

جامعة باجي مختار - عنابة

UNIVERSITE BADJI MOKHTAR – ANNABA



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

Faculté des Sciences Economiques et Sciences de Gestion

ميدان التكوين في العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

مطبوعة بيداغوجية

محاضرات في التحليل المالي

دروس وتمارين تطبيقي

مقياس: التحليل المالي

تخصص: إدارة مالية

السنة الثالثة ليسانس

د/ حولي محمد

أستاذ محاضر "أ"

جامعة باجي مختار - عنابة

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

السنة الجامعية: 2020/2019

محاضرات في التحليل المالي

دروس وتمارين تطبيقية

تقديم:

تعرف المؤسسة بأنها مجموعة من الموارد المادية والبشرية والمالية التي تعمل في شكل وظائف متناسقة بهدف الوصول إلى تحقيق أهداف معينة غالبا ما تكون هذه الأهداف تحقيق الربح وضمان البقاء والاستمرارية. وتتمثل هذه الوظائف المتناسقة عموما في خمس وظائف: وظيفة التموين، وظيفة الإنتاج، وظيفة التسويق، الإدارة، والوظيفة المالية. بحيث تعتبر هذه الأخيرة وظيفة في غاية الأهمية والحساسية كونها تمثل العصب الأساسي للمؤسسة وبدونها تتوقف عن مزاوله مهامها، فلا يمكن تصور مؤسسة بدون مال، فالمال في المؤسسة كالدّم في جسم الإنسان، والوظيفة المالية تعتبر كالقلب النابض في جسم الإنسان.

تعتبر الوظيفة المالية مجموعة من المهام والأنشطة التي تقوم بها مصلحة أو قسم معين داخل المؤسسة، وتهدف إلى إدارة موارد المالية سواء الداخلة أو الخارجة من المؤسسة، كما تهدف إلى البحث عن الموارد المالية الضرورية لتلبية احتياجات المؤسسة وضمان الاستخدام الأمثل لها. ومن هنا نخلص أن دور الوظيفة المالية يتمثل في ضمان الصحة المالية الجيدة للمؤسسة والتي سوف تضمن لها التقدم والنمو والبقاء في السوق التي تنشط فيه.

بالنسبة للوظيفة المالية يديرها مدير مالي أو مسير مالي، توكل إليه مهمة إدارة المؤسسة ماليا، ويتجلى دوره في اتخاذ قرارات سليمة وصائبة في المدى القصير و الطويل، ولا يمكن للمسير المالي اتخاذ اي قرار إلا من خلال الاستعانة بمجموعة من الأدوات، تعرف بأدوات التحليل المالي والتي تشكل في مجملها مكونات هذا المقياس.

فالتحليل المالي هو مجموعة من الطرق والأدوات الإحصائية والرياضية التي يقوم بها المسير المالي على البيانات المالية والقوائم المالية بغرض تقييم أداء المؤسسة الماضي والحاضر، وتصور ما سوف تكون عليه في المستقبل. فالتحليل المالي في جوهره لا يخرج عن الدراسة التفصيلية للبيانات المالية، والارتباط فيما بينها، وإثارة أسئلة حول مدلولها ومحاولة تفسير الأسباب التي أدت إلى ظهور هذه البيانات بالكميات التي هي عليها، مما يساعد على اكتشاف نقاط القوة والضعف في السياسات المالية للمؤسسة.

تهدف هذه المطبوعة البيداغوجية، من خلال تقاربها مع البرنامج المقترح لمقياس التحليل المالي والذي يتضمنه عرض التكوين لتخصص إدارة مالية، على مستوى التكوين في الطور الأول، إلى محاولة تبسيط

المادة وتعريف الطلبة بالتحليل المالي وأهميته والمعايير التي تحكمه، والأسس الذي يُبنى عليها باعتباره أحد المواضيع المهمة في حقل الإدارة المالية بالإضافة إلى دراسة مختلف الطرق والإجراءات والمهارات الضرورية لتحليل الوضعية المالية للمؤسسة والخروج بنقاط القوة والضعف فيها باستخدام العديد من الأساليب والمقاربات، وإعداد الطالب ليتمكن من القيام بالمهمة وإنجازها بأداء مقبول.

وعلى وجه الخصوص فإن جملة المحاضرات التي ستقدم في هذا المقام، تهدف في مجملها إلى تعريف الطلبة بالتحليل المالي ومختلف المفاهيم المتعلقة به، حتى تساعدكم على توظيف مكتسباتهم وكفاءاتهم في مجال تخصصهم سواء لمواصلة دراساتهم العليا أو عند الولوج إلى عالم العمل:

- ✓ اكتساب المفاهيم الأساسية المرتبطة بمالية المؤسسة والبنية المالية لها،
- ✓ تدريب الطالب على أساليب التحليل المالي، ومناهج اتخاذ القرارات المالية،
- ✓ خلق كفاءات لتحليل وتقييم الأداء المالي للمؤسسة.

تعتبر هذه المطبوعة إطارا مرجعيا للطلبة وذلك لما تتضمنه من مفاهيم ومحتوى بيداغوجي يتماشى مع النظام المحاسبي المالي، ومن خلال متابعة البرنامج البيداغوجي المصادق عليه من طرف اللجنة البيداغوجية الوطنية لميدان التكوين في العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية يومي 11 و 12 جانفي 2015 والمتعلق بإعداد برامج الوحدات الأساسية لعروض التكوين ليسانس حسب المدونة الجديدة، تم العمل على تقسيم المطبوعة إلى ستة فصول تتخللها تطبيقات من وحي الواقع العملي.

المنطلق كان بدراسة الإطار العام للتحليل المالي من خلال التركيز على مفهومه، أهدافه، المعايير التي تحكمه ومصادر معلوماته لبناء الأرضية وتكوين فكرة حوله، ثم انتقلنا بذهن الطالب في الفصول الأخرى إلى عرض مختلف المقاربات المتعلقة بالتحليل المالي الساكن من خلال مقارنة الذمة المالية و المقاربة الوظيفية وتحديد القصور الذي حام حوله، والتي استدعت الحاجة إلى ظهور التحليل المالي الديناميكي، هذا الأخير ركز على سلوك الوضعية المالية بدل التركيز على تحليل الوضعية المالية من خلال جدول التمويل وجدول تدفقات الخزينة. وبهذه الأجزاء ينتهي عمل المحلل المالي، ولتكتمل الصورة ما بعد التحليل تأتي مرحلة اتخاذ القرارات المالية الاستثمارية والتمويلية، فقد خصصنا الأجزاء المتبقية إلى دراسة أثر الرفع المالي، والنظريات المفسرة لهيكل رأس المال.

المطبوعة موجهة لطلبة إدارة المالية، قسم علوم التسيير بشكل خاص، ولكل تخصصات شعبة العلوم المالية على مستوى الكلية (محاسبة ومالية، محاسبة ومراجعة) عموما.

الفهرس

الصفحة	العنوان
01	تقديم
03	الفهرس
32-07	الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي
07	1: ماهية التحليل المالي
07	1-1: لمحة تاريخية عن التحليل المالي
08	2-1: مفهوم التحليل المالي
10	3-1: أهداف التحليل المالي
11	4-1: أهمية التحليل المالي
11	02: استعمالات، معايير، وأنواع التحليل المالي
12	1-2: استعمالات التحليل المالي
13	2-2: معايير التحليل المالي
14	3-2: أنواع التحليل المالي
15	4-2: الجهات المهمة بالتحليل المالي
16	5-2: نتائج التحليل المالي
17	03: مقومات ومنهجية التحليل المالي
17	1-3: مقومات التحليل المالي
17	2-3: منهجية التحليل المالي
18	04: القوائم المالية المستخدمة في التحليل المالي
18	1-4: قائمة المركز المالي
24	2-4: جدول حسابات النتائج
27	3-4: جدول تدفقات الخزينة
32	4-4: جدول تغيرات رؤوس الأموال
49-33	الفصل الثاني: التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي
33	1: مفهوم التحليل المالي من المنظور السيولي
34	2: مؤشرات التحليل المالي من المنظور السيولي
34	1-2: مؤشرات التحليل المالي السيولي على المدى البعيد
41	2-2: مؤشرات التحليل المالي السيولي على المدى القصير

43	انتقادات التحليل المالي من المنظور السيولي.....	03
44	تمرين تطبيقي.....	04
71-50	الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي	
50	مفهوم التحليل المالي من المنظور الوظيفي.....	1:
50	تكوين الميزانية الوظيفية.....	2:
53	مؤشرات التحليل المالي الوظيفي.....	3:
53	رأس المال العامل الصافي الإجمالي FRNg.....	1-3:
54	الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي BFRg.....	2-3:
56	الخزينة Tr.....	3-3:
58	حالات عجز الخزينة.....	4:
62	طريقة الخبراء "الأيام" كأداة لتسيير عناصر دورة الاستغلال.....	5:
62	إعداد جدول هيكل رأس المال العامل.....	1-5:
63	حساب الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFre.....	2-5:
63	انتقادات التحليل المالي من المنظور الوظيفي.....	6:
65	تمرين تطبيقي.....	7:
69	تمرين تطبيقي.....	8:
82-72	الفصل الرابع: التحليل المالي الديناميكي	
72	مفهوم التحليل المالي عن طريق التدفقات المالية.....	1:
73	جدول تغيرات أقسام الميزانية.....	2:
73	جدول التمويل.....	3:
73	المفهوم.....	1-3:
73	أهمية جدول التمويل.....	2-3:
74	بناء جدول التمويل.....	3-3:
75	التحليل باستخدام جدول التمويل.....	4-3:
76	الانتقادات الموجهة لجدول التمويل.....	5-3:
76	جدول تدفقات الخزينة.....	4:
76	مفهوم جدول تدفقات الخزينة.....	1-4:
77	أهداف جدول تدفقات الخزينة.....	2-4:
77	مكونات جدول تدفقات الخزينة.....	3-4:
80	تمرين تطبيقي.....	5:

112-83	الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي	
83	1: ماهية المردودية.....	
83	1-1 : مفهوم المردودية.....	
84	2-1: أهداف المردودية.....	
85	3-1: مكونات المردودية.....	
86	4-1: أنواع المردودية.....	
87	2: عموميات حول المردودية الاقتصادية.....	
88	1-2: مفهوم المردودية الاقتصادية.....	
88	2-2: طرق قياس المردودية الاقتصادية.....	
90	3: دراسة المردودية المالية.....	
90	1-3: مفهوم المردودية المالية.....	
91	2-3: قياس المردودية المالية	
92	4: نظرية الرفع.....	
92	1-4: الرفع التشغيلي.....	
95	2-4: الرفع المالي.....	
99	3-4: الرفع المجمع.....	
101	5: علاقة الرفع المالي بمردودية المؤسسة.....	
103	1-5: حالات أثر الرفع المالي.....	
103	2-5: الصيغة الرياضية لأثر الرفع المالي.....	
105	3-5: حدود أثر الرفع المالي.....	
106	6: تمرين تطبيقي.....	
128-113	الفصل السادس : النظريات المفسرة لهيكل رأس المال	
113	1: مفهوم هيكل رأس المال.....	
115	2: مكونات هيكل رأس المال.....	
115	1-2: مصادر التمويل المملوكة.....	
117	2-2: مصادر التمويل المقترضة طويلة ومتوسطة الأجل.....	
118	3: العوامل المؤثرة في اختيار هيكل رأس المال.....	
120	4: عرض مختلف النظريات التي تطرقت لهيكل رأس المال.....	
120	1-4: النظريات المؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل.....	
123	2-4: النظريات المعارضة لوجود هيكل مالي أمثل.....	

125	النظريات الحديثة المفسرة لهيكل رأس المال.....	3-4:
134-129	قائمة المراجع.....	

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

تمهيد

من أجل اتخاذ قرارات إدارية رشيدة وتحقيق أهداف المؤسسة، فإن على المدير المالي أن يستخدم الأداة الملائمة لتوفير البيانات والمعلومات التي يعتمد عليها في تحسين أداء المؤسسة، ومن أهم هذه الأدوات التحليل المالي، حيث يعتبر التحليل المالي في محيط الأعمال موضوع هام من مواضيع الإدارة المالية ولقد ظهرت أهميته في ميدان الائتمان والاستثمار، وانتقلت بعد ذلك إلى الميادين المتنوعة للإدارة المالية كوسيلة من وسائل التخطيط والرقابة، ويرتبط التحليل المالي بالإدارة المالية فهو الذي يزودها بوسائل التخطيط المالي والرقابة المالية وكذلك الحصول على الأموال بهدف استثمارها، ويرى البعض أن التحليل المالي هو الأداة الرئيسية لتقييم وتحسين الأداء حيث يعبر الأداء عن مستوى نشاط المؤسسة ويعد الداعم الأساسي لمختلف الأعمال التي تمارسها.

1- ماهية التحليل المالي

يقوم التحليل المالي على دراسة القوائم المالية، كما يشتمل على دراسة وتحليل ماضي وحاضر الوضع المالي، ونتائج الأعمال لمؤسسة معينة وتوقع ما ستكون عليه مستقبلاً، وبالتالي للتحليل المالي أهمية كبيرة في المؤسسات ترجع جذورها إلى بداية ظهوره وتطوره.

1-1- لمحة تاريخية عن التحليل المالي

بدأ الاهتمام بالتحليل المالي مع بداية القرن التاسع عشر، وخاصة مع ازدياد انتشار شركات المساهمة بما فرضته من فصل بين الإدارة والملكية، وفي البداية انصب الاهتمام على قائمة المركز المالي باعتبارها القائمة الأهم وكان جل الاهتمام في التحليل ينصب على مصادر التمويل طويل الأجل؛

ولكن مع تطور الصناعة والتجارة اتضح ضعف هذا التحليل، وظهر في بداية العشرينات من القرن الماضي بعض الدراسات المبنية على مؤسسات مختلفة باستعمال عدد كبير من النسب المالية؛

ولقد فرضت أزمة الكساد العالمية (1929-1933)، بما أفرزته من إفلاس لمؤسسات كثيرة في العالم إلى توجه الاهتمام في التحليل المالي إلى قضيتين رئيسيتين، الأولى هي دراسة سيولة المؤسسات وخاصة أن غالبيتها أفلست بسبب وضع السيولة لديها، والثانية هي الربحية والمقدرة على المنافسة⁽¹⁾.

(1) : منير شاكر محمد وآخرون : التحليل المالي : مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية ، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص10.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

وهناك عدة عوامل سارعت بظهور التحليل المالي كقاعدة للتحليل وتقييم أداء المؤسسات حيث يمكن تلخيص هذه الأخيرة في ما يلي⁽¹⁾:

- **الثورة الصناعية وظهور الشركات الكبيرة:** أدت الثورة الصناعية إلى ظهور عمليات الإنتاج الكبيرة، مما نتج عنه ظهور شركات عملاقة خاصة منها شركات المساهمة، والتي يكون فيها الانفصال بين الإدارة والملاك أو المساهمين، وبالتالي كان من الضرورة إيجاد وسيلة تمكن المستثمرين من متابعة نتائج المؤسسات التي يستثمرون فيها أموالها؛

- **ظهور الائتمان كمصدر للتمويل:** حيث أن شركات التمويل والبنوك المقرضة، تهتم بشكل أساسي بعملية اتخاذ قرار التمويل من عدمه بناء على المؤشرات التي تغطيها نتائج التحليل المالي؛

- **ظهور البورصات الخاصة بالأوراق المالية:** إن قوانين البورصة تقتضي ضرورة أن تقوم المؤسسات التي تطرح أسهمها للاكتتاب، بعرض وبشكل مفصل قوائمها المالية، حتى يتمكن المستثمرين من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية؛

- **التدخل الحكومي في كيفية إنجاز القوائم المالية:** رغبة من الحكومات في توفير قدر من الأمان للمستثمرين، قامت بوضع القوانين والتشريعات التي تقتضي بضرورة أن تقوم المؤسسات بتبويب قوائمها المالية وعرض بياناتها المالية بشكل يسمح للمساهمين والأطراف الأخرى بالتعرف على نتائج المؤسسة؛

- **الكساد الكبير:** ساد الولايات المتحدة في فترة الثلاثينات من القرن المنصرم وهذا الكساد عجل بالبحث عن أداة تراقب وتتنبأ بالمستقبل المالي للمؤسسة.

1-2- مفهوم التحليل المالي

يحتل التحليل المالي مكانة مرموقة لدى المؤسسات، سواء تلك التي تؤسس حديثاً أو تلك المستمرة في أنشطتها وذلك لدوره في تسهيل اتخاذ القرارات، كما يعد التحليل المالي من الأنشطة الهامة للإدارة المالية للمؤسسة كونه إحدى أهم أدواتها في التخطيط المالي وكونه أداة يستفيد منها: المقرضون، الجهات الحكومية، العاملون والمتعاملون في الأسواق المالية؛

وللتحليل المالي عدة تعاريف نستعرض أهمها في ما يلي :

(1) : بن مالك عمار : المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء ، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة المنتوري ، قسنطينة، 2011، ص08.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

- **التحليل المالي هو دراسة محاسبية:** التحليل المالي هو فحص القوائم المالية والبيانات المنشورة لمؤسسة معينة لفترة أو فترات ماضية قصد تقديم المعلومات التي تقيدها؛

- **التحليل المالي هو دراسة تنبؤية:** إن التحليل المالي هو عبارة عن مجموعة من الدراسات التي تجرى على البيانات المالية، بهدف بلورة المعلومات وتوضيح مداولتها، وهو يساعد في تقييم الماضي كما يساهم في الاستطلاع على المستقبل وتشخيص المشكلات وكذا الخطوط الواجب إتباعها⁽¹⁾؛

- **التحليل المالي وسيلة للقيام بدراسة تخطيطية:** يعتبر التحليل المالي خطوة تمهيدية ضرورية للتخطيط المالي، إذ من الضروري التعرف على المركز المالي والسياسات المختلفة التي تؤثر على الربح؛

والتحليل المالي هو عملية تحويل الكم الهائل من البيانات المالية التاريخية المدونة بالقوائم المالية (قائمة المركز المالي وقائمة الدخل) إلى كم أقل من المعلومات أكثر فائدة لعملية اتخاذ القرار، ويتناول التحليل المالي هذه المعلومات بالتدقيق والتحليل والتفسير والتقييم⁽²⁾؛

وبناء على ماسبق تعددت تعريف التحليل المالي والتي يمكن إختصارها في ما يلي⁽³⁾:

- التحليل المالي عبارة عن معالجة منظمة للبيانات المتاحة، يهدف للحصول على معلومات تستعمل في عملية اتخاذ القرار وتقييم أداء المؤسسات في الماضي والحاضر، وتوقع ما ستكون عليه في المستقبل؛

- التحليل المالي هو دراسة للقوائم المالية بعد تبويبها باستخدام الأساليب الكمية، وذلك بهدف إظهار الارتباطات بين عناصرها والتغيرات الطارئة على هذه العناصر وحجم وأثر هذه التغيرات، واشتقاق مجموعة من المؤشرات التي تساعد على دراسة وضع المؤسسة من الناحية التشغيلية والتمويلية والاستثمارية وتقييم أداء هذه المؤسسات، وكذلك تقديم المعلومات اللازمة للأطراف المستفيدة من أجل اتخاذ القرارات الإدارية السليمة.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن التحليل المالي هو عملية إعادة تكوين البيانات المتاحة للحصول على معلومات قابلة للاستخدام من قبل الآخرين، ويقوم على إيجاد العلاقة التي تتكون منها القوائم المالية والمعايير المستخدمة لقياس كفاءة الأداء واقتراح الطرق والوسائل اللازمة لمعالجة نقاط الضعف وتعزيز نقاط القوة.

⁽¹⁾: خلدون إبراهيم شريفات : الإدارة والتحليل المالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2001، ص93.

⁽²⁾: حسن محمد كامل : التحليل المالي ، دار الجامعة للنشر والتوزيع، الإسكندرية ، مصر 1986 ، ص35.

⁽³⁾: وليد ناجي الحياي : الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2000، ص20.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

1-3: أهداف التحليل المالي

يهدف التحليل المالي بشكل عام إلى تقييم وتحسين أداء المؤسسة من زوايا متعددة، وكيفية تحقيق أهداف مستخدمي المعلومات وممن لهم مصالح مالية في المؤسسة، وذلك بقصد تحديد مواطن القوة والضعف ومن تم الاستفادة من المعلومات التي يوفرها التحليل المالي لهم في ترشيد قراراتهم المالية ذات العلاقة بالمؤسسة؛

والهدف من استعمال التحليل المالي هو إثارة الأسئلة وتوجيه الانتباه إلى النقاط الحساسة، التي تستوجب الدراسة ووضع الحلول التي غالبا ما تأتي على شكل سياسات مالية وإنتاجية وبيعية تطبقها المؤسسة وكما هو معلوم فإن وضع السياسات للمؤسسة ليس من مسؤوليات المحلل المالي ولكن هذا لا يمنعه من تقديم الاقتراحات والتوصيات بما تدله خبرته عليه من حلول وإجابات تنطلق من الأسئلة التي يبرزها التحليل المالي عن الوضع المالي⁽¹⁾. ويمكن إيجاز أهداف التحليل المالي في ما يلي⁽²⁾:

1-3-1- بالنسبة للمؤسسة

تعتبر نتائج التحليل المالي من أهم الأسس التي يستند عليها متخذ القرار من أجل الحكم على مدى كفاءة الإدارة وقدرتها على تحقيق استثمار أفضل، وبالتالي فإن التحليل المالي يهدف إلى:

- ✓ تقييم الوضع المالي والنقدي للمؤسسة؛
- ✓ تقييم نتائج قرارات الاستثمار والتمويل؛
- ✓ تحديد مختلف الانحرافات التي تخللت أداء المؤسسة مع تشخيص أسبابها؛
- ✓ التنبؤ باحتمالات الفشل التي تواجه المؤسسة؛
- ✓ الاستفادة من نتائج التحليل لإعداد الموازنات والخطط المستقبلية؛
- ✓ تحديد الفرص المتاحة أمام المؤسسة والتي يمكن استثمارها؛
- ✓ يعتبر التحليل المالي مصدرا للمعلومات الكمية والنوعية لمتخذي القرار.

1-3-2- بالنسبة للمتعاملين مع المؤسسة

- حتى الأطراف المتعاملة مع المؤسسة لها أهداف من وراء التحليل المالي حيث تهدف إلى:
- ✓ إجراء ملاحظات حول الأعمال التي تقوم بها المؤسسة في الميدان المالي؛
 - ✓ تقييم النتائج المالية وبواسطتها تحديد الأرقام الخاضعة للضرائب؛
 - ✓ الموافقة أو الرفض على طلب المؤسسة من أجل الاستفادة من القرض؛
 - ✓ تقييم الوضعية المالية ومدى استطاعة المؤسسة تحمل فوائد القروض.

(1): مبارك لسلوس : التسيير المالي ، الطبعة الثانية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر 2012، ص16.

(2): بن مالك عمار : مرجع سابق، ص13.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

1-4 - أهمية التحليل المالي

إن التحليل المالي ذو أهمية كبيرة لعملية التخطيط المالي للمؤسسة، وحتى يتمكن المدير من وضع الخطط المالية لابد من معرفة المركز المالي للمؤسسة، فالتحليل المالي هو وسيلة المدير المالي لمعرفة قدرات المؤسسة المالية والإدارية، وبالإضافة إلى ذلك أصبح التحليل المالي يستعمل كوسيلة لتقييم أداء المؤسسة ككل والحكم على مركزها المالي وإدارتها، بحيث تبرز من قوائمها المالية نواحي القوة والضعف فيها.

وأهمية التحليل المالي تتبع باعتباره أحد مجالات المعرفة الاجتماعية، التي تهتم بدراسة البيانات ذات العلاقة بموضوع التحليل، لتحقيق المراقبة الجيدة على استخدام الموارد المالية المتاحة في المؤسسة، وهو بالتالي يعتبر أحد الأدوات العملية من قبل إدارة المؤسسة لمراقبة أنشطتها، من خلال توضيح العلاقات بين البيانات المالية، والتغيرات التي تطرأ عليها خلال فترة زمنية محددة، أو فترات زمنية متعددة إضافة إلى بيان حجم هذا التغير على أداء المؤسسة والهيكل المالي العام وبالتالي يساعد التحليل المالي في الإجابة عن التساؤلات التي تطرحها الجهات المعنية بالمشروع⁽¹⁾.

ويمكن القول أن أهمية التحليل المالي تتمثل في ما يلي :

- ✓ معرفة الوضع المالي السائد في المؤسسة؛
- ✓ تحديد قدرة المؤسسة على الاقتراض والوفاء بالديون في الوقت المناسب؛
- ✓ الحكم على مدى كفاءة إدارة المؤسسة؛
- ✓ الوصول إلى القيمة الاستثمارية للمؤسسة وجدوى الاستثمار فيها؛
- ✓ الحكم على مدى صلاحية السياسات المالية والتشغيلية والبيعية والتخطيطية لها.
- ✓ يساعد على التخطيط المستقبلي وحماية المؤسسة من الانحرافات المحتملة؛

2- استعمالات ، معايير وأنواع التحليل المالي

هناك عدة استعمالات للتحليل المالي، يتوقف كل منها على نوع التحليل المطلوب والجهة التي تستخدم هذا التحليل، كما ينطوي التحليل المالي على عدة معايير وأنواع، وهذا ما سنتطرق إليه من خلال هذا العنصر.

(1): فايز سليم حداد: الإدارة المالية ، الطبعة الثالثة ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن 2010، ص40.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

1-2 - استعمالات التحليل المالي

ومن أهمها مايلي⁽¹⁾:

- **التحليل الائتماني:** يقوم بهذا التحليل المقرض ويهدف إلى التعرف على مقدرة المدين على السداد أو الوفاء بالتزاماته المالية والتعرف على الأخطار المتوقع أن يواجهها في علاقته مع المقرض (المدين)؛

- **التحليل الاستثماري:** يستخدم هذا التحليل في تقييم الاستثمار في أسهم المؤسسات وسندات القرض وبالتالي تقييم المؤسسات نفسها والذي يعود بالفائدة على الأفراد والمؤسسات، ويقوم بهذا التحليل جمهور المستثمرين وذلك لتقييم استثماراتهم في أسهم المؤسسات، كذلك للمحافظة على سلامة استثمارهم وكفاية عوائدها؛

- **تحليل الاندماج :** في حالة رغبة المؤسسة شراء مؤسسة أخرى، تقوم المؤسسة المشتري بعملية التقييم وتقدر قيمة المؤسسة المرغوب شرائها كما تقدر الأداء المستقبلي لها، وفي الوقت نفسه تتولى الإدارة المالية للمؤسسة المبيعة القيام بنفس عملية التحليل، لأجل تقييم العرض المقدم لها والحكم على مدى ملائمتها له؛

- **التخطيط المالي:** يعتبر التخطيط المالي من أهم الوظائف الإدارية وتتمثل هذه العملية بوضع تصور لأداء المؤسسة المتوقع في المستقبل، وهنا تلعب أدوات التحليل المالي دورا هاما في هذه العملية، من حيث تقييم الأداء السابق وتقدير الأداء المتوقع مستقبلا؛

- **تحليل النمو:** ويقصد به تقييم ربحية المؤسسة، وكفاءتها في إدارة الأصول وتوازنها المالي وسيولتها والاتجاهات التي تتخذها في النمو، وكذلك مقارنة أدائها بالمؤسسات الأخرى والتي تعمل في نفس المجال؛

- **الجهات الرسمية:** تقوم الجهات الرسمية الممثلة بالدوائر الحكومية، بأعمال التحليل المالي لتحقيق الأغراض التالية:

✓ التسعير لإنتاج المؤسسة أو خدماتها؛

✓ متابعة نمو وتطور المؤسسات و خاصة الصناعية منها.

- **تحليل تقييم الأداء:** هذا النوع من التحليل تهتم به الأطراف التي لها علاقة بالمؤسسة مثل: الإدارة المستثمرين والمقرضين وتعتبر أدوات التحليل المالي أدوات مثالية لتحقيق هذه الغاية، لما لها من القدرة على تقييم ربحية المؤسسة وما يتعلق بكافة مجالاتها⁽²⁾.

(1) : مؤيد عبد الرحمان الدوري، نور الدين أديب أبو زناد : التحليل المالي باستخدام الحاسوب، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن 2003، ص12.

(2) : أيمن الشنطي، عامر شقر : مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، عمان، الأردن 2001، ص 153.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

2-2- معايير التحليل المالي

وهي عبارة عن مؤشرات للمقارنة، تساهم في تحديد الانحرافات وتأشير الأسباب المؤدية إليها وتتمثل هذه المعايير في مايلي⁽¹⁾:

- **المعايير المطلقة (النمطية):** ويعني المعيار المطلق حالة متفق عليها بأنها تمثل الصيغة المثالية لحدث معين، وهي لذلك تمثل خاصية متأصلة، تأخذ شكل قيمة مالية ثابتة، مشتركة بين كافة المؤسسات وتقاس بها التقلبات الواقعية، ويعتبر استخدام هذا النوع من المعايير قليلا لابتعادها عن المتطلبات الواقعية لأنشطة الكثير من المؤسسات وهي لذلك قد تتفجع في بعضها وقد لا تكون مؤشرا جيدا في البعض الآخر؛

- **المعايير الصناعية أو القطاعية:** وهي المعايير التي تصدرها الاتحادات المهنية والجهات الحكومية أو غيرها من الجهات، لأغراض القياس والتقييم لفرع أو أكثر من فروع الصناعة والنشاط، وهي لذلك الأكثر قرب إلى الواقع من المعايير المطلقة لأنها تأخذ بالاعتبار متطلبات النشاط في ذلك النوع من الصناعة أو القطاع المهني ولكنها تنتقد في أنها تعطي معايير موحدة لكافة المؤسسات في ذلك القطاع ولا تأخذ بالاعتبار الخصائص الخاصة بالمؤسسات بشكل انفرادي؛

- **المعايير التاريخية:** وهي المعايير المستقاة من فعاليات المؤسسة ذاتها للسنوات السابقة، ولذلك فإنها تساعد في قياس مدى التطور أو التراجع الذي حدث في نشاط المؤسسة ولها خصائص التي تميزها عن غيرها، إلا أنها تفشل في مواجهة متطلبات الواقع المتجدد والمتطور باستمرار والذي يشير إلى وضع الصناعات المماثلة؛

- **المعايير الإدارية (معايير التخطيط):** وهي المعايير المصممة من قبل إدارة المؤسسة والمبنية على الموازنات التقديرية المسبقة لأنشطة المؤسسة والمختلفة كالمبيعات والمشتريات (المواد) والأجور والتكاليف الصناعية غير المباشرة والتكاليف التسويقية والإدارية، وكذا المعايير التي تضعها الإدارة للإيرادات والأرباح وفترات النشاط المختلفة، وهذه المعايير تصمم بناء على الخبرات الفنية والخبرات السابقة للإدارة والتي تمثل مؤشرا لأداء المؤسسة كتحديد النسب التي تجدها الإدارة مناسبة في شتى المجالات الاستثمارية؛

- **معايير الشركات المماثلة:** والتي لها تاريخ طويل في السوق وإنجازاتها معتمدة من قبل المتعاملين والمستثمرين والأسواق المالية⁽²⁾.

(1): منير شاكر محمد وآخرون : مرجع سابق ، ص84.

(2): دريد كامل آل شبيب : مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، دار الميسرة للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن 1997، ص66.

2-3 - أنواع التحليل المالي

يمكن النظر إلى التحليل المالي باعتباره أنواعا متعددة، يكمل بعضها الآخر وهذه الأنواع ناتجة عن التباين الذي يتم استنادا إلى أسس مختلفة ومن أهم هذه الأسس ما يلي:

2-3-1- الجهات القائمة بالتحليل: يتم تقسيم التحليل المالي استنادا إلى الجهات القائمة بالتحليل إلى:

-**التحليل الداخلي:** ويقصد به التحليل المالي الذي يتم من قبل شخص أو مجموعة من الأشخاص من داخل المؤسسة على بيانات المؤسسة فالتحليل الداخلي غالبا ما يهدف إلى خدمة إدارة المؤسسة في مستوياتها الإدارية المختلفة؛

-**التحليل الخارجي:** يقصد به التحليل الذي تقوم به جهات من خارج المؤسسة، ويهدف هذا التحليل إلى خدمة هذه الجهات وتحقيق أهدافها، ومن أمثلة هذه الجهات القائمون بأعمال التسهيلات المصرفية في البنوك لتقييم المركز الائتماني للمؤسسة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، والبنوك المركزية والغرف الصناعية... إلخ.

2-3-2- البعد الزمني للتحليل: إن للتحليل المالي بعدا زمنيا يمثل الماضي والحاضر وبناءا عليه يمكن تبويب التحليل المالي من حيث علاقته بالزمن إلى ما يلي⁽¹⁾:

-**التحليل الرأسي (الثابت أو الساكن):** بمعنى أن يتم تحليل كل قائمة مالية، على حدى وبشكل مستقل عن غيرها، كما يتم بشكل رأسي لعناصر القائمة المالية موضوع التحليل وغالبا يتم لسنة مالية واحدة، حيث ينسب كل عنصر من عناصرها إلى المجموع الإجمالي لهذه العناصر، أو إلى مجموعة جزئية منها مثل نسبة المخزون إلى مجموع الأصول المتداولة أو نسبة أصول المتداولة إلى مجموع الأصول؛

-**التحليل الأفقي:** يهتم هذا التحليل بدراسة سلوك كل عنصر من عناصر القائمة المالية، وفي زمن متغير من السنة بمعنى متابعة حركة هذا العنصر زيادة أو نقصان عبر فترة زمنية، وخلافا للتحليل الرأسي الذي يتصف بالسكون إن هذا التحليل يتصف بالحركة لأنه يوضح التغيرات التي حصلت خلال فترة زمنية محددة.

2-3-3- الفترة التي يغطيها التحليل: ويتضمن ما يلي :

-**التحليل المالي القصير الأجل:** قد يكون التحليل رأسي أو أفقي، ولكنه يغطي فترة زمنية قصيرة ويستفاد منه في قياس قدرات وإنجازات المؤسسة في الأجل القصير، وغالبا ما يركز هذا النوع من التحليل على قابلية

(1): مؤيد راضي خنفر ، غسان فلاح مطارنة : تحليل القوائم المالية ، الطبعة الثالثة ، دار الميسرة للنشر ، عمان ، الأردن 2011 ، ص 94.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

المؤسسة في الأجل القصير على تغطية التزاماتها الجارية وتحقيق إيراداتها التشغيلية، لذلك غالبا ما يسمى بتحليل السيولة وهذا النوع من التحليل يهتم بالدرجة الأولى بالدائنون والبنوك؛

-**التحليل المالي طويل الأجل:** يركز هذا التحليل على تحليل هيكل التمويل العام والأصول الثابتة، والربحية في الأجل الطويل إضافة إلى تغطية التزامات المؤسسة طويلة الأجل، بما في ذلك القدرة على دفع الفوائد وأقساط الديون عند استحقاقها ومدى انتظام المؤسسة في توزيع الأرباح وحجم هذه التوزيعات وتأثيرها على أسعار الأسهم في الأسواق المالية، ولتحقيق الغايات السابقة يقوم المحلل المالي بتحليل التناسق بين مصادر الأموال وطرق استخدامها، مما يعني الجمع بين التحليل القصير الأجل وبين التحليل طويل الأجل عند دراسة مصادر التمويل طويلة الأجل (داخلية والخارجية) ومجالات استخداماتها.

2-3-4- المدى الذي يغطيه التحليل: يمكن تبويب التحليل استنادا إلى المدى أو التطابق الذي يلعبه التحليل المالي إلى ما يلي:

-**التحليل الشامل:** ويشمل هذا التحليل كافة أنشطة المؤسسة لسنة مالية واحدة أو مجموعة من السنوات؛

-**التحليل الجزئي:** يغطي هذا التحليل جزءا من أنشطة المؤسسة لفترة زمنية أو أكثر.

2-4 - الجهات المهتمة بالتحليل المالي

يمكن استعراض الجهات المهتمة بالتحليل المالي فيما يلي:

- **الإدارة:** تهتم الإدارة بتحليل النمو وريحية المؤسسة ومدى فاعلية وكفاءة الإدارة في اتخاذ القرارات واستخدام الموارد واتجاهات الأداء والمشكلات على مستوى الإدارات الفرعية؛

- **المستثمرون:** يهتم المستثمرون بالتحليل الاستثماري للمشاريع لتقييم استثماراتهم الحالية والجديدة ومدى سلامة الاستثمار وتوفير الفرص المتاحة لتحقيق النمو والتطور للمشروع، وكفاءة الأداء الحالي والعوامل المؤثرة على هذا الأداء مستقبلا؛

- **الدائنون:** وهم فئة المقرضين إلى المؤسسة، من البنوك والمؤسسات المالية المختصة سواء من الذين قدموا قروض طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، فهم يهتمون بالتحليل الائتماني للمؤسسة لمعرفة مركزها المالي ودرجة الخطر التي تتعرض له وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها؛

- **المنافسون:** وهدفهم معرفة الخلل أو التغير لدى المؤسسة، لكي يضعوا الخطط المقابلة والمنافسة لتحقيق أغراضهم؛

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

- **الحكومة والمؤسسات المختصة:** تهتم بعض الوحدات الحكومية بنتائج التحليل المالي لأنها تعكس صورة عن الأداء، وفي بعض الأحيان صورة عن الالتزام بالتعليمات المالية والقوانين الخاصة بالأسعار والضرائب، كما يمكن استخدامها لأغراض البحث والإحصاء من قبل المختصين في التحليل المالي لغرض نشر المركز المالي والترتيب الائتماني للمشاريع؛

- **العاملون:** تهتم هذه الفئة بالتحليل المالي لمعرفة مدى نجاحهم في الإسهام بتحقيق أهداف المؤسسة، ومعرفة مدى توافر الاستقرار الوظيفي؛

- **الموردون:** يهتم المورد بالتأكد من سلامة المراكز المالية لعملائه، واستقرار أوضاعهم المالية ويعني هذا دراسة وتحليل مديونية العميل في دفاتر المورد وتطور هذه المديونية.

2-5- نتائج التحليل المالي

بعد إجراء التشخيص الدقيق للمعلومات المالية للمؤسسة، ومعالجتها باستعمال وسائل معينة يتم التوصل إلى نتائج تختلف حسب وضعية المحلل وتنقسم إلى ما يلي⁽¹⁾:

- **نتائج التحليل الخارجي:** يمكن للمحلل المالي الخارجي الوصول إلى عدة نتائج منها:

- ✓ ملاحظات حول الأعمال التي تقوم بها المؤسسة في الميدان المالي؛
- ✓ تقييم الوضعية المالية للمؤسسة ومدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها؛
- ✓ الموافقة أو الرفض لعقد قرض عند تقديم المؤسسة طلباً للقرض من البنك؛
- ✓ اقتراح سياسات مالية لتغيير الوضعية المالية و الإستقلالية للمؤسسة؛
- ✓ مقارنة الوضعية المالية للمؤسسة مع مؤسسات أخرى من نفس القطاع.

