

جامعة الشهيد حمه لخضر

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبية

محاضرات في مقياس:

التسيير المالي

مدعمة بأسئلة نظرية وتمارين

موجهة لطلبة السنة الثالثة مالية المؤسسة ومحاسبة وجباية

من إعداد:

الدكتور: محمد البشير بن عمر

السنة الجامعية: 2019 / 2020

الإهداء

نهدي هذا العمل المتواضع إلى:

جميع الأساتذة والباحثين.....

جميع الطلبة في مختلف مستوياتهم....

كل طالبي العلم.....

إلى.....

فهرس المحتويات

رقم الصفحة	الموضوعات
04	مقدمة المطبوعة
05	الجزء النظري
06	تمهيد
06	المحور الأول: عموميات حول التسيير المالي
14	المحور الثاني: ماهية الوظيفة المالية (تعريف، التطور التاريخي، أهدافها، أهميتها)
17	المحور الثالث: التحليل المالي التقليدي (سيولة - إستحقاق)
22	المحور الرابع: التحليل المالي الوظيفي. المنظور الوظيفي للمؤسسة.
34	المحور الخامس: جدول التمويل
44	المحور السادس: الميزانية الاقتصادية
48	المحور السابع: المؤشرات الأساسية لتحليل التدفقات المالية
50	المحور الثامن: تحليل حسابات النتيجة
58	المحور التاسع: جدول تدفقات الخزينة
63	المحور العاشر: المردودية وأثر الرافعة المالية
71	المحور الحادي عشر: تسيير احتياجات تمويل دورة الاستغلال
76	المحور الثاني عشر: آليات اختيار مصادر التمويل
86	المحور الثالث عشر: آليات تقييم واختيار الاستثمارات
96	الجزء التطبيقي
97	تمهيد
97	المحور الأول: مجموعة الأسئلة النظرية وأمثلة محلولة
111	المحور الثاني: مجموعة تمارين مقترحة ومتنوعة
130	قائمة المراجع

تقديم عام للمطبوعة:

تهدف من خلال هذه المطبوعة إلى إزالة الغموض والمشاكل العالقة في هذه المادة بصفة عامة، لذا قام الباحث إلى التعرض في طيات هذه المطبوعة إلى توضيح الخطوط العريضة لهذا المقياس المتداول والمتعامل به خاصة داخل المؤسسات، حيث يمكن التعامل مع جميع الأدوات الأساسية التي تمكن المحلل المالي من التعامل معها لتحليل كل الوضعيات داخل المؤسسة وخاصة الوضعية المالية، كذلك توضيح الأساليب والتقنيات والمؤشرات والنسب المالية الهامة، بشكل من الجدية والموضوعية في مراحل وخطوات هذه المطبوعة، ولعلها تفيد في إيضاح المعالم والمحاور الكبرى لهذه المادة، وبالتالي قسمها الباحث إلى جزئين أساسيين من خلالهما تحديد مختلف جوانب هذه المطبوعة.

الجزء النظري

تمهيد:

يعتبر التسيير المالي من بين العلوم التي يعتمد عليها المحلل المالي في تشخيص الحالة أو الوضعية المالية أو الكشف عن نقاط القوة والضعف أو تحليل الوظيفة المالية في المؤسسة خلال دورة زمنية معينة ممثلة في سنة مالية أو لعدة سنوات، ويعد أيضا من أهم المراحل الأساسية في إتخاذ القرارات المالية، حيث يهتم بدراسة المؤسسة بشكل عام هدفه تحقيق الهدف العام للمؤسسة، ويعمل كذلك على إظهار كل التغيرات التي تطرأ على الحالة المالية، وبالتالي الحكم على السياسة المالية المتبعة، ومن ثم الحكم على الوضعية الكلية للمؤسسة. لذلك ارتأينا إلى تقسيم هذه المطبوعة إلى عدة محاور من خلالها يمكن تغطية الجوانب والعناصر الكبيرة والمهمة في الموضوع.

المحور الأول: عموميات حول التسيير المالي

يعتبر التسيير المالي من أكثر مجالات علوم التسيير تطورا وأهمية، حيث يلعب دور المنسق بين مجموع مجالات التسيير الأخرى، فما من وظيفة أو مصلحة أو مديرية داخل المؤسسة إلا وتستعين بتقنيات التسيير المالي لتنفيذ قراراتها وتطبيق خططها وتحقيق أهدافها، أما المجال الرئيس للعمل التسيير المالي فهو المحيط المالي، ويرجع ذلك إلى طبيعة نظام المؤسسة والذي يتأثر ويؤثر في عناصر المحيط الخارجي ومنها المحيط المالي فأني تعامل المؤسسة مع العملاء أو الموردين أو البنك يحدث تأثيرات مالية هامة يتوجب تسييرها بما يتماشى وأهدافها، ويتم بذلك باستخدام تقنيات التسيير المالي التي نذكر أهمها.

1- تعريف التسيير المالية:

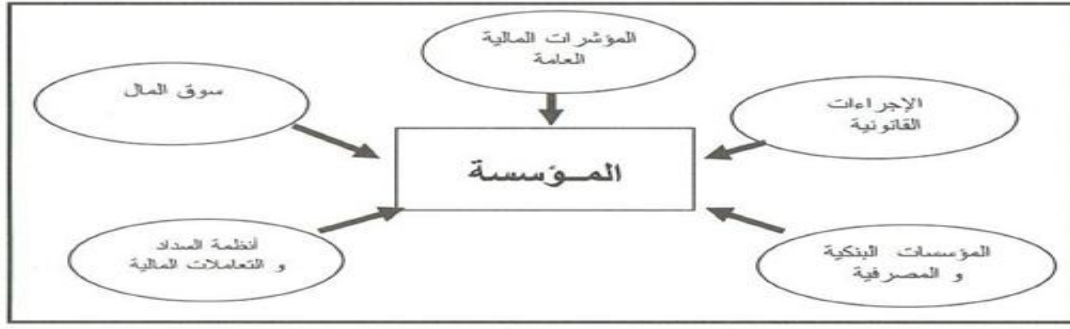
يعرف التسيير المالي على أنه ذلك المجال من علوم التسيير الذي يهتم بالجوانب المالية داخل المؤسسة ويسعى إلى تحقيق وتطبيق مختلف الأهداف والمخططات المالية، حيث يستخدم في تحقيق ذلك مجموعة من الأدوات والطرق والأساليب والتقنيات التي تساعد المؤسسة على الاندماج مع مكونات المحيط المالي.

تنشط المؤسسة وتتطور في بيئة مالية معقدة وغير مستقرة، وكلما كبر حجمها كلما زاد تعقد واتساع البيئة المالية المحيطة بها، مما يحتم عليها تطوير سلوكها لمواجهة مختلف التغيرات والتأقلم معها من أجل ضمان صيرورتها.

2- البيئة المالية والأهداف الأساسية للتسيير المالية:

تخطط بالمؤسسة العديد من العناصر والمؤثرات المالية، حيث تلعب هذه العناصر أدوار هامة في حياتها، فقد تكون السبب في نموها وتطورها، كما قد تكون عامل تدهور واختفائها، وتعرف هذه المكونات بعناصر البيئة المالية ومنها مصادر تمويل المؤسسة كالمؤسسات المالية، وكذا الإطار القانوني الذي تنشط فيه والمتمثل في الإجراءات والتشريعات القانونية التي تلتزم بها... إلخ، يمكننا حصر خمس مكونات أساسية للبيئة المالية للمؤسسة، والتي تمثلها في الشكل التالي:

الشكل رقم(01): المؤسسة والبيئة العملية



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الجزائر، 2011، ص: 58.

2-1- وسائل السداد والتعاملات المالية:

يفرض المحيط على المؤسسة طرق محددة للتعاملات المالية بين مختلف الوسطاء وتمثل في وسائل الدفع والائتمان، وتعرف على أنها تلك الوثائق الرسمية التي تثبت الحقوق المالية بين طرفين، ومنها الأسهم، السندات، أذونات الخزينة... إلخ حيث تساعد المؤسسة على إجراء عدة عمليات مالية كالحيازة والتنازل والاستدانة والتسديد... إلخ.

2-2- سوق المال:

يقوم سوق المال بدور هام في الحياة المالية للمؤسسة، إذ تنشأ بينهما عدة تعاملات مالية، فسوق المال يعتبر مصدر أساسي للرفع في رأس المال، ومعيار هام تحدد من خلاله القيمة السوقية، كما يعتبر مصدر هام للمعلومات والمؤشرات المتعلقة بالمحيط الذي تنشط فيه المؤسسات.

2-3- الأطر القانونية والتنظيمية:

يخضع النشاط المالي لإطار قانوني تضطر المؤسسة للتعامل معه ويتضمن هذا الإطار مختلف القواعد والإجراءات التي تضبط التعاملات المالية للمؤسسة مع مختلف الأطراف، ومنها الإجراءات المنظمة لإنشاء المؤسسات وتصنيفها، القواعد المنظمة للائتمان وتلك المتعلقة بجباية المؤسسة.

2-4- المؤشرات المالية العامة:

تتكون البيئة المالية من عدة متغيرات لها تأثير كبير على المحيط الداخلي والخارجي للمؤسسة، وتتميز هذه المتغيرات بدرجة عالية من المرونة والتغير، ومن بين هذه المتغيرات معدلات الفائدة والصراف، معدلات الاقتطاعات المالية والاجتماعية... إلخ.

2-5- المؤسسات البنكية والمصرفية:

إلى جانب دور سوق المال في تدعيم رأس مال المؤسسة، يحتوي المحيط المالي على عناصر أخرى ذات طبيعة تمويلية وتمثل في مؤسسات القطاع البنكي، حيث تعمل هذه المؤسسات على تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة عن طريق القروض الطويلة والمتوسطة والقصيرة الأجل، يتمثل دور التسيير المالي في تكييف المؤسسة مع هذه العناصر، أي الاستجابة للمتغيرات في البيئة المالية، ومن ثم تحقيق الأهداف المالية والتي تختلف حسب طبيعة كل عنصر مالي.

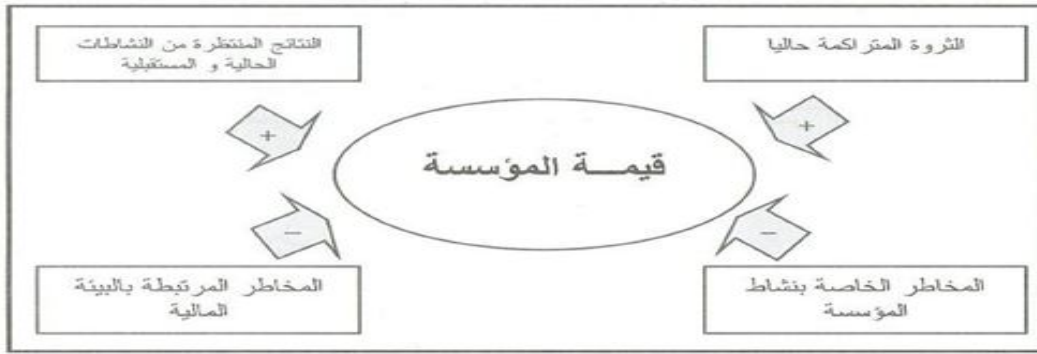
3- المهام الأساسية للتسيير المالي:

تهدف النظرية المالية بصفة عامة إلى هدف أساسي يتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة أي تعظيم الثروة التي كونتها، ويتحقق هذا الهدف في إطار عدة عوامل لا بد من توفرها لتعظيم هذه القيمة.

3-1- تعظيم قيمة المؤسسة:

تزداد قيمة المؤسسة كلما تمكنت من تحقيق نتائج إيجابية بشكل مستمر بحيث تتراكم هذه النتائج وتكون فوائض مالية تشكل ما يسمى بثروة المؤسسة، ولا يكفي أن تحقق المؤسسة نتائج آنية، بل يجب أن تسعى إلى تحقيق نتائج في المستقبل من خلال دراسة المردودية المستقبلية، وتحديد الجدوى من المشاريع الاستثمارية في المستقبل ومن ثم يمكن توقع حجم الثروة من خلال النتائج المحلقة في الماضي والحاضر، ومن خلال ما يعرف بالقيمة الحالية للمؤسسة. إلا أن هناك عوامل أخرى تعمل بشكل عكسي، وتؤدي إلى الحد أو التقليل من قيمة المؤسسة، وتتمثل في المخاطر المتعلقة بالنشاط، كتوقف الإنتاج، مشاكل النوعية والجودة، ارتفاع التكاليف... إلخ، والمخاطر المتعلقة بالمحيط المالي كارتفاع معدلات الفائدة والصراف، التطور التقني للمنافسين، انخفاض الحصة السوقية، ظهور سلع بديلة... إلخ، والشكل التالي يوضح أهم العوامل المحددة لقيمة المؤسسة

الشكل رقم (02): العوامل المحددة لقيمة المؤسسة



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 60.

إذن فدور التسيير المالي يتمثل في تعظيم النتائج الحالية والمستقبلية، والتحكم في المخاطر المتعلقة بالنشاط والبيئة وذلك بهدف تدنيها إلى أني المستويات، وبالتالي يتحقق الهدف الأساسي والمتمثل في ارتفاع قيمة المؤسسة.

3-2- المحافظة على مستوى الأداء المالي:

لتحقيق مستويات عالية القيمة المؤسسة، يجب أن تحقق مستويات مرتفعة لأدائها المالي، يتحقق ذلك عن طريق تعظيم النتائج، وذلك من خلال تحسين المردودية ويتحقق ذلك بتدنية التكاليف وتعظيم الإيرادات بصفة مستمرة تمتد إلى المدى المتوسط والطويل وذلك بغية تحقيق التراكم في الثروة والاستقرار في مستوى الأداء، إلا أن هناك عدة قيود تتحكم في الفعالية والأداء، حيث ينبغي على المؤسسة التعامل معها لتحقيق أهدافها، وتتمثل هذه القيود في قوي كل من موردي الموارد المالية والمادية والذين يطالبون المؤسسة بشديد المقابل المالي لتوريداتهم، وقوي العملاء الذين يقبلون بمستوى معين من الأسعار والجودة والنوعية ومختلف الخدمات.

3-3- التحكم في المخاطر المالية:

مواجهة المخاطر المالية بعد من بين أهم أهداف التسيير المالي، وهي مخاطر متنوعة منها ما يتعلق بتمويل أصول المؤسسة، ومنها ما يتعلق بالشروع في نشاطات ومشاريع مستقبلية، وهناك مخاطر متعلقة بالاستغلال، ومنها مخاطر هيكل التكاليف، أثر الرافعة المالية، مخاطر الإفلاس والعسر المالي، أما المخاطر المرتبطة بالبيئة فهي ناتجة عن عوامل عدم التأكد وحالة اللا استقرار، وهي مخاطر الاضطراب في أسعار الصرف ومعدلات الفائدة، ومن المخاطر ما يتعلق بالمحيط السياسي والإداري الذي تعمل فيه المؤسسة حيث يؤدي عدم الاستقرار في هذه المجالات إلى أضرار هامة على تحقيق الأمثلية في قيمة المؤسسة.

3-4- المحافظة على مستوى اليسر المالي:

يعتبر العسر المالي من المخاطر بالغة التأثير على نشاط المؤسسة، وبالتالي فمجهوداتها المالية تركز على جانب أساسي يتمثل في تحقيق التوازن المالي اعتمادا على التسيير الفعال للخزينة، وبالتالي تحقيق الحد الأدنى من السيولة النقدية التي تعتبر هامش أمان يمكنها من مواجهة التزاماتها تجاه الأطراف والمتعاملين الماليين والحد من مخطر التوقف عن الدفع الذي قد يؤدي إلى إشهار إفلاس المؤسسة وتصفيته لتسديد مستحقات الدائنين.

4- المسؤولية العملية للتسيير المالي:

من أجل تحقيق أهداف التسيير المالي هناك خطوات عملية يتولاها المسيرون الماليون داخل المؤسسة، هذه الخطوات نوضحها من النقاط التالي:

4-1- التشخيص المالي:

يقوم المسير المالي في هذه المرحلة بتحليل الوضعية المالية والخروج بنقاط قوة وضعف الحالة المالية، وذلك بغية تحضير الحلول المناسبة لتجاوز نقاط الضعف والمحافظة على نقاط القوة.

4-2- اتخاذ القرارات المالية:

بعد معاناة الوضعية المالية، تأتي مرحلة اتخاذ القرارات المالية وتطبيقها وتشمل قرارات المشاريع الاستثمارية ومصادر تمويلها، وقرارات قصيرة الأجل تتضمن تمويل دورة الاستغلال وتسيير الخزينة، وقرارات مالية مرتبطة بتسيير المخاطر المالية.

4-3- المراقبة المالية:

بعد اتخاذ القرارات المالية وتطبيقها، تأتي مرحلة المراقبة المالية، وذلك من أجل تحديد الانحرافات في التطبيق ووضع الإجراءات التصحيحية بواسطة قرارات مالية جديدة إذ تتطلب المراحل السابقة إجراءات عملية على الميدان، وبالتالي ينبغي هيكلة المهام والمسؤوليات المالية في إطار الهيكل التنظيمي للمؤسسة.

5- التشخيص المالي في المؤسسة

قبل قيام المسير المالي باتخاذ أي قرار يحتاج إلى دراسة تمهيدية تتمثل في تشخيص المشكل أو الحالة، وذلك بتحليل الوضعية المالية إلى مكوناتها الأساسية ومن ثم استنباط جوانب القوة والضعف وكل المتغيرات التي تصف هذه الوضعية، إن عملية التشخيص هذه والتي عادة ما تسبق مرحلة اتخاذ القرار تتجزأ إلى مرحلتين الأولى، عملية فحص

داخلي للوضع المالية والتي على إثرها يتعرف المحلل على كل الجوانب المحيطة بالمشكل المطروح، والثانية عملية تحليلية خارجية تتمثل في تحليل مكونات محيط المؤسسة ودراسة علاقة كل عنصر بها ومن ثم مقارنة وضعيتها بعناصر المحيط. تتطلب هذه المرحلة منظومة متكاملة من الأدوات والتقنيات سنتطرق إلى أهمها وأكثرها شيوعا واستخداما بين المحللين الماليين، إذ سنشير إلى بعض الأدوات بشيء من الاختصار ونفصل في البعض الآخر خلال الفصول القادمة.

5-1- المفاهيم النظرية للتشخيص المالي:

5-1-1- تعريف التشخيص المالي:

يُعرف التشخيص المالي على أنه عملية تحليل للوضع المالي باستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية، بهدف استخراج نقاط القوة ونقاط الضعف ذات الطبيعة المالية، وتعتبر المعطيات المالية التي تقدمها كل من المحاسبة العامة والمحاسبة التحليلية قاعدة أساسية للتحليل، وذلك بصفتها مصدر المعلومات الرئيس للمحلل المالي، كما تحتاج عملية التشخيص إلى معطيات حول المحيط المالي للمؤسسة والتي من المفروض أن يوفرها نظام المعلومات المالي، وهي معطيات متعلقة بالبنوك والعلاء والموردين والمنافسين وحالة الاقتصاد ككل... إلخ، والشكل التالي يوضح الصيرورة العامة لعملية التشخيص المالي:

الشكل رقم (03): صيرورة التشخيص المالي

أولا تكون البداية بتحليل النشاط والإحاطة بمختلف جوانبه....
<ul style="list-style-type: none">▪ السوق أو الأسواق▪ المنتج أو المنتجات▪ مراحل التصنيع▪ شبكات التوزيع▪ المستخدمين

.... ثم تبتي الخيار المحاسبي المعمول به داخل المؤسسة
<ul style="list-style-type: none">▪ المبادئ المحاسبية▪ تقنيات التجميع▪ تقديرات المكيفة▪ المؤونات▪ المخزونات

تتطلب عملية خلق الثروة وتحقيق الفوائض المالية...
<ul style="list-style-type: none">▪ تحليل الهوامش:<ul style="list-style-type: none">○ الأرصدة الوسيطة للتسيير○ أثر المقصر

...الانطلاق في مشاريع استثمارية...

- الاحتياج في رأس المال العامل
- الأصول الثابتة

... التي يجب أن تُمول ...

- تدفقات الخزينة
- المخاطر المالية: سعر الصرف، معدل الفائدة... الخ

... وأن تحقق مردودية كافية.

- تحليل المردودية الاقتصادية والمردودية المالية: أثر الرافعة المالية
- مقارنة المردودية الاقتصادية بمعدل المردودية المتوقع من المساهمين ومالكي رأس المال: القيمة، مخاطر العسر المالي.

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 66.

5-2- طرق التشخيص المالي:**5-2-1- التشخيص التطوري:**

يقوم التشخيص المالي التطوري على دراسة الوضعية المالية للمؤسسة لعدة دورات مالية متتالية، حيث يتم تحليل الوضعيات المالية السابقة من أجل تشخيص الوضع الحالي وتقدير الوضعية المالية المستقبلية، ولإجراء هذه الدراسة لا بد من امتلاك المؤسسة للنظام معلومات محاسبي ومالي متطور وفعال حتى يتمكن المحلل المالي من رسم التطور المستقبلي للوضعية المالية. يركز التشخيص المالي التطوري على العناصر التالية:

• تطور النشاط:

أي متابعة التغيرات في النشاط عبر الزمن، اعتمادا على التغير في رقم الأعمال أو القيمة المضافة أو النتائج المحاسبية... إلخ، ومن ثم الحكم على نمو النشاط فيما إذا كان يتطابق مع أهداف المؤسسة ومعطيات السوق وبناء على حالات النمو (مرتفع، مستقر، منخفض) يستطيع المحلل المالي مراقبة التطور في هيكل التكاليف والذي من المفترض أن يتناسب طردا مع تطور النشاط.

• تطور أصول المؤسسة:

وتعتبر الأصول عن مجموع الإمكانيات المادية والمعنوية والمالية المستخدمة في ممارسة أنشطتها، ومن ثم فمراقبة تطور هذه الإمكانيات يعد ضروري لتشخيص النمو الداخلي والخارجي، كما يعد مؤشرا استراتيجيا هاما يعبر عن الوجهة الإستراتيجية للمؤسسة إن كانت تتجه نحو النمو أو البقاء أو الانسحاب من السوق.

• تطور هيكل دورة الاستغلال:

يتكون هيكل دورة الاستغلال من العملاء، الموردون، المخزونات والتي تشكل في مجموعها الاحتياجات المالية لدورة الاستغلال، والتي ينبغي مراقبة تطورها عبر الزمن ومقارنة نموها بنمو النشاط الإرتفاع في رقم الأعمال)، من أجل

الحكم على مستوى الاحتياجات المالية.

• تطور الهيكل المالي:

يتشكل الهيكل المالي من مصادر تمويل المؤسسة والمتمثلة أساسا في الأموال الخاصة ومصادر الاستدانة، وبناء على العناصر السابقة الذكر، يمكن للمحلل المالي مراقبة مستويات الاستدانة والتمويل الذاتي ومساهمات الشركاء وتحديد قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها وقدرتها على السداد ومدى استقلاليتها المالية، وتأثير الاستدانة على المردودية... إلخ.

• تطور المردودية:

تعتبر المردودية الأساس الرئيس الذي يقوم عليه الهدف الإقتصادي للمؤسسة كما تعتبر ضمان للبقاء والنمو والاستمرارية، وتعد أحد أهم المؤشرات التي تستخدم في الحكم على أداء المؤسسة من جميع النواحي، وعليه فمراقبة تطور معدلات المردودية يمثل قاعدة أساسية للتشخيص المالي التطوري، وذلك عن طريق نسب المردودية وآلية أثر الرافعة المالية.

5-2-2- الترخيص المقارن:

إذا كان الترخيص التطوري يعتمد على تحليل الوضع المالي ومراقبته عبر الزمن، فإن الترخيص المقارن يركز على تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة مقارنة مع مؤسسات مماثلة في النشاط، وعليه فالأساس الذي يعتمد عليه الترخيص المقارن هو الحكم على وضع المؤسسة بناء على معطيات المؤسسات الرائدة في نفس القطاع، وذلك باستخدام مجموعة من الأرصد والأدوات والمؤشرات المالية. يهدف المحلل المالي من خلال الترخيص المقارن إلى مراقبة الأداء المالي للمؤسسة بناء على التغير في المحيط، خصوصا في حالات المحيط غير المستقر.

5-2-3- الترخيص المعياري:

يمكن اعتبار الترخيص المعياري امتدادا للترخيص المقارن، إلا أنه وبدل مقارنة وضع المؤسسة بمجموعة مؤسسات تنتمي لنفس القطاع، فإننا نلجأ إلى استخدام معدلات معيارية يتم اختيارها بناء على دراسة شاملة ومستمرة لقطاع معين من طرف مؤسسات ومكاتب دراسات مختصة، ولتوضيح محتوى هذه الطريقة نقدم مجموعة من المعايير التي اعتمدت من قبل مجموعة من المؤسسات في نشاطات مختلفة:

• معدل الهيكل المالي (الديون/الأموال الخاصة) للمؤسسات البنكية يقدر بـ 8%؛

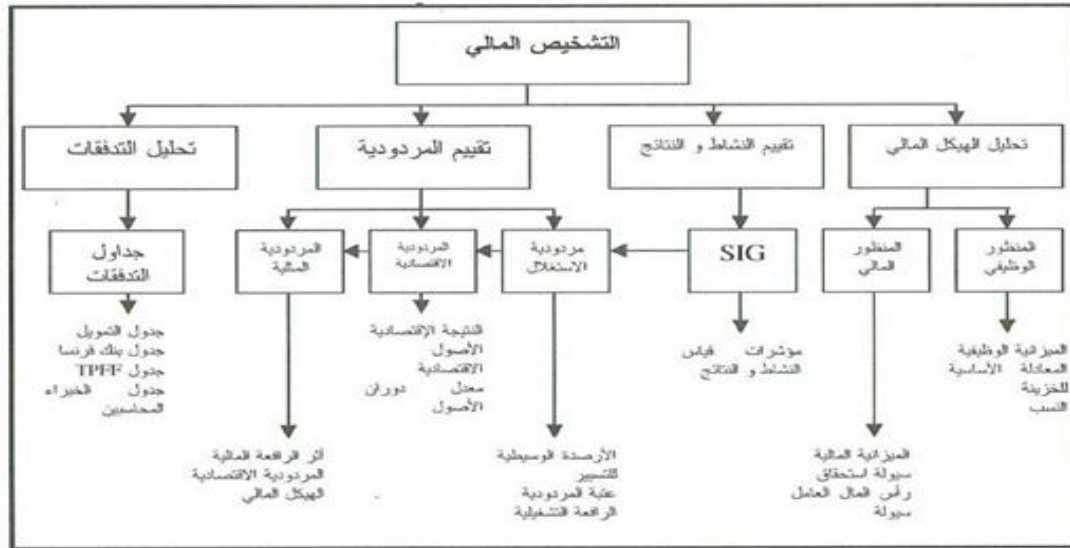
• نسبة رقم الأعمال إلى المتر المربع بالنسبة لكبريات الأسواق والمعارض؛

• الديون المتوسطة وطويلة الأجل يجب ألا تتعدى ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي.

5-3- أدوات الترخيص المالي:

يهدف المشخص المالي إلى تحديد ومعرفة جوانب القوة والضعف في الحياة المالية للمؤسسة، وذلك ضمنا لتحسين الوضع في المستقبل، وضمنا لاستمرار التسيير الفعال، وذلك باستخدام مجموعة من الأدوات المتكاملة فيما بينها التي تظهر من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (04): أدوات الترخيص المالي



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 71.

ويمكن تحليل أدوات التشخيص المالي من خلال الشكل أعلاه كما يلي:

5-3-1- تحليل الهيكل المالي:

الهدف من هذا التحليل هو ضمان تمويل الاحتياجات المالية دون التأثير على قيود التوازن المالي والمردودية والملاءة المالية... إلخ، وذلك اعتماداً على المنظور المالي المرتكز على منظور الذمة المالية ومبدأ السيولة والاستحقاق، أو المنظور الوظيفي المرتكز على المفهوم الوظيفي للمؤسسة والفصل بين النشاطات الرئيسية في التحليل.

5-3-2- تقييم النشاط والنتائج:

يهتم هذا التحليل بكيفية تحقيق المؤسسة للنتائج، والحكم على مدى قدرة النشاط على تحقيق الربحية، وذلك باستخدام الأرصدة الوسيطة للتسيير، وهي أرصدة توضح المراحل التي تتشكل من خلالها كل من الربح والخسارة، ومن خلالها يمكن تحديد الأسباب التي أتت إلى النتيجة المحققة، ومن ثم يمكن تصور الحلول والإجراءات التي تبقى على الوضع أو تحسينه حسب كل حالة.

5-3-3- تقييم المردودية:

وهي وسيلة تمكن المحلل المالي من مقارنة النتائج المحققة مع الوسائل التي ساهمت في تحقيقها، وهي المؤشر الأكثر موضوعية في تقييم الأداء، ويمكن من خلالها اتخاذ قرارات التمويل وقرارات الاستثمار وغيرها.

5-3-4- تحليل التدفقات المالية:

يمثل التحليل الأكثر تطوراً مقارنة بالتحليل الوظيفي والتحليل الذمي، حيث يمكن باستخدام جداول التدفقات المالية تحليل التوازن المالي والوقوف على أسباب العجز أو الفائض في الخزينة، وتحديد الدورة المسؤولة عن هذا العجز أو ذلك الفائض، كما يخوي هذا التحليل مجموعة من المؤشرات ذات البعد الاستراتيجي والتي لها دور في اتخاذ بعض القرارات الإستراتيجية، والمساعدة في تقييم الإستراتيجية المتبناة من طرف المؤسسة، كل هذه الوسائل وغيرها تمثل منظومة متكاملة تستخدم في المرحلة التي تسبق مرحلة اتخاذ القرار، إذ تمثل الأرضية الأساسية التي تجعل السير يتخذ قراره استناداً إلى أسس دقيقة وموضوعية، وهذا ما سنتطرق له بالتفصيل في الفصول الموالية.

المحور الثاني: ماهية الوظيفة المالية (تعريفها، التطور التاريخي، أهميتها، وأهدافها)

يمكن تحديدها بشكل مبسط ومختصر في العناصر التالية:

1- تعريف الوظيفة المالية

- للوظيفة المالية عدة تعريفات كلها تحدد معنى واحد من وجهات نظر مختلفة، ويمكن أن ندرجها في النقاط التالية:
 - مجموعة المهام والعمليات التي تسعى في مجموعها إلى البحث عن الأموال في مصادرها الممكنة بالنسبة للمؤسسة وفي إطار محيطها المالي.
 - هي النشاط الذي يركز أساسا على تحصيل الأموال بالطريقة الأقل كلفة، أي ينصب اهتمام الوظيفة المالية على تسيير الأموال اللازمة، وتسييرها بعد ظهور الصناعات والاختراعات التكنولوجية الجديدة التي زادت من حاجة المؤسسات إلى الأموال نتيجة لذلك، وعلى ذكر الاهتمام بوصف طرق التمويل الخارجي وإهمال جانب التسيير الداخلي للمؤسسة وذلك باقتصاره على جانب الخصوم في الميزانية.
 - مع التطور الجوهري بدأت الوظيفة المالية تأخذ مفهوما أكثر اتساعا لتشمل اتخاذ القرارات بشأن نوعية الأموال المطلوبة، وتحت هذا القرار مدى اعتماد المؤسسة على القروض لتمويل أصولها سواء كان تمويل طويل أو قصير المدى كما دخلت الوظيفة في مجالات أخرى تتمثل في اتخاذ القرارات بمجالات الاستثمارات المستقبلية في كل عنصر من عناصر الأصول الثابتة والمتداولة بما يضمن كفاية الأموال المستثمرة في كل أصل وعدم المغالاة في الاستثمار فيها، كذلك اقتضى الأمر إضافة مهمتين جديدتين إلى الوظيفة المالية، الأولى وهي التخطيط المالي لمعرفة ما ستكون عليه الأوضاع في المستقبل وذلك قبل اتخاذ القرار، وأما المهمة الثانية في الوقاية المالية، للحكم على مدى سلامة القرارات التي تم اتخاذها بالفعل.
 - هي عبارة عن مجموعة المهام والأنشطة التي يقوم بها عدد من المصالح والأقسام المهدف منها إدارة التدفقات المالية والبحث عن الموارد المالية الضرورية والاستخدام الأمثل لها.
 - هي الدور الذي يقوم به المديرون الماليون من وضع خطط للتمويل على الموارد ومن ثم استخدام هذه الموارد بشكل يؤدي إلى زيادة فعالية عمليات وإنجازات المؤسسة إلى الحد الأقصى.
 - هي مجموعة من القرارات والتصرفات المالية المرتبطة بالتمويل والاستثمار والتي تؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة من خلال تعظيم ثروة المساهمين.
 - فالمفهوم الأول يعني الوظيفة الإدارية المتعلقة بالنواحي المالية للمؤسسة، أما الثاني فيقصد الوحدة الإدارية التي تتولى هذا النشاط المالي.
 - هي تلك الوظيفة التي تقوم بنشاطات مالية متنوعة، وذلك من خلال تنفيذها لوظائف متخصصة كالتحليل المالي، تقييم المشروعات، إعداد و تفسير التقارير المالية والموازنات التقديرية.
 - هي الأعمال التي يقوم بها المدير المالي ورجاله في المشروع.

2- التطور التاريخي للوظيفة المالية

شهدت الوظيفة المالية منذ نشأتها عدة تغيرات وتطورات، يمكن ذكرها في المراحل التالية:

1-2- فترة الثلاثينيات

شهدت هذه الفترة أزمة الكساد عام 1929 التي أدت إلى إفلاس عدد كبير من المؤسسات بمختلف أحجامها وأنواعها وأنشطتها، حيث اهتمت الوظيفة المالية بالتركيز على إجراءات الإفلاس وإعادة التنظيم والى توفير السيولة للمؤسسات وإلى وضع القواعد المسيرة لأسواق المال.

2-2- فترة ما بين الأربعينيات والخمسينيات

تم التركيز في هذه الفترة على جانب المؤسسي منها وتميزت قواعدها بالوصفية بالإضافة إلى اهتمامها بوجهة نظر الخارجية بدلا من وجهة نظر الداخلية.

3-2- فترة الستينيات

انتقل تركيزها إلى التحليل النظري وإلى عملية اتخاذ القرارات المرتبطة بالأصول والخصوم بشكل الذي يعظم قيمة المؤسسة. حيث تطور مفهوم الوظيفة المالية في الستينات والسبعينات ليشمل السياسات والقرارات ذات الصلة بقيمة المؤسسة وتعظيم الثروة ومعالجة التضخم، وكذلك تكوين الهيكل المالي وهيكل رأس المال نظرا لما شهدته هذه الفترة من مشاكل اقتصادية عديدة لاسيما التضخم المالي وندرة الأموال وارتفاع تكلفة الأموال.

4-2- فترة الثمانينيات

اهتمت هذه الفترة بقيمة المؤسسة بشكل أساسي ورئيسي والذي يركز على التحليل المالي بكل جوانبه.

5-2- فترة بداية القرن العشرين

اعتمدت هذه الفترة على استراتيجيات التعاون والتكتل وظهور استراتيجيات النمو والاندماج وظهور ظاهرة شراء المؤسسات من قبل المؤسسات القائمة بشكل كلي وهي التي ركزت عليها الوظيفة المالية.

3- أهمية الوظيفة المالية

إن الهدف الأساسي للمؤسسة هو ضمان بقائها في ظل القيود المفروضة عليها من المحيط، وبالتالي تضمن نوعا من التوازن المالي الذي يسمح لها بمواصلة نشاطها لذلك فإن الجانب المالي ركيزة أساسية بالنسبة لها، كما أنه لا يخفى أن عدم كفاية الأموال أو نقصها في المؤسسة يؤدي إلى عواقب وخيمة تضرها وتزعزع استقرارها، ويمكن أن تؤدي بها إلى الزوال هذا لأن نقص المال يؤدي في أغلب الأحيان إلى ضياع الفرص الاستثمارية وبالتالي يقل الربح، وقد تتعرض المؤسسة إلى خسارة لأن صحتها ونموها مرتبط بتوازن مختلف أجزاء الميزانية ومراقبة هيكلها المالي باستمرار، أضف إلى ذلك أن القرارات المتخذة في المنشأة لها انعكاسات مالية باعتبار ان الوظيفة المالية في الاقتصاديات الحديثة أصبحت تتعدى جمع الأموال إلى المشاركة في اتخاذ القرارات اتجاه نوعية الأموال المطلوب بتدبيرها رغم أنه لا توجد قاعدة عامة تمكن من معرفة الوظيفة المالية لمجموع المؤسسات، إلا أن هذه الأهمية تتوقف أساسا وترتبط إلى مدى كبير بحجم المؤسسة.

4- أهداف الوظيفة المالية

يمكن تقسيم أهداف المؤسسة إلى هدفين أساسيين من خلالهما تسعى الوظيفة المالية إلى تحقيقها وهي:

1-4- الأهداف العامة للوظيفة المالية

ونقصد تحقيق الهدف العام للمؤسسة، وتقع المسؤولية الكبرى على عاتق المدير المالي، وهذه الأهداف هي:

1-1-4- تعظيم الربح

يرى الكثيرون أن المسؤولية باستطاعتها زيادة إجمالي الأرباح عن طريق إصدار أسهم جديدة في السوق المالي وهو ما يعني تخفيض ربح السهم الواحد، ويجدون فكرة تعظيم الربح في السهم بالرغم من أن هذه الفكرة لها عيوب منها: أنه هدف قصير، تجاهل القيمة الزمنية للقيود، أنه يعني التركيز على مصلحة الملاك، ونتيجة لهذه العيوب أو الانتقادات طالب البعض بمبدأ تعظيم الثروة.

1-2-4- تعظيم الثروة

يتضمن هذا الهدف تحقيق عوائد عظمي للمؤسسة على الاستثمارات حيث يحصل المساهم على عائد في شكل أرباح موزعة وهو هدف طويل الأجل، يعمل على زيادة القيمة الحالية لاستثمارات الملاك، كما يعتبر كمحصلة للقرارات المالية هذه القرارات هي الاستثمار و التمويل.

2-4- الأهداف الخاصة للوظيفة المالية

وهي تخص كفاءة تسيير الإدارة المالية، هذا يعني بقاء المؤسسة في حالة استمرارية دائمة، ومن أهم الأهداف الخاصة للوظيفة المالية نذكرها في الآتي:

1-2-4- هدف السيولة

ينظر لسيولة في مفهومها (المفهوم عن طريقة التدفق) على أنها كمية الموجودات القابلة للتحويل إلى نقد خلال فترة معينة مضافا إليها ما يمكن الحصول عليه من المصادر الأخرى للأموال، وفي مفهومها الكمي هي عبارة عن كمية الأصول الموجودة لدى المؤسسة والتي يمكن تحويلها إلى نقد في وقت ما خلال الدورة التجارية للمؤسسة.

2.2.4. هدف التوازن المالي

هذا الهدف يعتمد على الخطوات والنقاط التالية:

1-2-2-4- هدف النمو

تسعى كل مؤسسة إلى المحافضة على تطورها وبقائها واستمرارها.

2-2-2-4- التوازن المالي الطويل الأجل

وهي قدرة المؤسسة على تسديد ديونها بتاريخ استحقاقها بطريقة مستمرة في المستقبل وهذا على المدى الطويل، ويعني ذلك تمويل مجموعة احتياجات المؤسسة، سيؤدي إلى اتخاذ القرارات السليمة، وهذا ما نجده في القيود الإقتصادية التي تحكم النظام الرأسمالي، وأيضاً بالنسبة للمؤسسة العمومية أصبح هدف التوازن المالي طويل المدى يشكل قيد مالي.

4-2-2-3- التوازن المالي قصير الأجل

يمكن للمؤسسة من خلاله الاحتفاظ بجزء من موجوداتها على شكل سيولة، وهذا الجزء من السيولة تحكمه أسس عملية لا ينبغي تجاهلها وأهم هذه الأسس تسديد الالتزامات، كما ان زيادة الاحتفاظ بالسيولة عند القدر اللازم يعتبر استثمار غير منتج يحرم المؤسسة من فرص استثنائية قد تصادفها.

4-2-2-4- هدف المردودية

يعتبر هدف المردودية المطلب الأساسي لتغطية تكلفة رأس المال، وهو ضرورة مالية، سواء للحفاظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة أو لضمان توازنها المالي أو لزيادة قدرتها التوسعية.

4-2-2-5- هدف الإستقلالية المالية

تعتبر الإستقلالية المالية عن المهام الأساسية للمدير المالي لأن فقدانها يعني فقدان المؤسسة لاستقلاليتها الكلية، وهذا لا يحدث وبالتالي يجب على الجهاز المالي أن يقوم بتنبؤات وخصوصا في مجال الخزينة، ليشكل نظاما إعلاميا فعالا على الجهاز المالي يسمح بتدفق المعلومات خصوصا تلك المتعلقة بالمحاسبة التي تطلعنا عن ما يخص نواتج و تكاليف المؤسسة، ويمكن توضيحها في الصيغة الرياضية التالية:

$$\text{الإستقلالية المالية} = \text{مجموع الديون الخارجية} / \text{الأموال الخاصة} \dots\dots\dots (01)$$

4-2-2-6- هدف الملائمة المالية

هي قدرة المؤسسة على دفع أو تسديد ديونها في تاريخ استحقاقها في أي لحظة زمنية معينة أو متفق عليها، و بهذا فهي في علاقة دائمة مع السيولة وتقاس بالعلاقة التالية:

$$\text{الملائمة المالية} = \text{النقديات} / \text{القروض قصيرة الأجل} \dots\dots\dots (02)$$

المحور الثالث: التحليل المالي التقليدي (سيولة - استحقاق)

يعتمد المحلل المالي في تحليله للجوانب المالية داخل المؤسسة على عنصرين أساسيين، يمكن من خلالهما الكشف عن المشاكل والأخطاء التي تقع فيها وبالتحديد وضعيتها المالية، ومن هذين التحليلين هما: التحليل المالي التقليدي (سيولة - استحقاق)، التحليل المالي الوظيفي.

1- التحليل المالي التقليدي (سيولة - استحقاق)

يدعي كذلك التحليل الذمي أو تحليل سيولة - استحقاق وهي طريقة قديمة تعتمد في تحليلها على مخطر العسر المالي واليسر المالي ومخطر الإفلاس المالي.

1-1- مفهوم التحليل المالي التقليدي

يعتمد هذا التحليل على مفهوم الذمة المالية للمؤسسة، حيث يعتبر حسب هذا المنظور على أنها وحدة قانونية اقتصادية ذات ذمة مالية أي (التزامات وممتلكات مالية)، ويتم من خلالها جرد عناصر الأصول والخصوم، ويمكن توضيحها كما يلي:

- وحدة اقتصادية هدفها تحقيق الربح.

- وحدة قانونية حقوق (الأصول)، التزامات (الخصوم).

1-2- مفاهيم أساسية لهذا التحليل

هناك أربعة مفاهيم أساسية يعتمد عليها هذا التحليل نوضحها كما يلي:

1-2-1- مفهوم اليسر المالي

وهي الحالة التي تكون فيها أصول المؤسسة أكبر من خصومها، أي ممتلكات المؤسسة أكبر من التزاماتها.

1-2-2- مفهوم العسر المالي

وهو عكس اليسر المالي، حيث تأخذ المؤسسة الوضع الذي تكون فيه التزامات المؤسسة (الخصوم) أكبر من ممتلكاتها (الأصول).

1-2-3- مفهوم الذمة المالية

تعبر الذمة المالية عن الفرق بين ممتلكات المؤسسة (مجموع الأصول) والتزاماتها الخارجية (مجموع الديون الخارجية)، وتعطى بالعلاقة التالية:

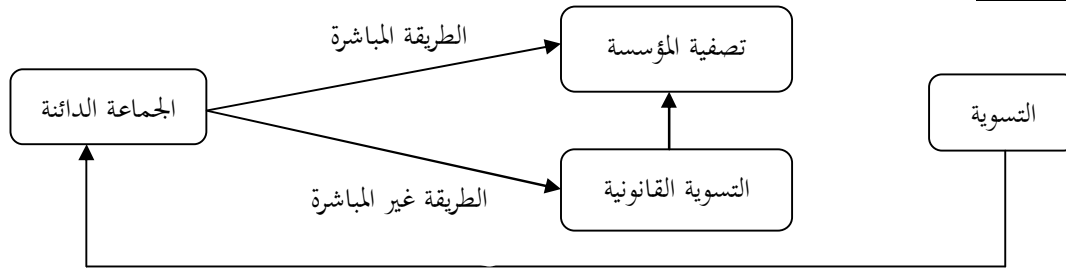
$$\text{الذمة المالية} = \text{مجموع الأصول} - \text{مجموع الديون الخارجية} \dots\dots\dots (03)$$

1-2-4- مفهوم الإفلاس المالي

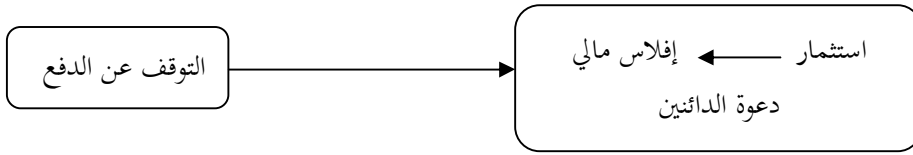
نستطيع التعبير عن الإفلاس المالي في المؤسسة، هو عدم قدرتها على تسديد ديونها في الآجال المحددة، ويمكن توضيح حالات الإفلاس المالي في المؤسسة حسب الشكل كما يلي:

الشكل رقم (05): يوضح حالات الإفلاس المالي في المؤسسة

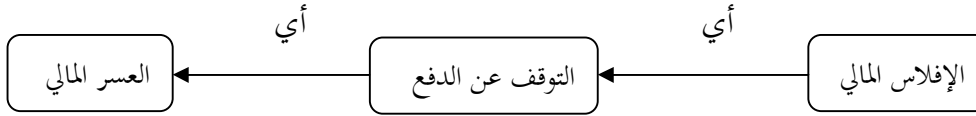
- الحالة الأولى: يمكن توضيحها في الشكل التالي:



- الحالة الثانية: يمكن توضيحها في الشكل التالي:



- الحالة الثالثة: يمكن توضيحها في الشكل التالي: في هذه الحالة العكس غير صحيح.



