكون هذه النسبة أقل من 0.5 ، في كل السنوات محل الدراسة نسبة قابلية التسديد أكبر من 0.5 ، وهذا يدل على أن ديون الشركة تمثل أكثر من 50 % من مجموع الديون، وبالتالي فإن أكثر من 50 % من أصول المؤسسة ممولة بالديون.

الفصل الخامس: دراسة حالة حول دور التحليل المالي في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة

- حققت المؤسسة نتائج سالبة خلال السنتين N-1 و N ما يعني عدم وجود مردودية خلال هاتين السنتين، بينما حققت المؤسسة نتيجة موجبة في سنة N-2 مردودية مالية موجبة، حيث مقابل كل دينار مستثمر من الأموال الخاصة يعطي ربح قدره 0.1 دجن وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما كان ذلك أحسن، أما المردودية الاقتصادية لقياس ربحية العمليات التي تقوم بها المؤسسة يجب أن تكون كافية وتسمح بالحصول على معدل مناسب على الأصول التي تستخدمها لتنفيذ هذه العمليات التي قامت بها المؤسسة نتيجة استغلالها لأصولها خلال سنة N-2 تتمثل في 0.04 دج، وبالتالي كل دينار من إجمالي أصول المؤسسة المستثمرة يعود على المؤسسة بربح مقدّر بـ 0.04 دج.

إجمالاً سمحت مؤشرات التوازن المالي بمعرفة أن المؤسسة غير متوازنة على المدى الطويل، على الرغم من إيجابية خزintها، إلا أن احتياجات الدورة غير مغطاة وهو مؤشر سيء بالنسبة للمؤسسة. أما التحليل بواسطة النسب تبين أن نسب السيولة للمؤسسة ضئيلة جداً وأغلبها موجه لأنشطة الاستغلال، كما بينت نسب التمويل بينت عدم كفاية الأموال الخاصة لتمويل الأصول الثابتة، أما نسب المردودية بينت عدم وجود مردودية في المؤسسة. أما نسب المديونية بينت أن موارد المؤسسة مشكلة بالديون مما يعني عدم استقلالية المؤسسة مالياً.

I. المراجع باللغة العربية:

- الأحسن رفيق، أهمية تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل ظروف عدم التأكد، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة المدية، يحي فارس، 2012.
- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، 2006.
- أمين السيد أحمد لطفي، تقييم المشرعات الاستثمارية باستخدام مونت كارلو للمحاكاة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- أمينة بوثلجة، التسيير المالي والمحاسبي أعمال نهاية السنة وفق النظام المحاسبي المالي SCF، الصفحات الزرقاء، 2016.
- أندراوس عاطف ولیم، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2006، ص22.
- بانه وليد ناصر، تقييم الأداء المالي للمصارف الخاصة في سورية باستخدام مؤشرات CAEL، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، سورية، 2012.
- بن ابراهيم الغالي، إتخاذ القرارات الإستثمارية في البنوك الإسلامية: من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية-دراسة حالة بنك البركة الجزائري ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه منشورة، جامعة بسكرة، 2012-2013.
- بن ربيع خليفة، الواضح في المحاسبة المالية وفق المعايير الدولية، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، 2010.
- بن شاعة وليد، علماوي أحمد، بن أوزينة حفص، دراسات الجدوى الاقتصادية كآلية لنجاح المشاريع الاستثمارية، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، المجلد 03، العدد 02، جامعة زيان عاشور، الجلفة.
- بوشارب ناصر، بلبال حسناوي، (2015)، الهندسة المالية بين الواقع التقليدي والبديل الإسلامي، مجلة التكامل الاقتصادي، العدد 03، جامعة أدرار، الجزائر.
- بوشارب ناصر، بلبال حسناوي، الهندسة المالية بين الواقع التقليدي والبديل الإسلامي، مجلة التكامل الاقتصادي، العدد 03، جامعة أدرار، الجزائر، 2015.
- بوطورة فضيلة ، سمالي نوفل، رشم محمد حسن، التوريق الإسلامي كبديل شرعي لأحد منتجات الهندسة المالية التقليدية(التوريق التقليدي)، مجلة دفاتر اقتصادية، العدد 01، المجلد 10، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2019.
- بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير منشورة، جامعة فرحات عباس سطيف، 2011.