- **نتائج التحليل الداخلي:** كما يمكن للمحلل الداخلي الوصول إلى النتائج التالية:

- ✓ الحكم على التسيير المالي للفترة تحت التحليل؛
- ✓ الاطلاع على مدى صلاحية السياسات المالية والإنتاجية للفترة تحت التحليل؛
- ✓ التحقق من المركز المالي للمؤسسة والأخطار المالية التي قد تتعرض لها بواسطة المديونية؛
- ✓ اتخاذ قرارات حول الاستثمار، أو التمويل، أو توزيع الأرباح، أو تغيير رأس المال؛
- ✓ وضع المعلومات المتوصل إليها للاستفادة منها في المراقبة العامة لنشاط المؤسسة كأساس للتقديرات المستقبلية.

(1) : اليمين سعادة : استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسة الإقتصادية وترشيد قراراتها، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2009 ، ص12.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

3- مقومات ومنهجية التحليل المالي

التحليل المالي كأى فرع من فروع المعرفة الإنسانية يستند إلى منهجية ومجموعة من المقومات يهدف من خلالها إلى تحقيق أغراضه النظرية والعملية وهذا ما سنتطرق إليه من خلال هذا العنصر.

3-1 - مقومات التحليل المالي: ومن أهم مقومات التحليل المالي نجد ما يلي:

- أن تكون مصادر المعلومات التي يأخذ منها المحلل المالي معلوماته تتميز بقدر معقول من المصداقية أو الموثوقية، وأن تتسم المعلومات المستخدمة في التحليل بقدر متوازن من الموضوعية والملائمة للأهداف التي يسعى إليها؛

- أن يسلك المحلل المالي في عملية التحليل منهجا عمليا يتناسب مع أهداف عملية التحليل، كما يجب عليه أن يستخدم أساليب وأدوات تجمع هي الأخرى بقدر متوازن بين سمتي الموضوعية والملائمة للأهداف التي يسعى إليها⁽¹⁾؛

- لتحقيق غايات التحليل بدقة ومصداقية، لابد من توفر مدخلات دقيقة للعملية التحليلية، أي أن نتائج العملية التحليلية ومدى دقتها تتوقف على دقة ومصداقية البيانات التي اعتمد عليها المحلل، إذ أن مخرجات العملية التحليلية المتمثلة بالمعلومات التي تصاغ والتي تعتمد بالدرجة الأولى على صحة البيانات وخاصة المالية منها والتي تعتبر المادة الأولية للعملية التحليلية؛

- تمتع المحلل المالي بالمعرفة والدراية الكافية بظروف المؤسسة الداخلية والخارجية، قبل قيامه بتحليل بياناتها، بالإضافة إلى ذلك، لابد وأن يكون مؤهلا تأهيلا علميا وعمليا مناسباً وقادراً على استخدام الأساليب والوسائل العلمية للتحليل المالي للوصول إلى غايات التحليل وتفسير النتائج التي يتوصل إليها لاستقراء المستقبل⁽²⁾.

3-2 - منهجية التحليل المالي

يعتمد المحلل المالي في تنفيذ عملية التحليل على جملة خطوات متتابعة تشكل في مجملها المنهج العلمي للتحليل وهي تبدأ بتحديد غرض التحليل، وجمع البيانات الضرورية المتعلقة بموضوع التحليل، والتي تساعد في وضع التصورات المطلوبة من خلال تفسير النتائج المتحققة. بصفة عامة فإن منهجية التحليل المالي تتمثل في ما يلي:

⁽¹⁾ : محمد مطر : الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن 2003، ص4.

⁽²⁾ : حليلة خليل الجرجاوي : دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية ، غزة 2008، ص45.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

- تحديد الغاية أو الهدف من التحليل، مثل تحليل قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها الجارية أو التحليل لأغراض تقييم الأداء النهائي أو تحليل إنتاجية العمل؛

- جمع البيانات المرتبطة بشكل مباشر بالهدف من التحليل، فإذا كان الهدف هو تحليل قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها الجارية، فالأمر يتطلب معرفة الأصول المتداولة وعناصرها المختلفة لفترة زمنية معينة ومن ثم تحديد الالتزامات الجارية للمطلوبات المتداولة لنفس الفترة، أما إذا كان هدف التحليل لأغراض تقييم الأداء النهائي للمؤسسة، فإن البيانات المطلوبة تتعلق بالمصروفات والإيرادات لفترة زمنية معينة وتحديد المؤشرات الرئيسية التي تلعب دوراً حاسماً في أداء المؤسسة مثل المبيعات أو الإنتاج أو الربحية؛

- اختيار أداة التحليل المناسبة للهدف وتحديد المدخلات الأساسية التي ستعتمد عليها عملية التحليل المالي والتأكد من دقة وسلامة وشرعية هذه المدخلات وكفاءتها في تحقيق الهدف ومدى ملائمتها له؛

- تحديد المعايير التي تتناسب مع طريقة وهدف التحليل لقياس النتائج التي تم التوصل إليها ومقارنتها معها واستخراج الانحرافات وتحديد أسبابها وطرق معالجتها؛

- القيام بعرض الاستنتاجات والتوصيات التي يحصل عليها المحلل المالي وترتبط عملية الاستنتاجات بطبيعة البيانات والمعلومات المستخدمة والمتاحة ودقة عرضها وقدرة المحلل على الربط بينها وطبيعة النسب المالية المستخدمة، وإدراج كل ذلك في التقرير النهائي الذي يجب أن يتصف بالوضوح والبساطة والعلمية، وأن تكون المقترحات منطقية تتلاءم مع أهداف التحليل المالي.

4- القوائم المالية المستخدمة في التحليل المالي

القوائم المالية هي عبارة عن بيانات تفصيلية وإجمالية أساسية لجميع عناصر المعاملات والأنشطة في المؤسسة تعرض في مجموعة كشوف محاسبية وفق مواصفات معينة وبموجب المعايير المحاسبية ويعبر عنها بشكل أرقام تعكس جميع العمليات والأنشطة الاقتصادية والمالية التي تنفذها المؤسسة خلال فترة محددة (ربع سنة، نصف سنة، سنة)، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا العنصر.

4-1: قائمة المركز المالي (الميزانية المالية)

قائمة المركز المالي هي عبارة عن كشف منظم يعرض البيانات من واقع السجلات المحاسبية ويبين الأصول التي تملكها المؤسسة وتستخدم لأغراض تحقيق الدخل، وجانب الخصوم وحقوق الملكية وهي الموارد التي حصلت عليها المؤسسة، أي أنها تبين حجم ممتلكات المؤسسة والالتزامات المترتبة عليها وتعد قائمة المركز المالي على أساس سنوي، وتعتبر عن الموقف المالي في لحظة معينة، ويتم تبويب عناصر قائمة المركز المالي لتحقيق الهدف الأساسي من إعدادها، وهو عرض صورة المؤسسة بما يسهل مهمة الوقوف على

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

حقيقة مركزها المالي في نهاية الفترة المالية؛ وتتكون قائمة المركز المالي من شقين، شق الجانب المدين ويتمثل في الأصول وشق الجانب الدائن ويتمثل في الخصوم، بحيث

3-1-1: بند الأصول

تتمثل الأصول في موجودات المؤسسة وتسجل في قائمة المركز المالي حسب درجة سيولتها أي حسب المدة التي تستغرقها للوصول إلى نقود في حالة النشاط العادي للمؤسسة، وحسب النظام المحاسبي المالي فإن جانب الأصول يشمل المجموعات التالية:

* **الأصول غير الجارية:** وهي الأصول التي تستغرق مدة تحولها إلى سيولة أكثر من 12 شهر، والموجهة للاستعمال المستمر من أجل احتياجات الوحدة، فهي الأصول التي اقتانتها المؤسسة ليس بغرض بيعها وتحقيق ربح وإنما لاستعمالها في العملية الإنتاجية وتتكون من ما يلي:

- **الأصول الغير مادية:** وهي الأصول المعنوية التي تبقى لفترة طويلة وتدر على المالك منافع مستقبلية متوقعة، فهي ضرورية لتشغيل المؤسسة ومن بينها: مصاريف البحث والتطوير، البرامج المعلوماتية شهرة المحل، العلامة التجارية ...؛

- **الأصول المادية:** وهي الأصول المحتفظ بها من طرف المؤسسة، إما من أجل استخدامها في الإنتاج وإما من أجل إيجارها للغير أو لاحتياجات إدارية، وينتظر أن تستعمل لأكثر من فترة محاسبية ومن بينها الأراضي، المباني، المعدات ...؛

- **الأصول المالية:** تعتبر من العناصر الهامة في ميزانية المؤسسة وتشمل: المساهمات، الأصول المالية... إلخ

* **الأصول الجارية:** وهي الأصول التي تستغرق مدة تحولها إلى سيولة أقل من سنة، ويعتبر الأصل جاري عندما يكون في استطاعة المؤسسة، بيعه أو استهلاكه في إطار دورة الاستغلال العادية للوحدة وتتكون من ما يلي:

- **قيم الإستغلال:** تشمل كل السلع الموجودة لدى المؤسسة في تاريخ الجرد، والتي تستهلك خلال الفترة المالية، والتي لا تزيد مدتها عن سنة ومن بينها: البضائع، المواد واللوازم، المنتجات التامة والنصف مصنعة؛

- **المدينون:** يمثلون المبالغ المستحقة على الغير اتجاه المؤسسة وتشمل: أصول الضرائب، الزبائن والمدينون الآخرون والأصول المماثلة

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

- القيم الجاهزة: تمثل القيم المتبقية من الموارد بعد تمويل الاستثمارات، المخزون، والديون الممنوحة للموردين، حيث تتوزع بين المبالغ الموضوعة في البنك والصندوق والودائع تحت الطلب والتوظيفات قصيرة الأجل.

3-1-2: بند الخصوم

تعرف الخصوم على أنها الالتزامات الاقتصادية القائمة على المؤسسة أو أي عناصر دائنة مؤجلة لفترات قادمة يتم إثباتها وقياسها طبقاً للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها، ويتم إثباتها حسب درجة استحقاقها، أي بدلالة المدة التي تبقى فيها هذه الأموال تحت تصرف المؤسسة وتتكون الخصوم من ما يلي:

-**الأموال الخاصة:** تتمثل في حصة الملاك التي تتكون من رأس المال المدفوع والتغيرات التي تحدث في هذه الحصة نتيجة صافي الدخل وإجراءات توزيع الأرباح، والاحتياطات، والنتيجة الصافية للدورة وتزداد الأموال الخاصة من خلال استثمارات الملاك وصافي الدخل وتقل من خلال توزيعات الأرباح؛

-**الالتزامات (الخصوم):** هي تضحيات مستقبلية متوقعة بمنافع اقتصادية ناشئة عن التعهدات الحالية لوحدة معينة بنقل أو تحويل أصول أو توفير خدمات لأصول أخرى في المستقبل نتيجة لمعاملات أو أحداث سابقة؛ وتتكون من ما يلي:

-**الخصوم غير الجارية:** وتتمثل في تلك الخصوم أو الالتزامات التي لا تستطيع المؤسسة تسويتها خلال دورة الاستغلال الجارية وتشمل: القروض وديون الاستثمار، وديون أخرى غير جارية.. إلخ؛

-**الخصوم الجارية:** وتتمثل في الالتزامات التي يجب على المؤسسة تسديدها خلال اثني عشر شهراً بعد تاريخ إقفال السنة المالية؛

والجدول الموالي يوضح مختلف عناصر الميزانية المالية (قائمة المركز المالي)

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

جانب الأصول في الميزانية

الأصول	إجمالي N	إهلاكات ومؤونات	صافي N	صافي N-1
أصول غير جارية فارق الاقتناء Goodwill الأصول الثابتة المعنوية الأصول الثابتة العينية الأصول الثابتة في شكل امتياز الأصول الثابتة الجاري إنجازها الأصول الثابتة المالية الأصول الثابتة المالية الأخرى ضرائب مؤجلة على الأصول				
مجموع الأصول غير الجارية				
أصول جارية مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ الحسابات المدينة والاستخدامات ماثلة الزبائن المدينون الآخرون الضرائب وما شابهها حسابات مدينة أخرى واستخدامات ماثلة أموال موظفة وأصول مالية جارية أخرى الخزينة				
مجموع الأصول الجارية				
المجموع العام للأصول				

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

جانب الخصوم في الميزانية

N-1	N	الخصوم
		رؤوس الأموال الخاصة رأس المال الصادر رأس المال المكتتب غير المستدعى العلاوات المرتبطة برأس مال الشركة الاحتياطات فوارق إعادة التقييم فارق المعادلة نتيجة السنة المالية الترحيل من جديد
		مجموع الأموال الخاصة
		الخصوم غير الجارية قروض وديون مالية ضرائب مؤجلة ومؤناتها ديون أخرى غير جارية مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا
		مجموع الخصوم غير الجارية
		الخصوم الجارية موردون وحسابات ملحقه ضرائب ديون أخرى خزينة سلبية
		مجموع الخصوم الجارية
		المجموع العام للخصوم

المصدر: القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008 ، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 19، الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009، ص 29.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

3-1-3: تمثيل الميزانية المالية المختصرة (قائمة المركز المالي)

الميزانية المالية المختصرة هي جدول يوضح المجاميع الكبرى لعناصر الأصول وتتمثل في الأصول الغير جارية والأصول الجارية، والمجاميع الكبرى لعناصر الخصوم تتمثل في: الأموال الخاصة، الخصوم الغير جارية والخصوم الجارية، وذلك لتسهيل عملية التحليل وحساب النسبة المئوية لكل عنصر والشكل الموالي يوضح شكل الميزانية المالية المختصرة ومختلف مكوناتها:

شكل الميزانية المالية المختصرة حسب معياري السيولة والإستحقاق:

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
الأصول غير الجارية		الأموال الخاصة	
الأصول الجارية		الخصوم غير الجارية	
قيم الاستغلال		الخصوم الجارية	
القيم القابلة للتحقيق			
القيم الجاهزة			
مجموع الأصول		مجموع الخصوم	

المصدر: من إعداد الأستاذ

ويتم تمثيل الميزانية المالية المختصرة على أشكال هندسية مختلفة منها المستطيل، المربع، الدائرة وهذا التمثيل يمكننا من الملاحظة السريعة للتطورات التي تطرأ على عناصرها، ولكي تسهل عملية تمثيلها يتم حساب النسبة المئوية لكل عنصر من عناصرها باستخدام العلاقة التالية:

$$x = (\text{قيمة العنصر المعين} \div \text{مجموع الميزانية}) \times 100$$

حيث يمثل x قيمة العنصر المقيم.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

4-2: جدول حساب النتائج

- عرف النظام المحاسبي المالي جدول حساب النتائج بأنه بيان ملخص للأعباء والإيرادات المنجزة من الكيان خلال السنة المالية، ولا يأخذ في الحسبان تاريخ التحصيل أو تاريخ الدفع، ويظهر النتيجة الصافية للسنة المالية من ربح أو خسارة بإجراء عملية الطرح⁽¹⁾.
- يقدم جدول حسابات النتائج المعلومات الدنيا الآتية⁽²⁾:
- تحليل الأعباء حسب طبيعتها، الذي يسمح بتحديد مجاميع التسيير الرئيسية الآتية: الهامش الإجمالي، القيمة المضافة، الفائض الإجمالي عن الاستغلال،
 - منتجات الأنشطة العادية،
 - الإيرادات المالية والأعباء المالية،
 - أعباء المستخدمين،
 - الضرائب والرسوم والتسديدات المماثلة،
 - المخصصات للاهتلاكات ولخسائر القيمة التي تخص التثبيتات العينية،
 - المخصصات للاهتلاكات ولخسائر القيمة التي تخص التثبيتات المعنوية،
 - نتيجة الأنشطة العادية،
 - العناصر غير العادية (إيرادات وأعباء)،
 - النتيجة الصافية للفترة قبل التوزيع،
 - النتيجة الصافية لكل سهم من الأسهم بالنسبة لشركات المساهمة.

في حالة حساب النتائج المدمجة:

- حصة المؤسسات المشاركة والمؤسسات المشتركة المدمجة حسب طريقة المعادلة في النتيجة الصافية،
- حصة الفوائد ذات الأقلية في النتيجة الصافية.

(1) - المادة 34 من المرسوم التنفيذي 156-08، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 27، الصادر بتاريخ 28 ماي 2008، ص: 14.

(2) - الفقرة 2-230، القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008: مرجع سابق، ص: 24.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

بالإضافة إلى ما سبق يجب أن تقدم المعلومات التالية في جدول حساب النتائج أو في الملحق⁽¹⁾:

- تحليل منتجات الأنشطة العادية،
 - مبلغ الحصص في الأسهم المصوت عليها أو المقترحة والنتيجة الصافية لكل سهم بالنسبة لشركات المساهمة،
 - للكيانات أيضا إمكانية تقديم حساب النتيجة حسب الوظيفة في الملحق، فتستعمل إذن زيادة عن مدونة حسابات الأعباء والإيرادات حسب الطبيعة، مدونة حسابات حسب الطبيعة مكيفة مع خصوصيتها واحتياجاتها،
 - تقدم الإيرادات والأعباء الناتجة عن النشاط العادي والتي يكون حجمها وطبيعتها وتأثيرها بحيث من الضروري إبرازها لتوضيح نجاعة الكيان خلال الفترة،
 - النتيجة الاستثنائية التي تنشأ عن الإيرادات والأعباء المتعلقة بالأحداث أو التعاقدات التي ترتبط بالنشاط العادي ولها صفة استثنائية.
- وقد سمح النظام المحاسبي المالي « SCF » بعرض جدول حساب النتائج حسب منظورين الطبيعة والوظيفة وفيما يلي الشكل النموذجي حسب كل منظور:

⁽¹⁾ - الفقرة 230-3، القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008: مرجع سابق، ص: 25.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

جدول حسابات النتائج (حسب الطبيعة)

الفترة من إلى

البيان	N	N-1
رقم الأعمال تغير مخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع الإنتاج المثبت إعانات الاستغلال		
1. إنتاج السنة المالية		
المشتريات المستهلكة الخدمات الخارجية والاستهلاكيات الأخرى		
2. استهلاك السنة المالية		
3. القيمة المضافة للاستغلال		
أعباء المستخدمين الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة		
4. الفائض الإجمالي عن الاستغلال		
المنتجات العملية الأخرى الأعباء العملية الأخرى مخصصات الاهتلاكات والمؤونات استثناءات من خسائر القيمة والمؤونات		
5. النتيجة العملية		
المنتجات المالية الأعباء المالية		
6. النتيجة المالية		
7. النتيجة العادية قبل الضريبة (6+7)		
الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية منتجات الأنشطة العادية أعباء الأنشطة العادية		
8. النتيجة الصافية للأنشطة العادية		
منتجات غير عادية أعباء غير عادية		
9. النتيجة الغير عادية		
10. النتيجة الصافية للسنة المالية		

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

جدول حسابات النتائج (حسب الوظيفة)

البيان	N	N-1
رقم الأعمال		
كلفة المبيعات		
هامش الربح الإجمالي		
منتجات أخرى عملياتية		
التكاليف التجارية		
الأعباء الإدارية		
أعباء أخرى عملياتية		
النتيجة العملياتية		
أعباء المستخدمين		
مخصصات الإهلاكات		
منتجات مالية		
أعباء مالية		
النتيجة العادية قبل الضريبة		
الضرائب الواجبة على النتائج العادية		
الضرائب المؤجلة على النتائج العادية		
النتيجة الصافية للأنشطة العادية		
منتجات غير عادية		
أعباء غير عادية		
النتيجة الصافية للسنة المالية		

المصدر: القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 19، الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009، ص: 31.

4-3: جدول تدفقات الخزينة

تبنى SCF جدول سيولة الخزينة كقائمة أساسية على غرار الميزانية وجدول حساب النتائج الذي يعرف بأنه: تلك الأداة الدقيقة المستخدمة للحكم على فعالية تسيير الموارد المالية واستخداماتها، وذلك اعتمادا على عنصر الخزينة الذي يعد المعيار الأكثر موضوعية في الحكم على تسيير مالية المؤسسة. ويعتبر كجدول قيادة في يد الإدارة العليا تتخذ على ضوء مجموعة من القرارات الهامة كتغيير النشاط أو توسيعه أو الانسحاب منه أو النمو وغيرها من القرارات⁽¹⁾.

(1) - نصر الدين بن نذير، عمار بوشناف : جدول تدفقات الخزينة، ملتقى دولي حول الإطار المفاهيمي للنظام المحاسبي والمالي الجديد وآليات تطبيقه في ظل المعايير المحاسبية الدولية، جامعة البليدة، أكتوبر 2009، ص: 2.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

والهدف من هذا الجدول إعطاء مستعملي القوائم المالية أساسا لتقييم مدى قدرة المؤسسة على توليد الأموال ونظائرها، وكذلك المعلومات بشأن استخدام هذه السيولة المالية، من خلال توفير معلومات ملائمة عن المتحصلات والمدفوعات النقدية للمؤسسة خلال السنة المالية، ولتحقيق هذا الغرض ولمساعدة المستثمرين والدائنين وغيرهم في تحليلهم للنقدية.

- يتم تصنيف التدفقات النقدية الحاصلة أثناء السنة المالية ضمن جدول سيولة الخزينة حسب مصدرها إلى⁽¹⁾:
- التدفقات التي تولدها أنشطة الاستغلال (الأنشطة التي تتولد عنها منتجات وغيرها من الأنشطة غير المرتبطة لا بالاستثمار ولا التمويل)،
 - التدفقات التي تولدها أنشطة الاستثمار (عمليات تسديد الأموال عن اقتناء أصول، وتحصيل أموال من التنازل عن أصول طويلة الأجل)،
 - التدفقات التي تولدها أنشطة التمويل (أنشطة تكون ناجمة عن تغيير حجم وبنية الأموال الخاصة أو القروض).

هناك العديد من النماذج لجدول تدفقات الخزينة الصادرة عن الهيئات المالية، ولكل نموذج خصوصيته في التحليل تتناسب مع كل حالة، ولقد حدد المشرع الجزائري ضمن النظام المحاسبي والمالي طريقتين في عرض جدول تدفقات الخزينة:

✓ الطريقة المباشرة،

✓ الطريقة غير المباشرة.

وهذا التحديد مرتبط خاصة بالتدفقات الخزينة المرتبطة بالاستغلال أو التي تولدها أنشطة الاستغلال (الأنشطة التي تتولد عنها منتوجات و غيرها من الأنشطة غير المرتبطة لا بالاستثمار ولا بالتمويل).

4-3-1: جدول تدفقات الخزينة بالطريقة المباشرة :

إن الطريقة المباشرة التي أوصى بها المشرع الجزائري تركز على تقديم الأجزاء الرئيسية لدخول وخروج التدفقات النقدية الإجمالية (الزبائن، الموردين، الضرائب ...) قصد الحصول على تدفق للخزينة صافي، ثم تقريب ومقارنة هذا التدفق الصافي مع النتيجة قبل الضريبة للفترة المعنية⁽²⁾.

والجدول الآتي يوضح جدول تدفقات الخزينة حسب هذه الطريقة :

(1) - الفقرة 2-240، القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008: مرجع سابق، ص: 26.

(2) - الفقرة 3-240، القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008: مرجع سابق، ص: 26.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

جدول تدفقات الخزينة (الطريقة المباشرة)

السنة المالية ن _ 1	السنة المالية ن	ملاحظة	البيان
			تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال تحصيلات المقبوضة من الزبائن المبالغ المدفوعة للموردين و المستخدمين الفوائد و المصايف المالية الأخرى المدفوعة الضرائب على النتائج المدفوعة
			تدفقات الخزينة قبل العناصر غير العادية (الاستثنائية)
			تدفقات الخزينة المرتبطة بالعناصر غير العادية
			صافي تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال (أ)
			تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار تسديدات لحيازة قيم ثابتة مادية و معنوية التحصيلات عن عمليات التنازل للقيم الثابتة المادية و المعنوية تسديدات لحيازة قيم ثابتة مالية التحصيلات عن عمليات التنازل عن قيم ثابتة مالية الفوائد المحصلة من التوظيفات المالية الحصص و الأقساط المقبوضة من النتائج المستلمة
			صافي تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار (ب)
			تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل التحصيلات الناتجة عن إصدار الأسهم حصص الأرباح وغيرها من التوزيعات التي تم القيام بها التحصيلات المتأتية من القروض تسديدات القروض أو الديون الأخرى المماثلة
			صافي تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل (ج)
			تأثيرات تغيرات سعر الصرف على السيولات وشبه السيولات
			تغير الخزينة للفترة (أ + ب + ج)
			الخزينة و معادلاتها عند افتتاح السنة المالية
			الخزينة و معادلاتها عند إقفال السنة المالية
			تغير الخزينة خلال الفترة
			المقاربة مع النتيجة المحاسبية

المصدر: القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 19، الصادرة بتاريخ 25

مارس 2009، ص: 35.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

4-3-2: جدول تدفقات الخزينة بالطريقة غير المباشرة

إن الطريقة الغير مباشرة في تقديم جدول تدفقات الخزينة المحددة من قبل المشرع الجزائري تركز على تصحيح وتسوية النتيجة الصافية للسنة المالية مع الأخذ بالحسبان⁽¹⁾:

✓ أثار المعاملات دون التأثير في الخزينة (الاهتلاكات، تغيرات الزبائن، المخزونات، تغيرات الموردین...)،

✓ التفاوتات أو التسويات (الضرائب مؤجلة)،

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

إن الاختلاف بين الطريقة المباشرة والطريقة غير المباشرة في إعداد جدول تدفقات الخزينة ناجم عن كيفية تقديم تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال (الأنشطة التي تتولد عنها منتوجات وغيرها من الأنشطة غير المرتبطة لا بالاستثمار ولا بالتمويل). فكما ذكرنا سابقا فالطريقة المباشرة تقدم هذا النوع من التدفقات في شكل عناصر رئيسية لدخول وخروج السيولة الإجمالية للزبائن والموردون والضرائب وغيرها من العناصر المعنية بتدفقات الخزينة المرتبطة بنشاطات الاستغلال قصد إبراز التدفق المالي الصافي، بينما الطريقة غير المباشرة تعتمد على تصحيح النتيجة الصافية للسنة المالية من أثار المعاملات دون التأثير في الخزينة كإهلاكات التي لا يرافقها تدفق نقدي حقيقي خارجي والزبائن والموردین التي بعد فترة معينة تتحول إلى تدفق نقدي داخلي أو خارجي أو العناصر التي ليس لها علاقة بأنشطة الاستغلال كفائض أو عجز التنازل عن الاستثمارات. وتبقى باقي التدفقات الأخرى والمتمثلة في تدفقات الخزينة المرتبطة بأنشطة الاستثمار والتمويل تعرض كلا على حدى وبنفس الطريقة المباشرة⁽²⁾.

والجدول الاتي يوضح جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة غير المباشرة:

(1) - الفقرة 240-3، القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008: مرجع سابق، ص: 26.

(2) - نصر الدين بن نذير، عمار بوشناف: مرجع سابق، ص: 09

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

جدول تدفقات الخزينة (الطريقة غير المباشرة)

الفترة من إلى

البيان	ملاحظة	السنة المالية ن	السنة المالية ن - 1
تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال صافي نتيجة السنة المالية تصحيات (تسويات) : . الاهتلاكات و المؤونات . تغير الضرائب المؤجلة . تغير المخزونات . تغير الزبائن و حسابات الحقوق الأخرى . تغير الموردين و الديون الأخرى . نقص أو زيادة في قيمة التنازل الصافية من الضرائب			
تدفقات الخزينة الناجمة عن النشاط (أ)			
تدفقات الخزينة المتأتية من عمليات الاستثمار تسديدات لحيازة قيم ثابتة التحصيلات عن عمليات التنازل عن قيم ثابتة تأثير تغيرات محيط الإدماج (التجميع) (1)			
تدفقات الخزينة المرتبطة بعمليات الاستثمار (ب)			
تدفقات الخزينة المتأتية من عمليات التمويل الحصص المدفوعة للمساهمين زيادة رأس المال النقدي إصدار قروض تسديد قروض			
تدفقات الخزينة المرتبطة بعمليات التمويل (ج)			
تغير الخزينة للفترة (أ + ب + ج)			
الخزينة و معادلاتها عند افتتاح السنة المالية الخزينة و معادلاتها عند إقفال السنة المالية تأثير تغيرات سعر العملات الأجنبية (1)			
تغير الخزينة خلال الفترة			

المصدر: القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 19، الصادرة بتاريخ 25

مارس 2009، ص: 36.

الفصل الأول: الإطار النظري للتحليل المالي

4-4: جدول تغيرات رؤوس الأموال

يقدم جدول تغيرات الأموال الخاصة تحليلاً للحركات التي أثرت في كل فصل من الفصول التي يتشكل منها رؤوس الأموال الخاصة بالمؤسسة خلال السنة المالية. يمكن تقديم أهم العناصر التي يتضمنها هذا الجدول فيما يلي⁽¹⁾:

- ✓ النتيجة الصافية،
- ✓ تغيرات في الطرق المحاسبية أو تصحيح الأخطاء المسجل تأثيرها مباشرة كرؤوس الأموال،
- ✓ المنتجات والأعباء المسجلة مباشرة كرأس مال،
- ✓ عمليات الرملة (الارتفاع، الانخفاض، التسديد وغيرها)،
- ✓ توزيع النتيجة والتخصيصات المقررة خلال السنة المالية.

اعتبر SCF جدول تغير الأموال الخاصة إحدى القوائم المالية على عكس PCN الذي اعتبره جدول من الملاحق، وهذا اعتراف ضمني بأهمية حركة هذه الأموال، لأنها تظهر مقدرة المؤسسة على تزويد ملاكها بأموال، كما يظهر مقدرة الملاك على ترك أجزاء من أرباحهم أو عائدات أسهمهم في متناول المؤسسة. وفيما يلي عرض الشكل النموذجي لجدول تغيرات الأموال الخاصة:

جدول تغيرات الأموال الخاصة

البيان	N	N-1
تغيير الطرق المحاسبية		
تصحيح الأخطاء الهامة		
إعادة تقييم القيم الثابتة		
الأرباح والخسائر غير المدرجة في حسابات النتائج		
الحصص المسددة		
زيادة رأس المال		
صافي نتيجة السنة المالية		

المصدر: القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 19، الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009، ص: 37.

(1) – الفقرة 250-1، القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008: مرجع سابق، ص: 26-27.

الفصل الثاني: التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

تمهيد:

توصلنا من خلال الفصل السابق إلى أن التحليل المالي يُعتبر أداة تستعملها العديد من الأطراف ذات الصلة بالمؤسسة، فهو لا يخرج عن كونه دراسة تفصيلية للقوائم المالية المنشورة وفهمها من أجل الوصول إلى معرفة الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة واتخاذ القرارات المناسبة. كما أشرنا أن التحليل المالي نوعان ساكن يعتمد في تحليله على الوضعية المالية للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة واحدة، وتحليل مالي ديناميكي يعتمد على تحليل سلوك الوضعية المالية خلال فترات زمنية متتالية. وينقسم التحليل المالي الساكن بدوره إلى تحليل يركز على الذمة المالية ويسمى "تحليل مالي سيولي"، وتحليل يركز على الوظائف ويسمى "تحليل مالي وظيفي"، سنقوم في هذا الفصل بالتعرض إلى النوع الأول من التحليل المالي الساكن مركزين على أدواته المستعملة في تحديد التوازن المالي للمؤسسة والمتمثلة في النسب المالية ورؤوس الأموال العاملة.

1- مفهوم التحليل المالي من المنظور السيولي:

التحليل المالي السيولي هو التحليل الذي يتم فيه التعرف على حجم السيولة في المؤسسة ومدى مواجهة هذا الحجم إلى التزامات المؤسسة عند حلول ميعاد استحقاقها. ويسمى أيضا بالتحليل المالي الكلاسيكي أو تحليل سيولة- استحقاق، وسُمي بهذا الاسم نظرا لاستعماله الميزانية المالية التي ترتب عناصرها حسب مبدأ سيولة-استحقاق، كما سبق وأن أشرنا في الفصل السابق.

يهتم التحليل المالي السيولي بدراسة خطر وقوع المؤسسة في حالة العسر المالي أو خطر الإفلاس، بحيث يقابل المصطلح الأول مفهوم اليسر المالي وهو الوضع التي تكون فيه أصول المؤسسة أكبر من خصومها، وبالتالي هناك خطر الوقوع في العسر المالي عندما تكون أصول المؤسسة أقل من ديونها، ويتم تحديد هذا الفرق بإعادة تقييم الأصول والخصوم وتحديد الفرق بينهما . أما خطر الإفلاس فهو عدم القدرة النهائية عن التسديد مما يؤدي إلى تصفية المؤسسة وزوال شخصيتها القانونية، وتكون هذه الحالة عندما تكون موجودات المؤسسة غير قادرة على مواجهة استحقاقاتها.

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

بصفة عامة التحليل المالي السيولي هو التحليل الذي يتم فيه التعرف على مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها على المديين الطويل والقصير باستعمال مجموعة من المؤشرات.

2- مؤشرات التحليل المالي من المنظور السيولي:

يعتمد المسير المالي على مجموعة من الأدوات لتحديد وضعية توازن المؤسسة من المنظور السيولي على المدى الطويل والقصير:

2-1 : مؤشرات التحليل المالي السيولي على المدى البعيد

تتمثل هذه المؤشرات في مجموعة من رؤوس الأموال العاملة ، ونسب مالية:

2-1-1 رؤوس المال العاملة:

نميز فيها:

أ- **صافي رأس المال العامل FRN**: يعتبر صافي رأس المال العامل من أهم المؤشرات التي تستعين بها المؤسسة لإبراز توازنها على المدى البعيد/الطويل، ويُعرف بأنه هامش سيولة، يسمح للمؤسسة بمتابعة نشاطها بصورة طبيعية دون صعوبات أو ضغوطات مالية على مستوى الخزينة، فتتحقق رأس مال عامل موجب داخل المؤسسة يؤكد على امتلاكها هامش أمان يساعدها على مواجهة الصعوبات وضمان توازن هيكلها المالي⁽¹⁾.

تقتضى الضرورة المالية بتمويل الأصول الثابتة بموارد دائمة لأكثر من سنة وتمويل الأصول المتداولة بموارد قصيرة الأجل، وبالتالي فإن صافي رأس المال العامل هو عبارة عن فائض الأموال الدائمة الناتج عن تمويل الأصول الثابتة، ويسمى كذلك إذا كان أكبر من الصفر. ومن خلال هذا التعريف يمكن استنتاج قاعدة حساب الـ FRN كما يلي:

- **من أعلى الميزانية (علاقة تمويل):** وفق هذه الطريقة فإن رأس المال العامل يتمثل في الفرق بين الأموال الدائمة والأصول الثابتة.

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول غير الجارية}$$

(1) : الصياح عبد الستار و آخرون : الإدارة المالية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن 2006، ص131.

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

بحيث : الأموال الدائمة = الأموال الخاصة + الخصوم غير الجارية "الديون طويلة الأجل"

- من أسفل الميزانية (تسديد): وفق هذه الطريقة فإن رأس المال العامل الصافي يتمثل في الفرق بين الأصول المتداولة والديون القصيرة الأجل.

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

من خلال قاعدة التوازن المالي التي تنص على: "الأصول غير الجارية يجب أن تُمول عن طريق أموال دائمة (علاقة التمويل)، في حين يجب على الأصول الجارية أن تتحول إلى سيولة لتسديد الخصوم الجارية "د ق آ" (علاقة تسديد)، وفقا لهذه القاعدة يجب على المؤسسة أن تحقق هامش أمان من الأموال الدائمة يمكن استغلاله لمواجهة بطيء تحول بعض الأصول المتداولة إلى سيولة، أي قاعدة التوازن حسب هذا المؤشر تقتضي أن يكون صافي رأس المال العامل أكبر من الصفر. وفي هذا الصدد نجد ثلاث حالات ممكنة لـ FRN:

- صافي رأس المال العامل موجب $0 <$: يدل هذا على أن المؤسسة متوازنة ماليا على المدى الطويل، وحسب هذا المؤشر فالمؤسسة تمكنت من تمويل أصولها الغير جارية الأجل باستخدام مواردها الدائمة وحقت فائض مالي، وهذا ما يشير إلى توازن في الهيكل المالي؛

- صافي رأس المال العامل الصافي معدوم $0 =$: في هذه الحالة تغطي الأموال الدائمة الأصول الغير جارية فقط، أما الأصول المتداولة فتغطي من خلال القروض قصيرة الأجل، وتترجم هذه الحالة الوضعية الصعبة للمؤسسة؛ وهي حالة نادرة الحدوث، وتسمى بحالة التوازن الأدنى، أي أن المؤسسة استطاعت تمويل أصولها الغير جارية بأموالها الدائمة ولم تحقق فائض، لكن خبراء المالية يُلزمون المؤسسة بضرورة اختراق هذه القاعدة وتكوين هامش أمان لمواجهة الأخطار التي يمكن أن تقع فيها المؤسسة. تتمثل هذه الأخطار في عدم قدرة الأصول الجارية على التحول إلى سيولة عند حلول ميعاد استحقاق الخصوم الجارية، من أمثلة ذلك نجد عدم قدرة المؤسسة على تصريف منتجاتها، أو عدم قدرة المؤسسة على تحصيل ديون العملاء نظرا لوجود فئة سيئة منهم لا ترغب في تسديد ديونها.

- صافي رأس المال العامل سالب $0 >$: في هذه الحالة يعني أن المؤسسة عجزت عن تمويل أصولها الغير جارية باستخدام مواردها المالية الدائمة وحقت بذلك عجز في تمويل هذه الأصول، تسمى هذه الحالة بحالة اللاتوازن بحيث يوجد جزء من الأصول الغير جارية غير ممول بموارد دائمة وإنما بموارد قصيرة الأجل وهي

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

حالة منافية لقاعدة التوازن المالي، مما يستدعي البحث عن موارد مالية أخرى لتغطية هذا العجز. من أجل الرجوع إلى حالة التوازن يجب على إجراء عملية تصحيح كما يلي:

- التصحيح من أعلى الميزانية:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول غير الجارية}$$

إما بزيادة الأموال الدائمة أو التخفيض من الأصول غير الجارية من خلال:

- ✓ إصدار أسهم جديدة أو الرفع في رأس المال،
- ✓ إعادة استثمار الأرباح عوض توزيعها،
- ✓ اللجوء إلى طلب قروض طويلة ومتوسطة الأجل عوض القروض قصيرة الأجل،
- ✓ أو بالتنازل عن الاستثمارات الغير منتجة.

- التصحيح من أسفل الميزانية:

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

من خلال زيادة حجم الأصول الجارية أو التقليل في حجم الأصول غير الجارية من خلال:

- ✓ زيادة الإنتاج والبيع مما يؤدي إلى زيادة قيم الاستغلال، العملاء والقيم الجاهزة،
- ✓ أو التقليل من حجم الخصوم الجارية والاعتماد أكثر على الخصوم غير الجارية لتجنب الوقوع في العسر المالي ، كما يكون في هذه الحالة التفاوض مع الدائنين للحصول على موارد أكثر لفترة أطول.