1-3-3- الميزانية المالية

هي وثيقة محاسبية تمثل ممتلكات المؤسسة في جهة (الأصول) والتزاماتها في جهة أخرى (الخصوم) في لحظة زمنية معينة، وتنقسم إلى أصولا وخصوما. كما تعبر عن عملية جرد لعناصر الأصول والخصوم، كما تعبر عن آجال التي ترتب حسبها هذه العناصر أي حسب مبدأ السيولة - الاستحقاق، ويتم ترتيبها بناء على المبادئ التالية:

- الأصول تريب حسب درجة السيولة المتزايدة من الأعلى إلى الأسفل.
- الخصوم تريب حسب درجة استحقاقها من الأعلى إلى الأسفل.
- لسهولة عملية الترتيب حسب المعيارين السابقين نعلم على المعيار السنوي (السنة الواحدة).

1-3-3-1- تصنيف عناصر الميزانية المالية

تصنف عناصر الميزانية المالية إلى أربعة عناصر أساسية وهي:

1-1-3-1- الأصول الثابتة

هي تلك العناصر الموجودة في المؤسسة والتي تبقى على طبيعتها لأكثر من سنة مثلا: الاستثمارات... إلخ، ويرمز لها بالرمز AF.

1-2-1-3-1- الأصول المتداولة

هي تلك العناصر الموجودة في المؤسسة والتي تبقى فيها لأقل من سنة، وهي سريعة التحول إلى سيولة مثلا: المخزونات بأنواعها، التوظيفات المالية..... إلخ، ويرمز لها بالرمز AC.

1-3-1-3- الأموال الدائمة

وهي تلك الأموال التي تبقى في المؤسسة لأكثر من سنة، وهي: الأموال الخاصة + الاحتياطات بأنواعها + نتائج سنوات سابقة + الديون المتوسطة والطويلة الأجل + مؤونات الأخطار والتكاليف + نتائج رهن التخصيص + الاهتلاكات والمؤونات + الاستحقاقات المؤجلة لأكثر من سنة. ويرمز لها بالرمز CP.

1-3-1-4- القروض قصيرة الأجل

في هذا المستوى تلجأ المؤسسة إليه من أجل حل المشاكل الظرفية التي تقع فيها، وبالتالي نجد هذه النوع من القروض يبقى في المؤسسة لأقل من سنة مثلاً: الموردون، الاعتمادات البنكية الجارية أو الحسومات البنكية الجارية..... إلخ، ويرمز لها بالرمز CCT.

1-3-2- تشكيل أو بناء الميزانية المالية

يتم توضيح التمثيل المبسط للميزانية المالية المختصرة في الشكل التالي:

الشكل رقم (06): يوضح الميزانية المالية المختصرة

الأصول	الخصوم
الأصول الثابتة	الأموال الدائمة
- الاستثمارات المادية والمعنوية والمالية.	- الأموال الخاصة.
- عناصر الأصول الأكثر من سنة.	- الديون المتوسطة والطويلة الأجل.
	- الاستحقاقات المؤجلة لأكثر من سنة.
الأصول المتداولة	القروض قصيرة الأجل
- المخزونات.	- الموردون وملحقاتهم.
- حقوق المؤسسة لدى الغير.	- الاعتمادات البنكية الجارية.
- المتاحات (الصندوق، البنك، الخزينة)	

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، نفس المرجع السابق، ص: 86.

1-3-3- المؤشر المالي الأساسي لهذا التحليل:

يمتاز التحليل الساكن في المؤسسة بعدة مؤشرات يمكن اختيار أهمها والمتمثل في رأس المال العامل سيولة، ونوضحه من خلال التطرق إلى المفهوم وكيفية الحساب كما يلي:

- مفهوم رأس المال العامل سيولة: وهو هامش الأمان الناتج بعد عملية تمويل الأصول الثابتة بواسطة الأموال الدائمة تستغله المؤسسة لتمويل الأصول المتداولة، ويرمز له بالرمز FR_L . ويمكن حسابه أو استخراج هذا المؤشر من الميزانية المالية.

- حساب رأس المال العامل سيولة: يمكن حساب رأس المال العامل سيولة من منظورين: منظور أعلى

الميزانية ومنظور أدنى الميزانية وفق العلاقتين التاليتين:

$$\text{رأس المال العامل سيولة} = \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول الثابتة} \dots (04)$$

$$FR_L = CP - AF$$

• أعلى الميزانية: وهو ممثل في:

• أدنى الميزانية: يعطي كما يلي:

$$\text{رأس المال العامل سيولة} = \text{الأصول المتداولة} - \text{القروض قصيرة الأجل} \dots (05)$$

$$FR_L = AC - CCT$$

أو

1-4-4- الدلالة المالية لرأس المال العامل سيولة:

تتميز الدلالة المالية لرأس المال العامل سيولة بثلاث قواعد أساسية نذكرها في ما يلي:

1-4-4-1- قاعدة التمويل الأقصى:

تنص هذه القاعدة على أن كل عملية استثمارية يجب أن لا تتعدى مستوى الإستيدانة فيها نسبة معينة أي (من 50 إلى 70 في المئة) من قيمة الاستثمار المعني.

1-4-4-2- قاعدة الإستيدانة العظمى:

تعتمد هذه القاعدة على الديون الطويلة والمتوسطة الأجل وتستثني الديون قصيرة الأجل لأنها تحل المشاكل الظرفية الطارئة فقط، وهي مقسمة إلى شكلين:

- **الشكل الأول:** يجب إن لا يتعدى إجمالي الديون المتوسطة والطويلة الأجل إجمالي الأموال الخاصة وهو ما يعبر عنه بقاعدة 50/50، أي لا تتعدى الديون المتوسطة و الطويلة الأجل نصف الأموال الخاصة.
- **الشكل الثاني:** يجب إن لا يتعدى إجمالي الديون المتوسطة والطويلة الأجل قيمة ثلاث سنوات من التمويل الذاتي.

1-4-4-3- قاعدة التوازن المالي:

لتحقيق التوازن المالي في المؤسسة يجب أن يكون رأس المال العامل سيولة موجب أي أكبر من الصفر، ولهذا توجب دراسة جميع الحالات لرأس المال العامل سيولة من منظورين كما يلي:

1-4-4-3-1- منظور أعلى الميزانية:

في هذا المنظور يعبر رأس المال العامل سيولة عن علاقة الفرق بين الأموال الدائمة والأصول الثابتة، وبالتالي يمكن حصرها في ثلاث حالات وهي:

- **رأس المال العامل سيولة موجب:** في هذه الحالة يعبر رأس المال العامل سيولة عن فائض في الأموال الدائمة المتبقي بعد عملية تمويل كل الأصول الثابتة، أي أن المؤسسة استطاعت أن تمويل جميع استثماراتها بواسطة مواردها المالية الدائمة وحقت فائضا ماليا تمثل في رأس المال العامل سيولة، ويمكن توضيحها في الشكل التالي:

حركة التمويل	
الأصول الثابتة	الأموال الدائمة
الأصول المتداولة	FR ₁
	القروض ق أ

- رأس المال العامل معدوم: وهي حالة قليلة الحدوث أي نادرة، وهي حالة تمثل التوقف التام في هيكل الموارد والاستخدامات، هذا يعني الوضع الأمثل لتسيير عملية تمويل جميع الاحتياجات المالية في المؤسسة. ويمكن توضيحها في الشكل التالي:

حركة التمويل	
الأصول الثابتة	الأموال الدائمة
الأصول المتداولة	القروض ق أ

- رأس المال العامل سالب: في هذه الحالة تكون الأموال الدائمة غير كافية لتمويل جميع الاحتياجات المالية الثابتة، مما يستدعي البحث عن موارد مالية أخرى لتغطية العجز في التمويل. ويمكن توضيح هذه الحالة في الشكل التالي:

حركة التمويل	
الأصول الثابتة	الأموال الدائمة
FR _i	القروض ق أ
الأصول المتداولة	

1-4-3-2- منظور أدنى الميزانية:

يمثل هذا المنظور حالات رأس المال العامل سيولة من أدنى الميزانية، ويتمثل في الفرق بين الأصول المتداولة والقروض قصيرة الأجل، وهو يعبر عن مدى قدرة المؤسسة لاستجابتها للإستحقاقات قصيرة الأجل عن طريق تمويل أصولها المتداولة إلى أموال سائلة يتم بواسطتها تسديد القروض قصيرة الأجل، ونميز ثلاث حالات لرأس المال العامل سيولة وهي:

- رأس المال العامل سيولة موجب: في هذه الحالة تمكنت المؤسسة من مواجهة القروض قصيرة الأجل بواسطة الأصول المتداولة، ويبقى فائض مالي يمثل هامش أمان يتمثل في رأس المال العامل سيولة، حيث تلعب درجة السيولة دور هام في تحقيق التوازن المالي في المؤسسة.
- رأس المال العامل سيولة معدوم: هذه الحالة قليلة الحدوث أو نادرة الحدوث، حيث تمكنت المؤسسة من تغطية القروض قصيرة الأجل بواسطة الأصول المتداولة دون تحقيق فائض ولا عجز.
- رأي المال العامل سيولة سالب: هي هذه الحالة تكون المؤسسة في وضعية عجز، أي أن الأصول المتداولة القابلة لتحصيل في الأجل القصير غير كافية لتغطية الاستحقاقات التي ستسدها المؤسسة في الأجل القصير.

المحور الرابع: التحليل المالي الوظيفي (المنظور الوظيفي للمؤسسة)

حسب المنظور الوظيفي للمؤسسة حاول هذا التحليل تجاوز كل القصور الموجود في التحليل المالي التقليدي أو سيولة استحقاق، وذلك بإعطاء معيار آخر لترتيب عناصر الميزانية (الموارد والاستخدامات) مما يتناسب مع المفهوم الجديد للمؤسسة وفق هذا التحليل والذي يعرفها على أنها وحدة اقتصادية تتضمن ثلاث وظائف أساسية وهي وظيفة الاستغلال، ووظيفة الاستثمار، ووظيفة التمويل، لذا عرف هذا التحليل بالتحليل المالي الوظيفي.

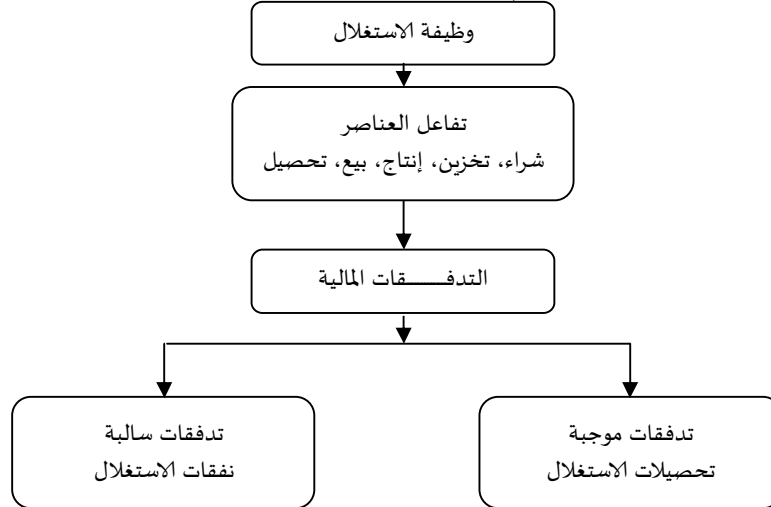
1- مفهوم التحليل المالي الوظيفي:

انطلاقاً من فكرة تجاوز مفهوم الذمة المالية للمؤسسة، تم تعريف التحليل المالي الوظيفي للمؤسسة على أنه وحدة اقتصادية له ثلاث وظائف أساسية مهمتها تحقيق الهدف العام للمؤسسة. ومن خلال هذا التعريف يمكن التطرق إلى الوظائف الأساسية للمؤسسة كما يلي:

1-1- وظيفة الاستغلال:

تعتبر هذه الوظيفة هي الركيزة الأساسية، أو هي النشاط الأساسي أو العمود الفقري للمؤسسة في هذا التحليل، حيث تكتسي أهمية بالغة في تحليل الوضعية المالية لها، وتحديد طبيعة المؤسسة إن كانت صناعية أو تجارية أو خدمية أو مختلطة أو... إلخ، ويتم فيها تفاعل عدة عناصر منها (ال شراء، التخزين، الإنتاج، البيع، التحصيل)، هذه العناصر ينتج عنها تدفقات مالية أما أن تكون تدفقات موجبة أو تدفقات سالبة، ويمكن توضيحها في الشكل التالي:

الشكل رقم (07): تحليل وظيفة الاستغلال



المصدر: من إعداد الباحث، بناء على مفهوم وظيفة الاستغلال.

من خلال الشكل أعلاه يمكن استنتاج معادلة فائض خزينة الاستغلال كما يلي:

$$\text{تحصيلات الاستغلال} - \text{نفقات الاستغلال} = \text{فائض خزينة الاستغلال (ETE)} \dots\dots\dots (06)$$

وتتكون وظيفة الاستغلال من عدة مراحل نلخصها في ما يلي:

● مرحلة الإمداد التموين بالمواد الأولية ومستلزمات النشاط):

تحتل هذه المرحلة مقدمة النشاط، وتمثل مهمتها بتزويد المؤسسة بالمدخلات المادية الضرورية للنشاط، ومنها

المواد الأولية، مستلزمات الإنتاج الطاقة... إلخ وتختلف طبيعة هذه المرحلة باختلاف طبيعة النشاط، وتتم هذه العمليات من خلال علاقة المؤسسة بمورديها، وبناء على مستوى القدرات التفاوضية للمؤسسة، فإذا كانت تنشط في إطار الأحجام الكبيرة فإن قدراتها التفاوضية تكون كبيرة وتتحكم بشكل كبير في أسعار المواد والبضائع ومختلف المدخلات.

● مرحلة التخزين الأولى (المخزون القبلي):

بعد عمليات الشراء تأتي مرحلة التخزين وذلك قبل مرورها إلى ورشات التصنيع أو البيع، ويعتبر التخزين ضرورة اقتصادية ملحة، وذلك بسبب عدة عوامل منها:

- علم التأكد في المحيط، ويظهر ذلك من خلال التذبذب في الأسعار الإنقطاعات المحتملة في التوريد، ومنه فالتخزين يعتبر صمام أمان يحمي المؤسسة من المخاطر المحتملة في المحيط القبلي؛
 - تندفع المؤسسة أحيانا إلى الشراء بكميات كبيرة تفوق احتياجاتها العادية بهدف الضغط على المورد من أجل تدنية أسعار الشراء، ولن تستطيع المؤسسة تحقيق ذلك إلا بامتلاكها قدرات تخزين مهمة؛
 - تلبية الطلبات الكبيرة المحتملة من طرف العملاء، وعليه تنفع المؤسسة إلى إستراتيجية المخزون من أجل التقليل من مخاطر الإنقطاعات ومواجهة الأزمات المحتملة.
- إلا أن المعضلة المالية الكبرى للتخزين، تتمثل في مقابل التخلي عن أجزاء مهمة من الأهداف المالية الأخرى، نذكر منها:

- تجميد السيولة المالية في شكل تدفقات مادية، وذلك له تأثير على خزينة المؤسسة، ومن ثم على أهداف التوازن المالي؛
- ارتفاع التكاليف الثابتة، والمقصود هنا هي تكاليف التخزين وملحقاتها؛
- وعليه فمستويات المخزون لها تأثيرات مباشرة وغير مباشرة على كلفة الخزينة من خلال استهلاك السيولة وعلى النتيجة من خلال ارتفاع التكاليف.

● المرحلة الإنتاجية (التصنيع):

وهي محور وظيفة الاستغلال، وتتضمن أهم النشاطات الرئيسة ذات الأهمية ومنها عملية تحويل المدخلات المادية إلى منتجات ذات قيمة استعمالية والمتمثلة في منتجات المؤسسة الموجهة للبيع في شكل منتجات تامة أو منتجات نصف مصنعة... إلخ. وتحمل المؤسسة خلال هذه المرحلة تكاليف الإنتاج، وتتخذ فيها التكاليف المباشرة الجزء الأكبر، سواء كانت تكاليف المواد ومستلزمات الإنتاج، أو تكاليف اليد العاملة، الطاقة، الخدمات المقدمة من الغير... إلخ، كما تعتبر مدة الإنتاج ذات أهمية بالنسبة للمحلل المالي، إذ ينجم عنها احتياجات مالية ناتجة عن تجميد المدخلات المادية في شكل منتجات نصف مصنعة و/أو منتجات قيد التنفيذ، وعليه فكلما قللت المؤسسة من مدة الإنجاز انعكس ذلك على مستوى التكاليف الثابتة، وهذا له تأثير إيجابي على النتيجة وعلى مستوى الاحتياجات المالية وعلى إثر ذلك يتحسن مستوى السيولة.

● تخزين المنتجات التامة والنصف المصنعة وغيرها (المخزون البعدي):

بعد انتهاء عمليات التصنيع والتحويل توجه المنتجات نحو التخزين أو مباشرة نحو البيع وذلك حسب كل حالة، وحسب طريقة التخزين المعتمدة من طرف المؤسسة بنفس آلية عمل المخزون القبلي، فإن العملية التخزين البعدي مبررات أهمها:

- مواجهة احتياجات العملاء، وتلبيتها في كل مرة، وذلك ضمانا لعلاقات دائمة مع مختلف المتعاملين في السوق، وحرصا على تنمية وتطوير الحصة السوقية للمؤسسة؛
- تجنب المخاطر المتعلقة بتوقف الإنتاج لأسباب داخلية و/أو خارجية، وعليه تستطيع المؤسسة البقاء في السوق حتى تتمكن من استعادة النشاط؛
- مواجهة تهديدات سوق الموردين في حال وقوع أزمات أو ارتفاع في الأسعار أو إنقطاعات في التوريد، ومن ثم فالإنتاج ثم التخزين بكميات مدروسة يحمي المؤسسة من انتقال أزمات في السوق القبلي إلى السوق البعدي؛
- تستطيع المؤسسة باستخدام المخزون التحكم في الأسعار (في بعض القطاعات) وذلك ضمن إطار إستراتيجية حرب الأسعار، فإن أرادت تخفيض الأسعار تلجأ إلى التقليل من التخزين وزيادة العرض، وإن أرادت المحافظة على الأسعار أو رفعها تلجأ إلى التخزين والتقليل من العرض، ونشير إلى أنه يوجد بعض المنتجات غير قابلة للتخزين بطبيعتها، ومنها الخدمات مثل النقل، الإيواء، الاتصالات، وكذلك الطاقة الكهربائية، ومن ثم فالمخزون في هذه القطاعات لا يكتسي الأهمية التي أبرزناها للمخزون.

● مرحلة البيع والتوزيع:

تتمثل في المرحلة التسويقية وهي أهم مرحلة على الإطلاق حيث يتوقف نجاح المراحل السابقة على نجاح هذه المرحلة، وتم في هذه المرحلة عمليات البيع والتوزيع والنقل والتسليم ومختلف النشاطات التسويقية كالترويج والإشهار وخدمات ما بعد البيع.. إلخ. وتحمل المؤسسة خلال هذه المرحلة تكاليف التوزيع والنقل والإشهار... إلخ وكلها تكاليف طبيعية طالما أتت إلى زيادة في مستوى المبيعات، كما تمنح المؤسسة البعض العملاء خصومات تجارية وتخفيضات في السعر وآجال للدفع، وذلك من أجل استقطاب أكبر عدد ممكن من العملاء.

● مرحلة تحصيل المبيعات:

قد يقتضي الحال أن تمنح المؤسسة آجال دفع العملاء محددين وذلك لفترة متفق عليها، ومن ثم تتحمل المؤسسة فترة تتجمد فيها السيولة المالية في شكل قروض للعميل تنتهي هذه الفترة بأجل التسديد، حيث تلقى المؤسسة مستحقاتها في شكل أموال سائلة.

1-2- وظيفة الاستثمار:

هذه الوظيفة لا تقل أهمية عن وظيفة الاستغلال، وهي تزود المؤسسة بمختلف التجهيزات الإنتاج والاستثمارات الضرورية لممارسة مختلف الأنشطة الاستثمارية، وذلك بعد الدراسة والمفاضلة بين البدائل واختيار البديل الأمثل الذي يحقق مردودية والفعالية الاقتصادية. من المنظور المالي فإن وظيفة الاستثمار تنجز إلى عمليتين رئيسيتين هما:

- حيازة الاستثمار: ويقصد بها شراء جميع احتياجات المؤسسة من استثمارات مادية ومالية ومعنوية، حيث ينتج عنها نفقة الاستثمار والمثلة في تكلفة الشراء ومختلف المصاريف الملحقه وكذا المصاريف الإعدادية.
- التنازل عن الاستثمار: هناك العديد من الأسباب التي يتم من خلالها التنازل عن الاستثمار هي:
 - التنازل عن الاستثمار بعد انتهاء العمر الافتراضي له والمتمثل عادة في مدة الاهتلاك المحاسبي، حيث تقوم المؤسسة ببيع هذا الاستثمار بمقابل مادي يتمثل في سعر التنازل والذي يعتبر إيراد خارج الاستغلال، يساهم في تعزيز النتيجة المحاسبية للمؤسسة.
 - التنازل المؤسسة عن جزء من استثماراتها لتقليص احتياجاتها المالية، وهذا نظرا للظروف المالية السيئة التي تمر بها المؤسسة، وذلك بغية إنعاش الخزينة ضمن حلولها للخروج من حالات العجز في الخزينة، مما يؤدي إلى الرفع في الموارد والتخفيض من الاستخدامات.

1-3- وظيفة التمويل:

هذه الوظيفة لا تقل أهمية عنوظيفتين السابقتين، وهي تسعى إلى تغطية الاحتياجات المالية للنشاط، سواء كانت متعلقة بالاستغلال أو الاستثمار أو بالوظيفة المالية نفسها أو بالخزينة الإجمالية للمؤسسة، حيث يمكن التعرض للمصادر الرئيسية للتمويل فيما يلي:

- المصادر الداخلية: هذه المصادر تحددها المؤسسة، وتمثل في التمويل الذاتي المتشكل من الأرباح المحققة في عدة دورات سابقة والاهتلاكات والمؤونات والتي تعتبر مصاريف مسجلة غير مستحقة مهمتها تعويض التآكل المادي والمعنوي في عناصر الأصول.
- المصادر الخارجية: إذا كانت المصادر الداخلية لا تلي كل الاحتياجات الضرورية للمؤسسة يمكن أن تلجأ إلى هذا النوع من المصادر الخارجية وهي:

- الاقتراض من البنوك ومختلف المؤسسات المالية، يمكن للمؤسسة الحصول على قروض مالية طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل يتبعها فوائض الإقراض.
- الرفع في رأس المال: هذا يعني فتح رأس مال المؤسسة أو الشركة مقابل تقاسم الأرباح والخسائر.

2- الميزانية الوظيفية:

2-1- مفهوم الميزانية الوظيفية:

إن تجزئة النشاط الأساسي للمؤسسة إلى وظائف أساسية، سينجر عنه مجموعة من التطبيقات على مستوى أدوات التحليل، وهذا ما سنتعرض له من خلال الميزانية الوظيفية واستخراج المؤشرات المالية الأساسية. تتجزأ الميزانية الوظيفية المختصرة إلى أربع مستويات هي:

2-1-1- مستوى الموارد الدائمة والاستخدامات المستقرة: تشكل الموارد من مصادر التمويل المتوسطة وطويلة المدى مثل الأموال الخاصة والديون المتوسطة والطويلة الأجل والاهتلاكات والمؤونات والنتائج المتراكمة والاحتياطات أما الاستخدامات المستقرة فتتشكل من الاستثمارات بمختلف أنواعها وكل العناصر ذات الطبيعة المستقرة.

2-1-2- مستوى استخدامات الاستغلال وموارد الاستغلال: وتتمثل في احتياجات دورة الاستغلال المتمثلة في المخزون والعملاء وموارد تمويلها المتمثلة في المورد.

2-1-3- مستوى الاستخدامات خارج الاستغلال والموارد خارج الاستغلال: وهي كل الاحتياجات والموارد التي لا ترتبط مباشرة بالنشاط الأساسي للمؤسسة وتلك التدفقات المالية ذات الطبيعة الاستثنائية؛

2-1-4- مستوى الخزينة: وتتضمن استخدامات الخزينة المتمثلة في المتاحات وموارد الخزينة المتمثلة في الاعتمادات البنكية الجارية.

2-2- بناء الميزانية الوظيفية:

يمكن توضيح بناء الميزانية الوظيفية المختصرة في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): تمثيل الميزانية الوظيفية

الموارد	الاستخدامات
الموارد الدائمة R_D الأموال الجماعية الديون المتوسطة والطويلة الأجل مجموع الاهتلاكات والمؤونات	الاستخدامات المستقرة E_s (بقيم إجمالية) الاستثمارات المادية والمعنوية والمالية الأصول ذات الطبيعة المستقرة
موارد الاستغلال R_{ex} مستحقات المورد وملحقاته	استخدامات الاستغلال E_{ex} (بقيم إجمالية) المخزونات الإجمالية حقوق العملاء وملحقاتها
موارد خارج الاستغلال R_{hex} موارد أخرى	استخدامات خارج الاستغلال R_{hex} (بقيم إجمالية) حقوق أخرى
موارد الخزينة R_t الاعتمادات البنكية الجارية (قروض الخزينة)	استخدامات الخزينة E_t المتاحات (المتاحات)
مجموع الموارد R (بقيمة إجمالية)	مجموع الاستخدامات E (بقيمة إجمالية)

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 71.

3- أدوات التحليل الوظيفي:

نهدف من خلال بناء الميزانية الوظيفية إلى استخراج المؤشرات المالية التي تقيس درجة تحقيق التوازن المالي، والتي توضحها من خلال البرهان التالي: نحاول في هذا البرهان الانطلاق من التوازن بين الموارد والاستخدامات نحو المعادلات الأساسية للخزينة:

$$\begin{aligned}
 E &= R \implies E_s + E_{ex} + E_{hex} + E_t = R_D + R_{ex} + R_{hex} + R_t \\
 \implies (R_D - E_s) - ((E_{ex} - R_{ex}) + (E_{hex} - R_{hex})) &= (E_t - R_t) \\
 \implies FR_{ng} - (BFR_{ex} + BFR_{hex}) &= T_{ng} \\
 \implies FR_{ng} - BFR_g &= T_{ng}
 \end{aligned}$$

3-1- رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng} :

ويعرف على أنه ذلك الجزء من الموارد المالية الدائمة (الموارد الدائمة) المخصص لتمويل الأصول المتداولة (استخدامات الاستغلال)، ويعرف كذلك على أنه ذلك الفائض المالي الناتج عن تمويل الاحتياجات المالية الدائمة (الاستخدامات المستقرة) باستخدام الموارد المالية الدائمة (الموارد الدائمة)، وهو مؤشر للتوازن على المدى الطويل المدى داخل المؤسسة، هو رأس المال العامل الصافي الإجمالي يعطى بالعلاقة التالية: ويرمز له بالرمز FR_{ng} .

$$\text{رأس المال العامل الصافي الإجمالي} = \text{الموارد الدائمة} - \text{الاستخدامات المستقرة} \dots\dots\dots (06)$$

$$\text{أو} \quad FR_{ng} = R_d - E_s$$

يعتبر رأس المال العامل الوظيفي مؤشرا هاما للتوازن المالي طويل المدى وذلك حسب حالاته التي نذكرها كالآتي:

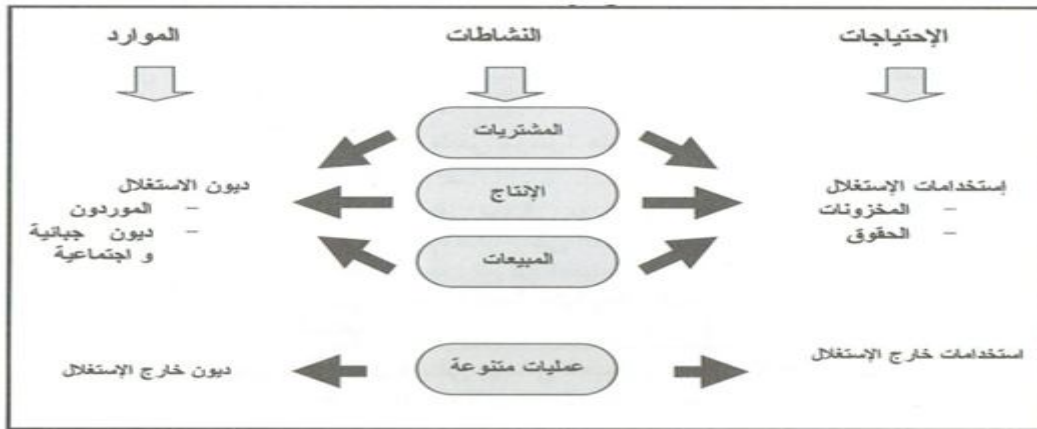
○ رأس مال عامل صافي إجمالي موجب $FR_{ng} > 0$: ويشير ذلك إلى أن المؤسسة متوازنة مالية على المدى الطويل، حيث تمكنت المؤسسة حسب هذا المؤشر من تمويل احتياجاتها طويلة المدى باستخدام مواردها طويلة المدى وحققت فائضا ماليا يمكن استخدامه في تمويل الاحتياجات المالية المتبقية.

○ رأس مال عامل صافي إجمالي معدوم $FR_{ng} = 0$: يعني ذلك أن المؤسسة في حالة التوازن الأمثل على المدى الطويل، لكن دون تحقيق فائض، حيث نجحت المؤسسة فقط في تمويل احتياجاتها طويلة المدى دون تحقيق فائض ولا تحقيق عجز؛

○ رأس مال عامل صافي إجمالي سالب $FR_{ng} < 0$: يشير المؤشر إلى أن المؤسسة عجزت عن تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية الثابتة باستخدام مواردها المالية الدائمة، وحققت بذلك عجزا في تمويل هذه الاحتياجات وبالتالي فهي بحاجة إلى مصادر تمويل إضافية أو بحاجة إلى تقليص مستوى استثماراتها إلى الحد الذي يتوافق مع مواردها المالية الدائمة.

3-2- الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي BFR_g :

ينتج عن الأنشطة المباشرة للمؤسسة مجموعة من الاحتياجات المالية بسبب التفاعل مع مجموعة من العناصر أهمها المخزونات، حقوق السلام، حقوق الموردين الرسم على القيمة المضافة، الديون الاجتماعية الجبائية. ويتولد الاحتياج المالي للاستغلال عندما لا تستطيع المؤسسة مواجهة ديونها المترتبة عن النشاط بواسطة حقوقها لدى المتعاملين ومخزوناتهما، وبالتالي يتوجب البحث عن مصادر أخرى لتمويل هذا العجز، وهو ما يصطلح عليه بالاحتياج في رأس المال العامل، والشكل التالي يوضح كيفية تشكل هذا الاحتياج.



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 104.

هو الآخر مؤشر للتقييم مكمل لرأس المال العامل، لا يمكن الاستغناء عنه لأن رأس المال العامل لوحده لا يكفي للحكم على التوازن المالي، وخاصة عند دراسة تطوره، لأن ارتفاع رأس مال العامل من سنة إلى أخرى في مؤسسة ما لا يؤدي بالضرورة إلى انخفاض في الإحتياج في رأس المال العامل الإجمالي، وينتج عن الأنشطة المباشرة للمؤسسة مجموعة من الإحتياجات المالية بسبب التفاعل مع مجموعة من العناصر أهمها: المخزونات، حقوق العملاء، حقوق الموردين، الرسم على القيمة المضافة، الديون الجبائية والاجتماعية. ويرمز له بالرمز الآتي: BFR_g . ويمكن التعبير عنه بالعلاقة الآتية:

الإحتياج في رأس المال العامل الإجمالي = الإحتياج في رأس المال العامل للإستغلال + الإحتياج في رأس المال العامل خارج

الإستغلال (07)

$$BFR_g = BFR_{ex} + BFR_{hex}$$

أو

وينقسم الإحتياج في رأس المال العامل الإجمالي إلى نوعين: هما الإحتياج في رأس المال العامل للإستغلال وهو يعبر عن الفرق بين استخدامات الإستغلال وموارد الإستغلال أما النوع الثاني يتمثل في الإحتياج في رأس المال العامل خارج الإستغلال كذلك يعبر عن الفرق بين استخدامات خارج الإستغلال وموارد خارج الإستغلال كما توضحها العلاقتين التاليتين:

الإحتياج في رأس المال العامل للإستغلال = استخدامات الإستغلال - موارد الإستغلال (08)

$$BFR_{ex} = E_{ex} - R_{ex}$$

أو

الإحتياج في رأس المال العامل خارج الإستغلال = استخدامات خارج الإستغلال - موارد خارج الإستغلال (09)

$$BFR_{hex} = E_{hex} - R_{hex}$$

أو

3-3- الخزينة الصافية الإجمالية:

هي الأموال الموضوعة تحت تصرف المؤسسة لدورة معينة أو هي صافي القيم الجاهزة والتي تستطيع المؤسسة التصرف فيها، أو هي عبارة عن الفرق بين رأس المال العامل الصافي الإجمالي والإحتياج في رأس المال العامل الإجمالي، ومن جهة أخرى هي الفرق بين استخدامات الخزينة ومواردها وتحسب الخزينة الصافية الإجمالية من الميزانية الوظيفية ويرمز لها بالرمز T_{ng} تعطى صياغتها بالعلاقتين التاليتين:

الخزينة الصافية الإجمالية = رأس المال العامل الصافي الإجمالي - الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالية (10)

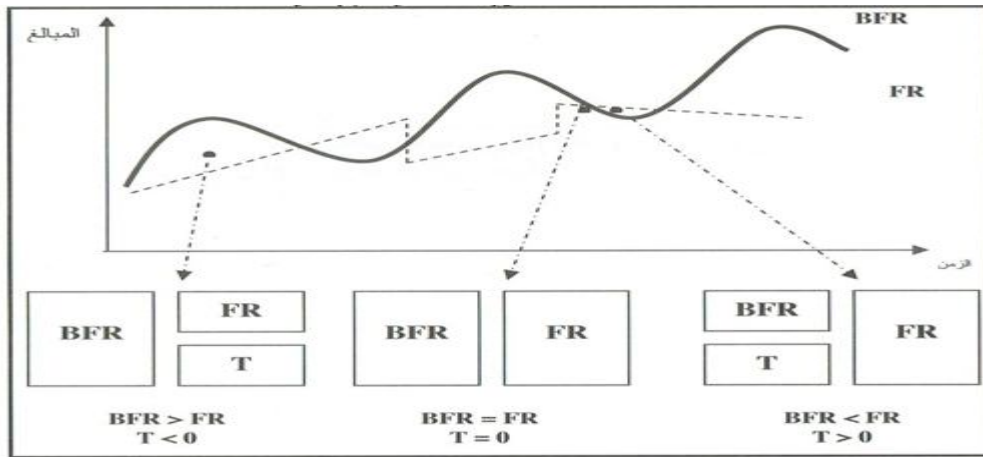
$$T_{ng} = FR_{ng} - BFR_g \quad \text{أو}$$

الخزينة الصافية الإجمالية = استخدامات الخزينة - موارد الخزينة (11)

$$T_{ng} = E_t - R_t \quad \text{أو}$$

3-3-1- الحالات الممكنة للخزينة الصافية الإجمالية: يمكن تحديدها في الشكل التالي:

الشكل رقم (08): يوضح الحالات الممكنة للخزينة الصافية الإجمالية



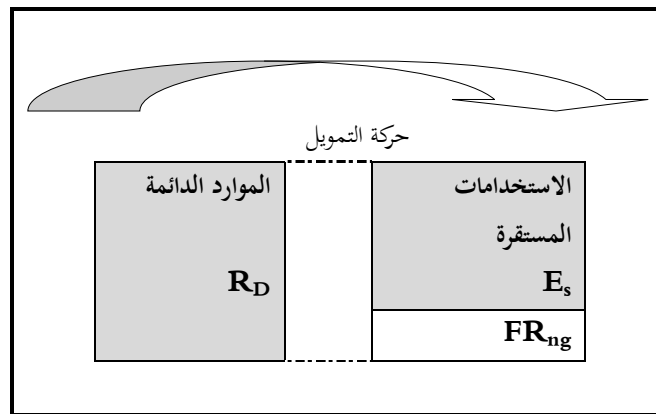
المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 106.

4- شروط التوازن المالي:

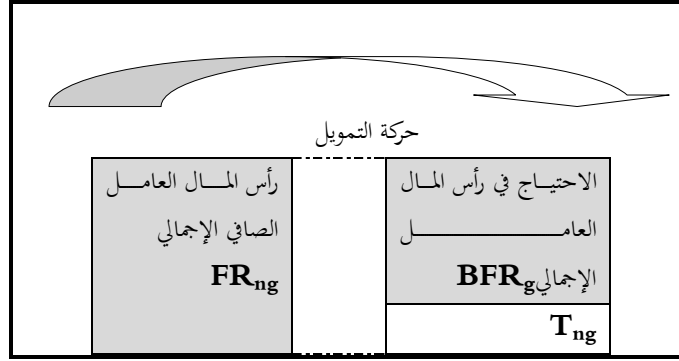
لكي يتحقق التوازن المالي حسب التحليل الوظيفي، يجب أن تتحقق الشروط التالية:

- الشرط الأول: رأس مال عامل صافي إجمالي موجب، أي أن $FR_{ng} > 0$ ويتحقق ذلك إذا تمكنت المؤسسة من تمويل الاستخدامات المستقرة اعتمادا على الموارد الدائمة، أي تمويل استثمارات المؤسسة باللجوء إلى الموارد الطويلة والمتوسطة الأجل والمتمثلة في الأموال الجماعية والديون المتوسطة والطويلة الأجل وغيرها:

$$FR_{ng} > 0 \implies R_D > E_S \quad (12)$$

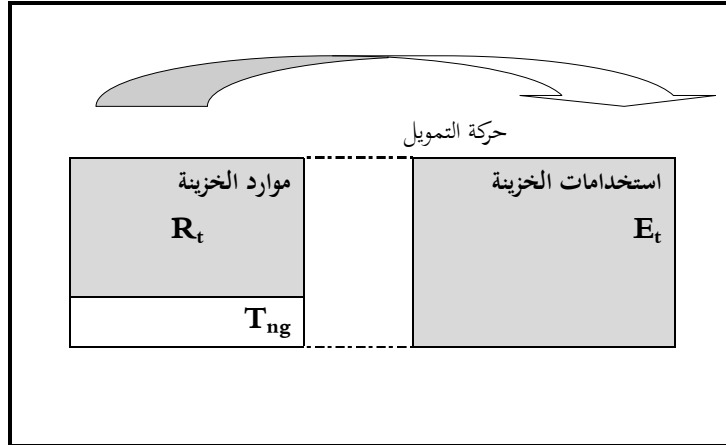


- الشرط الثاني: أن يغطي رأس المال العامل الصافي الإجمالي الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي، أي أن: $BFR_g > FR_{ng}$ ، إذ لا يكفي أن تحقق المؤسسة رأس مال عامل موجبا بل يجب أن يكفي هذا الهامش التغطية احتياجات دورة الاستغلال.



- الشرط الثالث: خزينة موجبة، أي أن $T_{ng} > 0$ ، ويتحقق ذلك بتحقق الشرطين السابقين، وعندها تتمكن المؤسسة من تغطية موارد الخزينة المتمثلة في الاعتمادات البنكية الجارية بواسطة استخدامات الخزينة المتمثلة في المتاحات.

$$(13) \dots\dots\dots T_{ng} > 0 == > E_t > R_t$$



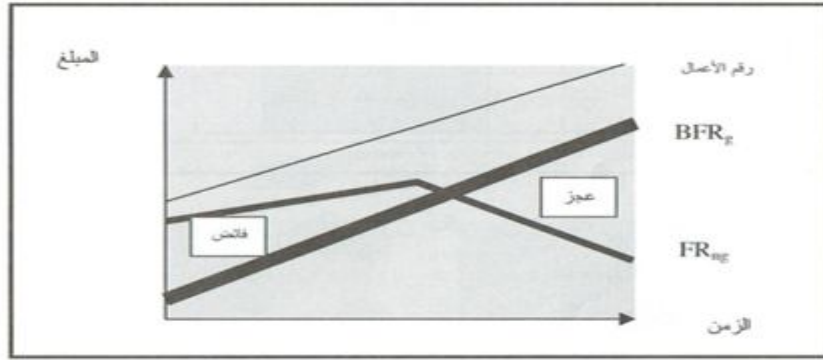
5- حالات العجز في الخزينة (الخلل المالي من المنظور الوظيفي):

بعد أن استعرضنا العوامل التي تجعل الوضعية المالية في حالة توازن، نحاول التطرق إلى بعض السيناريوهات المحتملة والمسببة للعجز في الخزينة حسب المنظور الوظيفي وهي خمس حالات أساسية ويمكن إضافة حالة سادسة:

5-1- حالة خطأ في السياسة المالية للمؤسسة:

يحدث العجز في الخزينة إذا أدخلت المؤسسة بقاعدة التوازن المالي الأدنى أو الأعلى وقامت بتمويل الاستثمارات باستخدام موارد قصيرة الأجل (الاعتمادات البنكية الجارية مثلا)، الأمر الذي يؤدي إلى حالة انكسار في رأس المال العامل مع بقاء الاحتياج في رأس المال العامل في وضعه الطبيعي وتكون النتيجة خزينة إجمالية سالبة. ويمكن بيان أثر المقص لحالة خطأ في السياسة المالية كما يلي:

الشكل رقم (09): بيان أثر المقص لحالة خطأ في السياسة المالية



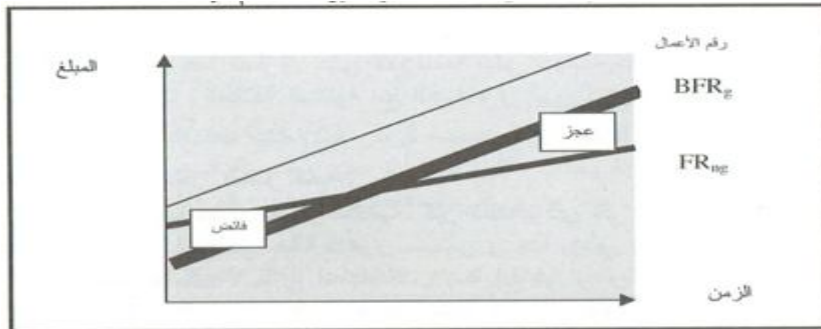
المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 108.

تتم معالجة هذا الوضع بتصحيح الخطأ عن طريق مجموعة من الإجراءات، منها التنازل عن جزء من الاستثمارات أو الحصول على قرض طويل الأجل وذلك لتصحيح مسار رأس المال العامل.

5-2- حالة نمو سريع وغير متحكم فيه:

إذا أقدمت المؤسسة على تحقيق معدلات نمو في رقم الأعمال تفوق إمكانياتها المالية الحالية فإن ذلك يؤدي إلى تضخم الاحتياجات في رأس المال العامل للاستغلال مع تطور رأس المال العامل في وضعه الطبيعي، وبالتالي تستهلك الفوائض المالية ويحدث عجز في الخزينة. ويمكن توضيح حالة النمو غير المتحكم فيه كما يلي:

الشكل رقم (10): بيان أثر المقص لحالة النمو غير المتحكم فيه



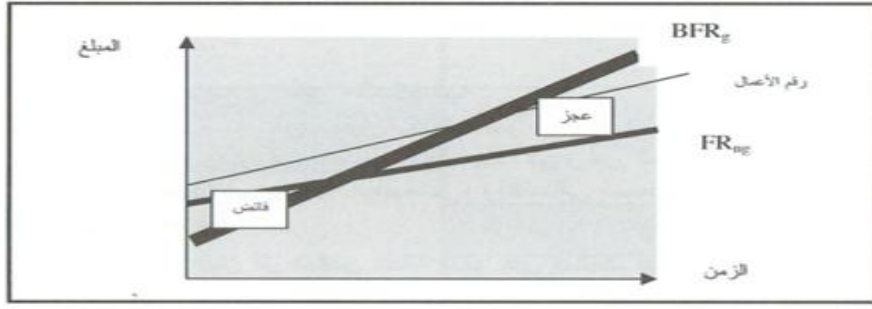
المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 109.