قائمة المراجع

- الجميلي حميد جاسم، جبران عبدالحليم محمد، الجدوى الاقتصادية وتقييم المشاريع (القضايا ومنظومة المعايير المستخدمة)، الطبعة الأولى، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- حاكم الربيعي، المشتقات المالية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2011.
- الحناوي صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2000.
- حنفي زكي عيد، دراسة الجدوى للمشروعات الاستثمارية، دار البيان، مصر، دون طبعة، 1997.
- حياة نجار، محاضرات في التحليل المالي للمؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، 2016.
- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- دياب محمد، دراسة الجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشاريع، دار المنهل اللبنانية للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2007.
- رانية كوثر راجي، إبراهيم بومزايد، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، العدد: 10، 2018.
- رضوان سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر الجامعي، مصر، القاهرة، 2005، ص ص 77-94.
- ريتشارد شرويد وآخرون، تقييم المؤسسة، ترجمة خالد علي احمد كاجيجي، دار المريخ، السعودية 2006.
- زبيدة سمروود، جمال الدين سحنون، دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي عن طريق مؤشرات التوازن (دراسة حالة المؤسسة الوطنية للسكك الحديدية Anesrif للفترة (2017-2018)، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، المجلد 06، العدد 03، 2020.
- سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات: دراسة مقارنة الجزائر، المغرب وتونس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير منشورة، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2003-2004.
- سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها-دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- السيد عليوه، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، مصر، 2006.
- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة نقدية تحليلية، دار الفكر، دمشق، 2002.
- شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقا للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2012.

قائمة المراجع

- شنوف شعيب، محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية، مكتبة الشركة الجزائرية بوداود، الجزائر، 2008.
- صلاح الدين حميد، دراسات الجدوى كيف تعدها بنفسك؟، دار الفكر العربي، القاهرة، 2000.
- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، الأردن، 1997.
- طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- طروبيا ندير، الهندسة المالية الإسلامية كإستراتيجية لعلاج تصدع النظام المالي الدولي (رؤية تحليلية لما هو كائن وما ينبغي أن يكون)، الملتقى الوطني الثاني حول: واقع الهندسة المالية وأفاق تطبيقها في الجزائر، 28-29 أكتوبر 2014، جامعة أدرار، ص 05.
- عاشور كتوش، المحاسبة العامة أصول ومبادئ وآليات سير الحسابات وفق النظام المحاسبي المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011.
- عبد الحميد عبد المطلب، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2006.
- عبد الرحمن عطية، المحاسبة العامة وفق النظام المحاسبي المالي، الطبعة الثانية، دار النشر جيطلي، برج بوعريش، 2010.
- عبد الرحيم عاطف جابر طه، دراسات الجدوى، الناشر المركز الدولي للتنمية الإدارية والدراسات القانونية، 2010 .
- علاء الدين الرفاتي، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير منشورة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2007.
- علاوي لخضر، المحاسبة المعقدة وفق النظام المحاسبي المالي SCF، الصفحات الزرقاء، الجزائر.
- علي محمد عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، دون طبعة، 2019.
- عوادي مصطفى، المعالجة المحاسبية للاهلاك التثبيتات حسب النظام المحاسبي المالي، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، العدد 05، 2012.
- العيساوي كاظم جاسم، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات (تحليل نظري وتطبيقي)، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004.
- غربي حمزة، السياسات المالية للمؤسسة، مطبوعة بيداغوجية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، جامعة المسيلة، 2015-2016.
- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، 2010.

قائمة المراجع

- فداوي أمينة، المحاسبة المعمقة، مطبوعة بيداغوجية، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2016-2017.
- فراح خالدي، مطبوعة مستوفاة لمقياس التقييم المالي للمؤسسة - محاضرات مدعمة بمسائل تدريبية - ، مطبوعة بيداغوجية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، دون سنة نشر.
- فيصل محمود الشوورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، 2008.
- فيصل محمود الشوورة، مبادئ الإدارة المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013.
- ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2011.
- مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، 2009.
- محمد علي أحمد السيدية، محاسبة التكاليف دراسة نظرية وإجراءات تطبيقية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية) ، الطبعة الخامسة، دار وائل، الأردن، 2009.
- محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2009.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- مروان شموط وكنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2005.
- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتخيل المالي، دار المستقبل للنشر، عمان، الأردن، 2000.
- مليكة زغيب وميلود بوشقير، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث إدارة المخاطر :الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني: المشتقات، المكتب العربي الحديث، القاهرة، مصر، 2009.
- منير شاكل محمود، التحليل المالي: مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.
- الموسوي ضياء مجيد، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003.
- نبيل بوفليح، دروس وتطبيقات في التحليل المالي حسب النظام المحاسبي المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2019.
- نجم عبود نجم، مدخل إلى إدارة المشروعات، ط1 ، الوراق للنشر و التوزيع، عمان ،الأردن ، 2013 . -