بالإضافة إلى رأس المال العامل الصافي FRN، توجد أنواع أخرى من رؤوس الأموال العاملة تتمثل في:

ب- رأس المال العامل الخاص: يبين مدى تغطية الأموال الخاصة المتكونة من حقوق الملكية للمساهمين للأصول الغير جارية، دون الإستعانة بالجزء المتبقي من الأموال الدائمة والمتمثلة في القروض طويلة الأجل ويتم حسابه وفق المعادلة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الخاص} = \text{الأموال الخاصة} - \text{الأصول غير الجارية}$$

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

وبتعويض الأموال الخاصة بـ: (الخصوم - مجموع الديون)، والأصول الثابتة بـ: (الأصول - الأصول الجارية) نحصل على رأس المال العامل من أسفل الميزانية كالتالي :

$$\text{رأس المال العامل الخاص} = \text{الأصول الجارية} - \text{مجموع الديون}$$

ج- رأس المال العامل الخارجي: يبين قيمة الموارد المالية الأجنبية في المؤسسة، والمتمثلة في إجمالي الديون، ولا ينظر للديون بالمفهوم السلبي لها، بل كموارد ضرورية لتنشيط عملية الاستغلال. ويكتب من خلال المعادلة التالية:

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

د- رأس المال العامل الإجمالي: يقصد به مجموع عناصر الأصول التي تستغرق سرعة دورانها السنة أو أقل والتي تشمل كل من قيم الاستغلال والقيم الغير محققة والقيم الجاهزة. ويكتب من خلال المعادلة التالية:

$$\begin{aligned} \text{رأس المال العامل الإجمالي} &= \text{مجموع الأصول الجارية} \\ \text{رأس المال العامل الإجمالي} &= \text{الأصول} - \text{الأصول غير الجارية} \end{aligned}$$

ومن العلاقة السابقة نجد:

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

✓ أي:

$$\text{رأس المال العامل الإجمالي} - \text{الخصوم الجارية}$$

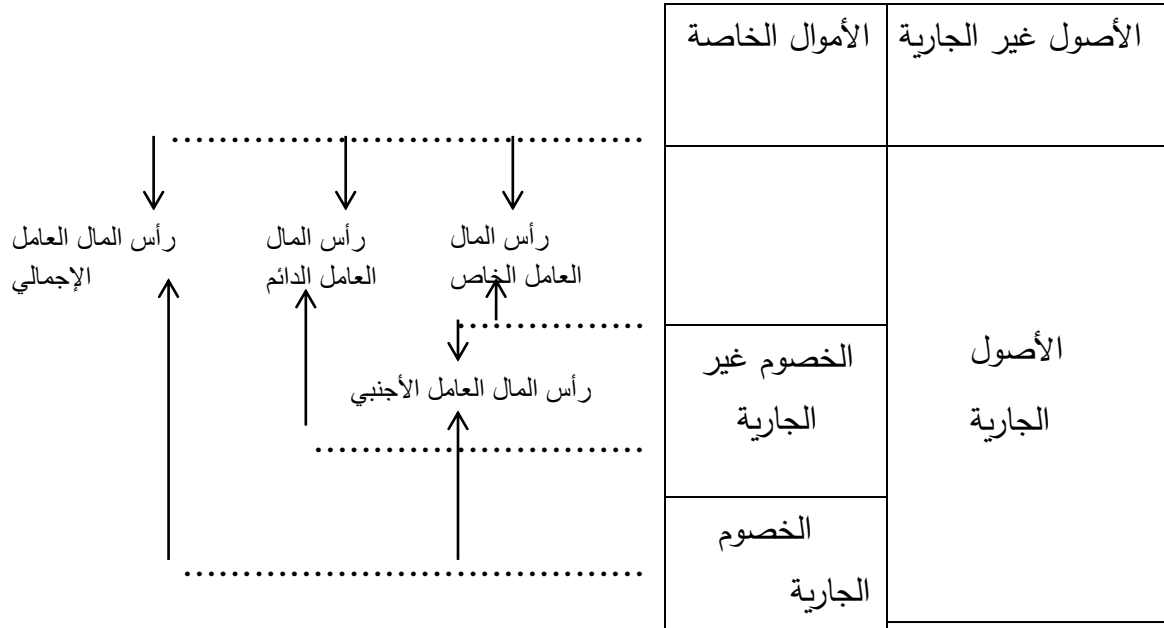
✓ وبالتالي فإن:

$$\text{رأس المال العامل الإجمالي} = \text{رأس المال العامل الصافي} + \text{الخصوم الجارية}$$

والشكل الموالي يوضح الأنواع المختلفة لرأس المال العامل:

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

الشكل رقم (02) : أنواع رأس المال العامل



المصدر: من إعداد الأستاذ

2-1-2: النسب المالية: يعتبر التحليل بواسطة النسب المالية من المؤشرات المهمة لتقييم وتحسين الأداء في المؤسسة ومن أكثر الأدوات المستعملة في تحليل القوائم المالية. النسبة رياضيا هي العلاقة الثابتة بين رقمين، في المجال المالي هي عبارة عن العلاقة الكسرية بين عنصرين من عناصر الميزانية.

والنسب المالية هي عبارة عن طريقة لتفسير الأرقام المطلقة المنشورة في القوائم المالية والمحاسبية وهي تساعد في الإجابة على أسئلة مهمة مثل: هل تتحمل المؤسسة المزيد من الديون أو أنها تحتفظ بمخزون زائد عن حاجتها، وهل يقوم عملاء المؤسسة بدفع ما عليهم من مستحقات في مواعيد استحقاقها، وهل مصاريف المؤسسة التشغيلية مرتفعة، وهل تقوم المؤسسة باستخدام أصولها ومصادر أموالها بفعالية تؤدي لتوليد الدخل المخطط له⁽¹⁾؛ وبالتالي يمكن القول أن النسب المالية هي مؤشرات مالية يتم استخدامها لتوضيح العلاقات بين بنود القوائم المالية وذلك بغية الكشف عن نقاط القوة أو الضعف في النواحي المالية،

(1): نعيم نمر داوود : التحليل المالي ، دار البداية ، عمان ، الأردن 2012، ص45.

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

ويتم تحقيق ذلك من خلال بيان وتوضيح ما إذا كانت النسب في صالح المؤسسة أو ضدها، وذلك عن طريق مقارنة هذه النسب والتي يتم احتسابها ومقارنتها إما المنافسين أو قطاع معين، أو بإحدى المؤسسات القائدة داخل هذا القطاع.

في الواقع يمكن تقسيم النسب المالية إلى عدة تصنيفات ومن أهمها مايلي:

✓ نسب السيولة،

✓ نسب النشاط،

✓ نسب الربحية،

✓ نسب الهيكلية (نسب التمويل، ونسب المديونية)،

✓ نسب السوق.

غير أننا سنكتفي في هذا الفصل بالتعرض إلى النسب التي تخدم التحليل المالي من المنظور السيولي فقط على أن يتم التعرض إلى النسب الأخرى في المحطات القادمة من المطبوعة، ونوجز هذه النسب في:

أ- **نسب التمويل:** من خلال هذه النسب يمكننا دراسة وتحليل النسب التمويلية أي ما مدى مساهمة كل عنصر تمويلي في تمويل الأصول بصفة عامة أو تمويل الأصول الغير جارية بصورة خاصة، تتمثل هذه النسب في :

- **نسبة التمويل الدائم:** تشير هذه النسبة إلى مستوى تغطية الأصول الغير جارية بالأموال الدائمة، فهذه النسبة تعتبر صياغة أخرى لرأس المال العامل، أو ما يسمى بهامش الأمان، فإذا كانت هذه النسبة أقل من 100% فإن رأس المال العامل يكون سالب، الأمر الذي يدل على أن جزء من الأصول الغير جارية مغطى بقروض قصيرة الأجل وتحسب هذه النسبة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول غير الجارية}}$$

- **نسبة التمويل الخاص:** وتعني مدى تغطية المؤسسة لأصولها الغير جارية بأموالها الخاصة، كما تبين النسبة التي تحتاجها المؤسسة من القروض طويلة الأجل لتوفير الحد الأدنى من رأس المال العامل كهامش أمان. ليس من الضروري أن تكون هذه النسبة مساوية للواحد الصحيح، ولكن كلما اقتربت هذه النسبة من

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

الواحد كلما كانت وضعية المؤسسة إيجابية وجيدة، مما يسمح لها بالحصول على قروض إضافية بكل سهولة متى أردت ذلك، وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الخاص} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول غير الجارية}}$$

- نسبة صافي رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول الجارية: تقيس هذه النسبة مدى تغطية فائض الموارد الدائمة المعبر عنه بـ FRN تمويل عناصر الأصول بطيئة التحول إلى سيولة. في الواقع عناصر الأصول المتداولة بطيئة التحول إلى سيولة تتمثل في قيم الاستغلال، وبالتالي اشتملت النسبة التالية:

$$\text{صافي رأس المال العامل} \div \text{قيم الاستغلال}$$

- نسبة إجمالي الخصوم غير الجارية إلى رأس المال الدائم: تقيس مدى مساهمة الخصوم غير الجارية (دط أ) في تمويل الأصول غير الجارية، والديون طويلة الأجل تشمل القروض المصرفية طويلة الأجل والسندات، وتحسب هذه من خلال العلاقة التالية :

$$\text{إجمالي الخصوم غير جارية} \div \text{الأموال الدائمة}$$

- القدرة على التمويل الذاتي: يعرف التمويل الذاتي على أنه مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى الخارج، أي مصدرها ناتج عن دورة استغلال المؤسسة وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{القدرة على التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الصافية} + \text{الإهلاكات والمؤونات} + \text{فائض القيمة}$$

ب- نسب المديونية: تقيس هذه النسب المدى الذي وصلت إليه المؤسسة في الاعتماد على أموال الغير في تمويل احتياجاتها، ونميز فيها نسبيتين:

- نسبة الاستقلالية المالية: تشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة، وبالتالي درجة استقلاليتها، فكلما كانت هذه النسبة كبيرة استطاعت أن تتعامل المؤسسة بمرونة مع الدائنين في شكل اقتراض

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

أو تسديد الديون، أما إذا كانت هذه النسبة ضعيفة فهذا يعني أن المؤسسة في وضعية مثقلة بالديون، ولا تستطيع الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها إلا بضمانات، بمعنى آخر تقيس هذه النسبة حجم الأموال الخاصة والديون أيهما أكبر في تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة. وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}} \quad \text{أو} \quad \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$$

- **نسبة التمويل الخارجي (الملاءة العامة):** وتسمى أيضا نسبة القدرة على الوفاء (السداد)، وتبين هذه النسبة مستوى تغطية موجودات (أصول) المؤسسة للأموال الخارجية وهي نسبة مرافقة للنسبة السابقة، وكلما كانت هذه النسبة ضعيفة كانت أموال الدائنين مضمونة ولو تغيرت القيم السوقية للموجودات بالنقصان، مصلحة المؤسسة أن لا تزيد هذه النسبة عن النصف، لأنه في الحالة العكسية سوف تواجه المؤسسة خطر عدم قدرتها على سداد دائنيها، وكذا عدم قدرتها على الحصول على قروض إضافية لمواجهة احتياجاتها، وتستعمل هذه النسبة لحساب مخطر وقوع المؤسسة في حالة الإفلاس. وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الخارجي} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$$

2-2 مؤشرات التحليل المالي السيولي على المدى القصير

هذه المؤشرات تحدد مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل عند حلول مواعيد استحقاقها، وللاجابة على ذلك يستعمل مجموعة من النسب تعرف باسم **نسب السيولة** وتستخدم هذه الأخيرة للحكم على مدى قدرة الأصول الجارية للمؤسسة على مسايرة استحقاقية الديون القصيرة، حيث يمثل تحليل السيولة مؤشرا مهما لتقييم الأداء المالي للمؤسسة، ويمكن أن نميز بين ثلاث نسب مالية نوجزها في:

أ- **نسبة السيولة العامة:** تبين هذه النسبة مدى تغطية الأصول الجارية بكل مكوناتها بما فيها بطيئة التحول إلى سيولة (المخزونات)، والسريعة التحول إلى سيولة كالقيم القابلة للتحقيق والمتمثلة في القيم الجاهزة، الخصوم الجارية، فكلما كانت هذه النسبة عالية أعطت المؤسسة هامشا للحركة وإذا زادت هذه النسبة عن 100% كان رأس المال العامل موجبا وتحسب من خلال العلاقة التالية:

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

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

ب- نسبة السيولة المختصرة: تقيس هذه النسبة مدى تغطية القيم غير الجاهزة والقيم الجاهزة للخصوم الجارية عند حلول ميعاد استحقاقها، ويعود السبب من وراء استبعاد المخزون من مكونات الأصول الجارية لأنه أقل عناصر الأصول المتداولة سرعة في التحول إلى سيولة، بسبب إما الوقت الكبير الذي تحتاجه عملية البيع، أو الوقت الطويل الذي تتطلبه عملية تحويل المواد الأولية إلى منتجات تامة ومن ثم إتمام عملية بيعها. وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة المختصرة} = (\text{القيم غير الجاهزة} + \text{القيم الجاهزة}) \div \text{الخصوم الجارية}$$

ج- نسبة السيولة الجاهزة (الحالية): تبين هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على تسديد كل الخصوم الجارية، بالاعتماد على السيولة الموجودة حالياً تحت تصرفها، من دون اللجوء إلى كل قيمة غير جاهزة ، ذلك أنه من الصعب على المؤسسة أن تتوقع مدة معينة لتحول مخزوناتا إلى سيولة جاهزة، وتعتبر هذه النسبة أكثر صرامة لتقييم الأداء المالي للمؤسسة من ناحية السيولة. وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة الجاهزة} = \text{القيم الجاهزة} \div \text{الخصوم الجارية}$$

مما سبق نخلص إلى أنه ينظر إلى السيولة بأنها كمية الأصول الموجودة لدى المؤسسة والتي يمكن تحويلها إلى نقد في وقت ما خلال الدورة التجارية المالية. في هذا الصدد يقع على عاتق المسير المالي توفير السيولة اللازمة للمؤسسة للوفاء بالتزاماتها عند حلول ميعاد استحقاقها، وذلك لتجنب المخاطر الناتجة عن عدم الدفع والتي تجر المؤسسة إلى سوء السمعة لدى الأطراف الدائنة، ومن ثم الإفلاس والتصفية. ومن أجل توفير السيولة يعمل المسير المالي على ما يسمى بتسيير الخزينة على المدى القصير من خلال الموازنة ما بين مواعيد استلام ديون العملاء ومواعيد تسديد ديون الموردين أي بمبدأ التحصيل قبل التسديد كما يُعرف في المجال المالي، ويتم حساب هذه المواعيد وفق العلاقة التالية:

$$\text{مدة استلام ديون العملاء} = [(\text{العملاء} + \text{أوراق القبض}) \div \text{رقم الأعمال للثلاثي الأخير}] * 90$$

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

$$\text{مدة تسديد ديون المورد} = [(\text{المورد} + \text{أوراق الدفع}) \div \text{المشتريات للثلاثي الأخير}] * 90$$

بحيث يجب أن تكون المدة الممنوحة من طرف المؤسسة للعملاء لتسديد ديونهم أقل من المدة التي منحها إياها المورد للتسديد

3- انتقادات التحليل المالي من المنظور السيولي: أحيط هذا التحليل بكثير من الانتقادات والتحفظات خصوصا مع التطور السريع للمحيط المالي للمؤسسة لعل أهمها:

- ✓ أن هذا التحليل لا يُعطي المستوى الأمثل الحقيقي لرأس المال العامل،
- ✓ لا يُبين العلاقة بين رأس المال العامل والخزينة بالرغم من أنه يفترض في الخزينة في حالة توفر رأس المال العامل أنها ستكون موجبة، وهذا الافتراض تم إثبات عدم صحته فيما تقدم من بحوث.

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

4-تمرين تطبيقي:

فيما يلي الميزانية المالية للمؤسسة الوطنية للإنجاز العام لأشغال الري GTH، بعنابة خلال ثلاث سنوات متتالية:

أ/ جانب الأصول:

الأصول	2009	%	2010	%	2011	%
الأصول غير الجارية	2.405.065.191.62	32.62	2.208.673.677.00	28.24	2.104.384.822.94	27.37
الأصول الجارية	4.965.842.803.61	67.37	5.611.925.992.18	71.75	5.582.545.298.56	72.62
قيم الإستغلال	1.845.280.582.47	25.03	2.008.094.578.66	25.68	2.464.362.881.77	32.05
القيم القابلة للتحقيق	2.066.043.836.17	28.02	3.200.165.391.12	40.92	2.928.424.608.75	38.09
القيم الجاهزة	1.054.518.384.97	14.30	403.666.022.4	5.16	189.757.808.04	2.46
مجموع الأصول	7.370.907.955.93	%100	7.820.599.669.81	%100	7.686.930.121,50	%100

ب/ جانب الخصوم :

الخصوم	2009	%	2010	%	2011	%
الأموال الخاصة	2.969.134.591.79	40.28	2.968.264.360.23	37.95	3.022.357.423.40	39.31
الخصوم غير الجارية	491.552.045.01	6.67	499.849.702.21	6.39	984.354.375.92	12.81
الخصوم الجارية	3.910.221.358.43	53.05	4.352.485.606.74	55.65	3.680.218.322.18	47.88
مجموع الخصوم	7.370.907.995.93	%100	7.820.599.669.18	%100	7.686.930.121.50	%100

المطلوب: تحليل الوضعية المالية لمؤسسة GTH خلال السنوات الثالث وتقديم تقرير مختصر حول الوضعية المالية لسنة $n+2$.

الحل:

1/ دراسة توازن المؤسسة على المدى البعيد:

1-1: حساب رؤوس الأموال العاملة: حسب التحليل المالي السيولي شرط التوازن على المدى البعيد هو لا بد على الموارد الدائمة أن تغطي الأصول غير الجارية وتحقق هامش أمان تستعمله في حالة بطء تحول الأصول الجارية إلى سيولة، ويتجسد ذلك في مؤشر FRN.

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

حساب مختلف رؤوس الأموال العاملة

البيان	السنة	N	N+1	N+2
الأموال الدائمة		3.460.686.636.8	3.468.114.062.14	4.006.711.799.32
- الأصول الغير جارية		2.405.065.191.62	2.208.673.677.00	2.104.384.822.94
رأس المال العامل الدائم /الصافي		1.055.621.445.18	1.259.440.385.14	1.902.326.976.38
الأموال الخاصة		2.969.134.591.79	2.968.264.360.23	3.022.357.423.40
- الأصول الغير جارية		2.405.065.191.62	2.208.673.677.00	2.104.384.822.94
رأس المال العامل الخاص		564.069.400.16	759.590.683.23	917.972.600.46
الخصوم الغير جارية		491.552.045.01	499.849.702.21	984.354.375.92
+ الخصوم الجارية		3.910.221.358.43	4.352.485.606.74	3.680.218.322.18
رأس المال العامل الأجنبي		4.401.773.403.44	4.852.335.308.95	4.664.572.698.1
مجموع الأصول الجارية		4.965.842.803.61	5.611.925.992.18	5.582.545.298.56
رأس المال العامل الإجمالي		4.965.842.803.6	5.611.925.992.18	5.582.545.298.56

-التعليق: من خلال الجدول الوارد أعلاه نلاحظ

- صافي رأس المال العامل الصافي: نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن FRN خلال السنوات الثلاث موجب، وهذا يدل على أن الأموال الدائمة تمول الأصول غير الجارية ومنه يمكن القول أن المؤسسة حققت توازنا ماليا كما أنها تمتلك هامش أمان. كما نلاحظ أن صافي رأس المال العامل الدائم في ارتفاع خلال السنتين (2010، 2011) مقارنة بالسنة 2009 ويرجع سبب ذلك إلى الارتفاع في الأموال الدائمة مع انخفاض نسبي في الأصول الثابتة، كما يدل على قدرتها على سداد جزء من الديون قصيرة الأجل في حالة عدم توافق آجال تحول الأصول الجارية إلى سيولة مع آجال استحقاقية الخصوم الجارية (دق أ).

- رأس المال العامل الخاص: من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة رأس المال العامل الخاص موجبة وفي ارتفاع خلال السنوات الثلاث محل الدراسة، وهذا يدل على أن المؤسسة قادرة على تغطية أصولها غير الجارية بأموالها الخاصة دون اللجوء إلى الأموال طويلة الأجل، وهي وضعية جيدة بالنسبة للمؤسسة كونها تعتمد على مصادرها الداخلية في التمويل.

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

- رأس المال العامل الأجنبي: نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن رأس المال العامل الأجنبي في تزايد مستمر خلال السنوات الثلاث المدروسة، وهذا راجع إلى ارتفاع في الخصوم الجارية بشكل كبير.

- رأس المال العامل الإجمالي: نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة رأس المال العامل الإجمالي في ارتفاع خلال السنوات الثلاث، الأمر الذي يدل على امتلاك المؤسسة لسيولة معتبرة.

1-2 دراسة النسب المالية: تتمثل في نسب التمويل، نسب المديونية والقدرة على التمويل الذاتي، وفيما يلي

عرض لنتائج هذه النسب

النسب الهيكلية

السنة	المعادلة			النسبة
	2011	2010	2009	
نسبة التمويل الدائم	1.90	1.57	1.43	الأموال الدائمة ÷ الأصول الغير جارية
نسبة التمويل الخاص	1.43	1.34	1.23	الأموال الخاصة ÷ الأصول الغير جارية
نسبة الإستقلالية المالية	0.39	0.37	0.40	مجموع الأموال الخاصة ÷ مجموع الخصوم
نسبة التمويل الخارجي	0.60	0.62	0.59	مجموع الديون ÷ مجموع الأصول
نسبة إجمالي الخصوم غير الجارية إلى رأس المال الدائم	0.24	0.14	0.14	إجمالي الخصوم غير الجارية ÷ الأموال الدائمة

التعليق: من خلال النتائج المبينة أعلاه نلاحظ

- نسبة التمويل الدائم: تقيس هذه النسبة مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول غير الجارية، كما تعتبر صياغة أخرى لرأس المال العامل أو ما يسمى بهامش الأمان، ومن خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة التمويل الدائم خلال السنوات الثلاث المدروسة تفوق الواحد الصحيح، وهذا يدل على أن رأس المال العامل موجب واستطاعت المؤسسة تكوين هامش أمان من خلال تغطية أصولها غير الجارية بأموالها الدائمة والمستعملة في حالة ببطء تحول الأصول الجارية إلى سيولة؛

- نسبة التمويل الخاص: تبين هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة أصولها غير الجارية بأموالها الخاصة ونلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن نسبة التمويل الخاص في ارتفاع خلال سنوات الدراسة الثلاث، وهذا يدل على أن المؤسسة تمكنت من تغطية أصولها غير الجارية بأموالها الخاصة دون اللجوء إلى موارد خارجية وهي وضعية جيدة بالنسبة للمؤسسة.

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

- **نسبة الإستقلالية المالية:** تشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة، أي درجة إستقلاليتها، ومن خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة الإستقلالية المالية مقبولة خلال سنة 2009 مقارنة بالسنتين 2010، 2011 حيث عرفت انخفاضا بقيمة (0.37،0.39)، ومنه يمكن القول أن المؤسسة تعتمد بشكل كبير على الأموال المقترضة في تمويل أصولها وهذا يؤدي إلى تعظيم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المقرضون والملاك.

- **نسبة التمويل الخارجي:** تبين هذه النسبة مقدرة المؤسسة على الوفاء بديونها وكلما كانت موجودات المؤسسة كبيرة مقارنة بالديون، كانت هذه الموجودات كافية لتغطية الديون، وهي حالة مطمئنة للدائنين في حالة العسر المالي، ونجد في هذه الحالة أن وزن الديون يفوق نصف موجودات المؤسسة، الأمر الذي يدل على عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها؛

- **نسبة إجمالي الخصوم غير جارية(دط أ) إلى رأس المال الدائم:** تقيس هذه النسبة مدى مساهمة رأس المال الدائم في تمويل الأصول غير الجارية، ومن خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة الأموال الخاصة تفوق نصف الديون طويلة الأجل، الأمر الذي يدل على الأصول غير الجارية في المؤسسة تمول عن طريق أموالها الخاصة.

بالإضافة إلى النسب الهيكلية السابقة يمكن حساب القدرة على التمويل الذاتي من خلال مايلي:

حساب القدرة على التمويل الذاتي

البيان	السنة	2009	2010	2011
النتيجة الصافية		73.100.211.79	93.175.158.86	54.093.063.17
+ مخصصات الإهلاكات والمؤنات		2.349.499.917.03	2.814.705.356.63	3.225.528.897.10
+ الإحتياطات		2.208.128.299,28	2.234.982.292,34	2.073.314.360.23
- الترحيل من جديد		(207.043.919,28)	(254.843.090,97)	-
القدرة على التمويل الذاتي		4.423.684.508,82	4.888.019.716,86	5.352.936.320,5

التعليق:

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسة في إرتقاع خلال السنوات الثلاثة، حيث ارتفعت بنسبة 1.04 خلال سنة 2010 مقارنة بسنة 2009، وإرتفعت بنسبة 1.09 خلال سنة

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

2011 مقارنة بسنة 2010، ويرجع سبب هذا الإرتفاع إلى التحسن في وضعية المؤسسة من حيث السيولة، المردودية، وهيكلها المالي.

2- دراسة توازن المؤسسة على المدى القصير: من خلال التحليل المالي السيولي شرط التوازن على المدى القصير يتجسد في أن الأصول الجارية يجب أن تتحول إلى سيولة لتسديد الخصوم الجارية (علاقة تسديد) وللتحقق من هذا الشرط يتم حساب نسب السيولة.

نسب السيولة

N+2	N+1	N	المعادلة	النسب
				السنوات
1.51	1.28	1.26	الأصول الجارية ÷ الخصوم الجارية	نسبة السيولة العامة
0.84	0.82	0.79	(القيم القابلة للتحقيق + القيم الجاهزة) ÷ الخصوم الجارية	نسبة السيولة المختصرة
0.05	0.09	0.26	القيم الجاهزة ÷ الخصوم الجارية	نسبة السيولة الجاهزة (الآنية)

-التعليق: من خلال الجدول الوارد أعلاه

- نسبة السيولة العامة: تبين هذه النسبة مدى تغطية الأصول الجارية بكل مكوناتها الخصوم الجارية، ونلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن نسبة السيولة العامة في المؤسسة خلال السنوات الثلاث في إرتفاع، وهذا يعني وجود فائض في الأصول الجارية بعد تغطية كل الديون قصيرة الأجل، كما يدل أيضا على وجود رأس مال عامل موجب، وكما هو ملاحظ فهذه النسب في إرتفاع من سنة إلى أخرى وهو أمر يدل على استقرار المؤسسة مستقبلا إذا استمرت على هذا المنوال، غير أن الملاحظ جليا هو وجود فائض في السيولة يعبر عن سيولة مجمدة بنسبة الثلث من الديون القصيرة وهذا يدل على "سوء" تسيير الخزينة على المدى القصير.

- نسبة السيولة المختصرة: تبين هذه النسبة مدى تغطية كل الديون قصيرة الأجل بواسطة المدينين والقيم الجاهزة، حيث نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن نسبة السيولة المختصرة في المؤسسة في إرتفاع خلال السنوات الثلاث، مما يدل على قدرة المؤسسة على تغطية حصة كبيرة تفوق 79% من الديون قصيرة الأجل بواسطة الحقوق والقيم الجاهزة، باستبعاد عناصر المخزون التي تعتبر أكثر عناصر الأصول بطئا في التحول إلى سيولة؛

الفصل الثاني التحليل المالي الساكن من المنظور السيولي

- نسبة السيولة الآتية (الجاهزة): تعبر هذه النسبة عن مدى تغطية القيم الجاهزة بمفردها التزامات المؤسسة من الديون القصيرة الأجل، والقيمة النموذجية لهذه النسبة تتراوح ما بين (0,20 و0,30) ونلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن نسبة السيولة الجاهزة للمؤسسة للسنة 2009، تقدر ب 0.26 وهي نسبة مقبولة مقارنة بالسنتين 2010، 2011، حيث نلاحظ أن نسبة السيولة الجاهزة في انخفاض، وبالتالي يمكن القول أن المؤسسة لم تستطع سداد ديونها القصيرة الأجل بواسطة النقدية المتوفرة لديها، وعلى اعتبار أن هذه النسب تبقى أقل من الحد الأدنى المقبول لها وهو ما يجعل المؤسسة حسب هذه النسبة قريبة من خطر عدم الوفاء بالالتزامات القصيرة بقيمتها الجاهزة.

تقرير حول الوضعية المالية للسنة 2011:

من خلال مؤشرات التحليل المالي السيولي على المدى البعيد نلاحظ أن المؤسسة متوازنة ماليا، حيث أنها استطاعت تمويل كل أصولها غير الجارية بمواردها الدائمة وحققت فائضا قيمته: **1.902.326.976.38**، ما يعادل 90% من الأصول الغير حارية (نسبة التمويل الدائم 1.90)، الأكثر من ذلك أن المؤسسة استطاعت تغطية كل أصولها الثابتة بأموالها الخاصة فقط دون اللجوء إلى الخصوم غير الجارية وحققت فائضا قيمته **917.972.600.46** أي ما نسبته 43 % من الأصول الثابتة "نسبة التمويل الخاص 1.43".

من خلال نسب المديونية " الاستقلالية المالية والملاءة العامة" نلاحظ أن المؤسسة غير مستقلة مالية، كون أن حجم ديونها المقدر ب 0.60 " نسبة الملاءة العامة" يفوق حجم أموالها الخاصة المقدر ب 0.40، وهذا يجعل المؤسسة غير قادرة على الحصول على قروض مستقبلية إلا بتقديم ضمانات، هذه الضمانات قد تكون مرهقة.

على المدى القصير المؤسسة متوازنة ماليا كونها استطاعت تسديد خصومها الجارية بأصولها الجارية وحققت فائضا قيمته 0.50 " نسبة السيولة العامة 1.50" يعبر عن سيولة مجمدة وغير مستعملة يوصي باستعمالها في تلبية احتياجات المؤسسة، الأكثر من ذلك أن المؤسسة تستطيع سداد ما قيمته 84% من الديون القصيرة " نسبة السيولة المختصرة 0.84" باستعمال حقوقها وقيمها غير الجاهزة باستبعاد عناصر المخزون التي تعتبر أكثر عناصر الأصول المتداولة بطنًا في التحول إلى سيولة. على العموم المؤسسة متوازنة ماليا حسب مؤشرات التحليل المالي السيولي.

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

تمهيد:

أعتمد التحليل المالي السيولي في تقييمه لأداء المؤسسة وترشيد قراراتها على تحليل العديد من المؤشرات المالية والتي تتمثل في النسب المالية ورؤوس الأموال العاملة، ولكن بالرغم من هذا تبقى النتائج التي يتم التوصل إليها تُعطي صورة غير واضحة عن مختلف الحركات المالي خلال الدورة، بحيث أُنقَد من جانب أنه لا يحدد العلاقة بين رأس المال العامل والخزينة. وهنا ظهرت الحاجة إلى نوع آخر من التحليل يحدد العلاقة بين هذين الأخيرين فظهر التحليل المالي من المنظور الوظيفي. من خلال هذا الفصل سوف نقوم بدراسة وتحليل التوازن المالي من المنظور الوظيفي، وذلك باستخدام مؤشرات المتمثلة في: رأس المال العامل الإجمالي الذي يدرس التوازن على المدى البعيد و الاحتياج في رأس المال العامل والخزينة التي تدرس التوازن على المدى القصير، بحيث تعتبر هذه الأخيرة بالإضافة الذي قدمها التحليل المالي الوظيفي.

1- مفهوم التحليل المالي من المنظور الوظيفي:

يحاول هذا التحليل تجاوز القصور الذي ظهر في تحليل سيولة-استحقاق، وذلك بتقديم معيار آخر لترتيب عناصر الأصول والخصوم يتناسب مع المفهوم الجديد للمؤسسة الذي يعرفها على أنها وحدة اقتصادية تتضمن ثلاث وظائف أساسية تتمثل في: وظيفة الاستغلال، وظيفة الاستثمار ووظيفة التمويل.

- بالنسبة للوظيفة الأولى **"وظيفة الاستغلال"** تعتبر الركيزة الأساسية في هذا التحليل، وتكتسي أهمية كبيرة في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة لأنها سوف تحدد طبيعة المؤسسة، كما ستبين أهم العناصر التي تدخل في الاستغلال العادي للمؤسسة وما هي العناصر التي تحدث استثنائيا خلال الدورة. وتتجزأ وظيفة الاستغلال إلى ثلاث وظائف أساسية: تمويل، إنتاج، توزيع.

✓ وظيفة التمويل: تتعلق هذه الوظيفة بمختلف المهام المتعلقة بشراء البضائع والمواد الأولية التي تحتاجها المؤسسة للقيام بنشاطها أي مهمتها تزويد المؤسسة بالمدخلات الضرورية لنشاطها،

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

✓ وظيفة الإنتاج: تشمل جميع المهام المتعلقة بعملية إنتاج المنتجات التامة، أي تكون فقط في المؤسسة الصناعية بدءا باستعمال المادة الأولية وإدخالها للورشة للتصنيع وانتهاء بصنع المنتج التام الموجه للتخزين ومن تم البيع،

✓ وظيفة التوزيع: تشمل جميع المهام المتعلقة ببيع البضائع أو المنتجات التامة، وهي أهم مرحلة على الإطلاق في وظيفة الاستغلال بحيث يتوقف نجاح المراحل السابقة على نجاح هذه المرحلة وتتمثل في عمليات البيع والتوزيع والتسليم ومختلف الأنشطة التسويقية الأخرى كالإشهار الترويج... يمكن تجسيد وظيفة الاستغلال بحسب العناصر التي تنشأ عنها في جانب الأصول المتداولة.

- بالنسبة للوظيفة الثانية **"وظيفة الاستثمار"**: يتمثل دورها الأساسي في تزويد المؤسسة بمختلف تجهيزات الإنتاج والاستثمارات الضرورية لممارسة نشاطها. وبالتالي تتجسد هذه الوظيفة في جانب الأصول الجارية.

- بالنسبة للوظيفة الثالثة **"وظيفة التمويل"**: مهمتها تغطية الاحتياجات المالية لنشاط المؤسسة، بمعنى من أين ستأتي المؤسسة بالأموال لتمويل نشاطي الاستغلال والاستثمار. وعلى العموم في المؤسسة نوعين من مصادر التمويل:

✓ مصادر داخلية تتمثل في التمويل الذاتي: الأرباح المحققة في دورات سابقة.

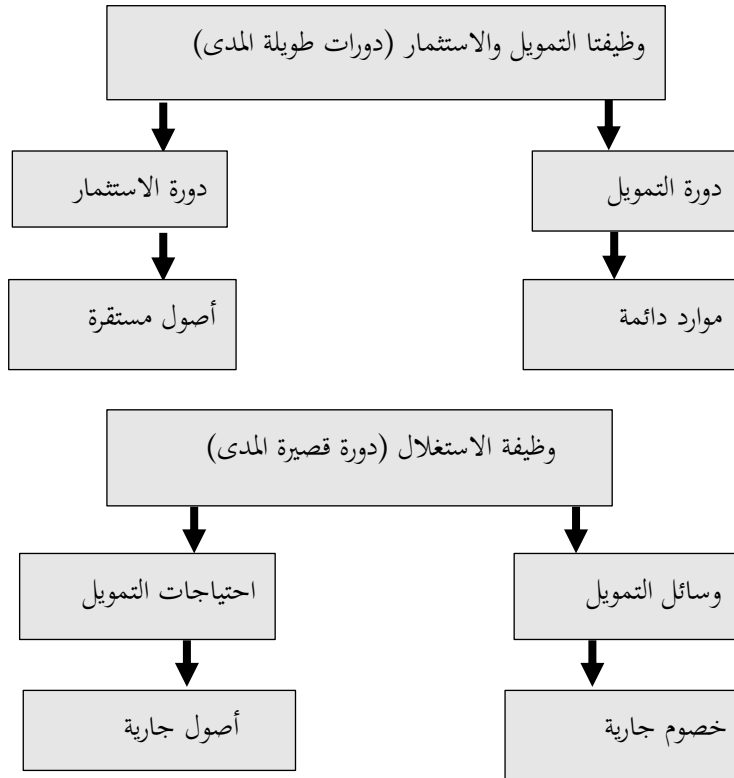
✓ مصادر خارجية: إذا كان التمويل الذاتي لا يلبى احتياجاتها المالية وتتمثل في الاقتراض من البنوك حيث تحصل على قروض قصيرة أو طويلة الأجل مقابل دفع فوائد الاقتراض.

تتجسد وظيفة التمويل في الميزانية في جانب الخصوم.

ويمكن تجسيد ما سبق في الشكل التالي:

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

تجسيد الوظائف في الميزانية



المصدر: من إعداد الأستاذ

2- تكوين الميزانية الوظيفية: إن تجزئة النشاط الأساسي إلى وظائف أساسية سينجر عنه مجموعة من التطبيقات على مستوى أدوات التحليل المالي، وهذا ما سنتعرض له من خلال الميزانية الوظيفية واستخراج المؤشرات المالية الأساسية.

تتجزأ الميزانية الوظيفية إلى أربعة مستويات هي:

أ/ مستوى الموارد الدائمة والاستخدامات المستقرة: تتشكل الموارد الدائمة من مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل: رأس المال + ديون طويلة الأجل + الاهتلاكات + المؤونات + النتائج المتراكمة + الاحتياطات، أما الاستخدامات المستقرة فتتشكل من الاستثمارات بكل أنواعها وكل العناصر ذات الطبيعة المستقرة.

ب/ مستوى استخدامات الاستغلال وموارد الاستغلال: وتتمثل في احتياجات دورة الاستغلال المتمثلة أساسا في جميع الأصول الجارية الخاصة بالاستغلال ماعدا القيم الجاهزة، وأما الموارد فتتمثل في مجموع الديون قصيرة الأجل الخاصة بالاستغلال ماعدا السلفات المصرفية.

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

ج/ مستوى استخدامات خارج الاستغلال والموارد خارج الاستغلال: وتتمثل في كل الاحتياجات والموارد القصيرة الأجل التي لا ترتبط مباشرة بالنشاط الأساسي للمؤسسة وتلك الحركات المالية ذات الطبيعة الاستثنائية.

د/ مستوى الخزينة: وتتمثل في استخدامات الخزينة المتمثلة في النقدية المتاحة وموارد الخزينة المتمثلة في السلفات المصرفية.

ويوضح الجدول التالي مخطط شبه تفصيلي للميزانية الوظيفية.

الموارد	الإستخدامات
الموارد الدائمة: رأس المال، الاحتياطات، النتائج المتراكمة، الاهتلاكات، المؤنات، ديون طويلة الأجل	الإستخدامات الدائمة: (بقيم إجمالية) ✓ الاستثمارات المادية والمالية والمعنوية، ✓ الأصول ذات الطبيعة المستقرة
موارد الاستغلال: خصوم جارية للاستغلال ✓ الموردون وملحقاته، ✓ كل ديون الاستغلال.	استخدامات الاستغلال: أصول متداولة للاستغلال (بقيم إجمالية) ✓ المخزونات الإجمالية، ✓ حقوق العملاء وملحقاتها.
موارد خارج الاستغلال: موارد أخرى: دائنون آخرون	استخدامات خارج الاستغلال: حقوق أخرى: مدينون آخرون
خزينة الخصوم: السلفات المصرفية.	خزينة الأصول: النقدية المتاحة: بنك وصندوق

3- مؤشرات التحليل المالي الوظيفي:

نميز في التحليل المالي من المنظور الوظيفي ثلاثة مؤشرات رئيسية: رأس المال العامل الصافي الإجمالي، الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي والخزينة، وفيما يلي عرض هذه المؤشرات.