يمكن إعادة التوازن المالي من جديد من خلال إعادة النظر في المخطط التنموي للمؤسسة، وذلك بالقول عن استهداف أسواق إضافية وتركيز الجهود التجارية والاستثمارية والصناعية على حصة سوقية تتناسب والإمكانيات المالية للمؤسسة، بهذا ينخفض رقم الأعمال وتنخفض معه الاحتياجات الناجمة عن دورة الاستغلال، بحيث يمكن تغطيتها باستخدام رأس المال العامل.

5-3- حالة سوء تسيير عناصر الاستغلال:

في كثير من الأحيان يتم تسيير عناصر الاستغلال بشكل عشوائي يظهر من خلال تباطؤ شديد في دوران المخزون ومنح أجال طويلة للعملاء وقبول أجال قصيرة للموردين، هذا التسيير يؤدي إلى تضخم غير طبيعي في الاحتياج في رأس المال العامل والذي يؤدي إلى التهام رأس المال العامل وكافة موارد الخزينة، ومن ثم يحدث خلل مالي يتمثل في عجز في الخزينة. وعليه يمكن توضيح حالة سوء تسيير عناصر الاستغلال كالتالي:

الشكل رقم (11): بيان أثر المقص لحالة سوء تسيير عناصر الاستغلال



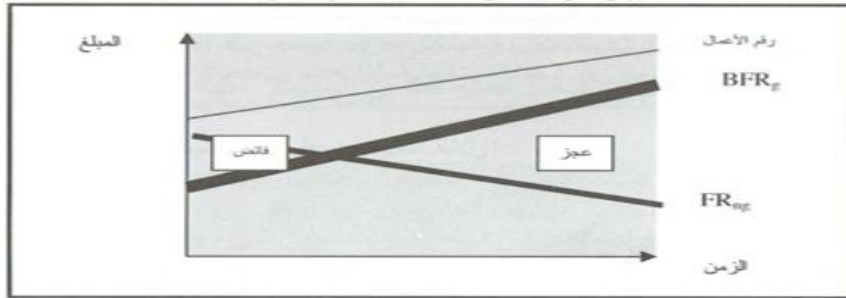
المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 110.

للخروج من هذا المأزق على المؤسسة تبني سياسة علمية دقيقة وصارمة تمكن من تسيير المخزونات والعلاقة الدائنين مع العملاء والموردين بشكل فعال يضمن مستوى أدنى من السيولة النقدية في الخزينة.

5-4- حالة الخسائر المتراكمة:

إذا حققت المؤسسة خسائر متتالية، فإن ذلك يؤدي إلى تآكل الأموال الجماعية مما يجعل الموارد الدائمة في حالة تدهور مستمر وهذا يؤدي بدوره إلى انخفاض حاد في رأس المال العامل بشكل لا يلي احتياجات الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي وبالتالي تتحقق خزينة سالبة والمعبرة عن حالة خلل في التوازن المالي، ويمكن توضيح حالة الخسائر المتراكمة كما يلي:

الشكل رقم (11): بيان أثر المقص الحالة الخسائر المتراكمة



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 110.

لا يمكن للمؤسسة إنعاش رأس المال العامل إلا بخطط طويلة الأجل تتضمن إجراءات صارمة لتحسين النتيجة وذلك على مستويين:

○ **المستوى الداخلي:** وذلك بترشيد الإنفاق وتدنية التكاليف بالتوجه نحو الرشادة في الاستهلاك باستخدام النظم المتخصصة في ذلك، وذلك دون التأثير على قيود الجودة والتنوعية؛

○ **المستوى الخارجي:** وذلك بمحاولة إنعاش رقم الأعمال عن طريقة مخطط تسويقي محكم يهدف إلى تعظيم الحصة السوقية وجلب أكبر عدد ممكن من العملاء.

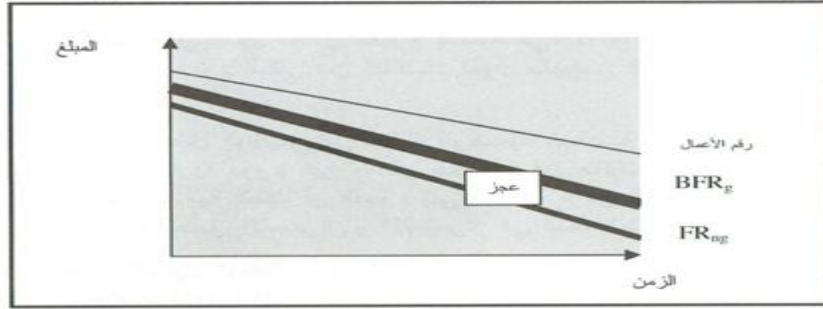
5-5- حالة تدهور في النشاط (انخفاض في رقم الأعمال):

في حالة مواجهة مشاكل تسويقية ناجمة عن معطيات المحيط، فهذا الأمر يؤدي إلى انخفاض في الإيرادات وارتفاع في التكاليف، حيث تنخفض قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي مما يؤثر على مستويات رأس المال العامل، وتتحول هذه

5-6- حالة إفلاس عميل مهم:

إذا كانت السياسة التسويقية للمؤسسة تركز على تلبية احتياجات عميل وحيد، فإن أي تغيير في وضعيته المالية يحدث أثارا مباشرة على وضعية المؤسسة، مثل حالة الإفلاس واختفاء هذا العميل مما يؤدي إلى انخفاض حاد في رقم الأعمال، و تنتقل إلى حالة تدهور في النشاط. وعليه يمكن توضيح الحالتين مها كما يلي:

الشكل رقم (12): يوضح أثر المقص لحالي تدهور النشاط وإفلاس عميل مهم



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 111.

إن كلا الحالتين السابقتين لهما خلفية تتعلق بمكانة المؤسسة في السوق، حيث كان السبب في تدهور الخزينة ناتج عن الانخفاض في النشاط نتيجة للتقلص التدريجي لحجم عملاء المؤسسة، وبالتالي فإن الحلول الكفيلة بتصحيح الوضع تتمحور حول تحسين الوضعية الإستراتيجية عن طريق اتخاذ التدابير اللازمة لذلك، وذلك في حال قابلية الوضع التصحيح، أما في الحالة المعاكسة وهي حالة طفرة تقنية جديدة يملكها المنافس وحالة ظهور منتجات جديدة بديلة وغيرها، فما على المؤسسة إلا الانسحاب وتغيير النشاط.

6- الانتقادات الموجهة للتحليل المالي الوظيفي:

رغم الإضافات والإسهامات التي قدمها التحليل الوظيفي، وتجاوزه للعديد من نقاط القصور التي أحيطت بتحليل سيولة - استحقاق، إلا أن الطبيعة العملية التحليل المالي تقتضي العديد من التغييرات المستمرة والتي تتأثر بدرجة كبيرة بتغيرات في المحيط الاقتصادي والمالي. ومن أهم الانتقادات والتساؤلات التي أثرت حول تطبيقات التحليل الوظيفي هي:

- في قطاع الخدمات ونظرا لغياب المخزون يفقد الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال دلالاته المالية في تحليل الوضعية المالية لمؤسسة، مما يستدعي البحث عن مؤشر آخر يولي جميع الأنشطة.
- يفقد مفهوم رأس المال العامل دلالاته كمؤشر مالي في قطاع الخدمات الذي يعتمد على الاستثمارات غير المادية التي لا تظهر في الميزانية تطبيقا لمبدأ الحذر.
- يعتمد هذا التحليل على الميزانية الوظيفية وأهم ما يعاب عليها أنها تدمج المؤنات والتي تعتبر من عناصر الاستغلال قصيرة الأجل مع الموارد الدائمة والتي تعتبر موارد طويلة الأجل.
- كما أن رأس المال العامل مفهوم اصطلاحى، إذ لا يوجد تعريف نهائي لهذا المؤشر كما ترد الكثير من النقاشات حول مفهومي الموارد والاستخدامات المستقرة.
- يركز التحليل الوظيفي في تحليله للوضعية المالية على أن الاعتمادات البنكية الجارية مورد غير مستقر يلجأ

إليه في حالات نادرة، إلا أن الحياة المالية الميدانية أثبتت أن اللجوء إلى هذا النوع من الموارد المستقرة يعتبر ضرورة لتحقيق الاستقرار والاستمرار في التعاملات المالية اليومية.

- يعتبر التحليل الوظيفي الخزينية مجرد حاصل لعملية تمويل الموارد للاستخدامات مما يدفع المسير المالي إلى البحث عن خزينة تقترب من الصفر إلا أن المعاملات المالية الحديثة تركز على ضرورة توفر الخزينة على مستويات سيولة معتبرة للتمتع بالمرونة المالية وتمويل مختلف العمليات بصورة فعالة.
- كما أن الخزينة حسب هذا التحليل غامضة ولا تعرف كيفيات لتشكيلها ولا الأنشطة المسؤولة عن تحقيق العجز أو الفائض فيها.
- اعتماد التحليل الوظيفي على الميزانية وجدول حسابات النتائج يعطي تصورا ساكنا لهيكل المؤسسة، ولا يعطي رؤية ديناميكية حول الوضعية المالية.

المحور الخامس: جداول التمويل

اعتمد التحليل التقليدي بشكل مطلق على الميزانية التي تصور الوضعية المالية للمؤسسة في لحظة معينة وهو ما يصطلح عليه بالتحليل الساكن، مما يؤدي إلى إعطاء صورة غير واضحة عن مختلف الحركات المالية خلال دورة معينة، ومن هنا تأتي ضرورة البحث عن تحليل يوفر رؤية متحركة عن الوضعية المالية للمؤسسة، لذا جاء جدول التمويل ليحول عملية التحليل من المنظور الساكن إلى المنظور المتحرك، وذلك بغية الوصول إلى حركية في تفسير حركات الخزينة والنتيجة وإظهار كافة التدفقات المالية التي لم تكن تظهر في التحليل الساكن.

1- مفهوم الموارد والاستخدامات:

يُعرّف التدفق المالي على أنه تغيير في قيمة إحدى عناصر الميزانية (استخدام و/أو مورد) خلال فترة زمنية معينة تقدر عادة بسنة، هذا التغيير ينجم عنه حركة مالية قد تكون مورداً مالياً كما قد تكون استخداماً مالياً، والجدول التالي يوضح التغيير في عناصر الميزانية وتكوين الموارد والاستخدامات:

2- مضمون جدول التمويل (جدول الاستخدامات والموارد):

2-1- المفهوم:

هو جدول يتضمن الموارد المالية للمؤسسة واستخداماتها خلال فترة زمنية محددة كما يبين التغيرات في ثروة المؤسسة لنفس الفترة، ومن هنا جاء جدول التمويل ليتجاوز التحليل الساكن إلى التحليل الوظيفي، وذلك من خلال تحديد التدفقات المالية بين كل من الموارد والاستخدامات، اعتماداً على تحديد الفرق بين ميزانيتين وظيفيتين لسنتين متتاليتين، والذي ينتج عنه التغيرات في المعادلة الأساسية للخزينة على النحو الآتي:

$$\Delta FR_{NG} = \Delta BFR_G + \Delta T_{NG} \dots (14)$$

والجدول التالي يوضح آلية الانتقال من المفهوم الساكن للخزينة إلى المفهوم المتحرك وذلك الاستعانة بالعلاقة أعلاه:

الجدول رقم (02): يوضح التغير في رأس المال العامل الإجمالي نحو تدفقات الخزينة

ΔT_{NG}	ΔBFR_G	ΔFR_{NG}	
	التغير في المخزونات + التغير في الحقوق - التغير في ديون الاستغلال = التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال	الإنتاج - الإستهلاكات الوسيطة = القيمة المضافة - مصاريف المستخدمين والضرائب وأخرى = الفائض الإجمالي للاستغلال	عمليات الاستغلال
		+ إيرادات مالية - مصاريف مالية + إيرادات أخرى - مصاريف أخرى - اقتطاعات الأجور - الضرائب على الأرباح = القدرة على التمويل الذاتي - توزيع الأرباح = التمويل الذاتي	عمليات التوزيع
		- حيازة الاستثمارات + التنازل عن الاستثمارات + الرفع في رأس المال	عمليات رأس المال والاستثمار
= التغير في الخزينة خارج الاستغلال		+ الاقتراض - الإقراض - تسديد القروض + استرجاع الإقراضات	عمليات التمويل
	= التغير في الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال		
= ΔT_{NG}	= ΔBFR_G	= ΔFR_{NG}	المجموع
$\Delta T_{NG} =$	$\Delta BFR_G -$	ΔFR_{NG}	تجميع

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 126.

2-2- بناء جدول التمويل:

يقوم جدول التمويل PCG 82 على الفرق بين التدفقات المستقرة من جهة والتدفقات قصيرة الأجل من جهة أخرى، فبيّن الجزء الأول من الجدول الاستخدامات المستقرة والموارد الدائمة ومن خلال الفرق بينهما نحصل على التغير في رأس المال العامل. أما الجزء الثاني فيُبيّن التدفقات قصيرة الأجل، وذلك من خلال الفرق بين موارد الاستغلال وخارج الاستغلال والخزينة من جهة واستخدامات كل منهم على حدى من جهة أخرى، ويتمثل هذا الفرق في التغير في رأس المال العامل الصافي الإجمالي.

2-2-1- الجزء الأول من جدول التمويل:

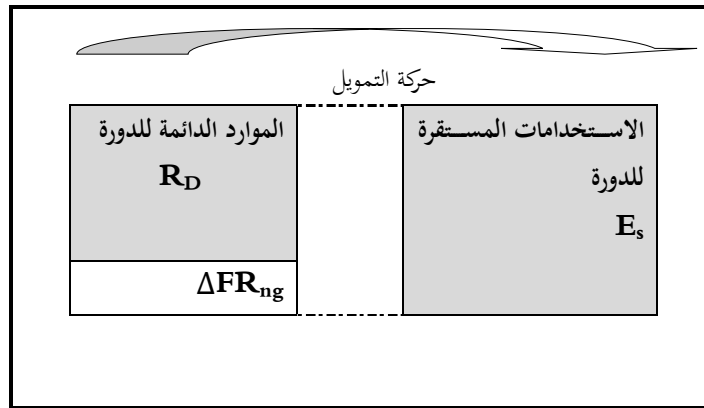
• محتوى الجزء الأول من الجدول:

يُحوي الجزء الأول من جدول التمويل العناصر التالية:

- الموارد الدائمة التي جلبتها المؤسسة خلال الدورة المالية؛
- الاستخدامات المستقرة التي كونتها المؤسسة لنفس الدورة.

تتمثل الموارد الدائمة في التغيير في الموارد الدائمة بين نهاية الدورة السابقة ونهاية الدورة الحالية (بين دورتين متتاليتين)، أما الاستخدامات المستقرة فتتمثل في التغيير في الموارد المستقرة لدورتين متتاليتين، ومنه نستنتج أن الجزء الأول يتضمن التغيير في رأس المال العامل الصافي الإجمالي، وذلك تبعا للعلاقة التالية:

$$\Delta R_D - \Delta R_S = \Delta FR_{ng} \dots (15)$$



يُعطى الجزء الأول من جدول التمويل التغيير في رأس المال العامل الصافي الإجمالي معبر عنه بالتغيرات في الموارد الدائمة والاستخدامات المستقرة؛

2-2-2- الجزء الثاني من جدول التمويل:

2-2-2-1- محتوى الجزء الثاني من الجدول:

إذا كان الجزء الأول من جدول التمويل يتناول التغيير في رأس المال العامل الصافي الإجمالي من أعلى الميزانية فإن الجزء الثاني منه يتناول التغيير في رأس المال العامل من أدنى الميزانية، وعليه يحتوي الجزء الثاني على التغيرات التالية:

- التغيير في عناصر الاستغلال (ΔBFR_{ex})؛
- التغيير في العناصر خارج الاستغلال (ΔBFR_{hex})؛
- التغيير في الخزينة الصافية الإجمالية (ΔT_{ng})؛

2-2-2-2- تحليل محتوى الجزء الثاني من الجدول: يتضمن التغيرات في الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي والتغيرات في الخزينة الصافية الإجمالية، ونلخص هذه العناصر في النقاط التالية:

- التغيير في عناصر الاستغلال: ونقصد بها الاحتياجات المالية لدورة الاستغلال في الثورة الجارية الناتجة عن التباعد الزمني بين أجال التسديد وأجال الدفع والتي تحسب بالفرق بين الاستخدامات والموارد:
- التغيير في استخدامات الاستغلال: تتمثل في التغيير في المخزونات والتغيير في حقوق الاستغلال، حيث

يؤدي مجموع التغير في العنصرين إلى حساب التغير في استخدامات الاستغلال؛

- التغير في موارد الاستغلال: تتمثل في التغير في ديون الاستغلال خصوصا الورد والحسابات الملحقه به. يُمكن حساب التغير في عناصر الاستغلال من خلال العلاقة التالية:

$$(16) \dots \Delta BFR_{ex} = \Delta E_{ex} - \Delta R_{ex}$$

- التغير في العناصر خارج الاستغلال: يتمثل في الاحتياجات المالية الناتجة عن الأنشطة غير الأساسية وتلك ذات الطابع الاستثنائي وتتضمن العناصر التالية:

- التغير في استخدامات خارج الاستغلال: وهي الاستخدامات غير المتضمنة في استخدامات الاستغلال؛

- التغير في الموارد خارج الاستغلال: وهي الموارد غير المدرجة في موارد الاستغلال. الفرق بين العنصرين السابقين يعطي التغير في العناصر خارج الاستغلال ويحسب كالتالي:

$$(17) \dots \Delta BFR_{hex} = \Delta E_{hex} - \Delta R_{hex}$$

- التغير في عناصر الخزينة: يعتبر محصلة كل التغيرات السابقة ويتشكل أساسا من عنصرين:

- التغير في موارد الخزينة: متمثلة في الاعتمادات البنكية الجارية التي جلبت خلال الدورة الجارية؛

- التغير في الاستخدامات: وتشمل السيولة النقدية التي وضعت في شكل متاحات خلال الدورة الفرق

بين استخدامات الخزينة وموارد الخزينة ينتج التغير في الخزينة وذلك كالتالي:

$$(18) \dots \Delta T_{ng} = \Delta E_t - \Delta R_t$$

وبناء على التغيرات في العناصر الثلاث يمكن حساب التغير في رأس المال العامل من أدنى الميزانية تبعا

للعلاقة التالية:

$$(19) \dots \Delta BFR_{ex} + \Delta BFR_{hex} + \Delta T_{ng} = \Delta FR_{ng}$$

3- الانتقادات الموجهة لجدول التمويل:

رغم الإضافات التي قدمها جدول التمويل للتحليل المالي من خلال تجاوزه للتحليل الساكن، واعتماده في تحليله للوضع المالية على تفسير التغيرات في رأس المال العامل الصافي الإجمالي، إلا أن هذا الجدول أثار الكثير من النقاشات والتحفظات وأهمها:

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

- يعتبر القدرة على التمويل الذاتي موردا مستقرا إلا أنه عند الحساب يتم إدماج مؤونات تدني المخزون والحقوق وهي عناصر قصيرة الأجل، وكان من الأخرى إقصاؤها؛
- التغير في الخزينة المتحصل عليها اعتمادا على الجدول لا يعطي صورة واضحة حول الثورة المسؤولة عن الفائض أو العجز، حيث يعطي الجدول الخزينة الصافية الإجمالية دون التمييز بين دورة الاستغلال والتمويل والاستثمار وهي المصادر الأساسية للعجز أو الفائض في الخزينة.

4- أسس تحليل التدفقات المالية:

نظرا للتطور السريع في النظرية المالية وأساليب التحليل المالي لم تستطع جداول التمويل التأقلم مع المتطلبات الجديدة للمحلل المالي الذي يبحث دوما عن مواطن العجز وطرق معالجتها، ومن بين المتطلبات الجديدة هي علم اقتناعه بالخزينة الإجمالية، إذ لا توضح كيفية التي تشكلت بها الخزينة كما لا بين الدورة التي تسببت في العجز أو التي أنت إلى الفائض، وكما تضمن الجدول مجموعة من المؤشرات المالية التي حامت حولها الكثير من الانتقادات وعليه فلا بد من تحسينها أو تغييرها ومنها رأس المال العامل والقدرة على التمويل الذاتي، وبالتالي بات من الضروري البحث عن جداول أخرى تتوافق مع المستجدات المتسارعة في أدوات التحليل المالي. ولتحقيق هذه الأهداف جاءت جداول التدفقات المالية للخزينة في خطوة مهمة لتطوير جداول التمويل واستغني عن العديد من المفاهيم والمؤشرات وظهرت مفاهيم جديدة والتي سندرسها كل على حدى.

4-1- الانتقال من جدول التمويل نحو جدول الخزينة:

إن الانتقاد الأساسي الذي ورد على جدول التمويل يتمثل في عدم تفصيله المصادر تشكل الخزينة، وبالتالي فهو يعطي تصورا شاملا للخزينة الصافية عن طريق رصيد الخزينة الصافية الإجمالية ΔT_{NG} ، ومنه فمن الضروري البحث عن جدول مالي آخر يعطي تصورا تفصيليا للخزينة الصافية، وهو ما سنتناوله من خلال دراسة هدف تحليل التدفقات المالية، حيث يهدف هذا التحليل إلى تجزئة الخزينة الإجمالية حسب الدورات الأساسية لنشاط المؤسسة. يمكننا تحويل العلاقة الأساسية للخزينة من منظور متحرك على النحو الآتي:

$$\Delta T_{NG} = \Delta FR_{NG} - \Delta BFR_G \quad \circ$$

- = التغير في الخزينة الصافية الإجمالية = التغير في رأس المال العامل الصافي الإجمالي
- التغير في الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي
- القروض الجديدة
- + الرفع في الأموال الخاصة والتنازل عن الاستثمارات
- + القدرة على التمويل الذاتي
- حيازة استثمارات جديدة
- المصاريف الموزعة على عدة سنوات
- تسديد الديون البنكية والمالية
- التغير في الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي

ومنه يمكننا تصنيف التدفقات المالية حسب انتمائها للدورات التالية:

= القدرة على التمويل الذاتي - الاحتياج في رأس المال العامل

الإجمالي (دورة الاستغلال)

+ حيازة استثمارات جديدة - التنازل عن الاستثمارات

(دورة الاستثمار)

+ الرفع في الأموال الخاصة - الأرباح الموزعة

(دورة رأس المال)

+ القروض الجديدة - تسديد الديون البنكية والمالية

(دورة الاستدانة)

ومنه نجد أن:

الخزينة الصافية - خزينة دورة الاستغلال + خزينة الاستثمار + خزينة التمويل

ومنه أصبحت الخزينة تحسب بناء على منظور متحرك بالاعتماد على حركة التدفقات المالية، ومنظور تفصيلي يعتمد على تفكيك الخزينة الإجمالية على الدورات الأساسية المكونة للنشاط الأساسي للمؤسسة.

5- مفهوم التدفقات المالية:

5-1- تدفقات دورة الاستغلال:

تشكل هذه التدفقات من الأنشطة الأساسية حيث تقوم المؤسسة بعمليات شراء المواد الأولية بمبالغ مالية تتمثل محاسبيا في مصاريف الاستغلال، في حين أن تسديد هذه المصاريف يكون بعد أجال زمنية معينة، وبالتالي فالفرق بين المصاريف لحظة الشراء وأجال التسديد يتمثل في نفقات الاستغلال. ومن جهة أخرى وبعد عملية الإنتاج تقوم المؤسسة ببيع منتجاتها، حيث تتمثل مبالغ البيع في إيرادات الاستغلال، إلا أن تحصيل هذه المبالغ لا يكون إلا بعد فترة زمنية ويتمثل الفرق بين إيرادات الاستغلال وأجال النفع في تحصيلات الاستغلال. وفي الأخير نتحصل على فائض خزينة الاستغلال من خلال الفرق بين تحصيلات الاستغلال ونفقات الاستغلال والذي يترجم نشاطات المؤسسة إلى نفقات مالية موجبة وتدفقات مالية سالبة، حيث مجموع هذين التدفقين يؤدي إلى تشكيل فائض خزينة الاستغلال ETE، والمتمثل في تدفق الخزينة المحقق خلال فترة زمنية معينة. وفي الحالات الطبيعية يكون تدفق خزينة الاستغلال موجبا، إذ تسعى المؤسسة إلى تعظيم تحصيلات الاستغلال وتقنية نفقات الاستغلال، أما في الظروف الاستثنائية مثل حالات: بداية النشاط، نمو مرتفع جدا، توسع فصلي في النشاط، فيكون الرصيد سالبا ويعود ذلك إلى صعوبات في تسيير الآجال بين المؤسسة والعملاء من جهة والمؤسسة والمورد من جهة أخرى. إن مفهوم تدفق خزينة الاستغلال يرتبط أساسا بالخزينة، وبالتالي فهو مؤشر لا يتأثر بالتدفقات المالية غير النقدية، ومنها:

○ مخصصات الاهتلاك والمؤونات، ذلك لأنها تدفقات وهمية.

○ إعادة تقييم المخزونات، لأن حركة المخزون لا تفرز تدفقا نقديا.

○ تسديد المصاريف الموزعة على عدة سنوات لأنها لا ترتبط بعمليات الاستغلال.

5-2- نفقات الاستغلال ونفقات الاستثمار:

في هذا الصدد تحاول التفريق بين نفقات الاستغلال ونفقات الاستثمار، حيث تتركز نفقات الاستثمار على دورة واحدة تتمثل في زمن دورة الاستغلال، وتتمثل في التسديدات التي تمت من أجل استكمال النشاط الأساسي، مثل المواد الأولية المستهلكة مصاريف المستخدمين... إلخ، أما نفقات الاستثمار فتتميز بضخامة الاعتمادات المالية المخصصة لها من جهة والمدة الزمنية التي تستغرقها هذه النفقات، إذ تستمر لعدة دورات استغلال، فمثلا شراء تجهيزات للإنتاج تستغل لعدة سنوات وهو العمر الافتراضي للآلات الإنتاج، كما تشكل نفقات الاستثمار تأثيرا على إعادة تشكيل هيكل دورة الاستغلال في حالة تجديد تجهيزات الإنتاج الذي يحدث تغييرات على تركيبة وعناصر دورة الاستغلال. وتتوقف مردودية الاستثمارات على مدى تحقيق دورة الاستغلال على فائض في خزانة الاستغلال، حيث تسدد نفقات الاستثمار من العوائد المالية المحققة على مستوى النشاط الأساسي للمؤسسة. ويمكن قياس قدرة المؤسسة على تمويل عمليات الاستثمار اعتمادا على فائض خزانة الاستغلال من خلال تدفق الخزانة المتاحة FTD والمتمثل في الفرق بين فائض خزانة الاستغلال ونفقات الاستثمار، إذ يستوجب تحقيق رصيد موجب حتى لا تضطر المؤسسة إلى البحث عن موارد مالية خارجية لتمويل عمليات الاستثمار، أما في حالة فائض الخزانة المتاحة سالب فاللجوء إلى رفع رأس المال والاستدانة ضروريان لتمويل الاحتياجات المالية.

5-3- دورة التمويل:

يتمثل دور الموارد المالية في تمويل تلك الاحتياجات المالية الناتجة عن دورة الاستغلال ودورة الاستثمار، وهو ما نصلح عليه بفائض الخزانة المتاحة السالب والذي يوجب تغطية العجز فيه اعتمادا على موارد مالية خارجية، أما المصادر الرئيسية للتمويل تتمثل في مصدرين أساسيين:

○ **دورة رأس المال:** حيث تدعم الأموال الجماعية من خلال الأموال المقدمة من طرف المساهمين، مقابل أجزاء من الأرباح توزع في شكل مكافآت رأس المال.

○ **دورة الاستدانة:** حيث تلجأ المؤسسة إلى جلب قروض وذلك مقابل تسديدها مستقبلا مع مكافآت مالية تتمثل في الفوائد والاقتطاعات المالية وتوجه هذه القروض إلى:

■ تمويل عمليات الاستثمار في إطار توسيع النشاط وتعظيم إيراداتها وذلك من أجل ضمان تسديد القروض والفوائد المستحقة عليها؛

■ تمويل عمليات الاستغلال في إطار قروض الاستغلال التي تسمح بتقديم واستقبال التسبيقات.

ولضمان عملية تمويل فعالة يتوجب على المؤسسة جمع قدر من الإمكانيات المالية يفوق احتياجاتها المالية، إلا أن ذلك يؤدي إلى البحث عن طريق التوظيف هذه الأموال الفائضة لأن ذلك يولد إيرادات مالية، بشرط أن تكون عملية استرجاع هذه الأموال سريعة في حالات الاحتياج الآتي.

بعد تحديد التدفقات المالية الأساسية يمكننا إجراء صياغة لجدول تدفقات الخزانة وذلك على النحو الآتي:

جدول رقم (03): يوضح جدول تدفقات الخزينة

N+2	N+1	N	التدفقات المالية
			تحصيلات الاستغلال - نفقات الاستغلال
			= فائض خزينة الاستغلال ETE
			- حيازة الاستشارات + التنازل عن الاستثمارات
			= تدفق الخزينة المتاح قبل الضريبة FTD
			- المصاريف الملكية الصافية - المصاريف الاستثنائية الصافية - الضرائب على أرباح الشركات + الرفع في الأموال الخاصة - مكافآت رأس المال
			= الانخفاض في الاستدانة
			تسديد القروض - قروض جديدة + التغير في التوظيفات المالية + التغير في المتاحات

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 142.

6- الفائض الإجمالي للاستغلال:

إن من بين المواضيع المرتبطة بتحليل التدفقات المالية، هو الكيفية التي تشكل بها ثروة المؤسسة اعتمادا على الدورة الاقتصادية المكونة للنشاط، وشكلت النتيجة الاهتمام الأكبر للمحاسبين ويتضح ذلك من خلال الميزانية المحاسبية وجدول حسابات النتائج ومختلف الجداول المحاسبية الأخرى، والهدف من ذلك هو معرفة فيما إذا كانت المؤسسة قد حققت خسارة أم ربحاً وما لم^أ محلل المالي فيذهب أبعد من ذلك فهو يحلل هذه النتيجة إلى أرصدة تساعده على تفسير مختلف الوضعيات كما تعتبر اللجنة الرئيسية التي ينطلق منها من أجل بناء تدفقات الخزينة ومن ثم البحث عن تفسير متكامل للوضع المالي من منظور الخزينة ومنظور النتيجة.

6-1- مفهوم الثروة:

ونعتمد في تلقين المفاهيم المالية على التفرقة بين مفهومي النتيجة والخزينة، وهذا ما سنتناوله من خلال دراسة كيفية تشكل النتيجة، وإن التحليل المحاسبي لجدول حسابات النتائج، يبرز الكيفية التي تجمع بها ثروة المؤسسة وذلك من خلال تدفقات الثروة الموجبة وتدفقات الثروة السالبة، وهذا من خلال الإيرادات وهي التدفقات المولدة للثروة، والمصاريف باعتبارها التدفق المخفض للثروة والرصيد الصافي لهذين المتدفقين ينتج ما يعرف بالنتيجة والتي تتراكم لتكون ثروة المؤسسة وهذا ما توضحه من خلال العلاقة التالية:

$$\text{الإيرادات (التكوين الإجمالي للثروة) - المصاريف (التخفيض الإجمالي للثروة) = الرصيد الصافي للثروة.....(20)}$$

6-2- دور دورة الاستغلال في تكوين الثروة:

6-2-1- مفهوم الفائض الإجمالي للاستغلال:

تعتبر دورة الاستغلال المنشأ الأساسي للثروة المؤسسة وهي المسؤولة عن تحقيق النتائج المرتبط أساسا بالنشاط، وهذا ما يظهر من خلال عناصر دورة الاستغلال والتي تتمثل في الآتي:

- تكوين الثروة: والمتمثلة في العمليات: المبيعات والإنتاج المباع؛
- تأكل الثروة: من خلال العمليات: المواد المستهلكة، اليد العاملة المستخدمة الخدمات الخارجية... الخ.

ويمكن تحديد مساهمة دورة الاستغلال في تكوين الثروة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{إيرادات الاستغلال} - \text{مصاريف الاستغلال المستهلكة} = \text{الفائض الإجمالي للاستغلال} \dots\dots\dots (21)$$

6-2-2- حساب الفائض الإجمالي للاستغلال:

إن كل من الإيرادات والمصاريف المستهلكة الداخلة في حساب الفائض الإجمالي للاستغلال يتأثران بالتغيرات في المخزون، ويرجع ذلك إلى تخزين المشتريات من الموارد الأولية قبل استهلاكها وتخزين المنتجات التامة بعد إنتاجها وقبل بيعها، وبالتالي فهاته العناصر المخزنة لم تساهم في تكوين الثروة ومن ثم يستوجب إقصاؤها، وذلك كالآتي:

- حساب المواد الأولية المستهلكة عن طريق معالجة المشتريات بالتغير في مخزون المواد الأولية؛
- حساب الإنتاج عن طريق معالجة المبيعات بمخزون المنتجات التامة.

6-3- مساهمة دورة الاستثمار في تكوين الثروة:

كمبدأ أساسي فإن عمليات الاستثمار لا تدخل مباشرة في تكوين الثروة وبالتالي فهي لا تظهر في جدول حسابات النتائج، إلا أن عملية الاستغلال تغطي التناقص في قيمة الاستثمارات الناتج عن التآكل المادي والمعنوي للقيم بفعل الاستغلال، حيث يغطي هذا التناقص عن طريق مخصصات الاهتلاك والمؤونات. وعليه فإنه ومن منظور النتيجة فإن دورة الاستثمار لها مساهمة سلبية في تكوين النتيجة وخلق الثروة، وذلك لأنها لا تعطى إيرادات مباشرة في حين أنها تستهلك جزءا من النتيجة وذلك في شكل مصاريف الاهتلاك والمؤونات الموجهة لتغطية التآكل المادي والمعنوي للاستثمارات وتغطية النقص الممكن في الحقوق والمخزونات.

6-4- مساهمة دورة التمويل في تكوين الثروة

وتعتبر دورة التمويل الملجأ الأخير للتمويل في حال عدم تمكن المؤسسة من تغطية احتياجاتها المالية عن طريق الموارد الداخلية، ومن ثم فأساس وجودها هو يهدف التمويل لا التكوين إيرادات أو أرباح. وبالنظر إلى حسابات النتائج تلاحظ غياب عمليات التمويل، فالوصول على قروض جديدة لا يعتبر إيرادا من منظور النتيجة بل يعتبر موردا ماليا يستحق لأصحابه عند حلول أجل السداد، وتسديد أقساط القروض لا يعتبر مصاريف مدفوعة لأنه لا يدخل مباشرة في إنتاج المنتج بل هو عملية ضرورية لتمويل أنشطة الاستغلال والاستثمار وبالتالي فالتسديد لا يرتبط بشكل مباشر في تكوين الثروة، ما يربط دورة التمويل بالنتيجة هو المصاريف والإيرادات المالية، ذلك لأن دورة الاستغلال مسؤولة عن تسديد أقساط فوائد القروض والتي تتمثل في المصاريف المالية والتي ستسدد من الفوائض المالية التي ساهمت دورة الاستغلال في تكوينها، من جهة أخرى قد تحصل المؤسسة على بعض الإيرادات نتيجة لإيداعها

مبالغ مالية لدى البنوك أو توظيفات مالية قصيرة الأجل، إلا أن حجم هذه الإيرادات لا يعطي المصاريف المالية في كثير من الأحيان، وبالتالي فهذه الإيرادات تحد من تضخم مصاريف الاقتراض. وعليه فإن مساهمة دورة التمويل في تكوين الثروة مساهمة سلبية في أغلب الأحيان لأن الفرق بين الإيرادات والمصاريف المالية يكون سلبياً في العادة، وبالتالي تضطر دورة الاستغلال إلى تغطية هذه المصاريف اعتماداً على إيرادات الاستغلال. (نفس المفاهيم تنطبق على عمليات رأس المال).

6-5- الإيرادات والمصاريف الاستثنائية:

إن أغلب العمليات المالية في المؤسسة تصنف بين دورات الاستغلال والتمويل والاستثمار، وبالتالي فالنشاطات غير المصنفة حسب هذا الترتيب تتخذ طابعاً استثنائياً سواء كانت مصاريف أو إيرادات، وأما من حيث مساهمتها في تكوين النتيجة فيتوقف ذلك على طبيعة النشاط الاستثنائي فإذا كان ذو مردودية فإن النتيجة الاستثنائية تكون موجبة وهذا يضاف إلى نتيجة الاستغلال أما إن كانت سالبة فإن نتيجة الاستغلال تغطي النتيجة الاستثنائية. وفي الأخير يمكننا حصر مجموعة من النتائج، وذلك كآتي:

النتائج المرتبطة بعمليات الاستغلال	← الفائض الإجمالي للاستغلال
إضافة عناصر الاستثمار	← نتيجة الاستغلال
إضافة عناصر سياسة الاستدانة	← النتيجة الجارية
إضافة العمليات الاستثنائية والاقطاعات الجبائية	← النتيجة الصافية

والتمثيل البياني التالي يبين آلية تشكل النتائج حسب التقسيم الوظيفي للنشاط:

الجدول رقم (04): يوضح التمثيل الوظيفي لحسابات النتائج

دورة الاستغلال	↑	إنتاج مباع
		+ إنتاج مخزن
		= الإنتاج
		- استهلاك المواد الأولية
دورة الاستثمار	↕	- الإستهلاكات الخارجية الأخرى
		- مصاريف المستخدمين
		- ضرائب والرسوم
		- مخصصات مؤونات تدني المخزون والحقوق
دورة التمويل بالاستدانة	↕	= الفائض الإجمالي للاستغلال
		- مخصصات الإهتلاكات والتغير في مؤونات الأصول الثابتة
		- نتيجة الاستغلال
		- المصاريف الصافية للإيرادات المالية
الدورة الاستثنائية والأثر الجبائي	↕	= النتيجة الجارية
		+ النتيجة الاستثنائية
		- الضريبة على الأرباح
		= النتيجة الصافية
		- الأرباح الموزعة
		= النتيجة المخصصة كاحتياطات

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 151.

المحور السادس: الميزانية الاقتصادية

تتعدد قراءات الميزانية باعتبارها الأداة التي تمكن المحلل المالي من جمع المعطيات المالية التي تساعد في تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة، وفي هذا الصدد توجد قراءتان أساسيتان للميزانية.

1- مفهوم المزدوج للميزانية الاقتصادية:

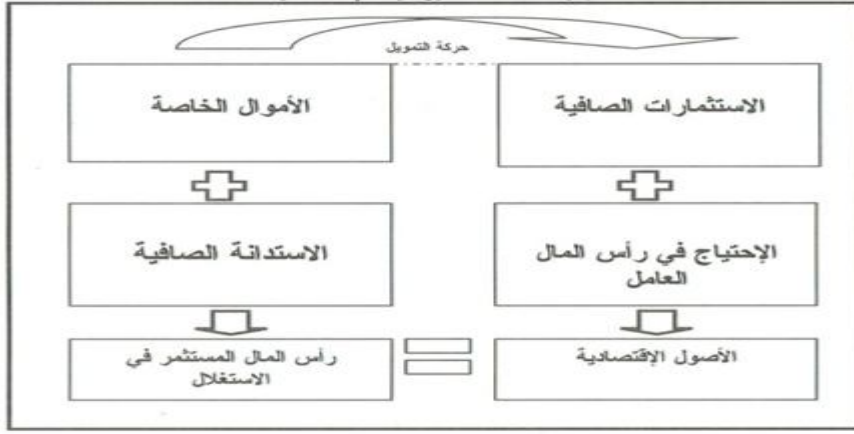
يوجد قراءتان أساسيتان للميزانية الاقتصادية وهما:

- قراءة مالية: وهي القراءة التقليدية للميزانية، حيث تعبر الميزانية عن مجموع ممتلكات المؤسسة من جهة ومجموع الالتزامات (الديون) من جهة أخرى، وهي الميزانية المالية؛
- قراءة اقتصادية: وتعبر الميزانية عن مجموع الاستخدامات الموجهة إلى دورة الاستغلال وعن تحليل المختلف مصادر تمويل هذه الاستخدامات حيث تجمع هذه المعطيات في وثيقة واحدة تتمثل في الميزانية الاقتصادية.

2- مكونات الميزانية الاقتصادية:

انطلاقاً من مفهوم الميزانية الاقتصادية، تتشكل هذه الميزانية من مركبات أساسية توضحها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (13): يوضح البنية العامة للميزانية الاقتصادية



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 156.

2-1- الأصول الاقتصادية:

ونعني بها مجموع الاستخدامات وتتكون من الأجزاء التالية:

○ الاستثمارات الصافية: وتمثل في مجموع الاستثمارات التي كونتها المؤسسة من أجل ممارسة مختلف أنشطتها.

○ استخدامات وموارد الاستغلال: وتتجزأ إلى:

■ استخدامات الاستغلال: تتمثل في مجموع مصاريف الاستغلال غير المستهلكة و/أو غير المباعة (المخزون) ومجموع المنتجات و/أو البضائع المباعة غير المحصلة (مستحقات العملاء).

■ موارد الاستغلال: تتكون مصاريف الاستغلال غير المسندة (مستحقات المورد) وتحصيلات الاستغلال غير المسلمة (التسيقات التجارية). ويتمثل الفرق بين استخدامات الاستغلال وموارد الاستغلال، في رصيد الإحتياج في رأس المال العامل للاستغلال.

■ استخدامات وموارد خارج الاستغلال: والمثلة في الفرق بين الاستخدامات خارج الاستغلال والموارد

خارج الاستغلال والمعبرة عن رصيد الإحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال. ومجموع العنصرين السابقين يساوي الإحتياج في رأس المال العامل المبين حسب العلاقة التالية:

$$\text{BFR} = \text{BFR}_{\text{ex}} + \text{BFR}_{\text{hex}} \quad (22)$$

○ الأصول الاقتصادية: وتمثل في مختلف العناصر المستخدمة في دورة الاستغلال أما التحليل المحاسبي فيعتبر

الأصول الاقتصادية مجموع الاستثمارات الصافية والإحتياج في رأس المال العامل الإجمالي، أي أن:

$$\text{الأصول الاقتصادية} = \text{استثمارات الاستغلال} + \text{الإحتياج في رأس المال العامل الإجمالي} \quad (23)$$

2-2- رأس المال المستثمر في عملية الاستغلال:

ونعني به مجموع الموارد التي تمول الأصول الاقتصادية بنوعين من الموارد:

○ الأموال الجماعية: وتمثل في تلك الأموال التي وضعت بمناسبة تأسيس المؤسسة ومختلف الأموال التي

كونتها نتيجة لممارسة نشاطاتها واشتراكات المساهمين على شكل أسهم أو ديون محولة.

○ **الاستدانة الصافية:** وهي مفهوم مالي حديث يعتمد على تحديد مستوى الاستدانة اعتمادا على قيمة الديون البنكية والمالية المستحقة على المؤسسة والأموال المسائلة الموجودة في المتاحات وتلك الموظفة على المدى القصير، حيث تحسب اعتمادا على الاستدانة الإجمالية والمتمثلة في مجموع الديون القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل وبطرح المتاحات (حسابات الصندوق والبنك) والتوظيفات المالية، نحصل على الاستدانة الصافية الميينة حسب العلاقة التالية:

$$\text{الديون المتوسطة والطويلة الأجل} + \text{موارد الخزينة قصيرة الأجل (الحسومات الاعتمادات البنكية الجارية) - التوظيفات المالية - المتاحات (حسابات الصندوق والبنك) = الاستدانة الصافية (24)}$$

○ **رأس المال المستثمر في الاستغلال:** وهي الأموال المستخدمة لممارسة النشاط وتمثل في مجموع الأموال الجماعية والاستدانة الصافية. أي:

$$\text{رأس المال المستثمر في الاستغلال} = \text{الأموال الخاصة} + \text{الاستدانة الصافية (25)}$$

الجدول التالي يبين البنية الأساسية للميزانية الاقتصادية المختصرة:

الجدول رقم (05): يوضح الميزانية الاقتصادية المختصرة

(أ)	الاستثمارات الصافية
	المخزونات
	+ مستحقات العملاء
	- مستحقات الموردون
	- الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال
	+ الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال
(ب)	= الاحتياج في رأس المال العامل
	الأصول الاقتصادية (ج) = (أ) + (ب)
(د)	الأموال الجماعية
	الديون البنكية والمالية القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل
	- التوظيفات المالية
	- المتاحات
(هـ)	= الاستدانة الصافية
	= رأس المال المستثمر في الاستغلال (و) = (د) + (هـ) = (ج)

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 158.

3- بناء الميزانية الاقتصادية:

3-1- المبدأ الأساسي:

تساهم الميزانية الاقتصادية في حل الكثير من المشاكل التقنية، ومن بينها:

لـ^١ مساهمة في حساب الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي والأصول الاقتصادية، وهما مؤشران هامان في تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة؛

○ تساهم في بناء جدول التدفقات المالية، إذ من خلال المجمعات المالية الميزانية الاقتصادية يمكن بسهولة إعداد جدول تدفقات الخزينة.

وبالتالي فبناء الميزانية الاقتصادية لا يهدف إلى جرد ممتلكات وديون المؤسسة بل يتعدى ذلك إلى تحديد الاحتياجات المالية، ومن ثم جمع مصادر تمويلها وخصوصاً تحديد رأس المال الضروري لتمويل عمليات الاستغلال، والمتمثلة في تمويل كل من احتياجات رأس المال العامل واستثمارات الاستغلال.