قائمة المراجع

- نعيم نمر داود، دراسة الجدوى الاقتصادية، دار البداية، عمان- الأردن، 2011.
- نور الدين تمجدين، دراسة الجدوى الاقتصادية بين المتطلبات النظرية والإشكالات العلمية، مجلة الباحث، المجلد 07، العدد 07، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010.
- هادي أحمد محمد الصياد، أهمية التحليل المالي كنظام للمعلومات في توفير المعلومات اللازمة لمتخذي القرارات المالية - دراسة ميدانية لعينة من الوحدات الاقتصادية في اليمن - أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر، 2010.
- هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2014.
- هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، 1999.
- هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، منشورة، جامعة الجزائر، 2008.
- هوارى سويسى، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، المجلد، العدد 07، 2009-2010.
- يحيى بن حمد النعيمي، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تمويل رأس المال العامل، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه منشورة، جامعة اليرموك، الأردن، 2010، ص 11.
- يزيد تقيارت، استخدام أدوات التحليل المالي في تشخيص الوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية في ظل الإصلاح لمحاسبي دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنتاج اللوالب والسكاكين والصنابير "bcr" بولاية سطيف - للفترات المالية (2011- 2014)، مجلة بحوث، المجلد 11، العدد 02، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2017.
- يوحنا آل آدم وسليمان اللوزي، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم كفاءة أداء المنظمات، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2005.
- يوسف بومدين، فاتح ساحل، تيسير التسيير المالي، دار بلقيس، الجزائر، 2016.
- يوسف قريشي وإلياس بن الساسي، التسيير المالي: الإدارة المالية-دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.

II. المراجع باللغة الأجنبية:

- Banean. J, **Gestion Financière**, Dunod, 13^{eme} Edition, France, 2004.
- Bernard laget, **Les nouveaux outils financiers**, Top édition, France, 1990.

- Bertrand Jaquillat et Bruno Solnik, **marchés financiers, gestion de portefeuille et des risques**, dunod, France, 2002.
- Brilman, J. M. , **Manuel d'évaluation des entreprises**, Les edition d'organisation, Paris,1993
- Charles P. Jones, **Investment Analysis and Management**, 12th ed, John Wiley and Sons, USA, 2013.
- Claude Ann et Gérard Chaigneau, **mathématique financière(gestion)**, édition ellipses, France, 2007.
- Corbel.J, **management de projet fondamentaux méthodes outils**,Éditons d'organisation , Paris , 2003.
- Corhay Albert «Mbangala Mapapa, **Fondement de gestion Financiere** , Les edition de l universite de liege, 2007.
- Dayan Armand et Autre, " **Manuel de gestion**" Volume 2, Ellipses. Auf, France, 1999.
- Jacques Margerin et Gérard Ausset, **Investissement et financement**, édition courcoux , Paris,1990.
- Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, **Gestion financière**, 11ème édition, Dunod, Paris,2002.
- Jobard Jean pierre et pierre grégory, **Gestion**, édition Dalloz, France, 1995.
- John F. Marshall, **Dictionary of Financial Engineering**, wiley series in financial engineering, New York, John Wiley and sons , 2000.
- Josette Peyrard, La bourse, 2ème édition, vuibert entreprise, France, 1993.
- LA BRUSLERIE, H. **Analyse financière : Information financière, évaluation, diagnostic**. 5ème édition. Paris : DUNORD, 2014.
- Mandou Cyrille, **Procédures de choix d'investissement : Principes et application**, Edition DE Boeck Université, Bruxelles, 2009.
- MAUGUIERE Henri, **l'Evaluation des Entreprises Non Cotées**, édition Dunod, Paris,1990.
- Michelle de Mourgues, Macroéconomie monétaire ,Edition Economica, France, 2000.
- Miloud Boubeker, **Investissement et Stratégie de Développement**, OPU, Alger,1998.
- Olivier Picon,"**la bourse: ses mécanismes**géré son portefeuille-réussir ses placements", 14eme édition, Encyclopédie Delmas, France, 2000.
- Pierre cabane, **L'essentiel de la Finance**, Edition d'Organisation, France, 2004.
- Simon PARIENTE, **Analyse financière et évaluation d'entreprise, méthodologie-diagnostic**prix d'offre, Pearson France, 2013.
- Stephen A Ross and others, **corporate finance fundamentals**, mc Graw-hill international edition, 7th edition, American united states, 2006.
- Yves c, **performance du système d'information: analyse de la valeur, organisation et management**, dunod, 1^{ère} édition, France, 2007.
- Zopounidis, Cainonstan, & Doumpos, Michael.(2000).Intelligent Decision Aiding Systems Based on Multiple Criteria for Fainancial Engineering, **Journal of Multi-Criteria Decision Analysis**, Vol.9, No.6.