3-1: رأس المال العامل الصافي الإجمالي FRNG:

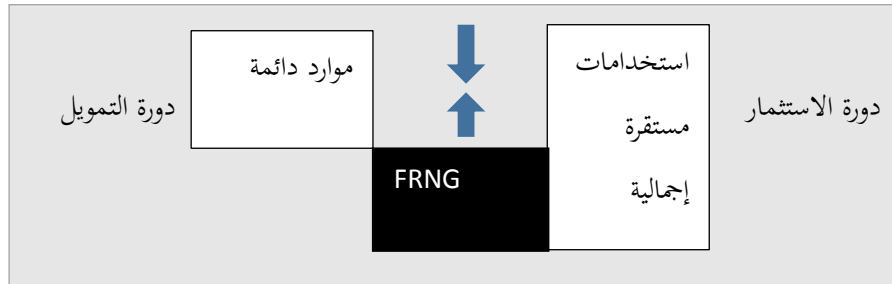
يتمثل في فائض الموارد الدائمة الناتج عن تمويل الاستخدامات المستقرة، وهو نفس صافي رأس المال العامل في التحليل المالي السيولي الفرق بينهما يكمن في أنه في التحليل المالي يُحسب بالقيمة الإجمالية على عكس التحليل المالي السيولي الذي يُحسب فيه بالقيمة المحاسبية الصافية.

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

يقتضي شرط التوازن أن يكون FRNg أكبر من الصفر، موجبا أي يجب على المؤسسة أن تحقق فائض من الأموال الدائمة يعتبر كهامش أمان لمواجهة الاحتياج الممكن حصوله في تمويل الأصول الجارية.

$$\text{رأس المال العامل الإجمالي FRNg} = \text{الموارد الدائمة} - \text{الاستخدامات المستقرة}$$

بياننا يمكن تجسيد رأس المال العامل الإجمالي FRNg في الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الأستاذ

3-2: الاحتياج في رأس المال العامل BFRg

ينتج عن الأنشطة المباشرة للمؤسسة مجموعة من الاحتياجات المالية بسبب التفاعل مع مجموعة من العناصر أهمها: المخزونات، حقوق العملاء، حقوق الموردين، الرسم على القيمة المضافة، الديون الاجتماعية والجباية، ويتولد الاحتياج المالي عندما لا تستطيع المؤسسة تغطية كامل احتياجاتها الدورية (الأصول المتداولة ماعدا القيم الجاهزة) بالموارد الدورية المتوفرة لديها (الديون قصيرة الأجل ماعدا السلفات المصرفية)، وفي هذه الحالة تلجأ لتغطية هذا العجز بواسطة موارد أخرى تزيد مدتها عن دورة واحدة تتمثل في فائض الموارد الدائمة FRNg⁽¹⁾.

ومن هذا التعريف نستنتج القانون العام لـ BFR:

$$\text{الاحتياج لرأس المال العامل} = (\text{الأصول المتداولة} - \text{القيم الجاهزة}) - (\text{الديون قصيرة الأجل} - \text{السلفات المصرفية})$$

إن الاحتياجات الدورية للمؤسسة تنقسم إلى قسمين: احتياجات خاصة بالاستغلال وأخرى خارج الاستغلال، هذا ما ينشأ نوعين من الاحتياج لرأس المال العامل

$$\text{الاحتياج لرأس المال العامل للاستغلال BFRg} = \text{استخدامات الاستغلال} - \text{موارد الاستغلال}$$

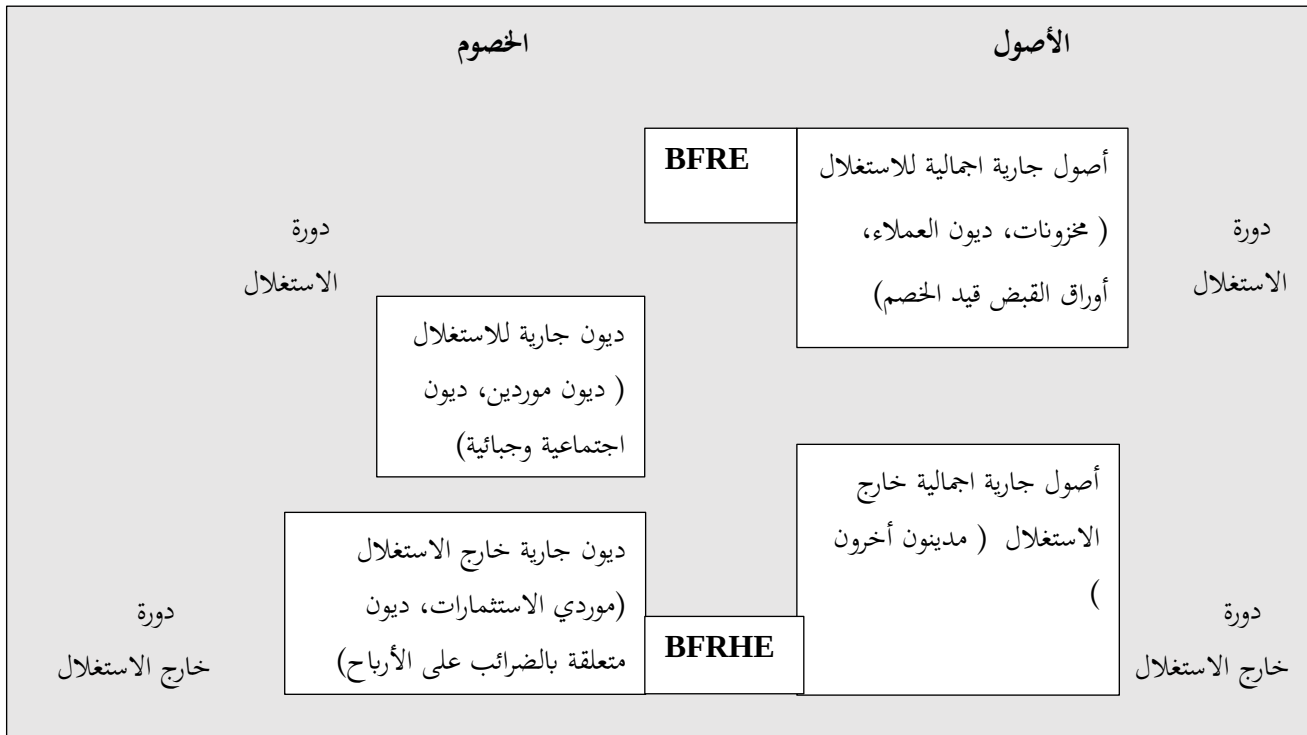
(1) : إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي : التسيير المالي ، دار وائل للنشر ، عمان ، الأردن 2006 ، ص 84.

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

الاحتياج لرأس المال العامل خارج الاستغلال = BFR_{he} استخدامات خارج الاستغلال - موارد خارج الاستغلال

الاحتياج لرأس المال العامل الإجمالي $BFR_g = BFR_{he} + BFR_e$

الاحتياج في رأس المال العامل



المصدر: من إعداد الأستاذ

BFR_g هو مقدار جبري يمكن أن يأخذ ثلاث حالات

$BFR_g < 0$: موجب BFR_g يوجد احتياج في تمويل الأصول المتداولة أي أن المؤسسة لم تستطع تمويل أصولها المتداولة عن طريق مواردها القصيرة وبالتالي يوجد جزء من الأصول المتداولة غير ممول بموارد قصيرة يجب أن يمول بفائض الموارد الدائمة $FRNg$.

$BFR_g = 0$: معدوم BFR_g لا يوجد احتياج في تمويل الأصول المتداولة حيث أن مقدار الموارد المتداولة تساوي تماما الاستخدامات المتداولة.

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

BFRg سالب > 0: لا يوجد احتياج في تمويل الأصول المتداولة وهي حالة إيجابية بالنسبة للمؤسسة حيث أنها استطاعت أن تغطي كامل احتياجاتها الدورية بمواردها القصيرة وحقت فائض من ذلك يعتبر كمورد إضافية لها (الاحتياج تحول إلى مورد).

3-3: الخزينة TR

يعتبر تسيير الخزينة المحور الأساسي في تسيير السيولة، فزيادة قيمة الخزينة تزيد من مقدرة المؤسسة على تسديد المستحقات بسرعة، واحتفاظ المؤسسة بخزينة أكثر من اللازم يجعل السيولة جامدة غير مستخدمة في دورة الاستغلال، وأن الاحتفاظ بالسيولة لغرض الوفاء يحرم المؤسسة من ميزة كسب مدينيها، بينما نقص قيمة الخزينة معناه أن المؤسسة فضلت توظيف السيولة في دورة الاستغلال بدل إبقائها جامدة وبالتالي زيادة الربحية مقابل الوفاء بالديون المستحقة⁽¹⁾.

تتشكل الخزينة الصافية الإجمالية عندما تستخدم المؤسسة رأس المال العامل الصافي الإجمالي FRNg لتمويل العجز في تمويل الاستخدامات الدورية المعبر عنه BFRg، وعليه إذا تمكنت المؤسسة من تغطية هذا الاحتياج تكون الخزينة موجبة وهي حالة الفائض في التمويل، وفي الحالة المعاكسة تكون الخزينة سالبة وهي حالة العجز في التمويل.

وتحسب الخزينة من خلال العلاقتين التاليتين:

الخزينة = رأس المال العامل الصافي الإجمالي - الاحتياج في رأس المال العامل
الخزينة = القيم الجاهزة - السلفات المصرفية

حتى يتحقق التوازن المالي حسب التحليل الوظيفي يجب:

✓ $0 < FR_{ng}$: يتحقق ذلك عندما تتمكن المؤسسة من تغطية الاحتياجات المستقرة بموارد دائمة،

✓ $FR_{ng} > BFR$: أي أن FR_{ng} يغطي BFR بشقيه الاستغلالي وخارج الاستغلال ،

$T_{ng} > 0$: الخزينة موجبة، ويتحقق ذلك بتحقيق الشرطين السابقين وبالتالي تتمكن المؤسسة من تغطية موارد

الخزينة المتمثلة في السلفات المصرفية بواسطة استخدامات الخزينة المتمثلة في المتاحات/ القيم الجاهزة.

كذلك الخزينة مقدار جبري يكون أن نصادف فيها ثلاث حالات:

(1): مبارك لسلوس : مرجع سابق ، ص35.

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

TR موجبة > 0: هي حالة الفائض في الخزينة أي أن فائض الموارد الدائمة FRNg أكبر من الاحتياج في رأس المال العامل BFRg ، يعني هناك أموال مجمدة وغير مستعملة، ففي هذه الحالة المؤسسة قامت بتجميد جزء من أموالها الدائمة لتغطية رأس المال العامل، وهو ما يطرح عليها مشكلة الربحية أي تكلفة الفرصة البديلة الضائعة، لذلك يتوجب عليها معالجة هذه الوضعية من خلال: إما التخفيض من فائض الموارد الدائمة ليصل إلى الحالة المثلى (عن طريق تسديد جزء من الديون الطويلة، توزيع الأرباح وعدم احتجازها أو الزيادة في الأصول الغير جارية)، أو بتسيير الاحتياج في رأس المال العامل (عن طريق شراء مواد أولية أو تقديم تسهيلات للزبائن أو بتسديد جزء من الديون القصيرة مثلاً).

TR معدومة = 0: في هذه الحالة يكون حجم فائض الموارد الدائمة FRNg مساويا لحجم الاحتياج في رأس المال العامل BFRg وهي ما تعرف بالخزينة المثلى، والوصول إلى هذه الحالة يتم بالاستخدام الأمثل للموارد المتاحة للمؤسسة وفق الإمكانيات المتاحة عن طريق تقادي مشاكل عدم التسديد ومنه التحكم في السيولة دون التأثير على الربحية.

TR سالبة < 0: في هذه الحالة يكون رأس المال العامل الصافي الإجمالي FRNg غير قادر على تغطية الاحتياج في رأس المال العامل BFRg، المؤسسة هنا في حالة عجز أي أنها غير قادرة على تسديد ديونها في آجالها وهو ما يطرح إشكال حاد في بعض الحالات ويهدد وجود المؤسسة في حالة ما لم تتخذ الإجراءات الكفيلة بحله، وللخروج من هذه الحالة يجب على المؤسسة إما زيادة فائض الموارد الدائمة أو العمل على تخفيض الاحتياج في رأس المال العامل أو تسييره.

- زيادة فائض الموارد الدائمة FRNg يكون بإحدى الحالات التالية:

- ✓ اصدار أسهم جديدة أو الرفع في رأس المال،
- ✓ عدم توزيع الأرباح وإعادة استثمارها،
- ✓ اللجوء إلى الاقتراض المتوسط وطويل الأجل،
- ✓ أو التنازل عن بعض استثماراتها التي لا تؤثر على الطاقة الإنتاجية.

- التخفيض في الاحتياج في رأس المال العامل BFRg أو تسييره من خلال:

- ✓ تخفيض في قيمة المخزونات أي زيادة سرعة دورانها لتحويلها إلى سيولة،
- ✓ تخفيض قيمة الحقوق، بحيث يجب على المؤسسة أن تطالب بحقوقها لدى الغير واسترجاعها في أقرب وقت،

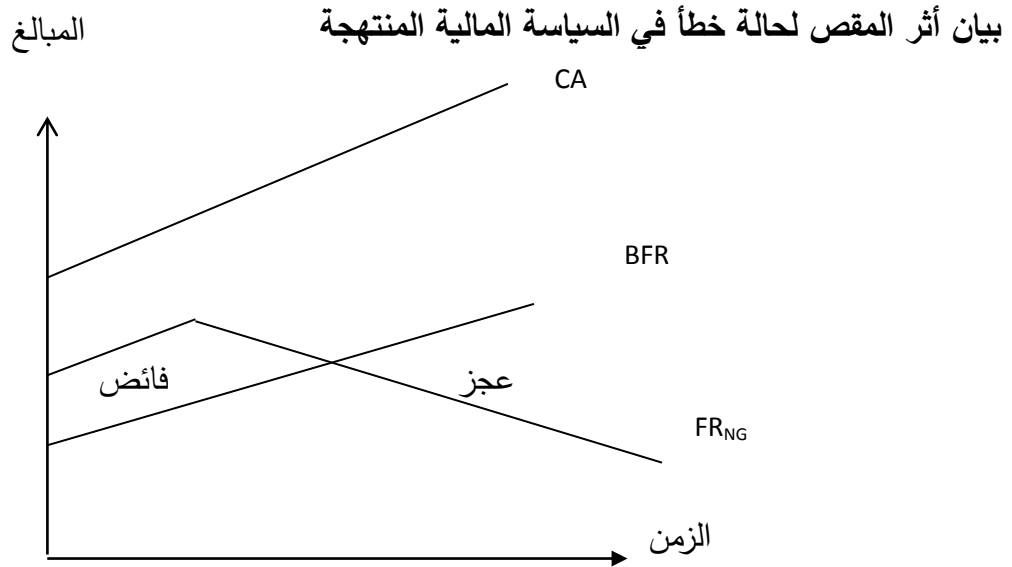
الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

✓ أو الرفع من ديون الموردين، بحيث يجب السعي للحصول على موارد أكبر لفترة أطول.

حتى يتحقق التوازن المالي حسب التحليل الوظيفي يجب:

4- حالات عجز الخزينة: وهي عبارة عن السيناريوهات المسببة للعجز في الخزينة حسب المنظور الوظيفي:

4-1: حالات خطأ السياسة المالية المنتهجة: يحدث عجز في رصيد الخزينة إذا خلت المؤسسة بمبدأ التغطية وقامت بتمويل الاستخدامات المستقرة عن طريق موارد الاستغلال فيؤدي ذلك الى انكسار في رأسمال العامل صافي الاجمالي مع بقاء BFR على حاله في وضعه الطبيعي وبالتالي تنتقل المؤسسة من حالة الفائض الى حالة العجز.



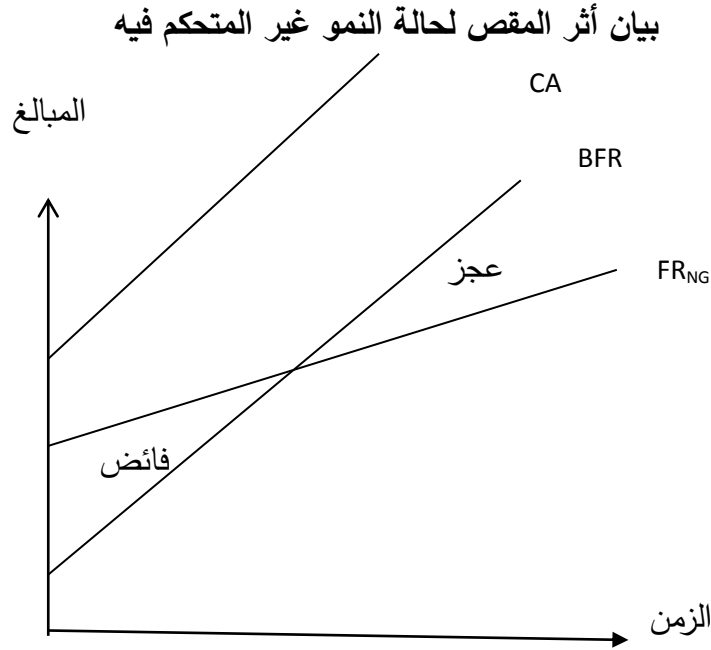
المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي: مرجع سابق، ص: 89.

تتم معالجة هذا الوضع عن طرق مجموعة من الإجراءات منها:

- ✓ الرفع من قيمة الأموال الخاصة ،
- ✓ الحصول على قروض بنكية،
- ✓ التنازل عن بعض التثبيات العاطلة.

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

2-4: حالة نمو سريع وغير متحكم فيه: إذا أقدمت المؤسسة على تحقيق معدلات نمو في رقم الأعمال أكبر من إمكانياتها المالية الحالية فإن ذلك يؤدي إلى تضخيم في الاحتياج في رأس مال العام بسبب ارتفاع بعض العناصر مثل : الزبائن، أوراق القبض....، مع بقاء FR_{ng} في وضعه الطبيعي.



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قرشي: مرجع سابق، ص:90.

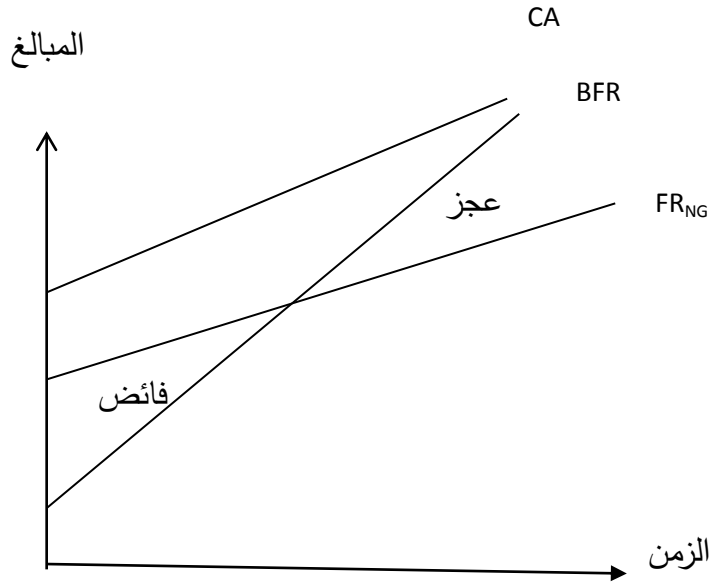
يمكن التغلب على هذا الوضع من خلال:

- ✓ إعادة النظر في المخطط التنموي - من خلال التراجع عن استهداف أسواق إضافية،
- ✓ تركيز الجهود التجارية والاستثمارية على حصة سوقية تتناسب مع الإمكانيات المتاحة.

3-4: حالة سوء تسيير عناصر الاستغلال: في كثير من الأحيان يتم تسيير عناصر الاستغلال بشكل عشوائي من خلال تباطؤ شديد في معدلات دوران المخزون وكذلك منح آجال طويلة للعملاء، وقبول آجال قصير من الموردين هذا التسيير يؤدي الى تضخيم غير طبيعي في BFR ومع بقاء FR_{ng} في وضعه الطبيعي

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

بيان أثر المقص لحالة سوء تسيير عناصر الاستغلال



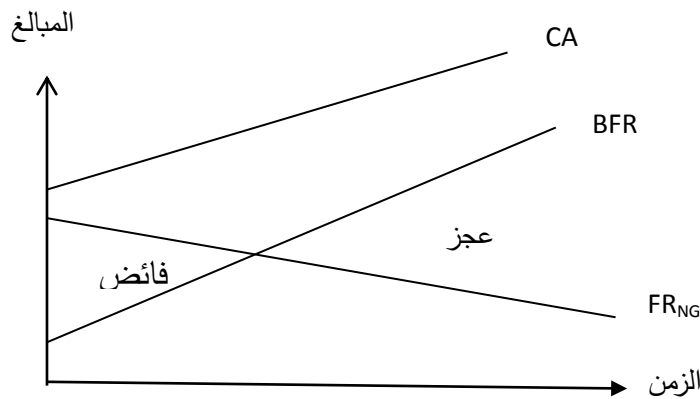
المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي: مرجع سابق، ص: 90.

يمكن الخروج من هذا المأزق من خلال:

- ✓ تبني سياسة علمية دقيقة يمكن للمؤسسة لتسيير مخزونها،
- ✓ تسيير العلاقة الدائنية بين العملاء والموردين من خلال اعتماد قاعدة التحصيل قبل التسديد،
- ✓ منح آجال للعملاء تتناسب مع الآجال الممنوحة من الموردين.

4-4: حالة الخسائر المتراكمة: إذا سجلت المؤسسة خسائر متتالية فان ذلك يؤدي تآكل في الأموال الخاصة مما يجعل الموارد الدائمة في حالة تدهور مستمر، ما يؤدي في انخفاض في FR_{ng} مع بقاء BFR في وضعه الطبيعي.

بيان أثر المقص لحالة الخسائر المتراكمة



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي: مرجع سابق، ص: 91.

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

يمكن تصحيح هذا الوضع من خلال خطة طويلة الأجل تتضمن مستويين:

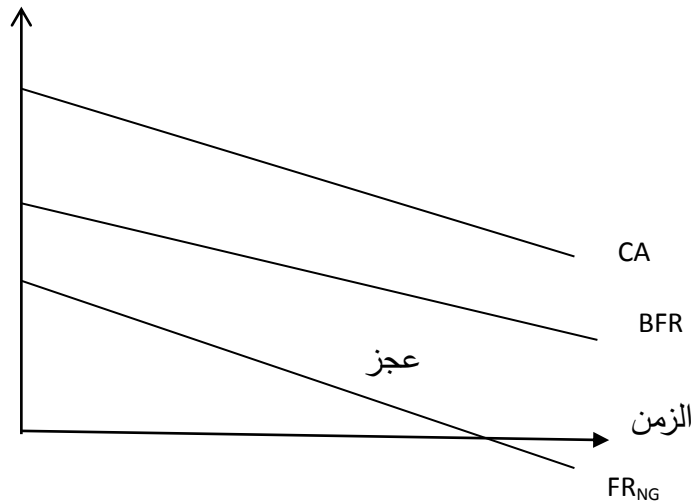
- ✓ **مستوى داخلي:** وذلك بترشيد الإنفاق لتدنية التكاليف بالتوجه نحو استخدام الأساليب العلمية والنظم المتخصصة في الإنتاج والتركيز على الجودة،
- ✓ **مستوى خارجي:** من خلال اعتماد مخطط تسويقي يهدف إلى تعظيم الحصة السوقية وجلب اكبر عدد ممكن من العملاء.

4-5: حالة تدهور في النشاط: في حالة مواجهة المؤسسة لمشاكل تسويقية ناجمة عن معطيات المحيط فان ذلك يؤدي إلى انخفاض في رقم الأعمال وبالتالي انخفاض الإيرادات مقابل التكاليف وبالتالي انخفاض رقم الأعمال ويؤدي إلى انخفاض قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي، فتتخفف الموارد الدائمة للمؤسسة بمرور الزمن وبالتالي انخفاض في FR_{ng} .

كما ينتج عن هذه الحالة انخفاض في BFR بمرور الزمن ولكن أقل حدة من FR_{ng} بسبب اختفاء او زوال بعض العناصر المتعلقة بالاستغلال كالعلاء، وأوراق القبض

المبالغ

أثر المقص في حالة تدهور في النشاط



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي: مرجع سابق، ص: 92.

في هذه الحالة لا بد من تحسين الوضعية الاستراتيجية للمؤسسة في السوق، وفي حال سيطرة المنافسين على السوق فان المؤسسة تكون أمام خيار الانسحاب التدريجي ثم تغيير النشاط.

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

5- طريقة الخبراء (الأيام) كأداة لتسيير عناصر دورة الاستغلال:

تمكن هذه الطريقة من معرفة الاحتياج لرأس المال العامل للاستغلال BFre وكيفية تسييره خاصة إذا كانت المؤسسة تعاني من عجز في الخزينة وذلك من خلال التحكم في أزمدة تصريف الموارد والاحتياجات مقارنة بمعاملات موازنتها:

- **أزمدة التصريف:** وتعتبر عن أزمدة تحول استخدامات الاستغلال (الاحتياجات) إلى سيولة وأزمدة استحقاق الموارد أي دفعها.

- **معاملات الموازنة:** وتعتبر عن حصة كل عنصر من عناصر الاستغلال سواء كان مورداً أو احتياجاً بالنسبة لرقم الأعمال خارج الرسم CAHT

5-1: إعداد جدول هيكل رأس المال العامل: يظهر كما يلي:

العنصر	زمن التصريف (1)	معامل الموازنة (2)	احتياج (2*1)	مورد (2*1)
الزبائن	[(أوراق القبض+عملاء)/رقم الأعمال متضمن الرسم]*360	رقم الأعمال متضمن الرسم / رقم الأعمال خارج الرسم	***	
المورد	[(مورد + أوراق الدفع)/المشتريات متضمنة الرسم]*360	المشتريات متضمنة الرسم / CAHT	***	
مواد أولية	[متوسط مخزون المواد الأولية/ قيمة المواد المحتواة في الإنتاج]*360	قيمة المواد المحتواة في الإنتاج / CAHT	***	
منتجات تامة	[متوسط مخزون المنتجات التامة/ تكلفة الإنتاج المباع]*360	تكلفة الإنتاج المباع / CAHT	***	
بضائع	[متوسط مخزون البضاعة/ تكلفة شراء البضاعة المباع]*360	تكلفة شراء البضاعة المباع / CAHT		
رسم مسبق	آجال قانونية 30 يوما	(المشتريات * TVA) / CAHT		
رسم مستحق	آجال قانونية 20 يوما	TVA - معامل موازنة الرسم المسبق		
المجموع بالأيام				
		مجموع	مجموع	مجموع
		الاحتياج	المورد	

بحيث:

$$\checkmark \text{ متوسط المخزن " مواد، منتجات تامة، بضاعة" } = (\text{مخزون أول مدة} + \text{مخزون نهاية المدة}) / 2$$

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

- ✓ قيمة المواد المحتواة في الإنتاج = مخزون أول مدة + مشتريات الفترة من المواد - مخزون نهاية المدة،
- ✓ تكلفة الإنتاج المباع: مخزون أول مدة منتجات + إنتاج الفترة - مخزون نهاية المدة،
- ✓ تكلفة شراء البضاعة المباعة = مخزون أول مدة بضاعة + مشتريات الفترة - مخزون نهاية المدة.

2-5 حساب الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFre

BFre بالأيام = مجموع الاحتياجات بالأيام - مجموع الموارد بالأيام

BFre بالقيمة = BFre بالأيام * رقم الأعمال اليومي خارج الرسم

يمكن أن نصادف حالتين:

- مجموع الاحتياجات > مجموع الموارد: لا يوجد احتياج في التمويل بل المؤسسة لديها موارد إضافية،
- مجموع الاحتياجات < مجموع الموارد: يوجد احتياج في التمويل يجب أن يغطي بفائض الأموال الدائمة FRNg، وفي حالة عدم كفاية هذا الأخير يجب القيام بما يسمى بتسيير الاحتياج أو تسيير عناصر دورة الاستغلال ويكون ذلك كما يلي:

- ✓ تسريع مدة دوران المخزون،
 - ✓ تسريع مدة تحصيل العملاء عن طريق مراسلة الزبائن كتابيا أو بالهاتف،
 - ✓ تأخير مدة تسديد الموردين عن طريق التفاوض لطلب آجال إضافية.
- كما يمكن للمسير المالي أيضا في هذه الحالة الرفع من قيمة صافي رأس المال العامل وذلك من خلال زيادة الأموال الدائمة عن طريق طلب القروض الطويلة الأجل ورفع رأس مال المؤسسة وأموالها الخاصة بالإضافة إلى التخلي عن الاستثمارات غير المنتجة كما سبق وأن أشرنا إليه.

6- انتقادات التحليل المالي من المنظور الوظيفي

- من أهم الانتقادات والتساؤلات التي أثارت حول التحليل المالي الوظيفي نجد:
- يُعطي هذا التحليل شأنه شأن التحليل المالي السيولي تصور ساكن لهيكل المؤسسة، ولا يعطي رؤية ديناميكية حول الوضعية المالية للمؤسسة،

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

- يعتمد هذا التحليل على الميزانية الوظيفية وأهم ما يعاب عليها أنها تدمج المؤونات والتي تعتبر من عناصر الاستغلال قصيرة الأجل في الموارد الدائمة والتي تعتبر طويلة الأجل،
- يركز التحليل الوظيفي في تحليله للوضع المالي على السلفات المصرفية مورد غير مستقر ويلجأ إليه في الحالات النادرة فقط إلا أن الحالات الميدانية أثبتت أن اللجوء إلى هذا النوع من الموارد يعتبر ضرورة لتحقيق الاستقرار والاستمرار في التعاملات المالية اليومية.
- تعتبر وضعية الخزينة غامضة حسب هذا التحليل ولا يُعرف كيفية تشكيلها ولا النشاطات المسؤولة عن حالة العجز أو الفائض.
- في قطاع الخدمات ونظراً لغياب المخزون يفقد الاحتياج لرأس المال العامل للاستغلال دلالاته المالية في تحليل الوضع المالي للمؤسسة، مما يستدعي البحث عن مؤشر آخر يُلبي جميع أنواع الأنشطة.

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

7. تمرين تطبيقي 01:

قدمت لك فيما يلي ميزانية شركة ESTEP النشطة في قطاع انتاج المعدات المهنية لسنة 2018:

جانب الأصول

البيان	2018
- الأصول الثابتة (غير الجارية):	
- فارق الشراء	43 732.93
- تثبيطات غير مادية	420 046 536.78
- تثبيطات جاري إنجازها	1 982
- تثبيطات مالية:	
- المساهمات الاخرى و الحسابات الدائنة الماحقة	146 195.92
- قروض و أصول مالية أخرى غير جارية	6 223 770.29
- ضرائب مؤجلة على الأصل	13 856 142.23
مجموع الأصول غير الجارية	440 318 360.15
<u>أصول جارية :</u>	
- مخزونات جاري إنتاجها	136 939 880.13
- زبائن	286 879 439.66
- مدينون آخرون	41 196 279.48
- الضرائب	167 914 795.40
- الأصول الجارية الأخرى	
- الموجودات و ما يماثلها:	
- الخزينة	7 879 061.06
مجموع الأصول الجارية	640 809 455.73
المجموع العام للأصول	1 081 127 815.88

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

جانب الخصوم

2018	الخصوم
	الأموال الخاصة:
382 690 000	- رأس المال الصادر
	- رأس المال غير مطلوب
1 183 489.36	- العلاوات
2 973.32	- فارق إعادة التقييم
	- فارق المعادلة
1 574 174.89	- النتيجة الصافية
-100 652 791.07	- رؤوس الأموال الخاصة الأخرى - ترحيل من جديد
284 797 846.50	مجموع الأموال الخاصة
	خصوم غير جارية:
139 304 823.66	- القروض والديون المالية
6 056 600.49	- الضرائب (المؤجلة والمرصودة لها)
	- الديون الأخرى غير الجارية
	- المؤونات و المنتجات المدرجة في
12 040 242.29	الحسابات سلفا
157 401 666.44	مجموع الخصوم غير الجارية
	الخصوم الجارية:
164 525 512.72	- الموردون والحسابات الملحقة
41 149 448.80	- الضرائب
158 167 237.07	- دائنون آخرون
275 086 104.35	- خزينة الخصوم
638 928 302.94	مجموع الخصوم الجارية
1 081 127 815.88	المجموع العام للخصوم

معلومات إضافية:

- قدرت الإهتلاكات الخاصة بالأصول غير الجارية لسنة 2018 ب: 171 548 475.70،

- قدرت مؤونة تدني قيمة المخزونات خلال سنة 2018 ب: 5 722 178.05، في حين قدرت مؤونة تدني

قيمة العملاء خلال نفس الفترة ب 8 999 811.23.

المطلوب: تحليل الوضعية المالية للشركة من المنظور الوظيفي، وتقديم تقرير مختصر حول الوضعية المالية.

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

الحل:

1/ إعداد الميزانية الوظيفية المختصرة للمؤسسة:

تُشير أن الحسابات تدمج في الميزانية الوظيفية على أساس القيمة الإجمالية على عكس الميزانية المالية التي ترتب عناصرها حسب القيمة المحاسبية الصافية،

بحيث:

$$\text{القيمة المحاسبية الصافية} = \text{القيمة الإجمالية} - \text{الاهتلاكات والمؤنات}$$

وبالتالي سيتم إضافة الإهتلاكات إلى الأصول غير الجارية، والمؤنات إلى الأصول جارية، على أن يتم إضافة الاهتلاكات والمؤنات إلى الجانب الآخر "الموارد الدائمة".

المبالغ	الموارد	المبالغ	الإستخدامات
629 469 977.92	الموارد الدائمة	611 866 835.65	الاستخدامات المستقرة
205 674 961.52	موارد الاستغلال	607 456 104.47	استخدامات الاستغلال
158 167 237.07	موارد خارج الإستغلال	41 196 279.48	استخدامات خارج الإستغلال
275 086 104.35	خزينة الخصوم	7 879 061.06	خزينة الأصول
1 268 398 280.86	المجموع:	1 268 398 280.86	المجموع:

2/ حساب مؤشرات التحليل المالي من المنظور الوظيفي

النتيجة	القانون	المؤشر
17 603 142.27	أموال دائمة - استخدامات مستقرة	رأس المال العامل الصافي الإجمالي FRNg
401 781 142.95	استخدامات الاستغلال - موارد الإستغلال	الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFRg
-116 970 957.59	استخدامات خارج الاستغلال - موارد خارج الإستغلال	الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال BFRhe
284 810 185.36	استخدامات دورية - موارد دورية	الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي BFRg
-267 207 043.09	FRNg - BFRg أو خزينة الأصول - خزينة الخصوم	الخزينة Tr

التعليق:

من خلال مختلف مؤشرات التحليل المالي الوظيفي المبينة في الجدول أعلاه، نلاحظ أن المؤسسة على المدى البعيد متوازنة مالياً، حيث أنها استطاعت تمويل جميع استخداماتها المستقرة بمواردها الدائمة وحققت فائضا قيمته 17 603 142.27 تستعمله في حالة وجود احتياج في تمويل الاستخدامات الدورية.

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

على المدى القصير، يوجد احتياج في تمويل الأصول المتداولة قيمته 284 810 185.36 نتيجة عدم قدرة الموارد الدورية على تغطية الاستخدامات الدورية خلال الفترة.

وبالرغم من توفر المؤسسة على هامش سيولي إضافي على المدى البعيد، إلا أنها لم تستطع تغطية الاحتياج الموجود في دورة الاستغلال، مما انعكس سلباً على خزانة المؤسسة وسجلت عجزاً بقيمة 267 207 043.99. للخروج من هذه الحالة وللوصول إلى الوضعية المثلى للخزينة "الخزينة الصفيرية" يجب على المؤسسة إجراء تعديل في مسار الوضعية المالية من خلال العلاقة الأساسية للخزينة:

$$Tr = FRNg - BFRg$$

من خلال زيادة في فائض الموارد الدائمة $FRNg$ ، أو التخفيض في الاحتياج في رأس المال العامل $BFRg$ - زيادة فائض الموارد الدائمة من خلال زيادة حجم الموارد الدائمة أو تخفيض حجم الأصول الغير جارية ويكون وفقاً للحالات التالية:

✓ الرفع من رأس المال بإصدار أسهم جديدة،

✓ عدم توزيع الأرباح وإعادة استثمارها،

✓ اللجوء إلى الاقتراض على المدى المتوسط والطويل،

✓ أو بالتنازل عن الاستثمارات غير المنتجة.

- تخفيض الاحتياج في رأس المال العامل من خلال التخفيض في الاستخدامات الدورية أو زيادة الموارد الدورية، ويكون وفق الحالات التالية:

✓ التسريع في سرعة دوران المخزون،

✓ تحصيل ديون العملاء،

✓ الزيادة في الموارد الدورية بطلب موارد أكبر لمدة أطول.

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

8. تمرين تطبيقي 02: حول كيفية حساب الاحتياج في رأس المال العامل بطريقة الخبراء

بصفتك محللا ماليا لمؤسسة " الإزدهار " المتخصصة في صنع وتسويق منتج موسمي واحد "س"، قدمت لك الميزانية المالية كما تظهر في 31 /12/2019:

الأصول	القيمة الإجمالية	الاحتياكات والمؤونات	ق م ص	الخصوم	المبلغ
الأصول غير الجارية:	588 500	230 000	358 500	الأموال الخاصة:	462 600
مباني	120 000	30 000	90 000	رأس مال جماعي	282 600
معدات وأدوات	240 000	120 000	120 000	احتياطات	100 000
معدات نقل	160 000	70 000	90 000	نتائج رهن التخصيص	80 000
تجهيزات مكتب	60 000	10 000	50 000	خصوم غير جارية:	262 400
سندات المساهمة	8 500		8 500	ديون الإستثمار	180 000
الأصول الجارية:				قروض بنكية طويلة	82 400
قيم الإستغلال:	400 000	80 000	320 000	خصوم جارية:	381 700
مواد الأولية	180 000	36 000	144 000	موردون	89 600
منتجات تامة	220 000	44 000	176 000	أوراق الدفع	50 000
قيم ممكن تحقيقها:	236 200	18 000	218 200	ديون الإستغلال	14 100
عملاء	90 000	13 500	76 500	دائنو الخدمات	18 000
أوراق القبض	107 600	4 500	103 100	سلفات مصرفية	130 000
تسبيقات الموردين	18 600		18 600	دائنون آخرون	80 000
مدينون آخرون	20 000		20 000		
قيم جاهزة:	130 000		130 000		
بنك	75 000		75 000		
صندوق	55 000		55 000		
نتيجة الدورة			80 000		
مجموع الأصول:	1 354 700	328 000	1 106 700	مجموع الخصوم:	1 106 700

قدمت لك المعلومات التالية:

- متوسط مخزون المادة الأولية: 220 000 دج
- مخزون أول مدة منتجات تامة: 260 000 دج
- مخزون آخر مدة مادة أولية: 144 000 دج
- مخزون آخر مدة منتجات تامة: 176 000 دج
- مشتريات المواد الأولية خارج الرسم تمثل 60 % من رقم الأعمال خارج الرسم.
- المبيعات السنوية متضمنة الرسم قدرت بـ: 856 800 دج
- معدل الرسم على القيمة المضافة 19%، مع العلم أن المؤسسة معفاة من الرسم على المشتريات.
- تكلفة الإنتاج المباع للفترة : 604 000 دج
- الأجر قيمتها 144 000 دج، 70% منها تدفع في آخر الشهر والباقي تدفع في 20 من الشهر الموالي.