3-2- المراحل الأساسية للبناء:

تمر عملية بناء الميزانية الاقتصادية بالمراحل الأساسية التالية:

● توزيع النتيجة:

- إذا كانت النتيجة خسارة، فهذا يؤدي إلى انخفاض في الأموال الخاصة؛
- أما في حالة الربح، توزع مكافآت رأس المال في الدورة التالية، أما الأرباح غير الموزعة فتضاف إلى الأموال الخاصة.

● حساب التدفقات بقيمة صافية؛

- إدماج أوراق الاستلام القابلة للحسم: يتم إدماجها بإضافة قيمتها إلى كل من حساب العملاء الاعتمادات البنكية الجارية، وذلك من أجل الفصل بين دورة الاستغلال (آجال العملاء) ودورة التمويل (الحسومات)؛
- إدماج قيم قروض الإيجار: تعد قروض الإيجار من التعهدات خارج الميزانية المحاسبية، لذا وجب إعادة إدماجها ضمن الاستثمارات، والديون الطويلة والمتوسطة الأجل. والجدول التالي بين المكونات التفصيلية للميزانية الاقتصادية:

الجدول رقم (06): يوضح الميزانية الاقتصادية المفصلة

N+2	N+1	N	الميزانية الاقتصادية
			الاستثمارات المعنوية
			+ الاستثمارات المادية
			+ الاستثمارات المالية
			+ استثمارات قرض الإيجار
			= الأصول الثابتة (Im)
			مخزون البضائع
			+ مخزون المواد والتموين
			+ مخزون المنتجات التامة والتجارية
			+ مستحقات العملاء (منها أوراق الإسلام القابلة للحسم)
			+ حقوق الاستغلال أخرى
			= استخدامات دورة الاستغلال (1)
			مستحقات الموردون للاستغلال
			+ ديون الاستغلال الأخرى

			= موارد دورة الاستغلال (2)
			= الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (1) - (2) = (3)
			حقوق خارج الاستغلال - ديون خارج الاستغلال = الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال (4)
			= الاحتياج في رأس المال العامل (3) + (4) = (BFR) الأصول الاقتصادية (AE) = (I m) + (BFR)
			رأس المال الجماعي + احتياطات + ارتباط بين الوحدات + نتيجة الدورة + فرق اعادة التقييم = الأموال الخاصة (1) + الأقساط المقتطعة (قرض الإيجار) (2) = الأموال الخاصة الإجمالية (CP) = (1) + (2)
			مؤونات الأخطار والتكليف (PRC)
			الديون البنكية والمالية المتوسطة والطويلة الأجل + قروض الإيجار + الاعتمادات البنكية الجارية (منها أوراق الاستلام القابلة للحسم) - التوظيفات المالية - المتاحات = الاستدانة الصافية (D)
			رأس المال المستمر في الاستغلال (D) + (PRC) + (CP) = الأصول الاقتصادية

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 160.

المحور السابع: المؤشرات الأساسية لتحليل التدفقات المالية

إن عملية الانتقال من المنظور المحاسبي إلى المنظور المالي تتطلب تجميع منظومة متكاملة من المؤشرات المالية والتي تحسب انطلاقاً من قاعدة معطيات محاسبية أهمها الميزانية وجدول حسابات النتائج والجداول الملحقه بهما. ويتضمن هذا المحور شرحاً مبسطاً ومختصراً للطرق والكميات التي تحسب على أساسها المؤشرات المالية التي تستخدم كأدوات لتحليل النتيجة والخزينة وتلك التي تدخل في بناء جدول تدفقات الخزينة والتي تشكل القاعدة الكبرى لتفسير مختلف الحالات التي من الممكن أن تواجه المحلل والمسير المالي.

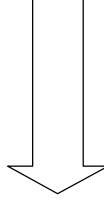
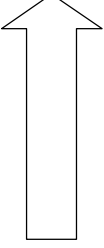
1- طرق حساب المؤشرات:

توجد طريقتين لحساب المؤشرات المالية:

- **الطريقة المباشرة:** هذه الطريقة تسمح بحساب المؤشر من خلال مكوناته الأساسية، أي بطرح السؤال التالي: ما هي مكونات هذا المؤشر؟ وتعتمد هذه الطريقة على عملية جمع عناصر المؤشر.
- **الطريقة غير المباشرة:** نبحت هذه الطريقة في المؤشرات التي يدخل المؤشر المراد حسابه في مكوناتها، أي بطرح السؤال: ما هي المؤشرات المالية التي يدخل في حسابها هذا المؤشر؟ وتعتمد على عملية الطرح.

ويمكن توضيح عمل الطريقتين من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (14): حسابات النتيجة بالطريقة المباشرة أو الطريقة غير المباشرة

إنتاج مباع	طريقة مباشرة   طريقة غير مباشرة
+ إنتاج مخزن	
= الإنتاج	
- مصاريف الاستغلال المستهلكة	
- الفائض الإجمالي للاستغلال	
- مخصصات الإهلاك والمؤونات الأصول الثابتة	
= نتيجة الاستغلال	
- المصاريف المالية	
= النتيجة الجارية	
- الضرائب على الأرباح	
النتيجة الصافية	
- الأرباح الموزعة	
= النتيجة بعد توزيع الأرباح	

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 176.

يمكن من خلال جدول حسابات النتائج حساب كل مؤشر من عناصر الاستغلال بطريقتين، إما من أعلى الجدول وحينها نكون قد استخدمنا الطريقة المباشرة، أو من أسفل الجدول ونكون عندها قد استخدمنا الطريقة غير المباشرة.

2- حساب المؤشرات المالية الأساسية للاستغلال والاستثمار والتمويل:

يتضمن الجدول التالي مجموعة من المؤشرات التي حسبت بطريقتين مختلفتين اعتمادا على الميزانية وجدول حسابات النتائج:

الجدول رقم (07): يوضح كيفية حساب المؤشرات المالية بالطريقتين

طريقة غير مباشرة (بالإضافة)	طريقة مباشرة (بالطرح)	المؤشرات المالية
النتيجة الصافية + الضرائب على الأرباح - (+) إيرادات ومصاريف استثنائية + المصاريف المالية الصافية + مخصصات الإهلاك والمؤونات	إيرادات الاستغلال - مصاريف الاستغلال المستهلكة	الفائض الإجمالي للاستغلال
النتيجة الصافية + مخصصات الإهلاك والمؤونات - (+) القيمة الزائدة (القيمة الناقصة) من الاستثمارات المتنازل عنها	الفائض الإجمالي للاستغلال - المصاريف المالية الصافية + (-) إيرادات ومصاريف استثنائية (عدا القيمة الزائدة أو الناقصة من الاستثمارات المتنازل عنها) - الضرائب على الأرباح	القدرة على التمويل الذاتي

نتيجة الاستغلال	الفائض الإجمالي للاستغلال - مخصصات الإهلاك والمؤونات	النتيجة الصافية + الضرائب على الأرباح - (+) إيرادات ومصاريف استثنائية + المصاريف المالية الصافية
الأصول الاقتصادية	الأصول الثابتة + الاحتياج في رأس المال العامل	الأموال الجماعية + الاستدانة الصافية
الاستدانة الصافية	الاستدانة المالية القصيرة والمتوسطة والطويلة - التوظيفات المالية - المتاحات	الأصول الاقتصادية - الأموال الجماعية
الاحتياج في رأس المال العامل	المخزونات مستحقات العملاء ومختلف حقوق الاستغلال وخارج الاستغلال - مستحقات الموردون ومختلف ديون الاستغلال وخارج الاستغلال	الأصول الاقتصادية - الاستثمارات الصافية
تدفق الخزينة المتاح قبل الضريبة	فائض خزينة الاستغلال - الاستثمارات الصافية	
فائض خزينة الاستغلال	تحصيلات الاستغلال - نفقات الاستغلال	الفائض الإجمالي للاستغلال - التغير في الاحتياج في رأس المال العامل

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 177.

المحور الثامن: تحليل حسابات النتيجة

إن الهدف الرئيسي من تحليل النتيجة هو فهم كيفية التي تتشكل منها النتيجة الصافية والتي تنتج عن الفرق بين الإيرادات والمصاريف التي تعطي رؤية واضحة عن الوضعية المالية والتنافسية للمؤسسة. ويمكن التطرق في هذا المحور إلى العناصر التالية:

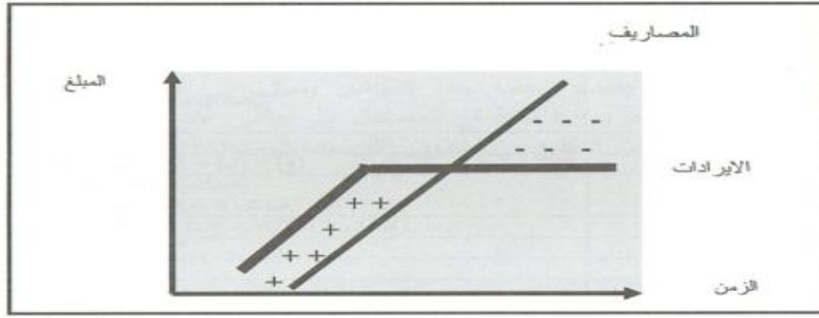
1- تحليل النتائج باستخدام تقنية أثر المقص:

هي أداة بسيطة تهدف إلى تحليل الإيرادات والمصاريف من أجل التعرف على سلوك النتيجة الحالي والمستقبلي، ويمكن التركيز على الحالات التالية:

1-1- حالة توقف نمو الإيرادات واستمرار ارتفاع التكاليف:

وهي إحدى الحالات السيئة والتي يسعى المديرون دائما لتجنبها ومضمون هذه الحالة أن سلوك كل من الإيرادات والمصاريف يكون أولا في حالة جيدة حيث ينمو بشكل متوافق يضمن نتائج إيجابية إلى أن يتوقف نمو الإيرادات لسبب من الأسباب وتبقى المصاريف تنمو بنفس الوتيرة السابقة. ومن خلال المنحنى أدناه نجد أن المؤسسة واجهت وبشكل مفاجئ مشكلا يتعلق برقم الأعمال أي أن المؤسسة واجهت عائقا تجاريا يتعلق بموقع منتجاتها في السوق حيث أن رقم الأعمال توقف عن النمو وبقي في وضع مستقر مما أدى إلى وقوع خسائر متتالية بسبب استمرار نمو التكاليف، ونستنتج من ذلك أنه لا يوجد ارتباط بين المصاريف والإيرادات وتفسير ذلك أن التكاليف الثابتة تشكل جزءا كبيرا من هيكل التكاليف.

الشكل رقم (15): يوضح توقف نمو الإيرادات واستمرار ارتفاع التكاليف



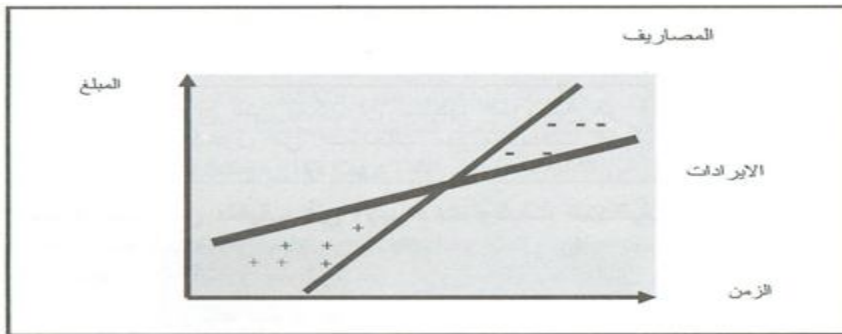
المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 200.

ينبغي على السير إن أراد الرجوع إلى المسار الأولي للنتيجة أن يجري تصحيحات على المستويات التجارية والتسويقية والتصنيعية وأن يجري تعديلات تتعلق بالإستراتيجية المتبعة، وذلك بغية إنعاش الإيرادات وإعادة مسارها الأولي ومن ثم تعويض الخسائر السابقة.

1-2- حالة الهروب إلى الأمام:

تشهد المؤسسة في هذا السيناريو عدم توافق بين منحني المصاريف ومنحنى الإيرادات حيث تنمو المصاريف بمعدل يفوق معدل نمو الإيرادات، فقد كانت المؤسسة في فترات سابقة تحقق نتائج إيجابية تناقصت تدريجياً إلى أن تحولت إلى خسائر متتالية وفي تسارع تدريجي. وبالنظر إلى المنحني الذي يمثل هذه الحالة نجد أن المؤسسة تعاني من تضخم في التكاليف وذلك بافتراض أن معدل نمو الإيرادات كان مقبولاً، وبالتالي فالإشكالية تتعلق بقدرة المؤسسة على التحكم في تكاليفها، ذلك لأن المؤسسة أقدمت على الاستثمار بشكل متسارع من أجل تغطية السوق الواعدة بمنتجاتها وذلك من أجل استغلال وضع السوق الذي يتميز بكثرة في منتجاتها وضعف في المنافسة، هذا الوضع المغربي أذى بالمؤسسة إلى إجراء صفقات تجارية مع العملاء تفوق حدود إمكانياتها مما أدى إلى تضخم المصاريف الثابتة الناتجة عن ضخامة الاستثمارات وتكاليف متغيرة ناتجة عن ارتفاع حجم الإنتاج، وعادة ما تقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في هذا الفخ نظراً لقلّة خبرتها ورغبة منها في تحقيق النمو السريع الذي لن تستطيع أن تتحكم فيه بسبب حجمها الصغير وبسبب عدم قدرتها على التحكم في التكاليف تحت عاملي أثر الخبرة وأثر التمرن.

الشكل رقم (16): يوضح حالة الهروب إلى الأمام



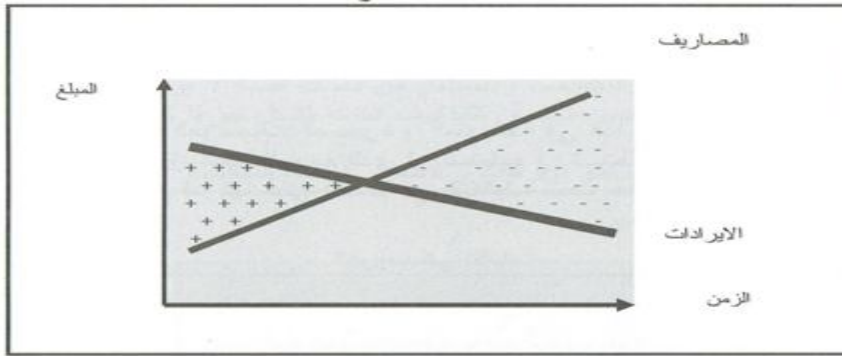
المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 201.

من أجل الرجوع إلى مجال الربحية يستوجب على المؤسسة حصر مجهوداتها في إطار حصة سوقية محدودة تتوافق مع حجمها الحالي، والانطلاق في نمو بطيء وتدرجي متحكم فيه بدل الهروب نحو الأمام نتيجة للنمو السريع غير المتحكم فيه والذي قد يؤدي إلى نتائج عكسية تصل حتى إلى إفلاس المؤسسة.

1-3- حالة المقص المفتوح:

هذا السيناريو يتوافق مع مؤسسة كانت متحركة في السوق وبدأت تفقد امتيازاتها بشكل تدريجي لأسباب داخلية تتمثل في ضخامة تكاليفها وأسباب خارجية تكمن في خروجها التدريجي من السوق بسبب عدم قدرتها على المنافسة الحالية وفقدان تدريجي لامتيازاتها التنافسية، إن الاستمرار في النشاط يؤدي في هذه الحالة إلى المزيد من الخسائر والسلوك الاستراتيجي المناسب في هذه الحالة هو الانسحاب في الوقت المناسب ومعاودة الاستثمار من جديد حفاظا على ثروة المؤسسة وحقوق الدائنين وحصص المساهمين.

الشكل رقم (17): يوضح حالة المقص المفتوح



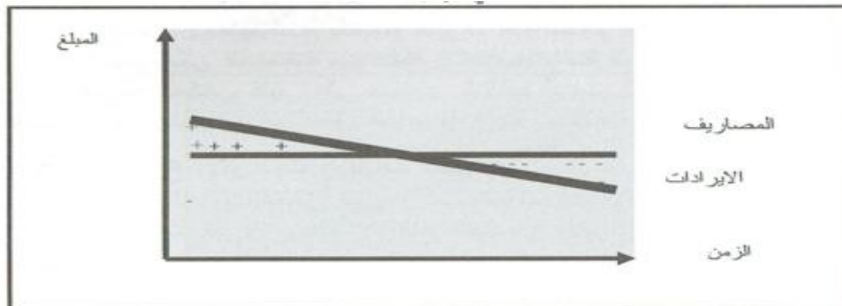
المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 202.

من بين المخارج التي يمكن أن تسلكها المؤسسة هو القيام ببيع كلي أو جزئي الأصول المؤسسة أو الدخول في اندماجات مع مؤسسات قوية، أو الاستمرار وبالتالي الذهاب نحو التوقف عن الدفع والإفلاس.

1-4- حالة انخفاض طفيف في الإيرادات وثبات التكاليف:

تعتبر هذه الحالة أقل حدة من سابقتها، ويمثل بيانها مقصا مفتوحا جزئيا، حيث يتميز النشاط بإيرادات ثابتة ومستقرة عبر الزمن مقابل انخفاض طفيف في المصاريف، وقد يكون سبب ذلك سلوك طبيعي في رقم الأعمال لسبب موسمي متعلق بطبيعة النشاط كما يمكن أن يكون خطة إستراتيجية منتهجة لتحطيم المنافسين من خلال تطبيق أسعار جد تنافسية تؤدي إلى انخفاض مؤقت في الإيرادات، ومن ثم إعادتها إلى المستوى المرغوب فيه بعد خروج المنافسين الحاليين من السوق وامتناع المنافسين المحتملين عن الاستثمار بسبب عدم جاذبية السوق نتيجة لانخفاض في الأسعار.

الشكل رقم (18): يوضح انخفاض طفيف في الإيرادات وثبات التكاليف



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 203.

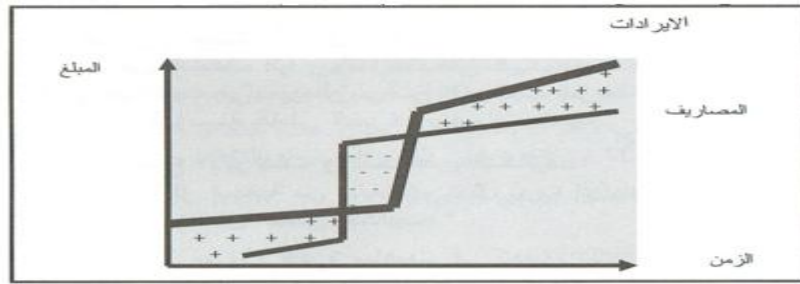
إن عملية تصحيح مسار الإيرادات في هذه الحالة سهل نسبيا، خاصة إن كانت نتيجة لخطط إستراتيجية أو بسبب تذبذب فصلي، وحتى إن كانت بسبب المنافسة أو تغير في أذواق المستهلكين يمكن للمؤسسة الرقع في رقم

الأعمال بإجراء تعديلات على المنتج أو منح خدمات إضافية للعملاء أو تكثيف الجهود الترويجية والأنشطة التسويقية.

1-5- حالة الارتفاع الكبير في تكاليف عوامل الإنتاج وارتفاع متأخر في الإيرادات:

تعاني المؤسسة في أحيان عدة من صعوبات في التزود بوسائل الإنتاج بسبب ارتفاع تكاليف شرائها وتكاليف تشغيلها، ويظهر ذلك في عدة قطاعات منها النفط والطاقة، الصناعات الثقيلة... إلخ، وبالتالي ورغم سيطرة المؤسسة على حصة سوقية معتبرة إلا أن ضخامة التكاليف أثرت سلباً على النتيجة، إلا أن هذه الوضعية لا تدوم طويلاً، فما تلبث أن تتمكن المؤسسة من امتصاص التكاليف الثابتة للاستثمار والاستغلال بفعل تنامي معدلات الإنتاج وبالتالي تستعيد المؤسسة ربحيتها من جديد.

الشكل رقم (19): يوضح حالة الارتفاع الكبير في تكاليف عوامل الإنتاج وارتفاع متأخر في الإيرادات



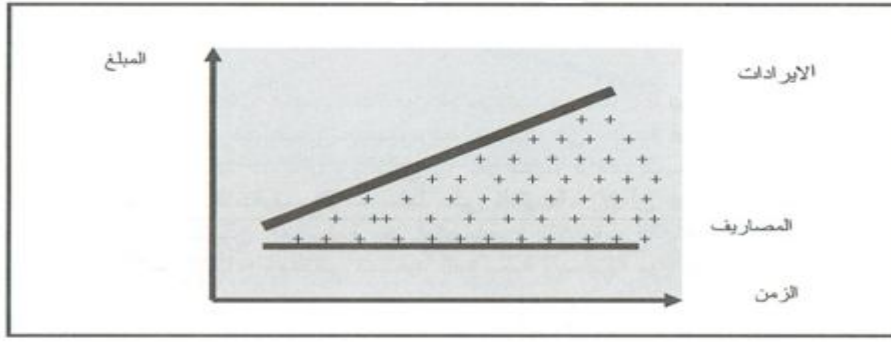
المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 203.

إن المؤسسة الكبيرة هي الوحيدة التي تستطيع مواجهة مثل هذه المشاكل فسيطرها على السوق يجعلها تنتج بأحجام كبيرة، هذا الحجم الكبير في الإنتاج وبفعل الية وفورات الحجم يمكن المؤسسة من تدنية التكاليف الثابتة للوحدة الواحدة إلى أدنى مستوياتها وهذا له انعكاس كبير على مستوى التكاليف، فتتوجه نحو الاستقرار بينما يرتفع منحنى الإيرادات ومن ثم تحقق المؤسسة أرباحاً طائلة.

1-6- حالة ارتفاع الإيرادات وثبات التكاليف:

وهي إحدى الحالات المثلى التي ترغب المؤسسات الاقتصادية في تحقيقها، حيث تشغل الربحية مساحات كبرى بسبب الارتفاع الحاد في الإيرادات والتحكم الجيد في التكاليف. ويتحقق ذلك تحت تأثير عدة عوامل منها وجود المؤسسة ومنتجاتها في أحسن الوضعية مثل موقع النجوم أو البقرة الحلوب في مصفوفة المجموعة الاستشارية لبوستن أو مرحلة النمو و/أو مرحلة التشبع في منحنى دورة حياة المنتجات، وهي مواقع تتمتع فيها المؤسسات بامتيازات جيدة.

الشكل رقم (20): يوضح ارتفاع الإيرادات وثبات التكاليف



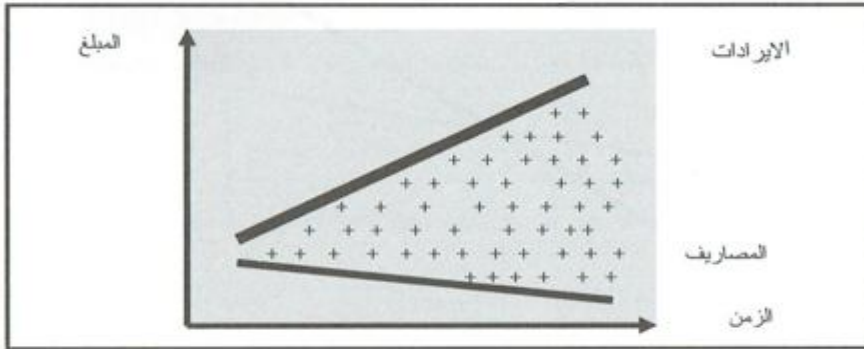
المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 204.

هذا السيناريو الممثل بالشكل أعلاه لا يتحقق إلا لدى المؤسسات الكبرى والتي لها عمر طويل في النشاط، فلو رجعنا للمنحنى البياني نجد أن منحنى التكاليف الثابتة والمتغيرة في ميل ثابت في حين أن منحنى الإيرادات يعرف نموا متسارعا، ولا يتحقق ذلك إلا إذا امتلكت المؤسسة عاملي الخبرة ووفورات الحجم.

1-7- حالة ارتفاع الإيرادات وانخفاض التكاليف:

هذه الحالة أكثر إيجابية من سابقتها وتمثل ثروة الربحية وذلك من خلال ارتفاع منحنى الإيرادات وانخفاض منحنى التكاليف. ومما لا شك أن عوامل كثيرة ساهمت في تحقيق ذلك منها تني تكاليف العمالة امتلاك التقنية المتطورة، ومنها العوامل التي ذكرت في الحالة السابقة، وعوامل خارجية مثل السيطرة على السوق، وضع الاحتكار التام، امتيازات ممنوحة من الدولة ملائمة المناخ الاستثماري والوضع السياسي والاقتصادي للدولة... الخ.

الشكل رقم (21): يوضح ارتفاع الإيرادات وانخفاض التكاليف الإيرادات



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 205.

إن هذه الحالة قد لا تدوم طويلا، وبالتالي يتوجب على المسيرين أن يبذلوا مجهودات كبيرة لكي يستفيدوا من هذا الوضع، كما يتوجب توظيف العوائد الكبيرة وفوائض الخزينة المحتملة واستثمارها بهدف التغلغل في أسواق أخرى. من جهة أخرى على المؤسسة أن توطد علاقاتها مع العملاء وذلك بمنحهم امتيازات إضافية، وكذا المساهمة في مختلف الفعاليات وخاصة تلك المتعلقة بحماية البيئة وقضايا المجتمع.

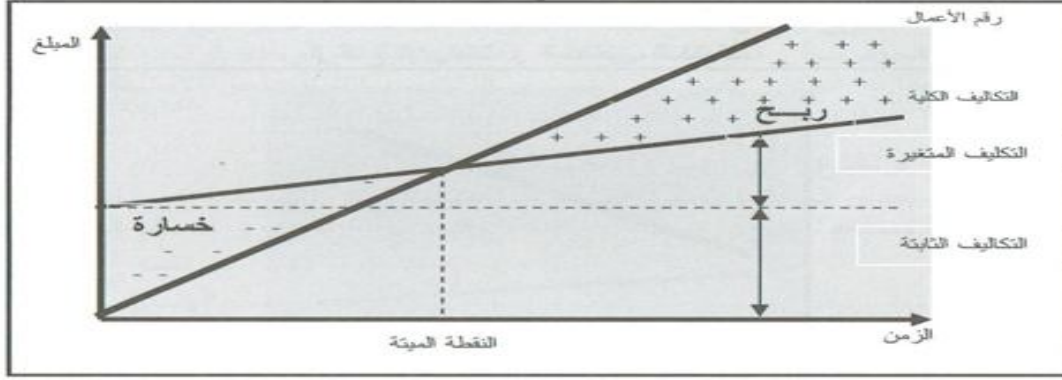
2- تحليل النتائج باستخدام أداة النقطة الميتة:

اعتمدت آلية أثر المقص على المقارنة بين المصاريف والإيرادات لتفسير التغيرات في النتيجة، وذلك دون تمييز بين المصاريف الثابتة والمتغيرة، ولا بين الإنتاج المخزن والإنتاج المباع، وبالتالي كان لا بد من تدعيم أدوات تحليل النتائج بأداة أخرى تغطي النقائص في الأدوات السابقة.

2-1- مفهوم النقطة الميتة:

2-1-1- تعريف: هناك عدة تعريف للنقطة الميتة نذكر منها:

تُعرف النقطة الميتة بمستوى النشاط الذي تكون فيه مجموع الإيرادات يغطي مجموع التكاليف، وعندها تكون النتيجة حيادية، أي وضعية لا ربح ولا خسارة. وكما تعرف على أنها رقم الأعمال الذي تكون عنده التكاليف الثابتة تعادل الهامش على التكاليف المتغيرة الممثلة في الفرق بين رقم الأعمال والتكاليف المتغيرة. ويمكن تمثيل النقطة الميتة بالشكل البياني التالي:



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 206.

يمكن حصر ثلاث حالات للنشاط حسب تحليل النقطة الميتة:

- عدم تمكن النشاط من الوصول إلى النقطة الميتة، حيث لا يكفي رقم الأعمال التغطية مجموع المصاريف في نهاية الدورة المالية، وبالتالي تتحقق الخسارة.
- يكون النشاط في نقطة التعادل أي حالة لا ربح ولا خسارة، إذا كان رقم الأعمال الحقيقي يعادل النقطة الميتة؛
- إذا تجاوز النشاط النقطة الميتة، يتحقق التعادل قبل نهاية الدورة المالية وعليه تحقق المؤسسة ربحاً.

2-1-2- كيفية حساب النقطة الميتة:

من أجل حساب النقطة الميتة من الضروري تحديد هيكل التكاليف، أي تجزئة التكاليف إلى تكاليف ثابتة وأخرى متغيرة خلال الدورة المالية. ومن خلال تعريفنا للنقطة الميتة، نجد أن نقطة التعادل تتحقق عندما تتساوى التكاليف الثابتة مع الهامش على التكاليف المتغيرة:

$$(26) \dots\dots\dots CF = CA - CV = M$$

ومنه نجد:

$$(27) \dots\dots\dots PM_e = (CF/m)$$

حيث:

- CF: التكاليف الثابتة؛
- CA: رقم الأعمال؛
- CV: التكاليف المتغيرة؛
- M: الهامش على التكاليف المتغيرة؛

○ معدل الهامش على التكاليف المتغيرة : $m = M/CA$ ؛

○ PM_e : النقطة الميتة أو رقم الأعمال الحرج.

2-2- أقسام النقطة الميتة:

تتخذ النقطة الميتة عدة أشكال لكل منها فائدة تحليلية تستخدم في تفسير التغيرات في النتيجة، وهي:

○ النقطة الميتة للاستغلال: وتتضمن تكاليف الاستغلال الثابتة والتكاليف المتغيرة للإنتاج، وتستخدم في قياس

استقرارية نتيجة الاستغلال؛

○ النقطة الميتة المالية: ويدخل في حسابها المصاريف المالية، وتستخدم في قياس استقرارية النتيجة الجارية؛

○ النقطة الميتة الإجمالية ويدخل في حسابها كل الاقتطاعات الممنوحة لمختلف المتعاملين بما فيها مكافآت رأس

المال.

والجدول التالي يبين أقسام النقطة الميتة وكيفية الحساب:

الجدول رقم (08): يوضح جدول النقطة الميثة

العلاقة	البيان
CA	رقم الأعمال
CF	تكاليف الاستغلال الثابتة
Cfi	التكاليف المالية الثابتة
CV	التكاليف المتغيرة
$m = (CA - CV) / CA$	الهامش على التكاليف المتغيرة
$PM_e = CF/m$	النقطة الميثة للاستغلال
$(CA/PM_e) - 1$	وضعية المؤسسة مقارنة بالنقطة السيئة للاستغلال
$PM_f = (CF + Cfi)/m$	النقطة الميثة المالية
$(CA/PM_f) - 1$	وضعية المؤسسة مقارنة بالنقطة الميثة المالية
$PM_t = [CF + Cfi + K_{cp} \cdot CP / (1 - IS)] / m$	النقطة الميثة الإجمالية
$(CA/PM_t) - 1$	وضعية المؤسسة مقارنة بالنقطة الميثة الإجمالية

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 207.

2-3- استخدامات النقطة الميثة:

توجد عدة استخدامات الآلية النقطة الميثة في مجال التحليل المالي وأهمها:

- قياس استقرارية الربح أخذاً في الحسبان خصائص السوق وهيكل تكاليف الإنتاج وذلك بتحديد الأيام أو الوحدات الإنتاجية الكافية لتغطية التكاليف الثابتة، ومن ثم تحديد مجال الربحية الذي كلما كان طويلاً كلما أدى ذلك إلى استقرار في الربح؛
- قياس القدرة الربحية الحقيقية للمؤسسة، ويتضح ذلك اعتماداً على عنصر الزمن حيث إذا تمكنت المؤسسة من تغطية تكاليفها بواسطة رقم الأعمال منذ الأشهر الأولى، فذلك يعني أن معظم الإيرادات هي عبارة عن أرباح خلال الأشهر المتبقية وإذا طالت مدة تغطية التكاليف قلت القدرة الربحية وسوف تمتد إلى أشهر معدودة من السنة المالية؛
- تحليل الفروقات بين التقديرات والإنجازات، وهذا أحد أهم الوظائف العملية التسييرية، وذلك بمراقبة مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها من خلال مقارنة ما تم التخطيط له بما تم إنجازه، وحينها يمكن إجراء عملية تقييم شاملة وإجراء التصحيحات اللازمة الهادفة لتجاوز الأخطاء والانحرافات في الإنجاز؛
- تساعد النقطة الميثة على اختيار الإستراتيجية الصناعية، وذلك باللجوء إلى تكثيف الجهود الاستثمارية من أجل تدنية النقطة الميثة إلى أكبر حد ممكن وذلك بغية مضاعفة الإنتاج بغية امتصاص التكاليف الثابتة للوحدة الواحدة وبالتالي تحقيق الربحية والسيطرة على السوق؛
- الربط بين الإستراتيجية المالية والإستراتيجية الصناعية، خصوصاً إذا كانت المؤسسة تعاني من وضعيات صعبة حيث تلجأ الإستراتيجية المالية إلى فتح رأس المال للمساهمة والتخلي عن الاستدانة وذلك لتحقيق مستويات دنيا النقطة الميثة، ومن ثم تجاوز الصعوبات التي تعاني منها في مجال التصنيع والاستغلال؛
- المساعدة على إعادة هيكلة المؤسسة، وذلك يتعلق بهيكل التكاليف وعلاقته بمستوى النشاط، إذ عادة ما

تلجأ المؤسسات الكبرى إلى إعادة تنظيم قواعدها الإنتاجية من أجل تقنية التكاليف العامة وغير المباشرة، والذي ينعكس مباشرة على مستوى النقطة الميتة.

المحور التاسع: جدول تدفقات الخزينة

بعد حساب المؤشرات المالية الضرورية لحساب التدفق في الخزينة تأتي عملية اختيار النموذج المناسب لجدول تدفقات الخزينة، و ذلك من بين مجموعة من البدائل التي سنتطرق إلى بعضها، وتتم عملية الاختيار بناء على متطلبات التحليل ووفق الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة بالمؤسسة محل الدراسة. حيث تدرس المنهجية المتبعة للانتقال من مختلف التدفقات المالية إلى تدفقات الخزينة وذلك بالاستعانة بالميزانية الاقتصادية والأرصدة الوسيطة للتسيير.

1- أسس بناء جدول تدفقات الخزينة:

1-1- منهجية البناء:

● استخدام الطريقة غير المباشرة في حساب مختلف المؤشرات المالية: وذلك انطلاقاً من: جدول حسابات النتائج الدورة المالية، حيث نحسب المؤشرات المالية المتعلقة بالنتيجة ابتداءً من أسفل الجدول إلى أعلاه. وكذلك ميزانيتين لسنتين متتاليتين، ومن ثم بناء ميزانية الفرق التي تعبر عن السنة المالية الأخيرة.

● إعداد الميزانية الاقتصادية: ذلك لأن جدول الخزينة ما هو إلا التغيير في مختلف مناصب الميزانية الاقتصادية BFR_{ex} ، رصيد الاستثمارات، FTD ، الاستدانة الصافية، حيث أن الارتفاع في عناصر الأصول أو الانخفاض في الخصوم يشكل تدفقا مالياً سالباً والانخفاض في عناصر الأصول أو الارتفاع في عناصر الخصوم يشكل تدفقا مالياً موجباً يظهر على مستوى جدول الخزينة.

● الانتقال من التغيير في الحسابات إلى التدفقات المالية الحقيقية: وتتضمن العمليات التالية:

○ إبعاد التدفقات الوهمية (غير النقدية): أي إبعاد التغيير في الحسابات التي لا تؤدي إلى تدفقات نقدية، ومنها الاهتلاكات والمؤونات... إلخ.

○ إعادة تقييم عناصر الأصول: وذلك بسبب اختلاف القيمة السوقية عن القيمة المحاسبية، ومنه فقد ترتفع عناصر الأصول وقد تنخفض، ويتم معالجة ذلك على مستوى الأموال الخاصة بواسطة فرق إعادة التقييم.

○ إعادة هيكلة حسابات النتائج حسب الأرصدة الوسيطة للتسيير.

○ ترتيب التدفقات المالية حسب جدول تدفقات الخزينة المختار.

1-2- آلية الانتقال إلى تدفقات الخزينة:

● الانتقال من التغيير في الاستثمارات الصافية إلى استثمارات الدورة:

○ حساب الاستثمارات المادية والمعنوية: وتحسب حسب العلاقة التالية:

استثمارات الدورة = التغيير في الاستثمارات الصافية + مخصصات الاهتلاك + القيمة المحاسبية المالية للتنازل

.....(28)

○ حساب الاستثمارات المالية: وتحسب حسب العلاقة التالية:

الاستثمارات المالية الدورة = التغير في القيمة الصافية للاستثمارات + مخصصات المؤونات + القيمة المحاسبية الصافية (29)

● الانتقال من الأموال الخاصة نحو القدرة على التمويل الذاتي: وتحسب حسب العلاقة التالية:

القدرة على التمويل الذاتي = التغير في الأموال الخاصة - الرفع في رأس المال نقدا + / - القيمة الزائدة أو الناقصة للتنازل + التغير في مكافآت رأس المال + أرباح الأسهم رهن التوزيع + مخصصات الاهتلاك للاستثمارات المالية والمعنوية - التغير في إعانات الاستثمار (30)

● الانتقال من التغير في مكافآت رأس المال نحو مكافآت رأس المال الموزعة:

يمكن أن تكون موردا حيث يحتفظ بالأرباح كاحتياطات لتدعيم رأس المال، كما يمكن أن تكون استخداما حيث يتم توزيع الأرباح على المستخدمين وعلى المساهمين وتظهر على شكل ديون قصيرة الأجل.

● الانتقال من التغير في الاستدانة الصافية نحو تدفقات الاستدانة للدورة:

يتخذ التغير في الاستدانة الصافية شكلين من التدفقات، الأول إيجابي يتمثل في القروض الجديدة والثاني سلبي يتمثل في التسديدات من هذه القروض، و منه فإنه:

القروض الجديدة = التغير في الاستدانة الصافية + تسديد القروض (31)

● الانتقال من القدرة على التمويل الذاتي نحو الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي:

نعتبر عن الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي بالعلاقة التالية:

القدرة على التمويل الذاتي = الربح الصافي + مخصصات الاهتلاك + التغير في المؤونات المخصصة لتدني الأصول الثابتة (32)

ومنه فالهامش الإجمالي للتمويل الذاتي يهمل كافة أرصدة التنازل عن الاستثمارات والتي لها ارتباط بالنتيجة.

2- نماذج جدول تدفقات الخزينة:

هناك العديد من نماذج جدول تدفقات الخزينة صادرة عن هيئات مالية وجامعات ومعاهد متخصصة وفرق بحث ومحللين ماليين وغيرها، ولكل نموذج خصوصيته في التحليل تتناسب مع كل حالة، وفيما يلي سنتطرق باختصار إلى بعض هذه النماذج.

2-1- جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة غير المباشرة:

هذا التمثيل تم تبنيه من طرف النظام المالي المحاسبي الجزائري، الهدف منه هو تمثيل إيرادات ونفقات المؤسسة لدورة معينة، وذلك بتقسيمها حسب الوظائف الثلاث الكبرى للنشاط أي كل من الاستغلال الاستثمار، التمويل بحيث نجد ما يلي:

○ تدفقات الخزينة المتولدة عن الاستغلال.

○ تدفقات الاستثمار.

○ تدفقات التمويل.

والجدول التالي يمثل جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة غير المباشرة:

الجدول رقم (09): جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة غير المباشرة وفق النظام المالي المحاسبي الجزائري

N+1	N	ملاحظة	البيان
			تدفقات الخزينة المتأتية من الأنشطة العملية (الاستغلال) صافي نتيجة السنة المالية تصحيحات من أجل: + الاهلاكات والأرصدة + تغير الضرائب المؤجلة - تغير المخزونات - تغير العملاء والحسابات الدائنة الأخرى + تغير الموردين والديون الأخرى +/- نقص أو زيادة قيمة التنازل الصافية من الضرائب
			= تدفقات الخزينة الناتج عن النشاط (أ)
			تدفقات الخزينة المتأتية من عمليات الاستثمار + مسحوبات من اقتناء استثمارات - تحصيلات التنازل عن استثمارات +/- تأثير تغيرات محيط الإدماج (1)
			= تدفقات الخزينة المرتبطة بعمليات الاستثمار (ب)
			تدفقات الخزينة المتأتية من عمليات التمويل - الحصص المدفوعة للمساهمين (أو الأرباح الموزعة) + زيادة رأس المال النقدي (النقديت) + إصدار قروض (أو سندات) - تسديد قروض
			= تدفقات الخزينة المرتبطة بعملية التمويل (ج)
			التغير في تدفقات الخزينة للفترة (أ + ب + ج)
			تدفقات الخزينة عند الافتتاح تدفقات الخزينة عند الافتتاح تأثير تغيرات سعر الصرف (1) التغير في تدفقات الخزينة

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 219.

(1) لا يستعمل إلا في تقديم الكشوف المالية المدجة

2-2- جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة:

يُركز هذا النموذج على دورتي الاستغلال والاستثمار، إذ يتوجب على المؤسسة توليد الفوائض اعتمادا على دورة الاستغلال، واعتبار دورتي الاستدانة والتمويل ملجأ استثنائيا يتم اللجوء إليه فقط في حال عدم تمكن النشاط من تمويل نفسه ذاتيا، وعليه يمكن استخدامه في المؤسسات التي تنشط في الاقتصاديات غير الرأسمالية والتي تتميز بشح في

والجدول التالي يمثل هذا النموذج من جدول تدفقات الخزينة:

الجدول رقم (10): جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة وفق النظام المالي المحاسبي الجزائري

N+1	N	ملاحظة	البيان
			تدفقات الخزينة المتأتية من الأنشطة العمليانية (الاستغلال) التحصيلات المقبوضة من العملاء - النفقات المدفوعة للموردين والمستخدمين - الفوائد والمصاريف المالية الأخرى المدفوعة الضرائب عن النتائج المتنوعة = تدفقات الخزينة قبل العناصر غير العادية + تدفقات الخزينة المرتبطة بالعناصر غير العادية (يجب توضيحها)
			= صافي تدفقات الخزينة المالية من عمليات الاستغلال (أ)
			تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار - المسحوبات عن اقتناء استثمارات عينية أو معنوية + التحصيلات عن عمليات التنازل عن استثمارات عينية أو معنوية - المسحوبات عن اقتناء استثمارات مالية + التحصيلات عن عمليات التنازل عن استثمارات مالية + الفوائد التي تم تحصيلها عن التوظيفات المالية + الحصص والأقساط المقبوضة من النتائج المستلمة
			= صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار (ب)
			تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل التحصيلات في أعقاب إصدار أسهم - الحصص وغيرها من التوزيعات التي تم القيام بها + التحصيلات المتأتية من القروض - تسديدات القروض أو الديون الأخرى المماثلة
			= صافي تدفقات الخزينة المرتبطة بأنشطة التمويل (ج)
			+/- تأثير تغيرات سعر الصرف على الخزينة
			= التغير في تدفقت الخزينة للفترة (أ + ب + ج)
			تدفقات الخزينة ومعدلاتها عند افتتاح السنة المالية تدفقات الخزينة ومعدلاتها عند أهل السنة المالية التغير في تدفقات الخزينة خلال الفترة المقارنة مع النتيجة المحاسبية

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 220.

2-3- جدول تدفقات الخزينة لبنك فرنسا:

بعد حساب مؤشر فائض خزينة الاستغلال في أعلى الجدول، يظهر لنا الجدول التدفقات المفروض على المؤسسة دفعها مثل: المصاريف المالية، الضرائب على الأرباح توزيع مكافآت رأس المال. وبعد ذلك يظهر لنا التدفقات التي يمكن أن تلجأ إليها المؤسسة التغطية أي زيادة التدفقات المفروض على المؤسسة دفعها مقارنة مع تدفقات الاستغلال، فالجدول يناسب أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لأنه صدر من طرف بنك فرنسا لهذا الغرض. وأما العنصر

الجديد في هذا الجدول والمهم هو أنه يظهر رصيد تدفق الخزينة المتاح بعد دفع المصاريف المالية والضرائب على الأرباح وتسديد القروض، حيث يسمح هذا الرصيد هو الذي بمراقبة عملية تمويل الاستثمارات المستقبلية. وفيما يلي نموذج لجدول تدفقات الخزينة المقدم من طرف بنك فرنسا.

الجدول رقم (11): جدول تدفقات الخزينة حسب بنك فرنسا

N+2	N+1	N	البيان
			الفائض الإجمالي للاستغلال - التغير في الاحتياج في رأس المال العامل
			= تدفق خزينة الاستغلال
			- الفوائد المالية - الضرائب على الأرباح - الأرباح الموزعة خلال الدورة الحالية - تسديدات: السندات القروض البنكية قروض مالية أخرى
			= تدفق الخزينة المتاحة A
			حيازة الاستثمارات الإنتاجية - إعانات الاستثمار + حيازة الاستثمارات مالية + التغير في الأصول الثابتة خارج الاستغلال - التنازل من الاستثمارات المادية والمعنوية
			= الاستثمارات الصافية B
			الارتفاع أو الانخفاض في رأس المال + التغير في المجموعة والشركاء (متضمنة الديون المالية) + القروض الجديدة: السندات القروض البنكية قروض أخرى
			= الموارد المستقرة المحصل عليها خلال الدورة الحالية C
			التغير في الخزينة = A + B - C + = التغير في المناحات - التغير في الاعتمادات البنكية الجارية

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 221.