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

- المصاريف العامة تمثل هي الأخرى 20% من رقم الأعمال خارج الرسم و تدفع كل 30 يوم.

المطلوب:

- إعداد الميزانية الوظيفية المختصرة، إذا علمت أنه كان هناك ما يقدر بـ: 20% من تسبيقات الموردين و 15% من دائني الخدمات نتجت عن نشاط ليس له علاقة بنشاط الاستغلال العادي للمؤسسة.
- حدد نتيجة التحليل المالي من المنظور الوظيفي وذلك حسب مؤشرات هذا التحليل
- قدم تقريراً مختصراً للمسؤول الأول للمؤسسة تشرح فيه الوضعية المالية للمؤسسة حسب مؤشرات هذا التحليل.

الحل:

1- إعداد الميزانية الوظيفية:

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
الإستخدامات المستقرة	588 500	الموارد الدائمة	973 000
استخدامات الاستغلال	612 480	موارد الإستغلال	169 000
استخدامات خارج الاستغلال	23 720	موارد خارج الإستغلال	82 700
خزينة الأصول	130 000	خزينة الخصوم	130 000
المجموع:	1 354 700	المجموع:	1 354 700

2- حساب الاحتياج في رأس المال العامل بطريقة الخبراء :

البيان	زمن التصريف	معامل الموازنة	احتياج	مورد
العملاء	83.025	1.19	98.799	
المورد	116.333	0.60		69.799
المواد الأولية	128.976	0.705	90.928	
المنتجات التامة	129.933	0.838	108.883	
الرسم المستحق	20	0.19		3.8
الأجور	6	0.20		1.2
المصاريف العامة	30	0.2		6
المجموع:			298.61	80.799

الاحتياج بالأيام = مجموع الاحتياجات بالأيام - مجموع الموارد بالأيام = 217.811 = 80.799 - 298.61

الاحتياج بالقيمة = الاحتياج بالأيام * رقم الأعمال اليومي = 435 622 دج = 217.811 * 360/720000

الفصل الثالث: التحليل المالي الساكن من المنظور الوظيفي

384 500	الموارد الدائمة - الاستخدامات المستقرة	FRNG
435 622	بطريقة الخبراء	BFR e
- 58 980	الاحتياجات خارج الاستغلال - الموارد خارج الاستغلال	BFR he
7 858	FRNG- BFRG	TR

التعليق:

من خلال مختلف مؤشرات التحليل المالي الوظيفي المبينة في الجدول أعلاه، نلاحظ أن المؤسسة على المدى البعيد متوازنة مالياً، حيث أنها استطاعت تمويل جميع استخداماتها المستقرة بمواردها الدائمة وحققت فائضا قيمته 384 500 تستعمله في حالة وجود احتياج في تمويل الاستخدامات الدورية.

على المدى القصير، يوجد احتياج في تمويل الأصول المتداولة قيمته 376 642 دج نتيجة عدم قدرة الموارد الدورية على تغطية الاستخدامات الدورية خلال الفترة.

وبالرغم من هذا الاحتياج الموجود في دورة الاستغلال، إلا أن المؤسسة استطاعت تغطيته محققة بذلك فائضا في الخزينة بقيمة 7 858 دج يُعبر عن سيولة مجمدة وغير مستعملة، لتقادي هذا وللوصول إلى الوضعية المثلى للخزينة "الخزينة الصفريّة" يجب على المؤسسة إجراء تعديل في مسار الوضعية المالية من خلال العلاقة الأساسية للخزينة:

$$Tr = FRNg - BFRg$$

من خلال تخفيض في فائض الموارد الدائمة FRNg، أو تسيير الاحتياج في رأس المال العامل BFRg - تخفيض فائض الموارد الدائمة من خلال تخفيض حجم الموارد الدائمة أو زيادة حجم الأصول غير الجارية ويكون وفقا للحالات التالية:

✓ توزيع الأرباح وعدم احتجازها،

✓ اللجوء إلى تسديد جزء من القروض المتوسطة والطويلة،

✓ أو باقتناء استثمارات جديدة.

- تسيير الاحتياج في رأس المال العامل من خلال الزيادة في الاستخدامات الدورية أو تخفيض في الموارد الدورية، ويكون وفق الحالات التالية:

✓ زيادة الشراء والإنتاج،

✓ منح تسهيلات للعملاء في شكل فترة سماح بالسداد،

✓ تسديد جزء من الديون القصيرة.

الفصل الرابع: التحليل المالي الديناميكي

تمهيد:

اعتمد التحليل المالي الساكن بنوعيه السيولي والوظيفي على الميزانية المالية التي تصور الوضعية المالية للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون 12/31 ن، مما يؤدي إلى إعطاء صورة غير واضحة عن مختلف الحركات المالية خلال السنة. ومن هنا ظهرت الحاجة إلى نوع آخر من التحليل يُعطي رؤية ديناميكية عن الوضعية المالية للمؤسسة. فظهرت كشوفات/ قوائم التدفقات المالية لتحول عملية التحليل من المنظور الساكن إلى المنظور الديناميكي، بحيث تعد هذه القوائم وسيلة تحليلية لدراسة ومتابعة حركة التغيرات المالية التي حصلت في أموال المؤسسة وممتلكاتها. من خلال هذا الفصل سنقوم بدراسة هذه الكشوفات والمتمثلة في جدول التمويل وجدول تدفقات الخزينة.

1- مفهوم التحليل المالي عن طريق التدفقات المالية

اعتمد كل من التحليل المالي السيولي والوظيفي على الميزانية التي تصور الوضعية المالية للمؤسسة في لحظة زمنية معينة لذا سميا بالتحليل الساكن، مما يؤدي إلى إعطاء صورة غير واضحة عن مختلف الحركات المالية للمؤسسة خلال دورة معينة، ومن هنا تأتي ضرورة البحث عن تحليل يوفر رؤية ديناميكية عن الوضعية المالية للمؤسسة، لذا جاء التحليل الديناميكي الذي يقوم بتحليل السياسة المالية التي اتبعتها المؤسسة خلال فترة زمنية معينة ومقارنتها بالأرقام والبيانات الواردة في المؤسسة لعدد من الفترات المتتالية بهدف معرفة أهم الفروقات والتغيرات التي تطرأ على مختلف استخداماتها ومواردها لأجل الاستفادة منها في المستقبل في عملية اتخاذ القرارات المالية.

يسمى التحليل الديناميكي أيضا بالتحليل المقارن أو التحليل باستخدام التدفقات المالية، ويعرف التدفق المالي على أنه تغير في قيمة أحد عناصر الميزانية (استخدام أو مورد) خلال فترة زمنية معينة تقدر عادة بسنة. يستخدم التحليل الديناميكي مجموعة من الجداول المالية سوف نتعرض لأهمها:

الفصل الرابع: التحليل المالي الديناميكي

2- جدول تغيرات أقسام الميزانية

وهو جدول يُبين مختلف التغيرات الموجبة والسالبة التي حدثت في مختلف العناصر المكونة للميزانية لفترتين متتاليتين، وذلك بغرض تقييم الأداء المالي للمؤسسة ومعرفة توجهات سياستها المستقبلية ويكون هذا الجدول على الشكل التالي:

N / N+1

المبالغ	الموارد	المبالغ	الاستخدامات
	Δ^+ الخصوم		Δ^+ الأصول
	Δ^- الخصوم		Δ^- الأصول
	مجموع Δ		مجموع Δ

3- جدول التمويل

3-1 : المفهوم: هو جدول يتضمن الموارد المالية للمؤسسة واستخداماتها في فترة زمنية محددة، كما يُبين التغيرات في ثروة المؤسسة لنفس الفترة وذلك من خلال تحديد التدفقات المالية بين كل من الموارد والاستخدامات اعتمادا على تحديد الفرق بين ميزانيتين متتاليتين، وينتج عنها التغيرات في المعادلة الأساسية للخرينة على النحو التالي:

$$\Delta Tr = \Delta FRNg + \Delta BFRg$$

3-2: أهمية جدول التمويل

يعتبر جدول التمويل أداة تحليلية تقدم معلومات لها أهمية خاصة والتي تساعد المسير المالي على متابعة تنفيذ خطته، وتكمن أهميته من خلال مايلي⁽¹⁾:

- ✓ إبراز التغيرات المالية التي لا تستطيع الميزانيات المالية إظهارها،
- ✓ إظهار صافي التمويل الذاتي كمصدر أساسي للتمويل،
- ✓ مساعدة المسير المالي في اتخاذ القرارات التي تخص المؤسسة وفي الاستخدام الأمثل للأموال التي تحت تصرفها، وفي اختيار الاستثمارات مستقبلا واللجوء إلى المصادر المناسبة للتمويل.

(1): مبارك لسلوس : مرجع سابق ، ص62.

الفصل الرابع: التحليل المالي الديناميكي

3-3: بناء جدول التمويل: يقوم جدول التمويل على الفرق بين التدفقات المستقرة والتدفقات قصيرة الأجل، فيبين الجزء الأول منه التغير في الاستخدامات المستقرة والتغير في الموارد الدائمة، ومن خلال الفرق بينهما نحصل على التغير في صافي رأس المال العامل الإجمالي $\Delta FRNg$. أما الجزء الثاني من الجدول فيبين التدفقات قصيرة الأجل، وذلك من خلال حساب الفرق في التغير في استخدامات الاستغلال من جهة والتغير في موارد الاستغلال من جهة أخرى، وذلك من أجل الحصول على التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال $\Delta BFRhe$ ، والفرق بين التغير في استخدامات خارج الاستغلال وموارد خارج الاستغلال (للحصول على التغير في الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال $\Delta BFRhe$)، والفرق بين التغير في موارد الخزينة والتغير في استخدامات الخزينة (للحصول على التغير في الخزينة الإجمالية ΔTr). والشكل التالي يبين البنية العامة لجدول التمويل:

المبالغ	الموارد	المبالغ	الاستخدامات
	Δ الموارد الدائمة:		Δ الاستخدامات المستقرة:
	Δ^+ الأموال الدائمة: Δ^- أصول غير جارية إجمالية تغير سالب	$\Delta FRNg$	Δ^+ الأصول الغير جارية الإجمالية: Δ^- أموال الدائمة: (رأس المال، CAF، د ط أ) تغير موجب
	مجموع التغير في الموارد الدائمة		مجموع التغير في الاستخدامات المستقرة
	Δ موارد الاستغلال: Δ^+ موارد الاستغلال: Δ^- استخدامات الاستغلال: تغير موجب	$\Delta BFRhe$	Δ استخدامات الاستغلال: Δ^+ استخدامات الاستغلال: Δ^- موارد الاستغلال: تغير سالب
	مجموع التغير في موارد الاستغلال:		مجموع التغير في استخدامات الاستغلال:
	Δ موارد خارج الاستغلال: Δ^+ موارد خارج الاستغلال: Δ^- استخدامات خارج الاستغلال: تغير موجب	$\Delta BFRhe$	Δ استخدامات خارج الاستغلال: Δ^+ استخدامات خارج الاستغلال: Δ^- موارد خارج الاستغلال: تغير سالب
	مجموع التغير في الموارد خارج الاستغلال:		مجموع التغير في الاستخدامات خارج الاستغلال:
	Δ خزينة الخصوم:		Δ خزينة الأصول:
	Δ^- السلفات المصرفية:		Δ^- القيم الجاهزة:
	Δ^+ القيم الجاهزة:		Δ^+ السلفات المصرفية:
	تغير سالب	ΔTR	تغير موجب

المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي: مرجع سابق، ص: 111، 115.

الفصل الرابع: التحليل المالي الديناميكي

يمكن اختصار الجزء المتعلق بالاحتياج لتمويل الدورة القصيرة من جدول التمويل كما يلي:

Δ استخدامات الدورية:	Δ موارد دورية:
Δ^+ الأصول المتداولة ماعدا القيم الجاهزة: Δ^- الديون قصيرة الأجل ماعدا السلفات المصرفية: تغير سالب	Δ^+ الديون قصيرة الأجل ماعدا السلفات المصرفية: Δ^- الأصول المتداولة ماعدا القيم الجاهزة: تغير موجب
مجموع التغير في الاستخدامات الدورية:	مجموع التغير في الموارد الدورية:

المصدر: من إعداد الأستاذ

3-4 التحليل باستخدام جدول التمويل: تركز عملية التحليل من خلال جدول التمويل على تحليل التغير

في صافي رأس المال العامل، الاحتياج في رأس المال العامل والتغير في الخزينة كما يلي:

$\Delta FRNg$ موجب < 0 : يعني أن المؤسسة في الطريق السليم وذلك لأن الزيادة في الموارد الدائمة الناجمة عن رفع رأس المال أو إصدار أسهم جديدة، أو الزيادة في القدرة على التمويل الذاتي أو طلب قروض طويلة أو متوسطة أو التنازل عن الاستثمارات، كانت أكبر من الزيادة في الاستخدامات الدائمة والتي يمكن أن تنجم عن طلب استثمارات جديدة، تخلي المساهمين عن أسهم الشركة، تسديد الديون.

$\Delta FRNg$ سالب > 0 : في هذه الحالة يكون صافي رأس المال العامل للسنة $N-1$ أكبر من صافي رأس المال العامل للسنة N ، وهذا الانخفاض قد يكون سببه انخفاض في الأموال الخاصة أو انخفاض في الديون الطويلة ومتوسطة الأجل بسبب قيام المؤسسة بتسديد ديونها، أما الحالة الأخرى التي تؤدي لانخفاض رأس المال العامل الإجمالي فهي عملية شراء التثبيتات خصوصاً الجديدة، وتعتبر هذه الحالة غير جيدة بالنسبة للمؤسسة لأنها تؤثر على الوضع المالي لها، حيث لا يكون بمقدورها مواجهة احتياجاتها المالية المستقبلية.

$\Delta BFRg$ موجب < 0 : يدل ذلك على أن احتياجات الدورة للسنة N أكبر من احتياجات الدورة $N-1$ ، حيث قد يكون ذلك بسبب انخفاض في سرعة دوران الموردين أو الزيادة في سرعة دوران الزبائن، وكلاهما يؤثر على زيادة وارتفاع الموارد الدورية للمؤسسة.

$\Delta BFRg$ سالب > 0 : وهو ما يعني أن احتياجات الدورة N أقل من احتياجات الدورة $N-1$ ، وقد يكون ذلك بسبب قيام المؤسسة بتحصيل مستحقاتها من الغير بأسرع وقت من أجل تسديد التزاماتها في الوقت المحدد.

الفصل الرابع: التحليل المالي الديناميكي

ΔTr موجب <0 : وهو ما يعني أن التغير في رأس المال العامل $\Delta FRNg$ أكبر من التغير في احتياجات رأس المال العامل $\Delta BFRg$ ، لذلك يكون التغير في الخزينة موجب، وهي حالة جيدة للمؤسسة، كما يكون ذلك بسبب الزيادة في القيم الجاهزة أو النقص في قيمة السلفات المصرفية.

ΔTr سالب >0 : يُبين أن $\Delta FRNg$ أقل من $\Delta BFRg$ ، وهو ما يدل على انخفاض في الخزينة الصافية وقد يكون ذلك بسبب زيادة في قيمة السلفات المصرفية أو انخفاض في القيم الجاهزة، وهو المؤشر الذي يقيس لنا تطور سيولة المؤسسة من خلال العلاقة:

$$\Delta FRNg = \Delta BFRg + \Delta Tr$$

3-5: الانتقادات الموجهة لجدول التمويل

رغم الإضافات التي قدمها جدول التمويل للتحليل المالي من خلال تجاوزه للتحليل الساكن واعتماده في تحليل الوضعية المالية على تفسير التغيرات في رأس المال العامل والاحتياج في رأس المال العامل إلا أن هذا التحليل تحوم حوله كثير من التحفظات وأهمها:

- ✓ يعتبر القدرة على التمويل الذاتي موردا دائما إلا أنه عند الحساب يتم ادماج مؤونات تدني الحقوق والمخزون وهي عناصر قصيرة وكان من الأجدر اقصاؤها،
- ✓ التغير في الخزينة المحصل عليها اعتمادا على جدول التمويل لا يُعطي صورة واضحة حول الدورة المسؤولة عن الفائض أو العجز، حيث يُعطي الجدول الخزينة الصافية الإجمالية دون التمييز بين دورة الاستغلال، التمويل والاستثمار وهي مصادر أساسية للعجز أو الفائض في الخزينة.

4- جدول تدفقات الخزينة:

4-1: مفهوم جدول تدفقات الخزينة: الغاية من استعمال هذا الجدول هي معرفة الوظائف المولدة للنقدية والمستهلكة لها خلال الفترة المحاسبية، وبالتالي فهو يعطي تصورا تفصيليا للخزينة الصافية، حيث يهدف هذا الجدول إلى تجزئة الخزينة الإجمالية حسب الدورات الأساسية لنشاط المؤسسة ومنه يمكن تصنيف التدفقات المالية حسب انتمائها للدورات التالية: دورة الاستغلال، دورة الاستثمار ودورة التمويل. وعليه:

الفصل الرابع: التحليل المالي الديناميكي

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

4-2 أهداف جدول تدفقات الخزينة: هناك العديد من الأهداف التي يحققها جدول تدفقات الخزينة تأتي في مقدمتها توضيح الأسباب الرئيسية التي أدت إلى التغير في الخزينة خلال الدورة المحاسبية، ويمكن إبراز أهم هذه الأهداف من خلال النقاط التالية:

- ✓ إبراز مصدر التدفقات النقدية الداخلة التي تحصلت عليها المؤسسة خلال دورة معينة،
- ✓ إظهار التغير الذي حصل في الخزينة خلال الدورة،
- ✓ إظهار مدى مساهمة كل وظيفة "استغلال، تمويل، واستثمار" في تغيير الخزينة،
- ✓ توضيح طريقة تمويل خزينة الاستغلال لمجموع الاستثمارات سواء كانت مادية أو معنوية أو مالية،
- ✓ إبراز تطور التمويل الخارجي وأيضاً مدى قدرة المؤسسة على تمويل استثماراتها عن طريق تدفق خزينة الاستغلال.

4-3 مكونات جدول تدفقات الخزينة: يُقدم جدول تدفقات الخزينة مدخلات ومخرجات الموجودات المالية الحاصلة أثناء السنة المالية حسب مصادرها الثلاثة السابقة الذكر، ولقد أشرنا في الفصل الأول من المطبوعة إلى كيفية عرض هذا الجدول حسب النظام المحاسبي المالي، حيث تطرق الفصل الرابع من النظام المحاسبي المالي « SCF » للمصادر الأساسية للسيولة أبرزها ما يلي:

- ✓ التدفقات النقدية التي تولدها الأنشطة العملياتية "الاستغلالية" أي الأنشطة التي تتولد عنها منتوجات، وغيرها من الأنشطة غير المرتبطة لا بالاستثمار ولا بالتمويل،
- ✓ التدفقات المالية التي تولدها أنشطة الاستثمار أي عمليات سحب أموال لاقتناء قيم ثابتة طويلة الأجل وتحصيل أموال عن بيع أصول طويلة الأجل،
- ✓ التدفقات الناشئة عن أنشطة تمويل تكون نتيجتها تغيير حجم وبنية الأموال الخاصة أو القروض.

وفيما يلي إيجاز لهذه التدفقات:

4-3-1: تدفقات دورة الاستغلال: وتتمثل في مجموع التحصيلات والنفقات الخاصة بدورة الاستغلال، والفرق بينهما يُعبر عن خزينة الاستغلال، وهي مؤشر حقيقي عن صدق الربحية في المؤسسة. فخزينة الاستغلال السالبة تُعبر عن كون نشاط الاستغلال مستهلك للنقدية وليس منتجا لها كما يجب أن يكون في

الفصل الرابع: التحليل المالي الديناميكي

الظروف العادية حتى وإن كانت المؤسسة تحقق ربحاً فهذا الربح ممكن أن يكون بغرض إظهار النتائج أما في الحقيقة فإن المؤسسة تعاني من عجز في أهم وظيفة من وظائفها، إن هذه الوضعية سلبية بالنسبة للمؤسسة وتُشير إلى وجوب البحث عن مصادر أخرى للنقدية من أنشطة أخرى " استثمار أو تمويل".

4-3-2: تدفقات دورة الاستثمار: وتتمثل في نفقات الاستثمار التي تعتبر تدفق نقدي خارج بالنسبة لدورة الاستثمار وتتمثل في الحصول على استثمارات جديدة ك شراء تجهيزات الإنتاج، وتحصيلات الاستثمار وهي النفقات الداخلة بالنسبة لهذه الدورة والتي تعبر عنها عملية التنازل عن الاستثمارات.

هذه التدفقات تستخدم كمؤشر لاحتمالات النمو والانكماش المستقبلي، فخزينة الاستثمار السالبة تُشير إلى احتمالات نمو مستقبلية بينما خزينة الاستثمار الموجبة فتُشير إلى وضعية سلبية بالنسبة للمؤسسة وذلك لأن المؤسسة في هذه الحالة لجأت إلى تسهيل أصولها الثابتة واستثماراتها المالية، وهذا ما يعرضها إلى حالة انكماش في المستقبل.

4-3-3: تدفقات دورة التمويل: يتمثل دور الموارد المالية في تمويل تلك الاحتياجات المالية الناتجة عن دورة الاستغلال، أما المصادر الرئيسية للتمويل فتتمثل في مصدرين أساسيين:

- **دورة رأس المال:** حيث تدعم الأموال الجماعية من خلال الأموال المقدمة من طرف المساهمين (رفع رأس المال وهو تدفق داخل)، مقابل أجزاء من الأرباح توزع في شكل مكافأة رأس المال (الأرباح الموزعة وهو تدفق خارج)،

- **دورة الإئتمان:** حيث تلجأ المؤسسة إلى جلب قروض (نتحدث هنا عن القروض الطويلة والمتوسطة وهو تدفق داخل) مقابل تسديدها مستقبلاً (تدفق مالي خارج).

وبعد تحديد التدفقات المالية الأساسية للوظائف الثلاث يمكن إجراء صياغة لجدول تدفقات الخزينة انطلاقاً من جدول التمويل، وزيادة عن الطريقة المباشرة والغير مباشرة في العرض، على النحو التالي:

الفصل الرابع: التحليل المالي الديناميكي

كيفية بناء جدول تدفقات الخزينة انطلاقاً من جدول التمويل

المبلغ	البيان
	A: تدفقات دورة الاستغلال: Δ القدرة على التمويل Δ الاحتياج في رأس المال العامل
	خزينة الاستغلال A
	B: تدفقات دورة الاستثمار: Δ^- الأصول الثابتة الإجمالية Δ^+ الأصول الثابتة الإجمالية
	خزينة الاستثمار B
	C: تدفقات دورة التمويل: $+$ رفع رأس المال $-$ مكافأة رأس المال $+$ الحصول على قروض جديدة (طويلة ومتوسطة) $-$ تسديد القروض طويلة ومتوسطة
	خزينة التمويل C
(1)	التغير في الخزينة $\Delta Tr: A+B+C$
(2)	خزينة أول الدورة : $n/01/01$
(1)+(2)	خزينة نهاية الدورة: $n/12/31$

المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي: مرجع سابق، ص:122.

الفصل الرابع: التحليل المالي الديناميكي

5- تمرين تطبيقي:

إذا كانت لديك الميزانيتين الماليتين التاليتين لإحدى الشركات الصناعية للسنتين 2018 / 2019: (الوحدة: 1 000 و.ن)

2019	2018	الخصوم	2019	2018	الأصول
46 830	37 280	الأموال الخاصة:	51 730	54 630	أصول غير جارية:
38 900	33 260	رأس مال جماعي	14 000	14 000	أراضي
3 800	4 000	احتياطات	13 000	12 000	مباني
4 130	3 980	نتائج رهن التخصيص	5 700	9 200	معدات وأدوات
			11 300	12 700	معدات نقل
34 400	36 300	خصوم غير جارية:			أ. ثابتة أخرى
18 300	19 300	ديون الاستثمار	4 480	3 530	سندات المساهمة
16 100	17 000	قروض بنكية طويلة	3 250	3 200	مخزون الأمان
23 560	24 800	خصوم جارية:	53 060	47 170	أصول جارية:
5 500	5 000	موردون	18 700	17 700	قيم الاستغلال:
6 660	7 660	ديون الاستغلال	11 470	8 350	مواد أولية
4 500	3 000	أوراق الدفع	7 230	9 350	منتجات تامة
2 650	4 200	دائنو الخدمات	21 510	18 710	قيم غير جاهزة:
2 250	2 940	سلفات مصرفية	10 500	7 200	زبائن
2 000	2 000	دائنون آخرون	5 850	5 350	أوراق القبض
			2 160	3 160	تسبيقات الموردين
			3 000	3 000	مدينون آخرون
			12 850	11 300	قيم جاهزة:
			3 450	1 600	أوراق قبض مخصومة
			6 200	5 100	بنك
			3 200	4 600	صندوق
104 790	102 340	المجموع:	104 790	102 340	المجموع:

توفرت للمسیر المالي المعلومات التالية عن الإهلاك المتراكم للاستثمارات المادية التالية:

2019	2018	الأصل
2 300	1 200	مباني
3000	1 800	معدات وأدوات
2 560	1750	معدات نقل

الفصل الرابع: التحليل المالي الديناميكي

أراد هذا المسير أن يعطي ديناميكية أكثر لتحليله، فقام بمقارنة الوضعية المالية لسنة 2019 مع سابقتها لسنة 2018 وقام بإعداد الجداول المالية المقارنة التالية:

- جدول التمويل
- جدول تدفقات الخزينة

المطلوب:

- قم بإعداد جداول التمويل التي اعتمد عليها المسير المالي في تحليله.
- أعط تقريراً مختصراً حول الوضعية المالية لهذه المؤسسة.

الحل:

إعداد جدول التمويل:

المبالغ	الموارد	المبالغ	الاستخدامات
	التغير في الموارد الدائمة:		التغير في الاستخدامات المستقرة:
	$\Delta +$ الموارد الدائمة:		$\Delta +$ الاستخدامات المستقرة:
5 640	رأس المال	2 100	مباني
3 060	القدرة على التمويل الذاتي	950	سندات المساهمة
	$\Delta -$ الاستخدامات المستقرة:	50	مخزون الأمان
2 300	معدات وأدوات		$\Delta -$ الموارد الدائمة:
590	معدات نقل	1 000	ديون الاستثمار
		900	قروض بنكية
		6 590	تغير موجب في FRN_G
11 590	مجموع التغير في الموارد الدائمة	11 590	مجموع التغير في الاستخدامات المستقرة
	التغير في الموارد الدورية:		التغير في الاستخدامات الدورية:
	$\Delta +$ الديون قصيرة الأجل / السلفات:		$\Delta +$ أصول المتداولة / القيم الجاهزة:
500	موردون	3 120	مواد أولية
1 500	أوراق الدفع	3 300	زبائن
	$\Delta -$ الأصول المتداولة / ق ج:	500	أوراق القبض
2 120	منتجات تامة		$\Delta -$ د ق أ / السلفات:
1 000	تسبيقات الموردون	1 000	ديون الاستغلال
4 350	تغير موجب في BFR_G	1 550	دائنو الخدمات
9 470	مجموع التغير في الموارد الدورية:	9 470	مجموع التغير في الاستخدامات الدورية:
	لتغير في خزانة الخصوم:		التغير في خزانة الأصول:
690	$\Delta -$ السلفات المصرفية:		$\Delta -$ القيم الجاهزة:
	$\Delta +$ القيم الجاهزة:	1 400	صندوق
1 850	أوراق قبض مخصومة	0	$\Delta +$ السلفات المصرفية:
1 100	بنك	2 240	تغير موجب في TR
3 640	مج / التغير في خزانة الخصوم:	3 640	مج / التغير في خزانة الأصول:

الفصل الرابع: التحليل المالي الديناميكي

التقرير:

من خلال جدول التمويل نلاحظ على المدى الطويل: أن FRNG قد زاد بقيمة 6 590 مقارنة بالسنة 2014، نظرا لزيادة الموارد الدائمة بقيمة أكبر من الزيادة في الاستخدامات المستقرة. على المدى القصير نلاحظ زيادة في BFRG بقيمة 4 350 مقارنة بالسنة الماضية نتيجة زيادة الموارد الدورية بقيمة أقل من الزيادة في الاستخدامات الدورية. بالرغم من ذلك شهدت الخزينة ارتفاع في قيمتها مقارنة بالسنة الماضية.

إعداد جدول تدفقات الخزينة:

البيان	المبلغ
التغير في القدرة على التمويل	3 060
التغير في الاحتياج في رأس المال العامل	4 350
خزينة الاستغلال	-1 290
التغير السالب في الأصول الثابتة	2890
التغير الموجب في الأصول الثابتة	3 100
خزينة الاستثمار	-210
الزيادة في رأس المال	5 640
الزيادة في القروض المصرفية	
تسديد الديون	1 900
خزينة التمويل	3 740
الخزينة الصافية	2 240
الخزينة في بداية المدة 2018/01/01	8 360
الخزينة في 2018/12/31	10 600

التعليق:

من خلال جدول تدفقات الخزينة نلاحظ أن خزينة الاستغلال قد حققت عجزا بقيمة 1290ون، يدل على نشاط الاستغلال مستهلك للسيولة وليس مولدا لها كما يجب أن يكون في الظروف العادية، كما ظهرت خزينة الاستثمار سالبة بقيمة 210ون تدل على أن المؤسسة لديها سياسة نمو مستقبلية، في حين عرفت خزينة التمويل فائض بقيمة 3740 ناتج عن زيادة في رأس المال.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

تمهيد:

يعد الهدف الأساسي بالنسبة للإدارة المالية المعاصرة هو تعظيم قيمة الشركة أو تعظيم قيمة أسهمها في السوق، كون هذه الأخيرة بمثابة الأداة التي من خلالها يمكن للمالكين تقدير كفاءة إدارة الشركة وأيضا كون الفكر المالي الحديث يركز على نظرية خلق القيمة. كما تواجه الشركات العديد من القرارات الاستراتيجية والمالية التي تحدد قيمتها وذلك بما يتوافق مع الأهداف المرسومة، ولعل من أبرز هذه القرارات التي تهتم بها الإدارة المالية وتقوم باتخاذها هي القرارات المتعلقة بهيكل التمويل، فقد أصبح من الضروري على المسير المالي عند اتخاذ قرار التمويل التفكير في جملة المتغيرات التي تحكم عملية الرفع المالي أو التمويل بالاقتراض الذي تظهر أهميته كأحد الأساليب التي تلجأ إليها الشركات لتحسين أرباحها، إذ تسعى المؤسسة إلى امتلاك وسائل التمويل المناسبة واللائمة لتحقيق نسبة عالية من المردودية، وتعد هذه الأخيرة مؤشر أساسي لا بد من دراسته من أجل تقييم الأداء المالي للشركة و معرفة مدى انسجامها مع المنظومة المالية و مدى قدرتها على تحقيق أهدافها. سنقوم من خلال هذا الفصل بالتعرض لمختلف أنواع المردودية، وإلى نظرية الرفع.

1- ماهية المردودية

إن الهدف الأساسي لكل مؤسسة هو تعظيم قيمتها عن طريق تعظيم ثروة الملاك، و بالتالي فإن كل مؤسسة تبحث عن زيادة و تحسين مردوديتها بالشكل الذي يسمح لها بخلق القيمة.

1-1 مفهوم المردودية: مع اختلاف وجهات نظر الاقتصاديين والمسيرين في إعطاء مفهوم دقيق وشامل للمردودية، نجد من بين هذه التعاريف الواردة للمردودية ما يلي:

- تعرف المردودية على أنها: "ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها".⁽¹⁾
- كما تعرف بأنها نسبة النتيجة (الثروة) إلى رأس المال المطلوب للحصول على هذه النتيجة⁽²⁾.

⁽¹⁾ Alain Burlaud, Michèle Mollet : Finance d'entreprise, 4^{ème} édition, Foucher , Paris ,2011, P156.

⁽²⁾ - Pierre Paucher : Mesure de la performance financière de l'entreprise, OPU, Alger, 1993, P127.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

- والمردودية بصفة عامة تعد أحد أهم العوامل التي تساهم في تطور الشركة في عدة نواحي، كما أن العمل على تحقيق شركة ذات مردودية يعتبر المهمة الرئيسية التي يجب الحرص عليها من قبل مدير الشركة⁽¹⁾.
- تعرف كذلك على أنها: "ذلك العائد المحقق وراء توظيف الأموال واستثمارها، وتقاس مردودية المؤسسة بمدى قدرة هذه الأخيرة على تحقيق أرباح خلال نشاطها للموارد المالية الموضوعة تحت تصرفها"⁽²⁾.
- المردودية مصطلح ينطبق على كل تصرف اقتصادي يهدف إلى توظيف مجموعة من الوسائل المادية و البشرية و المالية، و يعبر عنها بالعلاقة : النتيجة / الأموال الموظفة. كما تعتبر مقياس نقدي للفعالية و يقصد بالفعالية قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد من وراء نشاطها الاستغلالي وتوظيف رأسمالها الاقتصادي (مجموع الموجودات).
- من خلال التعاريف السابقة نستخلص أن المردودية هي عبارة عن ذلك الحاصل الذي تحققه المؤسسة والذي يمكن حسابه من خلال العلاقة بين النتائج و الوسائل المتاحة لتحقيقها. إضافة إلى هذا تكمن أهمية المردودية في أنه من بين الأهداف الرئيسية لأي مؤسسة هو العمل على تسخير كل طاقاتها وإمكاناتها من أجل الوصول إلى هدف تحقيق أعلى مردودية، إذ إن المردودية بعد مالي مهم، و تتواجد في عوامل بقاء المؤسسة و استمراريتها.

1-2: أهداف المردودية: تتمثل أهداف المردودية في تحقيق ما يلي:

- ✓ قياس كفاءة المؤسسة و رشد استخدام الموارد من أجل تعظيم الأرباح،
- ✓ تقييم الأداء الكلي للمؤسسة،
- ✓ تطوير المؤسسة عن طريق إنماء الموارد المتاحة،
- ✓ ضمان إشباع الاحتياجات الدنيا لكل القوى المنتجة في المؤسسة،
- ✓ تخصيص الأموال لأفضل الاستخدامات،
- ✓ تحقيق الحد الأدنى منها يمثل شرطا لا بديل له لدعم التوازن المالي للمؤسسة.

⁽¹⁾ - Marcel Moisson : L'étude de la rentabilité des entreprises, Les éditions d'organisation, Paris, Page 09.

⁽²⁾ - يوسف حسن يوسف: التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر و التوزيع، الإسكندرية، 2012، ص 103.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

1-3: مكونات المردودية: تهتم المردودية بجملة من المكونات نذكر منها: الإنتاجية، الفعالية، الكفاءة.

1-3-1: الإنتاجية:

- إن الإنتاجية ليست مجرد علاقة بين متغيرين أو ثلاثة، ولكنها علاقة معقدة بين المدخلات والمخرجات، والإيرادات والتكلفة، وكمية الإنتاج وعناصره⁽¹⁾.
- الإنتاجية هي مؤشر يقاس بنسبة كمية السلع المنتجة إلى كمية العوامل المستهلكة، ويؤثر بشكل مباشر على المردودية الاقتصادية بالمساهمة في تتبع تغيرات التكاليف و يمكن صياغتها كالتالي:

$$\text{الإنتاجية} = \frac{\text{الاصول الثابتة للاستغلال}}{\text{القيمة المضافة}}$$

1-3-2: الفعالية:

ينظر الباحثون إلى مصطلح الفعالية على أنه أداة من أدوات مراقبة التسيير في المؤسسة، وهذا من منطلق أن الفعالية هي معيار يعكس درجة تحقيق الأهداف المسطرة، وتجدر الإشارة من جهة أخرى إلى أنه توجد إسهامات كثيرة مختلفة حاولت تحديد ماهية المصطلح، فقد اعتبر المفكرون الكلاسيك الفعالية بمثابة الأرباح المحققة⁽²⁾.

- يمكن تعريف الفعالية على أنها "نسبة الهدف المحقق إلى الهدف المخطط أو المرسوم مسبقاً". أي هي "مستوى تحقيق الأهداف".

- ومعدل الفعالية يسمى كذلك بمعدل دوران رأس المال، يبين حجم المبيعات المحققة من كل وحدة نقدية مستثمرة، فهو يدل على أن المردودية يمكن أن تستخدم للتقليل من الأصول الاقتصادية وبهذا يكون قد تحقق هدف الاستراتيجية الاقتصادية للمؤسسة.

1-3-3: الكفاءة:

تعرف الكفاءة بأنها: "إنجاز الكثير بأقل ما يمكن، أي العمل على تقليل الموارد المستخدمة، سواء كانت بشرية أم مادية أم مالية، والعمل على تقليل الهدر و العطل في الطاقة الإنتاجية"، كما تعرف كذلك

⁽¹⁾ - يوحنا عبد آل ادم، سليمان اللوزي: دراسة الجدوى الاقتصادية و تقييم كفاءة المنظمات، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2000، ص 228.

⁽²⁾ - الشيخ الداوي: تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث (العدد 07)، جامعة الجزائر، 2010، ص 219.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

على أنها: "القدرة على تحقيق أقصى المخرجات من مدخلات محددة، أو القدرة على تحقيق الحجم نفسه باستخدام أدنى قدر من المدخلات"⁽¹⁾.

- وكفاءة المشروع تعني مدى نجاحه في استخدام الموارد المتاحة له، فكلما كانت إدارة لمشروع ناجحة في تحقيق الاستخدام الأفضل لإمكاناته البشرية و المادية كلما كانت أكثر كفاءة.

مما سبق نستخلص أن الكفاءة هي الطريقة المثلى لاستخدام الموارد المتاحة وبالتالي الوصول إلى النتائج المراد تحقيقها أو الأهداف المسطرة، أو هي قدرة المؤسسة على الاستغلال الأحسن أو الأمثل للموارد المتاحة و ذلك عن طريق استخدامها بالقدر المناسب و وفق معايير محددة.

1-4: أنواع المردودية: لقد تعددت تعريف المردودية بين الباحثين والاقتصاديين، لكن توحدت أفكارهم في تقسيمها إلى ثلاثة أنواع كما يلي:

1-4-1: المردودية الاقتصادية: المردودية الاقتصادية هي تلك المردودية التي تهتم بالنشاط الرئيسي، وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج، والأموال الاقتصادية من الميزانية.

1-4-2: المردودية المالية: تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر المالية، حيث نأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية.

1-4-3: المردودية التجارية: هي المردودية من وجهة نظر النشاط الاستغلالي العادي للمؤسسة والمعبر عنها بالنسبة للمبيعات⁽²⁾.

تعرف كذلك بأنها تلك المردودية التي تحققها المؤسسة من خلال مجموع مبيعاتها. كما تعرف أيضا أنها معدل الربحية، حيث يوضح لنا مقدار الأرباح التي تحققت مقابل كل وحدة واحدة من إجمالي المبيعات مما تساعد إدارة المؤسسة على تحديد سعر البيع الواجب للوحدة الواحدة، كما يمكن مقارنة هذه النسبة بنسبة مجمل الأرباح إلى صافي المبيعات (هامش الربح الإجمالي) للحكم على مدى كفاءة المؤسسة في الرقابة على المبيعات⁽³⁾.

⁽¹⁾ - محمد الجموعي قريشي، الحاج عرابية: قياس كفاءة الخدمات الصحية في المستشفيات الجزائرية، مجلة الباحث (العدد 11)، جامعة قاصدي مرباح

ورقلة، 2012، ص 12

⁽²⁾ - يوسف حسن يوسف: مرجع سابق، ص 104.

⁽³⁾ - المرجع نفسه، ص 104.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

- تقاس المردودية التجارية بالعلاقة التالية:

$$\text{المردودية التجارية} = \text{نتيجة الدورة الصافية} / \text{رقم الأعمال خارج الرسم}$$

تبين نسبة المردودية التجارية (النتيجة الصافية / رقم الأعمال) كم من دينار واحد من رقم الأعمال يؤدي إلى نتيجة السنة، حيث كلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما كان هذا مؤشر على وضعية حسنة للمؤسسة، وبالتالي تعيين مدى مساهمة رقم الأعمال (المبيعات) في تحقيق النتيجة. كما تبين هذه النسبة كفاءة المسيرين في إدارة كل من رقم الأعمال والأعباء الكلية.

كل نوع من أنواع المردودية السالفة الذكر يستخدم لغرض معين يختلف عن الآخر، وله صيغة وطريقة قياس تختلف من نوع مردودية لآخر. والجدول التالي يوضح مختلف أنواع المردودية واستخداماتها:

أنواع المردودية

نوع المردودية	صيغتها	الغرض منها	من يستخدمها
المردودية التجارية	النتيجة/النشاط	- تعيين الأهداف - مراقبة التسيير	مسئولو مراكز الربح
المردودية المالية	النتيجة/الوسائل المالية	- اختيار التمويل - تحديد و مراقبة الأهداف و السياسات المالية	الإدارات
المردودية الاقتصادية	النتيجة/الوسائل الاقتصادية	- اختيار و تحديد الاستثمارات	مسئولو الاستثمارات الداخلية

Source: Jean Lochard : Les bases de l'analyse financière, édition d'organisation, Paris,1997, P 65.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أنه باختلاف أنواع المردودية تختلف أغراضها، فالغرض من المردودية التجارية هو مراقبة التسيير داخل المؤسسة وتعيين الأهداف المراد الوصول إليها، والغرض من المردودية المالية هو اختيار التمويل والسياسات المالية المناسبة من طرف إدارة الشركة، أما الغرض من المردودية الاقتصادية فهو اختيار و تحديد الاستثمارات من طرف مسؤولي الاستثمارات الداخلية للشركة.

2- عموميات حول المردودية الاقتصادية

تعتبر المردودية مقياس يسمح بمعرفة الوضعية المالية والاقتصادية لأي مؤسسة من خلال العمليات والأنشطة الاقتصادية لاكتشاف نقاط القوة والضعف، وبالتالي اتخاذ القرار السليم. وفي هذا الجزء سوف

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

نتناول أحد أهم أنواع المردودية، المتمثلة في المردودية الاقتصادية لما لها من أهمية في تقييم الأداء الاقتصادي للمؤسسة، وذلك من خلال التطرق إلى أهم المفاهيم المتعلقة بها إضافة إلى طريقة قياسها.

2-1: مفهوم المردودية الاقتصادية

هي المردودية من وجهة نظر الوسائل المستعملة من طرف المؤسسة لممارسة نشاطها، وتستخدم لقياس الفعالية في استخدام الموجودات الموضوعة تحت تصرف المؤسسة، فمن أجل أن تحافظ المؤسسة على بقاءها في نشاط معين عليها أن تكون فعالة تقنيا، بمعنى أن تكون كمية المدخلات أقل من كمية المخرجات، وهذه النسبة تتوافق مع مفهوم تقني وهو الإنتاجية، ويشارك في تكوين المردودية الاقتصادية كل من العناصر التالية:

- ✓ المردودية التجارية أو النشاط الاستغلالي خلال الدورة المالية،
- ✓ معدل دوران الموجودات، له علاقة في التأثير مباشرة على المردودية الاقتصادية لأن الهدف من حسابها هو معرفة فعالية استخدام المؤسسة لمجموع موجوداتها، بمعنى أنه كلما ارتفع معدل دوران الموجودات كلما ساهم ذلك في زيادة المردودية العامة للمؤسسة و العكس صحيح⁽¹⁾.
- المردودية الاقتصادية (Rentabilité économique) تهتم بمردودية الأصل الاقتصادي وتهتم بنتيجة النشاط الرئيسي ممثلة في نتيجة الاستغلال⁽²⁾.

تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي للمؤسسة وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج، ومجموع الأصول من الميزانية⁽³⁾.

2-2 طرق قياس المردودية الاقتصادية: تسمح المردودية الاقتصادية بتقدير أداء المؤسسة، ولهذا الغرض يجب أن تكون مستقلة عن النظام الضريبي وطريقة التمويل. ويعبر عن معدل المردودية الاقتصادية (Re) بالنسبة التالية⁽⁴⁾:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$$

(1) - يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص ص 104-105.

(2) - بلعور سليمان: التسيير المالي، الطبعة الأولى، دار مجدلوي للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2016 ص 179.

(3) - الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 267.

(4) K.CHICHA : Finance d'entreprises, Houma éditions, Alger, 2009 , P 97.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

تسمى المردودية الاقتصادية كذلك بمردودية الأصول، وتسمح هذه الأخيرة بتراكم السيولة الكافية لضمان المحافظة على رأس المال الثابت وضمان سداد القروض وإصدار مكافأة رأس المال المستثمر من قبل الشركاء.

تقيس المردودية الاقتصادية كفاءة الوسائل الاقتصادية للمؤسسة من خلال النتائج التي تولدها. وتقاس بالعلاقة التالية⁽¹⁾:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية} = \text{نتيجة الاستغلال} / \text{الأصول الاقتصادية}$$

كما تقيس المردودية الاقتصادية الفعالية في استخدام الأصول الموضوعة تحت تصرف المؤسسة، وتقاس من خلال رصيد الفائض الإجمالي للاستغلال، وتسمى المردودية الاقتصادية الإجمالية لأنها تحقق قبل عمليات الاهتلاك، العمليات المالية وعمليات التوزيع، و هي تحسب كما يلي:

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

والأصول الاقتصادية (Ae) تمثل مجموع الأموال التي تحتاجها المؤسسة للتشغيل والنشاط، ولها عدة طرق للحساب نذكر منها انطلاقاً من الميزانية الاقتصادية:

$$\checkmark \text{ الأصول الاقتصادية} = \text{التبittات الصافية} + \text{الاحتياج في رأس المال العامل}$$

$$\checkmark \text{ الأصول الاقتصادية} = \text{الأموال الخاصة} + \text{الديون المالية}$$

تعبر المردودية الاقتصادية عن متوسط مردودية رأس المال المستثمر في المؤسسة، سواء كانت هذه الموجودات حقوق ملكية أو رأس مال مقترض، وهي تخص أساساً اهتمام المقرضين لأنها تحدد قدرة المؤسسة على السداد⁽²⁾.

- تستخدم المردودية الاقتصادية لتقييم الأداء الاقتصادي للمؤسسة، و تقييم كفاءة الإدارة و فعاليتها، دون الأخذ بعين الاعتبار النتائج المترتبة على التمويل⁽³⁾.

⁽¹⁾ Armand Dayan, Alain Burlaud, MANUEL DE GESTION, Volume2, édition ellipses, Paris, 2009 , P 112.

⁽²⁾ Michèle Mollet, Georges Langlois : finance d'entreprise, éditions Foucher, Paris, 2011 , P 157.

⁽³⁾ - بوريش هناء: دراسة المردودية الهيكلية المالية و السيولة، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة باجي مختار عنابة، 2006، ص 19.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

مما سبق نستنتج أن المردودية الاقتصادية هي مردودية الأصول بمقارنة النتيجة المتوقعة من المبلغ الإجمالي للأموال المستخدمة، وهي تسمح بقياس الفعالية و تقييم الأداء المالي للمؤسسة.

3- دراسة المردودية المالية

إن هدف المؤسسة الاقتصادية هو العمل من أجل تحقيق مردودية مالية جيدة، حيث تعتبر بمثابة المحرك الرئيسي للمؤسسة من أجل التوسع في نشاطها وتحقيق الاستقلالية المالية والاستمرار في مزاولة نشاطها. وتعد المردودية المالية مؤشرا هاما بالنسبة للمؤسسة وذلك للحكم على مدى كفاءة الإدارة وفعاليتها المالية و ذلك من خلال دراسة مختلف الجوانب المتعلقة بالأموال المستثمرة والعمل على الاستغلال الأمثل لها من أجل تحقيق مردودية مالية جيدة.

3-1: مفهوم المردودية المالية: لقد تعددت تعريفات المردودية المالية من مرجع لآخر، وفيما يلي سوف نتطرق إلى أهمها:

- تعرف المردودية المالية على أنها "العلاقة بين النتيجة والأموال الخاصة".
- المردودية المالية هي مؤشر يسمح بمقارنة نتائج الشركة بمساهمات المساهمين.
- تعرف أيضا بأنها قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح مرتفعة للمساهمين حتى تمكنهم من تعويض المخاطر المحتملة التي يمكن أن يتعرضوا لها نتيجة مساهماتهم في رأس مال المؤسسة.
- تسمى المردودية المالية أيضا بعائد أو مردودية الأموال الخاصة، وهي العلاقة بين النتيجة التي حققتها المؤسسة والأموال الخاصة، فهي تقيس العائد المالي المتحقق من استثمار أموال أصحاب المؤسسة.
- تعتبر المردودية المالية نتيجة لعدد كبير من السياسات المالية والقرارات التي تساهم في تحديد الأداء المالي للشركة.
- تعرف المردودية المالية كذلك بأنها عبارة عن العائد المتحقق من الأموال التي وضعت في يد إدارة الشركة على شكل أصول مختلفة و متنوعة⁽¹⁾.
- فالنظرة المالية للمردودية تعطي صورة عن السياسة التمويلية للمؤسسة، وهي شرط لكل نمو فالمؤسسة لكي تتطور عليها أن تستثمر، والاستثمارات يجب أن تمول ضمن هذه الحلقة لا بد من تدعيم الأموال الخاصة. هذا التدعيم يعني اللجوء إلى المساهمين القدامى أو المستثمرين الجدد،

(1) - محمد سعيد عبد الهادي: الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 169.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

وطبعا فهذا لا يمكن أن يتم إلا إذ لم يكن هناك دليل على قدرة المؤسسة على مكافأة هذه الأموال، زد على هذا فوجود مردودية مالية يطمئن المقرضين لأن الربح المخصص للشركاء هو بمثابة الضمان لهامش الأمان عند تغير شروط المردودية⁽¹⁾.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة) هي عبارة عن الربح (العائد) الناتج عن الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة للمؤسسة لتعزيز ثروة الملاك وتحقيق النمو والاستمرارية والاستقلالية المالية للمؤسسة.

تعتبر المردودية المالية بمثابة المحدد للمردودية العامة في المؤسسة حيث أنها تقيس قدرة الأموال الخاصة أو المملوكة على تحقيق أرباح صافية، و بالتالي فهي تقدم لنا صورة حقيقية عن مدى استخدام الأموال سواء من الناحية الإنتاجية أو من ناحية توظيف الأموال. والمردودية مفهوم يهم أساسا المساهمين لأنهم بصفتهم أصحاب المؤسسة يهدفون إلى الربح.

3-2: قياس المردودية المالية: يحسب مؤشر المردودية المالية من خلال العلاقة بين النتيجة المالية الصافية (بعد طرح المصاريف المالية و الضرائب على أرباح الشركات) و الأموال الخاصة.

يحسب معدل المردودية المالية (Rf) بالعلاقة التالية:

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

يبين معدل المردودية المالية مدى مساهمة كل وحدة مستثمرة في رأس مال الشركة في تحقيق الأرباح الصافية للمستثمرين، وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كان ذلك أفضل. حيث أن النتيجة الصافية هي صافي إيرادات التشغيل، والأموال الخاصة يتم قياسها من الميزانية وتمثل مبلغ رأس المال المستثمر من قبل المساهمين.

والمردودية المالية ناتجة عن ثلاث سياسات أساسية للمؤسسة:

- **السياسة التجارية:** التي تتمثل في نسبة نتيجة الدورة على رقم الأعمال الصافي
- **سياسة الإنتاج:** التي تتمثل في نسبة رقم الأعمال الصافي على مجموع الأصول
- **سياسة التمويل:** التي تتمثل في نسبة مجموع الأصول على الأموال الخاصة

⁽¹⁾ - Michèle Mollet, Georges Langlois, op-cit, p 158.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

المردودية	=	مجموع الأصول	+	رقم الأعمال الصافي	+	نتيجة الدورة
المالية		الأموال الخاصة		مجموع الأصول		رقم الأعمال الصافي
		↓		↓		↓
		سياسة التمويل		سياسة الإنتاج		السياسة التجارية

المصدر: من إعداد الاستاذ

4- نظرية الرفع

تستمد الإدارة المالية مفهوم الرفع من الفيزياء، فالمقصود بالرفع هو تضخيم نتائج جهد عادي. أما في مجال الإدارة المالية فتستخدم الروافع لتضخيم نتائج عمل المنشآت التي تتمثل بالأرباح، وللرفع تأثيران متضادان فهو يساهم في زيادة الأرباح (العوائد) التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية، إلا أنه يساهم أيضا في زيادة المخاطر التي يتعرضون لها. والروافع في الإدارة المالية ثلاثة أنواع هي: الرفع التشغيلي، الرفع المالي، الرفع المجمع (الكلي). وفيما يلي سوف نتطرق إلى دراسة كل نوع من أنواع الرفع في المؤسسة.

4-1: الرفع التشغيلي

يعد تحليل هيكل التكاليف أساسيا في معظم القرارات المالية والاقتصادية، إذ أن الحصول على المعلومات الخاصة بسلوك التكاليف والإيرادات وعلاقتها بمستوى النشاط تساعد متخذ القرار في اتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة فضلا عن تقييم الأداء المالي والاقتصادي للمشاريع القائمة. ويعد تحليل الرافعة التشغيلية من الأدوات المهمة المستخدمة في مجال التخطيط والرقابة وتقويم الأداء.

4-1-1: مفهوم الرفع التشغيلي: هناك عدة تعاريف للرافعة التشغيلية نذكر منها:

- تعني الرافعة التشغيلية أن تغير ضئيل من الناحية النسبية في الإيرادات (المبيعات) يؤدي إلى تغير كبير من الناحية النسبية في الربح التشغيلي. و من الجدير بالذكر أن الرافعة التشغيلية تظهر

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

- عند وجود الكلف التشغيلية الثابتة، التي يجب أن تغطي مستوى الإنتاج إذن يمكن القول أن الرافعة التشغيلية هي ناتج العلاقة بين حجم المبيعات و بين الربح التشغيلي⁽¹⁾.
- تعني الرافعة التشغيلية أن "بعض التكاليف الأساسية للعمل تكون ثابتة لمستوى معين من النشاط التشغيلي"⁽²⁾
 - يعرف الرفع التشغيلي كذلك بأنه مدى أو نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام التكاليف الثابتة في العمليات. وتعني درجة الرفع التشغيلي (DOL) أنه نسبة الزيادة في الأرباح المرافقة لزيادة المبيعات، حيث درجة الرفع التشغيلي تساوي⁽³⁾:

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \text{نسبة التغير في صافي الربح قبل الفائدة و الضريبة} / \text{نسبة التغير في حجم المبيعات}$$

- تتعلق رافعة التشغيل بالدرجة التي توجد فيها تكاليف ثابتة في هيكل تكاليف الشركة. و تعني رافعة التشغيل استخدام تكاليف تشغيلية ثابتة من أجل تعظيم أثر التغير في المبيعات على صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب للشركة⁽⁴⁾.
 - والرفع التشغيلي مرتبط بالتكاليف الثابتة واستخدامها في المؤسسة، في حالة التكاليف الثابتة تساوي الصفر، فإن ذلك يلاحظ من خلال كون المؤسسة غير متمكنة من رفع تشغيلي في التكاليف الثابتة. وهذا يعني أنه على المؤسسة أن تعتمد على التكاليف الثابتة أكثر من التكاليف المتغيرة لرفع الزيادة التشغيلية و يتطلب من المنشأة زيادة المبيعات لتغطية التكاليف مما يعني انتقال نقطة التعادل إلى أعلى⁽⁵⁾.
- بصفة عامة فإن الرافعة التشغيلية هي مدى اعتماد المؤسسة على التكاليف الثابتة لديها في تضخيم الأرباح. المقصود هنا بالتكاليف الثابتة هي تلك التكلفة التي تبقى ثابتة رغم تغير مستويات الإنتاج والتي ستدفعها المؤسسة سواء أنتجت أم لا.

(1) عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي: التحليل و التخطيط المالي اتجاهات معاصرة، الطبعة العربية، دار البازوري العلمية للنشر و التوزيع،

عمان، الأردن، 2008، ص ص 344-345

(2) - منير شاكر محمد و آخرون: مرجع سابق، ص 240.

(3) - أيمن الشنطي، عامر شقر: الإدارة و التحليل المالي، دار البداية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 295.

(4) - فايز سليم حداد: الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 266

(5) - أيمن الشنطي، عامر شقر: مرجع سابق، ص 193.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

أما درجة الرفع التشغيلي فهي تحسب كما يلي⁽¹⁾:

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \text{معدل الربح} / \text{صافي الربح التشغيلي}$$

و بما أن معدل الربح يساوي المبيعات ناقص التكاليف المتغيرة، وصافي الربح التشغيلي يساوي الإيرادات ناقص التكاليف المتغيرة ناقص التكاليف الثابتة، فإنه يمكن إعادة صياغة درجة الرفع التشغيلي كالتالي:

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \text{عدد الوحدات المباعة} \times (\text{سعر بيع الوحدة} - \text{التكلفة المتغيرة للوحدة}) /$$

$$[\text{عدد الوحدات المباعة} \times (\text{سعر بيع الوحدة} - \text{التكلفة المتغيرة للوحدة}) - \text{مجموع التكاليف الثابتة}]$$

كقاعدة عامة كلما ازدادت درجة الرافعة التشغيلية كلما ازدادت تقلبات الأرباح قبل الفوائد والضرائب (الزيادة أو النقصان) استجابة للزيادة في عدد الوحدات المباعة و بالتالي ازدادت مخاطرة المنشأة.

4-1-2: مزايا و عيوب الرفع التشغيلي: للرافعة التشغيلية جملة من المزايا، كما لها في المقابل مجموعة من العيوب والتي نوجزها فيما يلي⁽²⁾:

4-1-2-1: مزايا الرفع التشغيلي: تتوقف مزايا الرافعة التشغيلية على طبيعة الأوضاع الاقتصادية للمؤسسة والسوق الذي تعمل فيه، فإذا كانت المؤسسة بوضع تنافسي جيد، وتعمل في سوق يسوده ازدهار اقتصادي يسمح للمؤسسة بالتوسع، فإن ارتفاع درجة الرافعة التشغيلية سيكون مؤشرا جيدا، لأنه تغير بسيط في المبيعات بالزيادة سينتج عنه زيادة كبيرة في مبيعاتها، مما يساعد الإدارة في اتخاذ القرارات في المجال التشغيلي وفي الوصول إلى المزيج التكاليفي الأمثل.

4-1-2-2: عيوب الرفع التشغيلي: تنتج مخاطر الرافعة التشغيلية نتيجة ارتفاع نسبة التكاليف الثابتة وغيرها من الأعباء التي تتأثر إلى حد ما بالتغير في قيمة المبيعات، وحيثما ازدادت التكاليف التشغيلية الثابتة فإن حجم المبيعات اللازمة لتغطية كل هذه التكاليف من الضروري أن تزداد، كذلك بمعنى آخر أن

⁽¹⁾ - فايز احمد تيم: مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار إثراء للنشر و التوزيع، دار المكتبة العلمية الخبر، الأردن، 2011، ص 324.

⁽²⁾ - محمد طلال ناصر الدين: أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط،

عمان، الأردن، 2011، ص 14.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

المؤسسة التي تزيد من تكاليفها التشغيلية الثابتة من الضروري أن تزيد من حجم مبيعاتها اللازمة لبلوغ نقطة التعادل، والعكس صحيح. وترتبط مخاطر الرافعة التشغيلية بمقدار التقلب الحادث في الربح التشغيلي للشركة بتغير الظروف الاقتصادية المحيطة بها.

4-2: الرفع المالي

يعد القرار الاستراتيجي الأصعب الذي يواجه المديرين الماليين دوماً هو الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل مع الأخذ بعين الاعتبار جملة من العناصر أهمها تأثير المديونية على ربحية الشركة وقيمتها، ومستوى الدين ومدى تناسبه مع وضعية المؤسسة، ومن هنا تبرز أهمية الرفع المالي كأحد الأساليب التي تلجأ إليها الشركات لتعظيم أرباحها.

4-2-1: مفهوم الرفع المالي: تشير الرافعة إلى الحالة المفضلة للمشروع في الوصول إلى كبر قدر ممكن من الثبات والاستقرار في عنصر التكلفة الذي يساعد في دعم مستويات مختلفة من النشاط. وتقيس الرافعة سلوك المتغيرات المترابطة فيما بينها، أي أنها تقيس العلاقة بين متغيرين، لذلك فقيمة أي متغير تكون معتمدة على قيمة المتغير الآخر، وكل متغير يجب أن يكون قادراً على تحديد أي متغير يعتمد على المتغير الآخر⁽¹⁾.

تتجم الرافعة من جراء استخدام الأصول أو الأموال ذات الكلف الثابتة من أجل المساهمة في تعظيم العوائد لمالكي المؤسسة. وبشكل عام فإن ارتفاع الرافعة يؤدي إلى ارتفاع مقابل في كل من العائد والمخاطرة، والعكس من ذلك، فإن الانخفاض في الرافعة يؤدي إلى تراجع في كل من العائد والمخاطرة. وأن مقدار الرافعة في هيكل رأس المال للمؤسسة هو مزيج بين المديونية طويلة الأجل وحقوق الملكية، الذي يمكن أن يكون ذو دلالة مهمة في قيمة المؤسسة عن طريق تأثير كل من العائد و الخطر⁽²⁾.

أما بالنسبة للرفع المالي فيقصد به اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت المؤسسة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين ذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة.

(1) - منير شاكر محمد و آخرون: مرجع سابق، ص 240

(2) - عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي: مرجع سابق، ص 411.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

- تعرف الرافعة المالية كذلك بأنها: " الاستخدام الأمثل للتمويل المقترض في الهيكل المالي بما يؤدي إلى تعظيم العائد على حق الملكية".
- كما يعرف الرفع المالي بأنه مدى أو نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام أموال الغير (الاقتراض) في عمليات المؤسسة من أجل تمويل الاحتياجات المالية فيها. و تزداد درجة الرفع المالي كلما ازداد اعتماد المؤسسة على استخدام أموال الغير أي الاقتراض لتمويل رأس مالها المستثمر من أجل تحقيق دخل مرتفع لأصحاب المنشأة أو مساهمها⁽¹⁾.
- يتوقف الرفع المالي بدرجة كبيرة على قدرة المؤسسة على تحقيق الدخل ومعدل العائد على الموجودات وكلفة الاقتراض، فإذا كانت القدرة على تحقيق الدخل جيدة وكان معدل العائد على الموجودات أعلى من كلفة الاقتراض كلما تحسن العائد على حقوق المساهمين، وإذا كان العائد على الموجودات معادلاً لكلفة الاقتراض فإنه لن يتحقق للمؤسسة أية ميزة من استعمال الدين في هيكلها المالي، أما إذا كان العائد على الموجودات أقل من تكلفة الاقتراض فإن العائد على حقوق المساهمين سيكون أقل كلما كان اعتماد المؤسسة على الدين في تمويل موجوداتها مرتفعاً⁽²⁾.

من خلال التعاريف السابقة يمكن الإجمال بصفة عامة على أن الرفع المالي يشير إلى استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب، و هو عبارة عن نسبة القروض إلى مجموع الخصوم و لذلك فهو يعتمد على الاقتراض لتمويل عمليات الشركة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك. ويطلق على الرفع المالي أي اقتراض ينتج عنه تضخيم أثر الأرباح و الخسائر على المستثمر حيث كلما زادت نسبة المديونية إلى حقوق الملكية زاد تأثير الرفع المالي على أرباح الشركة.

4-2-2 أشكال الرفع المالي: إن الرفع المالي يعتمد على الاقتراض (الاستدانة) وبالتالي فإن أشكال الرفع المالي يحددها شكل القرض، ويمكن التمييز بين القروض على أساس موعد السداد وهي كالتالي:

4-2-2-1: القروض طويلة الأجل: تعد القروض طويلة الأجل من أهم مصادر التمويل للشركات ولاسيما الكبيرة منها، وذلك لإمكانية الحصول عليها بمبالغ كبيرة. وتحصل الشركة على القروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية كالمصارف وشركات التأمين، وقد يمتد تاريخ استحقاقها إلى فترة طويلة قد تصل إلى

(1) - أيمن الشنطي، عامر شقر: مرجع سابق، ص 299.

(2) - مفلح محمد عقل: مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، الطبعة 1، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 404

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

ثلاثين عاما. والسبب الرئيسي للاقتراض طويل الأجل هو تأمين الشركة للتمويل اللازم لها، والمصدر البديل للاقتراض طويل الأجل هو الزيادة في رأس المال، وهناك أسباب تجعل الشركة تلجأ إلى الاقتراض منها:

♦ عدم القدرة على طرح أسهم جديدة أو التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة.

♦ عدم تأثير الاقتراض في السيطرة الحالية للشركة.

بالنسبة للشركات، يمكن أن يأخذ الدين طويل الأجل شكلين، يمكن أن يكون قرصًا طويل الأجل من بنك أو أي مؤسسة مالية أخرى، أو يمكن أن يكون سندًا طويل الأجل يصدر في سوق مالي.

4-2-2-2: القروض قصيرة الأجل: يقصد بالقروض قصيرة الأجل ذلك النوع من التمويل الذي يستخدم لتمويل العمليات الجارية، أي لتغطية الاحتياجات المالية الموسمية و قصيرة الأجل، و تكون فترة التمويل عادة اقل من سنة.

والقروض قصيرة الأجل تتميز بالسهولة لانخفاض الأخطار التي تتعرض لها الجهات المانحة لهذا النوع من القروض، إذ يلعب هذا النوع من القروض دورا هاما في استمرارية النشاط وتوسيعه بالمؤسسات. وهناك مسألة مهمة في هذا الشأن تهتم بها إدارة المؤسسة، تتعلق بالمدى الذي يمكن أن تذهب إليه الشركة في الاعتماد على هذا النوع من القروض و يتوقف على هيكل الموجودات للشركة كما و على ميل الإدارة لتحمل المخاطر وهناك اعتباران رئيسان في هذا الصدد هما التكلفة التي تتحملها الشركة ومدى إمكانية الاعتماد على المصادر في تزويد الشركة بالاحتياجات المطلوبة في الوقت الذي تظهر فيه الاحتياجات.

4-2-3: نسب الرفع المالي: تعد نسب الرفع المالي من بين أكثر أدوات المراقبة أهمية وتساعد في تقييم الهيكل التمويلي للشركة، من حيث درجة اعتماده على مصادر التمويل سواء كانت داخلية أم خارجية، أهم هذه النسب إضافة إلى نسبة المديونية، نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية المتطرق إليها فيما سبق نجد:

4-2-3-1: معدل تغطية الفائدة: توضح هذه النسبة القدرة على تغطية فوائد القروض والسندات باستخدام صافي ربح التشغيل، وكلما زادت هذه النسبة كان ذلك أفضل بالنسبة للشركة. يحسب بالمعادلة التالية⁽¹⁾:

$$\text{معدل تغطية الفائدة} = \frac{\text{الربح قبل الفوائد و الضرائب}}{\text{مصرف الفوائد}}$$

⁽¹⁾ - عبد الغفار حنفي: الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 93.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

إذن تقيس هذه النسبة إلى أي مدى يمكن أن تتخفص إيرادات الشركة قبل الفوائد والضرائب بدون وضع المؤسسة في موقف عدم قدرتها على سداد فوائد القروض للدائنين⁽¹⁾.

4-2-3-2: درجة الرفع المالي: يقاس الرفع المالي بدرجة التغير النسبي في عائد السهم أو على رأس المال المرتبط بتغير معين في الدخل قبل الفائدة والضريبة، وتقاديا لاحتساب نسبة كل من التغير النسبي في العائد على السهم والدخل، يمكن وضع صيغة المعادلة بالشكل التالي⁽²⁾:

$$\text{درجة الرفع المالي (DFL)} = \frac{\text{الربح قبل الفائدة و الضريبة}}{\text{الربح قبل الفائدة و الضريبة} - \text{فوائد الديون}}.$$

4-2-4: مزايا و عيوب الرفع المالي: سنتطرق فيما يلي إلى مختلف مزايا و عيوب الرفع المالي :

4-2-4-1: مزايا الرفع المالي: يحقق الرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أعلى من تكلفة الاقتراض الميزات التالية:

- ✓ تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين كلفة الاقتراض و مردود الاستثمار،
- ✓ المحافظة على السيطرة في المؤسسة لان الدائنين لا صوت لهم في الإدارة،
- ✓ في فترات التضخم يتم اقتراض الأموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية اقل،
- ✓ الاقتراض بحكمه يمكن المؤسسة من بناء سمعة في السوق المالي.

4-2-4-2: عيوب الرفع المالي: في مقابل مجموعة الميزات هذه، هناك مجموعة أخرى من السلبيات للرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات اقل من تكلفة الاقتراض وهي⁽³⁾:

- ✓ انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار اقل من كلفة الاقتراض،
- ✓ احتمال تدخل الدائنين و سيطرتهم على المؤسسة،
- ✓ في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة،
- ✓ قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إيذاء سمعة المؤسسة الائتمانية و الحد من قدرتها على الاقتراض.

(1) - محمد سعيد عبد الهادي: الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص 168.

(2) - مفلح محمد عقل: مرجع سابق، ص 404.

(3) - المرجع نفسه، ص 401.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

من خلال ما سبق نستخلص أن الآثار المترتبة عن استعمال الرفع المالي تنقسم إلى آثار إيجابية وأخرى سلبية، تتمثل بصفة عامة في أن الرفع المالي يعظم الأرباح والخسائر إلى المساهمين وذلك حسب الأوضاع الاقتصادية، فإذا كان الاقتصاد في حالة رواج ومبيعات المؤسسة في ارتفاع، فإن التمويل بالدين يعظم الربح، أما إذا كان الاقتصاد في حالة كساد ومبيعات المؤسسة في حالة تراجع فإن التمويل بالدين يعظم الخسارة، إضافة إلى أنه يزيد الخطر التمويلي الذي يواجه المؤسسة وذلك لما يترتب عليه الرفع المالي من أعباء خدمة الدين على شكل تسديد لأقساط هذا الدين والفوائد المترتبة عليه.

بعد دراسة كل من الرفع التشغيلي والرفع المالي نستخلص مختلف الفروقات الجوهرية بين هذين النوعين من الرفع، وهو ما يوضحه الجدول التالي:

المقارنة بين الرفع التشغيلي و الرفع المالي

الرفع التشغيلي	الرفع المالي
عبارة عن تضخيم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة.	عبارة عن اقتراض ينتج عنه تضخيم الأرباح والخسائر.
يتعلق بنسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية.	يتعلق بالهيكل المالي للشركة .
يشير إلى مدى تغير الأرباح نتيجة التغير الحاصل في المبيعات.	يشير إلى الارتفاع في العوائد الصافية نتيجة استخدام القروض في عملية التمويل.
له تأثير في المنشآت الصناعية أكثر.	له تأثير في المنشآت المالية والاقتصادية أكثر.
يعتمد على التكاليف التشغيلية الثابتة.	يعتمد على التكاليف المالية الثابتة.
يؤثر على الأرباح قبل الفوائد و الضرائب.	يؤثر على الأرباح بعد الفوائد و الضرائب.

المصدر: من إعداد الأستاذ

4-3: الرفع المجمع

كما علمنا أن المؤسسة يمكنها زيادة الرفع التشغيلي عن طريق تغير مقدار التكاليف المدفوعة، كما يمكنها زيادة الرفع المالي عن طريق تغيير مقدار الاقتراض (هيكل رأس المال)، وعندما يتم تغيير هيكل التكاليف وهيكل رأس المال (الاقتراض) معا يؤدي ذلك إلى إحداث تغيير في أرباح المؤسسة، وهذه الحالة تعبر عن حالة الرفع المشترك أو الرفع المجمع (الكلي).

4-3-1: مفهوم الرفع المجمع: يترتب عن الرفع التشغيلي تأثيرا مضاعفا على الإيرادات قبل الفائدة والضريبة كنتيجة للتغير في حجم المبيعات، وإذا أدخلنا الرفع المالي في هذه الصورة، فإن التغيرات في الإيرادات قبل الفائدة والضريبة يترتب عليها تأثيرا مضاعفا على إيراد السهم. وهذا معناه أنه لو استخدمت

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

المؤسسة جرعات كبيرة من كل من الرفع التشغيلي والرفع المالي، فإن أي تغيير في حجم المبيعات و لو كان صغيرا جدا سيؤدي إلى تقلبات كبيرة في إيراد السهم الواحد⁽¹⁾.

- الرافعة الكلية هي قيام المؤسسة باستخدام كلا الرافعتين المالية و التشغيلية في أن واحد بقصد زيادة التأثير على صافي الربح بعد الفوائد و الضرائب⁽²⁾.

- يبين الرفع الكلي أثر هيكل التكاليف وهيكل التمويل على ربحية المؤسسة. أي أن الآثار المترتبة على الرفع الكلي ما هي إلا محصلة أو مزيج مركب من الآثار الناجمة عن الرفع التشغيلي والرفع المالي. ففي حين أن الرفع التشغيلي يقيس مخاطر الأعمال أو مخاطر النشاط، والرفع المالي يقيس المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة، فإن الرفع الكلي يقيس المخاطر الكلية التي تتعرض لها المؤسسة⁽³⁾.

- ترجع أهمية مفهوم الرفع المجمع في الإدارة المالية لسببين هما: الأول أنه يمكننا من تحديد الأثر الدقيق للتغير في حجم المبيعات على الإيرادات المتوافرة للأسهم العادية، والثاني بأنه يسمح لنا بإظهار العلاقات المتداخلة بين الرفع المالي و التشغيلي⁽⁴⁾.

4-3-2: درجة الرفع المجمع: درجة الرفع التشغيلي والرفع المالي مع بعضهما تسمى درجة الرفع المجمع أو المشترك، لتوضيح الأثر على عائد السهم الواحد مع أخذ التغير في المبيعات بعين الاعتبار، يمكن التعبير عن درجة الرفع المشترك على النحو التالي⁽⁵⁾:

درجة الرفع المشترك (DCL) = (التغير في الربح قبل الفوائد و الضرائب/التغير في المبيعات) * (التغير في عائد السهم/التغير في الربح قبل الفوائد و الضرائب)

تقاس كذلك درجة الرفع الكلي DTL (Degree of Total Leverage) كما يلي⁽⁶⁾:

درجة الرفع الكلي = درجة الرفع التشغيلي * درجة الرفع

(1)- حمد صالح الحناوي، رسمية زكي: الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر، ص 262.

(2)- علي عباس: الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص 252.

(3)- فايز احمد تيم، مرجع سابق، ص 334.

(4)- محمد صالح الحناوي وآخرون: الإدارة المالية-التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 317.

(5)- مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة: تحليل القوائم المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الأردن، 2006، ص 287.

(6)- جليل كاظم مدلول العارضي: الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 403.

أو تقاس كذلك بالعلاقة التالية:

$$\text{درجة الرفع الكلي} = (\text{معدل الرفع} / \text{صافي الربح التشغيلي}) \times (\text{صافي الربح التشغيلي} / \text{صافي الربح قبل الضرائب}).$$

بصفة عامة ومما سبق يمكن القول بأن الرفع المشترك أو الرفع المجمع أو الكلي هو عبارة عن الأثر المشترك لكل من الرفع التشغيلي والرفع المالي، حيث أن كل زيادة في المبيعات في ظل وجود الرفع التشغيلي، سوف تؤدي إلى زيادة أكبر في الربح قبل الفائدة والضريبة، وإذا ما اقترن وجود الرفع التشغيلي بالرفع المالي عندها سوف تؤدي الزيادة الحاصلة في الدخل قبل الفائدة و الضريبة إلى زيادة أكبر في العائد على السهم، لذلك إذا استعملت مؤسسة ما مزيجا مكونا من كل من الرفع التشغيلي و الرفع المالي و لو بدرجة قليلة، فإن ذلك سوف يؤدي إلى تغير هام في العائد على السهم.

5- علاقة الرفع المالي بمردودية المؤسسة

إن من بين الأدوات المحددة لمستوى الأداء في المؤسسة هو تحليل الرفع المالي، حيث يحدد هذا الأخير مدى تأثير لجوء المؤسسة إلى الاستدانة وذلك على مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية)، وفي هذا الجزء سوف نتطرق إلى دراسة أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة. يقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط، فهي نتاج المرونة المكافئة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة أي الديون. فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين، يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين، حيث يكون الحديث هنا عن أثر رافعة ايجابي، أما في الحالة العكسية أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تنخفض مردودية المساهمين، ويصبح هنا أثر الرافعة سلبي⁽¹⁾.

يقيس الرفع المالي الأثر الايجابي أو السلبي لمديونية المؤسسة على مردوديتها المالية. وفي استطاعة المؤسسة تحسين مردوديتها المالية باستعمال الديون بشرط أن تختلف الأموال الخاصة عن الصفر، وأن يكون

(1) - الياس بن ساسي، يوسف قريشي: مرجع سابق، ص 268.