المحور العاشر: المردودية وأثر الرافعة المالية

إن من بين العوامل المحددة لمستوى الأداء في المؤسسة هو هيكل التمويل إذ بالرغم من أن دور هذا الهيكل معقد ومحل جدل كبير، فتحليل أثر الرافعة يسمح بإعطاء مقارنة أولية لهذه الإشكالية، فحسب هذا التحليل يمكن أن يكون للاستدانة تأثيران مزدوجان تبعا للعلاقة بين تكلفة الاستدانة ومردودية الأصول، فيكون تأثيرها ايجابي إذا كانت مردودية الأصول كافية، كما يمكن أن يكون لها تأثير سلبي إذا كانت تكلفتها غير مغطاة بمردودية كافية. ومن أجل التدليل على ذلك خصصنا هذا الفصل الدراسة تقنية أثر الرافعة المالية وكيفية عملها ومدى صلاحيتها كنظرية التفسير اختيار المصادر المالية للمؤسسة.

1- مفهوم أثر الرافعة المالية:

1-1- المردودية المالية والمردودية الاقتصادية:

تعرف المردودية على أنها ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها حيث تحد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية.

1-1-1- المردودية الاقتصادية:

• تعريف:

تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيس وتستبعد الأنشطة الثانوية وتلك ذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية، وتقاس بمعدل المردودية الاقتصادية المحدد بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية (Re)} = \text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة/الأصول الاقتصادية} \dots\dots\dots (33)$$

تقيس العلاقة السابقة مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال.

• المركبات الأساسية للمردودية الاقتصادية:

لاستخراج المركبات الأساسية لمعدل المردودية الاقتصادية نقوم بإعادة كتابة العلاقة الرياضية مع إدراج رقم الأعمال، وذلك على النحو التالي:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية (Re)} = \text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة/رقم الأعمال} \times \text{رقم الأعمال/الأصول الاقتصادية} \dots\dots\dots (34)$$

ومنه نستخلص أن معدل المردودية الاقتصادية هي حاصل جداء معدل ربحية الاستغلال بعد الضريبة ومثل دوران الأصول الاقتصادية المعرفين كما يلي:

○ **معدل ربحية الاستغلال:** ويدعى كذلك بمعدل الربحية الجزئية أو معدل هامش الاستغلال ويقاس ربحية المؤسسة انطلاقا من دورة الاستغلال، إذ يقارن نتيجة الاستغلال المحققة خلال الدورة برقم الأعمال السنوي خارج

الرسم، ويحسب انطلاقاً من جدول النتائج بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل ربحية الاستغلال} = \text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة} / \text{رقم الأعمال} \dots\dots\dots (35)$$

يعتبر هذا المعدل من مؤشرات قياس الأداء الاقتصادي ويظهر قدرة المؤسسة على تحقيق نتائج مقارنة بالإيراد الإجمالي، ويمكن حسابه قبل الضريبة على الأرباح أو بعدها حسب احتياجات المحلل المالي التحليلية وتبعاً للمنطق المالي المستخدم.

○ **معدل دوران الأصول الاقتصادية:** يقيس هذا المؤشر قدرة مساهمة الأصول الاقتصادية في تحقيق رقم الأعمال، وذلك بمعدل لقارن فيه بين حجم الأصول الاقتصادية المستثمرة لتحقيق رقم أعمال معين، ويحسب انطلاقاً من الميزانية الاقتصادية وجدول حسابات النتائج بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول الاقتصادية} = \text{رقم الأعمال} / \text{الأصول الاقتصادية} \dots\dots\dots (36)$$

يمكن هذا المعدل من حساب عدد المرات التي يتكرر فيها رقم الأعمال بنفس الحجم ليغطي الأصول الاقتصادية، بشكل يمكن اتخاذ القرار المالي من مراقبة الجدوى الاقتصادية للأموال المستثمرة في الدورة الاقتصادية وإمكانية تصحيحها لتحقيق الأهداف المسطرة.

1-1-2- المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة):

● تعريف:

تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والتدفقات المالية، حيث نأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية، ويمكن حسابها بالعلاقة التالية:

$$\text{مردودية الأموال الخاصة (Rcp)} = \text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة} \dots\dots\dots (37)$$

حيث تحدد العلاقة أعلاه، مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية من المؤسسة من استعادة ورفع مستوى الأموال الخاصة، ويمكن بقراءة معمقة تعريف مردودية الأموال الخاصة على أنها معدل المردودية الاقتصادية بعد الضريبة عند مستوى استنادة معدوم.

● المركبات الأساسية للمردودية المالية:

بنفس المنطق السابق يمكن استخراج المركبات الأساسية لمعدل المردودية المالية نقوم بإعادة كتابة العلاقة الرياضية مع إدراج رقم الأعمال والأصول الاقتصادية، وذلك على النحو التالي:

$$\text{مردودية الأموال الخاصة (Rcp)} = (\text{النتيجة الصافية} / \text{رقم الأعمال}) \times (\text{رقم الأعمال} / \text{الأصول الاقتصادية}) \times \dots\dots\dots (38)$$

إذن فالمردودية المالية يمكن تحليلها إلى ثلاث مركبات أساسية والمتمثلة في معدل الإجمالية ومعدل دوران الأصول الاقتصادية والنسبة الهيكلية والتي تعرفها باختصار كالاتي:

○ **معدل الربحية الإجمالية:** ويقاس الربحية الإجمالية للمؤسسة انطلاقاً من إجمالي أنشطتها، حيث يقارن النتيجة الصافية المحققة خلال الدورة برقم الأعمال السنوي خارج الرسم، ويحسب انطلاقاً من جدول النتائج بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل الربحية الإجمالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رقم الأعمال}} \dots\dots\dots (39)$$

يعتبر هذا المعدل من مؤشرات قياس الأداء المالي ويظهر قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح صافية مقارنة برقم الأعمال، أي قدرة المؤسسة على تحويل إيراداتها الإجمالية إلى ربح صافي وقدرتها على التحكم في التكاليف الإجمالية؛

○ **معدل دوران الأصول الاقتصادية:** يقيس هذا المؤشر قدرة مساهمة الأصول الاقتصادية في تحقيق رقم الأعمال، وذلك بمعدل تقارن فيه بين مستوى الأصول الاقتصادية المستثمرة لتحقيق رقم أعمال معين، ويحسب انطلاقاً من الميزانية وجدول حسابات النتائج بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول الاقتصادية} = \frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{الأصول الاقتصادية}} \dots\dots\dots (40)$$

يمكن هذا المثل من حساب عند المرات التي يتكرر فيها رقم الأعمال بنفس الحجم ليغطي الأصول الاقتصادية، بشكل يمكن متخذ القرار المالي من مراقبة الجدوى الاقتصادية للأموال المستثمرة في الدورة الاقتصادية وإمكانية تصحيحها لتحقيق الأهداف المسطرة؛

○ **النسبة الهيكلية:** تقيس التركيبة المالية للمؤسسة، وذلك بمقارنة مستوى الأموال الخاصة إلى إجمالي الأصول الاقتصادية، وتحسب انطلاقاً من الميزانية الاقتصادية بالعلاقة التالية:

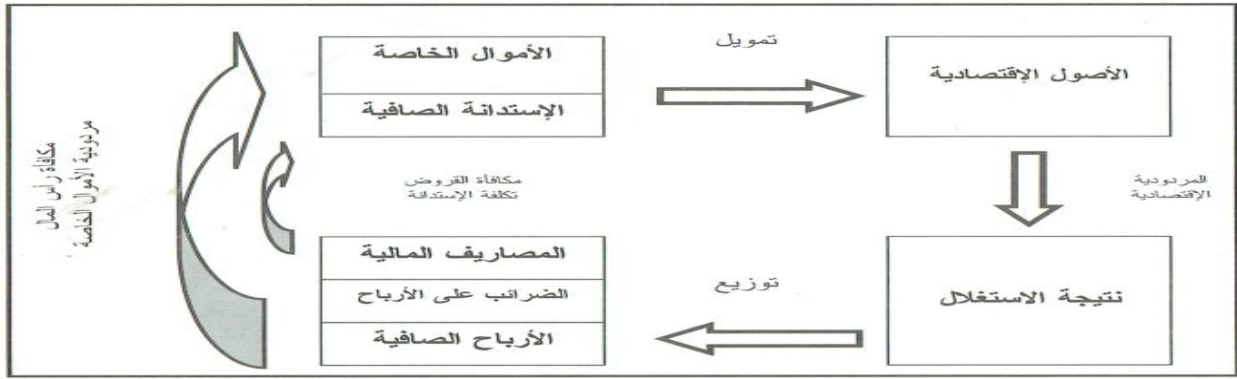
$$\text{النسبة الهيكلية} = \frac{\text{الأصول الاقتصادية}}{\text{الأموال الخاصة}} \dots\dots\dots (41)$$

يمكن هذا المعدل من حساب عدد المرات التي تتكرر فيها الأموال الخاصة بنفس المستوى لتغطي الأصول الاقتصادية، أي تعطي للمحلل المالي فكرة حول مساهمة الأموال الخاصة في تمويل الاحتياجات المالية ممثلة في الأصول الاقتصادية.

1-2- مبدأ أثر الرافعة المالية:

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 نكون أمام حالة أثر رافعة مالية إيجابي، أما في الحالة العكسية أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تنخفض مردودية المساهمين ويصبح أثر الرافعة المالي سلبي. وبالتالي يمكننا تفسير أثر الرافعة المالية بمعدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة مثل مردودية الأصول الاقتصادية وتكلفة الدين. وبهدف التبسيط سوف تعتبر في منهجيتنا أن الأموال المستخدمة في مجملها تأخذ لما شكل الأموال الخاصة أو شكل استدانة، هذه الأموال هي أموال مستثمرة في شكل أصول ينتظر منها توليد نتائج كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (23): يوضح توزيع الثروة في المؤسسة



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 221.

فمجموع الأموال المقدمة من قبل المقرضين والمساهمين يمول مجموع الاستخدامات أي الأصول الاقتصادية، هذه الاستخدامات تولد نتائج توزيع بدورها على التكاليف المالية (مكافأة المقرضين) والنتيجة قبل الضريبة التي تعود إلى المساهمين في نهاية الأمر عندما تقارن بين مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية (قبل الضريبة من أجل التجانس) نجد أن الفرق يعود إلى أثر الهيكل المالي ومنه يمكننا أن نعرف الفرق بين مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية بعد الضريبة بأنه أثر رافعة الاستدانة أو بعبارة أخرى أثر الرافعة المالية. ويفسر أثر الرافعة المالية كيف يمكننا أن نحقق مردودية أموال خاصة تكون أعلى من مردودية يحمل الأموال المستثمرة التي تعبر عنها بالمردودية الاقتصادية، لكن علينا ألا ننساق مع هذا المنطق الذي يقدمه أثر الرافعة المالية، وهو أنه بإمكاننا أن نحصل على ربح مزيد من الأموال بفعل الاستدانة، لأن أثر الرافعة المالية يمكنه أن يؤثر باتجاهين متعاكسين، فإذا كان بإمكانها أن ترفع من مردودية الأموال الخاصة بالمقارنة مع المردودية الاقتصادية، فإنه يمكن أن يكون لها أثر عكسي في بعض الأحيان وتخفض من مردودية الأموال الخاصة بالمقارنة مع المردودية الاقتصادية.

إذا فبدأً أثر الرافعة 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 فرائض مالية 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 المالية. فالاستدانة يمكنها أن ترفع من مردودية الأموال الخاصة للمؤسسة، دون أن تغير من المردودية الاقتصادية، لكن الفرضية الأساسية لهذه الآلية هي تحقق جدلية أن المردودية المالية ترتفع عندما تزيد المؤسسة من استدانتها، وأنه يجب أن تكون المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة، وخلاف ذلك أي عندما تستكين المؤسسة بمعدل تكلفة (فائدة) أعلى من المردودية الاقتصادية التي يمكن أن تحصل عليها من استثمار الأموال المقترضة، تكون هنا أمام عجز سيحمل على مردودية الأموال الخاصة لأن النتيجة تنخفض وتصبح مردودية الأموال الخاصة أقل من المردودية الاقتصادية.

إذا يمكننا أن نستنتج أنه عندما تصبح المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة، فإن أثر رافعة الاستدانة ينعكس فتتخفض مردودية الأموال الخاصة التي تصبح أقل من المردودية الاقتصادية.

1-3- الصياغة الرياضية لأثر الرافعة المالية:

في البداية يجب الإشارة إلى أثر الضريبة على التحليل الذي قمنا باستعراضه الأثر الرافعة المالية، فالضريبة على الربح في اقتطاع من النتيجة، ومنه فإن كل ناتج هو مولد للضريبة، وكل تكلفة تعتبر كمخفض للضريبة على الربح (في حدود الربح الذي تحققه المؤسسة) فكل نتيجة من حسابات جدول النتائج مرتبطة بضريبة أو دين ضريبي نظري، والضريبة النهائية هي محصلة مجموع الضرائب أو دون الضرائب (إذا كان هذا المجموع موجبا)، وعليه يمكننا حساب نتيجة اقتصادية صافية من الضرائب على الأرباح بضرب نتيجة الاستغلال في معدل الضريبة. وهذه الخطوة تمكننا من تحقيق التجانس في حسابنا الأثر الرافعة المالية، لذلك سوف نعتبر خلال كل تحليلنا أن أي نتيجة هي بعد الضريبة (نتيجة الاستغلال المالية والنتيجة الصافية) مع الإشارة إلى أن التحليل سيظل ثابتا إذا افترضنا أن كل النتائج هي قبل الضريبة على الربح. ويمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية، انطلاقا من المعطيات التالية:

R_E : نتيجة الاستغلال.

R_{net} : النتيجة الصافية.

R_e : المردودية الاقتصادية

R_{CP} : مردودية الأموال الخاصة.

CP : الأموال الخاصة.

D : الاستدانة الصافية.

i : تكلفة الاستدانة

IS : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

لدينا ما يلي: تُحدد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الاستغلال:

$$R_{net} = (R_E - i.D)(1 - IS)$$

وبقسمة طرفي المعادلة السابقة على الأموال الخاصة CP نجد:

$$\begin{aligned} R_{CP} &= \frac{R_{net}}{CP} = \frac{(R_E - i.D)(1 - IS)}{CP} \\ &= \frac{(R_E - i.D)(1 - IS)}{CP + D} \cdot \frac{CP + D}{CP} \\ &= \left(R_e \cdot \frac{CP}{CP} + R_e \cdot \frac{D}{CP} - i \cdot \frac{D}{CP} \right) (1 - IS) \end{aligned}$$

وبالتالي يمكن صياغة أثر الرافعة المالية رياضيا كالتالي:

$$R_{CP} = \left(R_e + (R_e - i) \frac{D}{CP} \right) (1 - IS)$$

حيث:

○ $(R_e - i)$: الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة؛

○ D/Cp : الرافعة المالية وتقيس تركيبة الهيكل المالي؛

○ $(Re - i) \cdot D/Cp$: أثر الرافعة المالية.

يمكن البرهنة على هذه العلاقة بسهولة باستخدام المعادلات المحاسبية التالية:

○ الاستدانة الصافية + الأموال الخاصة - الأصول الاقتصادية؛

○ نتيجة الاستغلال بعد الضريبة - التكاليف المالية بعد الضريبة = النتيجة الصافية؛

○ النتيجة الصافية/الأموال الخاصة - مردودية الأموال الخاصة؛

○ نتيجة الاستغلال بعد الضريبة/الأصول الاقتصادية - المردودية الاقتصادية.

مردودية الأموال الخاصة = المردودية الاقتصادية + (المردودية الاقتصادية - تكلفة الاستدانة) * الاستدانة

الصافية/الأموال الخاصة (42)

تدعى العلاقة (الاستدانة الصافية/الأموال الخاصة) الرافعة المالية؛ والعلاقة (المردودية الاقتصادية - تكلفة الاستدانة)

*الاستدانة الصافية/الأموال الخاصة تسمى بأثر الرافعة. وبالتالي يكون لدينا:

مردودية الأموال الخاصة = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية (43)

2- حساب أثر الرافعة المالية:

من أجل حساب أثر الرافعة ومردودية الأموال الخاصة، نستعرض العناصر الضرورية من القيام بهذا الحساب:

● من جدول حسابات النتائج:

○ رقم الأعمال (CA)؛

○ النتيجة الجارية (R_c)؛

○ المصاريف المالية الصافية (CF)؛ نذكر هنا أنها صافية من النواتج المالية؛

○ نتيجة الاستغلال (R_E).

● من الميزانية الاقتصادية:

○ الاستثمارات (Im)؛

○ الاحتياج في رأس المال العامل (للاستغلال وخارج الاستغلال) (BFR)؛

○ الأصول الاقتصادية (A_E)، مجموع القيمتين السابقتين، كما تساوي أيضا مجموع القيمتين اللاحقين باعتبار

أن الأصول الاقتصادية تمول بواسطة الأموال الخاصة والاستدانة؛

○ الأموال الخاصة (CP)؛

○ الاستدانة الصافية (D)، التي تشمل مجموع الديون البنكية والمالية القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل مخفض

منها القيم المنقولة للتوظيفات المالية والمتاحات، معدل الضريبة على الأرباح الذي رمزنا له بـ IS. وإذا كانت المؤسسة

ممولة جزئيا بأموال شبه خاصة، فإنه يتعين إجراء دراسة من أجل إلحاقها إما للأموال الخاصة أو الاستدانة، فإذا كان

هناك سندات قابلة للتحويل تؤكد تحويلها فإنها تلحق بالأموال الخاصة مع خصم الفوائد المدفوعة من المصاريف المالية

وضمها للنتيجة، وفي حالة العكس تلحق بالاستدانة، كما يجب توزيع المؤونات المتعلقة بالمخاطر والتكاليف بين الاستدانة الصافية والأموال الخاصة، لأنه بدون ذلك فإن الميزانية المختصرة لا تكون متوازنة. وبالنسبة للمؤسسات التي تتميز بأصول اقتصادية سالبة، وهي المؤسسات التي يوجد لديها احتياج في رأس المال العامل سالب بشكل كبير بحيث يغطي إجمالي الاستثمارات الصافية وهي مؤسسات عادة ما تنتمي لبعض القطاعات الخدمية (المطاعم النقل، التوزيع...)، نجد أنها تولد مردودية أموال خاصة مرتفعة جدا، والمردودية الاقتصادية في هذه الحالات يجب أن تحسب بالأخذ في الاعتبار إيرادات التوظيفات المالية (تضم إلى النتيجة) ومبلغ التوظيفات تضم إلى الأصول الاقتصادية، بحيث تحسب كالتالي:

$$\text{المردودية الاقتصادية} = (\text{نتيجة الاستغلال} + \text{الإيرادات المالية}) / (\text{الأصول الاقتصادية} + \text{التوظيفات المالية}) \dots\dots\dots (44)$$

باعتبار أن هذا النوع من المؤسسات يأخذ في الحسبان إيراداتها المالية عند تحديد أسعار بيع منتجاتها وخدماتها. يقوم أثر الرافعة على علاقة محاسبية، لذلك فإنه قابل للتطبيق في كل الحالات حتى تلك التي يكون للمؤسسة فيها استدانة صافية سالبة، أي عندما تكون توظيفاتها المالية أكبر من ديونها، وفي هذه الحالة فإن مردودية الأموال الخاصة مثل فقط متوسط (المرجح بأهمية الأموال الخاصة والتوظيفات المالية) المردودية الاقتصادية ومردودية التوظيفات المالية، أي فقط تعوض في المعادلة D بـ (P-)، حيث P مبلغ التوظيفات المالية الصافية و b (حيث معدل المردودية الصافية لهذه التوظيفات فيصبح لدينا:

$$R_{CP} = \left[R_e + (R_e + p) \frac{P}{CP} \right] (1 - IS)$$

3- حالات أثر الرافعة المالية:

يهدف المحلل المالي من خلال حساب أثر الرافعة المالية إلى دراسة أثر الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة (أو المردودية المالية)، ومنه يمكن أن تكون الاستدانة ذات أثر إيجابي على المردودية المالية كما يمكن أن تكون ذات أثر سلبي.

3-1- حالة المؤسسة عديمة الاستدانة:

وفي حالة نادرة الحدوث على أرض الواقع وعندها تمول الاحتياجات المالية حصرا بواسطة التمويل الذاتي والرفع في رأس المال:

$$D = 0 \Rightarrow R_{CP} = R_e (1 - IS)$$

في هذه الحالة لا يوجد أثر للرافعة المالية، وبالتالي تتساوى مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح.

3-2- حالة المؤسسة المستدينة:

تعد الاستدانة من أهم مصادر التمويل، كما أنها تساهم في تحسين مستويات المردودية المالية الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق نمو للقدرة على التمويل الذاتي والتي تعتبر أهم وسائل التمويل، لكن من الضروري مراقبة مستويات

الاستدانة، لنفترض أن معدل الفائدة يقدر بـ 12%، أما معدل المردودية الاقتصادية فيختلف حسب فرضيات

● حالة المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الفائدة: $(Re > i)$

عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة، يكون أثر الرافعة المالية موجب:

$$(R_e - i) > 0 \Rightarrow R_{CP} - R_e = (R_e - i) \frac{D}{CP} > 0$$

ومنه يمكن تحسين مردودية الأموال الخاصة بزيادة الرافعة المالية D/CP أي أن زيادة اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى زيادة المردودية الأموال الخاصة.

● حالة المردودية الاقتصادية تساوي معدل الفائدة: $(Re = i)$

هذه الوضعية تؤدي إلى تحييد أثر الرافعة المالية، وحينها تتوحد دلالة كل من مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية بعد الضريبة، وهي نفس حالة انعدام الاستدانة.

● حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة: $(Re < i)$

عند تحقق هذه الحالة، يكون أثر الرافعة المالية سالب ويعطى بالعلاقة التالية:

$$(R_e - i) < 0 \Rightarrow R_{CP} - R_e = (R_e - i) \frac{D}{CP} < 0$$

وتتخفض مردودية الأموال الخاصة بزيادة اللجوء إلى الاستدانة، وذلك بسبب ارتفاع المصاريف المالية، وهي حالة أثر الرافعة المالية سالب.

4- حدود أثر الرافعة:

إذا كان المعدل المحاسبي المردودية الاقتصادية يقدم فوائد مؤكدة في التحليل المالي والتسيير، فإنه من وجهة النظر المالية يظل محدود جدا. وعلى اعتبار أن الصياغة الرياضية لأثر الرافعة تقوم على معادلة محاسبية فهي بالضرورة صحيحة بالرغم مما يشوب بعض القيم من أحكام قيمة، فتكلفة الاستدانة تحسب بالعلاقة بين التكاليف المالية الصافية من الإيرادات المالية والاستدانة انطلاقا من الميزانية يمكن أن تكون مرتفعة أو ضعيفة، وذلك لأن الاستدانة الصافية التي تظهر في الميزانية لا تمثل متوسط الاستدانة، وبالتالي لا تعكس واقع المؤسسة فيما إذا كانت متينة بشكل كبير أو أقل ويزداد ذلك أهمية مع وجود ظاهرة موسمية النشاط. وفي مثل هذه الحالات تحاول أن نأخذ ميزانيات متوسطة خاصة على مستوى الاستثمارات والأموال الخاصة، وهو عمل متاح في معظم الأحيان للمحللين الداخليين الذين يجوزون على معلومات كافية للقيام بمثل هذا العمل، وبالتالي يجب أن تقلل من معدل الفائدة الظاهر.

في مجال التسيير فإن المعدل المحاسبي للمردودية الاقتصادية والأموال الخاصة يمثلان إحدى أهم مؤشرات قياس الفعالية والمردودية لمراكز الربح، لكن من الناحية المالية فإن فوائدهما جد محدودة، فهي مؤشرات تحسب على أساس محاسبي لا تدخل في الاعتبار عامل المخاطرة، وبالتالي لا يمكنهما بأي حال من الأحوال أن يحكما أهداف المؤسسة والاعتماد عليهما بشكل مطلق قد يقود إلى قرارات خاطئة كليا. فكما رأينا سابقا، يمكننا وبسهولة تحسين المعمل المحاسبي المردودية 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 حال من الأحوال الاستجابة لمتطلبات المساهمين والدائنين، فهي معدلات لا ترتبط بمجال المالية لأنها لا تأخذ في الحسبان متغيرتان أساسيتان في مجال المالية وهما المخاطرة والتقييم، وبالتالي فهي مؤشرات ترتبط بمجال التحليل والمراقبة المالية فقط. ولمعالجة هذا الإشكال يعمد البعض إلى محاولة حساب المردودية الاقتصادية بقسمة نتيجة الاستغلال على مبلغ الرسالة في سوق المال مضاف إليها الديون، وهذا كما يبدو لا يقوم على أسس صحيحة باعتبار أننا تقارن نتيجة محاسبية متعلقة بالماضي مع تقدير للأصول الذي يقوم على التنبؤ للنتائج مستقبلاً.

فهذا التمثيل لأثر الدين من جهة غير كاف باعتبار أنه لا يأخذ في الاعتبار المخاطرة، فإذا كان للدين ميزة زيادة المردودية المالية أو مردودية الأموال الخاصة عن طريق تحويل الثروة من المقرضين إلى المساهمين عندما تكون مردودية الاستغلال أكبر من تكلفة الديون فإن لها عيب زيادتها للمخاطرة بالنسبة للمساهمين عن طريق جعلها للمردودية عرضة للتذبذب. وهذا التمثيل الأثر الرافعة لا يسمح بتحديد هيكل مالي أمثل لرأس المال في المؤسسة، لأن الأمر يتوقف على المردودية الاقتصادية للمؤسسة بالمقارنة مع تكلفة الدين إضافة إلى معدل فائدة ثابت وعلى هذا الأساس بني التقليديون نظريتهم حول الهياكل المالية.

المحور الحادي عشر: تسيير احتياجات تمويل دورة الاستغلال

يعتبر الاحتياج في رأس المال العامل مؤشراً هاماً يحدد احتياجات دورة الاستغلال التي تتوسع نتيجة لنمو النشاط، ونتيجة لذلك يزداد مستوى الاحتياج في رأس المال العامل، حيث تمتد آثار هذه الزيادة إلى الخزينة ومستوى السيولة على المدى القصير. ولمواجهة هذا التآكل في حجم السيولة نلجأ إلى تقدير المستوى الأمثل للاحتياج في رأس المال العامل باستخدام الطريقة المعيارية، وذلك من أجل تحقيق التوازن بين النمو ومستوى الخزينة. ولمعرفة كيفية حساب معدلات دوران عناصر الاستغلال والطريقة التي تمكن المحلل المالي من التنبؤ بالاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال مستقبلاً، ومن ثم إعداد الموازنة التقديرية المتعلقة بدورة الاستغلال.

1- تشخيص نمو النشاط:

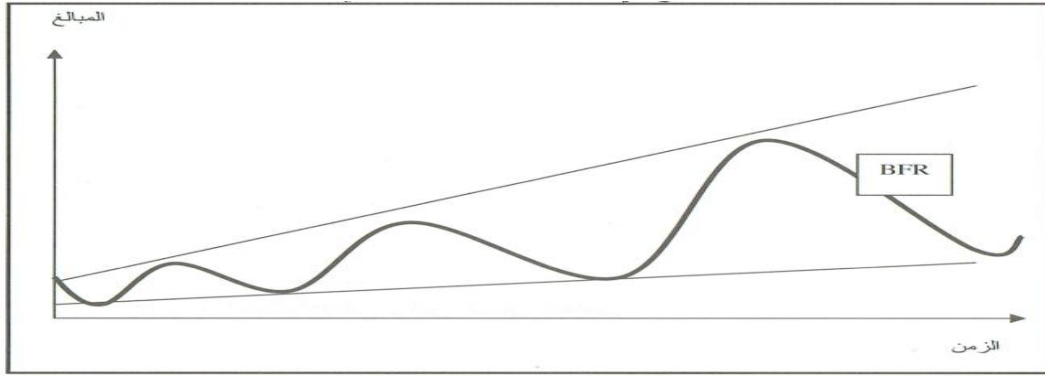
1-1- طبيعة الاحتياج في رأس المال العامل:

تحتل دورة الاستغلال مكانة هامة في تشخيص نمو المؤسسة، إذ تتوسع احتياجات دورة الاستغلال نتيجة لنمو النشاط، ويظهر هذا الاحتياج من خلال التباعد الظرفي بين زمن إتمام عمليات البيع وزمن التسوية المالية (تحصيل المبيعات)، أثناء هذه الفترة تقوم المؤسسة بتمويل المخزونات، وتسديد تكاليف الإنتاج والتشغيل ومنح إعمادات مالية في شكل آجال ممنوحة للعملاء، وهذا يمثل احتياج في تمويل دورة الاستغلال. وبالمقابل تتلقى المؤسسة إعمادات مالية في شكل آجال يمنحها المورد لها والتي تتمثل في مورد لتمويل دورة الاستغلال، ومنه فإن الفرق بين احتياجات وموارد دورة الاستغلال، يعطي رصيد الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFR_{ex} .

يتميز الاحتياج في رأس المال العامل بحركية مستمرة خلال الدورة، وذلك بسبب تذبذب الاحتياجات المالية للنشاط حسب فصول زمنية يزداد فيها حجم النشاط وينخفض بشكل دوري، وينعكس هذا على الاحتياج في رأس المال العامل، وذلك نتيجة للعلاقة الطردية بين الزيادة في رقم الأعمال والزيادة في مستوى الاحتياجات في دورة

الاستغلال، والشكل التالي يبين طبيعة الاحتياج في رأس المال العامل:

الشكل رقم (25): يوضح الاحتياج في رأس المال العامل الدوري



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 302.

بالنظر إلى الشكل أعلاه نجد أن احتياجات دورة الاستغلال تزداد وتنخفض عبر الزمن، حيث تتغير التباينات الزمنية بين عناصر الاستغلال بسبب التغير في عناصر الإنتاج ودرجة تأقلم المؤسسة مع المحيط.

1-2- نسبة النمو:

يتحقق النمو المتوازن للمؤسسة باستخدام الاحتياج في رأس المال العامل على استقرار نسبة النمو، أي زيادة كل من الاحتياج في رأس المال العامل ورقم الأعمال بوتيرة واحدة، ومراقبة هذه النسبة أثناء مرحلة النمو بعد الية أساسية لتجنب الاختلالات المالية التالية:

○ نمو غير متحكم فيه: تقع المؤسسة في هذه الوضعية عندما تنطلق في أنشطة تفوق قدراتها المالية، فيؤدي ذلك إلى استهلاك سيولتها المالية وتقع في خطر الإفلاس والزوال، ويمكن تصور هذا السيناريو من خلال اختلال نسبة النمو بسبب تضخم الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال، وبالتالي زيادة الحاجة إلى موارد جديدة لتمويل هذه الزيادة في الاحتياجات.

○ سوء تسيير عناصر الاستغلال: وهو مشكل ناجم عن سوء تسيير عناصر دورة الاستغلال والذي ينتج

بسبب:

- منح آجال طويلة للعملاء؛
- مخزون ذو دوران بطيء؛
- ضعف أداء التفاوض التجاري، وذلك بقبول آجال قصيرة من طرف المورد.

الخلل في تسيير عناصر الاستغلال يؤدي مباشرة إلى تضخم في الاحتياجات المالية الخاصة بدورة الاستغلال بشكل غير مبرر لا يتناسب مع معدلات نمو رقم الأعمال.

2- الاحتياج في رأس المال العامل المعياري:

تهدف الطريقة المعيارية إلى تفادي الاختلال في نسبة النمو، وذلك بحساب الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال بما يتناسب مع الإمكانيات المالية للمؤسسة ويكون ذلك على ضوء معلومات تقديرية في إطار إعداد مخطط النمو المستقبلي.

تقييم الاحتياج في رأس المال العامل بهذه الطريقة يتم بالاعتماد على حسابات النتائج وأجزاء الميزانية المكونة لدورة الاستغلال (مخزون، عملاء، موردون)، ويتم التقييم على أساس النسبة BFR/CA ، أي حساب مكونات الاحتياج في رأس المال العامل بأيام من رقم الأعمال، وذلك حسب الخطوات التالية:

- تقييم أزمدة الدوران المكونات الاحتياج في رأس المال العامل بوحدات قياس موحدة خاصة لكل مكون؛
- تقدير معاملات الترجيح التي تسمح بإعادة تقدير أزمدة الدوران المتحصل عليها في الخطوة السابقة بوحدات قياس موحدة (يوم من رقم الأعمال)؛
- حساب أزمدة دوران الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال بأيام من رقم الأعمال.

2-1- معدلات دوران عناصر الاستغلال:

معدلات الثوران هي مؤشرات كمية تهدف إلى تحليل دورة الاستغلال تحدد بواسطتها الأموال المجمدة في شكل مخزونات وآجال للعملاء.

● معدلات دوران المخزون:

يختلف المخزون حسب طبيعة النشاط تجاري، صناعي، خدماتي، إلا أننا سنتطرق إلى أكثر عناصر المخزونات أهمية بالنسبة للمؤسسات على اختلاف طبيعتها:

- معدل دوران المواد الأولية: ويتمثل في المدة المتوسطة التي تبقى فيها المواد الأولية منذ شرائها وحتى استهلاكها، ويُحسب حسب العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران المواد الأولية} = (\text{مخزون المواد الأولية} / \text{استهلاك المواد الأولية}) \times (360 \text{ يوم}^{**} = \text{يوم} \dots \dots (45))$$

- معدل دوران البضائع: ويتمثل في المدة المتوسطة التي تبقى فيها البضائع منذ شرائها وحتى إعادة بيعها، ويحسب اعتماداً على العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران البضائع} = (\text{مخزون البضائع} / \text{بضائع مستهلكة}) \times (360 \text{ يوم}^{**} = \text{يوم} \dots \dots (46))$$

- معدل دوران منتجات قيد التنفيذ: ويتمثل في المدة المتوسطة التي تبقى فيها هذه المنتجات في وضع وسطي بين المواد الأولية والمنتجات التامة ويحسب كالتالي:

$$\text{معدل دوران منتجات قيد التنفيذ} = (\text{مخزون منتجات قيد التنفيذ} / \text{تكلفة الإنتاج قيد التنفيذ}) \times (360 \text{ يوم} = \text{يوم} \dots (47))$$

- معدل دوران المنتجات التامة: ويتمثل في المدة المتوسطة التي تستغرقها المواد الأولية لتتحول إلى منتجات نهائية، ويمثل حسابياً بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران المنتجات التامة} = (\text{مخزون المنتجات التامة} / \text{تكلفة الإنتاج التام}) \times (360 \text{ يوم}^{**} = \text{يوم} \dots \dots (48))$$

● معدل دوران العملاء:

يقيس المدة المتوسطة للقروض التجارية التي تربط المؤسسة بعملائها ويتم حسابه وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران العملاء} = (\text{مستحقات العملاء} / \text{رقم الأعمال}) \times (360 \text{ يوم}^{**} = \text{يوم} \dots \dots (49))$$

• معدل دوران المورد:

يقيس المدة المتوسطة للقروض التجارية التي تربط المؤسسة بالمورد، أي الآجال التي يمنحها المورد للمؤسسة من أجل تسديد المستحقات المالية المتعلقة بالتمويل والخدمات:

$$\text{معدل دوران المورد} = (\text{مستحقات المورد/المشتريات}) * 360 \text{ يوم} = ** \text{يوم} \dots\dots\dots (50)$$

2-2- معاملات ترجيح عناصر الاستغلال:

تهدف معاملات الترجيح إلى إبراز الأهمية النسبية لعناصر الاستغلال، حيث يتم إعادة تقدير معدلات الدوران السابقة بأيام من رقم الأعمال:

• معاملات الترجيح المخزون: نعبر عنها حسابيا من خلال العلاقات التالية:

$$\text{معامل ترجيح المواد الأولية} = \text{مواد أولية مستهلكة} / \text{رقم الأعمال خارج الرسوم} \dots\dots\dots (51)$$

$$\text{معامل ترجيح البضائع} = \text{البضائع} / \text{رقم الأعمال خارج الرسوم} \dots\dots\dots (52)$$

$$\text{معامل ترجيح منتجات قيد التنفيذ} = \text{تكلفة الإنتاج قيد التنفيذ} / \text{رقم الأعمال خارج الرسوم} \dots\dots\dots (53)$$

$$\text{معامل ترجيح المنتجات التامة} = \text{المنتجات التامة المباعة} / \text{رقم الأعمال خارج الرسوم} \dots\dots\dots (54)$$

• معامل ترجيح العملاء: ويحسب كالآتي:

$$\text{معامل ترجيح العملاء} = \text{رقم الأعمال كل الرسوم محتواة} / \text{رقم الأعمال خارج الرسوم} \dots\dots\dots (55)$$

• معامل ترجيح المورد: ويحسب كالآتي:

$$\text{معامل ترجيح المورد} = \text{المشتريات كل الرسوم محتواة} / \text{رقم الأعمال خارج الرسوم} \dots\dots\dots (56)$$

2-3- حساب العناصر الجبائية والاجتماعية:

2-3-1- الرسم على القيمة المضافة:

• الرسم على القيمة المضافة المدفوعة:

يتراوح أجل استحقاق الرسم على القيمة المضافة على المشتريات ما بين 0 و 30 يوم، لكن خلال عملية الحساب سنعتمد على متوسط المدة والمقدر بـ 15 يوما ومن ثم فإن معدل دوران الرسم على القيمة المدفوعة ومعامل الترجيح يعطي كالآتي:

$$\text{معدل دوران الرسم على القيمة المضافة المدفوعة} = (30 + 0) / 2 = 15 \text{ يوم} \dots\dots\dots (57)$$

$$\text{معامل الترجيح} = \text{الرسم على القيمة المضافة المدفوعة} / \text{رقم الأعمال خارج الرسوم} \dots\dots\dots (58)$$

• الرسم على القيمة المضافة المجمعة:

يتراوح أجل استحقاق الرسم على القيمة المضافة على المبيعات ما بين 0 و 30 يوم لكن خلال عملية الحساب سنعتمد على متوسط المدة والمقرب 15 يوما، ومن ثم فإن معدل دوران الرسم على القيمة المجمعة ومعامل الترجيح يعطي كالآتي:

معدل دوران الرسم على القيمة المضافة المجمعة = $2 / (30 + 0) = 15$ يوم(59)
معامل الترجيح = الرسم على القيمة المضافة على المبيعات للدورة / رقم الأعمال خارج الرسوم.....(60)

• الرسم على القيمة المضافة القابلة للدفع:

في كثير من الأحيان يقي مبلغ الرسم على القيمة المضافة في خزينة المؤسسة إلى حين أجل استحقاقه يتراوح بين اليوم 16 واليوم 25 من الشهر الموالي، وعليه إذا كان أجل الاستحقاق هو اليوم 19 من الشهر فإن معدل الدوران هو 19 يوما، أما معامل الترجيح فيمكن حسابه عن طريق الفرق بين الرسم على القيمة المضافة المجمعة والمدفوعة إلى رقم الأعمال خارج الرسم ويعطى بالعلاقة التالية:

معامل الترجيح = الرسم على القيمة المضافة القابلة للدفع / رقم الأعمال خارج الرسوم.....(61)

إلا أننا قد نصادف حالات لا يظهر فيها الرسم على القيمة المضافة القابلة للدفع وحينها تعتمد فقط على الرسم على القيمة المضافة المسددة والمجمعة. أما معامل الترجيح فيمكن إعادة كتابتها كالتالي:

معامل الترجيح = (TVA المجمعة - TVA المدفوعة) / رقم الأعمال خارج الرسوم.....(62)

وبما أن مبلغ الرسم على القيمة المضافة مبلغ مجمد لدى المؤسسة فإنه يمكن تحديد هذا المبلغ مباشرة من الميزانية.
2-3-2- التدفقات الاجتماعية:

• الأجور:

تتخذ الأجور المدفوعة للعاملين سلوكا متغيرا خلال مدة السداد والتي لا تتجاوز الشهر في العادة. إذا اعتبرنا أن تسديد الأجر يتم في آخر يوم من الشهر، فإن الأجور المستحقة على المؤسسة تحدد بأجل متوسط قدره 15 يوما (بين 0 و 30 يوم)، وعليه فإن:

معدل دوران الأجور = $2 / (0+30) = 15$ يوم(63)

معامل الترجيح الأجور = الأجور السنوية / رقم الأعمال خارج الرسوم.....(64)

• المصاريف الاجتماعية:

تُحسب المصاريف الاجتماعية من الأجر الإجمالي للعامل خلال شهر معين ولا تسند إلا في حدود اليوم 10 من الشهر الموالي (عموما)، وعليه فالمؤسسة تستفيد من قرض على هذه المصاريف خلال هذه المدة والتي تحسب بالمتوسط كالتالي:

معدل دوران المصاريف الاجتماعية = $2 / (40 + 10) = 25$ يوم.....(65)

معامل الترجيح المصاريف الاجتماعية = المصاريف الاجتماعية السنوية / رقم الأعمال خارج الرسوم.....(66)

2-4- حساب الاحتياج في رأس المال العامل المعياري:

بعد حساب معدلات الدوران ومعاملات الترجيح، يمكننا حساب الاحتياج في رأس المال العامل المعياري، وذلك بتجميع المعلومات السابقة في الجدول التالي:

الجدول رقم (12): الاحتياج في رأس المال العامل المعياري

عناصر الاستغلال بأيام من رقم الأعمال		معامل الترجيح	معدل الدوران	البيان
موارد	استخدامات			
يوم/رقم الأعمال	***يوم/رقم الأعمال	***	يوم	المخزون
	يوم/رقم الأعمال	***	يوم	العملاء
	يوم/رقم الأعمال	***	يوم	المورد
يوم/رقم الأعمال	***يوم/رقم الأعمال	***	يوم	TVA المدفوعة
		***	يوم***	TVA المجمعة
		***	يوم***	المصاريف الاجتماعية
		***	يوم***	الأجور
***يوم/رقم الأعمال (2)	***يوم/رقم الأعمال (1)			المجموع
***يوم/رقم الأعمال				الاحتياج في رأس المال العامل المعياري (1) - (2)

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 302.

بتحديد الاحتياج في رأس المال العامل المعياري (بأيام من رقم الأعمال، يمكن التنبؤ بالاحتياج المستقبلي وذلك

عن طريق:

○ تخفيض أزمدة دوران عناصر الاستغلال.

○ التغير في رقم الأعمال.

المحور الثاني عشر: آليات اختيار مصادر التمويل

يمكن التطرق في هذا المحور إلى القيود المتحكمة في عملية اختيار تشكيلة الموارد المالية، كما نتناول المعايير المعتمدة في عملية الاختيار ومنها تكلفة رأس المال والمردودية، من خلال هذا المدخل نذكر أهم العناصر والنقاط الموجودة في هذا المحور كما يلي.

1- القيود المتحكمة في عملية التمويل:

يخضع متخذ قرارات التمويل إلى مجموعة من القيود التي لا يمكن تجاهلها عند اختيار مورد مالي معين، لأن ذلك يحدث آثارا سلبية تؤثر على تحقيق أهداف أخرى فاتخاذ قرار تمويلي دون النظر إلى قيد المردودية مثلا من شأنه أن يضخم المصاريف المالية وينعكس ذلك سلبا على نتائج المؤسسة، لذا لا بد من حصر كل القيود والتقييد بها من سياسة تمويلية خالية من العيوب.

1-1- القيود التقليدية:

هي من أسس التحليل المالي التقليدي، ورغم أن هذا التحليل تم تجاوزه إلا أن مجموعة من قواعده ظلت ثابتة، وتمثل أساسا للكثير من القرارات المالية:

1-1-1- قاعدة التوازن المالي الأدنى:

محتواها أن الاستخدامات المستقرة يجب أن شمول بواسطة الموارد الدائمة، فمثلا يجب أن تمويل الاستثمارات بديون متوسطة أو طويلة الأجل أو عن طريق التمويل الذاتي أو الأموال الخاصة، كما يتوجب أن تمويل استخدامات الاستغلال باستخدام موارد الاستغلال، أي يجب أن تغطي حقوق العملاء والمخزون وما يمثّلها عن طريق ديون المورد وما يمثّلها. والإحلال بهذه القاعدة عند اتخاذ القرار التمويلي يؤدي إلى عدة مشاكل أهمها عجز مفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأس المال العامل، ويحدث ذلك مثلا عن طريق تمويل عملية شراء استثمار باستخدام قرض قصير الأجل.

1-1-2- قاعدة الاستدانة العظمى (الاستقلالية المالية):

فوّادها أن مجموع العيون المالية (باستثناء الاعتمادات البنكية الجارية) يجب ألا يفوق الأموال الخاصة، ويمكن التعبير عن هذه القاعدة باستخدام نسبة الاستقلالية المالية والتي يمكن أن تأخذ عدة أشكال كالآتي:

$$\text{الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الديون المالية}} \dots\dots\dots (67)$$

الالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أكبر من الواحد.

$$\text{الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الديون المالية}}{\text{الأموال الخاصة}} \dots\dots\dots (68)$$

الالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون النسبة أعلاه أقل من الواحد.

$$\text{الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الموارد الدائمة}} \dots\dots\dots (69)$$

من أجل التقييد بقاعدة الاستدانة العظمى يجب ألا يؤثر فرار التمويل على النسبة أعلاه أي يجب ألا تتعدى النصف (1/2) قبل اتخاذ القرار وبعده.