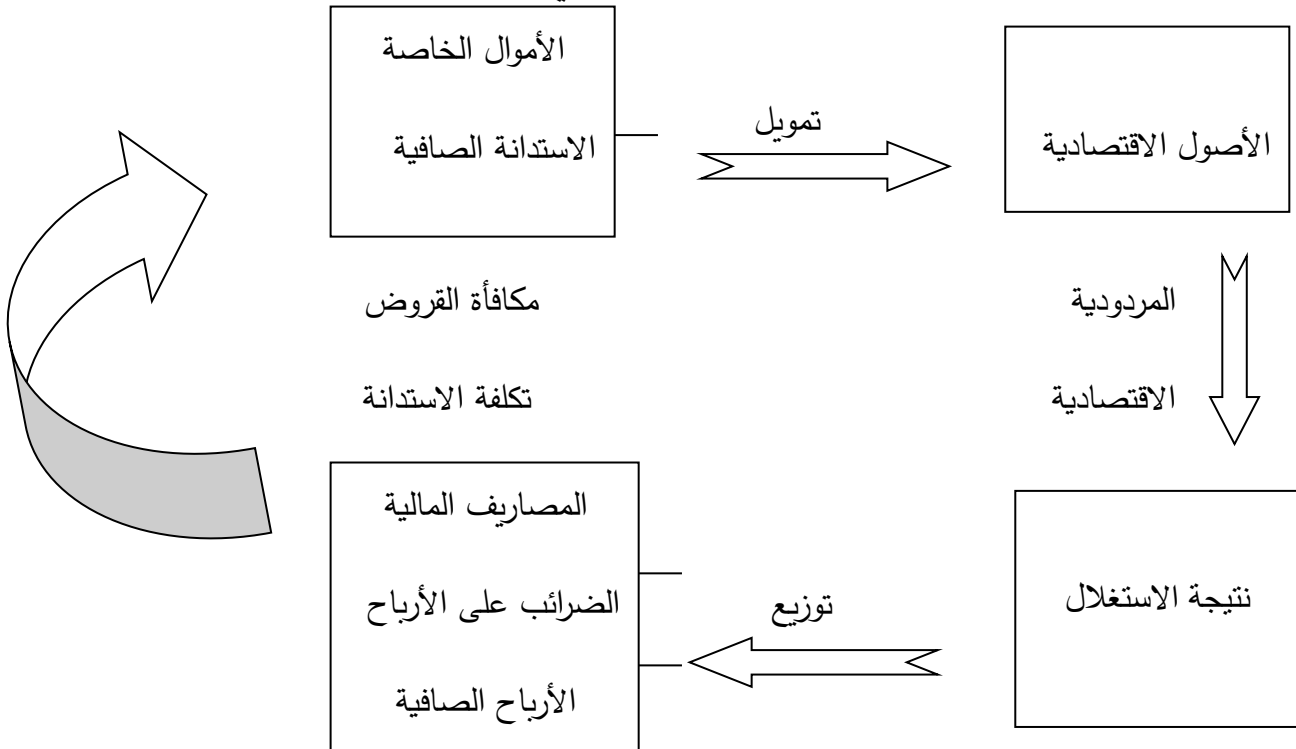
الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

معدل تكلفة هذه الديون أقل من معدل المردودية الاقتصادية. هذا يعني أنه لا ينبغي الإفراط في الاستدانة نظرا للتكلفة التي تتحملها المؤسسة والمخاطر التي قد تتعرض لها، إذن هناك حد لا ينبغي للمؤسسة أن تتجاوزه.

فمبدأ أثر الرفع المالي هو أنه عندما تقوم المؤسسة بالاستدانة واستثمار الأموال المقترضة في مجال نشاطها الصناعي والتجاري، فإنها تحصل من جراء ذلك على نتيجة اقتصادية التي من المفروض أن تكون أعلى من التكاليف المالية للاستدانة، ففي هذه الحالة تحقق المؤسسة فوائض تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الأموال المقترضة، هذا الفائض سوف يعود إلى المساهمين ويرفع بذلك مردودية الأموال الخاصة فأثر رافعة الاستدانة يرفع مردودية الأموال الخاصة ومن هذه الخاصية سمي بأثر الرافعة⁽¹⁾.

يمكن تفسير أثر الرفع المالي بمعدل المردودية المالية بدلالة معدل المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة باعتبار أن الأموال المستخدمة في مجملها تأخذ إما شكل الأموال الخاصة أو الاستدانة، هذه الأموال هي أموال مستثمرة في شكل أصول ينتظر منها توليد نتائج كما يوضحه الشكل التالي:

مبدأ أثر الرفع المالي



Source : Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 9^{ème} édition, édition DALLOZ , Paris, 2011, p :298.

⁽¹⁾ – الياس بن ساسي، يوسف قرشي: مرجع سابق، ص.270.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

فمجموع الأموال المقدمة من قبل المقرضين والمساهمين تمويل مجموعة الاستخدامات أي الأصول الاقتصادية، هذه الاستخدامات تولد نتائج توزع بدورها على التكاليف المالية (مكافأة المقرضين) والنتيجة قبل الضريبة التي تعود إلى المساهمين. وعندما نقارن بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية (قبل الضريبة من أجل التجانس) نجد أن الفرق يعود إلى أثر الهيكل المالي، ومنه نعرف الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية بأنه أثر رافعة استئانة أو بعبارة أبسط أثر الرافعة.

5-1: حالات أثر الرفع المالي: قد تكون الاستئانة ذات أثر ايجابي على المردودية المالية، كما تكون ذات أثر سلبي في حالات معينة. وفيما يلي سوف نتطرق إلى مختلف حالات أثر الرفع المالي:

5-1-1: حالة المؤسسة عديمة الاستئانة: هي حالة نادرة الحدوث على أرض الواقع، وعندها تمويل الاحتياجات المالية حصرا بواسطة التمويل الذاتي والرفع في رأس المال. في هذه الحالة لا يوجد أثر للرافعة المالية، وبالتالي تتساوى مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح⁽¹⁾.

5-1-2: حالة المؤسسة المستئانة: تعد الاستئانة أهم مصادر التمويل، كما أنها تساهم في تحسين مستويات المردودية الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق النمو للقدرة على التمويل الذاتي والتي تعتبر أهم وسائل التمويل، لكن من الضروري مراقبة مستويات الاستئانة من خلال دراسة أثر الرافعة المالية. ونكون هنا أمام حالتين:

الحالة الأولى: يلعب أثر الرفع المالي دورا ايجابيا في الحالة التي تكون فيها المردودية الاقتصادية أكبر من معدل فوائد الديون، فكلما زاد ذراع الرفع وزاد الفرق (المردودية الاقتصادية - تكلفة الديون) كلما أدى إلى ارتفاع مردودية الأموال الخاصة.

الحالة الثانية: يلعب أثر الرفع المالي دورا سلبيا في الحالة التي تكون فيها المردودية الاقتصادية أقل من معدل فوائد الديون، وكل زيادة في ذراع الرفع يؤدي إلى انخفاض مردودية الأموال الخاصة.

5-2: الصيغة الرياضية لأثر الرفع المالي: للضريبة أثر واضح في حساب أثر الرفع المالي، حيث أن اللجوء إلى الاستئانة يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي وذلك أن الفوائد تطرح من الأرباح قبل حساب

(1) - الياس بن ساسي، يوسف قريشي: مرجع سابق، ص 274.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

الضرائب، فالمؤسسات التي تدفع معدل ضريبة مرتفع تفضل مثلا التمويل بالاقتراض بدلا من التمويل عن طريق الأموال الخاصة لان الوفر الضريبي لهذه المؤسسات سيكون أكبر⁽¹⁾.
يمكن صياغة اثر الرفع المالي كالتالي⁽²⁾:

$$R_f = [R_e + (R_e - i) \times D/C_p] \times (1 - t)$$

حيث : R_f : المردودية المالية

R_e : المردودية الاقتصادية

i : تكلفة الاستدانة

D : الاستدانة الصافية

C_p : الأموال الخاصة

t : معدل الضريبة على أرباح الشركات

$(R_e - i)$: الهامش بين المردودية الاقتصادية و تكلفة الاستدانة

D / C_p : الرفع المالي و يقيس تركيبة الهيكل المالي

$(R_e - i) \cdot D / C_p$: أثر الرفع المالي

من خلال هذه المعادلة نلاحظ أن معدل المردودية المالية هو دالة المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة ونسبة الدين، والتي تلعب دور نسبة الرفع المالي، بقدر ما تعمل على تضخيم الفجوة بين المردودية الاقتصادية ومردودية الأموال الخاصة⁽³⁾. يمكن البرهنة بسهولة على هذه العلاقة باستخدام المعادلات المحاسبية التالية⁽⁴⁾:

➤ الاستدانة الصافية + الأموال الخاصة = الأصول الاقتصادية

➤ نتيجة الاستغلال بعد الضريبة - التكاليف المالية بعد الضريبة = النتيجة الصافية

➤ النتيجة الصافية / الأموال الخاصة = مردودية الأموال الخاصة

⁽¹⁾ - بلخير بكاري، عبد الرحمان دغوم: دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية، دراسات ، العدد الاقتصادي، جامعة الاغواط، 2016، ص 104.

⁽²⁾ - Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard: Gestion Financière de l'entreprise, 9^{ème} édition, Sirey édition, Paris, 1986, P 329.

⁽³⁾ - Rachid Belkahla, Hassan Oudad : Finance d'entreprise, édition Consulting, Maroc, 2007 , P 339.

⁽⁴⁾ - الياس بن ساسي، يوسف قريشي: مرجع سابق، ص 271.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصول الاقتصادية = المردودية الاقتصادية
ومنه فإن⁽¹⁾:

$$\text{المردودية المالية} = \text{المردودية الاقتصادية} + (\text{المردودية الاقتصادية} - \text{تكلفة الاستدانة}) * \text{الاستدانة الصافية/الأموال الخاصة}$$

تدعى العلاقة (الاستدانة الصافية / الأموال الخاصة) بالرافعة المالية.
أما العلاقة (المردودية الاقتصادية - تكلفة الاستدانة) * (الاستدانة الصافية / الأموال الخاصة) تسمى بأثر الرافعة.

فيكون لدينا :

$$\text{مردودية الأموال الخاصة} = \text{المردودية الاقتصادية} + \text{اثر الرافعة المالية}$$

5-3: حدود اثر الرفع المالي: باعتبار أن الصياغة الرياضية لأثر الرافعة تقوم على معادلة محاسبية فهي بالضرورة صحيحة فتكلفة الاستدانة يمكن أن تكون مرتفعة أو ضعيفة، و بالتالي لا تعكس واقع المؤسسة فيما إذا كانت مستدينة بشكل كبير أو أقل فان هناك ظاهرة موسمية النشاط.
في مجال التسيير فان المعدل المحاسبي للمردودية الاقتصادية والأموال الخاصة يمثلان إحدى أهم مؤشرات الفعالية، لكن من الناحية المالية فان فوائدهما جد محدودة، فهي مؤشرات تحسب على أساس محاسبي لا تدخل في اعتبار المخاطرة، وبالتالي لا يمكنهما بأي حال من الأحوال أن يخرجا أهداف المؤسسة، والاعتماد عليهما بشكل مطلق قد يقود إلى قرارات خاطئة كليا.
يمكننا و بسهولة تعديل المعدل المحاسبي لمردودية الأموال الخاصة بزيادة الاستدانة عن طريق الاستفادة من أثر الرافعة، لكن مخاطرة المؤسسة تزيد وهو ما لا يأخذ المعدل المحاسبي في الحسبان.
فالمعدل المحاسبي لمردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية أو التكلفة المحاسبية للاستدانة هي مؤشرات لا يمكنها بأية صفة من الصفات الاستجابة لمتطلبات المساهمين، ومدخري الأموال أو المدينين فهي معدلات لا ترتبط بمجال المالية لأنها لا تأخذ في الحسبان متغيرتان أساسيتان في مجال الإدارة المالية و هما المخاطرة و التقييم، و بالتالي فهي مؤشرات ترتبط بمجال التحليل و المراقبة المالية فقط⁽²⁾.

⁽¹⁾ – الياس بن ساسي، يوسف قرشي: مرجع سابق، ص 272.

⁽²⁾ – المرجع نفسه، ص ص 277-278.

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

6- تمرين تطبيقي:

ليكن لديك الميزانيات المالية المختصرة لشركة الإنتاج الميكانيكي والنحاسية بروماك، غنابة، الواقعة بالمنطقة الصناعية جسر بوشي، الحجار، والذي يكمن نشاطها الأساسي في النحاسية، الهياكل المعدنية، الصيانة الصناعية، الميكانيك والصنع:

الميزانية المختصرة لسنة N

الوحدة: دينار جزائري

الأصول	المبلغ	الخصوم	المبلغ
أصول غير جارية	826 628 497,12	أموال خاصة	734 075 574,34
أصول جارية	2 280 714 881,06	خصوم غير جارية	1 417 896 299,71
		خصوم جارية	955 371 504,13
مجموع الأصول	3 107 343 378,18	مجموع الخصوم	3 107 343 378,18

الميزانية المختصرة لسنة n+1

الوحدة: دينار جزائري

الأصول	المبلغ	الخصوم	المبلغ
أصول غير جارية	1 055 832 315,30	أموال خاصة	495 286 590,20
أصول جارية	1 719 716 096,15	خصوم غير جارية	1 369 793 545,33
		خصوم جارية	910 468 275,92
مجموع الأصول	2 775 548 411,45	مجموع الخصوم	2 775 548 411,45

الميزانية المختصرة لسنة n+2

الوحدة: دينار جزائري

الأصول	المبلغ	الخصوم	المبلغ
أصول غير جارية	1 450 622 447,14	أموال خاصة	500 390 074,47
أصول جارية	1 329 754 679,19	خصوم غير جارية	1 332 147 126,56
		خصوم جارية	947 839 925,30
مجموع الأصول	2 780 377 126,33	مجموع الخصوم	2 780 377 126,33

كما تعطي لك المعلومات التالية من جدول حساب النتائج:

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

البيان/ السنوات	N	N+1	N+2
نتيجة الاستغلال	-292771545,92	-202884214,12	18608438,04
المصاريف المالية	11157456,37	17957906,47	9069006,50

المطلوب: حساب كل من المردودية الاقتصادية والمالية، وأثر الرافعة المالية

الحل:

1- قياس المردودية الاقتصادية للشركة

لابد أن نقوم أولاً بحساب الأصول الاقتصادية ومعرفة تطورها خلال سنوات الدراسة.

1-1: حساب الأصول الاقتصادية:

البيان/السنوات	N	N+1	N+2
الأموال الخاصة	734 075 574,34	495 286 590,2	500 390 074,47
الديون المالية	1 295 000 000	1 295 000 000	1 295 000 000
الأصول الاقتصادية	2 029 075 574,34	1 790 286 590,2	1 795 390 074,47

من خلال الجدول الوارد أعلاه، نلاحظ أن الأصول الاقتصادية تناقصت سنة $n+1$ بقيمة 238788984.14 أي بنسبة 11.76 % مقارنة بالسنة n نتيجة الانخفاض في حجم الأموال الخاصة. ثم شهدت ارتفاعاً طفيفاً سنة $n+2$ بنسبة ضئيلة جداً قدرت بـ 2.84 %

1-2: حساب المردودية الاقتصادية

فيما يلي سوف نقوم بحساب المردودية الاقتصادية لسنوات الدراسة وذلك بالاعتماد على جدول حسابات النتائج و العلاقة التالية:

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \text{نتيجة الاستغلال} / \text{الأصول الاقتصادية}$$

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

حساب المردودية الاقتصادية خلال سنوات الدراسة

N+2	N+1	N	
18 608 438,04	-202 884 214,12	-292 771 545,92	Rex
1 795 390 074,47	1 790 286 590,2	2 029 075 574,34	Ae
1,03%	-11,33%	-14,42%	Re

يوضح الجدول أعلاه تطور مردودية الأصول أو المردودية الاقتصادية خلال سنوات الدراسة، حيث يوضح لنا هذه المردودية التي تهتم فقط بالنشاط الرئيسي للمؤسسة وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال (Rex).

إذ نلاحظ من خلال الجدول أن المردودية الاقتصادية في انخفاض ثم ارتفاع خلال سنوات الدراسة،

من خلال الشكل أعلاه والذي يوضح لنا اتجاه المردودية الاقتصادية من سنة n إلى غاية $n+2$ ، نلاحظ أن المردودية الاقتصادية كانت في انخفاض من سنة n إلى غاية $n+1$ ، إذ أن سبب الانخفاض يعود إلى تحقيق المؤسسة لنتيجة استغلال سالبة سنتي n و $n+1$ على التوالي لارتفاع الديون الاستغلالية، أما في سنة $n+2$ فقد ارتفعت نسبة المردودية الاقتصادية من $(-11,3\%)$ سنة n إلى $(1,03\%)$ سنة $n+2$ ، و هذا راجع إلى تحقيق الشركة لنتيجة استغلال (Rex) موجبة سنة $n+2$ ، مما يدل على أن الشركة قادرة على استعمال أصولها لتوليد أرباح، ولو أن هذه النسبة تبقى ضعيفة جدا ومحتشمة.

2- قياس المردودية المالية للشركة

فيما يلي سوف يتم احتساب المردودية المالية لشركة بروماك عنابة بالاعتماد على العلاقة التالية:

$$\text{المردودية المالية} = \text{النتيجة قبل الفوائد و الضرائب} / \text{الأموال الخاصة}$$

وقد تم الاعتماد على العلاقة المبينة أعلاه لاحتساب مردودية الأموال الخاصة من أجل معرفة اثر المصاريف المالية (الرفع المالي) على مردودية الشركة فقط و دون إدراج أثر العناصر الأخرى:

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

البيان/ السنوات	N	N+1	N+2
نتيجة الاستغلال	-292771545,92	-202884214,12	18608438,04
المصاريف المالية	11157456,37	17957906,47	9069006,50
النتيجة الصافية قبل الفوائد و الضرائب	-303929002,29	-220860120,59	9539431,54
الأموال الخاصة	734 075 574,34	495288590,2	500390074,47
المردودية المالية قبل الضريبة	-41,4%	-44,5%	1,9%

من خلال الجدول الوارد أعلاه، نلاحظ بأن معدل المردودية المالية خلال سنوات الدراسة أخذ في الانخفاض إلى نسب سالبة و بعيدة عن النسب العادية لها، و هذا ما يفسر لنا بأن هناك ظروف غير عادية تنشط فيها الشركة، إذ كانت تعاني آنذاك من حالة عجز مما أدى إلى تحقيق نتيجة صافية سالبة أي خسارة. فقد كانت مردودية الأموال الخاصة سالبة سنتي n و $n+1$ على التوالي لتعود إلى الارتفاع بنسبة 1.9% سنة $n+2$ وهي كذلك نسبة غير مقبولة وضعيفة. إذ يمكن القول أن هذا التراجع في معدل المردودية المالية يعود إلى الأوضاع الصعبة التي عانت منها الشركة، إلى جانب سوء التسيير واستخدام الموارد المالية المتاحة مما يعني بأن الشركة غير قادرة على تحقيق عائد من وراء تشغيل أموالها الخاصة.

3- تحليل أثر الرفع المالي خلال سنوات الدراسة

بعدما قمنا بتحليل مردودية شركة الإنتاج الميكانيكي و النحاسية بروماك عنابة، سوف نقوم فيما يلي بتحليل أثر الرفع المالي على مردوديتها:

3-1: حساب معدل الرفع المالي: سوف نقوم فيما يلي باحتساب معدل أو نسبة الرفع المالي على أساس العلاقة التالية:

$$D/Cp = \text{نسبة الرفع}$$

البيان/ السنوات	N	N+1	N+2
مجموع الديون	1 295 000 000	1 295 000 000	1 295 000 000
مجموع الخصوم	3107 343 3 78,18	2 775 548 411,45	2 780 377 126,33

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

نسبة الرفع المالي	41,67%	46,65%	46,57%
-------------------	--------	--------	--------

تعتبر نسبة الرفع المالي (إجمالي الديون/إجمالي الخصوم) من أكثر المؤشرات استخداماً لقياس درجة استخدام مصادر التمويل الخارجية في الهيكل المالي للشركة، إذ أنها تبين مدى اعتماد الشركة على القروض أو الديون في تمويل نفسها، بمعنى آخر درجة مديونيتها لدى الغير، إلى جانب ذلك فإن هذه النسبة توضح لنا الأموال التي تم اقتراضها إلى قيمة الأموال المستثمرة من طرف الشركة.

ويتضح لنا من الجدول الذي يبين نسبة الرافعة المالية خلال سنوات الدراسة أن الشركة تعتمد على الديون بشكل كبير في تمويل استثماراتها ما يقارب نسبة 50%، إذ يمكن إرجاع سبب هذا الاعتماد الكبير على القروض إلى الثبات التقريبي لحجم نشاط المؤسسة، وقد ينجم عن هذا الاعتماد الكبير على القروض خطر عدم الاستقلالية المالية للشركة.

3-2: حساب تكلفة الاستدانة: سوف نقوم باحتساب تكلفة الاستدانة (الديون) لسنوات الدراسة الثلاث

اعتماداً على العلاقة التالية إلى جانب الاعتماد على الميزانية وجدول حسابات النتائج:

$$\text{تكلفة الديون} = \text{مجموع المصاريف} / \text{مجموع الديون} * 100$$

البيان / السنوات	n	N+1	N+2
مجموع المصاريف	1 1157 456,37	17 975 906,47	9 069 006,50
مجموع الديون	1 295 000 000	1 295 000 000	1 295 000 000
تكلفة الديون	0,86%	1,38%	0,70%

من خلال الجدول أعلاه الذي يبين نسبة أو تكلفة الديون خلال سنوات الدراسة لشركة بروماك عناية، نلاحظ أن تكلفة الديون كانت في السنة n 0.86%، ثم عادت إلى الارتفاع سنة n+1 إلى 1.38%، أما في سنة n+1 فقد أخذت تكلفة الاستدانة اقل نسبة لها وهي 0.70%. ويعود ذلك إلى تغير المصاريف المالية ما بين الانخفاض تارة والارتفاع تارة أخرى، مع بقاء حجم الديون ثابتاً.

3-3: قياس أثر الرفع المالي: فيما يلي نقوم بحساب أثر الرفع المالي و الذي يفسر العلاقة بين

المردودية المالية و المردودية الاقتصادية. باستعمال العلاقة التالية:

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

$$R_f = [R_e + (R_e - i) \times D/C_p] \times (1 - t)$$

البيان/ السنوات	n	N+1	N+2
المردودية الاقتصادية	-14,42	-11,33	1,03
تكلفة الديون	0,86	1,38	0,70
الاستدانة الصافية	1 295 000 000	1 29 5000 000	1 295 000 000
الأموال الخاصة	734 075 574,34	495 286 590,20	500 390 074,47
المردودية المالية قبل الضريبة	-41,4%	-44,5%	1,9%

و منه فان اثر الرفع المالي يكون كما يلي:

البيان/السنوات	N	N+1	N+2
المردودية المالية	-41,4	-44,5	1,9
المردودية الاقتصادية	-14,4	-11,3	1,03
اثر الرفع المالي	-27	-33,2	0,87

نلاحظ من خلال الجدول السابق الذي يبين لنا أثر الرفع المالي على مردودية شركة الإنتاج الميكانيكي والنحاسية بروماك، أن أثر الرفع المالي كان موجبا خلال سنة n+2 فقط، أما بالنسبة لسنتي n و n+1 فقد كان سالبا وذلك بنسبتي 27% و 33% على التوالي، وهذا الأثر السالب راجع إلى كل من المردوديتين المالية والاقتصادية السالبتين خلال هاتين السنتين، إذ أنه خلال سنتي n و n+1 كان معدل المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة (i) مما نجم عنه هذا الأثر السلبي للرفع المالي، أما في السنة n+2 فقد كان معدل المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة مما نتج عنه أثر ايجابي للرفع المالي نظرا للتأثير الايجابي للاستدانة على الشركة ومردوديتها.

كما نلاحظ بأن أثر الرفع المالي يسلك سلوك كل من المردودية الاقتصادية والمالية، إذ أنه في حالة ما إذا كانت المؤسسة قد حققت معدلات مردودية مالية واقتصادية موجبة ينتج عن ذلك الأثر الموجب للرفع المالي بشرط أن تفوق نسبة المردودية الاقتصادية تكلفة الاستدانة والعكس صحيح، بمعنى أنه إذا حققت المؤسسة

الفصل الخامس: المردودية والرفع المالي

معدلات مردودية مالية واقتصادية سالبة ينتج عن ذلك الأثر السلبي للرفع المالي إضافة إلى كون معدل المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة.

الفصل السادس: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

تمهيد:

إن الشركات تسعى للحصول على الأموال من أجل تسيير عملياتها وتوسيع أنشطتها المستقبلية، فبالتالي عليها أن تختار بين اثنين من بدائل التمويل الأساسية إما اللجوء إلى الاقتراض (التمويل بالاستدانة) أو بالأموال المملوكة (الأموال الخاصة) أو المزيج بين الاثنين. ومن الجدير بالذكر أن الكيفية التي يمكن من خلالها للشركة توفير رأس المال المطلوب تعتمد بشكل كبير على حجمها، ويعتبر هذا أحد القرارات المالية المهمة وذات الصلة الوثيقة بهدف الشركة المتمثل في تعظيم قيمة أسهمها في سوق الأوراق المالية، ويتضمن القرار المذكور اختيار المزيج المناسب لمصادر التمويل المختلفة الذي يؤدي إلى تعظيم ثروة المالكين، من خلال انعكاساته الإيجابية في أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية ويطلق عليها رأس المال الأمثل. سنقوم من خلال هذا الفصل بالتعرض إلى مكونات هيكل رأس المال وكيفية تحديد تكلفته وكذا كل النظريات المفسرة له .

1- مفهوم هيكل رأس المال

يعتبر هيكل رأس المال عنصر من هيكل التمويل، حيث أنه يعبر عن مكونات التمويل طويل الأجل في الشركة لفترة طويلة.

كما يعرف بأنه: "ذلك الجزء الذي يشتمل فقط على مصادر التمويل طويلة الأجل التي تتمثل في قروض طويلة وحقوق الملكية بما فيها الأسهم الممتازة إن وجدت"⁽¹⁾.

ويعرف أيضا على أنه:

- يمثل مزيجا من حقوق الملكية والديون من ضمن الموارد المتاحة للشركة.
- التمويل طويل الأجل أو الدائم، المستجد بكل من المديونية طويلة الأجل (الخصوم طويلة الأجل)، الأسهم الممتازة إن وجدت، وحقوق الملكية المكونة من كل من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة، والإستثمار المالي طويل الأجل⁽²⁾.

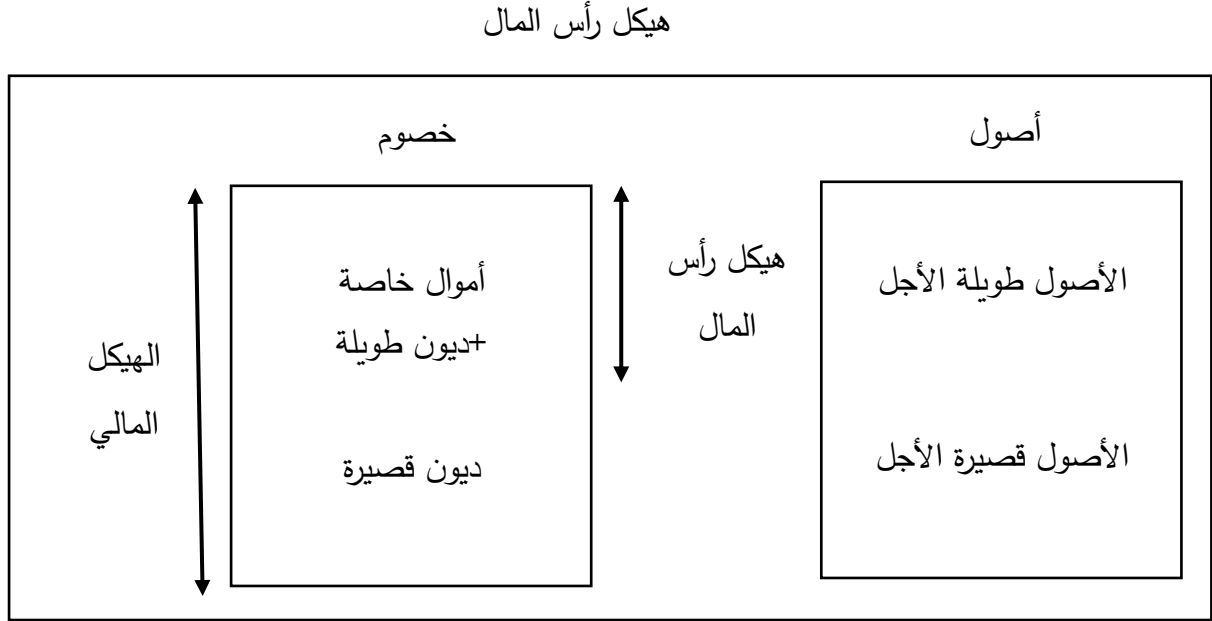
من خلال ما سبق نستخلص أن هيكل رأس المال يتمثل في تشكيلة مصادر التمويل التي تحصلت منها المؤسسة على الأموال المطلوب لغرض تمويل استثماراتها. وتتضمن: حقوق الملكية وديون طويلة الجل، وفي هذا الصدد لابد أن نفرق بين المصطلحين الهيكل المالي وهيكل رأس المال بحيث الأول الهيكل المالي والذي يظهر كيفية قيام الشركة بتمويل أصولها المختلفة والثاني هيكل رأس المال والذي يعرف

(1) - هندي صالح، الإدارة المالية: مدخل تحليل معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة السادسة، 2008، ص245.

(2) - النعيمي والتميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر، عمان، الأردن، 2009، ص349.

الفصل السادس: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

بالتتمويل الدائم للشركة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الإئتمان القصير الأجل. وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعتبر جزءا من الهيكل المالي للشركة. ونوجز ذلك في الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الأستاذ

نشير إلى أن هناك ثلاثة مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب وهي (1):

- **منهج التوازن:** يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرونة مالية للهيكل المالي، وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة، في ظل افتراضات محددة وهي أن هناك عائد متوقع، وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالي، تتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة، ثم القيام باختيار المزيج التمويلي، والذي يصاحبه اقل تكلفة تمويل.

- **منهج التوازن المقارن:** يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال، ولذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف وتقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال، وبالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب، وبمقارنة هذه الخطط يمكن إختيار المزيج التمويلي المناسب للشركة.

- **منهج التوازن الحركي الديناميكي:** يفترض وجود متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي، وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية والبيئة الخارجية المحيطة بالشركة،

(1) - جلال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحج، الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009، ص287.

الفصل السادس: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

وبمجموعة من العوامل المتمثلة في: مدة الإئتمان، مدى توفر المعلومات، وجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم، على أن يتم اتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الاستغناء عنها مثل: التكلفة، المركز الإئتماني للشركة، مجال استخدام الأموال، والقرارات المالية التي اتخذت في الماضي... الخ. وفي ضوء العمليات الإنتاجية والتسويقية ودرجة استغلال الأصول والموارد الإنتاجية لأن ذلك يؤدي إلى تغير المزيج التمويلي مع كل تغير في حجم أعمال الشركة. وعليه يجمع هذا المنهج بين المناهج السابقة الذكر عند اختيار المزيج التمويلي المناسب ما يجعله منهج متكامل.

02- مكونات هيكل رأس المال

يمكن للشركة توفير الأموال عن طريق مصادر مختلفة لتمويل استثماراتها، منها مصادر داخلية ومصادر خارجية تلجأ إليها الشركة في حالة عدم كفاية تمويلها الذاتي في شكل قروض طويلة أو طرح أسهم وسندات للاكتتاب. يتوقف المفاضلة ما بين هذه المصادر انطلاقاً من تكلفة التمويل التي يعبر عنها بمعدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة الشركة بل وتعظيمها وبمعنى آخر معدل العائد الذي يحقق أكبر قيمة للشركة في السوق وأي تدهور أو انخفاض في العائد قد يؤدي للإفلاس.

2-1: مصادر التمويل المملوكة: يتضمن هيكل رأس المال بشكل عام حقوق الملكية (التمويل المملوكة)، وتنشأ هذه الحقوق بشكل عام من المبالغ النقدية التي يقدمها المالكين لشراء الأصول للبدء بنشاط الشركة، وأهم هذه المصادر: التمويل الذاتي، الأسهم العادية، والأسهم الممتازة.

2-1-1: التمويل الذاتي: يعتبر التمويل الذاتي ذلك الجزء المتاح من قدرة التمويل الذاتي، و بعبارة أخرى هو الفائض النقدي المتاح للشركة بعد توزيع الأرباح على ذوي الحقوق. فالتمويل الذاتي هو مصدر من مصادر أموال الملكية، تستخدمه الشركة الاقتصادية في تمويل احتياجاتها، ويعتبر مؤشراً على صحتها المالية، وذلك بقياس مدى قدرتها على تمويل نفسها بنفسها دون اللجوء إلى مصادر خارجية⁽¹⁾.

يتم تقدير التمويل الذاتي للشركة عبر تقدير قدرة التمويل الذاتي، حيث يتكون التمويل الذاتي من الفائض النقدي الصافي مطروحاً منه الأرباح الموزعة، وبما أن الفائض النقدي الصافي يشمل النتيجة الصافية مضافاً لها الإهلاكات والمؤونات، فإنه يمكن حساب القدرة على التمويل الذاتي انطلاقاً من الصيغة التالية:⁽²⁾

$$\text{القدرة على التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الغير موزعة} + \text{الاهتلاكات} + \text{المؤونات}.$$

(1) - Jean pierre lahille: analyse financière, 1^{er} edition, compus dalloz, paris, 2001, p69.

(2) - الياس بن ساسي، يوسف قرشي: مرجع سابق ، ص 244.

إذن:

التمويل الذاتي = القدرة على التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة.

قد يعتقد البعض أن الأرباح المحتجزة لا تكلفة لها وهذا الاعتقاد غير صحيح لأن هذه الأرباح من حق أصحاب الأسهم، واحتجازها لا يتم إلا بعد موافقتهم وهذا لا يتم إلا بعد توقعهم الحصول على عائد لا يقل على ما يحصلون عليه حالياً، وإذا كانت الأرباح المحتجزة تخضع للضريبة على الدخل فيجب تخفيض مبالغ هذه الأرباح بمقدار الضريبة⁽¹⁾.

2-1-2: الأسهم العادية: تعرف الأسهم العادية على أنها مستند ملكية قابل للتداول يعطي لحامله الحق في النتائج التي تحققها الشركة وتمكنه من المشاركة والتصويت في الاجتماعات السنوية للجمعية العامة وفي حال التصفية له الحق في جزء من الأموال بعد تسديد مستحقات الدائنين. كما يعرف على أنه ورقة تثبت إمتلاك حائزها بجزء من رأس مال الشركة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن إهلاك هذه الورقة⁽²⁾.

بالنسبة للشركة فإن تكلفة السهم العادي تتمثل في الأرباح المدفوعة لهذه الأسهم، وبما أن هذه الأرباح من المتوقع أن تنمو خلال السنوات يجب يؤخذ معدل نمو هذه الأرباح في عين الاعتبار، وبالتالي فإن تكلفة التمويل بالأسهم العادية تمثل بالعلاقة⁽³⁾.

$$\text{تكلفة التمويل بالسهم العادي} = \frac{\text{الربح المتوقع توزيعه لكل سهم}}{\text{سعر بيع السهم} - \text{مصاريف و عموله الاصدار}} + \text{معدل نمو السنوية الأرباح}$$

2-1-3: الأسهم الممتازة: تعرف الأسهم الممتازة على أنها الأوراق الهجينة لأنها تجمع في خصائصها بين كما تعرف على أنها مستند ملكية وأن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن الأسهم العادية والسندات⁽⁴⁾.

ولهذا المستند قيمة اسمية، قيمة دفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي تدفع الشركة لحملة الأسهم الممتازة معدل ربح معين ثابت نسبياً لذلك فإن هذا الربح المدفوع يمثل حجر أساس في تكلفة الأسهم ويمكن حسابها بالعلاقة التالية⁽⁵⁾:

(1) - الياس بن ساسي، يوسف قرشي: مرجع سابق، ص 90.

(2) - لطرش الطاهر: تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2004، ص 82.

(3) - عليان الشريف رشاد العطار: الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 102، 103.

(4) - معراج الهواري، حاج سعيد عمر: التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس، دار كنوز للمعرفة، الطبعة الأولى، الأردن، 2013، ص 24-25.

(5) - عليان الشريف: مرجع سابق، ص 101.

الفصل السادس: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{الأرباح السنوية المدفوعة للأسهم الممتازة}}{\text{ثمن بيع السهم في السوق} - \text{مصاريف وعمولة السهم السنوية}} + 100\%$$

2-2: مصادر التمويل المقترضة طويلة ومتوسطة الأجل: تسعى الشركات المعاصرة إلى توفير الموارد المالية من مصادر متعددة وبأشكال مختلفة وفقاً للظروف السائدة في الأسواق المالية، وتوجهات إدارتها بشأن تحمل المخاطر من عدمها، وبناءً على ما تقدم فإن التمويل المقترض طويل ومتوسط الأجل يعد من مصادر التمويل الأساسية ومن أهم مصادره القروض طويلة الأجل والمتوسطة والسندات.

2-2-1: السندات: يعتبر السند على أنه أداة دين ويعرف بأنه: عقد طويل الأجل يوافق بموجبه المقترض على سداد دفعات من الفوائد إلى حملة السند بتاريخ محدد بموجبه العقد، وبالتالي فهو يمثل دين على الجهة الذي أصدرته أما حامله فيعتبر دائماً لتلك الجهة وله حق استرداد قيمته في الموعد المحدد لإستحقاق السداد⁽¹⁾.

كما يعرف على أنه مستند ملكية تصدره الشركة ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الإسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق في الحصول على العائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الإسمية⁽²⁾.

يترتب على إصدار السندات تكلفة تتحملها الشركة المصدرة وتتضمن تكاليف الاستثمار، رسوم الإصدار، أجور مدير الإصدار... إلخ ويمكن حساب هذه التكاليف بالعلاقة التالية:⁽³⁾

تكلفة التمويل بالسندات = عائد السند حتى موعد استحقاقه (1- الضريبة) حيث أن عائد السند حتى موعد استحقاقه يساوي:

$$\text{عائد السند} = \frac{\text{قيمة السند الاسمية} \times \text{معدل الفائدة} + \frac{\text{قيمة الاسمية} - \text{القيمة الصافية}}{\text{السند عمر}}}{\frac{\text{القيمة الصافية} + \text{القيمة الاسمية}}{2}} \times 100\%$$

2-2-2: القروض (الطويلة والمتوسطة الأجل)

2-2-2-1: قروض طويلة الأجل: تعرف على أنها قروض تزيد مدتها عن سبعة سنوات، وتستعمل عموماً في تمويل الاستثمارات الثقيلة، وغالباً ما تمنح هذه القروض من الشركات المالية المتخصصة⁽⁴⁾.

(1) - مؤيد عبد الرحمن الدوري: إدارة الاستثمار والمحافظة الإستثمارية، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 99.

(2) - أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عناية، 2008، ص ص 57-58.

(3) - طارق الحاج: مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2002، ص ص 119-120.

(4) - عبد الحميد عبد المطلب: البنوك الشاملة، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2000، ص 113.

الفصل السادس: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

من خلال هذا التعريف نجد أن القروض طويلة الأجل عبارة عن عقد يتم بموجبه انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض ويتعهد من خلاله المقترض بدفع الفوائد والمبالغ المقرضة عند تاريخ الاستحقاق وعادة ما تزيد مدته على سبع سنوات.

2-2-2-2: قروض متوسطة الأجل: يقصد بالقروض متوسطة الأجل الأموال التي تحصل عليها الشركة من باقي المتعاملين الاقتصاديين، والتي عادة ما تكون مدة استحقاقها تتراوح بين 1 إلى 7 سنوات، وهي وسيلة من وسائل تمويل الاستثمار التشغيلي في الشركة⁽¹⁾.

تتمثل تكلفة التمويل بالقروض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه الشركة للمقرض بعد تعديله لأغراض الضريبة أي بعد استبعاد الوفورات الضريبية، حيث يمكن احتسابها من خلال المعادلة التالية⁽²⁾:

$$\text{تكلفة التمويل بالإقتراض} = \frac{\sum (\text{معدل الضريبة على الأرباح} - 1) \text{ المصاريف المالية} + \text{القسط السنوي}}{(1 + \text{تكلفة القرض})}$$

3- العوامل المؤثرة في اختيار هيكل رأس المال

تهدف الإدارة المالية بقراراتها الاستثمارية إلى تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة، فالتركيبية المميزة لهيكل رأس المال هي تلك التي تأخذ بعين الاعتبار ثنائية العائد والخطر وتحاول الموازنة بينهما، فالمخاطرة تنقص من قيمة السهم، لكنها تلعب دورا في زيادة عائده المتوقع بواسطة الرفع المالي، ويمكن لهذه التركيبية أن تتأثر بالعوامل التالية:

- **هيكل الأصول:** تعد الأصول التي تمتلكها الشركة بمثابة ضمان يمكن تقديمه للمقرضين ويكون لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال المقرضة، أي أن هناك علاقة بين البنية التحتية للموجودات والطاقة الاستيعابية للدين، فعندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة فإن هذا يعني أن الرفع التشغيلي أي نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف المرتفعة بسبب حجم تكلفة اهتلاك الموجودات الثابتة، وهذا يعني أن الشركة تتميز بدرجة رفع تشغيلي عالية، وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير يحدث في المبيعات، وهنا يكون الاقتراض عاملا لزيادة التقلب وعدم الاستقرار في الأرباح المتاحة إلى المساهمين، وهذا يجعل الشركات التمويلية تتردد في إقراض مثل هذه الشركة إلا ضمن حدود ضيقة، لكي تسهم في زيادة مخاطر تقلب أرباح الشركة، وتجعل نتائجه سلبية.

(1) - أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 42.

(2) - يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص 324.

الفصل السادس: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

وتزداد نسبة الاقتراض كلما زادت نسبة الرفع التشغيلي وذلك لكون الأصول الثابتة من أكثر الأصول ملائمة لتقديمتها كضمان، وقدرتها على تحقيق أعلى ربحية من الموجودات، نظرا لاتجاه أصحاب الملكية للاستثمار في مشاريع ذات مخاطر مرتفعة نسبيا⁽¹⁾.

- **حجم الشركة:** أكدت العديد من الدراسات أن الشركات الأكبر حجما تنطوي على مخاطرة أقل وذلك نظرا للتنوع في الإنتاج والثبات في التدفق النقدي، لذا فإن الشركات الأكبر حجما ستواجه فرصا واحتمالات أقل لحدوث العسر المالي أو الإفلاس، هذا وبالإضافة إلى السمعة التي تتمتع بها الشركات الأكبر حجما مما يدعم المركز الائتماني لتلك الشركات ويعزز فرص الحصول على الأموال اللازمة بالمدىونية، وهذا يشير إلى العلاقة الموجبة بين المدىونية وحجم الشركة، كما أشارت دراسات أخرى إلى فرضية العلاقة السالبة بين حجم الشركة والمدىونية ويرجع ذلك إلى أن الشركات ذات الحجم الكبير تنطوي على نسبة أقل من عدم تماثل المعلومات والذي يؤثر على تقييم الأسهم ويمنع التقييم المنخفض، مما يدفعها إلى التمويل بحقوق الملكية وليس المدىونية⁽²⁾.

- **الربحية:** هي الهدف الأساسي لجميع الشركات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها، وغاية يتطلع إليها المستثمرون ويتحقق هذا الهدف من خلال قرارين مهمين هما قرار الاستثمار وقرار التمويل. وقرار لتمويل هو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأوراق اللازمة للشركة لتمويل الاستثمار في موجوداتها بشكل يمكن أصحاب المشروع من الحصول على أكبر عائد ممكن وذلك من خلال الاستفادة من ميزة التوسع في الاقتراض الثابت (الكلفة) ولكن دون تعرضهم للأخطار التي يمكن أن تنتج عن المبالغ في الاقتراض.

ووفق افتراض تسلسل مصادر التمويل فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل ثم يتبعها القروض وأخيرا إصدار أسهم جديدة، وبناءا عليه يصبح من المتوقع أن تتجه المنشأة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة، ولدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة، وعليه نتوقع علاقة عكسية بين الربحية ونسبة الديون، والسبب في ذلك أن المنشآت التي تتمتع بربحية متدنية وتواجه فرصا استثمارية جيدة دون شك ستلجأ إلى التمويل الخارجي، وستبدأ بالديون قبل إصدار حقوق الملكية، ووفقا لمبدأ التدرج في استخدام مصادر التمويل فإن المنشآت التي تتمتع بربحية مرتفعة تواجه فرصا استثمارية جيدة فإنها تستخدم أرباحها في تمويل الاستثمارات، الأمر الذي يجعل نسبة الديون لها متدنية⁽³⁾.

(1) - المبداني محمد، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، 2009، ص79.

(2) - Nilssen.C: Determinants of capital structure in listed Norwegian Firms. Master Thesis, NHH-Norges Handelshoyskole and Lancaster University. 2004

(3) - سليمان شلاش: العوامل المحددة لهيكل المالي في شركات الأعمال، حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة من 1997-2001، مجلة المنارة، المجلد14، العدد1، عمان، الأردن، 2006، ص62.

الفصل السادس: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

- **معدل النمو:** تتوقف قدرة الشركة على النمو على مقدار الربح السنوي المحقق من جهة، وما توزعه من تلك الأرباح للمساهمين من جهة أخرى، أو بعبارة أخرى على ما يعرف بنسبة احتجاز الأرباح، ومن هنا كلما ارتفعت قيمة الربح السنوي المحقق وارتفعت معه نسبة الاحتجاز يرتفع معها أيضا تراكم الأرباح المحتجزة ومن ثم معدل النمو مرتفع للشركة والعكس بالعكس. وينعكس على ما سبق على السياسة التمويلية لإدارة الشركة ذلك لأنه كلما ارتفعت قيمة الأرباح المحتجزة في الشركة تزداد الفرصة أمام الإدارة لاستخدام تلك الأرباح في تمويل أنشطتها عوضا عن استخدام مصادر التمويل الخارجي وما يصاحبه عادة من مخاطر الرفع المالي.

واعتمادا على نظرية المبادلة بين العائد والمخاطرة فإنه من المتوقع وجود علاقة عكسية بين معدل النمو وفرص الحصول على الأموال المقترضة وذلك نظرا لأن الشركات في حالة النمو والتوسع تتخفف قيمتها نظرا لما يمكن أن تواجه من عسر مالي، كما وأنه من الممكن أن تكون درجة المخاطرة عالية في المشاريع التي ستقدم عليها الشركة وكنتيجة فإن النمو سيقبل الإقتراض لأي شركة⁽¹⁾.

- **معدل الضريبة:** تؤثر الضريبة في قرار الشركة للحصول على الأموال اللازمة لها، إما بالاقتراض وبزيادة رأسمالها عن طريق طرح أسهم، فقد أعطت الضريبة ميزة لاقتراض الأموال، حيث يؤدي هذا الأمر إلى تقليل الضريبة المضروبة على الشركة، لأن الفوائد التي تدفع عن القرض تطرح من أرباح الشركة قبل احتساب الضريبة المستحقة. وبهذا فإن النظام الضريبي السائد في الدولة يؤثر على قرارات تمويل الشركات في اختيارها الدين والملكية، حيث أن التغير في معدلات الضريبة لأي شركة سوف يؤثر في قرارات التمويل، فعندما تحقق الشركة مستوى عالي من الأرباح فإن هذا يصاحبه زيادة في مصاريف الضرائب إلى أنه مع زيادة نسبة الدين وباعتبار فإن فوائد الدين تعامل كمصروفات ولا تخضع للضرائب سوف تتخفف مصاريف الضرائب⁽²⁾.

4- عرض مختلف النظريات التي تطرقت لهيكل رأس المال

إن التطور التي عرفته وسائل التمويل يعود إلى الخاصية الاستراتيجية للهيكل المالية، إذ تعكس هذه الأخيرة طبيعة الاستراتيجية المالية التي تسمح للشركة بمباشرة نشاطها أو بعبارة أخرى الحيازة على أصولها، وهنا تعددت العناصر التي تشملها هذه الهياكل، وسنعرض باختصار أهم النظريات المفسرة لموضوع هيكل رأس المال.

4-1: النظريات المؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل: بحيث أصحاب هذا الرأي يقولون بوجود مزيج من مصادر التمويل (أموال خاصة، استئانة)، يؤدي إلى تخفيض التكلفة الكلية للأموال، وبالتالي إلى تعظيم قيمة الشركة.

(1) - مطر محمد، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والإئتماني، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص70.

(2) - المؤمني وحسن، محددات إختيار الهيكل المالي في شركات الأعمال، دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، دراسة منشورة في مجلة العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد2، عمان، الأردن، 2011، ص370.

الفصل السادس: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

وهناك نظريتان تؤيدان هذا الرأي (نظرية الربح الصافي، والنظرية التقليدية)، وتقوم هذه المقاربة على مجموعة من الفرضيات هي⁽¹⁾:

- ✓ تستخدم المؤسسات نوعين فقط من التمويل هما الإستدانة والأموال الخاصة،
- ✓ حجم الأصول ثابت، وأن الهيكل المالي للمؤسسة ثابت لا يتغير، بل ما يمكن تغييره هو الخليط الذي يتكون منه (أموال خاصة، ديون)،
- ✓ سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة ثابتة لا تتغير، حيث تقتضي توزيع الأرباح بالكامل،
- ✓ لا وجود للضرائب على أرباح الشركات، ولا تكاليف إفلاس.

4-1-1: نظرية الربح الصافي: يرى التابعون لهذه النظرية أنه بإمكان المؤسسة أن ترفع من قيمتها السوقية من خلال زيادة الاعتماد على الإستدانة كمصدر للتمويل، أي أن هذه النظرية تؤيد وجود هيكل مالي أمثل في المؤسسة. أي أنه وحسب رأيهم تسعى المؤسسة لزيادة نسبة التمويل عن طريق المصدر الأقل تكلفة، وهذا ما يفرضه السلوك العقلاني، بما أن هناك تفاوت بين تكلفة مختلف مصادر التمويل.

تقوم نظرية صافي الربح بأن المؤسسة بإمكانها التحكم في قيمتها والتأثير عليها من خلال تغييرها في نسب الإستدانة، بحيث كلما زاد معدل الإستدانة انخفضت التكلفة الوسيطة المرجحة والعكس صحيح، وتقوم هذه النظرية على الافتراضيين التاليين بالإضافة إلى الافتراضات السابقة⁽²⁾:

- ✓ ثبات تكلفة الأموال الخاصة والديون، كون أن الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر،
- ✓ معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض، وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين.

وبتحليل الفرضيتين السابقتين نجد أن تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون ثابتة، وبما أن تكلفة هذه الأخيرة أقل من تكلفة الأموال الخاصة، لأنه وحسب الفرضية الثانية فإن المساهمين يطلبون عائد أكبر من أجل حماية مصالحهم، فإن زيادة الاعتماد على الاستدانة سيرفع من الأرباح، وبالتالي ثروة المساهمين، وبالنتيجة يؤدي ذلك إلى تحقيق الهدف الرئيسي للمؤسسة ألا وهو تعظيم قيمتها. أي أن المؤسسة تكون في أحسن أحوالها عندما تتعادل التكلفة الوسيطة المرجحة مع تكلفة الاستدانة.

وحسب هذه النظرية أن تكلفة الأموال الخاصة تنخفض كلما زادت نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة، وتستمر هذه التكلفة في الانخفاض إلى أن تصل إلى تكلفة الاقتراض، وبالتالي ترتفع قيمة المؤسسة أي أن الهيكل الأمثل حسب هذا المدخل هو الذي يتضمن أكبر نسبة من الديون ولو كانت 100%.

(1) - حمزة محمود الزبيدي: الإدارة المالية المتقدمة، دار الوراق، الأردن، 2004، ص 761.

(2) - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 317.

الفصل السادس: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

ولكن ما يعاب على هذه النظرية تجاهلها للعلاقة الطردية بين المخاطر التي يتعرض لها المالكين والمقرضين، والزيادة في نسبة الاستدانة، أي عدم واقعية الفرضيتين السابقتين من خلال:

- ✓ ثبات العائد الذي يطلبه المساهمين والذي من المفترض أن يرتفع مع كل زيادة في الديون،
- ✓ عدم واقعية ثبات العائد على الديون، أي أن المقرضين يزدون في أسعار الفائدة عند زيادة الاستدانة حفاظاً على مصالحهم.

أدت هذه الانتقادات إلى ظهور مدخل آخر أطلق عليه المدخل التقليدي، وقد تبع نفس فكرة مدخل صافي الربح فيما يتعلق بوجود هيكل مالي أمثل.

4-1-2: النظرية التقليدية: يطلق مؤيدو هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما كون الأفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية والاستنتاجية، بالإضافة إلى ذلك فإن المضمون النظري لأفكار مؤيدي هذه النظرية يعتمد على وجهة نظر وسيطة بين الربح الصافي ونظرية صافي الربح التشغيلي، ووفقاً لوجهة نظر التقليدية فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع وتتنخفض تكلفة الأموال عن طريق تشكيلة مميزة من أموال الملكية وأموال الاقتراض⁽¹⁾.

تقوم هذه النظرية على الفروض التالية⁽²⁾:

- يؤكد مؤيدو هذه النظرية على وجود هيكل أمثل لرأس المال ينشأ عن نقطة اقتراض مثلى حيث يتحقق من خلال توليفة مميزة من المال المقترض وأموال الملكية، هذه التوليفة تجعل من التكلفة الوسطية المرجحة في حدها الأدنى لتكون قيمة المؤسسة في حدها الأقصى وذلك عند مستويات مقبولة ومميزة من الرفع المالي.
- هذه النظرية تقترض أن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها المالك في المؤسسة.
- أن معدل العائد المطلوب من قبل المالك الذي يمثل تكلفة التمويل الممتلك يبدأ بالارتفاع من اللحظة الأولى التي يبدأ فيها الاعتماد على التمويل المقترض في تشكيلة الهيكل المالي بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد المالك.

كما يفترض مؤيدي هذه النظرية أن تكلفة التمويل المقترض تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذ ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليها.

(1) - ثير زغودو: محددات سياسة التمويل للشركة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009، ص ص

59، 60.

(2) - حمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 320.

الفصل السادس: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

4-2: النظريات المعارضة لوجود هيكل مالي أمثل: على عكس نظرية الربح الصافي والنظرية التقليدية يرى أصحاب هذا الرأي أن تكلفة الأموال الكلية مستقلة عن قيمة الشركة، أي أنهم يرفضون فكرة وجود هيكل مالي أمثل، هذا يعني أن تكلفة الأموال تظل ثابتة مهما تغيرت نسبة التمويل عن طريق الاستدانة. ويؤيد هذا الرأي مدخلان هما صافي الربح التشغيلي، ونظرية مودغلياني.

4-2-1: نظرية صافي الربح التشغيلي: يستند مؤيدو هذه النظرية على فرضية أن قيمة الشركة لا تتأثر بتوليفة الهيكل المالي، أي أنهما مستقلين عن بعضهما وبالتالي عن تكلفة رأس المال، وتقوم هذه النظرية على الفرضيات التالية⁽¹⁾:

- التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة أيا كانت نسب المديونية في المؤسسة،
 - تكلفة الاقتراض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاقتراض، بينما تكلفة الأموال الخاصة سترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض،
 - المزايا الناجمة عن زيادة الاعتماد على الاستدانة، تتلاشى نتيجة ارتفاع العائد المطلوب من المساهمين، بسبب زيادة المخاطر المالية،
 - تتحدد قيمة المؤسسة بخصم نتيجة الاستغلال بمعدل يساوي تكلفة رأس المال،
 - عدم وجود ضريبة على الأرباح.
- وبالتالي فإنه وحسب هذه النظرية، الزيادة في تكلفة الأموال الناتجة عن الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لزيادة نسبة الاستدانة سيعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاقتراض ناتج من زيادة الاعتماد على المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبياً، ولهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال الكلية ثابتة وبالتبعية قيمة المؤسسة هذا ما يقودنا لاعتبار أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل.

4-2-2: نظرية مودغلياني وميلر: تسعى الإدارة المالية إلى إيجاد توليفة من الأموال الخاصة والديون والتي تعظم قيمة الشركة، إلا أن مودغلياني وميلر يقولان أنه وفي سوق كاملة لا وجود لتوليفة أفضل من أخرى؛ أي أن اختيار الهيكل المالي لا يؤثر على قيمة الشركة، بحيث اعتبر العالم أن مدخل صافي الربح التشغيلي هو المدخل المقبول بحيث يقولون أنه في حالة عدم وجود ضرائب فإن النظرية التقليدية غير دقيقة إذ لا وجود لهيكل مالي أمثل في الشركة (قيمة الشركة السوقية لا تتأثر بصياغة الهيكل المالي)⁽²⁾.

وقد أعطى كل من مودغلياني وميلر اقتراحين يمكن من خلالهما شرح ما توصلوا إليه وهما:

(1) - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص186.

(2) - Modigliani and Miller: The Cost Of Capital-Corporation: Finance And The Theory Of Investment, The American Economic Review, N3, 1958, PP 261-267.

الفصل السادس: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

- **الاقتراح الأول:** يقوم تحليل مودكيلياني وميلر في اقتراحهما على أن قيمة الشركة مستقلة عن هيكلها المالي سواء كانت تعتمد على الاستدانة أم لا، أي أن قيمة الشركة تتحدد من خلال الأرباح التي تحصل عليها عن طريق أصولها المختلفة (أي تتحدد قيمتها من خلال الاستثمارات التي تملكها).

وبالتالي حسب هذا الاقتراح من نموذج مودكيلياني وميلر فإن القيمة السوقية لأي شركة هي مستقلة عن هيكلها المالي، وتتحدد هذه القيمة عن طريق رسملة العائد المتوقع من الأموال الخاصة لشركة من نفس الفئة (فئة المخاطر).

أي أن قيمة الشركة (V) هي مجموع القيم السوقية للأسهم (A) والقيمة السوقية للديون (D):

$$V=A+D$$

بحيث إذا كانت (V_U) هي قيمة شركة غير مستدينة، فإنه وحسب الاقتراح الأول:

$$V = A+D = V_U$$

أي أنه وحسب الباحثان مودكيلياني وميلر فإن تكلفة التمويل ثابتة لكل الشركات في الفئة الواحدة وأنها مستقلة تماما عن هيكلها المالي، كما أن هذا الأخير مستقل عن قيمة الشركة، إذ أنه وفي حالة وجود شركتين متماثلتين في كل شيء ماعدا في تركيبة الهيكل المالي (الأولى ممولة بالأموال الخاصة والثاني مزيج بين الأموال الخاصة والاستدانة)، فإن القيمة السوقية لكليهما متساوية (نموذج الدائرة)، وإن لم تتساوى فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بينهما⁽¹⁾.

- **الاقتراح الثاني:** يقتضي هذا الاقتراح والذي أشتق من الاقتراح الأول، بأن معدل المطلوب من طرف المساهمين لشركة يتكون رأس مالها من ديون وكذا أموال خاصة يتمثل في معدل المردودية الذي يطلبه المساهمون في شركة تعتمد على الأموال الخاصة فقط، مضافا إلى ذلك علاوة الخطر.

وهذا هو الاقتراح الثاني لمودكيلياني وميلر الذي يبين تأثير الاستدانة على المردودية المتوقعة من الأسهم، وكذلك على التكلفة الوسيطة المرجحة، أي أنه في ظل إقتصاد خال من الضرائب قيمة شركة مقترضة تساوي قيمة شركة غير مقترضة.

أما في حالة الوجود الضريبي فإن قيمة شركة مقترضة تكون أكبر من شركة غير مقترضة نظرا لتحصل هذه الأخيرة على الوفورات الضريبية.

⁽¹⁾ - Franklin Allen and Al : The contributions of Stewart Myers to the theory and practice of Corporate Finance, Journal of applied Corporate Finance, Vol20, N°04, 2008, p02.

الفصل السادس: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

ولهذا يسبب هذا الوفرة تأثير إيجابي على القيمة السوقية للشركة بسبب ما يخلقه من تخفيض في تكلفة الأموال المرجحة والناتج عن كون القروض مصادر التمويل منخفضة التكلفة وينشأ هذا التأثير نظرا لإعتبار فائدة القروض تتحملها أرباح الشركة قبل الخضوع للضريبة⁽¹⁾.

4-3: النظريات الحديثة المفسرة لهيكل المالي: نظرا للانتقادات التي وجهت للنظريات السابقة خاصة حول عدم واقعية وجود ما يسمى بالسوق التام، وإذا أنه توجد العديد من القيود التي تحد من اكتمال هذا السوق ومن ثم فإن القرارات التمويلية يمتد تأثيرها على قيمة الشركة، وبإدخال قيود السوق غير التام كتكلفة الإفلاس والوكالة في التحليل، حيث ظهرت العديد من النظريات نذكر منها:

4-3-1: نظرية التوازن: حسب هذه النظرية فإن هناك معدل استئانة أمثل والذي تهدف الشركة لتحقيقه وتحاول الاقتراض تدريجيا من هذه النسبة المثلى، بحيث أنه في نظرية التوازن لم يركز الباحثون فقط على مميزات استعمال الاستئانة كمصدر للتمويل بل كذلك على مشاكل الدفع والوفاء بالديون والتي تؤدي إلى العسر المالي، وبالتالي الإفلاس، وكذلك تطرقوا للنزاعات بين الوكلاء، سنفرج على هاتين النظريتين في:

4-3-1-1: تكلفة الإفلاس: تتعرض الشركة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وقروض لمخاطرة الإفلاس وهي مخاطر لا تتعرض لها شركة مماثلة غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط، وسببها فشل الشركة في سداد قيمة القرض والفوائد في تاريخ الاستحقاق، فالإفلاس هو قيام الشركة ببيع أصولها من أجل أداء إلتزاماتها المترتبة عليها من خلال الحصول على القروض وبالتالي فالقروض ترفع من الخطر المالي للشركة، وتتمثل تكلفة الإفلاس في مختلف التكاليف التي قد تتحملها عند الإفلاس سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة.⁽²⁾

نظرية الإفلاس في وجود الضريبة: الاعتماد على الاستئانة من شأنه أن يخفض من تكلفة رأس المال، لأنها مصدر تمويل منخفض التكلفة، كذلك بفضل ميزة الوفورات الضريبية، هذا هو الأثر الإيجابي للاستئانة على قيمة الشركة، إلا أنه عندما تصل الاستئانة إلى نقطة معينة تبدأ تكلفة الإفلاس في الظهور بسبب مخاطر عدم السداد وتترجم بارتفاع تكلفة التي يطلبها كل من المساهمين والمقرضين.

4-3-1-2: تكلفة الوكالة: هي عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يدعى الوكيل من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه، فيما يتعلق بالشركة هذه العلاقة توجد بين الملاك أو المساهمين أو المسيرين، حيث يتم التنازل عن جزء من سلطاتهم إلى أن هذه العلاقة تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعة على حساب الآخر. وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين، أولا ليس بالضرورة

⁽¹⁾ - R.Brealey & S.Myers : Principe De Gestion Financière, 7eme Edition, Pearson Education, France, 2003, P545.

⁽²⁾ - بن الضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير غير منشورة، قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص107.

الفصل السادس: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

أن تكون أهداف الملاك متطابقة والثانية أن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالشركة. وعلاقة الوكالة تقود إلى صنفان من التكاليف أشار لهما كل من Meckling, Jensen هما: تكاليف وكالة الأموال الخاصة وتكاليف وكالة الديون.

-**تكاليف وكالة الديون:** ناجمة عن تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين، وقد تتمثل في: الخسائر الناجمة عن تأثير القرارات الاستثمارية للمؤسسة، التكاليف التي يتحملها الدائنون للرقابة على قرارات الإدارة، أو تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم.

- **تكاليف وكالة الأموال الخاصة:** تنتج من تعارض المصالح بين المساهمين والمديرين، بحيث يتحملها المساهمون من أجل ردع تصرفات المديرين، والحد من إنحرافات التسيير (مثلا تحويل الموارد للمنافع الشخصية على حساب مصلحة الملاك).

يتمثل هدف هذه النظرية في تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مؤاده أن كل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة، ومنذ ظهور تكلفة الوكالة أصبح وجود هيكل مالي أمثل بتوازن الوفر الضريبي مع كل من تكلفة الوكالة والإفلاس، وعليه فإن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للإقتراض إلى الأموال الخاصة أي سوف يؤثر على مكونات الهيكل المالي الأمثل وبالتالي ظهور تكلفة الوكالة سوف يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي.

بتعبير آخر، سواء نجمت تكلفة الوكالة عن تعارض المساهمين والمديرين أو عن تعارض بين المساهمين والمقرضين، فإن العديد من الدراسات أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد مع زيادة نسبة الإستانة في المؤسسة، ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمؤسسة، أي أن هذه الأخيرة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

4-3-2: **نظريات متعددة الأشكال:** تعتبر من النظريات الحديثة التي درست الهيكل المالي في المؤسسة، وقد ظهرت في منتصف السبعينيات، وتتمثل أساسا في نظرية الإشارة ونظرية الانقطاعات التدريجي.

4-3-2-1: **نظرية الإشارة:** تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها الشركات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مدراء الشركات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة (هيكل رأس المال، سياسة مكافآت رأس المال)، تميزها عن غيرها الشركات الأقل أداء وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل الشركات الضعيفة. وتقترح هذه النظرية نموذجا يحاول أن يعكس نوعية شركة ما على أساس هيكلها المالي، فالمستثمرون يصنفون الشركات الموجودة في السوق إلى فئتين الصنف A أحسن

الفصل السادس: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

أداء من الصنف B. ومن أجل هذا التصنيف يحدد المستثمرون في السوق مستوى من الإستاندانة D* يسمى الإستاندانة الحرجة، بحيث أن الشركات ذات المستويات الرفيعة (A) لها القدرة على الإستاندانة أعلى من D* وهكذا.

وقد بُنيت هذه النظرية على أساس نموذجين أساسيين (نموذج Ross، ونموذج Pyle & Leland هما:

- **نموذج Ross⁽¹⁾:** قدم Ross نموذجه سنة 1977، فيما يتعلق باستخدام الهيكل المالي كإشارة عن المعلومات الداخلية للمؤسسة، بحيث وحسب هذا النموذج يستخدم المديرون نسبة الإستاندانة كمؤشر على ارتفاع أداء المؤسسة، إذ كلما ارتفعت نسبة الإستاندانة دل هذا على قدرة المؤسسة على الإيفاء بديونها، وبالتالي فهي الأحسن أداء.

- **نموذج Pyle & Leland⁽²⁾:** ظهر هذا النموذج سنة 1977، ويقوم على أساس أن المديرين يعملون قيمة التدفقات النقدية المستقبلية، هذا ما يجعلهم يحتفظون بالأسهم العادية من عدمه حسب قيمة هذه التدفقات، وبالتالي فإن المستثمر الرشيد سيتجه نحو المؤسسة التي يحتفظ مديريها بنسبة أكبر من الأسهم كدليل على المردودية المستقبلية الجيدة.

4-3-2: نظرية الالتقاط التدريجي: تضم هذه النظرية نموذجين هما نموذج Myres 1990 وWilliamson 1988 نستخلص من خلالهما أن نظرية الالتقاط التدريجي التي لا تقتض وجود معدل تمويل أمثل كما هو الحال بالنسبة لنظرية التوازن، فإن الشركة تتبع ترتيب لأنماط أو لمصادر تمويل محددة وفق ما تمليه الضرورة للتمويل الخارجي، وليس محاولة منها البحث عن الهيكل المالي الأمثل، هذا الترتيب يتم التعبير عنه بشكل مختلف من وضعية إلى أخرى تبعا للهدف الذي يسعى مدير الشركة إلى تحقيقه. ظهرت هذه النظرية في منتصف الثمانينات، إذ تتعلق بتصنيف وترتيب مصادر التمويل حسب أفضليتها. وتضم:

- **نموذج Myers et Majluf وMyres:** ظهرت أول تطورات نظرية الالتقاط التدريجي على يد Myres et Majluf سنة 1984⁽³⁾، وحسب هذا النموذج يصلح التمويل التسلسلي في حال كون تكاليف إصدار أسهم جديدة أكبر من تكاليف الاعتماد على الإستاندانة، وبالتالي فإن المؤسسة تمول استثماراتها أولا بالتمويل الذاتي، ثم تلجأ للإستاندانة، وفي الأخير تصدر أسهم جديدة.

(1) – S. Ross : the determination of financial structure: the incentive signalling approach, the Bell journal of Economics, Vol 08, 1977, pp 23-40.

(2) – M. Harris, A. Raviv : the theory of capital structure, Journal of finance , vol 46, March 1991, p :313

(3) – Stewart C. Myers, Nicholas C. Majluf: corporate financing and investment decisions when firms have information that the investors do not have, Journal of Financial Economics, vol 13, 1984, pp:187-221.

(4) – Stewart C. Myers : the capital structure puzzle, Journal of finance, vol 39, 1984, pp 575-592.

الفصل السادس: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

وحسب نظرية الالتقاط التدريجي فإن المؤسسة لا تهدف إلى الوصول لنسبة استدانة معينة، بحيث تؤكد بأن المؤسسة تلجأ للتمويل الخارجي فقط لعدم كفاية التمويل الداخلي، إذ أن مصادر التمويل الخارجية غير مرغوب فيها بسبب عدم تماثل المعلومة بين المسيرين والمستثمرين. مع ذلك تستعمل المؤسسة هذا النوع من التمويل، محاولة منها مراعاة ترتيب مصادر التمويل، وفي هذه الحالة تفضل في المقام الأول الاعتماد على الديون، ثم السندات القابلة للتحويل وفي الأخير الأسهم. وقد وجد الباحثان أن المؤسسات تسعى لاستقرار التوازن المالي، من أجل تجنب احتياجات التمويل الخارجي.

- نموذج **Williamson⁽¹⁾**: ظهر سنة 1988، ويقوم على افتراض أن مختلف الأطراف الاقتصادية في المؤسسة (مساهمون، مسيرون، مقترضون) لديهم رشادة اقتصادية محدودة، وأنهم يستطيعون تغيير سلوكهم ليصب في مصلحتهم عند انتهاء العقد، وبالتالي فإن مصادر التمويل تعتبر وسيلة لتحقيق أهداف هؤلاء المتعاملين.

بحيث وحسب الباحث يتم اختيار مصدر التمويل حسب خصوصية الأصل المراد تمويله، فإذا كان الأمر يتعلق بتمويل أصل خاص تفضل المؤسسة الرفع في رأس المال على الاستدانة، أما إذا كان الاستثمار يتمثل في أصل غير خاص فتلجأ المؤسسة للاستدانة.

- نموذج **Myers 1990**: يقوم على فرضية أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة، ويتحقق هذا من خلال زيادة الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية، وبالتالي فإن الرفع في رأس المال يفضل على الاستدانة إذا كان من الصعب اللجوء إلى هذه الأخيرة. إذن حسب نموذج Myers ترتب مصادر التمويل كما يلي: التمويل الذاتي، الرفع في رأس المال، ثم الاستدانة كحل أخير.

(1) – E Williamson : Corporate finance and corporate governance, Journal of finance, vol 43, N°03, 1988, pp 567-591.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ- الكتب:

- أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عناية، 2008.
- الصياح عبد الستار، سعود العامري: الإدارة المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2006.
- المبداني محمد: الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، 2009.
- النعيمي والتميمي: الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر، عمان، الأردن، 2009.
- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي: التسيير المالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006.
- أيمن الشنطي، عامر شقر: مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، عمان، الأردن، 2001.
- أيمن الشنطي، عامر شقر: الإدارة و التحليل المالي، دار البداية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- بلعور سليمان: التسيير المالي، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- جلال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحج: الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009.
- جليل كاظم مدلول العارضي: الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- حسن محمد كامل: التحليل المالي، دار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1986.
- حمد صالح الحناوي، رسمية زكي: الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر.
- حمزة محمود الزبيدي: الإدارة المالية المتقدمة، دار الوراق، الأردن، 2004.
- خلدون إبراهيم شريفات: الإدارة والتحليل المالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2001.
- دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 1997.
- طارق الحاج: مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
- عبد الحميد عبد المطلب: البنوك الشاملة، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2000.
- عبد الغفار حنفي: الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007.

المراجع

- عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي: التحليل و التخطيط المالي اتجاهات معاصرة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- علي عباس: الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر و التوزيع، الأردن، 2008.
- فايز احمد تيم: مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار إثراء للنشر و التوزيع، دار المكتبة العلمية الخبر، الأردن، 2011.
- فايز سليم حداد: الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- فايز سليم حداد: الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- لطرش الطاهر: تقنيات البنوك، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004 .
- مبارك لسلوس: التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012.
- محمد سعيد عبد الهادي: الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- محمد سعيد عبد الهادي: الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2008.
- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد: الإدارة المالية-التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- محمد مطر: الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والإئتماني، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن 2003.
- مطر محمد: الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والإئتماني، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- معراج الهواري، حاج سعيد عمر: التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس، دار كنوز للمعرفة، الطبعة الأولى، الأردن، 2013.
- مفلح محمد عقل: مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، الطبعة 1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- منير شاكر محمد، اسماعيل اسماعيل، عبد الناصر نور: التحليل المالي : مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.

المراجع

- مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة: تحليل القوائم المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة، عمان، الأردن، 2006.
- مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح مطارنة: تحليل القوائم المالية، الطبعة الثالثة، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2011.
- مؤيد عبد الرحمان الدوري، نور الدين أديب أبو زناد: التحليل المالي باستخدام الحاسوب، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن 2003.
- مؤيد عبد الرحمن الدوري: إدارة الاستثمار والمحافظ الإستثمارية، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
- نعيم نمر داوود : التحليل المالي ، دار البداية، عمان، الأردن، 2012.
- هندي صالح: الإدارة المالية: مدخل تحليل معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة السادسة، 2008.
- وليد ناجي الحياي : الإتجاهات المعاصرة في التحليل المالي، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2000.
- يوحنا عبد آل ادم، سليمان اللوزي: دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم كفاءة المنظمات، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2000.
- يوسف حسن يوسف: التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2012 .
- عليان الشريف رشاد العطار : الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.

ب- الملتقيات والدوريات:

- الشيخ الداوي: تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث (العدد 07)، جامعة الجزائر، 2010.
- المؤمني وحسن: محددات إختيار الهيكل المالي في شركات الأعمال، دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، مجلة العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد2، عمان، الأردن، 2011.
- بلخير بكاري، عبد الرحمان دغوم: دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية، دراسات ، العدد الاقتصادي، جامعة الاغواط، 2016.

- سليمان شلاش: العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال، حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة من 1997-2001، مجلة المنارة، المجلد 14، العدد 1، عمان، الأردن، 2006.
- محمد الجموعي قريشي، الحاج عرابية: قياس كفاءة الخدمات الصحية في المستشفيات الجزائرية، مجلة الباحث (العدد 11)، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012.
- نصر الدين بن نذير، عمار بوشناف: جدول تدفقات الخزينة، ملتقى دولي حول الإطار المفاهيمي للنظام المحاسبي والمالي الجديد وآليات تطبيقه في ظل المعايير المحاسبية الدولية، جامعة البليدة، أكتوبر 2009.
- نعيم نمر داوود : التحليل المالي ، دار البداية، عمان، الأردن، 2012.

ج- الرسائل والأطروحات

- اليمين سعادة: استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسة الاقتصادية وترشيد قراراتها، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2009.
- بن الضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير غير منشورة، قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.
- بن مالك عمار: المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة المنتوري، قسنطينة، 2011.
- بوريش هناء: دراسة المردودية الهيكلية المالية و السيولة، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة باجي مختار عنابة، 2006
- ثبر زغدود: محددات سياسة التمويل للشركة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009.
- حليلة خليل الجرجاوي: دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2008.
- محمد طلال ناصر الدين: أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2011.

د - القوانين والمراسيم:

- القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008 ، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 19، الصادرة بتاريخ 25 مارس 2009.
- المرسوم التنفيذي 08-156، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 27، الصادر بتاريخ 28 ماي 2008.

المراجع باللغة الأجنبية:

A/ Livres :

- Alain Burlaud, Michèle Mollet : Finance d'entreprise, 4^{ème} édition, Foucher, Paris, 2011.
- Armand Dayan, Alain Burlaud : Manuel de gestion, Volume2, édition ellipses, Paris, 2009.
- Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard: Gestion Financière de l'entreprise, 9^{ème} édition, Sirey édition, Paris, 1986.
- Jean Lochard : Les bases de l'analyse financière, les éditions d'organisation, Paris, 1997.
- Jean pierre Lahille: analyse financière, 1^{er} edition, compus dalloz, paris, 2001.
- K.CHICHA: Finance d'entreprise, Houma éditions, Alger, 2009.
- Marcel Moisson : L'étude de la rentabilité des entreprises, Les éditions d'organisation, Paris.
- Michèle Mollet, Georges Langlois : finance d'entreprise, éditions Foucher, Paris, 2011.
- Nilssen Cathrine: Determinants of capital structure in listed Norwegian Firms. Master Thesis, , NHH-Norges Handelshoyskole and Lancaster University, 2014.
- Pierre Paucher : Mesure de la performance financière de l'entreprise, OPU, Alger, 1993.
- Pierre Vernimmen : Finance d'entreprise, 9^{ème} édition, Dalloz, Paris, 2011.
- R. Brealey & S. Myers: Principes De Gestion Financière, 7eme Edition, Pearson Education, France, 2003.
- Rachid Belkahla, Hassan Oudad : Finance d'entreprise, édition Consulting, Maroc, 2007.

B/ Périodiques:

- E Williamson : Corporate finance and corporate governance, Journal of finance, vol 43, N°03, 1988.
- Franklin Allen and Al: The contributions of Stewart Myers to the theory and practice of Corporate Finance, Journal of applied Corporate Finance, Vol20, N°04, 2008.
- M. Harris, A. Raviv : the theory of capital structure, Journal of finance , vol 46, March 1991.
- S. Ross: the determination of financial structure: the incentive signalling approach, the Bell journal of Economics, Vol 08, 1977.
- Stewart C. Myers, Nicholas C. Majluf: corporate financing and investment decisions when firms have information that the investors do not have, Journal of Financial Economics, vol 13, 1984.
- Stewart C. Myers: the capital structure puzzle, Journal of finance, vol 39, 1984
- Modigliani Et Miller, The Cost Of Capital-Corporation: Finance And The Theory Of Investment, The American Economic Review, N3, 1958.