إن الهدف من هذه القاعدة هو جعل المؤسسة تتمتع بالاستقلالية المالية، أي ألا يفوق مجموع ديونها حجم الأموال الخاصة، بمعنى أن يظل ملاك المؤسسة مساهمين في احتياجاتها أكبر من مقرضيها، وهذا أمر مهم خصوصا فيما يتعلق بحالات التوقف عن الدفع والعسر المالي ومخاطر الإفلاس. فإذا كان قرار الاستدانة يجعل أموال المقرضين أعلى من مساهمة المالكين، فإن هذا القرار غير عقلاي من منظور الاستقلالية المالية، ويجب أن يعوض بقرار آخر وليكن فتح رأس المال للمساهمة أو التنازل عن بعض الاستثمارات أو التخلي عن بعض النشاطات... الخ.

1-1-3- قاعدة القدرة على السداد:

تقوم هذه القاعدة على أن الديون المالية يجب ألا تفوق ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة المقدرة، وتستخدم النسبة التالية لمساعدة متخذ القرار المالي على المراقبة والتقييد بهذه القاعدة:

$$\text{القدرة على السداد} = \frac{\text{الديون المالية}}{\text{القدرة على التمويل الذاتي}} \dots\dots\dots (70)$$

مراقبة القدرة على السداد يعني أن تكون النسبة أقل من ثلاثة، كما تعبر هذه النسبة عن مدة السداد المتوسطة بين المؤسسة ودائبيها والتي تقل عن ثلاث سنوات. ويمكن أن تترجم هذه القاعدة على أن المؤسسة تستطيع تغطية مجمل

ديونها باستخدام قدرتها على التمويل الذاتي، أي أن القدرة على التمويل الذاتي لثلاث سنوات قادمة تغطي إجمالي الديون المالية. وعدم الالتزام بهذه القاعدة يعني الاستمرار في الاستدانة بغض النظر عن مستوى القدرة التمويلية الذاتية، وذلك مؤشر عن زيادة احتمال عدم القدرة على السداد، وبالتالي التوقف عن دفع الديون في أجال استحقاقها، وبالتالي ارتفاع احتمال الأفلام، كما تعتبر هذه النسبة مؤشرا هاما للمقرضين يساعدهم على اتخاذ قرار منح قرض للمؤسسة من عدمه، ذلك لأن ملف القرض يحوي كل المعطيات المالية التي تساعد المقرض على حساب نسبة القدرة على السداد ومن ثم اتخاذ قراره. وملخص ذلك أن نسبة القدرة على السداد شكل أساسا للمراقبة الداخلية من طرف متخذ القرار المالي وأساسا للمراقبة الخارجية عن طريق المقرض، إذ وفي بعض الحالات حتى ولو اتخذ القرار دون احترام لهذه القاعدة، فإن المقرض قد يرفض منح هذا القرض للمؤسسة، خصوصا إذا كانت معايير الإقراض موحدة على مستوى البنوك والمؤسسات المالية.

1-1-4- قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي:

يعني يجب أن يمول جزء من الاستثمارات ذاتيا (في حدود الثلث) وأن يغطي الباقي عن طريق الاستدانة، حيث تهدف هذه القاعدة إلى تنويع مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية، وذلك عن طريق التمويل الذاتي في حدود الثلث والاستدانة في حدود الثلثين. فإذا مولت المؤسسة استثمارا كلياً بواسطة قرض فإن ذلك يزيد من احتمالات تحقق مجموعة من المخاطر كتضخم مصاريف الاستدانة مقارنة بمر دودية المشروع وإذا مول المشروع كلياً بموارد ذاتية فإن ذلك قد يفوت فرص الاستفادة من الوفورات الضريبية المحققة بواسطة الاستدانة.

1-2- قيود أخرى:

إلى جانب القيود المالية المذكورة سابقا، توجد مجموعة من القيود تفرض على المسؤول المالي مسارا محددا لعملية التمويل، ومنها: الطبيعة القانونية للمؤسسة، الحجم حالة سوق المال... إلخ.

1-2-1- الشكل القانوني للمؤسسة:

تختلف الطبيعة القانونية للمؤسسات، فقد تكون مؤسسة خاصة أو مؤسسة عمومية كما قد تكون ضمن شركات الأموال (شركة المساهمة، شركة التوصية بالأسهم مثلا أو ضمن شركات الأشخاص (شركة التضامن، شركة المسؤولية المحدودة)، وفي كل شكل قانوني هناك مصدر للتمويل يتوافق مع أسسه القانونية، فمثلا يمكن للشركة العمومية إصدار أوراق الاكتتاب العام للجمهور بمختلف أنواعها، ويمكن لشركة المساهمة أن تفتح رأسمالها للمساهمة دون تحديد عدد معين للمساهمين... إلخ.

1-2-2- حجم المؤسسة:

تتخذ المؤسسات عدة أحجام، فقد تكون مؤسسة متناهية الصغيرة أو صغيرة أو متوسطة أو كبيرة، أو مجمع أو متعددة الجنسيات... إلخ، وللحجم أثر في اختيار مصادر التمويل، ومن المنطقي أنه كلما زاد حجم المؤسسة كلما ومع ذلك من إمكانية تنويع مصادر التمويل، وكلما قل حجمها كلما قلص من إمكانية ذلك، فالمؤسسات الصغيرة لا يمكنها طرح أسهم أو سندات للاكتتاب العام، لأن حجمها لا يتطلب رأس مال كبير، وبالتالي فهي تميل أكثر للاقتراض من البنوك، أما المؤسسات الكبيرة والتي تنمو بتسارع كبير فهي بحاجة إلى كل مصادر التمويل تقريبا من فتح

رأس المال والاقتراض والتمويل الذاتي والتنازل عن بعض الاستثمارات وأشبه الأموال الخاصة... إلخ.

1-2-3- حالة سوق المال:

بعد الأزمات المالية التي شهدتها الأسواق المالية سنة 1987 وبين 1997 و1998 أصبح الاستثمار في الأوراق المالية يشكل خطرا لمصدرها والمستثمرين فيها على حد سواء لذا فإن حالة السوق المالي يؤثر على إمكانية تنويع مصادر تمويل المؤسسة.

فإذا كانت السوق غير مشجعة للإصدار، أي أن الأوراق المالية تفقد قيمتها أكثر مما تزداد فمن الأفضل البحث عن موارد بديلة وأهمها الاعتماد على النظام البنكي والائتمان التجاري، أما إذا كانت السوق في حالة طبيعية فأمام السير المالي مصادر تمويل متنوعة سواء داخل السوق وخارجها.

2- معايير اختيار مصادر التمويل:

أمام متخذ القرار التمويلي مجموعة من المعايير المالية الكمية، والتي تتعلق بقيود التوازن المالي والمردودية، وستقتصر في هذه الحالة على معايير المردودية المالية تكلفة مصدر التمويل.

2-1- معيار المردودية المالية:

في اقتصاديات سوق المال المنتشرة بتسارع كبير مؤخرا، فإن معظم المؤسسات الاقتصادية تسعى إلى تعظيم الأرباح وبالتالي تنامي أرباح الأسهم، والذي يتحقق من خلال تعظيم المردودية المالية، والتي تحسب اعتمادا على العلاقة التالية:

$$\text{المردودية المالية (Rcp) = النتيجة الصافية/الأموال الخاصة} \dots\dots\dots (71)$$

هذه هي العلاقة الأبسط والأسهل حسابيا للمردودية المالية، إذ تسعى المؤسسة إلى أن تكون نسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة أكبر ما يمكن، أي تحقيق نتيجة موجبة بأقل حجم من الأموال الخاصة ممكن، وبالتالي يتعاطم الربح على الأسهم، كما تتعاطم القدرة على التمويل الذاتي، إلا أن المردودية المالية يمكن حسابها بدلالة كل من نسبة الهيكل المالي (الاستقلالية المالية) والمردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة والضريبة على الربح، وهو ما يعرف بعلاقة أثر الرافعة المالية والتي يمكن من خلالها إعادة كتابة علاقة المردودية المالية كالآتي:

$$\text{المردودية المالية = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية} \dots\dots\dots (72)$$

هذا الشكل الجديد للمردودية المالية والذي يحوي العناصر المتحركة في مصادر التمويل، يمكن استخدامه كألية لاتخاذ القرار التمويلي، وذلك اعتمادا على حالات أثر الرافعة المالية المتضمنة في المردودية المالية، حيث يمكن إعادة صياغة العلاقة أعلاه كالآتي:

$$R_{CP} = \left[R_e + (R_e - i) \frac{D}{CP} \right] (1 - IS)$$

حيث يمكن حصر الحالات التالية:

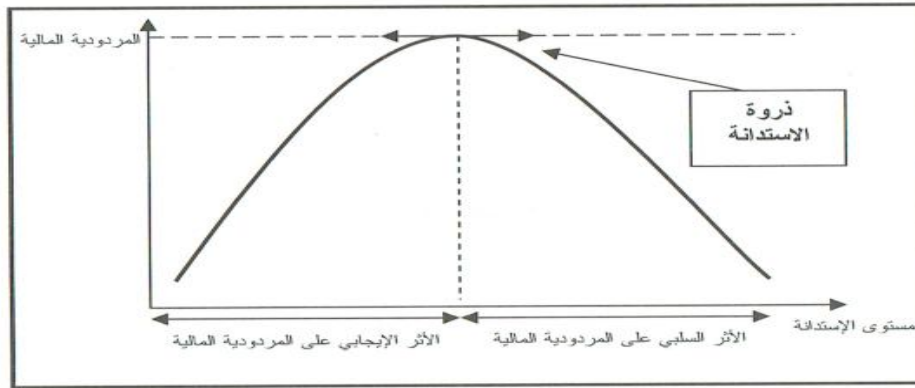
$$Re > i \quad \circ \text{ (المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة): مجال الاستدانة؛}$$

Re = i ○ (المردودية الاقتصادية تساوي تكلفة الاستدانة): ثروة الاستدانة؛

Re < i ○ (المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة): التقليل من الاستدانة.

والشكل التالي يوضح طبيعة العلاقة بين التغير في مستوى الاستدانة والمردودية المالية:

الشكل رقم (26): يوضح أثر الاستدانة على المردودية المالية



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ج1، ط2، ص: 302.

2-2- معيار تكلفة رأس المال:

تتحمل المؤسسة في سعيها نحو تمويل احتياجاتها المالية تكاليف مصادر هذه الاحتياجات، حيث تؤثر هذه التكاليف على النتائج والمردودية الإجمالية، ومنه استوجب الأمر قياس تكلفة كل مصدر على حدى والمتمثلة في تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الديون، تكلفة التمويل الذاتي... إلخ.

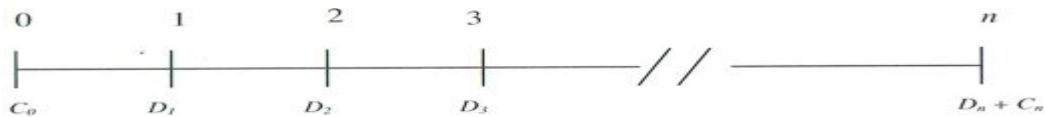
2-2-1- تكلفة الأموال الخاصة:

تتمثل تكلفة الأموال الخاصة بمعدل المردودية المنتظرة من طرف المساهمين وحسب إما بنماذج التحيين، أو استعانة بنموذج توازن الأصول المالية MEDAF.

• نماذج التحيين:

تتعلق بنماذج تقييم الأسهم انطلاقاً من أرباح الأسهم المأمول تحقيقها، كما يتعلق بالفترات المستقبلية. وتعتبر النظرية المالية أن قيمة سهم تساوي القيمة الحالية (المحسوبة اعتماداً على معدل المردودية المنتظرة من طرف المساهمين) لمجموع الأرباح المنتظرة لفترات زمنية مستقبلية.

إذا كان C_0 سعر سهم في الزمن، وإذا كانت $D_1, D_2, D_3 \dots D_n$ الأرباح المنتظرة؛ وإذا كان C_n سعره عند n و t معدل المردودية المنتظر من طرف المساهمين، فإن:



وعليه يكون لدينا:

$$C_0 = \sum_{i=1}^n D_i (1+t)^{-i} + C_n (1+t)^{-n}$$

هذه العلاقة تسمح بحساب، بدلالة C_0 ومجموع أرباح الأسهم و C_n ، حيث نبرهن ذلك فيما يلي:

في حالة توجه عند الفترات الزمنية n نحو اللانهاية الموجبة، وبقاء أرباح الأسهم ثابتة أو تتغير بمعدل نمو ثابت g ،

فإن:

○ في حال بقاء أرباح الأسهم ثابتة فإن:

$$C_0 = D(1+t)^{-1} + D(1+t)^{-2} + \dots + D(1+t)^{-n} + C_n(1+t)^{-n}$$

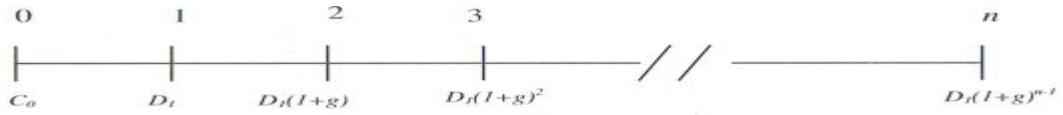
وبما أن العلاقة أعلاه هي مجموع متتالية هندسية، فيمكن إعادة كتابتها على النحو التالي:

$$C_0 = D \frac{1 - (1+t)^{-n}}{t} + C_n(1+t)^{-n}$$

لما يتجه n نحو اللانهاية الموجبة فإن $(1+t)^{-n} \rightarrow 0$ ، و عليه يكون لدينا:

$$t = \frac{D}{C_0}$$

○ في حالة نمو أرباح الأسهم:



وعليه فإن:

$$C_0 = D_1(1+t)^{-1} + D_1(1+g)(1+t)^{-2} + \dots + D_1(1+g)^{n-1}(1+t)^{-n} + C_n(1+t)^{-n}$$

ومنه فإن:

$$C_0 = D_1(1+t)^{-1} \frac{(1+g)^n(1+t)^{-n} - 1}{(1+g)(1+t)^{-1} - 1} = D_1 \frac{(1+g)^n(1+t)^{-n} - 1}{g - t}$$

لما يتوجه n نحو اللانهاية الموجبة فإن $(1+t)^{-n} \rightarrow 0$ ، ويؤول نحو الصفر مع $t < g$ ومنه يكون لدينا:

$$t = \frac{D_1}{C_0} + g$$

حينها نحصل على ما يعرف بعلاقة جوردن (Goradon).

● نموذج الأصول المالية المتوازنة MEDAF:

عادة ما يستخدم هذا النموذج في تقييم المردودية المنتظرة من استثمار مرتبط بمخاطر معينة، وعلى هذا الأساس

تعرف المردودية المنتظرة من طرف المساهمين على أنها مردودية الأصول دون مخطر مقدرة بمعدل مخاطر يعادل β مرة

مخطر المتوق وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$E(R_X) = R_F + \beta[E(R_M) - R_F]$$

حيث:

○ $E(R_X)$: الأمل الرياضي للمردودية المنتظرة من طرف المستثمرين الخاصة بالسهم X .

○ R_F : مردودية الأصول دون مخطر (هو الأصل ذو مردودية متعددة خلال فترة زمنية معينة مثل أذونات

الخزينة، قروض الدولة... إلخ؛

○ $E(R_M)$: الأمل الرياضي المردودية السوق؛

○ $E(R_M) - R_F$: قسط مخطر السوق؛

○ β : معامل منحني الإنحدار بين R_X و R_M .

2-2-2- تكلفة الديون:

● **تكلفة القروض المالية المتوسطة وطويلة الأجل:**

تكلفة القرض هي معدل التكلفة المحسوب أخذا بعين الاعتبار الوفورات الضريبية المحققة على الفوائد وعلى

اهتلاكات أقساط القروض الممتدة ومصاريف الإصدار ويمكن حسابها باستخدام العلاقة التالية:

$$D = \sum_{i=1}^n \frac{RB + FF(1 - IS)}{(1 + K_D)^i}$$

حيث:

○ D : قيمة القرض؛

○ RB_i : القسط السنوي للقرض؛

○ K_D : تكلفة القرض؛

○ n : مدة القرض؛

○ IS : معدل الضريبة على الأرباح؛

○ FF : المصاريف المالية.

وفي حالة تسديد القرض بأقساط ثابتة مع الفوائد فإن العلاقة السابقة تعطي نتيجة مماثلة للعلاقة التالية:

$$K_D = K_{D1}(1 - IS)$$

حيث:

○ K_{D1} : تكلفة القرض بعد الضريبة على الأرباح.

● **تكلفة السندات:**

ما يميز السند عن الدين أن المستندات عادة ما تصدر متضمنة مجموعة من التكاليف التي تضاف إلى التكلفة

المالية بعد الضريبة على الأرباح، تتمثل هذه التكاليف في علاوة التسديد وتكلفة الإصدار، وعليه يمكن حساب

تكلفة السند باستخدام العلاقة التالية:

$$K_d = \frac{\left(i + \frac{1}{n(P_0 - I_0)} \right)}{\frac{1}{2}(I_0 + P_0)}$$

حيث:

○ K_d : تكلفة السند؛

○ n: مدة القرض؛

○ i: معدل الفائدة الثابت على السند؛

○ IS: معدل الضريبة على الأرباح؛

○ I₀: القيمة الاسمية للسند؛

○ P₀: قيمة إصدار السند.

أما إن كان السند غير متضمن لعلاوة إصدار فإن تكلفته تكون مماثلة لتكلفة الدين العادي أي تكلفة مالية ثابتة بعد الضريبة على أرباح الشركات.

● **تكلفة قرض الإيجار:**

هو معدل التكلفة الذي يضمن تعادل قيمة الأقساط المدفوعة مع إجمالي القرض المتحصل عليه، ويمكن حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{A_i \cdot IS + L_i(1 - IS)}{(1 + K_{CB})^i} + \frac{VR_n}{(1 + K_{CB})^n}$$

حيث:

○ V₀: قيمة الاستثمار الممول بقرض الإيجار؛

○ K_{CB}: تكلفة قرض الإيجار؛

○ n: مدة القرض؛

○ IS: معدل الضريبة على الأرباح؛

○ VR_n: قيمة إعادة شراء الاستثمار عند نهاية الإيجار؛

○ A_i: قسط الإهلاك السنوي؛

○ L_i: قسط الإيجار السنوي.

● **تكلفة القروض قصيرة الأجل:**

تدعى بالقروض البنكية غير المالية لأنها لا تنتج تنفقاً مالياً نقدياً قادمًا من البنك مباشرة نحو الخزينة، بل مجرد تعجيل في تحصيل الحقوق (كخصم الأوراق التجارية) أو تغطية بنكية (السحب على المكشوف) أو ما يصطلح عليه الاعتمادات البنكية الجارية رغم ذلك تبقى من مصادر التمويل قصيرة الأجل المهمة، ويمكن حساب تكلفتها على النحو التالي:

○ **تكلفة الأوراق التجارية القابلة للخصم:** يؤدي تحصيل الورقة التجارية من طرف البنك بدل المؤسسة إلى

خصم مجموعة من التكاليف من قيمتها والمتمثلة أساساً في معدل الفائدة الاسمي (يمكن اعتماد الممثل المرجعي للبنك المركزي)، علاوة التظهير، عمولات مقابل التكاليف الإدارية والمخاطر والخدمات المقامة وعلى هذا الأساس يمكن حساب تكلفة الخصم انطلاقاً من المعادلة التالية:

○

$$M - FF = \frac{M}{(1 + Y_d)^{j+3}}$$

حيث:

■ FF: المصاريف المالية وتحسب بالعلاقة التالية:

$$FF = \frac{M \times i \times (j+1)}{360}$$

حيث: j يدعى يوم البنك وهو اليوم الذي قدمت فيه الورقة التجارية للخصم أما $j+1$ هو اليوم الذي تم فيه تحصيل الورقة مع أن الفوائد حسب ابتداء من يوم البنك؛

■ M : قيمة الورقة التجارية القابلة للخصم؛

■ i : معدل الفائدة الاسمي؛

■ Y_d : معدل الفائدة الحقيقي للخصم (يحسب يوميا).

○ **تكلفة التغطية البنكية:** سميت بذلك لأن البنك يحل محل المؤسسة في دفع ديونها إلى الموردين وقروض

الاستغلال قصيرة الأجل وتحسب تكلفتها بالعلاقة التالية:

$$M = \frac{M + M \left(tc + \frac{i \times j}{360} \right)}{(1 + Y_d)^j}$$

حيث:

■ M : المبلغ المغطى من طرف البنك؛

■ j : مدة التغطية؛

■ tc : قيمة العمولة البنكية؛

■ i : معدل الفائدة الاسمي؛

■ Y_d : معدل الفائدة الحقيقي للتغطية البنكية (يحسب يوميا).

2-2-3- التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال:

ومن ثم يمكن تجميع هذه التكاليف وتحديد التكلفة الإجمالية للتمويل والمصطلح عليها بتكلفة رأس المال، والتي

تعرف بتكلفة رأس المال والمتمثلة في المتوسط الحسابي المرجح لتكاليف مختلف مصادر رأس المال، ويحسب بالعلاقة

التالية:

$$K = K_{CP} \cdot \frac{CP}{CP + D} + i \cdot \frac{D}{D + CP}$$

حيث:

○ K_{CP} تكلفة الأموال الخاصة CP (تعطي عادة بمعدل المردودية الأدنى لرأس المال)؛

○ i تكلفة الديون D (تعطي عادة بنسبة المصاريف المالية إلى مجموع الديون).

تستخدم التكلفة المرجحة لرأس المال كآلية لاتخاذ القرار حيث يمكن الأخذ بمبدأ التكلفة الدنيا التشكيلة التمويل، وهذا ما سنتطرق له في باب نظريات الهيكل المالي، إلا أننا سنشير إلى دورها في اتخاذ القرار التمويلي أخذاً في الحسبان عامل وجود أو غياب الضريبة على أرباح الشركات.

● حالة غياب الضريبة على الأرباح:

في حالة غياب الضريبة على الأرباح فهناك نتيجة هامة تتمثل في أن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتين عن مصادر تمويل المؤسسة، ويمكن أن تبرهن ذلك رياضياً كما يلي: لدينا علاقة المردودية المالية بدلالة الهيكل المالي:

$$R_{CP} = \left[R_e + (R_e - i) \frac{D}{CP} \right] (1 - IS)$$

وفي غياب الضريبة على الأرباح نجد أن:

$$R_{CP} = R_e + (R_e - i) \frac{D}{CP}$$

أما التكلفة الإجمالية للتمويل فتحسب بالعلاقة التالية:

$$K = K_{CP} \cdot \frac{CP}{CP + D} + i \cdot \frac{D}{D + CP}$$

على اعتبار أن تكلفة الأموال الخاصة K_{CP} تمثل معدل المردودية المالية المنتظرة من طرف المساهمين R_{CP} نجد أن:

$$K = R_{CP} \cdot \frac{CP}{CP + D} + i \cdot \frac{D}{D + CP}$$

$$= \left[R_e + (R_e - i) \frac{D}{CP} \right] \cdot \frac{CP}{CP + D} + i \cdot \frac{D}{D + CP}$$

بعد اختصار العلاقة نجد:

$$= \frac{R_e \cdot CP + R_e \cdot D - i \cdot D + i \cdot D}{CP}$$

$$= R_e$$

ومنه نتوصل إلى النتيجة التالية:

$$K = R_e$$

أي أنه في حال غياب الضريبة على الأرباح فإن التكلفة المتوسطة المرجحة الرأس المال مستقلة تماماً عن المردودية المالية.

● حالة وجود الضريبة على الأرباح:

في حالة وجود الضريبة على الأرباح فإن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مرتبطتان بقدرة المؤسسة المستدينة على تحقيق وفورات ضريبية مقارنة بالمؤسسة غير المدينة، ويمكن أن تبرهن ذلك رياضياً كما يلي:

نقارن بين مؤسستين متماثلتين في الحجم والنشاط ومختلفتين في هيكلهما المالي، حيث مول المؤسسة E_1 أصولها حصرياً بواسطة الأموال الخاصة في حين أن المؤسسة E_2 تمويل بمزيج من الأموال الخاصة والديون. وللتبسيط تستخدم في حساب قيمة المؤسستين الحالية للمكافآت الموزعة على الدائنين والمساهمين بمعدل تحيين مناسب والمتمثل في معمل المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة وذلك لعدد غير محدود من السنوات على النحو الموالي:

تُحسب قيمة المؤسسة E_1 بالعلاقة التالية:

$$V_{E1} = R_E (1 - IS) \frac{1 - (1 + K_{CP})^{-n}}{K_{CP}}$$

لما يؤول عدد السنوات n إلى ما لا نهاية نجد أن $(1 + R_e)^{-n}$ يؤول نحو الصفر ومنه فإن قيمة المؤسسة تحسب بالعلاقة التالية:

$$V_{E1} = \frac{R_E (1 - IS)}{K_{CP}}$$

أما المؤسسة E₂ فتحسب قيمتها بالعلاقة التالية:

$$V_{E2} = R_E (1 - IS) \frac{1 - (1 + K_{CP})^{-n}}{K_{CP}} + D.i.IS \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

لما يؤول عدد السنوات إلى ما لا نهاية نجد أن $(1 + R_e)^{-n}$ و $(1 + i)^{-n}$ يؤولان نحو الصفر ومنه فإن قيمة المؤسسة تحسب بالعلاقة التالية:

$$V_{E2} = \frac{R_E (1 - IS)}{K_{CP}} + \frac{D.i.IS}{i}$$

ومن خلال العلاقتين السابقتين نتوصل إلى أن:

$$V_{E2} = V_{E1} + D.IS$$

ومنه نستنتج أن قيمة المؤسسة المستدينة تساوي قيمة المؤسسة غير المستدينة مضاف إليها الوفورات الضريبية (جداً الديون المالية في معدل الضريبة على الأرباح).

المحور الثالث عشر: آليات تقييم واختيار الاستثمارات

نتعرض في هذا المحور إلى أهم المفاهيم المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية والأدوات المستخدمة في تقييم الاستثمارات وأهم المعايير التي يتخذها المسير كأداة الاختيار بديل استثماري من بين مجموعة من البدائل المتاحة، ويتم ذلك استناداً إلى عدة توجهات منها تكلفة الاستثمار، مردودية المشروع، مدة الإنجاز ... إلخ. ويمكن التطرق إلى ما يلي:

1- مفهوم الاستثمار:

1-1- تعريف:

هو استخدام رأس المال في تمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي، بحيث يكون الاستثمار مقبولاً إذا تطابق مع المعايير المعمول بها أو حقق الأرباح المنتظرة وعليه فأساس تقييم واختيار الاستثمار يرتكز على:

- العوائد المنتظرة من المشروع.
- تكلفة الأموال المستثمرة في المشروع.

وعليه وطبقاً للمعايير الاقتصادية والمالية فإن الاستثمار يكون مقبولاً إذا كان مجموع الأرباح المنتظرة أكبر من الأموال المستثمرة في فترة زمنية تقدر بمدة حياة المشروع.

1-2- خصائص المشروع الاستثماري:

- رأس المال المستثمر: هو النفقة المستخدمة في إنجاز المشروع، وتتضمن الآتي:

- سعر الشراء خارج الرسم أو تكلفة الصنع؛
- المصاريف الملحقمة بعملية الشراء؛
- الرسم على القيمة المضافة غير المسترجعة (بالنسبة للنشاطات المستفيدة من تخفيضات جبائية فيما يخص الرسم على القيمة المضافة الأقل من 100%)؛
- الارتفاع في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFR_{ex} : فأبي استثمار جديد يؤدي عادة إلى الارتفاع في المخزونات، حقوق العملاء ديون الموردين.
- **مدة المشروع:** من أجل التقييم الجيد للأرباح المنتظرة من المشروع، من الضروري تحديد مدة الاستثمار والتي تقدر عادة بمدة الاهتلاك.
- **تدفقات الخزينة المتولدة عن المشروع:** تتمثل في العوائد النقدية الناتجة عن الفرق بين التحصيلات المستلمة والنفقات المسددة، حيث يعرف التدفق النقدي Cash flow على أنه المدخلات النقدية السائلة للمشروع والذي يحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{التدفق النقدي} = \text{التحصيلات النقدية} - \text{النفقات النقدية} \dots\dots\dots (73)$$

أي أنه لا يدخل في حسابه الإيرادات والمصاريف المؤجلة، وكذا المصاريف الوهمية مثل الاهتلاكات التي تسجل محاسبا ولا تقتطع نقديا.

2- معايير وأدوات المفاضلة بين البدائل الاستثمارية في البيئة الأكيدة:

ترتكز عملية تقييم المشاريع الاستثمارية على مقارنة رأس المال المستثمر في المشروع I بمجموع التدفقات النقدية المحققة خلال مدة المشروع.

2-1- الأدوات المرتكزة على المردودية:

2-1-1- معدل المردودية المتوسطة:

ويعرف على نسبة متوسط النتائج التي سيحققها المشروع خلال عمره الم^ت ففترض إلى التكلفة المتوسطة للمشروع، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{المردودية المتوسطة } R_m = (\text{النتائج المتوسطة} / \text{المبلغ المتوسط لرأس المال}) \dots\dots\dots (74)$$

حيث تحسب النتائج المتوسطة كالآتي:

$$\text{النتائج المتوسطة} = (\text{مجموع النتائج السنوية} / \text{عدد السنوات}) \dots\dots\dots (75)$$

ويمكن حسابها اعتمادا على عدة مؤشرات منها: الفائض الإجمالي للاستغلال EBE القدرة على التمويل الذاتي CAF، النتيجة الصافية... إلخ. ويستخدم هذا المعدل كمييار للمفاضلة بين مجموعة من البدائل الاستثمارية والبديل الاستثماري المناسب حسب هذا المعدل هو ذلك الذي يحقق أكبر مردودية متوسطة ممكنة.

2-1-2- مدة الاسترجاع:

هو المدة الضرورية لاسترجاع رأس المال المستثمر في المشروع من خلال تجميع العوائد المنتظرة منه، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{مدة الاسترجاع } Dr = (\text{تكلفة الاستثمار} / \text{التدفق النقدي السنوي}) \times 360 \text{ يوم} \dots\dots\dots (76)$$

تستخدم مدة الاسترجاع كمعيار للمفاضلة بين مجموعة من البدائل الاستثمارية والبديل الاستثماري المناسب حسبها هو ذلك الذي يسترجع رأسماله في أقصر مدة زمنية ممكنة.

2-2- الأدوات المرتكزة على التحيين:

التحيين هو عملية تحديد القيمة الحالية لتدفق مالي مستقبلي، كما يعرف على أنه أداة تسمح بمقارنة تنفق مالي في لحظة زمنية آنية بقيمته في لحظة زمنية مستقبلية وبالتالي فأساس التحيين هو تمييز الزمن، أي تحديد أثر التغير في الزمن على القيمة النقدية لأصل مالي معين.

من خلال المفهوم السابق نستطيع تحديد العلاقة بين V_0 و V_1 كالآتي:

$$V_1 = V_0(1+t) \Rightarrow V_0 = V_1(1+t)^{-1}$$

$$\Rightarrow V_{i-1} = V_i(1+t)^{-i}$$

باستخدام البرهان بالتراجع نجد أن:

$$V_{n-1} = V_n(1+t)^{-n}$$

حيث:

$$(1+t)^{-n} : \text{معامل التحيين؛}$$

$$t : \text{معدل التحيين؛}$$

$$n : \text{الفترة الزمنية للقيمة المحينة.}$$

2-2-1- القيمة الحالية الصافية (VAN):

• تعريف القيمة الحالية VA:

هي مجموع التدفقات النقدية المحينة إلى الزمن صفر (زمن بداية المشروع).

$$VA = V_1(1+t)^{-1} + V_2(1+t)^{-2} + \dots + V_i(1+t)^{-i} + \dots + V_n(1+t)^{-n}$$

وعليه نجد أن:

$$VA = \sum_{i=1}^n V_i(1+t)^{-i}$$

• تعريف القيمة الحالية الصافية VAN:

وهي الفرق بين القيمة الحالية وتكلفة الاستثمار، أي الفرق بين مجموع التدفقات النقدية المتولدة عن الاستثمار والمحينة إلى زمن بداية النشاط مع رأس المال المستثمر في المشروع، وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$VAN = \sum_{i=1}^n V_i (1+t)^{-i} - I$$

حيث:

$(1+t)^{-i}$: معامل التحيين؛

t : معدل التحيين: وهو معدل المرودية الأدنى المطلوب تحقيقه من الاستثمار، والذي يمثل عادة تكلفة رأس المال؛

n : العمر الافتراضي للاستثمار؛

V_i : التدفق النقدي للسنة i ؛

I : تكلفة الاستثمار.

• دلالة مؤشر القيمة الحالية الصافية:

بالنظر إلى العلاقة الرياضية للقيمة الحالية الصافية نجد أن المؤسسة أنفقت ما قيمته I وتلقت خلال العمر المفترض

للاستثمار مجموع التدفقات النقدية السنوية المحينة وعليه يمكن الخروج بالحالات التالية:

○ القيمة الحالية الصافية موجبة $VAN > 0$: ويعني ذلك أن مجموع التدفقات السنوية المحينة سيغطي

نفقات الاستثمار وسينتج عن ذلك فائضا ماليا يتمثل في ربح أو فائض خزينة قدره VAN ، وفي هذه الحالة إذا كنا

بصدد تقييم استثمار واحد، فإن الاستثمار يكون مقبولا من منظور الجدوى المالية، وإذا كنا بصدد المفاضلة بين

مجموعة من البدائل الاستثمارية فالاستثمار المقبول هو الاستثمار أو القيمة الحالية الصافية الموجبة الأكبر؛

○ القيمة الحالية الصافية معدوم $VAN = 0$: مما يعني أن الاستثمار لن يحقق أي جدوى اقتصادية، ذلك

لأن مجموع التحصيلات المالية للاستثمار لا تكفي إلا لتغطية نفقة الاستثمار، وبالتالي فلن يتحقق الربح ولا الخسارة،

ومن ثم فالاستثمار غير مقبول.

○ القيمة الحالية الصافية سالب $VAN < 0$: وهي أسوأ حالة لهذا المعيار حيث أن تكلفة الاستثمار أكبر

من الإيرادات التي يمكن أن يحققها، وبالتالي فالتقديرات المالية تشير إلى تحقيق خسائر فيما لو أعتمد المشروع، وعليه

فالبديل الاستثمارية ذات القيمة الحالية الصافية السالبة هي استثمارات غير مقبولة.

• حدود القيمة الحالية الصافية: رغم أهميتها مقارنة بالمعايير التي سبقتها إلا أنها لا تخلو من العيوب والتي نذكر

منها:

○ لا يمكن الاعتماد عليه كمؤشر للاختيار في حالة البدائل الاستثمارية المختلفة في الحجم؛

○ لا تأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية المتناثرة عبر الزمن، أي تلك التي تظهر بعد العمر الافتراضي

للمشروع؛

○ تطرح إشكال في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية في حالة الاختلاف في العمر الافتراضي للمشروع؛

○ لا تأخذ بعين الاعتبار إمكانية إعادة استثمار التدفقات النقدية السنوية الناتجة عن الاستثمار خلال مدة

حياة المشروع؛

○ هناك مجموعة من المشاكل في الحساب تظهر عند تنفيذ المشروع على مراحل زمنية مختلفة.

2-2-2- مؤشر الربحية (IP):

• تعريف:

يهدف تجزيب التأثيرات السلبية لمؤشر القيمة الحالية الصافية، استحدث مؤشر الربحية لتحديد أثر الحجم على القيمة الحالية الصافية، ويعرف على أنه نسبة مجموع التدفقات النقدية المحينة إلى تكلفة الاستثمار، ويحسب اعتماداً على العلاقة التالية:

$$IP = \frac{\sum_{i=1}^n V_i (1 + i)^{-i}}{I}$$

نشير إلى أنه يمكن إعادة كتابة علاقة مؤشر الربحية بدلالة العلاقة الرياضية للقيمة الحالية الصافية وذلك على النحو التالي:
لدينا:

$$VAN = \sum_{i=1}^n V_i (1 + i)^{-i} - I$$

ومنه فإن:

$$VAN + I = \sum_{i=1}^n V_i (1 + i)^{-i}$$

بقسمة الطرفين على قيمة الاستثمار I نجد علاقة مؤشر الربحية بدلالة القيمة الحالية الصافية:

• الدلالة المالية لمؤشر الربحية:

إذا كانت القيمة الحالية الصافية تقيس الميزة المطلقة لمشروع معين، فإن مؤشر الربحية يقيس الميزة النسبية لهذا المشروع، أي يقيس ربحية كل وحدة نقدية مستثمرة في المشروع وبالتالي يمكن المقارنة بين عدة مشاريع حتى ولو اختلفت في حجمها.

فإذا كان مؤشر الربحية يساوي مثلاً 1.1156 يعني ذلك أن كل وحدة نقدية مستثمرة في المشروع، تدر عائداً قدره 0.1156، أي أن المشروع يكون مقبولاً من وجهة نظر الجدوى الاقتصادية، وعليه نستنتج حالات المؤشر كالتالي:

- يكون المشروع الاستثماري مقبولاً إذا كان مؤشر الربحية أكبر من الواحد $IP > 1$ ؛
- يرفض المشروع إذا كان مؤشر الربحية أقل من أو يساوي الواحد $IP \leq 1$ ؛
- إذا تعددت الخيارات الاستثمارية نختار المشروع ذو مؤشر الربحية الأكبر.

2-2-3- معدل المردودية الداخلي (TRI):

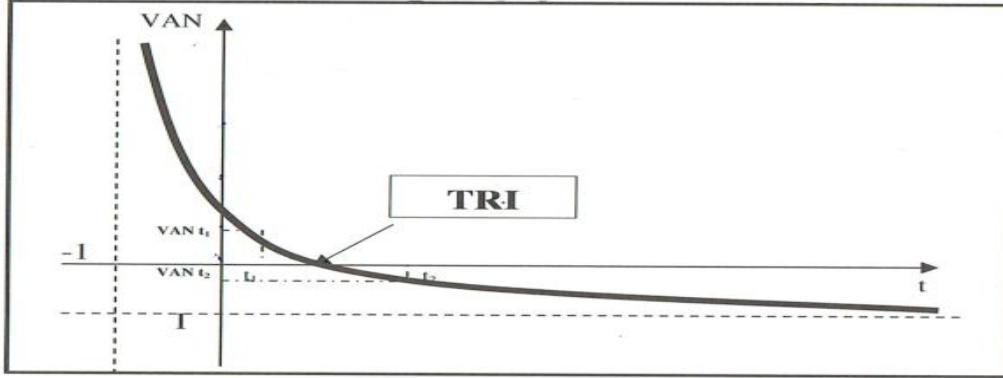
• تعريف:

هو معدل التحيين الذي يحقق التعادل بين تكلفة الاستثمار ومجموع التدفقات المحينة أي هو ذلك المعدل الذي تكون عنده مستوى القيمة الحالية الصافية معدوماً ويحسب كالتالي:

$$I = \sum_{i=1}^n V_i (1 + TRI)^{-i}$$

كما يعرف بنقطة تقاطع منحى القيمة الحالية الصافية مع المحور الأفقي الذي يمثل معدل التحيين، وذلك ما يبينه المنحنى التالي:

الشكل رقم (27): يوضح معدل المردودية الداخلي في منحنى القيمة الحالية الصافية



ويُعطى بالعلاقة التالية:

$$TRI = t_1 + \frac{VAN(t_1)}{VAN(t_1) - VAN(t_2)}$$

حيث:

$$VAN(t_2) < 0 \text{ و } VAN(t_1) > 0 \text{ و } t_2 - t_1 = I\% \text{ و } VAN(t_1) > VAN(t_2)$$

2-2-4- أجل استرجاع رأس المال المستثمر:

• تعريف:

أجل الاسترجاع d لرأس مال المستثمر هو الزمن الذي يكون فيه مجموع التدفقات النقدية المحنة والمتراكمة يغطي رأس المال المستثمر، ويمكن تعريفه بالنقطة الميتة للمشروع، وهي النقطة التي لن يحقق فيها المشروع الربح ولا الخسارة (لا فائض ولا عجز من منظور الخزينة)؛ كما يمكن التعبير عنه بالزمن الذي يبدأ المشروع بعده بتحقيق النتائج الإيجابية أو الزمن الذي تمكن المشروع أثناءه من تغطية تكاليفه الأولية، ويعطى بالعلاقة التالية:

$$I = \sum_{i=1}^d V_i (1 + t)^{-i}$$

• دلالة مؤشر أجل استرجاع رأس المال المستثمر:

إن الهدف من استخدام هذا المؤشر هو تدنية الفترة الزمنية لتغطية النفقات الأساسية للمشروع، مما يعني أن المؤسسة تتلقى أرباحاً و/أو فائضاً في الخزينة طيلة الفترة المتبقية لحياة المشروع، وعليه يمكن استنتاج الوضعيات التالية: كلما كان أجل الاسترجاع قصيراً، كلما زاد ذلك من قابلية الاستثمار على المشروع. وتقل المخاطر المتعلقة بالاستثمار كلما كان أجل الاسترجاع قصيراً. وتزداد مردودية المشروع بنقصان فترة استرجاع رأس المال؛ يكون الاستثمار مقبولاً إذا كان أجل استرجاع رأس المال أقل من الزمن المستهدف من طرف المؤسسة والذي لا

يخضع لقواعد موضوعية محددة وإذا كان متخذ القرار أمام مجموعة من البدائل الاستثمارية، فالقرار المناسب يتعلق بالاستثمار في المشروع ذو أجل الاسترجاع الأقصر.

2-3- تطوير الأدوات المرتكزة على التحيين:

إن تطبيق سياسة استثمارية فعالة من قبل المؤسسة، يفرض عليها معالجة كل الوضعيات التي يقابلها متخذ القرار في هذا المجال، وهذا يفرض امتلاك أدوات اختيار لا تتأثر بالوضعيات غير المألوفة، الأمر الذي يصعب حله باستخدام الأدوات العادية السابقة؛ لذلك ستعرض فيما يلي الحالات الاستثنائية ومن ثم تبيان كيفية التعامل معها باستخدام مؤشرات أكثر تطوراً.

2-3-1- حالات التدرج في تمويل المشروع:

في هذه الحالة يجب تقييم أجزاء رأس المال المتناثرة بتحيينها نحو الزمن صفر ومن ثم نفترض أن الاستثمار قد مّل دفعة واحدة، ومن ثم يمكن حساب مؤشرات الاختيار بشكل عادي.

2-3-2- إشكالية اختيار المؤشرات:

إن مؤشرات تقييم الاستثمارات المستعرضة سابقاً مبنية على أهداف مختلفة وبالتالي فهي تعطي تصنيفات مختلفة لنفس المشروع، فقد يكون المشروع مقبولاً تبا المؤشر القيمة الحالية الصافية وغير مقبول بالنظر إلى مؤشر مثل المردودية الداخلي ومن ثم يطرح إشكالية اعتماد مؤشر معين كمعيار للتقييم والاختيار بين البدائل الاستثمارية. تُستخدم معايير تقييم واختيار الاستثمارات في الحالات التالية:

- إذا كانت البدائل الاستثمارية متساوية رأس المال نستخدم القيمة الحالية الصافية ومعدل المردودية الداخلي؛
 - إذا كانت البدائل الاستثمارية متباينة في الحجم نستخدم كل من معدل المردودية الداخلي ومؤشر الربحية.
- إذا قلّمت معايير التقييم والاختيار تصنيفات متناقضة، فيمكن اللجوء إلى الحلول التالية:

- تبني معيار وحيد وتجاهل المعايير الأخرى؛
- استخدام مؤشر ثالث مرجح في حالة تناقض نتائج معيارين سابقين وذلك اعتماداً على المعايير التالية:
 - القيمة الحالية الصافية الإجمالية VANG؛
 - معدل المردودية الداخلي الإجمالي TRIG؛
 - مؤشر الربحية الإجمالية IPG.

● القيمة الحالية الصافية الإجمالية VANG:

يرتكز المفهوم الجديد للقيمة الحالية الصافية على إعادة استثمار التدفقات النقدية السنوية ذلك لأن المفهوم السابق يفترض عدم توظيف هذه التدفقات رغم أنها تبقى في خزانة المؤسسة طيلة فترة حياة المشروع، وهو ما يتنافى مع الواقع المالي الحديث الذي يركز على توظيف الفوائض المالية مقابل عوائد مالية مع تحمل مخاطر الاستثمار؛ لكن وتوخياً للتبسيط نفترض أن التدفقات السنوية سيعاد استثمارها في المشروع أو خارجه بمعدل استثمار I.

تعرف القيمة الحالية الصافية الإجمالية على أنها الفرق بين القيمة الحالية التدفقات النقدية المعاد استثمارها ورأس المال المستثمر، وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$VANG = A(1+t)^{-n} - I$$

حيث تعطي A بالعلاقة التالية:

$$A = \sum_{i=1}^m V_i (1+r)^{m-i}$$

○ m: يمثل مدة حياة المشروع

○ A: القيمة الإجمالية للتدفقات النقدية المعاد استثمارها.

● معدل المردودية الداخلي الإجمالي TRIG:

يرتكز هذا المؤشر على نفس المبدأ السابق، والمتمثل في إعادة استثمار التدفقات النقدية السنوية الناتجة عن المشروع.

يعرف معدل المردودية الداخلي الإجمالي بالمثل X الذي يحقق التعادل بين رأس المال المستثمر والقيمة الإجمالية للتدفقات النقدية المعاد استثمارها بالمعدل I.

يمكن حساب هذا المؤشر من خلال حل المعادلة الرياضية التالية:

$$I = A(1+x)^{-n}$$

أو

$$A = I(1+x)^n$$

تكمن أهمية هذا المؤشر في أنه يحقق التوافق بينه وبين معدل إعادة الاستثمار حيث يمكن اعتبار معدل المردودية الداخلي الإجمالي المعدل الذي من خلاله يمكن استثمار المبلغ I في الزمن 0 من أجل الحصول على المبلغ A في الزمن n.

3- معايير وأدوات المفاضلة بين البدائل الاستثمارية في البيئة غير الأكيدة:

تتميز البيئة الاقتصادية والمالية بشكل عام بخاصية عدم التأكد، حيث أن كل التغيرات المستقبلية تحت بشكل عشوائي بشكل غير قابل للتوقع الدقيق، ومن ثم فإن هذه الخاصية في البيئة تؤدي إلى ارتفاع احتمال المخاطرة، حيث أن متخذ القرار يواجه مشكلة تنقية المخاطر المرتبطة باتخاذ قرار معين، حيث تتخذ فكرة عدم التأكد شكلين رئيسيين:

○ عدم التأكد النسبي: مفاده أن كل الأحداث تخضع لاحتمال معروف مسبقاً؛

○ عدم التأكد المطلق: مفاده أن كل الأحداث تخضع لاحتمال غير معروف.

3-1- تقييم الاستثمارات في بيئة عدم التأكد النسبي:

3-1-1- تعريف المستقبل الاحتمالي:

في مجال اختيار الاستثمارات، يعرف المستقبل الاحتمالي على أنه الوضع الذي من خلاله يمكن قياس القيم التي تأخذها التدفقات النقدية باحتمال وقوعها، ونتيجة لذلك فكل تدفق نقدي لمشروع استثماري معين هو متغير عشوائي معرف بقانون احتمال.

3-1-2- معيار (الأمل الرياضي - التباين):

• مفاهيم أساسية:

○ مفهوم المتغير العشوائي: المتغير العشوائي X هو المتغير الذي يمكن أن يتخذ القيم X_1, X_2, \dots, X_n المرفقة باحتمالات وقوعها p_1, p_2, \dots, p_n ، لكن من الضروري تحقق الشرط التالي:

$$\sum_{i=1}^n p_i = 1$$

○ الأمل الرياضي للمتغير عشوائي: متوسط المتغير العشوائي X يدعى الأمل الرياضي ويشار له بالرمز $E(X)$ ، ويعطى بالعلاقة التالية:

$$E(X) = \sum_{i=1}^n x_i p_i$$

○ التباين والانحراف المعياري لمتغير عشوائي: يعبر الانحراف المعياري عن التشتت، حيث كلما كانت قيمة الانحراف المعياري متدنية أشار ذلك إلى تماسك المتغيرات، وكلما كان كبيراً عبر ذلك عن تبعثر المتغيرات ولحساب الانحراف المعياري، لا بد من المرور بحساب التباين والذي يحسب بالعلاقة التالية:

$$VAR(X) = \sum_{i=1}^n p_i [x_i - E(X)]^2 = E(X^2) - [E(X)]^2$$

وعليه يمكن حساب الانحراف المعياري كالاتي:

$$\delta_{(X)} = \sqrt{VAR(X)}$$

• استخدام المعيار في تقييم واختيار الاستثمارات:

يستخدم كل من التباين والانحراف المعياري في مجال اختيار الاستثمارات في البيئة الاحتمالية وذلك اعتماداً على حساب الأمل الرياضي والتباين والانحراف المعياري المؤشر القيمة الحالية الصافية VAN، حيث يسمح الأمل الرياضي للقيمة الحالية الصافية $E(VAN)$ بتقييم مردودية المشروع في البيئة الاحتمالية، في حين يستخدم التباين للقيمة الحالية الصافية $V(VAN)$ أو الانحراف المعياري σ_{VAN} بقياس المخاطر المتعلقة بالمشروع. وعليه فإن استخدام كلا المعيارين في تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية يضع متخذ القرار في مواجهة إمكانية تحقق المخاطر المتعلقة بالمشروع المختار.

3-2-2- تقييم الاستثمارات في بيئة عدم التأكد المطلق:

3-2-1- تعريف بيئة عدم التأكد:

عدم التأكد هو الحالة التي تتميز بالخصائص التالية:

- إمكانية حصر كل الأحداث E_i (حالات الطبيعة المرفقة بالتدفقات النقدية للمشروع)؛
- إمكانية تقييم المشاريع الاستثمارية داخل إطار كل حدث محدد، وذلك باستخدام معايير تقييم الاستثمارات

- عدم إمكانية معرفة احتمال وقوع كل حدث E_i .

3-2-2- معايير الاختيار:

تختلف هذه المعايير حسب طبيعة متخذ القرار فيما إن كان متفائلا أو حياديا أو متشائما، وتوخيا للتبسيط نستخدم المثال التالي لتقديم معايير الاختيار في بيئة عدم التأكد المطلق: ويمكن معرفة وفهم معايير هذا الاختيار في المثال التالي: لدينا ثلاث مشاريع استثمارية I_1, I_2, I_3 حسب قيمتها الحالية الصافية تبعا للأحداث، E_1, E_2, E_3 ، والجدول التالي يحوي كل المعطيات المتعلقة بهذا الاختيار:

E_3	E_2	E_1	E_i I_i
-90	0	60	I_1
0	-60	120	I_2
30	90	-15	I_3

- معيار لابلاس ($Laplace$):

يعتمد هذا المعيار على حساب الأمل الرياضي للقيمة الحالية الصافية، وعليه نجد أن:

$$I_1 \Rightarrow E(VAN) = 60.1/3 + 0.1/3 + (-90.1/3) = -10$$

$$I_2 \Rightarrow E(VAN) = 120.1/3 - 60.1/3 + 0.1/3 = 20$$

$$I_3 \Rightarrow E(VAN) = -15.1/3 + 90.1/3 + 30.1/3 = 35$$

وبما أن الأمل الرياضي يعبر عن مردودية المشروع فإن الاختيار يقع على المشروع I_3 .

- معيار أعظم الأقل لـ ($Maximin$) Wald:

هو معيار تشاؤمي يركز على تحقيق الأمان كأولوية أساسية فهو يتميز بالحذر وتطبيقا لهذا المعيار نجد:

$$I_1 \Rightarrow VAN_{minimum} = -90$$

$$I_2 \Rightarrow VAN_{minimum} = -60$$

$$I_3 \Rightarrow VAN_{minimum} = -15$$

وعليه نختار أعظم قيمة دنيا للقيمة الحالية الصافية، والتي تجدها عند المشروع I_3 .

- معيار أعظم الأعظم ($Maximax$):

هو معيار تفاؤلي يركز على قبول المخاطر بغية تحقيق الربح مهما كانت النتائج إذ نستطيع تسميته معيار الكل أو

اللاشيء، وتطبيقا لهذا المعيار نجد:

$$I_1 \Rightarrow VAN_{maximum} = 60$$

$$I_2 \Rightarrow VAN_{maximum} = 120$$

$$I_3 \Rightarrow VAN_{maximum} = 90$$

ومن ثم نختار أعظم قيمة عظمى للقيمة الحالية الصافية والتي تتحقق عند المشروع I_2 .

• معيار أقل الأعظم (Minimax):

هو معيار يتميز بالحذر نسبياً، وتمهيدا لتطبيق هذا المعيار لا بد من بناء مصفوفة الفرصة الضائعة أو مصفوفة الندم للبدائل المتاحة، حيث نختار أعظم قيمة في كل عمود وتطرح منها باقي القيم الأخرى لتحصل على الجدول التالي:

E ₃	E ₂	E ₁	E _i / I _i
120	90	60	I ₁
30	150	0	I ₂
0	0	135	I ₃

مبدأ الاختيار يعتمد على إيجاد أكبر قيمة تتم في كل سطر ثم اختيار أقل فرصة ضائعة للقيمة الحالية

الصافية:

$$I_1 \Rightarrow VAN_{maxi} = 120$$

$$I_2 \Rightarrow VAN_{maxi} = 150$$

$$I_3 \Rightarrow VAN_{maxi} = 135$$

وفي هذه الحالة يقع الاختيار على المشروع I₁.

الجزء التطبيقي

يكتسي هذا الجزء أهمية كبيرة للوقوف على ما تم التطرق إليه في الجزء النظري وإسقاطه على الجانب التطبيق، حيث قام الباحثان في هذا الجزء بالاعتماد على مجموعتان من التمارين، أولهما مجموعة من الأسئلة النظرية وحلولها والمجموعة الثانية تمارين مقترحة، لعل هذه الأخيرة تعطي فكرة للطالب على مدى أهمية هذه المادة، وبالتالي يستطيع الاعتماد على الأدوات والأساليب والتقنيات التي من شأنها أن تساعدهم في تحليل الميزانيات والجداول الملحقه، وعليه يمكنه الحكم على الوضعية المالية للمؤسسة، ومن هذا المنطلق سوف نتطرق إلى:

I. مجموعة الأسئلة النظرية وأمثلة محلولة

I.1. الأسئلة النظرية وحلولها

يرى الباحث من خلال هذه المجموعة هو الإمام بالعدد الكبير من الأسئلة النظرية التي تستهدف كل جوانب الجزء النظري ومن بين هذه الأسئلة ندرج سبعون سؤالاً مع حلها بصفة مباشرة، ومنها:

- س 1- يعتبر رأس المال العامل (سيولة - استحقاق) أحد مؤشرات التوازن المالي في التحليل المالي الوظيفي؟.
- ج 1- لا - يتعلق ذلك بالتحليل المالي الكلاسيكي المعتمد على معياري السيولة في حسابات الأصول ، والاستحقاق في حسابات الخصوم.
- س 2- تعتبر الميزانية الاقتصادية عن الذمة المالية للمؤسسة في لحظة زمنية معينة؟.
- ج 2- لا - بل عن احتياطات المؤسسة في لحظة زمنية معينة.
- س 3- يساوي الأصل الاقتصادي المجموع الجبري للاستثمارات الصافية والاحتياج لرأس المال العامل للاستغلال؟
- ج 3- لا - بل المجموع الجبري للاستثمارات الصافية والاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي.
- س 4- المجموع الجبري للأموال الخاصة وإجمالي الديون يساوي الأموال المستثمرة ويساوي الأصل الاقتصادي؟.
- ج 4- لا - بل المجموع الجبري للأموال الخاصة وصافي الديون.
- س 5- يعرف الفائض الإجمالي للاستغلال بأنه رصيد دورة الاستغلال؟.
- ج 5 - لا - بل فائض خزينة الاستغلال هو رصيد دورة الاستغلال.
- س 6- الفرق بين الفائض الإجمالي للاستغلال (EBE) و فائض خزينة الاستغلال (ETE) يتمثل في الاحتياج لرأس المال العامل؟.
- ج 6- لا - بل التغير في BFR.
- س 7- على عكس ETE فإن EBE ليس تدفقا؟.
- ج 7- لا - كلاهما تدفق.
- س 8- تنخفض الاستدانة الإجمالية كلما ازدادت متاحات (سيولة) المؤسسة؟.
- ج 8- لا - بل تنخفض المديونية الإجمالية.
- س 9- يعتبر جدول تدفقات الخزينة قراءة مالية لجدول حسابات النتائج؟.
- ج 9- لا - ليس جدول تدفقات الخزينة قراءة مالية لجدول حسابات النتائج.

- س 10- هل تؤثر طرق الاهتلاك (خطي، متناقص، متزايد) على قدرة التمويل الذاتي (CAF)؟ كيف ذلك؟.
- ج 10- نعم - وذلك في وجود الضرائب على الأرباح وخلافه لا تؤثر.
- س 11- لماذا لا تظهر أقساط تسديد القروض في جدول حسابات النتائج كتكاليف تتحملها المؤسسة؟.
- ج 11- لأنها لا تتعلق بإغناء أو إفقار المؤسسة أي ليس لها تأثير على ثروة المؤسسة.
- س 12- أي من المؤشرين هو خزينة ممكنة (EBE) أم القدرة على التمويل الذاتي (CAF) ما الفرق بينهما؟
- ج 12- كلاهما خزينة ممكنة غير أن (EBE) يتعلق فقط بدورة الاستغلال. بينما (CAF) يتعلق بإجمالي نشاط المؤسسة.
- س 13- حدد الفرق بين كل من " العجز و الخسارة " ثم " الفائض و الربح "؟.
- ج 13- الفائض و العجز يتعلقان بالخبزينة بينما الخسارة والربح يتعلقان بالنتيجة.
- س 14- كيف تؤثر طرق تقييم المخزون على خزينة المؤسسة؟.
- ج 14- لا - تؤثر طرق تقييم المخزون بشكل مباشر على خزينة المؤسسة. لأنها تدفق غير نقدي (تدفق وهمي).
- س 15- هل تؤثر طرق تقييم المخزون على الاحتياج لرأس المال العامل (BFR) كيف ذلك؟.
- ج 15- نعم - وذلك عند الزيادة أو النقصان في المخزون في (BFR) يزيد أو ينقص.
- س 16- ما الفرق بين متحصلات الاستغلال ونواتج الاستغلال؟
- ج 16- الفرق بينهما يظهر في رصيد حسابات العملاء.
- س 17- هل العمليات التي تتم في حسابات الميزانية تزيد من ثروة المؤسسة؟.
- ج 17- لا- تزيد من ثروة المؤسسة أي لا تؤثر في النتيجة ولكن الخزينة قد تتأثر ففي هذه الحالة مستوى الخزينة انخفض.
- س 18- هل عملية الحصول على قروض تؤثر على ثروة المؤسسة؟.
- ج 18- لا- تؤثر على ثروة المؤسسة لأنها لا تؤثر على النتيجة وإنما زيادة في مستوى الخزينة.
- س 19- ما الفرق بين الفائض الإجمالي للاستغلال (EBE) ونتيجة الاستغلال؟.
- ج 19- هو أن (EBE) خزينة ممكنة أما نتيجة الاستغلال فلا يمكن أن تكون كذلك لأنها تضم الاهتلاكات التي تتحول إلى حركة نقدية.
- س 20- ما هو أثر الاستدانة (القروض) على جدول حسابات النتائج؟.
- ج 20- لا- تؤثر القروض على جدول حسابات النتائج بل فوائد القروض فقط أما عملية الإقراض (من إلى الغير) فتكون التأثير من خلال النواتج فقط.
- س 21- هل عملية التمويل عن طريق الأموال الخاصة لها تأثير على جدول الحسابات النتائج؟.
- ج 21- لا - ليس لها تأثير ولكن في المدى البعيد تكون في مكافئات رأس المال.
- س 22- ما هو الفرق بين نتيجة الاستغلال بالمفهوم المالي والمفهوم المحاسبي؟.
- ج 22- نتيجة الاستغلال بالمفهوم المحاسبي هو /-83 (الإيرادات - التكاليف) أما بالمفهوم المالي فهو يعبر عن دورة التمويل.

- س 23- هل يمكن إنفاق فائض خزينة الاستغلال (ETE) من قبل المؤسسة كما تشاء؟.
- ج 23- لا يمكن للمؤسسة أن تنفق الفائض لأن $(ETE = R_{exp} - D_{exp})$ إذا كان هذا الفائض من طرف المؤسسة لأنه لا يمكن أن تكون مصاريف المؤسسة سواء ناتجة عن دورة الاستغلال أو من دورة الاستثمار.
- س 24- هل يمكن اعتبار هذا الفائض ربح؟.
- ج 24- لا يمكن اعتبار هذا الفائض ربحاً وإنما هو فائض خزينة لأن الربح نتيجة محاسبة.
- س 25- من منظور الخزينة النفقات الاستثنائية المتعلقة بالبحث والإشهار هل تعتبر كنفقات إستغلال أو استثمار؟.
- ج 25- نفقات استثمار لأن تحصيلها في الخزينة يكون على المدى الطويل.
- س 26- لماذا تسمى المردودية الإقتصادية ومردودية الأموال الخاصة بالمردودية المحاسبية؟.
- ج 26- لأن حسابهما يعتمد فقط على معطيات محاسبية.
- س 27- ما الفرق بين معدل المردودية ومعدل الهامش؟.
- ج 27- المردودية هي العلاقة بين النتيجة والأموال المستثمرة لتوليد هذه النتيجة بينما الهامش هو العلاقة بين النتيجة وحجم النشاط (رقم الأعمال أو الإنتاج).
- س 28- على ماذا تتوقف المردودية الاقتصادية؟.
- ج 28- تتوقف المردودية الاقتصادية على معدل الهامش الاقتصادي وهامش الربح ومعدل دوران الأصل الاقتصادي (دوران الأصل).
- س 29- يعتمد مفهوم تدفق الخزينة المتولد عن الاستغلال (FTPE) على ثلاث عوامل أساسية ما هي؟.
- ج 29- هي: - معدل نمو النشاط ، - أهمية وخصائص (BFR) ، - أهمية وخصائص هوامش الاستغلال.
- س 30- ماذا يبيع المسؤول المالي وماذا يشتري وفي ما يتمثل هدفه في كل مرة؟.
- ج 30- يبيع الأوراق المالية ويشترى رؤوس الأموال وهدفه في كل مرة هو الحصول على الموارد المالية بأقل تكلفة.
- س 31- هل يظهر تسديد قرض في جدول حسابات النتائج أم في جدول تدفقات الخزينة؟.
- ج 31- يظهر في جدول تدفقات الخزينة لأنه شكل من أشكال التمويل (يظهر ثم يختفي).
- س 32- ما هو الفرق بين القدرة على التمويل الذاتي (CAF) و الهامش الإجمالي لتمويل (MPA)؟.
- ج 32- هو فوائض قيمة التنازل.
- س 33- ما الفرق بين القدرة على التمويل الذاتي (CAF) وتدفق الخزينة الناتج عن عمليات الاستغلال (ETOG)؟.
- ج 33- هو التغير في الاحتياج لرأس المال العامل (BFR).
- س 34- ما الفرق بين تدفق الخزينة الناتج عن عمليات الاستغلال (ETOG) وتدفق الخزينة المتاح (FTD)؟.
- ج 34- هو تدفق الاستثمارات الصافية.
- س 35- هل يمكن إنفاق (ETE) من قبل المؤسسة؟.
- ج 35- لا يمكن لأن (ETE) هو الفرق بين المتحصلات الاستغلال ونفقات الاستغلال.
- س 36- هل يمكن ل (ETE) أن يكون ربح؟. لماذا؟.

- ج 36- لا - لأنه تدفق خزينة وليس ربح محاسبي.
- س 37- هل تمثل مخصصات الاهتلاكات نفقة أم عبء ؟.
- ج 37- هي عبء لأنها تكلفة مثبتة وليس مستحقة.
- س 38- متى تستعمل الميزانية الذمة المالية ومتى تستعمل الميزانية الاقتصادية ؟.
- ج 38- تستعمل الذمة المالية من أجل جرد مجموع الأصول والتعهدات. وتستعمل الميزانية الاقتصادية من أجل فهم احتياجات المؤسسة.
- س 39- هل يعتبر الفائض الجمالي للاستغلال (EBE) كخزينة عندما يسجل محاسبيا ؟.
- ج 39- لا - لأن (EBE) يسجل محاسبيا.
- س 40- هل يمكن اعتبار ثروة المؤسسة تزداد كل سنة اعتمادا على الفائض الإجمالي للاستغلال (EBE) ؟.
- ج 40- لا - (EBE) مصدر لثروة المؤسسة. وثروة المؤسسة كنتيجة صافية.
- س 41- حدد نقاط الاتفاق ونقاط الاختلاف بين منظور الخزينة ومنظور الذمة المالية إذا أخذنا على سبيل المثال الاستثمارات العقارية، الإنفاق الاستثمار على البحث والتطوير ؟.
- ج 41- * منظور الخزينة: - استثمارات العقارية عبارة عن نفقة ولا تعتبر إيراد إلا عند بيعها. بينما إنفاق الاستثمار على البحث والتطوير عوائدها لا بد أن تكون سريعة مقارنة بالاستثمارات العقارية.
- * منظور الذمة المالية: - الاستثمارات العقارية عبارة عن أصل حقيقي ملموس مادي ولكن قيمة تصفيته معدومة.
- س 42- ما هو الفرق بين الإنتاج ورقم الأعمال من خلال المدلول ؟.
- ج 42- * رقم الأعمال: يقيس مستوى النشاط عن طريق الوظيفة المالية.
- * الإنتاج: يقيس مستوى النشاط عن طريق الوظيفة الإنتاجية.
- س 43- لماذا يعتبر مفهوم الإنتاج غير كاف في التحليل ؟.
- ج 43- وهذا لعدم التجانس في مكوناته حيث أن إنتاج المخزون وإنتاج المؤسسة لنفسها مقيم بتكلفة الإنتاج بينما الإنتاج المباع مقيم بسعر التكلفة.
- س 44- ما معنى (المتحصلات ، النواتج ، النفقة ، التكاليف) ؟.
- ج 44- * المتحصلات: هي الأموال المقبوضة فعلا.
- * النواتج: هي المفوترة وتشرط أن تكون مقبوضة.
- * النفقة: هي الأموال التي خرجت فعلا.
- * التكاليف: هي المفوترة أي تسجل حتى إذا لم تخرج.
- س 45- هل الاهتلاكات في جدول الأرصدة الوسيطة للتسيير (SIG) هي نفسها في جدول حسابات النتائج المحاسبي ؟.
- ج 45- نعم - هي نفسها.

- س 46- عن ماذا يعبر الفائض الإجمالي للاستغلال (EBE) ونتيجة الاستغلال ؟.
- ج 46- يعبر عن مدى تأثير حجم اليد العاملة في المؤسسة وعن فائض الإجمالي للاستغلال ونتيجة الاستغلال ذلك أن المصاريف المستخدمين عادة هي أكبر تكلفة التي تتحملها المؤسسة خلال دورة الاستغلال.
- س 47- في ظل اقتصاد السوق عن ماذا تعبر إستراتيجية القيمة المضافة ؟.
- ج 47- تعبر عن إستراتيجية التميز.
- س 48- هل يمكن اعتبار مؤسسة متوقفة عن الدفع في حالة عسر مالي ؟.
- ج 48- لا- بل تعتبر في حالة إفلاس.
- س 49- عرف رأس المال العامل (FR 1) (سيولة - استحقاق) ؟.
- ج 49- هو جزء من الأموال الدائمة المخصصة لتمويل الأصول المتداولة. أو هو ذلك الفائض الناتج عن عملية تمويل الأصول الثابتة والذي تخصصه المؤسسة لتمويل الاحتياجات الأخرى.
- س 50- ما هي الانتقادات الموجهة لرأس المال العامل (FR 1) (سيولة - استحقاق) ؟.
- ج 50- * لا يعطي هذا التحليل تصور لكمية رأس المال العامل الضرورية.
- * لا يكفي لتغطية الأصول المتداولة.
- * لا توجد علاقة بين رأس المال العامل والخزينة (FR_L و T).
- س 51- حدد فيما إذا كانت العمليات التالية: نواتج، إيرادات، نفقات، عبء ؟.

ج 51- الإجابة:

المبيعات	← نواتج
تسديد مستحقات العميل	← إيرادات
مخصصات الاهتلاكات	← عبء
شراء آلة	← نفقات

س 52- رتب فيما إذا كانت العناصر التالي: مخزون، تدفق، تغير في التدفق ؟.

ج 52- الإجابة:

العناصر	ترتيبها
رقم الأعمال	تدفق
العملاء	مخزون
رفع مكافآت رأس المال	تغير في تدفق
تغير في حساب العملاء	تدفق
الارتفاع في رقم الأعمال	تغير في تدفق
مصاريف مالية	تدفق
EBE	تدفق

س 53- صنف حسب كل من: الاستثمارات، BFR، الأموال الخاصة، الاستدانة الصافية؟.

ج 53- * قروض مالية ← إستيدانة صافية.

* النتيجة بعد توزيع الأرباح كاحتياطي ← أموال خاصة.

* علامة مسجلة ← استثمار.

* ديون جبائية وإجتماعية ← BFR.

* مخزون منتجات التامة ← BFR.

* القروض المستندية ← استدانة صافية.

س 54- لماذا تسمى المردودية الاقتصادية ومردودية الأموال الخاصة بالمردودية المحاسبية؟.

ج 54- لأن حسابهما يعتمد فقط على معطيات محاسبية.

س 55- ما الفرق بين معدل المردودية ومعدل الهامش؟.

ج 55- المردودية هي العلاقة بين نتيجة والأموال المستثمرة لتوليد هذه النتيجة بينما الهامش هو العلاقة بين النتيجة وحجم النشاط (رقم أعمال أو إنتاج).

س 56- حدد فيما إذا كانت العناصر التالية لها تأثير على حسابات النتيجة أم حسابات الخزينة؟.

(طرق تقييم المخزون، مخصصات الاهتلاكات والمؤونات، الضرائب على الأرباح، الرفع في رأس المال نقدا، شراء استثمار على الحساب، حساب تسديد الأجور، التنازل عن الأصول بقيمة، بيع بضاعة بأجل، تحصيل المبيعات، تسديد قرض متوسط الأجل، الفوائد المالية)؟.

ج 56- للإجابة عن هذا السؤال نضع جدول التالي:

حسابات النتيجة	حسابات النتيجة والخزينة	حسابات الخزينة
طرق تقييم المخزون	الضرائب على الأرباح	الرفع في رأس المال نقدا
مخصصات الاهتلاكات والمؤونات	حساب تسديد الأجور	شراء استثمار على الحساب
بيع بضاعة بأجل	/	التنازل عن الأصول بقيمة
فوائد مالية	/	تحصيل المبيعات
/	/	تسديد قرض متوسط الأجل

س 57- على ماذا تتوقف المردودية الاقتصادية؟.

ج 57- تتوقف على معدل الهامش الاقتصادي (هامش الربح) ومعدل دوران الأصل الاقتصادي (دوران الأصول).

س 58- إذا لم يفسر تدهور الخزينة بأي تدفق استثمار أو تمويل، كيف يمكن تفسير هذا التدهور؟.

ج 58- هذا التدهور يكون ناتجا عن تدهور مردودية المؤسسة.

س 59- تعتمد النقطة الميتة على أربعة عوامل أساسية ما هي؟.

ج 59- استقرار رقم الأعمال - هيكل تكاليف الإنتاج - وضعية المؤسسة بالنسبة لنقطتها الميتة - مستوى المصاريف المالية (سياسة الاستدانة المنتهجة).

- س 60- للنقطة الميتة ثلاث استعمالات في مجال التحليل المالي، ما هي ؟.
- ج 60- تحليل استقرار الربح - تقييم القدرة الربحية العادية - تحليل الانحرافات.
- س 61- هناك ثلاث استعمالات للنقطة الميتة في التحليل الاستراتيجي ما هي ؟.
- ج 61- في ميدان الاختبار الصناعي - في ميدان إعادة الهيكلة - في تحليل المخاطرة الظرفية
- س 62- يتوقف هامش ربح الاستغلال (نتيجة الاستغلال/ رقم الأعمال) على أربع عوامل ما هي ؟.
- ج 62- نضج النشاط - مستوى المنافسة ونوعية المتعاملين - أهمية المعطيات التجارية (حصة السوق، العلاقة، شبكة التوزيع) - طبيعة العملية الإنتاجية وفرق الوفرة الإنتاجية.
- س 63- ماذا يقصد بالهامش التجاري ؟.
- ج 63- هو هامش الربح أي الفرق بين سعر البيع والشراء والمبيعات.
- س 64- على ماذا يتوقف الهامش الإجمالي للاستغلال ؟.
- ج 64- يتوقف على رقم الأعمال وتكاليف الاستغلال (مواد ولوازم، الخدمات، المستخدمين).
- س 65- كيف يوزع الفائض الإجمالي للاستغلال ؟.
- ج 65- مخصصات الاهتلاكات والمؤونات - المصاريف المالية الصافية - نتيجة إستغلال المساهمين.
- س 66- على ماذا تتوقف المصاريف المالية ؟.
- ج 66- تتعلق بالمديونية الصافية بالإضافة على معدل الفائدة.
- س 67- ما هو المخطط النموذجي للتحليل المالي ؟.
- ج 67- خلق الثروة يتطلب الاستثمارات والتي لا بد لها من مصادر التمويل كما لا بد لها أن تكون ذات مردودية وبالتالي يكون المخطط النموذجي لتحليل المالي كالتالي: - خلق الثروة - سياسة الاستثمار - سياسة التمويل - مردودية المؤسسة.

س 68- أذكر مختلف طرق التحليل المالي ؟.

ج 68- التحليل التطوري - التحليل المقارن - التحليل المعياري.

س 69- ما الفرق بين مبيعات الدورة وتحصيلات نفس الدورة ؟.

ج 69- يتمثل الفرق في التغير في حساب العملاء.

س 70- ما الفرق بين القدرة على التمويل الذاتي و التمويل الذاتي ؟.

ج 70- يتمثل الفرق في توزيعات الأرباح.

2.I. أمثلة محلولة

المثال الأول: أجب بدقة على مايلي:

1- ما هي الحالات الممكنة للعجز في الخزينة (السيناريوهات المحتملة والمسببة للعجز في الخزينة) أذكرها ؟.

2- ارتكز التحليل المالي الوظيفي على المعادلة الأساسية للخزينة.

- برهن مع توضيح كل الخطوات صحة العلاقة التالية ؟. $R = E \Rightarrow FR_{ng} - BFR_g = T_{ng}$

- 3- يعتبر رأس المال العامل (سيولة - استحقاق) أحد مؤشرات التوازن المالي في التحليل المالي الكلاسيكي ؟.
4- هل يمكن اعتبار ETE و EBE ليس تدفقا ؟.

المثال الثاني: أعطيت إليك المعلومات التالية والخاصة بمؤسسة إقتصادية بتاريخ 2010/12/31 كما يلي:

$$R_{hex} / E_{hex} = T_{ng} = 56000 , FR_{ng} = 308000 , R_d / E_s = 1.4$$

85%

$$BFR_{hex} / T_{ng} = 7.5\% , R_{ex} / \Sigma R = 16.3\% , E_{ex} / \Sigma E = 34\%$$

المطلوب:

1- أوجد الميزانية الوظيفية المختصرة ؟.

2- أدرس التوازن المالي. ثم قدم تعليقا حول الوضعية المالية للمؤسسة ؟.

المثال الثالث: إليك المعطيات المالية حول نشاط مؤسسة T. P. L في 12/31 (2010 / 2009) والناتج

- موضحة في الجداول أدناه. - أصول وخصوم المؤسسة -

2010	- جدول حسابات النتائج -
155000	إنتاج مخزون وإنتاج مباع
44860	مشتريات مواد الأولية والبضاعة
31200	إستهلاكات خ للمواد الأولية والبضاعة
23400	تكاليف المستخدمين
15660	ضرائب ورسوم
11150	مخصصات الاهتلاكات
10000	مخصصات المؤونات
10000	إيرادات مالية
11320	مصاريف مالية
8900	مصاريف استثنائية
10100	إيرادات استثنائية
7800	ضرائب على الأرباح الشركات
5555	توزيعات الأرباح

2010	2009	الأصول
100220	92650	الاستثمارات المادية و المعنوية
64730	55300	الاستثمارات المالية
60230	49800	المخزون
36251	24900	حقوق الاستغلال
33750	4080	المتاحات
295181	226730	مجموع الأصول
2010	2009	الخصوم
126510	88060	الأموال الخاصة
72341	59890	الديون الطويلة والمتوسطة الأجل
46780	35820	الموردون والحسابات الملحقه به.
21150	19460	مخصصات الاهتلاك والمؤونات
28400	23500	ديون جبائية وإجتماعية
295181	226730	مجموع الخصوم

المطلوب:

1- أحسب المؤشرات التالية لسنة 2010 بالتفصيل : R_{net} ، T_{ng} ، FR_{ng} ، BFR_g ، EBE ،

CAF ؟.

2- أحسب التغير في الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي. ثم أحسب: ETE ؟.

3- أحسب نتيجة الاستغلال والنتيجة الإجمالية بعد توزيعات الأرباح؟.

4- قم بإعادة بناء جدول حسابات النتائج . وإعداد جدول تدفقات الخزينة من منظور جدول التمويل؟.

حل المثال الأول:

1- الحالات الممكنة للعجز في الخزينة هي ستة حالات وهي:

- حالة الخطأ في السياسة المالية للمؤسسة.

- حالة نمو سريع وغير متحكم فيه.

- حالة سوء تسيير عناصر الاستغلال.

- حالة الخسائر المتراكمة.

- حالة تدهور في النشاط.

- حالة إفلاس عميل مهم.

2- برهان صحة علاقة المعادلة الأساسية للخزينة وهي كذلك موجودة في الدرس.

- البرهان:

$$R = E \Rightarrow FR_{ng} - BFR_g = T_{ng}$$

$$\Rightarrow E_s + E_{ex} + E_{hex} + E_T = R_D + R_{ex} + R_{hex} + R_T$$

$$\Rightarrow E_{ex} + E_{hex} + E_T - (R_{ex} + R_{hex} + R_T) = (R_D - E_s)$$

$$\Rightarrow (E_{ex} - R_{ex}) + (E_{hex} - R_{hex}) + (E_T - R_T) = FR_{ng}$$

$$\Rightarrow BFR_{ex} + BFR_{hex} + T_{ng} = FR_{ng}$$

$$\Rightarrow BFR_g + T_{ng} = FR_{ng}$$

$$\Rightarrow T_{ng} = FR_{ng} - BFR_g$$

وهو المطلوب.

3- نعم - لأن رأس المال العامل المعتمد على معيار السيولة في حسابات الأصول والاستحقاق في حسابات

الخصوم.

4- لا - كلاهما تدفق.

حل المثال الثاني:

لدينا: $R_D/E_s = 1.4$ ، $FR_{ng} = 308000$ ، $T_{ng} = 56000$ ، $BFR_{hex} / T_{ng} =$

$$R_{hex} / E_{hex} = 85\% ، 7.5\%$$

$$R_{ex} / \Sigma R = 16.3\% ، E_{ex} / \Sigma E = 34\%$$

- حساب الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي:

$$T_{ng} = FR_{ng} - BFR_g$$

$$BFR_g = 308000 - 56000 = 252000 \leq 56000 = 308000 - BFR_g$$

ومنه الاحتياج لرأس المال العامل الإجمالي يساوي **252000** .

- حساب الاستخدامات المستقرة والموارد الدائمة:

$$LD \text{ لدينا المعادلة التالية: } FR_{ng} = R_D - E_s \text{ ، ولدينا : } R_D / E_s = 1.4 \text{ (01)}$$

من المعادلة (01) نجد أن الموارد الدائمة هي: $R_D = 1.4 E_s$ وبتعويض هذه المعادلة في العلاقة العامة في

رأس المال العامل الصافي الإجمالي نجد:

$$E_s = FR_{ng} / 0.4 \leq FR_{ng} = E_s(1.4 - 1) \leq FR_{ng} = 1.4 E_s - E_s$$

$0.4 / 308000 = E_s \leq$ ومنه فإن الاستخدامات المستقرة تساوي $E_s = 770000$ وعليه يمكن تعويض

الاستخدامات المستقرة في العلاقة المستخرجة من المعادلة (01) كما يلي: $R_D \times 770000 = 1078000$

$$. = 1.4$$

- حساب الاحتياج لرأس المال العامل خارج الاستغلال:

لدينا العلاقة المعطاة كما يلي: $BFR_{hex} / T_{ng} = 7.5\%$.. $BFR_{hex} = 7.5\% \cdot T_{ng}$

(02) وبالتالي يتم تطبيق عدديا نجد: $BFR_{hex} = 0.075 \times 56000 = 4200$ وعليه الاحتياج

في رأس المال العامل خارج الاستغلال يساوي **4200** .

- حساب الاستخدامات خارج الاستغلال والموارد خارج الاستغلال:

لدينا العلاقة العامة للاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال هي: $BFR_{hex} = E_{hex} - R_{hex}$

، ولدينا العلاقة المعطاة كما يلي: $R_{hex} / E_{hex} = 85\%$ يتم استخراج منها الموارد خارج الاستغلال كما

في الطريقة السابقة وعليه فإن: $R_{hex} = 0.85 E_{hex} \leq R_{hex} / E_{hex} = 85\%$

.....(03) وبالتعويض في العلاقة العامة

نجد: $BFR_{hex} = E_{hex} (1 - 0.85) \leq BFR_{hex} = E_{hex} - 0.85 E_{hex}$

$E_{hex} = BFR_{hex} / 0.15 \leq BFR_{hex} = E_{hex} (0.15) \leq$

$$. E_{hex} = 28000 \leq E_{hex} = 4200 / 0.15 \leq$$

ومنه يتم تعويض الاستخدامات خارج الاستغلال في المعادلة رقم (03) نجد الموارد خارج الاستغلال $0.85 E_h$

وبالتالي فإن موارد خارج $R_{hex} = 0.85 \times 28000 = 23800 \leq R_{hex} = ex$

الاستغلال تساوي **23800** .

- حساب الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال:

لدينا العلاقة العامة للاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي كما يلي: $BFR_g = BFR_{ex} + BFR_{hex}$

وعليه نقوم بحساب الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال ومنه تكون العلاقة كالتالي:

$$E_{ex} = 252000 - 4200 = 247800 \leq BFR_{ex} = BFR_g - BFR_{hex} \\ BFR$$

وعليه فإن الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال يساوي **247800**.

- حساب الاستخدامات الاستغلال والموارد الاستغلال واستخدامات الخزينة وموارد الخزينة:
لدينا الأربع العلاقات التالية لكل من:

$$(01) \dots\dots\dots T_{ng} = E_T - R_T$$

$$(02) \dots\dots\dots BFR_{ex} = E_{ex} - R_{ex}$$

$$\leq E_{ex} = 0.34(E_s + E_{ex} + E_{hex} + E_T) \leq E_{ex} / \Sigma E = 34\%$$

$$\leq E_{ex} = 0.34(770000 + E_{ex} + 28000 + E_T)$$

$$\leq E_{ex} = 0.34(798000 + E_{ex} + E_T)$$

$$\leq E_{ex} - 0.34 E_{ex} - 0.34 E_T = 271320$$

$$\leq (E_{ex} - 0.34 E_{ex}) - 0.34 E_T = 271320$$

$$\leq E_{ex} (1 - 0.34) - 0.34 E_T = 271320$$

المعادلة الثالثة هي:

$$(03) \dots\dots\dots 0.66 E_{ex} - 0.34 E_T = 271320$$

$$\leq R_{ex} = 0.163(R_D + R_{ex} + R_{hex} + R_T) \leq R_{ex} / \Sigma R = 16.3\%$$

$$\leq R_{ex} = 0.163(1078000 + R_{ex} + 23800 + R_T)$$

$$\leq R_{ex} = 0.163(1101800 + R_{ex} + R_T)$$

$$\leq R_{ex} - 0.163 R_{ex} - 0.163 R_T = 179593.4$$

$$\leq (R_{ex} - 0.163 R_{ex}) - 0.163 R_T = 179593.4$$

$$\leq R_{ex} (1 - 0.163) - 0.163 R_T = 179593.4$$

المعادلة الرابعة هي:

$$(04) \dots\dots\dots 0.837 R_{ex} - 0.163 R_T = 179593.4$$

من المعادلتين الثالثة والرابعة نقوم باستخراج استخدامات الاستغلال وموارد الاستغلال ونعوضهما في المعادلة الثانية وعليه نجد المعادلة الخامسة كما يلي: - نستخرج الموارد الاستغلال نجد: لدينا.

$$R_{ex} = 179593.4 + 0.163 R_T \leq 0.837 R_{ex} - 0.163 R_T = 179593.4 \\ 0.837$$

$$R = 214567.98 + 0.19 R_T \leq R_{ex} = (179593.4 + 0.163 R_T) / 0.837$$

- نستخرج الاستخدامات الاستغلال نجد: لدينا.

$$\leq 0.66 E_{ex} = 271320 + 0.34 E_T \leq 0.66 E_{ex} - 0.34 E_T = 271320$$

$$E_{ex} = 411090.90 + 0.52 E_T \leq E_{ex} = (271320 + 0.34 E_T) / 0.66$$

وبالتعويض في المعادلة الثانية نجد:

$$\leq BFR_{ex} = 411090.90 + 0.52 E_T - 214567.98 - 0.19 R_T$$

$$\leq BFR_{ex} = 196522.92 + 0.52 E_T - 0.19 R_T$$

$$\leq 247800 - 196522.92 = 0.52 E_T - 0.19 R_T$$

$$(05) \dots\dots\dots 0.52 E_T - 0.19 R_T = 51277.08$$

ولدينا المعادلة رقم واحد كما يلي:

$$(01) \dots\dots\dots T_{ng} = E_T - R_T$$

$$(05) \dots\dots\dots 0.52 E_T - 0.195 R_T = 51277.08$$

ومن المعادلة رقم واحد يتم استخراج استخدامات الخزينة أو موارد الخزينة كالتالي:

$$\text{المعادلة رقم (01)} \leq E_T = T_{ng} + R_T \leq E_T = 56000 + R_T \text{ وبالتعويض في المعادلة رقم (05)}$$

$$\text{نجد: } \leq 0.52 E_T - 0.19 R_T = 51277.08$$

$$0.52 (56000 + R_T) - 0.19 R_T = 51277.08 \leq$$

$$29120 + 0.52 R_T - 0.19 R_T = 51277.08 \leq$$

$$/ 0.33) \leq 0.33 R_T = 22157.08 \leq (0.52 - 0.19) R_T = 22157.08 \leq$$

$$R_T = (22157.08$$

$$R_T = 67142.67$$

وعليه فإن موارد الخزينة تساوي

$$E_T = 56000 + 67142.67 = 123142.67$$

وبالتعويض نجد باقي القيم الأخرى:

$$E_T = 123142.67$$

وبالتعويض نجد الاستخدامات الاستغلال وموارد الاستغلال:

$$E_{ex} = 411090.90 + 0.52 E_T$$

$$E_{ex} = 411090.90 + 0.52 (123142.67)$$

$$E_{ex} = 475125.09$$

$$R_{ex} = 214567.98 + 0.19 R_T$$

$$R_{ex} = 214567.98 + 0.19 (67142.67)$$

$$R_{ex} = 227325.08$$

الموارد		الاستخدامات	
المبالغ	المؤشر	المبالغ	المؤشر
1078000	R _D	770000	E _s
227325.09	R _{ex}	475125.10	E _{ex}
23800	R _{hex}	28000	E _{hex}
67142.67	R _T	123142.67	E _T
1396267.76	مجموع	1396267.76	مجموع

3- دراسة التوازن المالي والتعليق حول الوضعية المالية للمؤسسة:

بما أن رأس المال العامل الصافي الإجمالي موجب وهو أكبر من الصفر فإن الخزينة الصافية الإجمالية تكون حتما موجبة. ودليل ذلك أن رأس المال العامل الصافي الإجمالي أكبر من الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي. كما توضحه العلاقة التالية: $FR_{ng} > 0$ وبالتالي فإن: $FR_{ng} > BFR_g$ وعليه $T_{ng} > 0$ الخزينة الصافية الإجمالية موجبة.

- وفي هذه الحالة نقول أن المؤسسة قامت بتغطية كل احتياجات دورة الاستغلال الممثلة في الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي بواسطة رأس المال العامل الصافي الإجمالي وعليه فإن الوضعية المالية لهذه المؤسسة هي حالة يسر مالي أي أريحية مالية.

حل المثال الثالث:

1- حساب المؤشرات المالية لسنة 2010 كما يلي:

لكي نحسب كل المؤشرات نقوم بوضعها في جدول. ويتم استخراج كل مكونات المؤشرات بالاعتماد على جدول الحسابات النتائج والميزانية كما هي موضحة في الجدول أناه.

2- حساب التغير في الاحتياج في رأس المال العامل

الإجمالي: نقوم بحساب هذا المؤشر باعتماد على معطيات الميزانية وفق للسنتين 2010 / 2009 ويمكن وضع جميع الحسابات في الجدول أدناه:

التغير	2010	2009	البيان
10430	60230	49800	المخزونات
11351	36251	24900	حقوق الاستغلال
10960	46780	3582	الموردون
4900	28400	23500	ديون جبائية وإجتماعية

المؤشرات	المبالغ
EBE	39880
BFR _g	21301
FR _{ng}	55051
T _{ng}	33750
R _{net}	13450
CAF	34600

$$\Delta \text{BFR}_g = (10430 + 11351) - (10960 + 4900) = 5921$$

- حساب فائض خزينة الاستغلال:

$$\text{ETE} = \text{EBE} - \Delta \text{BFR}_g = 39880 - 5921 = 33959$$

$$\text{ETE} = 33959$$

3- حساب كل من نتيجة الاستغلال والنتيجة الإجمالية بعد توزيع الأرباح:

- نحسب نتيجة الاستغلال:

$$\leq R_{ex} = \text{EBE} - \text{مخصصات الاهتلاكات ومخصصات المؤونات}$$

$$\leq R_{ex} = 39880 - 21150 = 18730 \text{ ومنه نتيجة الاستغلال تساوي}$$

$$R_{ex} = 18730$$

- نحسب النتيجة الإجمالية بعد توزيع الأرباح:

النتيجة الإجمالية بعد توزيع الأرباح = النتيجة الصافية الإجمالية المخصصة كاحتياطي = النتيجة الصافية - توزيعات

$$\text{الأرباح} = 13450 - 5555 = 7895 . \text{ ومنه النتيجة الإجمالية} = 7895$$

5- إعادة بناء جدول حسابات النتائج وجدول تدفقات الخزينة:

المبالغ	الحسابات
155000	إنتاج الدورة
44860	- مشتريات مواد أولية
31200	وبضاعة.
23400	- إستهلاكات خارجية م . ب .
15660	- تكاليف المستخدمين.
	- ضرائب ورسوم.
39880	EBE =
21150	- مخصصات الاهتلاكات والمؤونات
18730	= نتيجة الاستغلال
(1320)	- مصاريف مالية صافية
20050	= نتيجة الجارية
1200	+ نتيجة الاستثنائية.
7800	- ضرائب على أرباح الشركات.
13450	= النتيجة الصافية
5555	- توزيعات الأرباح
7895	= النتيجة المخصصة كاحتياطي

المبالغ	تدفقات المالية
34600	CAF
5921	- Δ BFR_g
28679	= خزينة الاستغلال
00000	+ التنازل عن الاستثمار
00000	- حيازة الاستثمارات
00000	= خزينة الاستثمار
00000	+ الرفع في الأموال خ
00000	- المكافأة رأس المال
00000	= خزينة الأموال خ
00000	+ قروض جديدة
00000	- تسديدات القروض
00000	= خزينة الاستدانة
28679	= التغير في الخزينة
	الصافية الإجمالية

2.II. مجموعة تمارين مقترحة ومتنوعة:

تحتوي هذه المجموعة على عدد كبير من التمارين التي يراها الباحثان مناسبة لمثل هذه المواضيع، ولعل من أبرزها ما يلي:

التمرين الأول: إليك المعطيات المالية لمؤسسة صينية لإنتاج الهواتف النقالة في تاريخ 2012/12/31 والنتائج موضحة في الجداول التالية: أصول وخصوم المؤسسة وجدول حسابات النتائج

2012	البيان
1070	الإنتاج
400.4	مشتريات بضاعة مستهلكة
310.4	مصاريف المستخدمين
91	ضرائب ورسوم
31.4	مخصصات الاهتلاكات
65	مصاريف مالية صافية
35	العمليات الاستثنائية
20	ضرائب على أرباح الشركات
60	توزيعات الأرباح
187.8	النتيجة الصافية

2012	أصول المؤسسة	2012	خصوم المؤسسة
1100	الاستثمارات المالية	3300	الاحتياطيات
2400	الاستثمارات المعنوية	3200	نتائج الدورات السابقة
1000	مباني	1200	مؤونات الأخطار والتكاليف
3850	المخزونات	2330	الديون الطويلة والمتوسطة الأجل
2700	العملاء	2000	الموردون
1000	البنك	760	ديون قصيرة الأجل
1000	الصندوق	460	ديون جباية واجتماعية
13050	مجموع الأصول	13050	مجموع الخصوم

المطلوب:

I- الجزء الأول: أحسب المؤشرات التالية بطريقتين:

$$1- R_{ex} ، CAF ، EBE ، AE ؟$$

2- إعداد الميزانية الاقتصادية المختصرة؟

3- بين الحركة التمويلية لهذه المؤسسة؟

II- الجزء الثاني: انخفض إنتاج هذه المؤسسة إلى النصف وكان هيكل التكاليف موضح في الجدول أدناه كما يلي:

التكاليف المتغيرة	300	الضرائب على الأرباح	40%
الأموال الخاصة	110	التكاليف الثابتة	31.4
المصاريف المالية	25	تكلفة الأموال الخاصة	10%

1- أحسب النقطة الميتة قبل وبعد المصاريف المالية؟

2- أحسب النقطة الميتة الإجمالية؟ وبين وضعيتها؟

التمرين الثاني: إليك ميزانية بنك البركة في تاريخ: 2012/12/31 و النتائج موضحة في الجدول التالي:

الأصول	الخصوم
102	رأس المال الجماعي
49	فرق إعادة التقييم
50	نتيجة رهن التخصيص
18.5	الاحتياطيات بأنواعها
16	الديون البنكية الطويلة الأجل
235.50	الموردون وملحقاته
235.50	المجموع

علمنا أن:

[الهامش الصافي = 30%] ، [القدرة على التمويل الذاتي = 70]

[المصاريف المالية = 31.21] ، [الإيرادات المالية = 40]

[النتيجة الإجمالية = 100] ، [مخصصات الاهتلاكات = 10] [التكاليف الثابتة = 96] ، [التكاليف المتغيرة = 100 =]

[لا توجد العمليات الاستثنائية].

المطلوب: أحسب ما يلي:

- 1- المروددية الاقتصادية و المروددية المالية لبنك البركة؟
- 2- معدل دوران الأصول الاقتصادية و الهامش الاقتصادي و معدل الاستدانة و تكلفة الاستدانة لبنك البركة؟
- 3- أثر الرافعة المالية و ما هي حالة بنك البركة؟
- 4- النقطة الميتة قبل و بعد المصاريف المالية؟

التمرين الثالث: إليك ميزانية مؤسسة Dorex في نهاية سنة 2012 و النتائج موضحة في الجدول التالي:

المبالغ	البيان	المبالغ	البيان
1100	الأموال الخاصة	900	الاستثمارات الصافية
700	الديون الطويلة الأجل	830	المخزونات
700	الموردون	670	العملاء
315	ديون جبائية و إجتماعية	315	البنك
150	ديون أخرى	250	الصندوق
2965	المجموع	2965	المجموع

المطلوب:

1- إذا كانت الميزانية الوظيفية في حالة التوازن بين ذلك ؟ و كيفية يمكن إعداد الميزانية الوظيفية المختصرة لمؤسسة Dorex ؟

2- أحسب مؤشرات المعادلة الأساسية للخرزينة لمؤسسة Dorex ؟

3- أدرس مؤشرات التوازن المالي لهذه المؤسسة ؟ و بين حركات التمويل لهذه المؤسسة ؟

التمرين الرابع: إليك المعلومات المالية التالية لمؤسسة اقتصادية في تاريخ: 2013/12/31 و النتائج موضحة كما يلي:

$$R_{ex} / R = 17\% \quad , \quad E_{ex} / E = 34\% \quad , \quad BFR_{hex} = 5600 \quad , \quad E_t = 120000 \quad , \quad E_s = 640000$$

$$R_d / E_s = 1.5 \quad , \quad BFR_{hex} / T_{ng} = 07\%$$

المطلوب:

- 1- أوجد الميزانية الوظيفية المختصرة لهذه المؤسسة ؟
- 2- أدرس مؤشرات التوازن المالي ؟ و بين حركات التمويل لهذه المؤسسة ؟
- 3- فسر حالة الخرزينة الصافية الإجمالية ؟

التمرين الخامس: إليك ميزانية مؤسسة في نهاية سنة 2014 والنتائج موضحة في الجدول التالي:

المبالغ	البيان	المبالغ	البيان
1400	الأموال الخاصة	1200	الاستثمارات الصافية
600	الديون الطويلة الأجل	730	المخزونات
600	الموردون	570	العملاء
215	ديون جباية وإجتماعية	215	البنك
150	إعتمادات بنكية جارئة	250	الصندوق
2965	المجموع	2965	المجموع

المطلوب:

- 1- إعداد الميزانية المالية المختصرة؟ أحسب رأس المال العامل سيولة من أعلى وأدنى الميزانية المالية؟
- 2- أدرس شروط التوازن المالي في التحليل المالي الكلاسيكي؟

التمرين السادس: إليك المعطيات المالية لمؤسسة صينية لإنتاج الهواتف النقالة في نهاية سنة 2014 والنتائج موضحة

في الجداول التالية:

2014	خصوم المؤسسة	2014	أصول المؤسسة
1300	الاحتياطات	3400	الاستثمارات المالية
2300	نتائج الدورات السابقة	3300	الاستثمارات المعنوية
1300	مؤونات الأخطار والتكاليف	1000	مباني
2000	الديون الطويلة الأجل	2330	المخزونات
1650	الديون المتوسطة الأجل	2000	العملاء
2400	الموردون	650	البنك
300	ديون أخرى	570	الصندوق
1300	ديون قصيرة الأجل	480	حقوق أخرى
1180	الاعتمادات البنكية الجارية	/	/
13730	مجموع الخصوم	13730	مجموع الأصول

المطلوب:

- 1- إعداد الميزانية المالية والميزانية الوظيفية المختصرتين لهذه المؤسسة؟
- 2- أحسب الذمة المالية ونسبة الاستقلالية المالية؟ ما هو تفسيرك؟
- 3- أحسب رأس المال العامل سيولة من أعلى وأدنى الميزانية؟ ثم فسر حالة المؤسسة وبين حركات التمويل؟
- 4- أحسب مركبات المعادلة الأساسية للخزينة؟ ثم استنتج حالة الخزينة الصافية الإجمالية؟
- 5- أدرس شروط التوازن المالي لهذه المؤسسة في الحالتين؟

التمرين السابع: لتكن لدينا المؤسسة (A)، تسعى لتمويل استثمارها عن طريق قرض لمدة سنة، علما أن معدل الضريبة على أرباح الشركات يقدر بـ: (0.35) والنتائج موضحة في الجدول أدناه.

المبالغ	البيانات
160500	الأموال الخاصة
65300	المصاريف المالية
0.23	معدل المردودية المالية
82400	الإستدانة (الديون)
42445	المصاريف المالية الصافية

المطلوب:

- 1- أحسب أثر الرافعة المالية ؟ ما هو مستوى الإستدانة بالنسبة لمعيار المردودية المالية ؟
- 2- أحسب تكلفة القرض ؟ ماذا تستنتج بالنسبة إلى تكلفة الاستدانة ؟
- 3- أحسب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال المستثمر للمؤسسة (A) ؟

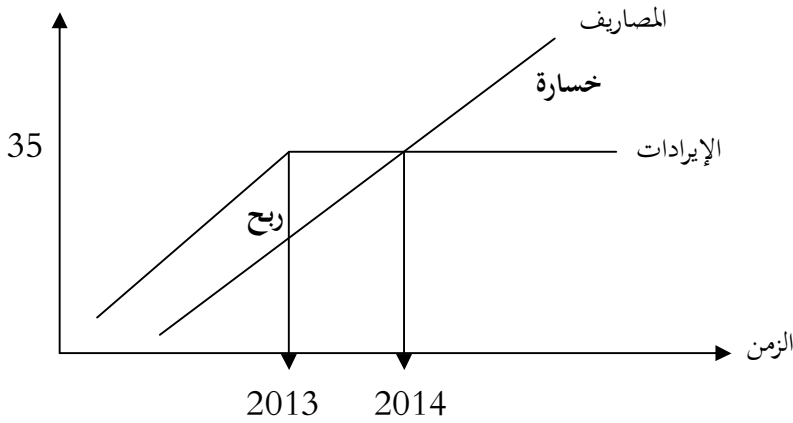
التمرين الثامن: لتكن لدينا نتائج مؤسسة رويال مونديال بولاية الوادي، تسعى هذه المؤسسة إلى تمويل استثمارها الجديد، عن طريق قرض لمدة سنة، علما أن معدل الضريبة على أرباح الشركة تقدر بـ: (0.35) والنتائج موضحة في الجدول أدناه. علما أن النتائج الجدول بـ: 1000 دينار جزائري.

المبالغ	البيانات
23910	R_{net}
65300	FF
159400	CP
0.15	R_{cp}
82400	D
42445	FF_{net}

المطلوب:

- 1- أحسب أثر الرافعة المالية ؟ وما هو مستوى الإستدانة بالنسبة لمعيار المردودية المالية ؟
- 2- أحسب تكلفة القرض ؟ ماذا تستنتج بالنسبة إلى تكلفة الاستدانة ؟
- 3- أحسب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال المستثمر للمؤسسة رويال مونديال ؟
- 4- طبق قاعدة الإستيدانة العظمى؟ وما هو استنتاجك بالنسبة للمؤسسة ؟

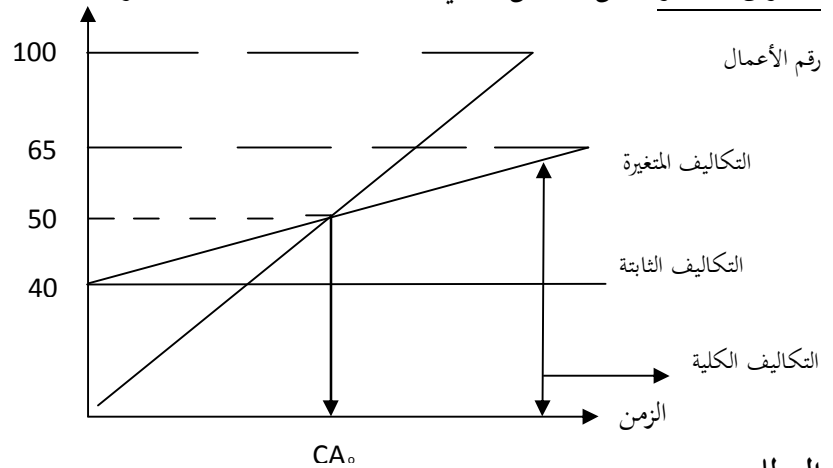
التمرين التاسع: يمثل هذا الشكل المصاريف الكلية والإيرادات الإجمالية لمؤسسة (X)، ويمكن تتبع هذه التطورات عبر الزمن، كما يوضحها الشكل أدناه:



المطلوب:

- 1- قم بتحليل الشكل البياني بدقة؟.
 - 2- ماذا يمثل التقاطع بين المصاريف والإيرادات الممثل في سنة 2014؟ اشرح هذه التقنية؟.
- التمرين العاشر:** يمثل الشكل البياني لبنك البركة لسنة 2013، ومعطياته المالية الممثلة في الجدول أدناه.

المبلغ	اليانات
27	الفائض الإجمالي للاستغلال
4,02	المصاريف المالية الصافية
02	مخصصات الاهتلاكات
25	النتيجة الاقتصادية
0,15	تكلفة الأموال الخاصة
20	الأموال الخاصة
0,33	معدل الضريبة على أرباح



المطلوب:

- 1- ماذا يمثل هذا الشكل؟ ثم اشرح مستويات المختلفة لنشاط هذا البنك؟
- 2- اعتمادا على معطيات الجدول والشكل البياني احسب النقطة الميتة للاستغلال والنقطة الميتة المالية؟
- 3- احسب النقطة الميتة الإجمالية؟ ثم حدد وضعية هذا البنك تجاه نقاطه الميتة؟

التمرين الحادي عشر: إليك الجدولين التاليين يبينان المعطيات المالية لبنك (X) في تاريخ: 2014/12/31 والنتائج موضحة كما يلي: المبالغ بـ: 1000 دج. علما أن رقم أعمال البنك يقدر بـ: 150، ومعدل الضريبة على أرباح البنك تقدر بـ: 0,33.

المبالغ	البيانات	المبالغ	البيانات
25	مؤونات تدني الحقوق والمخزون	50	رأس المال الجماعي
80,7	الفائض الإجمالي للاستغلال	10	فرق إعادة التقييم
30,2	مخصصات الاهتلاكات	20,1	نتائج سنوات سابقة
10	مخصصات المؤونات	19	مؤونات الأخطار والتكاليف
20	المصاريف المالية الصافية	120,3	قرض قصير الأجل
29,85	المصاريف المالية	18	الصندوق
37,83	قيمة الضريبة على أرباح البنك	12	الخزينة

المطلوب: أحسب ما يلي:

- 1- المردودية المالية والمردودية الاقتصادية لهذا البنك ؟
- 2- معدل دوران الأصول الاقتصادية، والهامش الاقتصادي، ومعامل الاستدانة، والهامش الصافي، وتكلفة الاستدانة للبنك ؟
- 3- أثر الرافعة المالية وما هي حالة هذا البنك ؟

التمرين الثاني عشر: إليك الجدول التالي يبين الميزانية المحاسبية لمؤسسة (X) في تاريخ 2014/12/31 كما يلي:

2014	خصوم المؤسسة	2014	أصول المؤسسة
500	رأس المال الجماعي	1080	الاستثمارات المالية
100	الاحتياطات	400	الاستثمارات المعنوية
290	نتائج الدورات السابقة	320	المخزونات
262	مؤونات الأخطار والتكاليف	331	العملاء
820	الديون البنكية*	02	البنك والصندوق
170	الموردون	27	حقوق أخرى
12	ديون أخرى	/	/
06	ديون قصيرة الأجل	/	/
2160	مجموع الخصوم	2160	مجموع الأصول

المطلوب: * متضمنة إتمادات بنكية جارية بقيمة 20 دينار جزائري.

- 1- إعداد الميزانية الوظيفية ؟ ثم أحسب مؤشرات التحليل المالي الوظيفي ؟
- 2- أدرس شرط التوازن المالي ؟ وبين حركة تمويله ؟

التمرين الثالث عشر: لديك المعطيات التقديرية المالية للمؤسسة (condor) في نهاية سنة 2013، والنتائج موضحة في الجدول أدناه:

15,8	المصاريف المالية الصافية	0,12	تكلفة الأموال الخاصة	162,4	الإنتاج
7,2	المصاريف المالية	0,35	معدل الضريبة	20,7	الأموال الخاصة
30,1	التكاليف الثابتة	10,3	مخصصات الاهتلاكات	91,5	التكاليف المتغيرة

المطلوب:

- 1- أحسب النقاط الميثة للمؤسسة للاستغلال والمالية والإجمالية ؟
 - 2- حدد وضعية المؤسسة بالنسبة لنقاطها الميثة ؟
 - 3- وضح برسم بياني تقريبي هيكل التكاليف والإيرادات الممثلة لهذه المؤسسة ؟
- التمرين الرابع عشر: لدينا البيانات المالية لبنك البركة لسنة 2015، ومعطياته ممثلة في الجدول التالي:

المبالغ	البيانات
100	رقم الأعمال
27	الفائض الإجمالي للاستغلال
4,02	المصاريف المالية الصافية
02	مخصصات الاهتلاكات
25	النتيجة الاقتصادية
0,15	تكلفة الأموال الخاصة
20	الأموال الخاصة
0,33	معدل الضريبة على أرباح
40	التكاليف الثابتة
65	التكاليف المتغيرة

المطلوب:

- 1- اعتمادا على معطيات الجدول: احسب النقطة الميثة للاستغلال والنقطة الميثة المالية ؟
- 2- احسب النقطة الميثة الإجمالية ؟ ثم حدد وضعية هذا البنك تجاه نقاطه الميثة ؟
- 3- ما هو حكمك على الوضعية المالية لهذا البنك ؟

التمرين الخامس عشر: إليك الجدولين التاليين يبينان المعطيات المالية لبنك (X) في تاريخ: 2015/12/31

والنتائج موضحة كما يلي:

المبالغ	البيانات
150	رقم أعمال البنك
25	مؤونات تدني الحقوق والمخزون
80,7	الفائض الإجمالي للاستغلال
30,2	مخصصات الاهتلاكات
10	مخصصات المؤونات
20	المصاريف المالية الصافية
29,85	المصاريف المالية
37,83	قيمة الضريبة على أرباح البنك IBS
0,33	معدل الضريبة على أرباح البنك IS

المبالغ	البيانات
50	رأس المال الجماعي
10	فرق إعادة التقييم
20,1	نتائج سنوات سابقة
19	مؤونات الأخطار والتكاليف
120,3	قرض قصير الأجل
18	الصندوق
12	الحزينة

المطلوب: أحسب ما يلي:

1- المردودية المالية والمردودية الاقتصادية لهذا البنك ؟

2- معدل دوران الأصول الاقتصادية، والهامش الاقتصادي، ومعامل الاستدانة، والهامش الصافي، وتكلفة الاستدانة للبنك ؟

3- أثر الرافعة المالية وما هي حالة هذا البنك ؟

التمرين السادس عشر: يمتلك البنك (A) محفظة استثمارية مالية رأسمالها يقدر بـ: 6600000 دج بدأت نشاطها في بداية جانفي سنة 2016 في السوق المالي والنتائج السداسي الأول موضحة في الجدول التالي: 1000 دج

أدوات المحفظة	النسبة	العائد المتوقع	القيمة الحقيقية
الأسهم الممتازة	40 %	295	320
الأسهم العادية	25 %	370	415
السندات	20 %	276	290
المشتقات المالية	15 %	488	524

المطلوب:

1- أحسب قيمة كل أداة مساهمة في تكوين رأسمال هذه المحفظة الاستثمارية ؟.

2- أحسب العائد على رأس المال المرجح بالمخاطر ؟.

3- ما هو تحليلك لنتيجة هذا المؤشر ؟. وكذلك بالنسبة لهذا البنك ؟. وما هي الآثار الناجمة عليه ؟.

التمرين السابع عشر: إليك المعطيات المالية المستخرجة من ميزانيات والجدول الملحق لبنك البركة في نهاية سنة 2015 والنتائج موضحة في الجدول التالي: علما أن هذا البنك يحقق نتيجة صافية تقدر بـ: 400312 دج.

البيانات	بنك البركة
الأصول الثابتة البنكية	258700
القروض بنكية	424657
الأصول المتداولة البنكية	437600
رأس المال الأساسي للبنك	520450

المطلوب:

1- أحسب كفاية رأس المال وجودة الأصول ونسبة القروض ؟.

2- أحسب العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول ؟.

3- ما هو تفسيرك للنسب المحققة (العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول) ؟. وما هو رأيك في تقييم الأداء المالي لبنك البركة ؟.

التمرين الثامن عشر: اعتمادا على المعطيات المالية لمؤسسة (A) في نهاية سنة 2016 والنتائج موضحة في الجدول

جدول حسابات النتائج

التالية: 1000 دج. الأصول والخصوم المؤسسة

A	الحسابات
250	رقم الأعمال
250	الإنتاج
36	مشتريات مستهلكة
162	مصاريف الاستغلال الأخرى
36	مصاريف مالية
00	إيرادات مالية
20	مخصصات الاهتلاكات والمؤونات
02	النتيجة الاستثنائية
00	الضرائب على أرباح المؤسسة
00	النتيجة الصافية

المطلوب:

1- إعداد الميزانية الوظيفية المختصرة؟. ثم أحسب مركبات المعادلة الأساسية للخزينة؟.

2- أدرس شروط التوازن المالي؟. ثم فسر حالة الخزينة الصافية الإجمالية؟.

3- أحسب المؤشرات المالية التالية بطريقتين: EBE ، BFR_g ، AE ، D_{net} .

التمرين التاسع عشر: أمامك المعطيات المالية لمؤسسة (B) في نهاية سنة 2016، حيث تحقق هذه الأخيرة إنتاجا

قدره 100 وحدة نقدية والنتائج موضحة في الجدول المقابل.

B	الحساب
07	مخصصات الاهتلاكات
30	المصاريف المتغيرة
78	الأموال الخاصة
06	المصاريف المالية
0,1	تكلفة الأموال الخاصة
55	المصاريف الثابتة
0,06	معدل الضريبة على أرباح الشركات
04	النتيجة الصافية

المطلوب:

1- أحسب النقطة الميتة قبل وبعد المصاريف المالية؟.

2- أحسب النقطة الميتة الإجمالية؟.

3- حدد وضعية المؤسسة (B) اتجاه النقاط الميتة الثلاثة؟.

التمرين العشرون: وضعت بين يديك المعلومات المالية لمؤسسة (A) بتاريخ 2016 /12/31 والنتائج موزعة كما يلي:

- 1- عناصر الأصول موزعة كالتالي: * استثمارات مادية بقيمة 30000 دج. * استثمارات مالية بقيمة 150000 دج. * استثمارات معنوية بقيمة 35000 دج.
- 2- عناصر الأصول المتداولة كما يلي: * المخزونات بقيمة 70000 دج. * البنك بقيمة 90000 دج. * خزينة المؤسسة (A) بقيمة 40000 دج. * الصندوق بقيمة 45000 دج.
- 3- قروض المؤسسة (A) موزعة كالتالي: * ديون طويلة الأجل بقيمة 80000 دج. * ديون المتوسطة الأجل بقيمة 50000 دج.
- 4- إذا علمت أن الأموال الخاصة تقدر بـ: 230000 دج. والقروض قصيرة الأجل بقيمة 100000 دج.

المطلوب:

- 1- شكل الميزانية المالية المختصرة؟.
- 2- أحسب رأس المال العامل سيولة من أدنى الميزانية؟.
- 3- أحسب نسبة الإستقلالية المالية؟.
- 4- أدرس التوازن المالي للمؤسسة (A)؟. وبين حركة تمويلها؟.

التمرين الواحد والعشرون: إليك المعطيات المالية لمؤسسة (X) في نهاية سنة 2016 كما هي موضحة في الجدول أدناه:

A	الخصوم	A	الأصول
4321	الأموال الخاصة	2260	استثمارات مالية
1200	الديون الطويلة والمتوسطة	1330	أراضي
507	الموردون	851	تجهيزات
245	الاهتلاكات	1210	المخزونات
366	ديون الاستغلال الأخرى	785	حقوق الاستغلال
252	الديون البنكية قصيرة الأجل	455	المتاحات والتوظيفات المالية
6891	مجموع الخصوم	6891	مجموع الأصول

المطلوب:

- 1- إعداد الميزانية الوظيفية المختصرة؟.
- 2- أحسب مركبات المعادلة الأساسية للخبزينة؟.
- 3- أدرس شروط التوازن المالي الوظيفي لهذه المؤسسة؟. وبين حركة تمويلها؟.

التمرين الثاني والعشرون: يمتلك بنك الخليج محفظة استثمارية مالية رأسمها يقدر بـ: 7500000 دج بدأت نشاطها في بداية جانفي سنة 2016 في السوق المالي والنتائج السداسي الأول موضحة في الجدول التالي: 1000 دج.

أدوات المحفظة	النسبة	العائد المتوقع	القيمة الحقيقية
الأسهم الممتازة	45 %	298	320
الأسهم العادية	35 %	375	410
السندات	15 %	280	290
المشتقات المالية	05 %	495	525

المطلوب:

1- أحسب قيمة كل أداة مساهمة في تكوين رأسمال هذه المحفظة الاستثمارية؟.

2- أحسب العائد على رأس المال المرجح بالمخاطر؟.

3- ما هو تحليلك لنتيجة هذا المؤشر؟. وكذلك بالنسبة لهذا البنك؟. وما هي الآثار الناجمة عليه؟.

التمرين الثالث والعشرون: إليك المعطيات المالية المستخرجة من ميزانيات والجدول الملحق لبنك قطر في نهاية سنة 2015 والنتائج موضحة في الجدول التالي: علما أن هذا البنك يحقق نتيجة صافية تقدر بـ: 300999 دج.

البيانات	بنك البركة
الأصول الثابتة البنكية	359710
القروض بنكية	589000
الأصول المتداولة البنكية	397521
رأس المال الأساسي للبنك	621451

المطلوب:

1- أحسب كفاية رأس المال وجودة الأصول ونسبة القروض؟.

2- أحسب العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول؟.

3- ما هو تفسيرك للنسب المحققة (العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول)؟. وما هو رأيك في تقييم الأداء المالي لبنك البركة؟.

التمرين الرابع والعشرون: إليك النتائج الممثلة في الجدول التالي لمؤسسة (X) في نهاية سنة 2014 و 2015 كما يلي:

البيان / الوحدة 1000 دينار الجزائري	2014	2015
الأموال الخاصة	120,1	106,4
معدل الضريبة على أرباح الشركات	0,35	0,35
الديون المتوسطة الأجل	51	83
المصاريف المالية	17,2	14,6
النتيجة الصافية	14	16
الديون الطويلة الأجل	72	97

المطلوب:

1- أحسب أثر الرافعة المالية لسنتين 2014 و 2015؟. استنتج حالة أثر الرافعة المالية لهذه المؤسسة؟.

التمرين الخامس والعشرون: تريد مؤسسة (Fax) لصناعة الصابون المفاضلة بين مشروعين استثماريين ممثلين في الجدول التالي:

المشروع الثاني	المشروع الأول	البيان / الوحدة 1000 دينار الجزائري	
68	68	تكلفة الأولية للمشروعين الاستثماريين	
10	20	السنة الأولى	CAF لسنوات إنجاز المشروع الاستثماري
10	20	السنة الثانية	
30	18	السنة الثالثة	
40	20	السنة الرابعة	

المطلوب: للمفاضلة بين المشروعين أحسب ما يلي:

- 1- المرادوية المتوسطة للمشروعين ؟ ومدة استرجاعهما ؟.
 - 2- القيمة الحالية الصافية عند معدل التخصيم 11% ؟.
 - 3- مؤشر الربحية لكلا المشروعين ؟. بناء على النتائج السابقة استنتج أي المشروعين أفضل لمؤسسة (Fax) ؟.
- التمرين السادس والعشرون: إليك المعطيات المالية لمؤسسة (X) في نهاية سنة 2016 كما هي موضحة في الجدول أدناه:

x	الخصوم	x	الأصول
4321	الأموال الخاصة	2260	الاستثمارات المالية
1200	الديون الطويلة الأجل	1330	أراضي
507	الموردون وملحقاته	851	تجهيزات
245	الاهتلاكات والمؤونات	1210	المخزونات بأنواعها
366	ديون الاستغلال الأخرى	785	حقوق الاستغلال
252	الاعتمادات البنكية	455	نقديات
6891	مجموع الخصوم	6891	مجموع الأصول

المطلوب:

- 1- إعداد الميزانية المالية المختصرة والميزانية الوظيفية المختصرة ؟.
- 2- أحسب رأس المال العامل سيولة من أعلى وأدنى الميزانية ؟
- 3- أحسب مركبات المعادلة الأساسية للخزينة ؟.
- 4- أحسب نسبة الإستقلالية المالية ؟.
- 5- أدرس شروط التوازن المالي التقليدي والوظيفي لهذه المؤسسة ؟. وبين حركة تمويلها ؟.

التمرين السابع والعشرون: إليك النتائج المثلثة في الجدول التالي للمؤسسة (X) في نهاية سنة 2015 و 2016 كما يلي:

البيان / الوحدة 1000 دينار الجزائري	2015	2016
الأموال الخاصة	110,2	92,3
معدل الضريبة على أرباح الشركات	0,40	0,40
الديون المتوسطة الأجل	54	86
المصاريف المالية	18,6	16,7
النتيجة الصافية	15	17
الديون الطويلة الأجل	75	99

المطلوب:

1- أحسب الرفع المالي لسنتين 2015 و 2016 .؟

2- استنتج حالة أثر الرافعة المالية لهذه المؤسسة .؟

3- ما هي حالات أثر الرافعة المالية .؟

4- أيهم السنة الأفضل لدى المؤسسة (X) .؟

التمرين الثامن والعشرون: إليك المعطيات المالية حول نشاط مؤسسة T. P. L في 31/12 (2009 / 2010)

- أصول وخصوم المؤسسة -

والنتائج موضحة في الجداول أدناه.

الأصول	2009	2010
الاستثمارات المادية و المعنوية	92650	100220
الاستثمارات المالية	55300	64730
المخزون	49800	60230
حقوق الاستغلال	24900	36251
المتاحات	4080	33750
مجموع الأصول	226730	295181
الخصوم	2009	2010
الأموال الخاصة	88060	126510
الديون الطويلة والمتوسطة الأجل	59890	72341
الموردون والحسابات الملحقة به.	35820	46780
مخصصات الاهتلاك والمؤونات	19460	21150
ديون جبائية واجتماعية	23500	28400
مجموع الخصوم	226730	295181

- جدول حسابات النتائج -	2010
إنتاج مخزون وإنتاج مباع	155000
مشتريات مواد الأولية والبضاعة	44860
إستهلاكات خ للمواد الأولية والبضاعة	31200
تكاليف المستخدمين	23400
ضرائب ورسوم	15660
مخصصات الاهتلاكات	11150
مخصصات المؤونات	10000
إيرادات مالية	10000
مصاريف مالية	11320
مصاريف استثنائية	8900
إيرادات استثنائية	10100
ضرائب على الأرباح الشركات	7800
توزيعات الأرباح	5555

المطلوب: 1- أحسب المؤشرات التالية بالتفصيل : EBE ، BFR g ، FRng ، Tng ، Rnet ، CAF .؟

2- أحسب التغير في الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي. ثم أحسب ETE .؟

3- أحسب نتيجة الاستغلال والنتيجة الإجمالية بعد توزيعات الأرباح .؟

4- قم بإعادة بناء جدول حسابات النتائج . وإعداد جدول تدفقات الخزينة من منظور جدول

التمويل .؟

التمرين التاسع والعشرون: إليك المعطيات المالية للميزانية الاقتصادية كما هي موضحة في الجدول التالي:

المبالغ	البيان	المبالغ	البيان
260250	الأموال الخاصة	60320	الاستثمارات المادية
45120	الديون البنكية والمالية	46800	الاستثمارات المعنوية
61640	الديون الطويلة الأجل	55200	الاستثمارات المالية
44890	الديون المتوسطة الأجل	162320	مجموع الاستثمارات الصافية
39900	الديون القصيرة الأجل	85630	المخزون
33200	التوظيفات المالية	74600	ديون الأخرى
36230	المتاحات المالية	62580	حساب العملاء
/	/	70100	مستحقات الموردون
/	/	66000	حقوق الأخرى
521230	المجموع	521230	المجموع

المطلوب:

1- أحسب: - BFR g والاستدانة الصافية ؟.

2- أحسب الأصل الاقتصادي ورأس المال المستثمر في عملية الاستغلال ؟.

التمرين الثلاثون: إليك المعطيات المالية المستخرجة من ميزانيات والجدول الملحقة لبنك البركة في نهاية سنة 2016 والنتائج موضحة في الجدول التالي: علما أن هذا البنك يحقق نتيجة صافية تقدر بـ: 500400 دج.

البيانات	بنك البركة
الأصول الثابتة البنكية	360087
القروض بنكية	534157
الأصول المتداولة البنكية	546600
رأس المال الأساسي للبنك	630500

المطلوب:

1- أحسب كفاية رأس المال وجودة الأصول ونسبة القروض ؟.

2- أحسب العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول ؟.

3- ما هو تفسيرك للنسب المحققة (العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول) ؟. وما هو رأيك في تقييم الأداء المالي لبنك البركة ؟.

التمرين الواحد والثلاثون: إليك الجدول الشامل لمؤسسة (X) بتاريخ 31/12/ (2007 / 2008 / 2009) كما

هي موضحة في الجدول التالي:

البيان	2007	2008	2009
الإنتاج	170800	155000	160700
مشتريات المواد الأولية	60200	50300	55400
تكاليف المستخدمين	40210	30800	43980
ضرائب ورسوم	33500	23890	32150
مخصصات الاهتلاكات	15000	12400	12600
مخصصات المؤونات	13000	10800	11800
إيرادات مالية	10000	9900	10100
مصاريف مالية	9000	8400	9600
رصيد العمليات الاستثنائية	7500	6230	8950
ضرائب على الأرباح الشركات	6000	5000	7000
توزيعات الأرباح	5800	4650	6100
استثمارات معنوية	6600	9760	12400
استثمارات مالية	5200	7340	9620
مخزونات	6000	8200	8500
عملاء	4300	5120	7420
المناحات	1200	1488	1500
التوظيفات	1380	1500	1634
الأموال الخاصة	10000	13460	15500
الديون البنكية والمالية الطويلة	9000	10220	10600
الديون المتوسطة	1700	4500	7600
الموردون	1800	2320	3800
ديون الاستغلال	1200	1708	2094
الديون القصيرة الأجل	980	1200	1480

المطلوب:

- 1- حساب مايلي:
- الاحتياج في رأس المال العامل ل ثلاث سنوات ؟.
- الاستدانة الصافية لسنوات الثلاث ؟.
- 2- أحسب الأصل الاقتصادي لسنوات الثلاثة ؟.
- 3- قم بإعداد الميزانية الاقتصادية المختصرة ؟.

التمرين الثاني والثلاثون: اعتمادا على المعطيات المالية التالية لثلاثة مؤسسات والنتائج الموضحة في الجدول حسابات النتائج والميزانيات الثلاثة كما يلي:

C	B	A	الحسابات
1059	6115	3320	الإنتاج
480	1059	2673	مشتريات مستهلكة
331	3119	236	إستهلاكات خارجية أخرى
183	1365	320	مصاريف المستخدمين
00	49	9	مصاريف مالية
100	149	11	إيرادات مالية
245	316	41	مخصصات الاهتلاك
11-	07-	5	النتيجة الاستثنائية
00	52	20	الضرائب على الأرباح
6.9	52	33	النتيجة الصافية

C	B	A	الحسابات
13334	2233	162	استثمارات مادية
00	00	44	استثمارات معنوية
106	690	30	استثمارات مالية
213	277	282	المخزونات
1068	1193	142	حقوق الاستغلال
40	692	247	المتاحات
14761	5085	907	مجموع الأصول
C	B	A	الحسابات
2021	1088	158	الأموال الخاصة
9655	2182	88	الديون الطويلة والمتوسطة الأجل
793	00	661	الموردون
00	1815	00	ديون الاستغلال الأخرى
2292	00	00	الديون البنكية قصيرة الأجل
14761	5085	907	مجموع الخصوم

المطلوب: أحسب المؤشرات التالية بطريقتين .؟

- الفائض الاجمالي للاستغلال EBE .؟
- القدرة على التمويل الذاتي CAF .؟
- نتيجة الاستغلال ، النتيجة الجارية .؟ - الاحتياج في رأس المال العامل BFR .؟ - الأصول الاقتصادية، الاستدانة الصافية .؟

التمرين الثالث والثلاثون: لتكن المؤسستين A و B كما يلي:

B		A		المؤسستين
2010	2009	2010	2009	الحسابات
1610	1320	1060	700.2	الإنتاج
530.8	440.5	350.4	219.4	مشتريات البضاعة
410.10	360.7	290.4	202.2	مصاريف المستخدمين
80	72	70	50	ضرائب ورسوم
50	36.2	27.4	14.3	مخصصات الاهتلاكات
82	70	50	30	مصاريف مالية صافية
43.3	35	30	20	ضرائب على الأرباح
46	40	35	25	توزيعات الأرباح
413.8	305.6	241.8	164.3	النتيجة الصافية

B		A		المؤسستين
2010	2009	2010	2009	الحسابات
3200	3600	3300	3000	استثمارات مادية
1890	2200	2000	1900	استثمارات معنوية
1700	1570	2100	2000	استثمارات مالية
1820	1680	2420	2200	المخزونات
2100	1900	1950	1860	حقوق الاستغلال
910	850	800	720	المتاحات
11620	11800	12570	11680	مجموع الأصول
2010	2009	2010	2009	الحسابات
4000	3900	4220	3750	الأموال الخاصة
2680	2980	3650	3000	الديون ط والمتوسطة الأجل
3350	3100	3800	3480	ديون الاستغلال الأخرى
1590	1820	900	1450	الديون البنكية قصيرة الأجل
11620	11800	12570	11680	مجموع الخصوم

المطلوب:

1- أحسب المؤشرات التالية بطريقتين:

- الفائض الإجمالي للاستغلال EBE ؟. القدرة على التمويل الذاتي CAF ؟. - نتيجة الاستغلال ، النتيجة الجارية ؟. - الاحتياج في رأس المال العامل BFR ؟. - الأصول الاقتصادية، الاستدانة الصافية ؟.

2- هل يمكن حساب المؤشرات التالية:

- التغيير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (التغيير BFR_{ex}) ؟- فائض خزينة الاستغلال ETE ؟.

التمرين الرابع والثلاثون: اعتمادا على المعطيات التالية لثلاث مؤسسات (C .B .A) وكل النتائج ممثلة إجمالا في

الجدول التالي:

البيان	A	B	C
الإنتاج	170800	155000	160700
مشتريات المواد الأولية	60200	50300	55400
تكاليف المستخدمين	40210	30800	43980
ضرائب ورسوم	33500	23890	32150
مخصصات الاهتلاكات	15000	12400	12600
مخصصات المؤونات	13000	10800	11800
إيرادات مالية	10000	9900	10100
مصاريف مالية	9000	8400	9600
رصيد العمليات الاستثنائية	7500	6230	8950
ضرائب على الأرباح الشركات	6000	5000	7000
توزيعات الأرباح	5800	4650	6100
استثمارات معنوية	6600	9760	12400
استثمارات مالية	5200	7340	9620
مخزونات	6000	8200	8500
عملاء	4300	5120	7420
المتاحات	1200	1488	1500
التوظيفات	1380	1500	1634
الأموال الخاصة	10000	13460	15500
الديون البنكية والمالية الطويلة	9000	10220	10600
الديون المتوسطة	1700	4500	7600
الموردون	1800	2320	3800
ديون الاستغلال	1200	1708	2094
الديون القصيرة الأجل	980	1200	1480

1- أكمل الجدول أدناه بحساب جميع المؤشرات المطلوب حسابها في التمرين الثاني والثلاثون (تأكد منها

بطريقتين) ؟.

المؤشرات	A	B	C
EBE	.	.	.
CAF	.	.	.
نتيجة الاستغلال	.	.	.
النتيجة الجارية	.	.	.
BFR _g	.	.	.
الأصل الاقتصادي	.	.	.
الاستدانة الصافية	.	.	.

2- أحسب ETE باعتبار هذه المؤسسات سنوات (2001، 2000) (2001 ، 2002) ؟.

3- قم بإعادة صياغة جدول حسابات النتائج ؟.

4- إذا علمت أنهم قاموا بشراء استثمارات بقيمة: 3600 ، 4200 ، على الترتيب، وتنازلت عن جزء من استثماراتها بقيمة 1200 ، 1460 على الترتيب، كما قاموا بتسديد قرض بقيمة 6850 ، 7900 على الترتيب، كذلك قاموا بقروض جديدة بقيمة 3200 ، 3650 على الترتيب، وتم من خلالهم الرفع في الأموال الخاصة بقيمة 6420 ، 5830 على الترتيب، ومكافآت رأس المال على التوالي 2320 ، 3100 ، - ما هي حالة التغير في الخزينة (Tng)؟.

قائمة المراجع

الكتب باللغة العربية:

- 1- إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية دروس وتطبيقات)، ج1، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 2- إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية دروس وتطبيقات)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- 3- جميل أحمد توفيق ومحمد صالح الخناوي، الإدارة المالية المعاصرة، دار الجامعة، بيروت، لبنان، 1999.
- 4- جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 2003.
- 5- جميل أحمد توفيق، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1986.
- 6- حباية نور الدين، الإدارة المالية، ط1، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1997.
- 7- دراج حمودي، تحليل الاستغلال وتحليل الميزانية - دروس نظرية و تطبيقية -، دار المعرفة، بيروت، لبنان، 2000.
- 8- شوايش محمود محمد، إعداد تقديم المشروعات الجديدة، ط1، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1996.
- 9- عبد الحميد كراجه، الإدارة المالية والتحليل المالي، ط1، دار الصفاء، عمان، الأردن، 2000.
- 10- عثمان دغماني، التمويل الإداري، دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1992.
- 11- محمد صالح الخناوي، وجمال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 12- محمد صالح الخناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 13- ناصر داددي عدون، التحليل المالي، دار الهدى عين مليلة، الجزائر، بدون سنة نشر.
- 14- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، القاهرة، مصر، 2002.
- 15- منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، كلية التجارة جامعة طنطا، مصر، 2003.
- 16- منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مصادر التمويل، كلية التجارة جامعة طنطا، مصر، 2001.
- 17- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار المستقبل للنشر، عمان، الأردن، 2002.
- 18- منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي، الإسكندرية، مصر، 2001.
- 19- منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 20- منير عبد الهادي، الإدارة المالية، دار مكتبة حامد للنشر، عمان، الأردن، 1999.
- 21- ناصر داددي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية للنشر، الجزائر، بدون سنة نشر.
- 22- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 23- ناصر داددي عدون ونواصر محمد فتحي، دراسة الحالات المالية، دار الآفاق، الجزائر، بدون سنة نشر.

الكتب الأجنبية:

- 1- P. Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 5^{ème} édition, Dalloz, Paris, France, 2005.
- 2- P. Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 5^{ème} édition, Dalloz, Paris, France, 2002.
- 3- P. Vizzavona, **Gestion Financière**, 8^{ème} édition, Berti édition, Paris, France, 1992.

1- مليكه زغيب، أدوات التحليل المالي في المؤسسة العمومية الصناعية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف مسيلة، 1997.

المطبوعات العلمية:

1- دردوري لحسن، مطبوعة التشخيص المالي، موجهة لسنة أولى ماستر مالية وحاكمية المؤسسة ومالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2014.

2- سعيدة بوديمة، مطبوعة التسيير المالي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة 20 أوت 1945 قالمة، الجزائر، 2015/2014.